

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 22.28

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

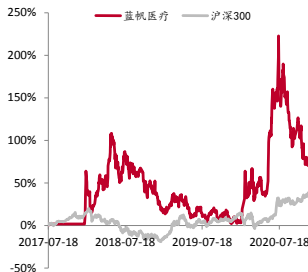
电话:

Email: zhujq@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1,047.48
流通股本(百万股)	788.06
市价(元)	22.28
市值(百万元)	23,337.79
流通市值(百万元)	17,558.04

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 蓝帆医疗(002382.SZ): 业绩略超预期, Q4 业绩环比进一步增长
- 2 蓝帆医疗(002382.SZ): 手套行业持续高景气, 丁腈手套产能进一步扩大
- 3 蓝帆医疗(002382.SZ): 疫情下手套利润释放, 心血管业务短期继续承压, 长期看创新器械进入收获

### 公司盈利预测及估值

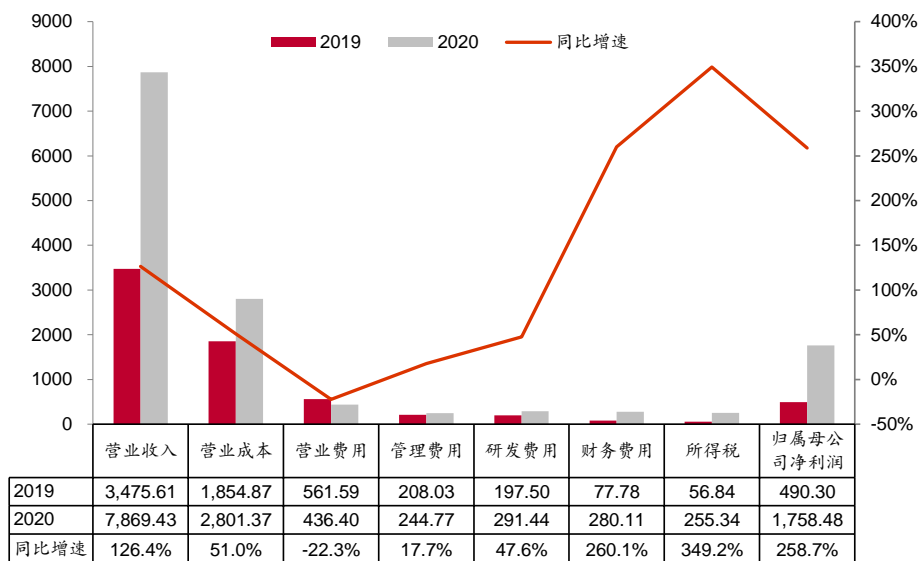
指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3475.61	7869.43	12847.06	13977.33	14308.16
增长率 yoy%	31.00%	126.42%	63.25%	8.80%	2.37%
净利润	490.30	1758.48	5976.18	4471.13	3305.46
增长率 yoy%	41.41%	258.66%	239.85%	-25.18%	-26.07%
每股收益(元)	0.48	1.72	5.85	4.38	3.24
每股现金流量	0.77	3.60	5.51	4.36	3.58
净资产收益率	5.81%	17.91%	36.12%	22.00%	14.33%
P/E	45.08	12.57	3.70	4.94	6.69
PEG	1.09	0.05	0.02	-0.20	-0.26
P/B	2.62	2.25	1.34	1.09	0.96

备注:

### 投资要点

- **事件: 公司公告 2020 年年报, 实现营业收入 78.69 亿元, 同比增长 126.42%, 归母净利润 17.58 亿元, 同比增长 258.66%, 扣非净利润 17.42 亿元, 同比增长 268.23%。**
- **手套业务景气度持续, 业绩持续高增长。**公司 2020Q4 单季度实现营业收入 32.14 亿元, 同比增长 266.50%, 归母和扣非净利润为负, 主要是公司出于审慎性原则计提柏盛国际商誉减值 17.55 亿元, 剔除商誉减值影响, 2020 年公司扣非净利润 35.01 亿元, 同比增长 597.23%, 主要是新冠疫情下手套需求大幅提升带来供需失衡, 手套价格显著提升。盈利能力上, 手套价格上涨带来手套毛利率从 2019 年的 15.30% 提升到 63.48%, 综合毛利率 64.40%, 同比提升 17.77pp, 公司净利率 22.40%, 同比提升 7.45pp。
- **海外疫情持续, 手套价格有望中期保持高位, 带动手套业绩持续快速增长。**2020 年公司手套业务实现收入 67.53 亿元, 同比增长 302.39%, 在全球新冠疫情持续蔓延下, 我们预计手套价格有望中期保持高位, 截止 2020 年底, 公司主要手套品类中 PVC 手套年化产能超过 200 亿支, 丁腈手套年化产能超过 60 亿支, 预计 2021 年, 公司将有超过 220 亿支新增手套产能的释放, 累计产能超过 520 亿支, 持续贡献业绩增量。
- **国内集采+国外疫情持续下心血管业务短期承压, 中长期看药物球囊、心脏瓣膜等重磅新品陆续上市放量。**公司心血管器械业务 2020 年实现收入 9.86 亿元, 同比下降 43.24%, 实现净利润 3.40 亿元, 未完成 2020 年业绩承诺, 主要是受疫情影响下国内外 PCI 手术量短期同比下降的影响(国内 PCI 手术量同比下降 5.50%), 目前公司心血管产品线已经由单一的冠脉支架拓展到全球领先的 TAVR 产品, 创新产品二代 BioFreedom 已在 2020 年海外多个地区获批, 未来公司将持续扩充药物球囊(中国、欧洲、东南亚临床开展中)、钙化和 CTO 病变、二尖瓣/三尖瓣置换/修复等血管介入等相关产品线, 提升产品组合竞争力, 打造心脑血管器械的综合性全球平台。
- **盈利预测与估值:** 我们预计 2021-2023 年公司收入 128.47、139.77、143.08 亿元, 同比增长 63.25%、8.80%、2.37%, 归母净利润 59.76、44.71、33.05 亿元, 同比增长 239.85%、-25.18%、-26.07%, 对应 EPS 为 5.85、4.38、3.24。考虑到公司手套业务在疫情下量价齐升, 心血管创新器械产品即将进入收获阶段, 目前股价对应 2021 年 4 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品市场推广不达预期风险, 政策变化风险, 产品研发失败风险, 手套价格波动影响。

图表 1: 蓝帆医疗主要财务指标变化 (百万元)



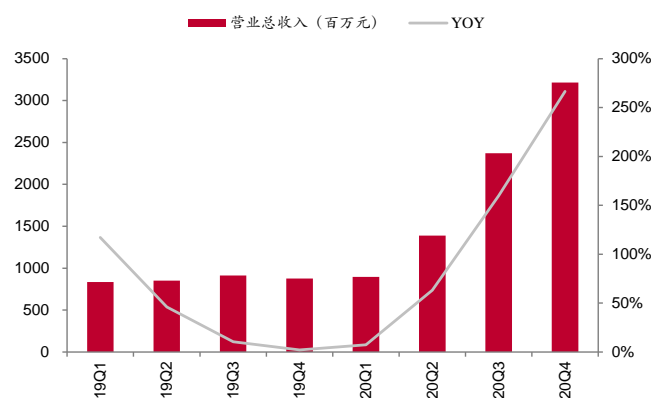
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 2: 蓝帆医疗分季度财务数据 (百万元)

	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q
营业收入	859.88	835.77	850.74	912.02	877.08	897.06	1,387.28	2,370.64	3,214.44
营收同比增长	105.93%	117.16%	45.90%	10.51%	2.00%	7.33%	63.07%	159.93%	266.50%
营收环比增长	4.19%	-2.80%	1.79%	7.20%	-3.83%	2.28%	54.65%	70.88%	35.59%
营业成本	479.08	481.85	439.07	482.80	451.14	509.83	537.22	667.08	1,070.47
营业费用	150.49	127.09	128.84	147.82	157.84	63.17	103.40	126.56	99.59
管理费用	171.36	84.97	106.20	107.57	106.79	48.35	122.96	166.89	158.29
财务费用	13.31	25.40	10.37	6.84	35.17	-1.25	30.58	112.28	136.16
营业利润	69.20	110.85	156.65	161.34	139.43	151.33	589.75	1,316.52	-31.77
利润总额	61.23	126.62	155.94	180.05	113.68	151.50	587.27	1,312.81	-54.81
所得税	-27.64	25.37	9.36	31.88	-9.77	22.38	110.80	45.14	74.99
归母净利润	86.11	96.05	138.56	140.65	115.04	129.19	476.58	1,266.79	-129.68

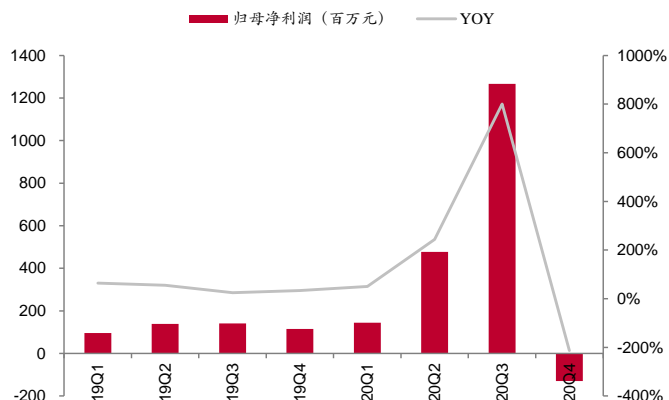
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 3: 蓝帆医疗分季度营业收入变化



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 蓝帆医疗分季度归母净利润变化



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 蓝帆医疗财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	7180	12923	16678	19486	<b>营业收入</b>	7869	12847	13977	14308
现金	3843	8450	11125	13470	营业成本	2801	4522	7034	8435
应收账款	1064	1690	1864	1895	营业税金及附加	34	56	61	63
其他应收款	45	73	79	81	营业费用	436	617	769	858
预付账款	191	308	480	575	管理费用	245	385	531	644
存货	769	1166	1872	2210	财务费用	280	73	-4	-47
其他流动资产	1268	1237	1258	1254	资产减值损失	-1769	10	10	10
<b>非流动资产</b>	9855	10949	11625	11888	公允价值变动收益	1	1	1	1
长期投资	148	148	148	148	投资净收益	36	36	36	36
固定资产	2211	3593	4293	4670	<b>营业利润</b>	2038	6878	5156	3826
无形资产	918	867	816	765	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	6578	6340	6367	6306	营业外支出	30	30	30	30
<b>资产总计</b>	17035	23872	28303	31374	<b>利润总额</b>	2018	6857	5136	3806
<b>流动负债</b>	3654	3979	4708	5118	所得税	255	868	650	481
短期借款	310	300	300	300	<b>净利润</b>	1763	5990	4487	3324
应付账款	685	1079	1698	2025	少数股东损益	5	14	15	19
其他流动负债	2660	2601	2710	2793	<b>归属母公司净利润</b>	1758	5976	4471	3305
<b>非流动负债</b>	3563	3333	3241	3146	EBITDA	2548	7252	5551	4244
长期借款	928	728	628	528	EPS (元)	1.79	5.85	4.38	3.24
其他非流动负债	2635	2605	2613	2618					
<b>负债合计</b>	7217	7312	7949	8263	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	14	29	48	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	981	1021	1021	1021	<b>成长能力</b>				
资本公积	5533	6202	6202	6202	营业收入	126.4%	63.3%	8.8%	2.4%
留存收益	2943	8919	12673	15442	营业利润	258.7%	237.4%	-25.0%	-25.8%
归属母公司股东权益	9817	16545	20324	23062	归属于母公司净利润	258.7%	239.8%	-25.2%	-26.1%
<b>负债和股东权益</b>	17035	23872	28303	31374	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	64.4%	64.8%	49.7%	41.0%
					净利率(%)	22.3%	46.5%	32.0%	23.1%
					ROE(%)	17.9%	36.1%	22.0%	14.3%
					ROIC(%)	20.1%	50.2%	34.5%	24.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	42.4%	30.6%	28.1%	26.3%
					净负债比率(%)	42.99%	39.56%	35.13%	32.59%
					流动比率	1.96	3.25	3.54	3.81
					速动比率	1.75	2.95	3.14	3.38
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.52	0.63	0.54	0.48
					应收账款周转率	9	9	8	7
					应付账款周转率	5.02	5.13	5.07	4.53
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.72	5.85	4.38	3.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.60	5.51	4.36	3.58
					每股净资产(最新摊薄)	9.62	16.21	19.91	22.59
					<b>估值比率</b>				
					P/E	12.57	3.70	4.94	6.69
					P/B	2.25	1.34	1.09	0.96
					EV/EBITDA	9	3	4	5

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。