

日期: 2017年04月17日

行业: 医药制造业



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

SAC 证书编号: S0870115070022

专注于肿瘤和 HPV 检测的优秀 IVD 企业

■ 投资要点

公司简介

公司主要从事体外诊断产品的研发、生产和销售,主导产品包括肿瘤标志物体外诊断产品和人乳头瘤病毒(HPV)检测系列产品。公司综合运用高通量流式荧光技术、化学发光免疫分析技术、多重多色荧光PCR技术等多个技术平台开发诊断试剂,形成了“以肿瘤全病程临床检测产品为主,其他领域检测产品为辅”的丰富的产品线。公司产品销售覆盖国内30个省市近460家医疗机构,其中医院客户366家,三级以上医院318家,占医院客户比例达到86.88%。

盈利预测

我们预计2017-2019年归母公司净利润增速29.37%、30.31%和30.89%,相应的稀释后每股收益为2.11元、2.75元和3.60元。

公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况,我们认为给予公司17年每股收益35倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为67.07-80.49元,相对于2016年的静态市盈率(发行后摊薄)为41.16-49.40倍。

定价结论

预计募集资金总额54,150.00万元,计划发行股份不超过1,500万股,对应每股发行价为36.10元,对应15、16年PE为32.93、22.16。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	169.38	231.22	306.24	398.79	513.28
年增长率	43.30%	36.51%	32.44%	30.22%	28.71%
归属于母公司的净利润	65.78	97.77	126.48	164.82	215.73
年增长率	82.70%	48.63%	29.37%	30.31%	30.89%
(发行后摊薄)每股收益	1.10	1.63	2.11	2.75	3.60

数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

IPO 询价 RMB36.10-36.10 元
上市合理估值 RMB67.07-80.49 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	15.00
发行后总股本 (百万股)	60.00
发行方式	网上定价
保荐机构	中投证券

主要股东 (IPO 前)

姚见儿	26.96%
凌飞集团	18.57%
上海启明	13.97%
张江创投	11.11%
荣振投资	11.11%

收入结构 (Y2016)

体外诊断试剂	92.48%
服务收入	5.65%
仪器业务	1.75%
其他	0.21%

报告编号: DZY17-NSP04

首次报告日期: 2017年04月14日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司是专业从事体外诊断产品的研发、生产和销售的企业，主要产品体外诊断试剂，按检测原理分类，主要分为免疫诊断产品和分子诊断产品两大类。公司综合运用高通量流式荧光技术、化学发光免疫分析技术、多重多色荧光PCR技术等多个技术平台开发诊断试剂，形成了“以肿瘤全病程临床检测产品为主，其他领域检测产品为辅”的丰富的产品线，涵盖肿瘤“未病筛查—辅助诊断—个性化用药—预后及疗效检测”全病程的各个环节，广泛应用于临床诊断领域。公司及子公司拥有医疗器械注册证114项，其中医疗器械三类注册证52项。

公司产品覆盖国内30个省市近460家医疗机构，广泛应用于国内各级医院、体检中心、独立实验室等医疗卫生机构，并被解放军总医院第一附属医院、首都医科大学附属北京天坛医院、首都医科大学附属北京胸科医院、浙江大学医学院附属第二医院、复旦大学附属华山医院、第四军医大学西京医院、四川大学华西医院、上海交通大学医学院附属仁济医院、第二军医大学附属长征医院、上海交通大学附属胸科医院等大型医院认可和使用。公司产品终端客户以医院为主，目前公司终端医院客户366家，主要为综合性大医院，其中三级以上医院318家，占医院客户比例达到86.88%。

公司主导产品之一肿瘤标志物体外诊断产品采用先进的诊断技术，满足肿瘤标志物“高通量、多指标”联合检测的临床诊断需求，为癌症“早发现、早诊断、早治疗”提供了重要的技术手段。公司另一主导产品人乳头瘤病毒（HPV）检测系列产品包括27型HPV分型、“2+12”型、“5+9”型等，可为不同客户提供HPV核酸检测全面解决方案。其中“5+9”型HPV分型检测试剂盒对引发中国90%宫颈癌的前五种感染型别HPV16/18/58/52/33 以及其他9种型别进行分型检测，适用于中国妇女宫颈癌早期筛查。

表 1 公司主要产品分类

技术平台	联检/单指标	主要产品及检测指标	主要相关肿瘤及用途
免疫诊断产品			
1、肿瘤标志物系列产品			
高通量流式荧光技术平台（流式荧光发光法）	多指标联检试剂	多肿瘤标志物（7种）定量检测试剂盒，检测 AFP、CEA、CA125、CYFRA21-1、CA242、NSE、free β-HCG 等 7 种指标	覆盖 85% 以上人群的高发恶性肿瘤，用于检测肺癌、肝癌、胃癌、结肠癌、妇科肿瘤等

		癌胚抗原、细胞角蛋白 19 片段/神经元特异性烯醇化酶定量测定试剂盒，检测 CEA、NSE、CYFRA21-1 等 3 种指标	欧洲肿瘤标志物组织（EGTM）推荐的肺癌最佳组合
		游离/总前列腺特异抗原定量检测试剂盒，检测 f-PSA、t-PSA 等 2 种指标	男性前列腺癌特异性指标
		胃蛋白酶原 I/胃蛋白酶原 II 定量测定试剂盒，检测 PG I、PG II 等 2 种指标	萎缩性胃炎-癌前胃粘膜损伤的诊断指标
		甲胎蛋白/癌胚抗原检测试剂盒，检测 AFP、CEA 等 2 种指标	推荐用于肝癌以及消化道肿瘤的临床辅助诊断、预后评估及复发监测
	单指标检测试剂	肿瘤相关抗原 242（CA242）、鳞状细胞癌抗原（SCCA）、糖类抗原 72-4（CA72-4）、癌胚抗原（CEA）、甲胎蛋白（AFP）、糖类抗原 15-3（CA15-3）、糖类抗原 19-9（CA19-9）、糖类抗原 125（CA125）、细胞角蛋白 19 片段（CYFRA21-1）、总前列腺特异抗原（t-PSA）、神经元特异性烯醇化酶（NSE）、糖类抗原 50（CA50）、胃泌素释放肽前体（ProGRP）、人附睾蛋白 4（HE4）等肿瘤标志物的检测试剂盒	适用于常见肿瘤标志物的检测
化学发光免疫分析技术平台	单指标检测试剂	鳞状细胞癌抗原（SCCA）、癌胚抗原（CEA）、甲胎蛋白（AFP）、糖类抗原 19-9（CA19-9）、糖类抗原 125（CA125）、细胞角蛋白 19 片段（CYFRA21-1）、总前列腺特异抗原（t-PSA）、游离前列腺特异抗原（f-PSA）、神经元特异性烯醇化酶（NSE）、胃蛋白酶原 I（PG I）、胃蛋白酶原 II（PG II）、游离人绒毛膜促性腺激素 β 亚单位（free β -HCG）、铁蛋白（SF）、 β 2-微球蛋白（ β 2-MG）、糖类抗原 15-3（CA15-3）、胃泌素释放肽前体（ProGRP）、人附睾蛋白 4（HE4）等肿瘤标志物的检测试剂盒	适用于常见肿瘤标志物的检测

2、优生优育领域

高通量流式荧光技术平台（流式荧光发光法）	多指标联检试剂	弓形虫、风疹病毒、巨细胞病毒、单纯疱疹病毒 1 型 2 型抗体检测试剂盒	适用于妇女怀孕期生殖道感染的检测
----------------------	---------	--------------------------------------	------------------

分子诊断产品

1、HPV 核酸分型检测系列产品

高通量流式荧光技术平台（流式荧光杂交法）	多指标联检试剂	人乳头瘤病毒核酸分型检测试剂盒，对 27 种具体型别进行分型，其中 17 种高危型别、10 种低危型别 高危型人乳头瘤病毒核酸检测试剂盒，对 13 种高危型别进行分型	适用于妇女宫颈癌早期筛查、尖锐湿疣辅助诊断
----------------------	---------	--	-----------------------

多重多色荧光 PCR 技术平台	多指标联检试剂	人乳头瘤病毒核酸检测与 16/18/52/58/33 分型试剂盒, 对 16、18、58、52、33 进行分型, 并检测其他 9 种高危型别	对中国妇女常见的前 5 种感染型别具体分型, 适用于中国妇女宫颈癌筛查
2、优生优育领域			
多重多色荧光 PCR 技术平台	多指标联检试剂	Y 染色体微缺失检测试剂盒, 对 sY84、sY86、sY127、sY134、sY254、sY255 等 6 个突变位点进行检测	无精症、少精症、弱精症以及原因不明的不育患者的临床辅助诊断
3、个性化用药领域			
多重多色荧光 PCR 技术平台	多指标联检试剂	人 EGFR 基因突变检测试剂盒, 对人表皮生长因子受体基因 (EGFR) 上 20 种突变基因位点进行检测 人 K-ras 基因 7 种突变检测试剂盒 人 B-RAF 基因 V600E 突变检测试剂盒	非小细胞肺癌的临床辅助诊断以及靶向用药指导 结直肠癌的临床辅助诊断 甲状腺癌、结直肠癌和肺癌的临床辅助诊断

数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

1.2 行业增长前景

肿瘤标志物体外诊断市场概况

肿瘤标志物 (Tumor Marker, TM) 是指可以预示肿瘤存在的一种化学、生物类物质, 存在于人体血液、体液、细胞或组织中。

近年来, 全国癌症发病形势严峻, 发病率与死亡率呈持续上升趋势。《2014 中国肿瘤登记年报》显示, 根据对全国肿瘤登记中心 2010 年监测数据分析可得, 2010 年全国估计新发恶性肿瘤病例约 309 万, 死亡病例 196 万。全国恶性肿瘤发病率为 235.23/10 万 (男性 268.65/10 万, 女性 200.21/10 万), 中国人口标化率 (中标率) 184.58/10 万。全国恶性肿瘤死亡率为 148.81/10 万 (男性 186.37/10 万, 女性 109.42/10 万), 中标率 113.92/10 万。未来 10 年, 中国的癌症发病率与死亡率仍将继续攀升。预计到 2020 年, 中国每年的癌症死亡总数将达 300 万左右, 患病总数将达 660 万, 直接医疗费用就高达 1 万亿元以上。

由于人类目前对晚期肿瘤尚束手无策, 及早发现与治疗仍然是目前治疗癌症最有效的手段, 因此癌症的早期检测对于提高癌症患者生存率具有重大意义。临床研究证实, 肿瘤标志物的检测能比 CT、核磁共振等物理检查手段更早地发现肿瘤, 为临床治疗赢得宝贵时间。目前在体外诊断的技术层面上, 从酶联免疫测定、荧光免疫测定发展到发光免疫测定, 已使肿瘤标志物的最低检出值灵敏度提高了近万倍。目前临床上检测的肿瘤标志物具有多源性, 因此, 单一指标用于肿瘤的辅助诊断或高危人群筛查时, 灵敏度及特异度均不够理想, 肿瘤标志物的联合检测可提高对肿瘤诊断的准确率, 未来市场潜力巨大。

宫颈癌体外诊断市场概况

宫颈癌是女性发病率第二高的癌症，仅次于乳腺癌。《2013年中国肿瘤登记年报》显示，根据对全国肿瘤登记中心2009年监测数据分析可得，宫颈癌每年新发病例约15万，约有8万妇女死于宫颈癌。参考中国医学科学院对2003-2007年我国32个肿瘤登记地区的宫颈癌统计数据，中国宫颈癌的发病率和死亡率处于相当高的水平，宫颈癌是肿瘤防治中需要重点关注的肿瘤。

HPV病毒感染是宫颈癌的主要发病原因，研究统计表明，从HPV感染到发展成为宫颈癌一般要经历数年到10年左右的时间，提早检测高危型HPV进而积极治疗将有助于清除女性生殖道的持续感染，防止其向宫颈癌演变，同时还可以早期发现宫颈癌，从而降低宫颈癌的发生率和死亡率。

根据世界卫生组织于2006年出版的《子宫颈癌综合防治基本实践指南》建议，30岁以上妇女和25岁至30岁的属于高危人群的妇女开展宫颈癌筛查，且25至49岁年龄段建议每3年检测一次，50岁以上年龄段每5年检测一次。中国癌症研究基金会出版的《中国癌症筛查及早诊早治指南》中建议：在经济发达地区，筛查起始时间为25至30岁，经济欠发达地区为30至40岁，高危人群应适当提前，终止时间为65岁。

我国第六次人口普查结果显示，15岁以上的女性人数约为4.6亿。宫颈癌筛查的人均检测费用大约为300元，而宫颈癌的治疗费用却可高达10万元。因此，针对符合条件的妇女定期进行宫颈癌筛查，可以最大限度的预防和提早发现癌前病变，降低宫颈癌的发病率，减少病人身体上的痛苦和家庭经济上的压力，提高妇女的生活质量并达到普及宫颈疾病相关知识的目的，具有极大的经济和社会效益。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

我国体外诊断行业属于新兴产业，与欧美国家相比起步晚，产业化发展相对滞后。根据中国体外诊断网的数据显示，我国体外诊断行业集中度较低，业内企业约300-400家，其中年销售过亿元的企业只有数十家。但随着研发投入的加大和产品质量水平的提升，我国体外诊断行业现已涌现一批实力较强的本土企业，集中在生化、免疫、分子诊断三大领域，并在某些产品领域逐渐具备与国际巨头竞争的實力。

公司专注于肿瘤全病程的监测和辅助诊断，经过多年发展已经形成了两大系列产品——肿瘤标志物系列以及 HPV 核酸分型检测

系列。公司产品自推向市场开始，即定位于高端临床诊断领域，与公司形成竞争的主要为罗氏、雅培、贝克曼、西门子等外资品牌及少数国内企业。由于产品质量可靠、技术先进，能较好地满足临床需求，公司产品得到了主流医疗机构的广泛认可。

表 2 公司主要竞争对手

序号	企业名称	基本情况
1	科华生物	上海科华生物工程股份有限公司是国内首家在深圳证券交易所上市的体外诊断公司，已获得百余个产品生产批文，多项试剂和仪器产品通过了欧盟 CE 认证。试剂产品包括快速诊断试剂、酶免诊断试剂、生化诊断试剂、分子诊断试剂等。
2	达安基因	中山大学达安基因股份有限公司是国内分子诊断细分领域龙头企业，在分子生物学技术方面，尤其是基因诊断技术及其试剂产品的研制、开发和应用上始终处于领先地位。主要经营以 PCR 试剂为主的分子诊断产品。
3	深圳新产业	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司是一家专业从事“临床检验分析仪器及体外诊断试剂”研发、生产、和销售的生物医学公司。主营业务包括有“纳米磁性微珠”系列产品、磁分离全自动化学发光分析仪及配套试剂和磁分离准自动化学发光分析仪及配套试剂。
4	利德曼	北京利德曼生化股份有限公司是一家拥有生物化学等体外诊断试剂和医疗器械多元化产品的企业，其主要的产品范围包括生化诊断系统、化学发光免疫诊断系统、分子诊断系统。
5	美康生物	宁波美康生物科技股份有限公司的主要产品为体外生化诊断试剂及与诊断试剂相配套的体外生化诊断仪器。公司同时提供第三方医学诊断服务；此外，公司还生产销售试剂原料。
6	九强生物	北京九强生物技术股份有限公司的主营业务为包括自有品牌“金斯尔”系列生化诊断试剂在内的各类临床体外诊断试剂的生产和销售。
7	迈克生物	四川迈克生物科技股份有限公司的主营产品为涵盖临床生化、发光免疫、快速诊断、血栓与止血等产品的自产和代理销售。
8	中生北控	中生北控生物科技股份有限公司其主要产品包括体外诊断和蛋白质药物两大系列。
9	安图生物	郑州安图生物工程股份有限公司的主要产品为免疫检测产品（微孔板化学发光诊断试剂、酶联免疫诊断试剂、磁微粒化学发光法检测试剂、胶体金法诊断试剂）、微生物检测产品、以及配套设备。
10	艾德生物	厦门艾德生物医药科技股份有限公司主要从事个体化靶向药分子诊断产品的研发、生产、销售。
11	凯普生物	广东凯普生物科技股份有限公司主要从事分子诊断试剂、分子诊断配套仪器等产品的研发、生产和销售，HPV 检测试剂盒为其主要产品
12	亚能生物	亚能生物技术（深圳）有限公司主要从事基因检测芯片及相应设备的研发、生产和销售，2010 年上海复星医药（集团）股份有限公司成为其控股股东。

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有：**1) 产品布局优势：**公司主要布局免疫诊断和分子诊断两大产品领域，此领域技术门槛较高，市场容量大，发展前景广阔；**2) 客户资源优势：**公司产品覆盖国内30个省

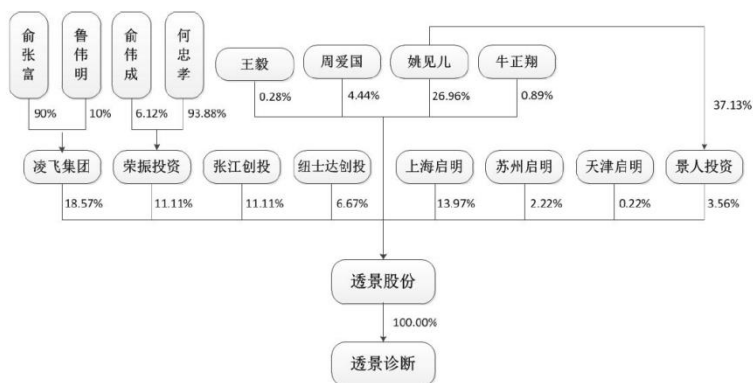
市近460家医疗机构，广泛应用于国内各级医院、体检中心、独立实验室等医疗卫生机构；**3) 营销网络优势：**公司已建成覆盖全国30个省市的营销网络并与国内190余家经销商建立了长期稳定的合作关系；**4) 产品质量优势：**公司建立了以《质量手册》为纲领、35个《程序文件》为支撑、近700余份各部门相关管理和操作规程以及420余份各产品生产检验SOP为主要内容的质量管理体系。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身为上海透景生命科技有限公司成立于2003年11月，于2005年更名为上海透景生命科技股份有限公司。本次发行前，姚见儿直接持有公司26.96%股份，并通过景人投资间接控制公司3.56%股份，直接和间接控制公司共计30.52%的股份，为公司的控股股东和实际控制人。

图 1 发行前股东结构图



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.2 公司主营业务突出、净利润呈现快速增长

2014-2016年度，公司营业收入分别为11,820.10万元、16,938.20万元和23,121.76万元，2015、2016年同比增长率分别为43.30%和36.51%；净利率分别为3,600.32万元、6,577.86万元和9,776.55万元，2015、2016年同比增长率分别为82.70%和48.62%，净利润与营业收入呈现快速增长。

2014-2016年度，自产试剂占公司主营业务收入的比重分别为84.42%、89.17%和92.23%，占比较高，是公司最主要的收入来源。

2.3 综合毛利率保持平稳

2014-2016年度，公司综合毛利率分别为81.47%、81.43%和

80.69%，始终保持较高水平且相对稳定。

2.4 募集资金投向

公司本次拟公开发行人民币普通股不超过1,500.00万股，实际募集资金扣除发行费用后总额为49,907.00万元，将分别投资于体外诊断医疗器械产业化项目、营销与服务网络建设项目等。

表 3 本次募集资金投资项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金	项目目标	
1	体外诊断医疗器械产业化项目	生产能力提升项目	19,191.32	19,191.32	本项目建设期为3年，完全达产后，将新增免疫类（肿标）产品1,100万人份，基因类（HPV）产品120万人份，基因类（Y6）30万人份。项目完全达产后可实现年销售收入35,390.24万元、项目税后内部收益率为37.55%，税后（静态）投资回收期为5.96年，税后财务净现值29,547.76万元，经济效益良好。
		研发能力提升项目	11,786.21	11,786.21	本项目建设期为3年，不直接产生经济效益，通过研发提升产品质量，不断扩充产品线，进而提升公司产品市场竞争力和占有率，在营业收入中间接体现经济效益。
2	营销与服务网络建设项目	24,014.58	18,929.47	本项目建设期18个月，分18个月先后完成上海总部营销服务中心和北京、广州等10个办事处的建设。诊断仪器投放则结合公司目前区域销售情况、未来市场开拓策略及各地营销网络的建设情况分三年期完成，每年预计投放仪器数量分别为136台、146台和136台。	
3	其他与主营业务相关的营运资金	6,000.00			
合计		60,992.11	49,907.00		

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率下降

2014-2016年度，公司期间费用占营业收入比例分别为45.89%、38.26%、34.36%，期间费用占营业收入的比重逐年下降，主要受公司管理费用占营业收入比重大幅下降的影响。近年公司业务规模持续增长，产品销量大幅提升，产生规模效应，公司管理费用占比持

续下降。

表 4 公司近年期间费用情况 (单位: 万元)

项目	期间费用金额 (万元)			期间费用占营业收入比例		
	2016 年度	2015 年度	2014 年度	2016 年度	2015 年度	2014 年度
销售费用	4,553.28	3,715.69	2,666.10	19.69%	21.94%	22.56%
管理费用	3,361.08	2,707.42	2,679.83	14.54%	15.98%	22.67%
财务费用	30.35	58.25	78.60	0.13%	0.34%	0.66%
合计	7,740.53	6,481.36	5,424.53	34.36%	38.26%	45.89%

数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

公司周转能力指标良好

2014-2016年度, 公司应收账款周转次数分别为8.84、7.72和7.89。由于公司对长期合作的直销客户给予一定的信用期, 使得应收账款余额的增长幅度略高于营业收入的增长幅度。

2014-2016年度, 公司存货周转次数分别为1.17、1.36和1.02。公司积极加强对存货的管理, 在业务规模快速增长的同时保持存货对资金的占用在较低的水平。

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 公司的主导产品销售稳定增长;
- 2) 毛利率水平保持稳定;
- 3) 公司各项费用率保持稳定;
- 4) 公司募投项目进展顺利。

基于以上假设, 我们预计2017-2019年归于母公司净利润增速29.37%、30.31%和30.89%, 相应的稀释后每股收益为2.11元、2.75元和3.60元

四、风险因素

4.1 新产品研发和注册风险

体外诊断试剂产品研发周期一般需1年以上, 研发成功后还必须经过产品标准制定和审核、注册检验、临床试验和注册审批等阶段, 才能获得国家食品药品监督管理局颁发的产品注册证书, 申请注册周期一般为1-2年。如果公司不能按照研发计划成功开发新产品并通过产品注册, 将影响公司前期研发投入的回收和未来效益的实现。

4.2 原材料采购风险

报告期内，公司主要从Luminex公司购买微球作为化学原材料，用于流式荧光试剂产品的研发生产，同时也从其他公司采购少量微球，用于化学发光试剂的研发生产。尽管公司与Luminex公司已经建立了长期合作关系，但是如果双方的合作关系发生不利变化或者是采购价格不断提高而公司不能采取有效应对措施，则将会对公司的业绩产生一定的不利影响。

4.3 经销商管理风险

公司已在全国30个省市根据业务需要发展了数量众多的核心经销商，并建立了稳定的合作关系。截至2016年12月末，公司经销商数量达到192家，基本构建了覆盖全国的营销网络。若公司不能及时提高对经销商的管理能力，一旦经销商出现自身管理混乱、违法违规等行为，或者公司与经销商发生纠纷，可能导致公司产品销售出现区域性下滑，对公司的市场推广产生不利影响。

4.4 检测项目指导价格下调的风险

根据现行政策，国家卫计委负责制定《医疗机构临床检测项目目录》，国家发改委负责制定医疗服务价格政策、定价原则和项目规范，凡是进入《医疗机构临床检测项目目录》的非营利性医疗机构服务项目的最高价格标准由各地价格主管部门负责制定和调整。若相关检测项目指导价格下调，将会对公司的毛利率水平和收入水平产生一定的影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的2016年业绩和2017、2018年预测业绩的均值，同行业可比上市公司17年、18年平均动态市盈率为41.99倍、34.65倍，17年、18年医疗器械行业上市公司市盈率平均值分别为47.66倍、36.80倍。

表 5 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
迈克生物	300463	22.98	-	0.71	0.88	-	32.45	25.98
九强生物	300406	18.39	0.54	0.67	0.79	34.06	27.50	23.22
万孚生物	300482	86.05	0.82	1.26	1.47	104.94	68.34	58.56

安图生物	603658	43.82	0.89	1.10	1.42	49.24	39.68	30.85
同行业可比公司指标算术平均值		-				-	41.99	34.65

数据来源: Wind 上海证券研究所 (股价取4月13日收盘价)

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预计募集资金净额49,907.00万元,假定募集资金净额符合预期,发行费用4,243.00万元,预计募集资金总额54,150.00万元,计划发行股份不超过1,500万股,对应每股发行价为36.10元,对应15、16年PE为32.93、22.16。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况,我们认为给予公司17年每股收益35倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为67.07-80.49元,相对于2016年的静态市盈率(发行后摊薄)为41.16-49.40倍。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	169.38	231.22	306.24	398.79	513.28
二、营业总成本	98.00	125.99	157.44	204.89	259.48
营业成本	31.46	44.65	55.46	72.09	92.66
营业税金及附加	1.12	1.51	3.06	3.99	5.13
销售费用	37.16	45.53	57.57	73.78	92.39
管理费用	27.07	33.61	43.49	55.83	70.32
财务费用	0.58	0.30	-3.06	-1.99	-2.57
资产减值损失	0.60	0.38	0.92	1.20	1.54
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.05	0.67	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	72.44	105.90	148.80	193.91	253.80
加: 营业外收入	4.78	7.16	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.24	0.06	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	76.98	113.01	148.80	193.91	253.80
减: 所得税	11.21	15.24	22.32	29.09	38.07
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	65.78	97.77	126.48	164.82	215.73
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	65.78	97.77	126.48	164.82	215.73
七、摊薄每股收益(元)	1.10	1.63	2.11	2.75	3.60

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。