

# 健帆生物 (300529)

## 血液灌流行业绝对龙头，坐享百亿市场空间

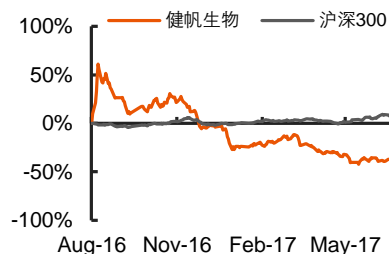
### 推荐 (首次)

现价: 28.45 元

#### 主要数据

行业	中小市值
公司网址	www.jafron.com
大股东/持股	董凡/47.61%
实际控制人/持股	董凡/%
总股本(百万股)	417
流通 A 股(百万股)	106
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	118.52
流通 A 股市值(亿元)	30.08
每股净资产(元)	2.99
资产负债率(%)	16.70

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**缴文超** 投资咨询资格编号  
S1060513080002  
010-56800136  
JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

**陈雯** 投资咨询资格编号  
S1060515040091  
0755-33547327  
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**王伟** 一般从业资格编号  
S1060116070094  
010-56800251  
WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点:

- **血液灌流领域唯一上市公司，财务指标优异。**公司从事血液灌流相关产品研发、生产、销售，产品主要包括四类，分别是一次性使用血液灌流器、血液灌流机、一次性使用血浆胆红素吸附器、DX-10 型血液净化机，其中一次性使用血液灌流器营收占比超 9 成，主要应用于尿毒症、中毒、重型肝病、自身免疫性疾病、多器官功能衰竭等领域的治疗。公司各项财务指标优异，整体毛利率多年稳定超 80%，净利率约 40%，上市后 ROE 维持在 25%左右，上市前后资产负债率均不到 20%，且现款现货、预收货款模式为主。
- **我国血液灌流市场需求旺盛，发展空间巨大。**经测算血液灌流相关应用领域理论需求合计 184.57 亿，而行业目前规模约 10 亿，血液灌流市场有超过 100 亿的发展空间。中国慢性肾脏病患者数量庞大、患病率高，慢性肾脏病患者肾衰竭进一步恶化导致尿毒症，“血液透析+血液灌流”为尿毒症主要治疗方式。由于我国尿毒症患者缺乏经济和临床医疗资源，透析率远低于发达国家水平。2012 年起尿毒症被纳入医保范围，将有力促进血液灌流产品需求。
- **全球技术领先，血液灌流行业绝对龙头。**血液灌流技术属于新兴的医疗手段，公司产品处于行业主导地位。与国外竞争对手相比，国外血液灌流器主要采用血浆灌流的技术路径，公司采用全血灌流方式的血液灌流器可直接在透析机上使用，无需专属灌流设备，操作简单，易于在医院培训普及，价格相对较低。与国内竞争对手相比，公司产品率先选择中性大孔树脂、炭化树脂为原材料，其他国内厂家原多以活性炭、离子交换树脂为主要原材料，近年才开始使用中性大孔树脂为原材料，且公司掌握 HA 树脂核心技术，上游议价能力强。公司采用整体营销模式，优势突出。公司研发实力雄厚，研发费用投入逐年增多且占营收比重稳定 4%以上。
- **扩建产能、开设新基地，产能瓶颈得到释放。**上市之前，公司产能严重不足，2015 年末公司一次性血液灌流产品生产线的产能利用率高达 255.38%。上市后公司募集资金 4.54 亿元用于扩建研发中心、生产基地，

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	509	544	729	946	1,227
YoY(%)	37.2	6.8	34.1	29.7	29.8
净利润(百万元)	200	202	293	370	470
YoY(%)	25.2	0.8	45.1	26.4	26.8
毛利率(%)	84.6	83.9	84.0	83.9	83.9
净利率(%)	39.4	37.2	40.2	39.2	38.3
ROE(%)	35.5	17.1	21.0	22.2	22.5
EPS(摊薄/元)	0.48	0.49	0.70	0.89	1.13
P/E(倍)	59.1	58.6	40.4	32.0	25.2
P/B(倍)	21.0	10.0	8.5	7.1	5.7

目前扩建一期项目已进入尾声，扩建二期项目将于明年 7 月底完工。此外，公司拟新设武汉生产基地，项目总投资约 5 亿元人民币。

- **账上现金丰富，外延式收购可期。**2017 年 1 季度末货币账上资金 5.46 亿，短期理财产品 5 亿。丰富的资金，一方面可以为公司带来可观的理财收入，预计有 2000-3000 万左右的利息收入。另一方面，也使公司有实力进行外延式收购。2017 年 6 月 27 日，公司公告拟以现金约 1,710 万元收购天津市标准生物制剂有限公司 95%的股权。我们认为未来，公司利用资金实力和上市平台，大概率还会进行外延式收购。
- **实施股票激励计划，目前价格倒挂。**公司于 2017 年 1 月 24 日通过向管理层定向发行股票的方式，实施股票激励计划。首次授予限制性股票的授予价格为每股 30.16 元，限售期为自相应授予日起 12 个月。授予激励对象共计 192 人，均为董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员，实际授予数量为 460.40 万股，金额合计 1.39 亿元。目前股票价格出现倒挂，考虑到管理层参与份额和金额不低，我们认为管理层有动力做好业绩和市值管理。
- **盈利预测和估值。**预计公司 2017-2019 年归属母公司股东净利润分别为 2.93 亿元、3.70 亿元、4.70 亿元，同比增速分别为 45.1%、26.4%、26.8%，对应 EPS 分别为 0.70 元、0.89 元、1.13 元，目前股价对应 PE 分别为 40.4 倍、32.0 倍、25.2 倍。根据 wind 一致预期，目前医疗器械行业上市公司 2017-2019 年的 PE 均值分别为 43.5 倍、34.5 倍、28.6 倍，公司估值略低于行业平均水平。目前血液净化行业还处于发展初期，未来发展空间巨大，公司作为血液灌流领域的绝对龙头，将充分受益于行业的发展。我们看好公司长期发展前景，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示。**1) 公司产品结构单一，因行业政策调整，产品技术更新影响公司产品销售的风险；2) 高毛利率吸引潜在进入者引起市场竞争加剧而公司应对不足风险。

# 正文目录

<b>一、血液灌流领域唯一上市公司，各项财务指标优异</b>	5
1.1 血液灌流行业唯一上市公司，2016 年登陆创业板	5
1.2 公司业绩向好，财务指标优异	7
<b>二、我国血液灌流市场需求旺盛，发展空间巨大</b>	9
2.1 血液灌流理论市场需求超 100 亿	9
2.2 慢性肾病高发，血液灌流需求增长	11
2.3 医保纳入，需求进一步释放	11
<b>三、全球技术领先，血液灌流行业绝对龙头</b>	12
3.1 公司技术全球领先，从原料到设备全产业链自主	12
3.2 自建立体学术推广体系，营销优势突出	13
3.3 三级研发体系，研发实力雄厚	14
<b>四、扩建产能、开设新基地，产能瓶颈得到释放</b>	16
4.1 募投项目未来一年逐步投产，有效解决产能不足问题	16
4.2 拟新设武汉生产基地，完善区域布局	17
<b>五、账上现金丰富，外延式收购可期</b>	17
<b>六、实施股票激励计划，目前价格倒挂</b>	18
<b>七、盈利预测和估值</b>	19
<b>八、风险提示</b>	19

## 图表目录

图表 1	公司股权结构图.....	5
图表 2	公司主营产品应用原理及领域.....	5
图表 3	公司主要产品外形.....	6
图表 4	2016 年公司主要产品营收占比.....	7
图表 5	公司营收及增速向好.....	7
图表 6	公司净利润及增速向好.....	7
图表 7	公司主营产品销售毛利率高达 90%以上.....	8
图表 8	公司毛利率和净利率保持高水平.....	8
图表 9	上市后 ROE 依然维持 25%左右.....	8
图表 10	公司上市前后资产负债率均不到 20%.....	8
图表 11	公司应收账款周转率显著优于同业上市公司（次/年）.....	9
图表 12	血液净化各技术用途比较.....	9
图表 13	血液灌流理论需求测算.....	10
图表 14	不同血液净化方式清除毒素的原理和效率.....	11
图表 15	血液灌流示意图.....	12
图表 16	公司 HA 树脂采购模式.....	13
图表 17	公司整体营销模式.....	14
图表 18	公司三级研发体系.....	14
图表 19	公司研发费用投入.....	15
图表 20	同行业上市公司研发费用占营收比重.....	15
图表 21	上市募集资金投资情况（万元）.....	16
图表 22	生产基地扩建项目产能规划及盈利预测（投产后）.....	16
图表 23	生产基地扩建二期项目产能规划及盈利预测（投产后）.....	17
图表 24	公司账上现金丰富（单位：百万元）.....	18
图表 25	盈利预测和估值.....	19

## 一、 血液灌流领域唯一上市公司，各项财务指标优异

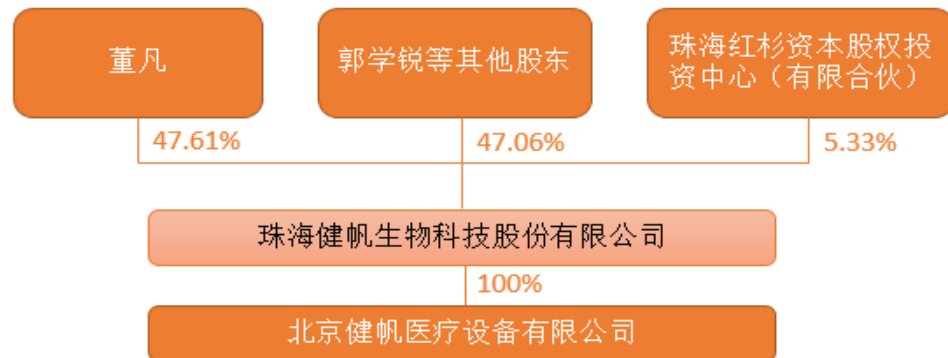
### 1.1 血液灌流行业唯一上市公司，2016 年登陆创业板

公司前身为丽珠集团丽珠医用生物材料厂，丽珠生材厂 2002 年改制为珠海丽珠医用生物材料有限公司，2009 年更名为珠海健帆生物科技有限公司，2010 年整体变更设立珠海健帆生物科技股份有限公司，2016 年 8 月上市创业板。

公司实际控制人董凡先生持股 47.16%，并任公司董事长兼总经理。公司第二、第三大股东分别为珠海红杉资本股权投资中心（有限合伙）、郭学锐。

公司目前只有一个全资子公司北京健帆医疗设备有限公司。子公司北京健帆主营 DX-10 型血液净化机的生产与销售，与公司主要产品一次性血液灌流器配套使用，促进公司血液灌流器生产销售。

图表1 公司股权结构图



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司系具有创新技术的血液净化产品提供商，主要从事血液灌流相关产品研发、生产、销售。公司产品主要包括四类，分别是一次性使用血液灌流器、血液灌流机、一次性使用血浆胆红素吸附器、DX-10 型血液净化机，主要应用于尿毒症、中毒、重型肝病、自身免疫性疾病、多器官功能衰竭等领域的治疗。目前公司产品已覆盖全国 3,400 余家二级及以上医院，品牌影响力不断提升。

图表2 公司主营产品应用原理及领域

公司主营产品	应用原理及领域
一次性使用血液灌流器 ( HA 树脂血液灌流器 )	灌流器中吸附剂是经独特工艺处理中性大孔吸附树脂，依据三维网状分子筛和树脂高分子亲脂疏水特性，吸附分子结构中有亲脂疏水基的目标物质的；应用领域为尿毒症、中毒、危重症、重型肝病、自身免疫性疾病等。
血液灌流机	用于血液灌流，是体外循环驱动装置、抗凝剂溶液自动推注装置、血液保温装置及压力、液位和气泡等安全监控装置的组合系统。
一次性使用血浆胆红素吸附器	采用离子吸附树脂，利用适当树脂孔径、树脂表面正电性基团、树脂骨架亲脂基团，实现对胆红素和胆汁酸选择性吸附；应用领域为各疾病引起的高胆红素血症、高胆汁酸血症。

公司主营产品	应用原理及领域
DX-10 型血液净化机	配置四个蠕动泵，可完成连续性血液滤过、连续性血液透析滤过、血浆置换、血浆吸附或全血吸附、持续血浆配对吸附等临床上常用血液净化组合治疗方式。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司主要产品外形



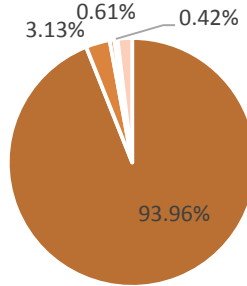
资料来源：公司公告，平安证券研究所

一次性使用血液灌流器营收占比超 9 成。公司历来 9 成以上收入来源于一次性使用血液灌流器，2016 年一次性使用血液灌流器、一次性使用血浆胆红素吸附器、血液灌流机、DX-10 型血液净化机这四类产品的营收占比分别为 93.96%、3.13%、0.61%、0.42%。

公司一次性使用血浆胆红素吸附器为 2012 年底投放市场的新项目，目前占公司营收比重不大，因治疗复杂性需配合使用更为复杂的血液净化设备，同时需与血浆分离器配套使用，为促进销售推广，公司自 2013 起经销意大利贝尔克 MOP07 型血浆分离器，目前营收占比较低。血液灌流机、DX-10 型血液净化机的开发销售为血液灌流器拓宽适用空间，与血液灌流器协同发展。

图表4 2016年公司主要产品营收占比

- 一次性使用血液灌流器
- 一次性使用血浆胆红素吸附器
- 血液灌流机
- DX-10型血液净化机



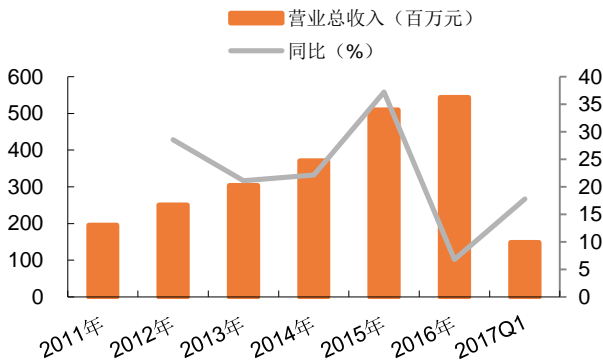
资料来源:公司年报, 平安证券研究所

## 1.2 公司业绩向好, 财务指标优异

公司16年增速有所下降, 17年恢复并进一步向好。16年以前公司营业总收入、归母净利润年均增速均保持20%以上, 16年增速有所下滑, 营业总收入同比增速6.83%、归母净利润同比增速0.84%, 公司对此解释为上市吸引营销注意力、销售不到位出现“上市打盹”。从公司17年一季度财务数据来看, 一季度营业总收入1.48亿、归母净利润0.6亿, 同比17.81%、27.16%。

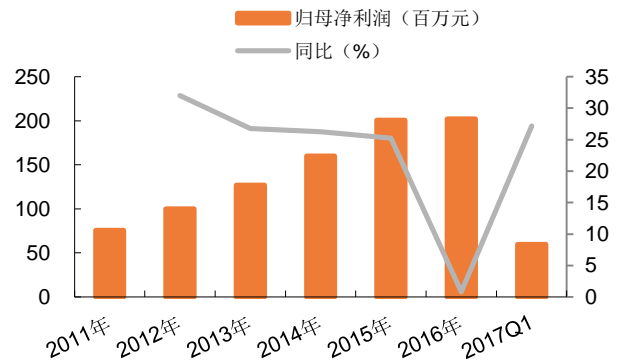
近期公司发布17年上半年业绩预告, 预计上半年归母净利润12,061.08万元-15,076.35万元, 同比增长20%—50%, 公司业绩增长能力恢复并超过前期水平, 结合市场前景、公司综合实力考量, 我们认为公司业绩仍将稳定向好。

图表5 公司营收及增速向好



资料来源: wind, 平安证券研究所

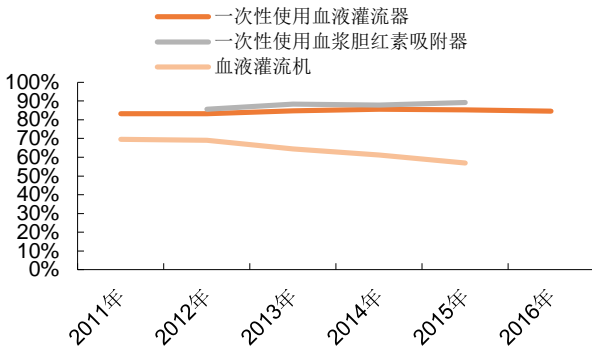
图表6 公司净利润及增速向好



资料来源: wind, 平安证券研究所

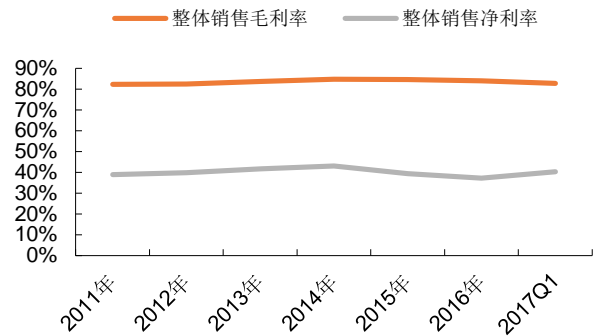
由于行业壁垒高和技术附加值高, 公司主要产品毛利率稳定高位。公司一次性使用血液灌流器毛利率稳定在84%左右、一次性使用血浆胆红素吸附器毛利率近90%, 公司血液灌流机毛利率相对较低, 近年来约为60%, 总体而言, 受益于竞争环境温和、行业高壁垒、公司龙头地位, 公司整体毛利率超80%, 净利率约40%。

图表7 公司主营产品销售毛利率高达90%以上



资料来源: wind, 平安证券研究所

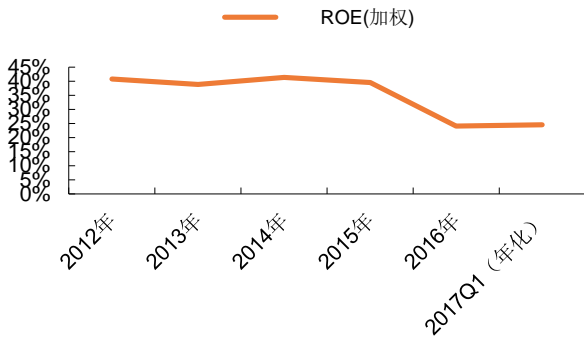
图表8 公司毛利率和净利率保持高水平



资料来源: wind, 平安证券研究所

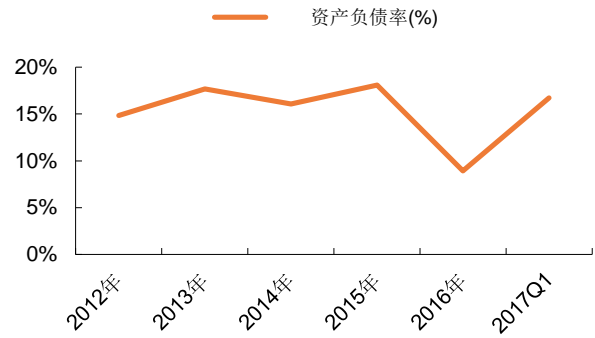
**盈利能力强，资产负债率低。**公司上市之前 ROE 常年高达 40%左右，上市后 ROE 也能维持较高水平，2016 年为 24%，2017 年 1 季度年化化为 25%。此外，公司上市前后资产负债率都比较低，不到 20%。

图表9 上市后 ROE 依然维持 25%左右



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 公司上市前后资产负债率均不到 20%

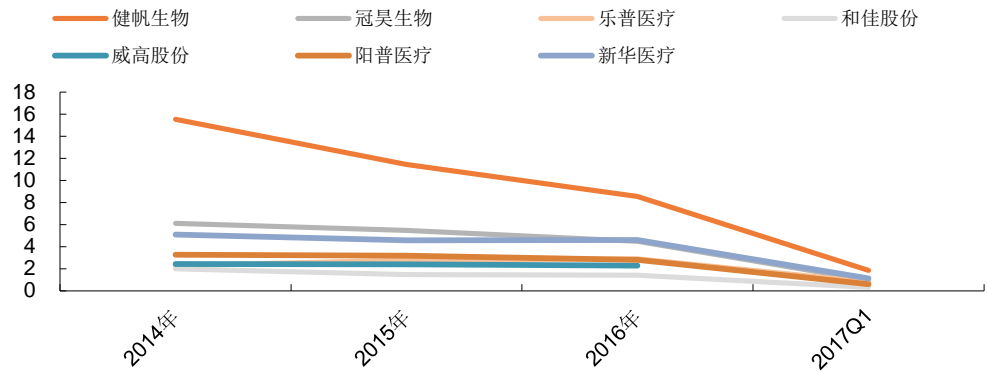


资料来源: wind, 平安证券研究所

**现款现货、预收货款模式为主，应收账款回收状况良好。**公司看重销售回款能力，主要采取现款现货、预收货款的销售结算模式，只与少数签订《资信支持协议》经销商采用授信模式，授信经销商占比 20%，但因其销售能力较强，实现收入占比超 50%。公司授信管理严格，规定信用额度，并规定 3 个月内结算。因以现款、预收为主，严控授信额度，公司回款能力强，应收账款回收比例近 100%，近年来授信范围略微扩张致使公司应收账款小幅上涨，但从行业整体来看，公司的回款状况仍保持良好。



图表11 公司应收账款周转率显著优于同业上市公司（次/年）



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 二、我国血液灌流市场需求旺盛，发展空间巨大

### 2.1 血液灌流理论市场需求超 100 亿

目前的血液净化技术主要有五种，分别为血液透析、血液滤过、血液灌流、血浆置换、免疫吸附，其各自的应用病症范围如下表所示。

血液灌流技术在临床上的应用较为广泛，包括通过对人体内外源性毒物的清除，以实现药物或毒物中毒患者的抢救；通过清除患者血液中含有致病性的自身抗体类风湿因子（RF）及其免疫复合物（IC），治疗类风湿性关节炎（RA）；通过对胆红素和胆汁酸的清除，从而治疗因肝功能衰竭造成胆红素升高而引起的并发症；通过对内毒素的清除，治疗多种疾病过程中所出现的内毒素血症；通过对过多免疫球蛋白抗体 IgG 的吸附，治疗相关免疫性疾病等等。

图表12 血液净化各技术用途比较

血液净化技术	应用病症范围
血液透析	适用于终末期肾病，急性肾损伤，药物或毒物中毒，严重水、电解质和酸碱平衡紊乱；其他：如严重高热、低体温等。
血液滤过	用于急、慢性肾衰竭患者，特别是伴以下情况者：常规透析易发生低血压，顽固性高血压，常规透析不能控制的体液过多和心力衰竭，严重继发性甲状旁腺功能亢进，尿毒症神经病变，心血管功能不稳定、多脏器衰竭及病情危重患者。
血液灌流	适用于急性药物或毒物中毒；尿毒症，尤其是顽固性瘙痒、难治性高血压；重症肝炎，特别是暴发性肝衰竭导致的肝性脑病、高胆红素血症；脓毒症或系统性炎症综合征；银屑病或其他自身免疫性疾病；其他疾病，如精神分裂症、甲状腺危象、肿瘤化疗等。
血浆置换	适用于风湿免疫性疾病，如系统性红斑狼疮（尤其是狼疮性脑病）、难治性类风湿关节炎等；免疫性神经系统疾病，如重症肌无力、多发性硬化病等；消化系统疾病，如重症肝炎、严重肝衰竭等；血液系统疾病，如多发性骨髓瘤等；肾脏疾病，如重症狼疮性肾炎等；器官移植，如器官移植后排斥反应等；自身免疫性皮肤病疾病，如大疱性皮肤病、天疱疮等；代谢性疾病，如纯合子或半纯合子型家族性高胆固醇血症等；药物中毒，如药物过量（如洋地黄中毒等）、与蛋白结合率高的毒物中毒；其他：多脏器衰竭等。
免疫吸附	适用于肾脏和风湿免疫系统疾病，如系统性红斑狼疮和狼疮性肾炎、类风湿关节炎

血液净化  
技术

应用病症范围

等；神经系统疾病，如重症肌无力、Guillain-Barrè 综合征等；血液系统疾病，如特发性血小板减少性紫癜、血栓性血小板减少性紫癜等。

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

血液灌流作为血液净化基本治疗模式之一，近十年间发展迅速，应用领域拓宽至尿毒症、急性药物或毒物中毒、重症肝炎、脓毒症或系统性炎症综合症、银屑病或自身免疫性疾病、精神分裂、甲状腺危象、肿瘤化疗等，据中国产业信息网《2016-2022 年中国血液灌流市场深度调查及未来前景预测报告》测算，血液灌流相关应用领域理论需求合计 184.57 亿，而行业目前规模约 10 亿，由此可见，血液灌流市场有超过 100 亿的发展空间。

图表13 血液灌流理论需求测算

应用领域	计算依据及相关说明	理论需求 (万支/年)	理论销售额 (亿元/年)
尿毒症	按日本尿毒症发病率 (2060 例/百万人)，我国288.4万尿毒症患者，假定 10%尿毒症患者接受血液透析联合血液灌流治疗，2次/月，则血液灌流器需求量：692.16万支/年(288.4万×10%×2次/月×12月)	692.16	34.61 (血液灌流器价格：500元/支)
急性中毒	农村急性中毒发病率69.21/10万，城镇急性中毒发病率18.65/10万，农村城市人口1：1，假定20%患者接受血液灌流治疗，连续治疗3次，血液灌流器需求：36.9万支/年[14亿*(50%×69.21/10+50%×18.65/10) 万×20%×3次/年]	36.90	3.69 (血液灌流器价格：1,000元/支)
危重症	参照美国脓毒症患者75万例/年，我国脓毒症患者>300万人/年，假定50%严重脓毒症和多脏器衰竭患者接受血液净化治疗，其中50%接受持续性血液净化联合血液灌流治疗，连续治疗3次，血液灌流器需求量：225万支/年(300万×50%×50%×3次/年)。	225.00	31.50 (血液灌流器价格：1,400元/支)
重型肝病	据统计，我国肝衰竭死亡人数40万人/年，肝衰竭患者100%接受血液灌流治疗，治疗3次，血液灌流器需求量：120万支/年(40万×3次/年)	120.00	21.60 (血液灌流器价格：1,800元/支)
过敏性紫癜和类风湿性关节炎	我国过敏性紫癜发病率14/10万，50%患者接受血液灌流治疗；我国类风湿性关节炎发病人数约为440万，10%患者接受血液灌流器治疗。治疗疗程3次，血液灌流器需求量：161.4万支/年(14亿×14/10万×50%×3次/年+440万×10%×3次/年)	161.40	19.37 (血液灌流器价格：1,200元/支)
高胆红素血症和高胆汁酸血症	我国肝衰竭死亡人数约40万人/年，几乎100%患者伴有高胆红素血症或高胆汁酸血症，我国约人工肝潜在用户超100万，假定 50%患者有高胆红素血症或高胆汁酸血症，需接受人工肝技术治疗，即50万人/年，每人治疗3次，血浆吸附器需求量：150万支/年 (50万×3次/年)	150.00	46.50 (血浆吸附器：3,100元/支)
系统性红斑狼疮	据卫生部统计：以系统性红斑狼疮和类风湿性关节炎为主的自身免疫性疾病近1,500万人，假定每年20%左右患者接受DNA免疫吸附治疗，即18.2万人/年，每人治疗3次，血浆吸附器需求量：54.6万支/年 (18.2万×3次/年)	54.60	27.30 (DNA免疫吸附柱：5,000元/支)

资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

注：我国人口总数 14 亿计，产品价格以出厂含税价预测

## 2.2 慢性肾病高发，血液灌流需求增长

慢性肾脏病患者肾衰竭进一步恶化导致尿毒症，“血液透析+血液灌流”为尿毒症主要治疗方式。血液净化最初由人工肾治疗慢性肾功能衰竭得到发展，目前尿毒症患者仍主要通过血液净化方式进行治疗，血液净化可进一步细分为血液灌流、血液透析、血液滤过、血浆置换等，不同血液净化方式对尿毒症毒素的清除率为：血液透析+血液灌流 > 血液透析滤过 > 血液滤过 > 血液透析，“血液透析+血液灌流”（组合型人工肾）已成为尿毒症毒素清除主要治疗方式。血液灌流器可直接在透析机上使用，无需专属灌流设备，操作简单，易于在医院培训普及，价格更低。

图表14 不同血液净化方式清除毒素的原理和效率

清除方式	水分	清除方式	小分子毒素	中大分子毒素	蛋白结合毒素
低通量透析	超滤	弥散	高	低至无	无
高通量透析	超滤	弥散	中到高	低	低
血液滤过（HF）	超滤	对流	中到高	低	低
血液透析滤过	超滤	弥散、对流	高	稍高	低
血液灌流	——	吸附	不一	高	高
透析+灌流	超滤	弥散、吸附	高	高	高
生物人工肾	超滤	弥散、对流、代谢	高	高	待研究

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

慢性肾脏病成威胁健康的重要公共卫生问题。中华医学会肾脏病学分会 2016 年工作总结指出慢性肾脏病已成为继肿瘤、心脑血管病、糖尿病之后，又一威胁人类健康的重要公共卫生问题。中国慢性肾脏病患者数量庞大、患病率高，慢性肾脏病患病率为成年人口 10.8%、患病人数约 1.2 亿，伴随人口老龄化、高血压、糖尿病患病率升高等因素，预计未来 10 年内患病率仍将持续增长。慢性肾脏病患者肾功能逐年减退发展成终末期肾病，最终需进行透析或肾移植治疗，慢性肾病高发带动血液灌流需求增长。

我国尿毒症患者透析率远低于发达国家水平。与其他许多发达国家相比，我国 ESRD(终末期肾脏疾病即尿毒症)治疗的不足反映在透析率较低，其原因在于中国 ESRD 患者缺乏经济和临床医疗资源。中国血液净化学会的一项调查估测，我国 ESRD 患者 2008 年的透析率为 71.9/100 万人口(PMP)，年度透析增长率为 52.9%。在台湾地区，ESRD 患者 2010 年的透析率达 2,584/PMP；我国香港和美国的透析率分别达 1,106/PMP 和 1,870/PMP。

## 2.3 医保纳入，需求进一步释放

血液灌流费用较高抑制需求拓展。血液灌流作为一种治疗手段，费用相对较高；尤其对于尿毒症患者，由于需大量费用长期用于血液透析治疗，对于血液灌流的治疗费的支出压力尤为明显。血液灌流器较高的价格及治疗费用一定程度抑制市场需求的拓展。

尿毒症被纳入医保范围，将有力促进血液灌流产品需求。2012 年起政府全面推开尿毒症等 8 类大病保障，尿毒症治疗被纳入国家大病医疗保障范畴，血液灌流器及其治疗费用划入医保诊疗项目目录，目前已有 200 多个城市进入医保覆盖范围，北京、上海、广州等一线城市，成都、重庆等二线城市，部分三线城市均完成覆盖。预计随着我国医保体系的进一步完善，纳入医保的城市范围、报销比例将进一步扩大，有力促进公司血液灌流器产品的需求。

### 三、 全球技术领先，血液灌流行业绝对龙头

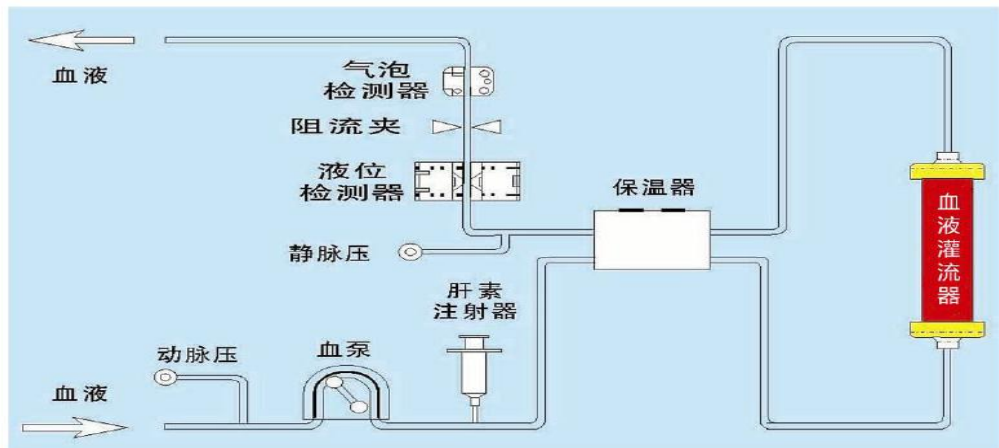
#### 3.1 公司技术全球领先，从原料到设备全产业链自主

血液灌流技术属于新兴的医疗手段，血液灌流器产品处于行业发展的初期阶段，目前国内从事血液灌流器产品生产与销售的公司数量有限并且规模较小，公司产品处于行业主导地位。由于公开披露的权威研究数据有限，因此尚不能取得公司主要产品市场占有率数据，但尚未发现能够对公司产品造成明显竞争压力的竞争对手。

公司产品与国内外其他厂家产品在产品性能、应用领域方面的差异主要区别于原材料及技术路径的选择。

- **技术路径方面：**血液灌流的技术路径分为全血灌流和血浆灌流，国外血液灌流器主要采用血浆灌流的技术路径，血浆灌流技术操作较为复杂，需要配上血浆分离器同时使用，产品销售价格较昂贵。公司采用全血灌流方式的血液灌流器可直接在透析机上使用，无需专属灌流设备，操作简单，易于在医院培训普及，不仅操作简单，同时降低了操作风险与产品成本，价格相对较低，在性能相当的情况下仅为进口同类产品价格的 1/3 至 1/2。
- **原材料方面：**公司产品率先选择中性大孔树脂、炭化树脂为原材料；其他国内厂家原多以活性炭、离子交换树脂为主要原材料，近年才开始使用中性大孔树脂为原材料。中性大孔树脂作为原材料在产品性能、应用领域方面具有明显的竞争优势，主要体现如下：活性炭来源多样，包括植物、木材、石油沥青等，经干馏、炭化、酸洗及高温、高压等处理后变得疏松多孔，因其孔径不可调节且孔径分布不一，吸附无特异性，主要用于中毒的救治。

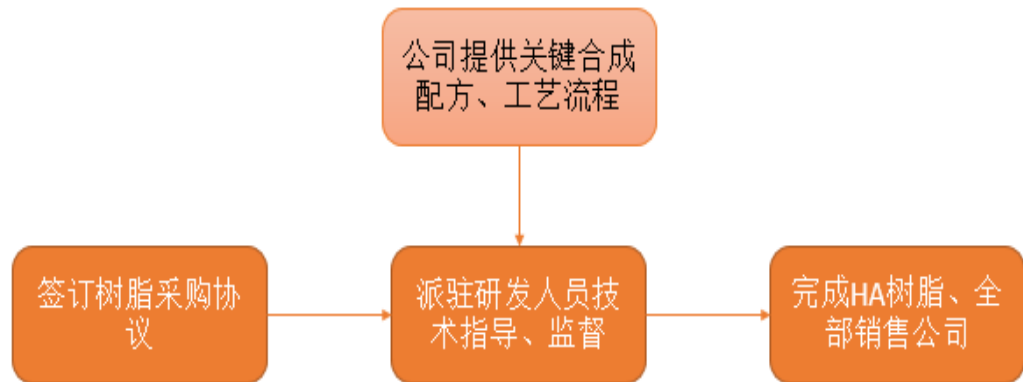
图表15 血液灌流示意图



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

**掌握HA树脂核心技术，上游议价能力强。**化工级HA树脂为公司主导产品一次性使用血液灌流器主要原材料。血液灌流属新兴技术，市场上并未形成极具规模的上游企业，为促进产品生产，公司自主研发HA树脂关键合成配方、工艺流程，上游供应商在公司研发人员指导、监督下完成生产，后将HA树脂全数销售公司，按照协议，供应商不得泄露配方、不得向第三方销售类似树脂。公司掌握HA树脂核心技术，上游议价能力强，树脂采购价格综合考虑市场因素由公司与供应商协商确定。目前，公司采购地为兴南允能，采取预付部分、货物签收合格后补齐余款采购方式，信用账期90天。

图表16 公司 HA 树脂采购模式



资料来源:招股说明书, 平安证券研究所

### 3.2 自建立体学术推广体系，营销优势突出

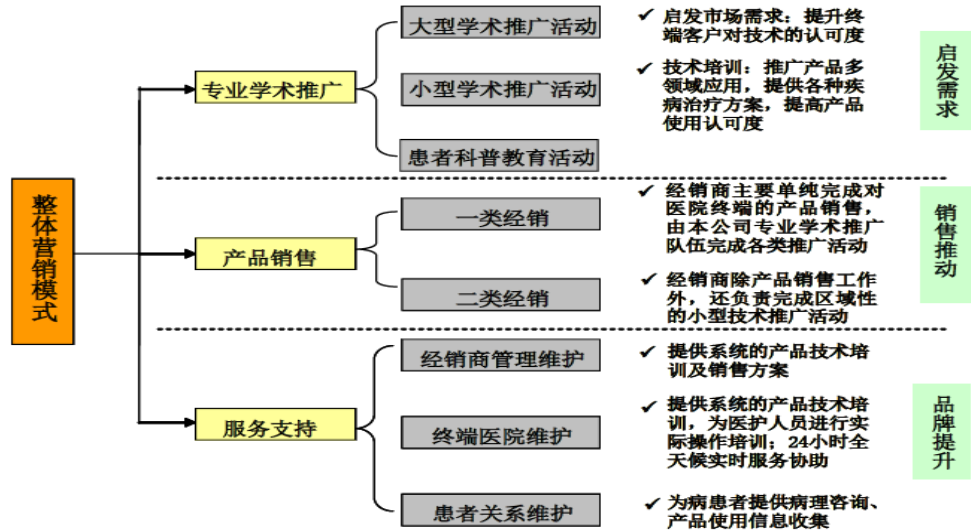
**自建营销团队，经销商分级完善销售体系。**因灌血属新兴医疗技术，各医院及医护人员对该医疗技术的接受并掌握需要一定的培育过程。公司自建团队进行营销，营销体系下设市场中心、销售中心、客户服务中心，各中心综合协调，面向市场共同承担公司的市场销售工作。

其中市场中心是整个营销体系的核心与发动机，承担发起各种大、中型学术推广活动、患者科普教育及产品技术培训活动等，向市场科普并推广血液灌流技术这一新兴医疗技术；销售中心承担各区域内的学术推广工作，或者应各区域内医院或经销商的要求组织技术培训工作；客户服务中心负责对公司举办的各学术推广活动进行分析总结，并负责客户的远程维护及服务工作，各部门协作形成了多角度、多层次立体学术推广体系。

据了解，公司 2016 年学术推广团队规模超五百人，覆盖 30 余省市、超 3400 家医院。在整个营销环节中，经销商仅负责采购产品售至医院、满足医院产品需求，伴随销售区域拓宽、公司团队规模有限，公司赋予部分经销商开展必要学术推广、培训等权限，由此经销商一、二类分级形成，具备培训权限归为二类经销商，目前二类经销商包括北京大海、长春泽普科技发展有限公司、哈尔滨和美医疗器械经销有限公司三家，公司以一类经销方式为主、二类为辅。

公司营销体系下各部门工作协调如下：

图表17 公司整体营销模式



资料来源:招股说明书, 平安证券研究所

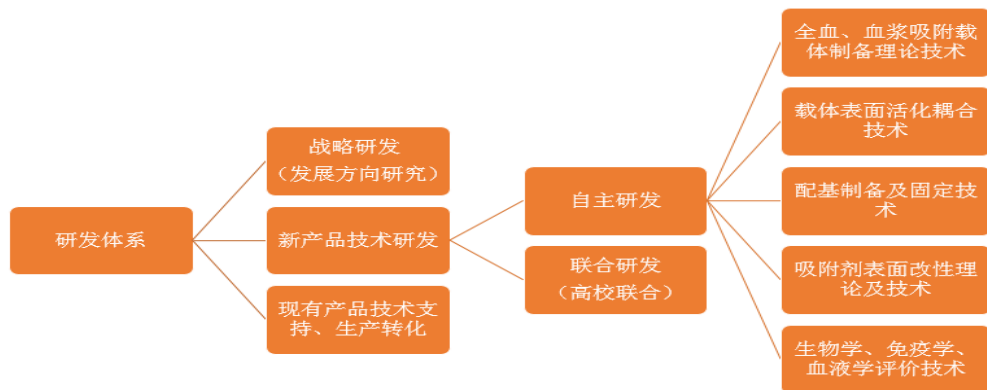
专业化的学术推广、科普教育及产品技术培训为主的营销工作为血液灌流技术这一新兴医疗手段能够迅速被医院及医护人员接受并掌握奠定了基础，为公司的持续、快速发展提供了保障。

### 3.3 三级研发体系，研发实力雄厚

**三级研发体系，自主、联合方式相结合。**公司采取“战略研发+新产品新技术研发+现有产品技术支持转化”三级研发体系。战略研发主要是公司发展方向的研究，通过分析国家产业政策、医疗器械行业法律法规、行业竞争需求信息等为公司决策提供依据；新产品新技术研发主要依托产品开发中心，自主研发与联合研发相结合进行新产品技术开发；现有产品技术支持转化主要负责产品技术改进、质量提升，对生产、质量和营销系统提供技术支持。

在新产品新技术的研发方面，公司采用自主研发和联合研发相结合的方式。自主研发是公司研发工作的重点，目前主要集中在全血、血浆吸附载体制备理论技术、载体表面活化耦合技术等 5 个方面。联合研发方面，公司主要选择与高校合作，相互配合、明确研发成果分配，目前合作的高校有南开大学、吉林大学珠海学院、暨南大学等。

图表18 公司三级研发体系

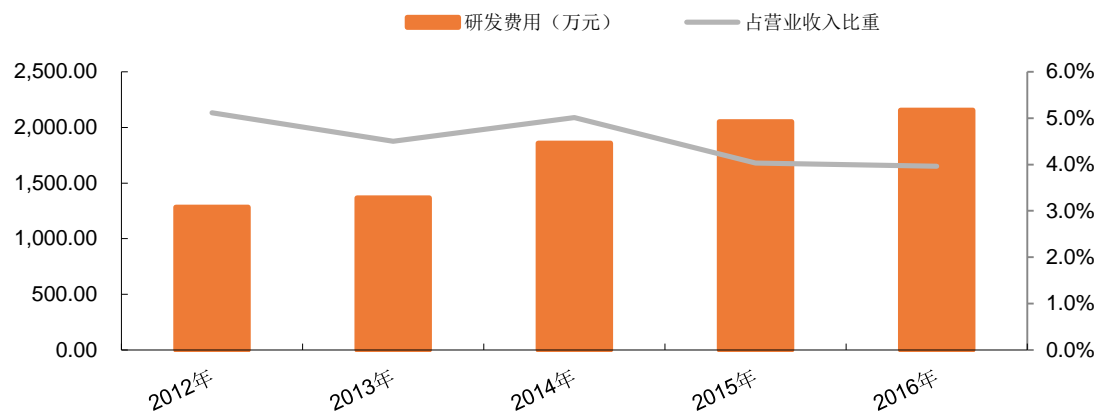


资料来源:招股书, 平安证券研究所

**成果丰硕、团队精良。**公司一直以来即致力于生物科研创新，曾获“2009年国家科技进步二等奖”、被认定“国家火炬计划重点高新技术企业”，承担多项科研项目，组建多个科研平台。据公司年报披露，截至2016年末，公司拥有授权专利119项，其中，发明专利17项，拥有研发人员111名，其中，博士7名，硕士80余名，专业涉及高分子合成、有机合成、生物工程、医用生物工程材料、临床医学、分子生物学、临床检验、基础医学、免疫学等，中国工程院陈香美院士受聘担任血液净化工程技术研究开发中心首席医学顾问、国际顶尖级生物材料学家俞耀庭先生受聘担任血液净化工程技术研究开发中心材料学首席科学家。

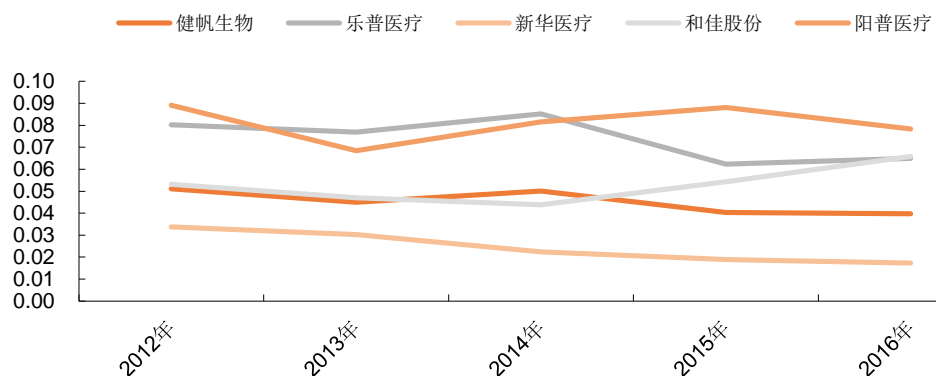
**研发投入稳定，资金支持血液灌流技术发展。**技术革新为公司发展的核心驱动力，除构建完善研发体系，公司每年保持稳定费用投入，2012年至今，公司研发费用投入逐年增多且占营收比重稳定4%以上。从行业层面来看，阳普医疗研发费用投入占营收比重8%左右，行业较高，新华医疗占比约2%相对较低，公司投入占比居中间水平。公司每年稳定划拨研发投入，资金支持血液灌流技术研究，助力公司持续稳定发展。截至目前，公司已自主开发三类血液灌流耗材产品及两款血液灌流设备并上市销售，并有近十个产品处于临床前研发阶段。

图表19 公司研发费用投入



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表20 同行业上市公司研发费用占营收比重



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 四、 扩建产能、开设新基地，产能瓶颈得到释放

### 4.1 募投项目未来一年逐步投产，有效解决产能不足问题

上市之前，公司产能严重不足，2015 年末，公司一次性血液灌流产品生产线的产能利用率高达 255.38%，生产线处于超负荷运行中。2016 年上市，公司募集资金 4.54 亿元用于扩建研发中心、生产基地，建设期 2 年，主要投资项目 4 个，均处珠海。

截至 2016 年末，研发中心扩建项目、生产基地扩建项目已达预定使用状态，生产基地扩建项目、生产基地扩建二期项目分别实现效益 5359.98、945.88 万元。根据公司公布测算数据，至生产基地扩建项目、生产基地扩建二期项目生产负荷均达 100%时，预计公司每年可新增销售收入 12.9 亿元、净利润 2.4 亿元。

图表21 上市募集资金投资情况（万元）

投资项目	投资总额	累计投资额	投资进度	实现效益	达预定使用状态日期
研发中心扩建项目	7208	6064.32	84.13%	-	2014 年 5 月 31 日
生产基地扩建项目	14159	11807.09	83.39%	5359.98	2015 年 10 月 31 日
生产基地扩建二期项目	15575	7325.24	47.03%	945.88	2018 年 7 月 28 日
研发中心扩建二期项目	6850.9	1896.79	40.51%	-	2018 年 7 月 28 日

资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：投资情况截至 2017 年 6 月末，实现效益属 2016 年期间，各项目均达预期效益

图表22 生产基地扩建项目产能规划及盈利预测（投产后）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年及以后
一次性使用血液灌流器（支）	198200	441700	740500
DNA 免疫吸附柱（支）	1300	5900	16000
一次性使用血浆胆红素吸附器（支）	3400	13200	37500
血液灌流机（台）	55	130	240
生产负荷	26%	58%	100%
营业收入（万元）	14001	34000	64004
总成本费用（万元）	11337	25394	46109
利润总额（万元）	2434	8069	16934
净利润（万元）	2069	6859	14394

资料来源：招股说明书，平安证券研究所



图表23 生产基地扩建二期项目产能规划及盈利预测（投产后）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年及以后
一次性使用血液灌流器（支）	326042	745240	931550
DNA 免疫吸附柱（支）	2100	9529	20128
一次性使用血浆胆红素吸附器（支）	5491	21318	21318
血液灌流机（台）	89	210	302
模具（套）		50	
塑料柱体（万套）		250	
生产负荷	33%	74%	100%
营业收入（万元）	18374	45816	65384
总成本费用（万元）	16583	38156	52631
利润总额（万元）	1488	6898	11652
净利润（万元）	1265	5863	9904

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

## 4.2 拟新设武汉生产基地，完善区域布局

2017 年 7 月 28 日公司公告拟在武汉经济技术开发区黄冈产业园设立全资子公司湖北健帆生物科技有限公司，拟以湖北健帆生物科技有限公司为主体建设健帆生物血液净化项目。

项目总投资约 5 亿元人民币，分两期投入，第一期约 3 亿元人民币，第二期约 2 亿元人民币。项目总用地约 160 亩，分两期建设，第一期用地规模约 100 亩，第二期用地规模约 60 亩。第一期投资项目主要生产、研发血液透析类产品，第二期投资项目主要生产、研发血液净化类产品、保健品及营养食品。第一期投资项目建设周期约 18 个月，产品注册及试产周期 18 个月，投产后达产期 2-3 年。第二期投资项目计划在第一期项目投产后三年内启动。

一期项目主要产品为血液透析浓缩液和血液透析干粉、血液透析水处理设备，项目建成达产后血液透析浓缩液和血液透析干粉年产值约 5 亿元，血液透析水处理设备年产值约 1.5 亿元，该项目计划于 2017 年下半年取得项目建设用地，并随后完成厂房设计、建设、设备安装、试生产、产品注册申报等工作，预计项目周期为 3-5 年。

公司此次拟在武汉经济技术开发区黄冈产业园投资建设健帆生物血液净化产品研发、生产基地，可在血液净化领域方面扩大产能，充分发挥公司研发及市场优势，巩固公司行业地位。同时公司选择武汉市经济开发区黄冈产业园有利于利用武汉中部枢纽、长江水运、武汉空港、京九铁路等，辐射中部地区，符合公司全国布局血液净化健康产业的发展战略，对公司未来经营发展起到积极作用。

## 五、 账上现金丰富，外延式收购可期

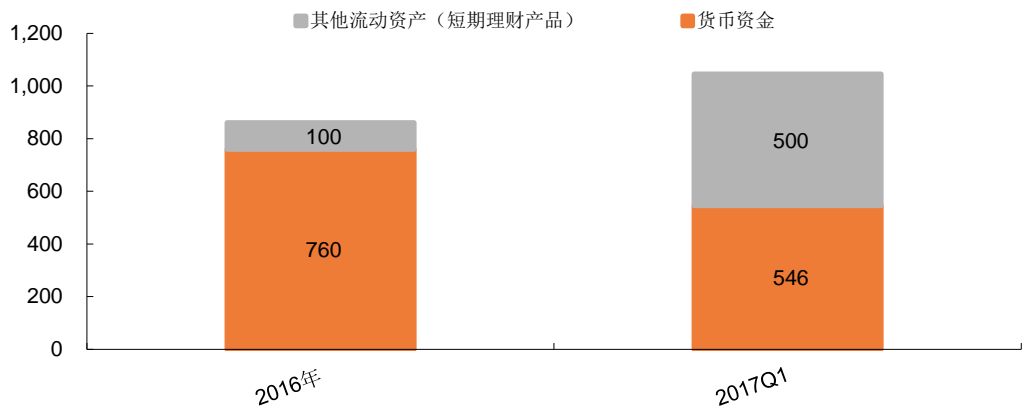
公司账上现金丰富，2016 年末货币资金有 7.6 亿，短期理财产品 1 亿，2017 年 1 季度末货币账上资金 5.46 亿，短期理财产品 5 亿。近期公司公告拟在原来 5 亿购买低风险理财产品的投资额度上，再增加不超过 5 亿元人民币闲置募集资金和自有资金进行现金管理。

丰富的资金，一方面可以为公司带来可观的理财利息收入，按照前期理财产品收益率公告，年化利率在 3%-5%之间，假设年平均理财规模 6 亿，大约可为公司带来 2000-3000 万左右的利息收入。另一方面，也使得公司有实力进行外延式收购。

2017 年 6 月 27 日，公司公告拟以现金约 1,710 万元收购天津市标准生物制剂有限公司 95% 的股权。收购标的成立于 2005 年，拥有 2 张国家食药监总局下发的 III 类医疗器械注册证及其对应的血液透析浓缩液和血液透析干粉产品，其中血液透析浓缩液是天津市重点新产品。公司主营血液灌流产品可应用于尿毒症、中毒、重型肝病、自身免疫性疾病、多器官功能衰竭等多个领域，标的公司的主营透析粉液产品主要应用于尿毒症领域。在尿毒症领域，公司与标的公司的目标客户群体是重合的，可以更好地发挥产业协同效应。此外，能使公司快速的进入华北地区，与公司现有的珠海健帆园生产基地，规划中的武汉经济技术开发区黄冈产业园生产基地一起形成华南、华中、华北的产业布局。

我们认为未来，公司利用资金实力和上市平台，大概率还会进行外延式收购。

图表24 公司账上现金丰富（单位：百万元）



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 六、 实施股票激励计划，目前价格倒挂

公司于 2017 年 1 月 24 日通过向管理层定向发行股票的方式，实施股票激励计划。此次激励计划拟授予的限制性股票数量总计不超过 600 万股，其中预留比例不得超过此次激励计划拟授予权益数量的 20%。首次授予限制性股票的授予价格为每股 30.16 元，限售期为自相应授予日起 12 个月。授予激励对象共计 192 人，均为董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员，实际授予数量为 460.40 万股，金额合计 1.39 亿元。

第一个解除限售期自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止解除限售比例 30%；第二个解除限售期自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止解除限售比例 30%；第三个解除限售期自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止解除限售比例 40%。

公司层面业绩考核要求此次激励计划首次授予限制性股票的解除限售考核年度为 2017-2019 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，各年度业绩考核目标为：第一个解除限售期以 2016 年公司营业收入为基数，2017 年营业收入增长率不低于 20%；第二个解除限售期以 2016 年公司营业收入为基数，2018 年营业收入增长率不低于 45%；第三个解除限售期以 2016 年公司营业收入为基数，2019

年营业收入增长率不低于 75%。公司未满足上述业绩考核目标的，所有激励对象对应考核当年可解除限售的限制性股票均不得解除限售，由公司按授予价格回购注销。

目前股票价格出现倒挂，考虑到管理层参与份额和金额不低，我们认为管理层有动力做好业绩和市值管理。

## 七、盈利预测和估值

预计公司 2017-2019 年归属母公司股东净利润分别为 2.93 亿元、3.70 亿元、4.70 亿元，同比增速分别为 45.1%、26.4%、26.8%，对应 EPS 分别为 0.70 元、0.89 元、1.13 元，目前股价对应 PE 分别为 40.4 倍、32.0 倍、25.2 倍。根据 wind 一致预期，目前医疗器械行业上市公司 2017-2019 年的 PE 均值分别为 43.5 倍、34.5 倍、28.6 倍，公司估值略低于行业平均水平。

目前血液净化行业还处于发展初期，未来发展空间巨大，公司作为血液灌流领域的绝对龙头，将充分受益于行业的发展。公司上市后，募投项目的投产将有效解决产能不足问题，且公司利用上市平台优势，有外延式收购的可能，将进一步巩固行业的龙头地位。

我们看好公司长期发展前景，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表25 盈利预测和估值

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	509	544	729	946	1,227
YoY(%)	37.2	6.8	34.1	29.7	29.8
净利润(百万元)	200.4	202	293	370	470
YoY(%)	25.2	0.8	45.1	26.4	26.8
毛利率(%)	84.6	83.9	84.0	83.9	83.9
净利率(%)	39.4	37.2	40.2	39.2	38.3
ROE(%)	35.5	17.1	21.0	22.2	22.5
EPS(摊薄/元)	0.48	0.49	0.70	0.89	1.13
P/E(倍)	59.13	58.6	40.4	32.0	25.2
P/B(倍)	21.01	10.0	8.5	7.1	5.7

资料来源: wind, 平安证券研究所

## 八、风险提示

- 1、公司产品结构单一，因行业政策调整，产品技术更新影响公司产品销售的风险；
- 2、高毛利率吸引潜在进入者引起市场竞争加剧而公司应对不足风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	999	1177	1364	1707	<b>营业收入</b>	544	729	946	1227
现金	760	878	1024	1278	营业成本	87	117	152	198
应收账款	75	96	126	162	营业税金及附加	10	13	17	22
其他应收款	0	1	1	1	营业费用	150	191	251	329
预付账款	7	24	16	36	管理费用	68	84	111	144
存货	50	69	86	116	财务费用	-6	-16	-17	-18
其他流动资产	106	109	110	114	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	301	372	458	574	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	1	1	1
固定资产	268	308	369	465	<b>营业利润</b>	234	341	432	553
无形资产	17	20	20	21	营业外收入	9	10	11	10
其他非流动资产	16	44	69	88	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	1300	1548	1822	2281	<b>利润总额</b>	241	351	443	562
<b>流动负债</b>	84	117	119	162	所得税	39	57	72	92
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	202	293	370	470
应付账款	20	45	39	70	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	64	73	79	92	<b>归属母公司净利润</b>	202	293	370	470
<b>非流动负债</b>	32	32	32	32	EBITDA	235	343	435	553
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.70	0.89	1.13
其他非流动负债	32	32	32	32					
<b>负债合计</b>	116	149	150	194	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	412	417	417	417	<b>成长能力</b>				
资本公积	376	376	376	376	营业收入(%)	6.8	34.1	29.7	29.8
留存收益	396	593	877	1232	营业利润(%)	0.7	45.8	26.8	27.9
<b>归属母公司股东权益</b>	1184	1399	1672	2087	归属于母公司净利润(%)	0.8	45.1	26.4	26.8
<b>负债和股东权益</b>	1300	1548	1822	2281	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	83.9	84.0	83.9	83.9
					净利率(%)	37.2	40.2	39.2	38.3
					ROE(%)	17.1	21.0	22.2	22.5
					ROIC(%)	15.1	19.1	20.3	20.8
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	8.9	9.6	8.2	8.5
					净负债比率(%)	-64.2	-62.8	-61.3	-61.2
					流动比率	11.9	10.0	11.5	10.5
					速动比率	11.3	9.4	10.8	9.8
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
					应收账款周转率	8.5	8.5	8.5	8.5
					应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.49	0.70	0.89	1.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.64	0.80	1.03
					每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.36	4.01	5.01
					<b>估值比率</b>				
					P/E	58.6	40.4	32.0	25.2
					P/B	10.0	8.5	7.1	5.7
					EV/EBITDA	47.2	32.1	25.0	19.2

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	179	267	333	431
净利润	202	293	370	470
折旧摊销	17	17	20	26
财务费用	-6	-16	-17	-18
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-41	-26	-40	-46
其他经营现金流	8	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-126	-87	-106	-140
资本支出	29	71	86	116
长期投资	-100	0	0	0
其他投资现金流	-198	-16	-20	-25
<b>筹资活动现金流</b>	421	-62	-81	-37
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	42	5	0	0
资本公积增加	376	0	0	0
其他筹资现金流	3	-66	-81	-37
<b>现金净增加额</b>	473	118	146	253

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033