

推出员工持股计划, 下半年业绩有望回升

投资要点

- **事件:** 公司近日发布员工持股激励方案, 拟以定向发行新股的方式向中层管理人员及核心技术业务人员共计 360 人实施股票激励计划, 总计授予 600 万股, 占公司总股本的 1.5%, 其中首次授予 560.7 万股, 占公司总股本的 1.4%, 预留 39 万股。本次授予价格为 14.72 元/股, 预计累计需要摊销总费用 0.8 亿元。
- **推出员工持股计划, 收入端考核目标彰显公司对长期成长性的重视。** 本次股权激励方案涉及 360 人, 覆盖人员主要包括核心中层管理人员及技术或业务人员, 将很大程度上提升公司技术人员和销售人员的积极性。本次激励计划共分 2019、2020、2021 年三期解锁, 主要以收入端为业绩考核目标, 以 2016-2018 年收入平均数为标准, 2019 年、2020 年和 2021 年收入增长率分别不低于 30%、60% 和 90%。我们认为, 公司内窥镜业务正处于快速成长阶段, 以营业收入为考核目标可以更好地反应出公司的成长性, 将公司长期发展奠定良好的基础。
- **Q2 扣非净利润下滑趋势有所减缓, 下半年业绩有望回升。** 公司上半年预计实现归母净利润为 6487 万至 7667 万元, 同比下滑 35% 至 45%, 中值 40% 较 Q1 的 42% 基本持平, 其中非经常性损益约为 1900 万元, 扣非净利润同比下滑 41.6% 至 53.5%, 较 Q1 下滑 96.9% 显著改善。公司上半年持续加大销售团队的建设, 各项运营费用增长较快, 我们预计, 随着公司高端新产品持续导入市场, 下半年业绩有望大幅改善。
- **彩超产品持续高端化, 消化内镜国产替代空间广阔。** 公司深耕超声领域多年, 掌握超声各主要部件的核心技术, 产品持续向中高端市场拓展。2016 年推出的中端彩超 S50 市场销售获得成功, 2018 年底推出的中高端彩超 S60 市场反馈良好, 有望持续实现快速放量。消化内镜作为公司下一个重点突破方向, 业务正处于快速增长阶段, 新产品 HD550 市场销售推广顺利, 此外, 公司还有多款新产品在研, 有望在该领域逐步实现国产替代。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 为 0.76 元、0.95 元、1.20 元, 对应 PE 分别为 34 倍、27 倍和 22 倍。考虑到公司消化内镜产品处于国内领先地位, 国产替代空间广阔, 首次覆盖, 目标价 34.2 元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品研发竞争或不及预期; 彩超业务或大幅下滑; 消化内镜放量或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1226.85	1489.77	1828.87	2247.12
增长率	24.04%	21.43%	22.76%	22.87%
归属母公司净利润(百万元)	252.62	305.41	380.91	481.52
增长率	32.94%	20.89%	24.72%	26.41%
每股收益 EPS(元)	0.63	0.76	0.95	1.20
净资产收益率 ROE	19.27%	19.74%	20.40%	21.19%
PE	41	34	27	22
PB	7.99	6.77	5.61	4.61

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 刘闯
执业证号: S1250519060002
电话: 021-58352031
邮箱: liuch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.00
流通 A 股(亿股)	1.97
52 周内股价区间(元)	23.51-37.55
总市值(亿元)	104.72
总资产(亿元)	17.81
每股净资产(元)	3.30

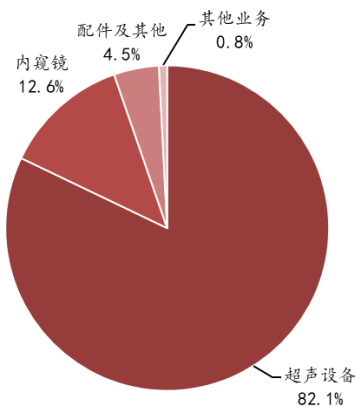
相关研究

1 公司概况

公司主营业务为医疗诊断及治疗设备的自主研发、生产与销售。主要产品包括医用超声诊断设备、医用电子内窥镜设备及耗材、血液分析仪等。公司是国内超声诊断设备领域较早独立掌握彩超设备核心技术与探头核心技术的生产企业，消化内镜产品处于国内领先地位。

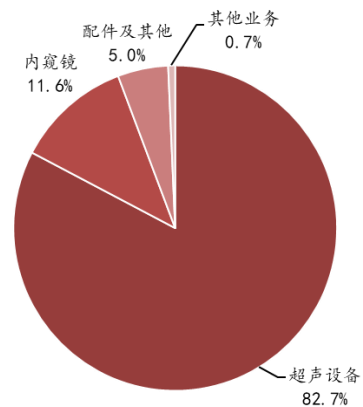
公司主营业务结构：公司收入主要来自超声设备，2018年占比82%，其中内窥镜业务占比12.6%，配件及其他占比4.5%，其他业务占比0.8%；2018年超声设备贡献82.7%的毛利，其中内窥镜业务占比11.6%，配件及其他占比5.0%，其他业务占比0.7%。

图 1：公司 2018 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2018 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

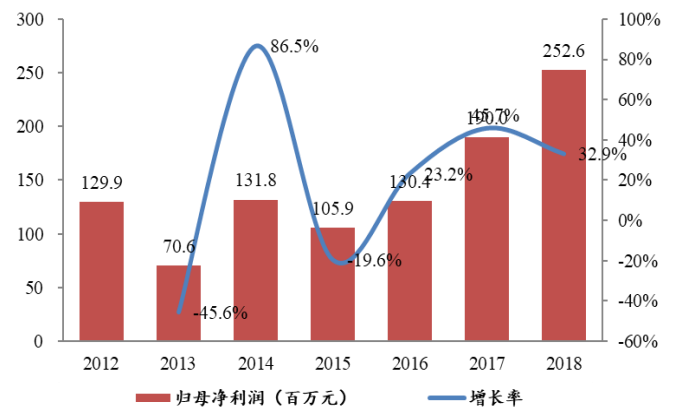
公司业绩状况：2012年以来，公司营业收入增速虽有所波动，但整体处于持续增长趋势，收入由2012年的4.8亿元增长至12亿元，年均复合增长率为16.8%，其中2017和2018年由于新产品的推出以外延并购，收入实现了快速增长。公司归母净利润在2012年至2015年期间波动较大，但2015年以来实现了持续快速增长，由2015年1.1亿元增长至2018年的2.5亿元，年均复合增长率为33.6%。

图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2012 年以来归母净利润及增速情况



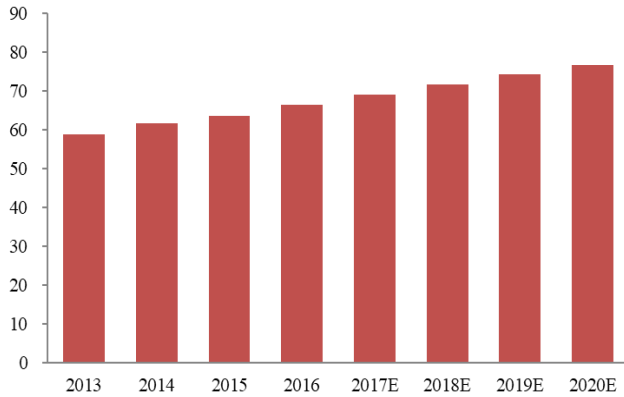
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：超声市场持续增长，内镜国产替代空间大

2.1 彩超行业

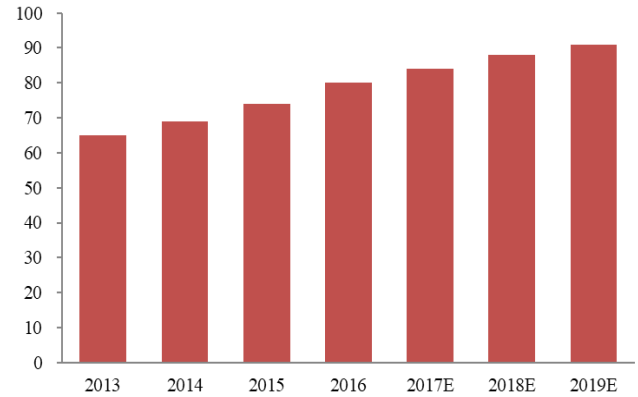
2016 年全球医用超声诊断设备市场规模已超过 65 亿美元，预计 2020 年将达 76 亿美元。2014 年中国超声诊断设备市场已达 69 亿元，预计 2019 年市场规模将达 91 亿元。

图 5：全球医用超声诊断设备市场规模（亿美元）



数据来源：QY Research, 西南证券整理

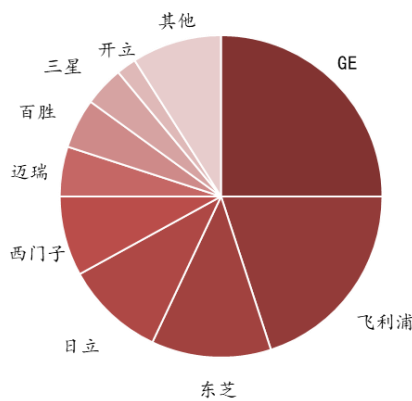
图 6：中国医用超声诊断设备市场规模（亿元）



数据来源：IHS, 西南证券整理

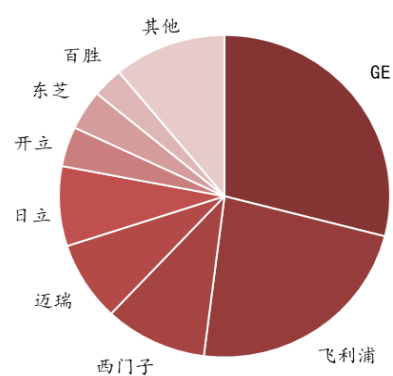
市场竞争格局方面，GE、飞利浦、东芝、日立和西门子占据全球近 75% 的市场份额，国内市场上，GE、飞利浦和西门子合计占据近 60% 的市场份额，迈瑞、开立等国产品牌占据 20% 左右的市场，市场份额仍有大幅提升空间，预计随着国产企业技术的持续提升以及医疗器械国产化趋势的推进，以迈瑞、开立为代表的优秀国产超声设备将持续受益。

图 7：2015 年全球医用超声设备市场竞争格局



数据来源：QY Research, 西南证券整理

图 8：2016 年国内医用超声设备市场竞争格局

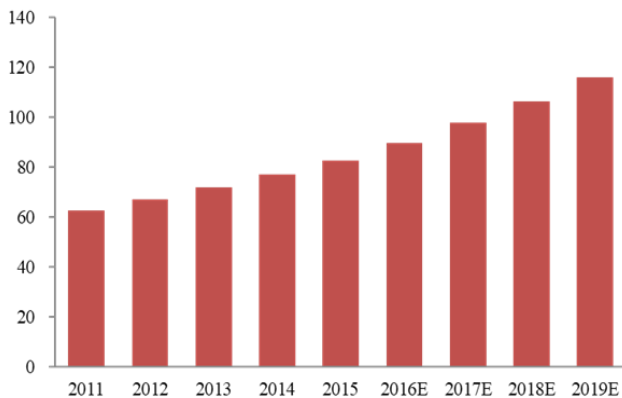


数据来源：IHS, 西南证券整理

2.2 内窥镜行业

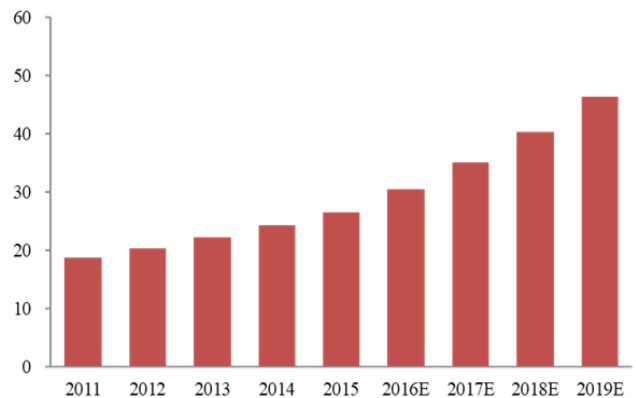
根据 Frost&Sullivan 数据显示, 2015 年全球软镜(包括消化内镜、支气管镜等, 主要是消化内镜)市场规模约 82 亿美元, 预计 2019 年将达到 115 亿美元, 年均复合增长率为 9%左右。根据中国医疗器械行业协会数据显示, 2015 年国内软镜市场规模约 27 亿元, 2018 年预计达到 40 亿元。随着国内基层医疗的市场需求提升、高性价比的国产设备出现, 我国软镜市场规模有望继续保持较快的增长速度。

图 9: 全球软镜市场规模 (亿美元)



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

图 10: 中国软镜市场规模 (亿元)

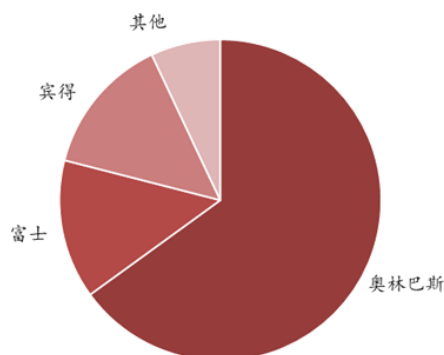


数据来源: 中国医疗器械行业协会, 西南证券整理

软性内窥镜领域技术壁垒高, 市场集中度高, 全球市场由日本企业奥林巴斯、富士、宾得等合计占据 90%以上的市场份额, 其中奥林巴斯一家独大, 占据 65%左右的市场份额。国内市场竞争格局与全球类似, 奥林巴斯、富士、宾得合计占据 95%以上的市场份额, 其中奥林巴斯占据 70%左右的市场份额。

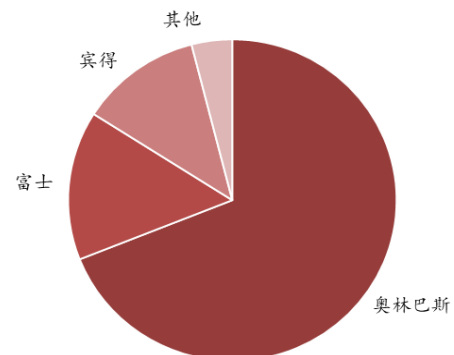
近年来, 随着技术的持续进步, 以开立医疗和澳华医疗为代表的的国产企业开始逐渐实现技术突破。我们认为, 随着国内企业的持续研发投入, 产品技术性能将持续提升, 有望进一步缩小与外资企业的差距, 产品发展有望复制国内彩超设备的发展路径。

图 11: 全球软镜市场竞争格局



数据来源: GBI Research, 西南证券整理

图 12: 中国软镜市场竞争格局



数据来源: 中国医疗器械行业协会, 西南证券整理

3 公司分析：彩超竞争力持续提升，消化内镜有望率先实现国产替代

公司拥有彩超设备、电子内镜和体外诊断三大系列产品，其中彩超和电子内镜是公司核心业务。公司目前在全球共有深圳、上海、东京、西雅图等 7 个研发中心，销售网络遍及全球，在 130 多个国家和地区设立销售和维修网点。

彩超设备：2004 年公司推出中国第一台自主知识产权彩超，2014 年公司推出高端彩超 S40，开始进入高端市场，2016 年、2018 年先后推出新一代高端彩超 S50 和 S60，市场竞争力持续提升。

消化内镜：2014 年公司完成电子胃镜和肠镜产业化项目，2016 年推出高清消化内镜 HD500，2018 年推出新一代产品 HD550，性能与奥林巴斯等外企产品进一步缩小。

图 13：公司中高端彩超产品



图 14：公司消化内镜产品

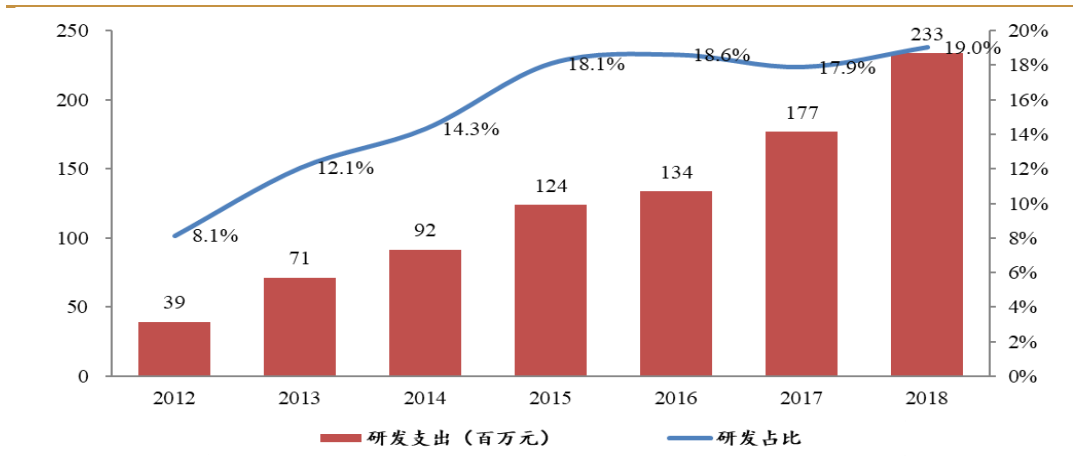


数据来源：公司网站，西南证券整理

数据来源：公司网站，西南证券整理

我们预计，随着持续的研发投入，公司在彩超领域将进一步向高端市场渗透，市场份额有望持续提升，在消化内镜领域有望率先实现国产替代。

图 15：公司持续加大研发投入力度



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：预计 2019-2021 年公司彩超产品销量增速分别为 15%、15%和 15%，平均单价维持稳定，毛利率分别为 71%、71%和 71%。

假设 2：预计 2019-2021 年公司内窥镜及耗材产品销量增速分别为 70%、60%和 50%，平均单价维持稳定，随着产品规模效应提升，毛利率有望稳步提升，预计 2019-2021 年毛利率分别为 65%、68%和 71%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
超声产品	收入	1007.0	1158.1	1331.8	1531.6
	增速	15.5%	15%	15%	15%
	毛利率	70%	71%	71%	71%
内窥镜及耗材	收入	154.5	262.6	420	630
	增速	110.9%	70%	60%	50%
	毛利率	64%	65%	68%	71%
配件及其他	收入	55	58	63.9	70
	增速	35%	5%	10%	10%
	毛利率	78%	75%	75%	75%
其他业务	收入	10	11	13	15
	毛利率	59.6%	60%	60%	60%
合计	收入	1226.8	1489.8	1828.9	2247
	增速	24.4%	21.4%	22.8%	22.9%
	毛利率	69.9%	69%	70%	71%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取医疗器械领域的迈瑞医疗和健帆生物做为可比公司，2019 年两家公司的平均预期 PE 为 45 倍，开立医疗作为国产内镜领域的龙头，给予公司 2019 年 45 倍估值，目标价 34.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300760.SZ	迈瑞医疗	1933	3.06	3.76	4.59	5.58	51.2	41.7	34.1	28.1
300529.SZ	健帆生物	265	0.96	1.31	1.73	2.24	65.6	48.3	36.5	28.1
平均值							58.4	45.0	35.3	28.1

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

产品研发竞争或不及预期; 彩超业务或大幅下滑; 消化内镜放量或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1226.85	1489.77	1828.87	2247.12	净利润	252.62	305.41	380.91	481.52
营业成本	369.60	446.68	541.85	650.51	折旧与摊销	22.22	12.05	12.05	12.05
营业税金及附加	14.60	16.39	20.12	24.72	财务费用	-2.90	5.05	2.94	0.10
销售费用	352.23	424.58	512.08	617.96	资产减值损失	25.95	15.00	15.00	15.00
管理费用	60.96	357.54	438.93	539.31	经营营运资本变动	96.00	-204.55	-196.46	-254.42
财务费用	-2.90	5.05	2.94	0.10	其他	-160.24	-34.35	-38.22	-27.43
资产减值损失	25.95	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	233.65	98.61	176.22	226.82
投资收益	18.89	15.00	16.00	17.00	资本支出	-436.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.19	-0.13	-0.15	-0.14	其他	131.57	15.37	15.85	16.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-305.03	15.37	15.85	16.86
营业利润	271.73	239.39	313.80	416.39	短期借款	145.73	-21.38	-94.14	-53.56
其他非经营损益	-0.37	89.00	98.00	107.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	271.35	328.39	411.80	523.39	股权融资	8.44	0.00	0.00	0.00
所得税	18.73	22.99	30.88	41.87	支付股利	-20.00	-50.52	-61.08	-76.18
净利润	252.62	305.41	380.91	481.52	其他	-17.63	-23.84	-2.94	-0.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	116.54	-95.74	-158.16	-129.84
归属母公司股东净利润	252.62	305.41	380.91	481.52	现金流量净额	47.42	18.24	33.91	113.84
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	130.74	148.98	182.89	296.73	成长能力				
应收和预付款项	414.09	523.48	629.73	776.61	销售收入增长率	24.04%	21.43%	22.76%	22.87%
存货	246.53	305.31	379.73	451.85	营业利润增长率	30.84%	-11.90%	31.08%	32.70%
其他流动资产	346.83	420.55	516.28	634.35	净利润增长率	32.94%	20.89%	24.72%	26.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	25.84%	-11.87%	28.18%	30.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	158.55	152.91	147.28	141.64	毛利率	69.87%	70.02%	70.37%	71.05%
无形资产和开发支出	493.11	487.54	481.97	476.39	三费率	33.44%	52.84%	52.16%	51.50%
其他非流动资产	45.81	44.97	44.13	43.28	净利率	20.59%	20.50%	20.83%	21.43%
资产总计	1835.66	2083.74	2382.00	2820.85	ROE	19.27%	19.74%	20.40%	21.19%
短期借款	169.07	147.70	53.56	0.00	ROA	13.76%	14.66%	15.99%	17.07%
应付和预收款项	256.52	282.56	346.08	422.82	ROIC	19.90%	14.70%	16.54%	18.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.72%	17.22%	17.98%	19.07%
其他负债	99.07	106.40	115.45	125.78	营运能力				
负债合计	524.67	536.65	515.08	548.60	总资产周转率	0.77	0.76	0.82	0.86
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	21.50	23.34	31.43	42.76
资本公积	218.75	218.75	218.75	218.75	应收账款周转率	3.62	3.48	3.50	3.52
留存收益	673.44	928.32	1248.15	1653.49	存货周转率	1.54	1.55	1.56	1.55
归属母公司股东权益	1310.99	1547.09	1866.92	2272.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.22%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1310.99	1547.09	1866.92	2272.25	资产负债率	28.58%	25.75%	21.62%	19.45%
负债和股东权益合计	1835.66	2083.74	2382.00	2820.85	带息债务/总负债	32.22%	27.52%	10.40%	0.00%
					流动比率	2.47	2.96	3.79	4.46
					速动比率	1.94	2.31	2.95	3.52
					股利支付率	7.92%	16.54%	16.04%	15.82%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	291.04	256.50	328.79	428.54	每股收益	0.63	0.76	0.95	1.20
PE	41.45	34.29	27.49	21.75	每股净资产	3.28	3.87	4.67	5.68
PB	7.99	6.77	5.61	4.61	每股经营现金	0.58	0.25	0.44	0.57
PS	8.54	7.03	5.73	4.66	每股股利	0.05	0.13	0.15	0.19
EV/EBITDA	35.98	40.68	31.34	23.66					
股息率	0.19%	0.48%	0.58%	0.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn