

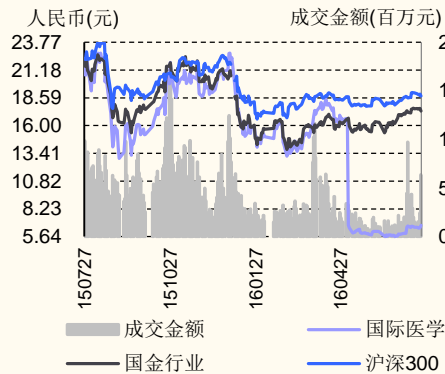
市场价格 (人民币): 6.69 元

携手“联盟”，研发对接转化，产业链全布局

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 22.77/5.64
 沪深 300 指数 3225.16



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.491	0.306	0.130	0.156	0.170
每股净资产(元)	2.23	4.21	4.54	4.93	5.36
每股经营性现金流(元)	0.43	0.35	0.75	0.62	0.65
市盈率(倍)	24.87	71.96	51.35	42.81	39.25
行业优化市盈率(倍)	22.53	34.37	28.53	28.53	28.53
净利润增长率(%)	188.21%	-31.19%	6.55%	19.94%	9.06%
净资产收益率(%)	21.97%	7.26%	7.18%	7.93%	7.96%
总股本(百万股)	713.42	788.42	1,971.05	1,971.05	1,971.05

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 携手“联盟”，产业链全布局；对接转化，医疗研发业绩兑现将提速。
 - “联盟”国内规模最大：公司与中国药物临床试验机构联盟签署《精准医学战略合作协议》拟出资 1 亿元人民币，启动公司精准医学中心建设。中国药物临床试验机构联盟，拥有三甲医院会员 208 家（占全国近 1/3）以及药物研究所、制药企业和医疗保险机构等单位；
 - 高效双向协同，推进临床转化：合作将在建设精准医学中心、国家重点项目示范、搭建精准医学研究协同网络、研究成果临床转化等 4 个方面展开；联盟将向公司全面开放数据库资源，而公司的精准医学中心将面向联盟及其成员临床研究项目开放生物样本资源，联盟将推动其成员发起临床研究，成果共享；
 - 完成产业链全布局，转化医学将带给公司未来可持续新增利润亮点。公司将利用数据打通医疗、保险、健康管理等板块，同时将公司业务拓展到新药研发、新型检测试剂研发等领域，形成“临床发现—基础研究—临床应用”的转化医学链条，实现精准医学的产业化。
- 上游布局在先，参股汉氏联合，间充质干细胞技术领先。
 - 公司 2014 年投资间充质干细胞技术领先的汉氏联合，成为其第二大股东，随着近年来干细胞研究进展、各国政策的放开以及相关药物的上市，公司在此医疗前沿的布局，再协同与“联盟”的下游布局，我们认为，其临床转化的成果将加速到来。
- 盈利预测：公司目前主业仍是商业与医院两块：商业部分预计持稳，而医院部分，我们估计将回升至 2014 年的近 9 千万元的净利水平（因 2015 年增设新科室的投入以及新生儿下降对妇产科室的影响不再）预计 2016 全年公司扣非净利增速 15-20%；2016/17/18 营收与净利为 41/44/46 亿和 2.6/3.1/3.4 亿。

投资建议

- 我们认为精准医学中心的建设将完善公司在医疗产业的全布局，加速临床成果转化，为未来提供持续新增利润；公司商业持稳，医院反弹，建议增持。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 7.8~9.36 元目标价位，相当于 50~60x17PE。

风险

- 战略合作不达预期。

赵海春 分析师 SAC 执业编号：S1130514100007
 (8621)61038261
 zhaohc@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
 (8621)60230221
 lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

携手“联盟”，产业链全布局；对接转化，医疗研发业绩兑现将提速	3
“联盟”国内规模最大	3
高效双向协同，推进临床转化	3
完成产业链全布局，转化医学将带给公司未来可持续新增利润亮点	3
上游布局在先	3
参股汉氏联合，间充质干细胞技术领先	3
盈利预测	4
公司商业持稳，预计未来 3 年净利 1.43 亿元	4
医院反弹，预计净利回升至 2014 年 9 千万元水平	4
2016 年扣非净增速 15%-20%	4
估值与风险	4

携手“联盟”，产业链全布局；对接转化，医疗研发业绩兑现将提速

“联盟”国内规模最大

- 公司与中国药物临床试验机构联盟签署《精准医学战略合作协议》：公司拟出资 1 亿元人民币，启动公司**精准医学中心**建设，推动联盟成员单位在精准医学诊断、检测、治疗等领域的优秀**临床研究成果**在公司进行**转化**。中国药物临床试验机构联盟，拥有三甲医院会员 208 家（占全国近 1/3）以及药物研究所、制药企业和医疗保险机构等单位；
- 这近 200 家医院中，包括中国人民解放军总医院（301）、北京大学人民医院、北京大学第一医院、北京安贞医院、北京安定医院、第四军医大学西京医院、上海交通大学第一人民医院、复旦大学华山医院和四川大学华西医院等著名医院；
- 联盟成员主持的国家重点研发计划“精准医学研究”专项“药物基因组学与国人精准用药综合评价体系”项目（北京大学）和“抑制 VEGF 治疗黄斑下新生血管疾病药物基因组学研究”项目（上海交通大学）名列精准医学研究专项的前茅。

高效双向协同，推进临床转化

- 合作将在建设精准医学中心、国家重点项目示范、搭建精准医学研究协同网络、研究成果临床转化等 4 个方面展开；这样，联盟将发挥**大数据技术和人工智能**在基因数据分析、精准诊断、精准用药模型构建和应用等方面的优势，向公司全面开放**药物基因组学数据库资源**，并将引入国际最新的 ICH-GCP（国际临床试验规范）、指导西安高新医院药物临床试验基地建设，而公司的精准医学中心又将面向联盟及联盟成员临床研究项目开放**生物样本资源**，联盟将推动和鼓励其成员依托公司精准医学中心发起**临床研究，成果共享**；

完成产业链全布局，转化医学将带给公司未来可持续新增利润亮点

- 基于“大数据和人工智能是驱动我国精准医学实现产业化的核心”这一共同理念，依托联盟成员单位牵头的国家重点研发计划“精准医学研究”专项，推动联盟成员单位在精准医学诊断、检测、治疗等领域的优秀**临床研究成果**在公司进行转化；
- 公司将利用数据打通医疗、保险、健康管理等板块，充分发挥**医疗数据**的临床研究价值，同时将公司业务拓展到**新药研发、新型检测试剂研发**等领域，形成“**临床发现—基础研究—临床应用**”的转化医学链条，实现精准医学的产业化。

上游布局在先

参股汉氏联合，间充质干细胞技术领先

- 公司 2014 年投资间充质干细胞技术领先的汉氏联合，成为其第二大股东，随着近年来干细胞研究进展、各国政策的放开以及相关药物的上市，公司在此医疗前沿的布局，再协同与“联盟”的下游布局，我们认为，其临床转化的成果将加速到来。

盈利预测

公司商业持稳，预计未来 3 年净利 1.43 亿元

- 公司的商业主业，由于在前两年已经对其核心门店开元店进行了长达 2 年的重新装修以及成功的品类调整，所以，即使在线下门店消费疲软的情况下，依靠开元商城的历史文化及最市中心地段位置，我们预计，公司的商业部分将维持平稳；因此我们保守的假设商业零增速，以公司 2015 年的商业门店净利 1.43 亿来计算未来 3 年的商业部分净利。

医院反弹，预计净利回升至 2014 年 9 千万元水平

- 公司在 2015 年增设了血液及肿瘤新科室的投入增加以及新生儿生下降近三成对妇产科室的减收影响，我们预计 2016 年高新医院收入将可回到 2014 年水平，也就是近 9000 万元净利润的水平。

2016 年扣非净增速 15%-20%

- 公司过去几年净利润中，都有两三千万元的投资收益。我们保守的假设，未来投资收益在千万以内，那么，在 2016 年的扣非净利润增速也将高达 15-20%；而归属上市公司净利润，即使在未考虑各种历年投资收益的计算下，2016 年也有 6.55% 的增长。

估值与风险

- 公司涉足精准医疗，产业链上下游布局全面，未来前沿研究转化为临床成果效率将提升，而全部涉足精准医疗行业上市的七八家 A 股医疗企业目前估值都在 100 倍以上；但充分考虑到战略合作也可能有不达预期的风险，我们保守的基于公司目前可测算业绩，给予公司未来 6-12 个月 7.8-9.36 元目标价位，相当于 50-60x17PE。维持增持评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,566	3,883	3,900	4,135	4,392	4,618	货币资金	1,254	1,073	2,363	1,976	2,303	2,659
增长率		8.9%	0.4%	6.0%	6.2%	5.2%	应收款项	50	226	56	53	57	59
主营业务成本	-2,849	-3,081	-3,111	-3,305	-3,491	-3,660	存货	33	40	53	45	48	50
%销售收入	79.9%	79.3%	79.8%	79.9%	79.5%	79.3%	其他流动资产	29	33	159	66	67	68
毛利	716	802	789	829	901	958	流动资产	1,367	1,372	2,631	2,141	2,474	2,837
%销售收入	20.1%	20.7%	20.2%	20.1%	20.5%	20.7%	%总资产	37.8%	39.0%	49.5%	44.4%	47.7%	50.8%
营业税金及附加	-51	-46	-45	-50	-53	-55	长期投资	279	232	521	522	521	521
%销售收入	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,639	1,585	1,619	1,661	1,695	1,723
营业费用	-139	-124	-120	-124	-132	-139	%总资产	45.4%	45.1%	30.5%	34.4%	32.6%	30.9%
%销售收入	3.9%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	303	294	526	499	500	501
管理费用	-280	-278	-319	-331	-351	-369	非流动资产	2,245	2,142	2,682	2,683	2,717	2,746
%销售收入	7.8%	7.2%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	62.2%	61.0%	50.5%	55.6%	52.3%	49.2%
息税前利润 (EBIT)	247	354	305	325	365	395	资产总计	3,612	3,513	5,313	4,824	5,192	5,583
%销售收入	6.9%	9.1%	7.8%	7.9%	8.3%	8.5%	短期借款	699	767	847	35	35	35
财务费用	-60	-43	-19	6	32	39	应付款项	1,039	869	820	885	937	984
%销售收入	1.7%	1.1%	0.5%	-0.1%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	515	151	140	141	149	156
资产减值损失	-1	-1	-5	0	0	0	流动负债	2,253	1,787	1,807	1,061	1,121	1,175
公允价值变动收益	0	-3	5	0	0	0	长期贷款	70	124	175	175	175	176
投资收益	2	129	29	0	0	0	其他长期负债	6	5	4	3	3	3
%税前利润	1.4%	29.6%	9.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,329	1,916	1,985	1,238	1,299	1,354
营业利润	188	435	314	331	398	434	普通股股东权益	1,279	1,594	3,322	3,579	3,887	4,222
营业利润率	5.3%	11.2%	8.0%	8.0%	9.1%	9.4%	少数股东权益	3	3	7	7	7	7
营业外收支	-28	2	3	3	3	3	负债股东权益合计	3,612	3,513	5,313	4,824	5,192	5,583
税前利润	160	438	316	334	400	436	比率分析						
利润率	4.5%	11.3%	8.1%	8.1%	9.1%	9.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-39	-88	-75	-77	-92	-100	每股指标						
所得税率	24.2%	20.0%	23.8%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.170	0.491	0.306	0.130	0.156	0.170
净利润	122	350	241	257	308	336	每股净资产	1.793	2.234	4.213	4.539	4.930	5.356
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.460	0.429	0.348	0.746	0.616	0.653
归属于母公司的净利润	122	350	241	257	308	336	每股股利	0.060	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
净利率	3.4%	9.0%	6.2%	6.2%	7.0%	7.3%	回报率						
							净资产收益率	9.50%	21.97%	7.26%	7.18%	7.93%	7.96%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.37%	9.97%	4.54%	5.32%	5.93%	6.02%
净利润	122	350	241	257	308	336	投入资本收益率	9.11%	11.37%	5.34%	6.59%	6.85%	6.84%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	117	108	111	108	115	121	主营业务收入增长率	4.79%	8.91%	0.44%	6.00%	6.22%	5.16%
非经营收益	84	-79	33	52	10	10	EBIT 增长率	16.31%	43.27%	-13.83%	6.63%	12.45%	8.00%
营运资金变动	6	-73	-111	172	53	48	净利润增长率	9.45%	188.21%	-31.19%	6.55%	19.94%	9.06%
经营活动现金净流	328	306	274	588	485	514	总资产增长率	-0.60%	-2.72%	51.24%	-9.22%	7.63%	7.53%
资本开支	-205	-108	-358	-122	-147	-148	资产管理能力						
投资	0	163	-19	-1	0	0	应收账款周转天数	3.1	3.6	4.1	4.0	4.0	4.0
其他	6	14	30	0	0	0	存货周转天数	5.0	4.3	5.5	5.0	5.0	5.0
投资活动现金净流	-199	69	-347	-123	-147	-148	应付账款周转天数	60.1	51.6	48.3	50.0	50.0	50.0
股权募资	4	0	1,476	0	0	0	固定资产周转天数	161.5	141.7	140.5	132.6	124.4	117.3
债权募资	-39	-277	131	-812	0	1	偿债能力						
其他	-104	-93	-52	-40	-12	-12	净负债/股东权益	-39.67%	-12.82%	-41.53%	-50.41%	-54.81%	-58.85%
筹资活动现金净流	-140	-371	1,555	-852	-12	-11	EBIT 利息保障倍数	4.1	8.2	15.6	-53.0	-11.4	-10.1
现金净流量	-11	4	1,483	-387	327	356	资产负债率	64.48%	54.53%	37.36%	25.68%	25.01%	24.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2014-08-21	买入	7.47	9.72~12.70

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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

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