



## 产品线布局齐全，内生加外延业绩可期

### ——科华生物（002022）调研简报

2016 年 10 月 20 日

推荐/首次

科华生物

调研简报

#### 报告摘要：

**销售策略调整，助力公司业绩恢复。**公司从去年开始对市场策略进行调整，细化内部激励与创新举措，各条业务线的业务团队均以终端需求为主，仪器和试剂销售团队更紧密结合；挖掘市场存量仪器，充分利用已有仪器，带动试剂销售；设立多层次奖励标准，激励经销商业绩增长，提高了经销商的忠诚度和积极性。2016 上半年，公司实现营收增长 19.06%，扣非后净利润增长 26.71%。

**生化诊断不会被替代，封闭式是未来趋势。**生化诊断在特定检测项目上具有时间和成本优势，不会被免疫完全替代。目前，国内生化产品开放式、半开放式、封闭式并存，半开放产品主要根据具体检测项目来定制。未来由于对测量准确度要求的提高和企业对仪器与试剂捆绑销售的需求，生化产品向封闭式转变是大趋势。

**收购 TGS，加强化学发光产品。**TGS 的化学发光产品在国际上处于领先地位，同时与科华既有产品形成良好补充。科华通过收购 TGS，将着重吸收 TGS 化学发光技术，目前平台转移和技术对接都在进行当中。科华积极丰富化学发光免疫诊断菜单，目前已拿到 29 种注册证，年底计划拿到 40 种注册证，目标是取得 60 种化学发光产品注册证。

**分子诊断爆发增长，出口业务有望恢复。**公司血筛产品业务中标 15 个省市、60 个终端、包括 11 个省级血液中心，带动上半年整个分子诊断业务爆发式增长 135%。我们预计公司血筛业务仍将维持良好势头，享受中标带来的持续性试剂销售保障。受原材料供应商违约影响，公司与 WHO 合作的 HIV 金标试纸业务暂停出口，3 月份，WHO 已对科华完成了现场核查，结果得到认可，目前处于 WHO 最后内审阶段。

我们预计 2016-2018 年公司归母净利润为 2.59 亿，3.08 亿，3.86 亿，EPS 为 0.51，0.60，0.75，对应 PE 为 46X，39X，31X。科华生物全面布局生化、免疫、分子诊断领域，是为数不多的仪器与试剂齐头并进、产品多样的体外诊断公司。随着内生与外延的不断加强，公司未来业绩可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### 财务指标预测

| 指标         | 2014  | 2015A    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|------------|-------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 1,217 | 1,155.78 | 1,382.71 | 1,629.42 | 1,931.63 |
| 增长率（%）     | 9.28  | -5.10%   | 19.63%   | 17.84%   | 18.55%   |
| 归母净利润（百万元） | 291.9 | 210.62   | 259.62   | 308.40   | 385.92   |
| 增长率（%）     | -0.44 | -30.08%  | 23.35%   | 18.84%   | 25.20%   |
| 净资产收益率（%）  | 23.23 | 12.58%   | 14.29%   | 15.53%   | 17.56%   |
| 每股收益(元)    | 0.59  | 0.42     | 0.51     | 0.60     | 0.75     |
| PE         | 39.67 | 56.51    | 46.46    | 39.11    | 31.25    |
| PB         | 9.22  | 7.20     | 6.64     | 6.07     | 5.49     |

#### 张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

#### 常笑

010-66554035

changxiao@dxzq.net.cn

#### 交易数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元）    | 23.59-25    |
| 总市值（亿元）        | 120.92      |
| 流通市值（亿元）       | 89.67       |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 51257/38013 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | /           |
| 52 周日均换手率      | 3.24        |

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 1. 销售策略调整，助力公司业绩恢复 .....       | 3 |
| 2. 生化行业较为成熟，生化仪器加快研发 .....     | 4 |
| 1.1 生化诊断不会被替代，POCT 是发展方向 ..... | 4 |
| 1.2 封闭式是生化产品的未来发展趋势 .....      | 5 |
| 1.3 加强生化仪器研发，比拼国际巨头 .....      | 6 |
| 3. 整合 TGS，发展化学发光 .....         | 7 |
| 4. 分子诊断爆发增长，出口业务有望恢复 .....     | 8 |
| 5. 盈利预测及估值 .....               | 8 |
| 6. 风险提示 .....                  | 9 |

## 表格目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 表 1: 生化、免疫、POCT 对比 ..... | 5  |
| 表 2: 卓越系列生化仪 .....       | 7  |
| 表 3: 公司盈利预测表 .....       | 10 |

## 插图目录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 图 1: 2013-2016 上半年营收增长（百万元） .....  | 3 |
| 图 2: 2013-2016 上半年净利润增长（百万元） ..... | 3 |
| 图 3: 上半年试剂营收拆分 .....               | 4 |
| 图 4: 国内体外诊断仪器和试剂销售模式 .....         | 6 |
| 图 5: 卓越 1200 全自动生化仪 .....          | 7 |

上海科华生物工程股份有限公司创立于 1981 年，是中国规模最大的医疗诊断用品产业基地。集产品研发、生产、销售于一体，布局生化、免疫、分子诊断多个领域。公司是为数不多的仪器与试剂齐头并进，产品多样的体外诊断公司。历经多年积累，科华生物已经成为中国体外临床诊断行业的龙头企业。

2016 年上半年，公司业绩较快增长，实现营业收入 6.90 亿元，同比增长 19.06%，其中试剂 3.4 亿，仪器 3.5 亿。实现归属于上市公司股东净利润 1.38 亿元，同比增长 10.46%，实现扣非后净利润 1.27 亿元，增长 26.71%。公司业绩整体向好：生化产品业绩提升；TGS 并购整合，公司未来在化学发光业务上有望实现更大突破；血筛业务多省市中标，爆发式增长，看点颇多。9 月末，我们对科华进行了调研，10 月初与科华产业专家进行座谈交流，现将内容进行汇总。

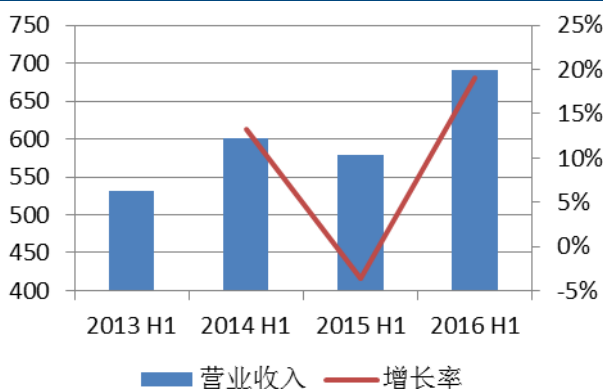
## 1. 销售策略调整，助力公司业绩恢复

**仪器与试剂销售紧密结合，业绩恢复增长。**由于近两年国内有多个体外诊断公司陆续上市，采取了较为积极的市场策略，而科华在业绩、成长性方面一直较为扎实，市场策略偏于稳健，使得公司多个业务增速出现回落，2015 年出现上市以来第一次下滑。因此公司从去年就开始对市场策略做出调整，着手加大内部资源整合，持续加强营销团队建设，优化市场策略：各条业务线的业务团队均以终端需求为主，使仪器销售团队和试剂销售团队结合更紧密，进一步提升公司产品的终端影响力，同时细化内部激励与创新举措，最大化地提升终端拓展的效率。

**挖掘市场仪器存量，带动试剂增长。**科华在国内体外诊断领域深耕多年，生化、酶免终端市场上有大量科华的仪器，所以公司目前着力挖掘市场存量空间，充分利用已有仪器，带动试剂的销售。

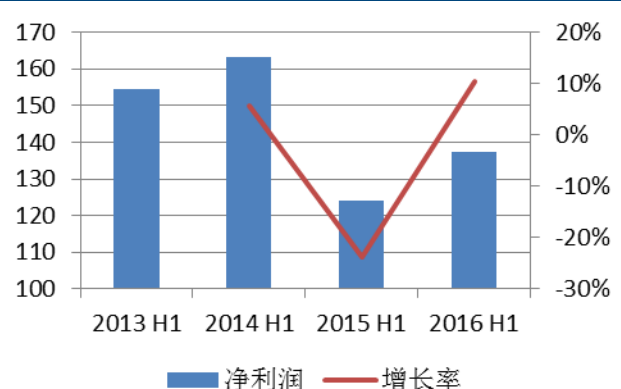
**多层次奖励标准，激励经销商业绩增长。**科华作为传统体外诊断龙头公司，对经销商的销售要求相对较高，奖励政策相对严格。现在公司实行多级相对灵活的激励政策，对经销商的不同销售量实行不同的奖励标准，从而提高了经销商的忠诚度和积极性。

图 1: 2013-2016 上半年营收增长（百万元）



资料来源：东兴证券研究所

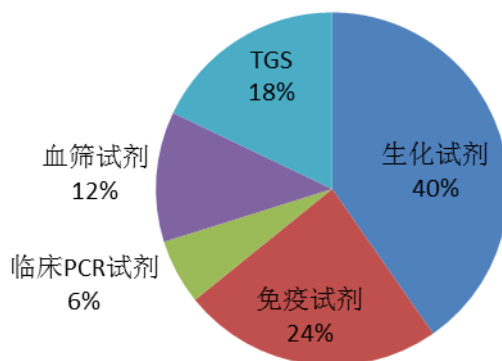
图 2: 2013-2016 上半年净利润增长（百万元）



资料来源：东兴证券研究所

**优化销售策略效果明显。**上半年，科华仪器营收 3.5 亿，同比增长 6.24%，仪器营收以代理为主，代理仪器中主要为希森美康。试剂营收 3.4 个亿，2.7 亿是国产试剂，其中生化试剂约占一半，生化试剂同比增长 14%；免疫诊断试剂约 8000 万，同比增长 8%；分子诊断试剂约 6000 万，同比增长 135%，我们预期全年业务基本能保持上半年增速水平。

图 3：上半年试剂营收拆分



资料来源：东兴证券研究所

## 2. 生化行业较为成熟，生化仪器加快研发

科华生物作为老牌生化仪器、试剂生产商，在生化诊断领域具有丰富经验和技术积累，同时对生化产业有着较为深刻的认识和判断。上半年，生化试剂占到科华总试剂销售额的一半左右，彰显了科华在生化试剂领域的雄厚实力。

### 1.1 生化诊断不会被替代，POCT 是发展方向

**终点法和速率法是生化诊断分析的两种常见方法。**在生化诊断检测中，经过采集血液，然后对血样进行离心、分离，从而将血细胞、血小板等大分子物质分离出去，取血清和特定的生化试剂反应。在反应过程中会产生颜色变化，通过光学系统来检测颜色变化的深浅，从而计算出反应物的多少。这种检测有两种常见方法，一种终点法，即测反应终点物质含量的多少。比如检测蛋白类物质就看是反应完成后，一共消耗了多少试剂，从而判断该蛋白的含量。另外一种速率法，即观测反应速率的快慢来判断特定物质含量的多少，酶类检测一般用该方法，如谷丙转氨酶。酶含量越多，和试剂反应的速率越快，试剂的消耗速率也就越快。

**生化诊断在特定项目的检测上具有时间和成本的天然优势。**生化诊断和免疫诊断是按照检测成分来区分，生化主要检测一些人体内酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类、无机元素类等生化指标，免疫诊断主要是检测特定的抗原和抗体。目前随着免疫技术，尤其是化学发光免疫诊断技术的发展，有一些生化诊断项目转到化学发光免疫上去进行检测，结果更加准确可靠；但有些项目更适于应用生化诊断方法来进行检测，使用

化学发光方法反而程序复杂，需要进行一系列前期准备，对样本进行清洗、筛除干扰因素。更为关键的是，免疫检测通常成本较高，时间也较长，一般需要 15-20 分钟。而生化诊断一般需要 10 分钟左右，较快的项目 2-3 分钟即可出结果。所以具体使用哪种方法，要看具体的检测项目，从准确度、成本、时间等方面综合考虑。

**POCT 是生化诊断的发展方向。**生化上的 POCT 是基于不依赖于液体反应的干化学反应原理。采血量较少，一般用毛细管进行指尖采血，10uL-20uL 的全血即可满足检测要求，并且同时可对多个项目进行检测。而传统生化、免疫诊断采血至少需要 3-5mL，如果检测项目更多，采血量要求也更多。同时，POCT 不光具有采血量少的优势，检测速度快也是一大优势，特别适用于急诊和血站的血液初筛。目前国内大型三甲医院的急诊科普遍配备有 POCT 仪，对急诊病患进行快速检测，查找病因，做出诊断治疗；血站常用 POCT 仪检测献血者的谷丙转氨酶项目，只需 1-2 分钟就可得检测献血者肝功能是否异常。

**表 1: 生化、免疫、POCT 对比**

|     | 生化诊断               | 免疫诊断     | POCT             |
|-----|--------------------|----------|------------------|
| 时间  | 10 分钟              | 15-20 分钟 | 2-3 分钟           |
| 采血量 | 至少 3-5mL，根据项目采血量增加 |          | 10-20uL，多个项目同时检测 |

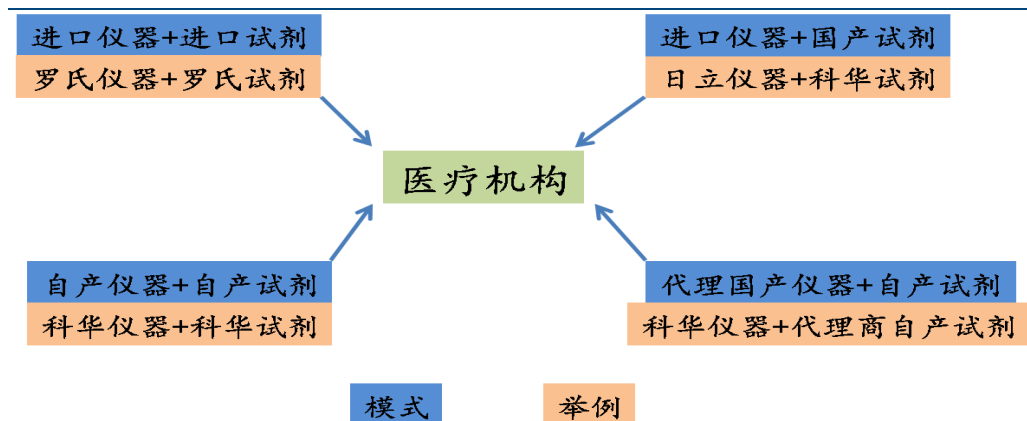
资料来源：东兴证券研究所

## 1.2 封闭式是生化产品的未来发展趋势

封闭和开放主要在于软件上的区别。开放和封闭的主要区别在于开放式仪器可以配套别的厂商试剂使用，而封闭式仪器只能配套同一厂商自产试剂使用。封闭式和开放式的差别不在于仪器硬件，而在于软件，通过公司对软件进行设定，可以指定仪器只能使用公司配套的试剂或者其他厂商的试剂。

**目前国内生化仪开放、半开放、封闭型并存。**对于免疫诊断，尤其是化学发光免疫诊断来说，化学发光仪器国内外都是采用封闭系统，仪器和试剂的配套使用使得检测准确度更高，效果更好。生化仪器方面，目前封闭、开放式并存，主要原因有：1. 从技术上看，由于生化诊断技术非常成熟，所以对仪器和配套试剂的使用要求相对较低，开放式仪器也可以达到较高的检测准确度。2. 对于国际厂商来说，很多国内三甲医院为降低使用成本，常购买进口的仪器，配套国产的试剂来使用，所以进口厂商迎合国内市场需求，其生化仪器很多也是开放或者半开放，比如东芝和日立基本是开放式仪器。3. 从国内厂商来看，因为国内生化行业也非常成熟，而且生化试剂发展领先于生化仪器。由于仪器的毛利率较低，生产工艺要求较高，还需要提供后续服务，所以很多国内生化诊断企业更愿意只生产试剂，然后代理其他公司的仪器。因此，对于这些公司来说，代理开放式仪器能够兼容自产的试剂，有利于自产试剂的销售。科华现在可以做开放仪器，也可以做封闭系统，只兼容自己的试剂；同时也可以帮助代理商做成封闭仪器，只兼容代理商自产的试剂，总体来说就是根据销售合同的约定和客户的需求，提供对应的解决方案。

图 4：国内体外诊断仪器和试剂销售模式



资料来源：东兴证券研究所

**半开放主要根据具体项目来定制。**半开放仪器中系统是按照项目来进行封闭，通常伴随着试剂的捆绑销售。如客户只选择使用公司的某几种试剂（如谷丙转氨酶检测试剂），那么公司就可以封闭相应的检查项目，使得做该项目检测时，只能使用公司的试剂，而其他项目检测可以使用其他厂商试剂。半封闭系统既能实现试剂的捆绑销售，又兼具一定的灵活性，给了客户更多选择。

**封闭式生化产品是未来发展趋势。**从技术角度看，生化仪器虽然对配套试剂要求并非特别严格，但也存在仪器和试剂的匹配问题，因此，科华的最新推出的生化仪器 1200 系列推荐使用科华自产的试剂。经过多年经验积累，科华对测光点曲线进行了修正，完全掌握了生化反应规律，匹配自产的试剂可以达到更高的准确性。从销售策略看，封闭式仪器由于只能使用配套试剂，从而强化了仪器试剂的捆绑式销售，给企业带来持续的试剂收入；同时对于客户来说，封闭式仪器在销售上多采用投放的方式，终端客户不需要负担昂贵的仪器费用，所以封闭式销售是一个双赢的选择。同时对于科华自身来说，由于能够提供品种较为齐全的生化试剂，基本上能够满足客户的需求，为封闭式仪器的销售打下了坚实基础，加上完备的后续服务配套，提高了封闭式仪器的竞争力，综合来看，做封闭系统以后会是大趋势。

### 1.3 加强生化仪器研发，比拼国际巨头

生化仪器目前的发展方向有三个，一个方向是加大仪器的样本存储量，二是检测的多功能性，第三个是发展更快的检测速率。科华最新生化仪卓越 1200 系列能同时存放 300 多个样本，相比于上一代卓越 400 系列 90 个样本位，大大提高了样本的存放量，由于大型医院病人样本数量多，能够存放更多样本的仪器在使用中更加便捷、快速，提高了客户的使用感。在多功能方面，生化仪已不仅仅只检测生化项目，同时也整合了电解质项目，比如人体钾、钠、钙等离子，功能丰富的仪器能够在短时间内得到多个项目的检测结果，极大提高了检测效率。速度方面，1200 系列生化测试达到 800 测试/小时，配置电解质模块后达到 1200 测试/小时，进入到生化仪的中高端领域。目前公司生化仪部分进入三甲医院市场，但主要客户还是二级医院，公司不断加强研发，在研的 2000 速生化仪面向三甲医院市场，有望与国际巨头的高端仪器展开直接

竞争。

**表 2：卓越系列生化仪**

|        | 卓越 320    | 卓越 350    | 卓越 400    | 卓越 1200   |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 样本位    | 64        | 90        | 90        | 300       |
| 生化测试速度 | 360 测试/小时 | 300 测试/小时 | 400 测试/小时 | 800 测试/小时 |

资料来源：东兴证券研究所

**图 5：卓越 1200 全自动生化仪**



资料来源：东兴证券研究所

### 3. 整合 TGS，发展化学发光

**国内化学发光产品主要面向二级医院。**2015 年 5 月份，上海科华自产化学发光产品上市，标志着科华开始进军化学发光领域。目前科华化学发光产品，上半年有约几百万的营收，仍处于起步推广期。从国内来看，国内厂家化学发光仪器的技术水平、可靠性、准确性等方面处于同一层次，相对进口品牌均有一定的差距。所以国内化学发光仪器产品在三级医院尤其是三甲医院竞争力相对较弱，主要面向二级以下医院。

**吸收国外先进技术，加强自主研发。**去年科华收购意大利 TGS，TGS 拥有研发平台的先进性和技术的领先性，其在化学发光仪器技术上有明显的领先优势，在国际上处于较为领先的位置。另外，TGS 产品可以很好的补充丰富公司产品线，例如 TORCH，未来随着国内优生优育提倡，孕检市场也会带来更多需求，也将会给科华带来较好的市场增量。科华通过收购 TGS100%的股权，将其优秀的研发平台嫁接到国内科华研发资源当中，平台转移和技术对接都在进行中，以提升科华自身化学发光仪器研发性能。未来，TGS 产品的注册和国产化，都会落地在科华国内的全资子公司科华实验系统上，该公司是目前科华所有的仪器研发生产的主体；同时公司也积极吸收整合奥特珍青岛和深圳奥特库贝平台技术，将研发资源更加集中，进一步加强化学发光领域的研究开发。我们预计公司目前产品在吸收 TGS 等国外先进技术后将取得长足进步，在与国内产品竞争中凸显优势；而 TGS 自身产品领先于国际市场，两者高低搭配，优势互补，有望形成协同发展，带动公司化学发光业绩快速提升。

**化学发光试剂取得多个注册证，配合仪器发展。**化学发光业务是目前公司重点发展的业务之一，从内部考核、销售激励上对化学发光业务进行重点支持和强化，目前处于市场推广阶段。由于化学发光是封闭式系统，仪器和试剂相互影响：仪器销量低，就难以带动试剂的销售放量；而如果厂商试剂的品种较少，可检测的项目较少，就很难吸引客户去购买相应的仪器。所以目前科华一方面加强做仪器的研发和推广，另一方面也在加快速度申请并获得试剂注册证。目前，科华在化学发光方面获得注册证 29 种，年底争取拿到 40 种注册证，目标是取得 60 种左右的化学发光注册证。秉承仪器和试剂协同发展的理念，吸收国外先进技术，未来科华在化学发光领域有望实现跨越式增长。

**未来仍有并购预期。**自科华引入方源资本战略投资以后，确立了内生增长+外延并购的发展战略，在继续专注主业内生增长的同时，积极寻找外延并购机会，加快公司发展。而 TGS 并购，只是公司外延并购的第一个项目。关于未来并购的标的，公司主要会评估其技术平台、产品线能给予公司的贡献度，也会兼顾对公司的业绩贡献，并购方向主要会集中在 IVD 领域包括上下游以及有增长前景的细分领域。目前 POCT 和美国公司做技术开发和合作，应用微流控技术和化学发光技术，开发周期有三年。

#### 4. 分子诊断爆发增长，出口业务有望恢复

**血筛业务多省市中标，带动分子诊断业务爆发增长。**上半年，公司分子诊断试剂中，临床 PCR 试剂约 2000 万，血筛试剂约 4000 万，总体比去年同期增长 135%，血筛多地中标是带动分子诊断业绩提升的主要原因。去年国家卫计委发出通知要求所有血站在去年年底必须实现核酸检测全覆盖，对公司业务是重大的利好。但由于财政拨款的原因，各地的招标相对滞后，全年三季度末才真正招标，因此公司去年四季度做了大量招标工作，中标 15 个省市，60 个终端，其中包括 11 个省级血液中心。今年中标的效果开始体现，血筛业务放量增长，我们预计全年分子诊断业务将保持快速增长态势，总营收有望超过 1 亿元；未来血筛试剂业务也可以带来持续性的营收保障。

**金标试纸出口业务有望恢复。**科华 HIV 金标试纸和 WHO 合作，进入公益组织基金采购名录，为非洲等国外地区提供 HIV 病毒快速检测服务，由于该业务基本没有销售成本，所以毛利率、净利率都较高。由于受供应商停止供应原材料的影响，WHO 需要对科华金标试纸生产进行重新审核。通过与 WHO 及终端市场的多方沟通，最终达成以工艺变更的方式履行相应的审批流程的要求。今年 3 月份 WHO 已经完成了对科华的现场核查，结果得到认可，相关资料提交和第三方机构样品比对工作已经完成，目前处于 WHO 最后内审阶段。

#### 5. 盈利预测及估值

我们预计 2016-2018 年公司归母净利润为 2.59 亿，3.08 亿，3.86 亿，EPS 为 0.51，0.60，0.75，对应 PE 为 46X，39X，31X。科华生物全面布局生化、免疫、分子诊断领域，是为数不多的仪器与试剂齐头并进、产品多样的体外诊断公司。随着内生与外延的不断加强，公司未来发展可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示

HIV 金标试纸业务恢复不达预期

表 3：公司盈利预测表

| 资产负债表   |       |       |       | 单位: 百万元 |         | 利润表        |        |         |        | 单位: 百万元 |        |
|---------|-------|-------|-------|---------|---------|------------|--------|---------|--------|---------|--------|
|         | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E   | 2018E   |            | 2014A  | 2015A   | 2016E  | 2017E   | 2018E  |
| 流动资产合计  | 915   | 1305  | 1471  | 1732    | 2048    | 营业收入       | 1218   | 1156    | 1383   | 1629    | 1932   |
| 货币资金    | 381   | 651   | 666   | 793     | 951     | 营业成本       | 663    | 669     | 790    | 913     | 1052   |
| 应收账款    | 180   | 231   | 276   | 325     | 386     | 营业税金及附加    | 8      | 9       | 11     | 13      | 15     |
| 其他应收款   | 5     | 13    | 16    | 19      | 22      | 营业费用       | 141    | 170     | 194    | 228     | 270    |
| 预付款项    | 55    | 107   | 131   | 158     | 190     | 管理费用       | 80     | 105     | 118    | 147     | 174    |
| 存货      | 280   | 298   | 352   | 407     | 469     | 财务费用       | -8     | -14     | -14    | -14     | -14    |
| 其他流动资产  | 10    | 3     | 28    | 28      | 28      | 资产减值损失     | 2.73   | 0.97    | 0.97   | 0.97    | 0.97   |
| 非流动资产合计 | 514   | 767   | 739   | 711     | 684     | 公允价值变动收益   | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00   |
| 长期股权投资  | 49    | 49    | 49    | 49      | 49      | 投资净收益      | 3.09   | 21.59   | 3.00   | 3.00    | 3.00   |
| 固定资产    | 256   | 300   | 281   | 262     | 243     | 营业利润       | 334    | 238     | 287    | 344     | 436    |
| 无形资产    | 64    | 87    | 78    | 70      | 61      | 营业外收入      | 19.58  | 11.08   | 20.00  | 20.00   | 20.00  |
| 其他非流动资产 | 0     | 0     | 0     | 0       | 0       | 营业外支出      | 0.21   | 0.53    | 0.53   | 0.53    | 0.53   |
| 资产总计    | 1429  | 2072  | 2210  | 2444    | 2731    | 利润总额       | 353    | 248     | 306    | 364     | 456    |
| 流动负债合计  | 150   | 259   | 286   | 351     | 428     | 所得税        | 53     | 38      | 47     | 56      | 70     |
| 短期借款    | 0     | 28    | 0     | 0       | 0       | 净利润        | 300    | 210     | 259    | 308     | 385    |
| 应付账款    | 75    | 68    | 80    | 92      | 106     | 少数股东损益     | 8      | -1      | -1     | -1      | -1     |
| 预收款项    | 17    | 54    | 98    | 151     | 213     | 归属母公司净利润   | 291.97 | 210.62  | 259.62 | 308.40  | 385.92 |
| 一年内到期的非 | 0     | 10    | 10    | 10      | 10      | EBITDA     | 417    | 345     | 301    | 358     | 450    |
| 非流动负债合计 | 11    | 87    | 56    | 56      | 56      | BPS（元）     | 0.59   | 0.42    | 0.51   | 0.60    | 0.75   |
| 长期借款    | 0     | 14    | 14    | 14      | 14      | 主要财务比率     |        |         |        |         |        |
| 应付债券    | 0     | 0     | 0     | 0       | 0       |            | 2014A  | 2015A   | 2016E  | 2017E   | 2018E  |
| 负债合计    | 161   | 346   | 343   | 408     | 484     | 成长能力       |        |         |        |         |        |
| 少数股东权益  | 11    | 52    | 51    | 50      | 49      | 营业收入增长     | 9.28%  | -5.10%  | 19.63% | 17.84%  | 18.55% |
| 实收资本（或股 | 492   | 513   | 513   | 513     | 513     | 营业利润增长     | 1.35%  | -28.77% | 20.63% | 20.12%  | 26.63% |
| 资本公积    | 3     | 292   | 292   | 292     | 292     | 归属于母公司净利润  | 23.26% | 18.79%  | 23.26% | 18.79%  | 25.14% |
| 未分配利润   | 612   | 706   | 693   | 708     | 728     | 获利能力       |        |         |        |         |        |
| 归属母公司股东 | 1257  | 1674  | 1816  | 1986    | 2198    | 毛利率（%）     | 45.59% | 42.15%  | 42.87% | 43.94%  | 45.54% |
| 负债和所有者权 | 1429  | 2072  | 2210  | 2444    | 2731    | 净利率（%）     | 24.64% | 18.16%  | 18.72% | 18.88%  | 19.94% |
| 现金流量表   |       |       |       |         | 单位: 百万元 | 总资产净利润（%）  | 20.43% | 10.17%  | 11.75% | 12.62%  | 14.13% |
|         | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E   | 2018E   | ROE（%）     | 23.23% | 12.58%  | 14.29% | 15.53%  | 15.56% |
| 经营活动现金流 | 250   | 224   | 175   | 250     | 316     | 偿债能力       |        |         |        |         |        |
| 净利润     | 300   | 210   | 259   | 308     | 385     | 资产负债率（%）   | 11%    | 17%     | 16%    | 17%     | 18%    |
| 折旧摊销    | 91    | 121   | 0     | 28      | 28      | 流动比率       | 6.08   | 5.03    | 5.13   | 4.93    | 4.79   |
| 财务费用    | -8    | -14   | -14   | -14     | -14     | 速动比率       | 4.22   | 3.88    | 3.91   | 3.77    | 3.69   |
| 应收账款减少  | 0     | 0     | -45   | -49     | -60     | 营运能力       |        |         |        |         |        |
| 预收帐款增加  | 0     | 0     | 45    | 53      | 62      | 总资产周转率     | 0.87   | 0.66    | 0.65   | 0.70    | 0.75   |
| 投资活动现金流 | -225  | -166  | 3     | 2       | 2       | 应收账款周转率    | 8      | 6       | 5      | 5       | 5      |
| 公允价值变动收 | 0     | 0     | 0     | 0       | 0       | 应付账款周转率    | 19.91  | 16.12   | 18.68  | 18.97   | 19.49  |
| 长期股权投资减 | 0     | 0     | 0     | 0       | 0       | 每股指标（元）    |        |         |        |         |        |
| 投资收益    | 3     | 22    | 3     | 3       | 3       | 每股收益(最新摊薄) | 0.59   | 0.42    | 0.51   | 0.60    | 0.75   |
| 筹资活动现金流 | -118  | 206   | -163  | -125    | -160    | 每股净现金流(最新  | -0.19  | 0.52    | 0.03   | 0.25    | 0.31   |
| 应付债券增加  | 0     | 0     | 0     | 0       | 0       | 每股净资产(最新摊  | 2.55   | 3.27    | 3.54   | 3.87    | 4.29   |
| 长期借款增加  | 0     | 0     | 0     | 0       | 0       | 估值比率       |        |         |        |         |        |
| 普通股增加   | 0     | 20    | 0     | 0       | 0       | P/E        | 39.67  | 56.51   | 46.46  | 39.11   | 31.25  |
| 资本公积增加  | -15   | 288   | 0     | 0       | 0       | P/B        | 9.22   | 7.20    | 6.64   | 6.07    | 5.49   |
| 现金净增加额  | -93   | 264   | 16    | 127     | 158     | EV/EBITDA  | 26.85  | 33.19   | 37.97  | 31.51   | 24.74  |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 常笑

上海交通大学高分子化学硕士，曾就职于赢创特种化学（上海）有限公司医用功能材料业务部。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医疗器械行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。