

和佳股份 (300273.SZ) 医疗器械与用品行业

评级：买入 维持评级

公司研究简报

市场价格 (人民币): 18.16 元

多元业务稳健成长;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	512.95
总市值(百万元)	14,306.88
年内股价最高最低(元)	46.73/17.07
沪深 300 指数	3342.29



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.396	0.390	0.377	0.500	0.658
每股净资产(元)	2.35	2.12	2.51	3.07	3.85
每股经营性现金流(元)	-0.47	-0.61	1.23	0.59	0.73
市盈率(倍)	65.48	59.36	50.79	38.33	29.10
行业优化市盈率(倍)	51.52	61.82	86.24	86.24	86.24
净利润增长率(%)	40.69%	28.11%	33.15%	32.51%	31.70%
净资产收益率(%)	16.84%	18.38%	20.68%	22.42%	23.57%
总股本(百万股)	440.06	572.07	787.82	787.82	787.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **多元业务发展, 搭建医疗生态平台:** 公司深耕医疗器械产品(肿瘤微创、医用分子筛制氧、医用影像设备、血液净化等)、强化医院整体建设项目、坚持融资租赁业务等创新模式、介入医疗服务领域、打造医疗信息化平台;
- **医疗信息化业务布局慢慢展开:** 公司通过收购四川思迅和广东卫软切入医疗信息化和医疗影像数字化服务领域, 公司与成都厚立信息技术公司签订战略合作协议, 借鉴国外先进医院管理模式, 提供医疗质量管理、运营效率分析等多维度的信息服务, 整合院内信息流程, 信息化领域的布局还在进行中;
- **血透服务业务创新, 整合透析产业链:** 公司从血液净化的设备、耗材、临床应用等建立了一系列解决方案, 采用植入式服务, 与医院合作, 开展创新性医疗服务, 并依托汇医在线平台开展会员制服务, 线上线下结合, 实现跨地区的透析治疗服务。
- **试点高端康复医院, 打造康复医疗新板块:** 公司引进美国犹他大学医疗集团的高端康复体系, 打造国际领先的康复医疗模式、流程、服务标准、设备、技术和人才培养体系, 以郑州人民医院康复中心为试点, 开展中高端神经康复及骨伤康复服务, 与此同时, 与以色列 Hobart 医疗控股公司合作, 引进美国和以色列的康复产品, 着力形成和佳独有的康复标准及打造康复领域的行业标杆开展中高端神经康复和骨伤康复服务;
- **挖掘互联网医疗新业态价值:** 公司拟通过参股公司汇医在线的平台, 借助移动互联网技术, 打造第三方服务平台, 面向患者和医院提供在线医疗咨询、远程会诊咨询服务和优化就诊流程的技术信息服务。

投资建议

- 公司拥有差异化的创新能力和平台价值, 打造更加多元化的医疗生态圈, 看好公司往医疗大健康领域的多元扩展。

估值

- 我们给予公司 2015-2017 年 EPS 为 0.377 元、0.500 元和 0.658 元, 同比增长 33%、33%和 32%, “买入”评级。

风险

- 订单确认收入滞后
- 多元化业务的管理风险。

相关报告

1. 《引进美国康复体系, 康复医院建设取得进展;-和佳股份公司点评》, 2015.5.4
2. 《进军康复产业进入实质性阶段;-和佳股份公司点评》, 2015.4.20
3. 《医疗信息化产业链整合的序幕拉开;-和佳股份公司点评》, 2015.4.14
4. 《创新业务模式, 器械服务一体化平台;-和佳股份公司研究》, 2015.3.20
5. 《年报符合预期, 2015 年看新业务进展, ;-和佳股份公司点评》, 2015.3.4

叶苏

分析师 SAC 执业编号: S1130513060003
(8621)60230225
yesu@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

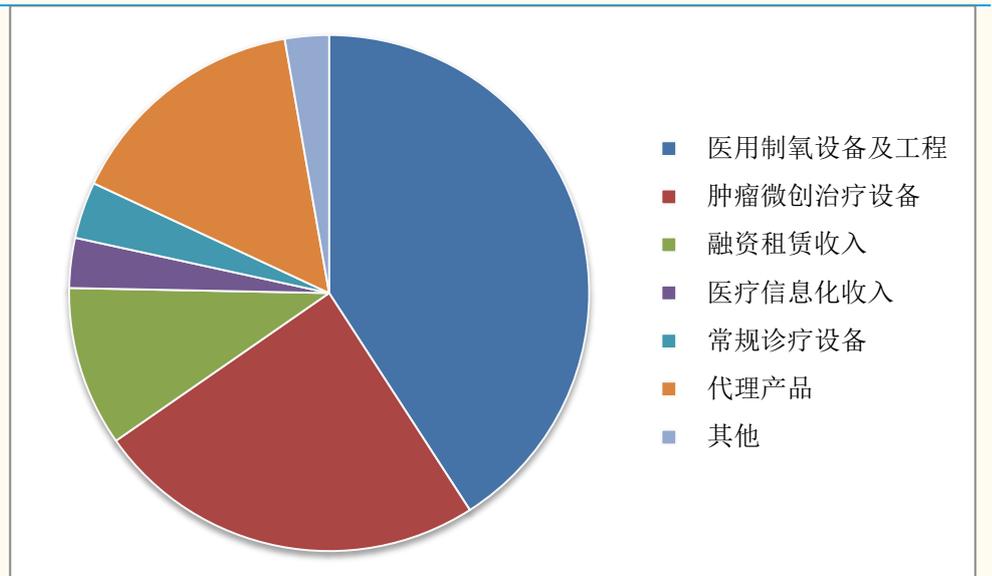
黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

多元业务发展，器械服务一体化

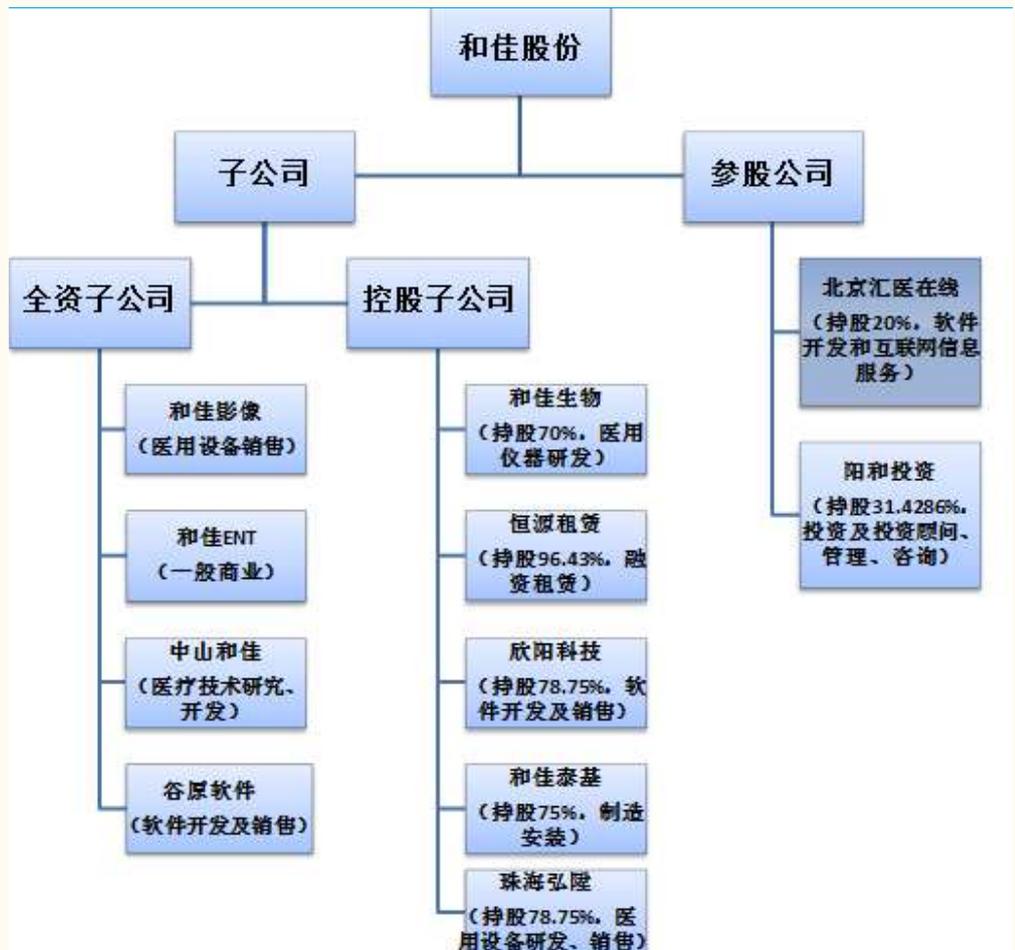
- 公司深耕医疗器械产品（肿瘤微创、医用分子筛制氧、医用影像设备、血液净化等）、医院整体建设项目、坚持融资租赁业务等创新模式、介入医疗服务领域、打造医疗信息化平台；
- 公司不断创新业务模式,拓展与医院合作的深度、广度，搭建医疗设备及服务的渠道平台，在原有业务板块基础上进一步拓宽产品线，实现产品线的横向和纵向延伸。
- 传统业务：肿瘤微创和医用分子筛制氧：
 - 公司是**肿瘤微创治疗领域**的领先者：是目前国内第一家能够提供完整肿瘤微创综合治疗解决方案的企业，肿瘤设备包含冷极射频肿瘤消融、高频热疗、体内放射性治疗、介入热疗、体腔热灌注治疗机、毫米波治疗仪等多方案，2008年开始通过提供高附加值的服务和技术支持形成差异化竞争，协助和指导医院建立肿瘤综合治疗中心，在肿瘤微创领域形成领先优势。
 - **医用分子筛制氧**：公司全力打造“医用制氧专家”形象，拥有医用制氧领域较为完整的注册证，包括医用分子筛制氧系统、医用中心供气系统、医用中心吸引系统、小型一体化医用制氧机，数字化洁净手术室、ICU及供应室洁净工程、气体管道工程等。
- 新业务板块：康复、医疗信息化、医疗互联网服务
 - **康复医疗板块**：引进美国犹他大学医疗集团的高端康复体系，打造国际领先的康复医疗模式、流程、服务标准、设备、技术和人才培养体系，以郑州人民医院康复中心为试点，开展中高端神经康复及骨伤康复服务
 - **医疗信息化**：打造区域医疗平台整合“电子健康档案”、“电子病历”两大资源，能够纵向贯穿市-县-乡镇-村，横向覆盖主要医疗卫生机构、公共卫生服务机构，实现地区内跨机构、跨区域、跨部门的卫生信息互联互通、数据共享、协同联动，实现优质服务资源集约化
 - **血液净化业务板块**包括血液净化装置、耗材代理、血液透析中心投资及运营服务。从血液净化的设备、耗材、临床应用等建立了一系列解决方案，采用植入式服务，与医院合作，开展创新性医疗服务，并依托汇医在线平台开展会员制服务，线上线下结合，实现跨地区的透析治疗服务。
 - **医疗和互联网服务**包括肿瘤 CIK 生物细胞治疗中心投资及运营服务、依托医院现有的信息化建设基础，借助移动互联技术和实时通讯技术，打造第三方服务平台，面向患者和医院提供在线医疗咨询、远程会诊咨询服务和优化就诊流程的技术信息服务。

图表 1: 业务板块收入结构



来源: 2015年中报 国金证券研究所

图表 2: 多元业务板块



来源: 公司年报 国金证券研究所

抢占康复医疗市场先机

- **公司进军康复产业进入实质性阶段**，与郑州人民医院医疗管理有限公司（以下称“郑医管理公司”）就投资建立营利性康复医院的合作事宜签订了《战略合作协议》。和佳股份以现金、实物、无形资产等方式投资设立康复医院，全面负责康复医院的管理。郑医管理公司授权并同意康复医院挂牌“郑州人民医院康复中心”，并协助和佳股份申请“郑州人民医院康复中心”的设立手续以及“和佳康复医院”的设立手续。郑医管理公司无形资产出资占 20%，公司 80% 股权
- 郑州人民医院是河南省综合性的大型三甲医院，与郑州人民医院合作，将为公司的康复业务发展提供较强的技术、专家、品牌等保障。公司主要定位于神经康复和骨伤康复业务，以服务高端客户为主，将引进美国先进康复医疗的设备、流程、服务体系，打造高水平康复医院，**积累经验之后将实现快速复制**。
- 公司定位康复是未来的重点发展领域，欲通过在全球范围内整合资源，打造康复设备-康复服务产业链，为患者提供整体解决方案。

医疗信息化产业链的整合正在进行

- 2014 年 4 月，为完善公司在医疗信息产业链的布局，全面整合和加速公司医疗信息产业的发展，珠海和佳医疗设备股份有限公司（以下简称“公司”或“和佳股份”）同意全资子公司珠海和佳医疗信息产业有限公司（以下简称“和佳信息”）以自有资金人民币 1,840 万元受让谭亮、罗院龙等自然人股东和参股子公司深圳市阳和生物医药产业投资有限公司（以下简称“阳和投资”）持有的广州卫软信息科技有限公司（以下简称“卫软信息”）共 92% 的股权。该交易完成后，卫软信息将成为公司的控股孙公司。
- 全资子公司珠海和佳医疗信息产业有限公司在医疗信息化领域的运作正式开始，公司在医疗信息化领域的核心竞争力大大增强。卫软信息是国内为数不多的全面提供医疗影像数字化软件产品的专业公司，产品应用覆盖放射科、超声科、内窥镜科、病理科、检验科以及全院临床科室，并与多家设备厂商、医疗信息化供应商形成了一定的战略合作关系，系统兼容性强，具备了无缝链接相关系统、整合医院信息化流程、完成院内信息流通的强大能力。
- **卫软信息的产品与公司四川欣阳科技有限公司的产品形成战略互补**，为医疗机构提供一站式远程医疗服务，也能够为移动医疗业务产品提供支持，能够整合区域医疗平台 HIS 系统、EPR 供应链、电子健康档案、电子病历等几大资源，纵向贯穿市-县-乡镇-村，横向覆盖主要医疗卫生机构、公共卫生服务机构，实现地区内跨机构、跨区域、跨部门的卫生信息数据共享、协同联动。

新业务：互联网医疗的探索

互联网医疗：提高医疗行业运营效率

- 互联网移动医疗是未来发展的趋势和热点，许多互联网企业涉足医疗探索了各种各样的新模式。主要的模式包括：
 - 围绕医生服务的远程医疗项目（提高医生工作效率，低成本获得医疗资源）——医生的专业价值。
 - 围绕患者服务的特定领域垂直闭环（提高患者粘性，形成重度消费）——患者的资源价值。
 - 围绕医院服务的医疗信息化——医疗的数据价值。

- 医疗电商。
- 我们看好以上几种较为清晰的模式，最看好四种交叉融合的智慧医疗生态系统。
- 公司与实际控制人共同设立北京汇医在线科技公司，上市公司持股 20%，拟依托医院现有的信息化建设基础，计划借助移动互联技术和实时通讯技术，打造第三方服务平台，面向患者和医院提供在线医疗咨询、远程会诊咨询服务和优化就诊流程的技术信息服务。
- 公司打造的平台拟实现的功能：优化医疗资源，实现医疗资源信息共享，提升基层医院诊疗能力，同时也将与血液净化业务整合，实现线上线下的多元服务。
 - 实时在线医疗咨询：为医院网络门诊提供服务
 - 远程影像诊断咨询：为医患提供在线或者离线诊断咨询服务
 - 优化就诊过程功能：提高就诊效率降低患者成本
 - 医疗信息服务功能：全面权威的疾病百科和药品信息
 - 同病相怜沟通互动：具有吸引力的病友沟通互动功能

投资建议

- 公司拥有差异化的创新能力和平台价值，打造更加多元化的医疗生态圈，看好公司往医疗大健康领域的多元扩展。

估值

- 我们给予公司 2015-2017 年 EPS 为 0.377 元、0.500 元和 0.658 元，同比增长 33%、33%和 32%， “买入”评级。

风险

- 订单确认收入滞后
- 多元化业务的管理风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	589	740	930	1,209	1,572	2,043
增长率		25.5%	25.7%	30.0%	30.0%	30.0%
主营业务成本	-269	-282	-342	-447	-582	-766
%销售收入	45.7%	38.1%	36.7%	37.0%	37.0%	37.5%
毛利	320	458	588	762	990	1,277
%销售收入	54.3%	61.9%	63.3%	63.0%	63.0%	62.5%
营业税金及附加	-8	-9	-12	-16	-20	-27
%销售收入	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-123	-160	-192	-266	-346	-449
%销售收入	20.9%	21.7%	20.6%	22.0%	22.0%	22.0%
管理费用	-69	-89	-92	-109	-141	-184
%销售收入	11.8%	12.0%	9.9%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	120	200	292	371	482	617
%销售收入	20.4%	27.0%	31.4%	30.7%	30.7%	30.2%
财务费用	15	4	-20	-31	-30	-16
%销售收入	-2.5%	-0.6%	2.2%	2.6%	1.9%	0.8%
资产减值损失	-9	-21	-24	-4	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	126	183	248	336	451	600
营业利润率	21.3%	24.7%	26.7%	27.8%	28.7%	29.3%
营业外收支	22	28	22	20	20	20
税前利润	148	211	270	356	471	620
利润率	25.1%	28.5%	29.0%	29.4%	30.0%	30.3%
所得税	-24	-35	-44	-57	-75	-99
所得税率	16.0%	16.4%	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	124	176	226	299	396	520
少数股东损益	0	2	3	2	2	2
归属于母公司的净利润	124	174	223	297	394	518
净利率	21.0%	23.5%	24.0%	24.6%	25.0%	25.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	124	176	226	299	396	520
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	30	34	12	12	13
非经营收益	2	5	20	16	30	16
营运资金变动	-129	-418	-632	374	-101	-131
经营活动现金净流	15	-206	-352	701	336	419
资本开支	-21	-57	-56	-15	-21	-15
投资	0	-40	0	-1	0	0
其他	0	0	-54	0	0	0
投资活动现金净流	-21	-97	-110	-16	-21	-15
股权募资	12	7	0	0	0	0
债权募资	37	175	286	10	-124	-294
其他	-73	-73	-68	-46	-124	-110
筹资活动现金净流	-25	109	219	-35	-248	-404
现金净流量	-31	-194	-243	650	67	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	688	495	250	900	967	967
应收款项	310	494	543	472	613	797
存货	54	77	82	104	135	178
其他流动资产	32	124	406	69	89	117
流动资产	1,084	1,191	1,282	1,545	1,805	2,060
%总资产	91.1%	76.0%	53.5%	58.0%	61.1%	63.8%
长期投资	24	233	847	848	847	847
固定资产	60	101	160	199	222	237
%总资产	5.1%	6.5%	6.7%	7.5%	7.5%	7.4%
无形资产	10	23	28	68	76	84
非流动资产	106	376	1,113	1,117	1,147	1,170
%总资产	8.9%	24.0%	46.5%	42.0%	38.9%	36.2%
资产总计	1,190	1,568	2,395	2,662	2,952	3,230
短期借款	63	238	511	753	629	334
应付款项	113	132	218	218	283	372
其他流动负债	39	72	104	166	194	230
流动负债	216	442	833	1,137	1,106	937
长期贷款	0	0	60	60	60	61
其他长期负债	41	65	262	0	0	0
负债	257	507	1,155	1,197	1,167	998
普通股股东权益	920	1,034	1,214	1,436	1,756	2,200
少数股东权益	13	26	26	28	30	32
负债股东权益合计	1,190	1,568	2,395	2,662	2,952	3,230

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.619	0.396	0.390	0.377	0.500	0.658
每股净资产	4.601	2.349	2.122	2.511	3.069	3.845
每股经营现金净流	0.074	-0.468	-0.615	1.226	0.587	0.732
每股股利	0.000	0.000	0.500	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	13.45%	16.84%	18.38%	20.68%	22.42%	23.57%
总资产收益率	10.40%	11.11%	9.31%	11.16%	13.33%	16.05%
投入资本收益率	10.13%	12.87%	13.26%	13.69%	16.37%	19.72%
增长率						
主营业务收入增长率	20.54%	25.55%	25.72%	30.03%	29.99%	29.99%
EBIT增长率	34.99%	66.37%	46.21%	26.96%	30.00%	27.88%
净利润增长率	56.58%	40.69%	28.11%	33.15%	32.51%	31.70%
总资产增长率	14.61%	31.75%	52.80%	11.13%	10.91%	9.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	133.0	181.5	183.1	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	74.8	84.8	85.0	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	66.3	81.7	109.5	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	30.2	22.0	18.3	18.0	14.6	10.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-66.96%	-24.26%	25.90%	-5.93%	-15.53%	-25.59%
EBIT利息保障倍数	-8.2	-44.6	14.4	11.9	15.9	38.9
资产负债率	21.59%	32.37%	48.23%	44.98%	39.51%	30.91%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-12-23	买入	24.27	N/A
2	2014-12-30	买入	23.04	N/A
3	2015-03-04	买入	26.46	N/A
4	2015-03-20	买入	29.58	40.00~40.00
5	2015-04-14	买入	37.84	N/A
6	2015-04-20	买入	36.05	N/A
7	2015-05-04	买入	34.49	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—20%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD