



300406.SZ

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 16.06

板块评级: 强大于市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	67.8	(1.7)	2.2	73.7
相对深证成指	31.5	(3.7)	(2.0)	40.6

发行股数(百万)	502
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	8,059
3个月日均交易额(人民币 百万)	105
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
刘希	13

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年10月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗器械

张威亚

(8610) 66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

九强生物

巨人同行内生提速, 布局病理诊断加速成长

生化诊断市场趋于成熟, 行业增速放缓, 公司凭借优秀的研发和产品实力实现了快于行业的增长, 盈利能力行业领先; 同时也得到全球 IVD 巨头雅培、罗氏的认可, 与其建立起生化战略合作关系, 预计明年开始贡献收入, 巨人同行助力内生提速。联手国药拟收购国内病理诊断龙头福州迈新生物, 进入高成长且进口替代空间大的病理诊断好赛道。另外, 以本次收购契机, 公司将与国药形成更深入的绑定, 渠道方面对公司生化、血凝产品形成有力的支撑, 资本运作层面形成更深层的合作。暂不考虑外延, 我们预计 2019-2021 年实现净利润 3.33 亿、4.17 亿元、5.1 亿元, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **传统生化业务盈利能力行业领先, 巨人同行加速业绩增长。**生化诊断市场是我国起步最早、发展最成熟的体外诊断领域, 近年来行业增速维持在 6-8% 的平稳增长。公司近 4 年的收入和净利润复合增速分别为 11.1% 和 9.28%, 业绩增速快于行业增速; 整体毛利率和净利润分别围绕 70%、40% 中枢上下波动 2 个点, 盈利能力优于同行业其他公司。公司自 2013 起制定了“与巨人同行”战略, 与雅培、罗氏、日立、迈瑞、威高等国内外知名企业陆续建立起生化战略合作关系, 与巨头的合作预计明年开始贡献增量, 现有的生化业务将加速增长, 有望提升至 25% 以上增长。此外, 公司 2017 年收购北京美创进入血凝市场, 自主研发的全自动凝血分析仪获批, 有望率先实现进口替代, 为公司未来发展带来新的增长点。
- **联手国药拟收购国内病理诊断龙头福州迈新, 进入高成长好赛道。**病理诊断是肿瘤等疾病诊断的金标准, 其中免疫组化在疑难肿瘤明确诊断、分型等优势突出, 是病理学不可或缺的重要技术。2018 年免疫组化国内市场规模接近 20 亿元 (出厂口径, 包含一抗、二抗、仪器), 外资品牌占据约 70% 市场份额, 以福州迈新为代表国内企业约 30% 市场份额。我们认为, 由于人口老龄化是肿瘤高发的重要因素, 随着我国人口老龄化加速, 肿瘤诊断必需的病理诊断市场成长潜力大。随着免疫组化全自动染色仪的推广普及, 国内免疫组化市场空间有望提升至百亿规模, 福州迈新作为国内免疫组化领先者, 率先受益于行业高成长和进口替代红利。此外, 以本次收购为契机, 公司将与国药形成更深入的绑定, 不仅在于渠道方面对公司生化、血凝产品形成有力的支撑, 更在资本运作层面形成更深层的合作。

估值

- 暂不考虑福州迈新生物并表, 我们预计 2019-2021 年, 公司实现净利润 3.33 亿元、4.17 亿元、5.10 亿元, 传统业务增长提速, 布局病理诊断打开成长空间, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 与巨头生化战略合作进度慢于预期; 收购福州迈新生物进度低于预期等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	694	774	885	1,059	1,312
变动(%)	4	12	14	20	24
净利润(人民币 百万)	273	301	333	417	510
全面摊薄每股收益(人民币)	0.544	0.599	0.663	0.832	1.017
变动(%)	0.2	10.1	10.7	25.4	22.2
全面摊薄市盈率(倍)	29.5	26.8	24.2	19.3	15.8
价格/每股现金流量(倍)	38.8	31.5	19.0	31.1	24.7
每股现金流量(人民币)	0.41	0.51	0.84	0.52	0.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	18.7	18.5	14.5	11.4
每股股息(人民币)	0.150	0.149	0.238	0.245	0.305
股息率(%)	0.9	0.9	1.5	1.5	1.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



目录

公司发展历程及股权结构	5
公司发展历程及股权结构.....	5
内外兼修，传统生化业务增长即将加速	6
生化诊断市场趋于成熟，剩者为王	6
公司是生化诊断龙头，盈利能力行业领先	8
巨人同行，传统生化业务即将提速	11
联手国药拟收购福州迈新，进入高成长病理诊断好赛道	13
免疫组化-必不可少的病理诊断手段，市场潜力超百亿	13
福州迈新是国内免疫组化龙头	19
盈利预测	21
关键假设	21
估值及投资建议	22
风险提示	23



图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司股权结构及下属子公司.....	5
图表 2. 常见的生化诊项目.....	6
图表 3. 2016 全球 IVD 产品种类分类.....	6
图表 4. 2016 年全球生化诊断市场竞争格局.....	6
图表 5. 我国生化诊断产品市场规模及增速.....	7
图表 6. 2016 年国内生化诊断市场格局.....	7
图表 7. 部分临床检测项目地区免疫发光与生化试剂项目收费比较.....	7
图表 8. 部分临床检测项目免疫发光与生化试剂项目测试成本比较.....	7
图表 9. 公司现有产品类别.....	8
图表 10. 2018 年公司收入和毛利结构.....	8
图表 11. 公司目前主要产品简介.....	8
图表 12. 我国生化诊断市场规模.....	9
图表 13. 公司上市以来业绩情况.....	9
图表 14. 公司上市以来盈利能力情况.....	9
图表 15. 公司产品毛利率情况.....	9
图表 16. 公司上市以来期间费用率情况.....	10
图表 17. 经销为主，直销为辅的销售模式.....	10
图表 18. 同行业上市公司自产试剂毛利率情况.....	10
图表 19. 同行业上市公司销售费用率情况.....	10
图表 20. 公司上市以来研发支出情况.....	10
图表 21. 同行业可比上市公司研发支出占营收比例.....	10
图表 22. 公司 2018 年获得的专利.....	11
图表 23. 雅培诊断近年来收入情况.....	12
图表 24. 雅培诊断 2018 年收入构成.....	12
图表 25. 病理诊断常用技术手段及应用范畴.....	13
图表 26. 组织诊断市场规模.....	14
图表 27. 全球组织诊断市场规模增长的重要因素.....	14
图表 28. 免疫组化的原理.....	14
图表 29. 免疫组化操作过程.....	14
图表 30. 左侧 HE 切片中诊断为肺鳞癌，加做免疫组化后诊断更改为肺腺癌（中，	



TTF-1; 右, p63)	15
图表 31. 免疫组化在临床的主要作用	15
图表 32. 2014 年中国癌症数据统计	16
图表 33. 中国癌症发病水平与世界平均水平持平	16
图表 34. 2000-2011 年中国癌症发病率和死亡率	16
图表 35. 40 岁以后肿瘤发病率快速提升	16
图表 36. 我国人口老龄化进程加快	17
图表 37. 我国病理诊断市场空间估算	17
图表 38. 免疫组化技术发展历程	18
图表 39. 国内免疫组化行业市场份额主要由外资把持	18
图表 40. 国内免疫组化市场主要参与者	18
图表 41. 免疫组化市场潜在市场规模估算	19
图表 42. 2018 年免疫组化获批国产产品	20
图表 43. 迈新生物推出的国产全自动染色仪 Tian	20
图表 44. 公司各项业务拆分及预测	21
图表 45. 同行业可比公司估值情况	22
损益表(人民币 百万)	24
资产负债表(人民币 百万)	24
现金流量表(人民币 百万)	24
主要比率 (%)	24

公司发展历程及股权结构

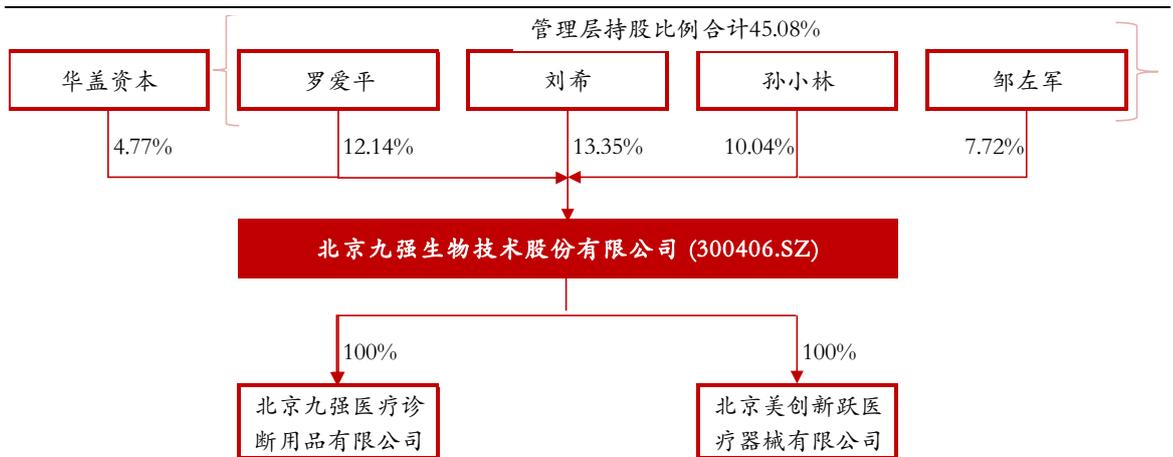
公司发展历程及股权结构

北京九强生物技术股份有限公司（简称“公司”）成立于2001年，于2010年11月16日整体变更设立为股份有限公司，2014年10月登陆创业板。公司是以生化诊断试剂（“金斯尔”品牌）研发、生产、销售为主营业务的国家高新技术企业，目前拥有生化检测系统、血凝检测系统、血型检测系统，经过多年的稳定发展，形成了遍及全球的营销和服务网络，是国内领先的临床体外诊断产品与服务供应商之一。

公司目前没有实际控制人，第一大股东是刘希先生（现任公司总经理，创始人之一），持股比例13.35%。公司管理层持股比例共计45.08%。公司在2017年引进长期战略性投资者华盖资本，目前其持股比例4.77%。在持股超过5%的其余股东包含2个自然人，持股比例分别为7.5%、6.17%。

公司目前下属2家全资子公司，分别为北京九强医疗诊断用品有限公司（简称“九强医疗诊断”）和北京美创新跃医疗器械有限公司（简称“美创新跃”）。北京九强医疗诊断主营业务是销售II类医疗器械、I类医疗器械，并提供其他技术咨询服务。美创新跃100%股权是公司2017年以自有资金3.325亿元收购，其主营业务是血凝诊断系统的研发、生产和销售。公司通过收购美创新跃，具备了完整的血凝仪器及试剂产品线，对既有的体外诊断系统形成良好的补充，使得公司具备了更加完善的产品线

图表 1. 公司股权结构及下属子公司



资料来源：公司年报、中银国际证券

内外兼修，传统生化业务增长即将加速

生化诊断市场趋于成熟，剩者为王

生化诊断是临床检测最常用的技术手段之一，一般以生化试剂配合开放式的分析仪器，通过测定特定的生化物质，如蛋白质/酶类、代谢底物类、糖类、脂类、无机离子类的含量反映肝功能、肾功能、心功能、胰腺功能、体液免疫系统的健康状况。

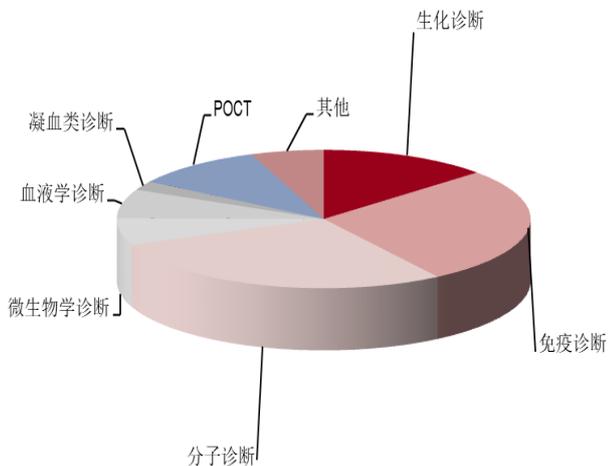
图表 2. 常见的生化诊项目

类型	产品种类
肝功	总胆汁酸、胆碱酯酶、谷草转氨酶、谷丙转氨酶等
肾功	血尿素氮、尿肌酐、透明质酸、a1-微球蛋白、脂质运载蛋白等
血脂	甘油三酯、载脂蛋白 a、载脂蛋白 b 等
心血管疾病	肌红蛋白、肌钙蛋白、同型半胱氨酸等
离子代谢	钾、磷、钙、碳酸氢根等
免疫检测项目	IgG、IgA、IgM、IgD、IgE、补体 C3、补体 C4 等
血常规	酸碱度、二氧化碳分压、氧气分压等

资料来源：公司年报、中银国际证券

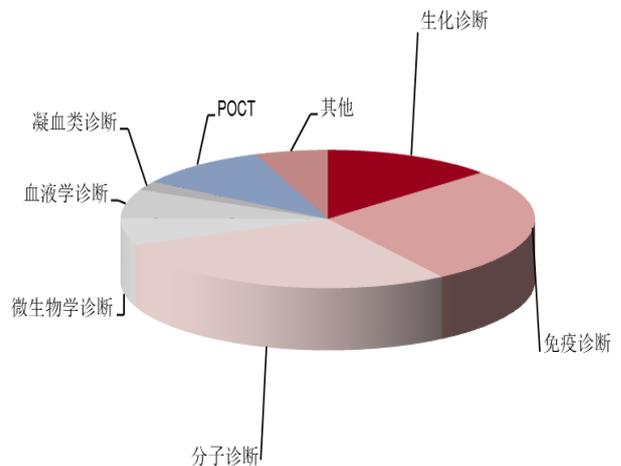
生化诊断是 IVD 领域发展最早、最成熟的细分行业，根据 Kalorama Information 统计，2016 年全球 IVD 市场规模 650 亿美元，其中生化诊断市场占比约为 13%，位列第三位，复合增速 4.6%，明显慢于其他细分领域。全球范围内来看，生化诊断行业经过激烈的竞争后，呈现“剩者为王”的竞争格局，市场份额前 5 的罗氏、西门子、雅培、强生、贝克曼占据 67% 的市场份额。

图表 3. 2016 全球 IVD 产品种类分类



资料来源：Kalorama Information、中银国际证券

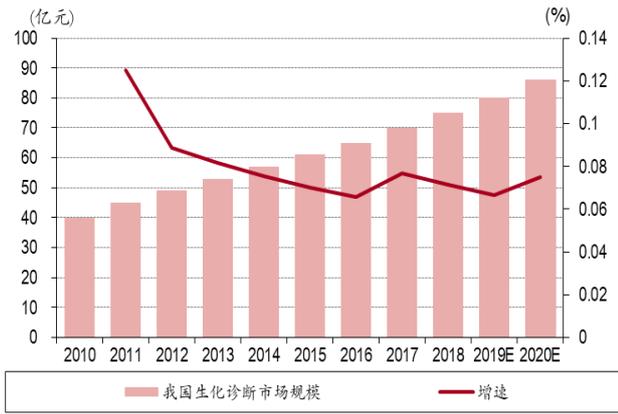
图表 4. 2016 年全球生化诊断市场竞争格局



资料来源：Kalorama Information、中银国际证券

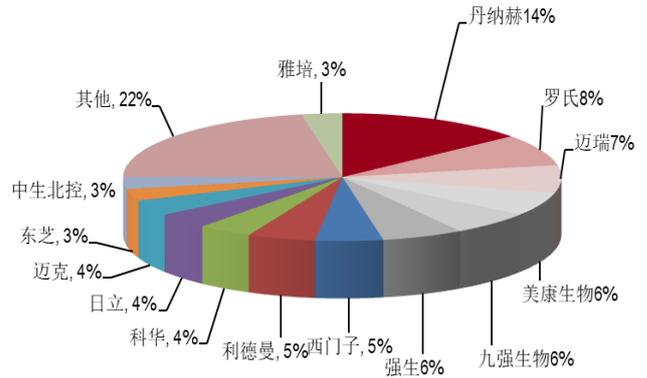
在我国，生化诊断市场同样是发展最早、技术最成熟的细分领域，仪器和试剂基本上完成了纯进口代理到自主研发的转型，尤其是试剂的进口替代率已经完成 60% 以上，代表国产品牌包括科华、利德曼、九强生物、迈瑞等。由于国内生化诊断市场已经趋于成熟，及化学发光和免疫技术的部分替代，传统生化诊断市场增速放缓。根据中国医药工业信息中心数据统计，2014 年-2018 年我国生化诊断行业的复合增速约为 7.1%，预计未来保持 6-7% 增速平稳增长。

图表 5. 我国生化诊断产品市场规模及增速



资料来源：中国医药工业信息中心、中银国际证券

图表 6. 2016 年国内生化诊断市场格局



资料来源：中国医药工业信息中心、中银国际证券

但由于生化诊断在成本和时间上具有明显优势，在临床检验中一些定性检测项目仍是首选，例如目前国内医保各地收费目录中，同样的试剂项目，生化法普遍比化学发光收费要低；在我们草根调研过程中，某公司的生化法报价比免疫法明显要低很多。另外，生化试剂项目可用于普通半自动与一般生化分析仪进行检测，所需仪器设备要求低。因此，生化诊断不会被完全取代，预计未来仍是维持 5-7% 的低速增长。我们认为，借鉴国外成熟市场格局，生化诊断仍占据一定的市场份额，且市场份额将会向头部的生化诊断公司集中。

图表 7. 部分临床检测项目地区免疫发光与生化试剂项目收费比较

项目	AFP		PSA		Ferritin		Mb		cTnl		HCY	
	发光	生化	发光	生化	发光	生化	发光	生化	发光	生化	发光	生化
北京					40	15						
天津					40	15						
河北			80	40	80	40			100	50		
黑龙江	25	10	25	10	25	10	30	10			45	10
吉林	40	15	100	20	30	15			90	50		
辽宁	50	15	85	30	50	20	60					
上海	40	15	80	30	50	20	100	35	120			
安徽	40	20	60	30			60	20			90	50
江苏	40	15	70	30			80	20	80	20		
福建	36	20	72	40			36	20	108	60		
内蒙	50	20					130	60				

资料来源：药智网、中银国际证券

图表 8. 部分临床检测项目免疫发光与生化试剂项目测试成本比较

试剂类型	某公司免疫项目报价 (元/人份价)	某公司生化项目报价 (元/人份价)
项目名称		
项目 1	30	9
项目 2	78	32
项目 3	40	3
项目 4	65	24
项目 5	130	36
项目 6	60	11
项目 7	30	12

资料来源：草根调研、中银国际证券

公司是生化诊断龙头，盈利能力行业领先

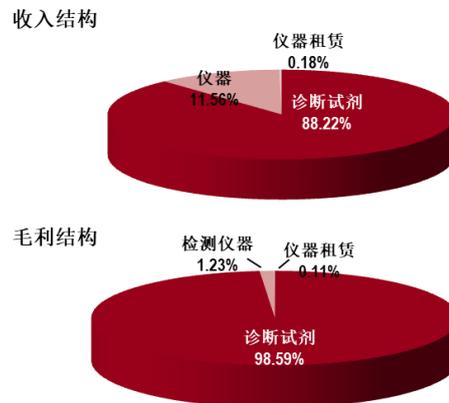
公司专注于生化诊断试剂的研发、生产、销售，产品结构以自主研发产品为主、代理为辅，高端产品为主、中低端为辅。截止 2019 年半年报，公司持有生化诊断试剂注册证书 172 项，在注册 32 项，试剂种类涵盖肝功、肾功、血脂类和糖代谢类等，覆盖生化诊断的绝大多数项目，主要产品包括同型半胱氨酸、总胆汁酸（TBA）、载脂蛋白 A1、载脂蛋白 B、酶法钾、酶法钠等诊断试剂，是国内生化试剂品类最全的厂家之一。为应对目前生化封闭化趋势，公司推出了自有品牌 G92000 和 G9800 两款生化分析系统，分别满足高中低端客户的需求；2018 年正式研发 MDC3500 全自动血凝仪，2019 年仪器开始上市销售。公司 2018 年实现收入 7.74 亿元，诊断试剂收入占比 88.26%，体外检测仪器收入占比 11.56%，仪器收入占比 0.18%，诊断试剂仍是公司业绩的主要来源。

图表 9. 公司现有产品类别

产品类别	简介
生化诊断试剂	自有品牌“金斯尔”； 获批 172 项，在注册 32 项
仪器	自有品牌生化分析仪 G92000 和 G9800； 自主研发全自动凝血分析仪 MDC3500
技术合作 试剂 OEM	雅培技术转让；罗氏试剂 OEM

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 10. 2018 年公司收入和毛利结构



资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 11. 公司目前主要产品简介

产品名称	产品用途	种类
同型半胱氨酸诊断试剂	检测血液中的同型半胱氨酸，用于心脑血管疾病的辅助诊断	血脂类
胱抑素 C 诊断试剂	检测血液中的胱抑素 C，用于肾脏疾病的辅助诊断	肾功
总胆汁酸诊断试剂	检测血液中总胆汁酸的，用于体外诊断，用于肝脏疾病的辅助诊断	肝功
腺苷脱氨酶诊断试剂	检测血液中腺苷脱氨酶，用于肝脏疾病的辅助诊断	肝功
高密度脂蛋白胆固醇诊断试剂	检测血清中高密度脂蛋白胆固醇，用于心脑血管疾病的辅助诊断	血脂类
低密度脂蛋白胆固醇诊断试剂	检测血清中低密度脂蛋白胆固醇，用于心脑血管疾病的辅助诊断	血脂类
肌酐诊断试剂	检测血清中肌酐，用于肾脏疾病的辅助诊断	肾功
肌酸激酶同工酶诊断试剂	检测血清中肌酸激酶同工酶，用于心脏疾病的辅助诊断	心肌类
载脂蛋白 A1 诊断试剂	检测血清中载脂蛋白 A1，用于心脑血管疾病的辅助诊断	血脂类
载脂蛋白 a 诊断试剂	检测血清中载脂蛋白 A，用于心脑血管疾病的辅助诊断	血脂类

资料来源：公司招股说明书，中银国际证券

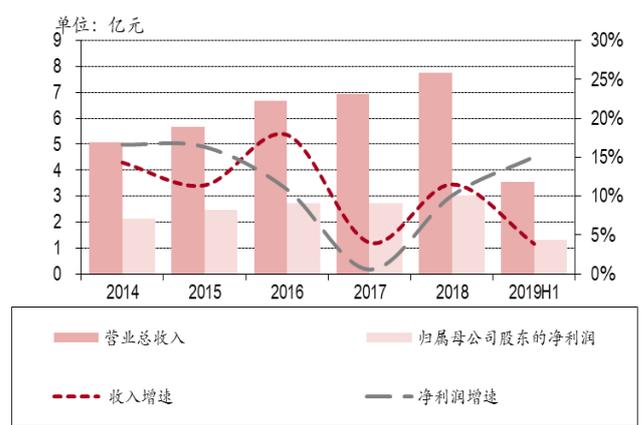
在体外诊断领域，相对免疫、分子诊断，生化诊断是技术发展最为成熟，竞争较为激烈的红海市场，根据 Kalorama Information 数据统计，2014 年-2018 年我国生化诊断行业的复合增速约为 7.1%，预计未来保持 6-7% 增速平稳增长。公司上市以来业绩保持稳定增长，营业收入自 2014 年 5.08 亿元增长至 2018 年 7.74 亿元，复合增速 11.10%，归母净利润自 2014 年 2.11 亿元增长至 2018 年 3.01 亿元，复合增速 9.28%。在生化诊断激烈的红海竞争中，公司执行“精品生化”战略，定位生化中高端市场，为客户提供质量过硬的产品和服务，实现了快于行业的增长。2017 年公司业绩增速明显放缓，主要原因是公司主动进行渠道调整，影响当期业绩。

图表 12. 我国生化诊断市场规模



资料来源: Kalorama Information, 中银国际证券

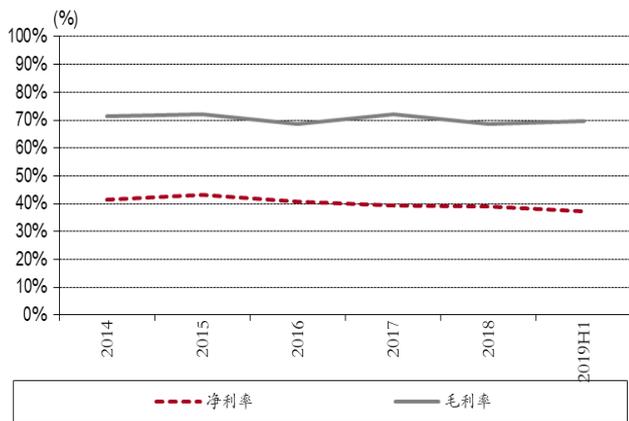
图表 13. 公司上市以来业绩情况



资料来源: 公司年报, 中银国际证券

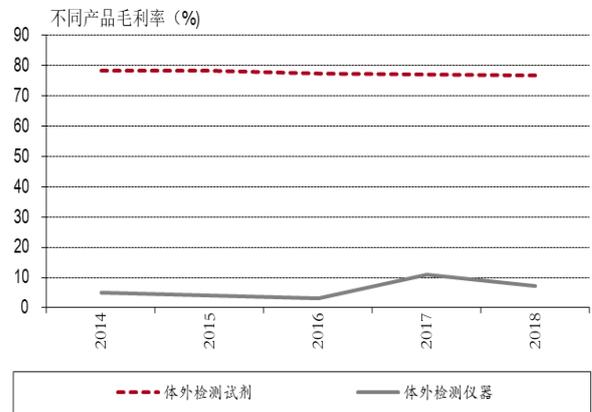
公司的盈利能力优于同行业其他公司, 整体毛利率和净利润分别围绕 70%、40% 中枢上下波动 2 个点。公司的生化诊断试剂以自产为主, 毛利率较高, 维持在 77% 左右; 由于通过联动销售带动试剂销售, 即低价在医院投放生化仪器, 按照合同金额采购一定周期的诊断试剂, 仪器的毛利率较低, 但联动销售对拉动试剂销售有重要作用。公司的期间费用率维持在 20% 左右, 同行业上市公司中费用率最低, 其中, 销售费用率维持在 12% 左右, 明显低于同行业其他上市公司。从销售模式来看, 仍以经销为主、直销为辅的营销模式, 2018 年经销收入占比 85.47%, 毛利率 67.23%; 直销收入占比 14.53%, 毛利率 77.33%。

图表 14. 公司上市以来盈利能力情况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 15. 公司产品毛利率情况



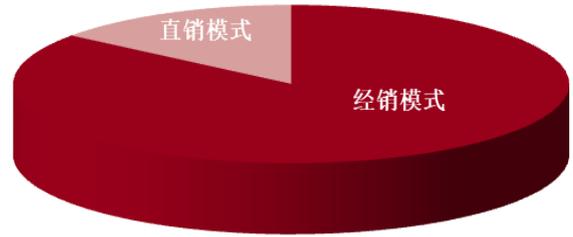
资料来源: 公司年报, 中银国际证券

图表 16. 公司上市以来期间费用率情况



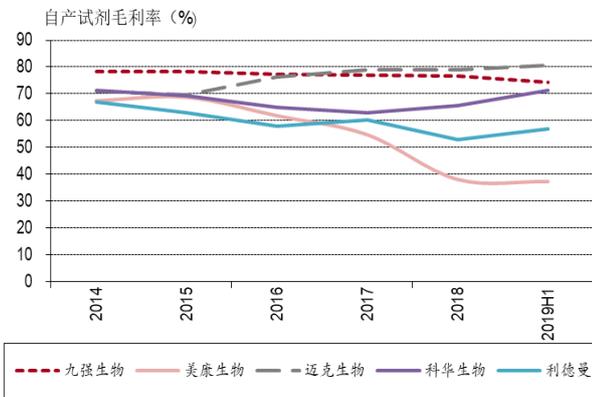
资料来源: kalorama informatio, 中银国际证券

图表 17. 经销为主, 直销为辅的销售模式



资料来源: 公司年报, 中银国际证券

图表 18. 同行业上市公司自产试剂毛利率情况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 19. 同行业上市公司销售费用率情况



资料来源: 公司年报, 中银国际证券

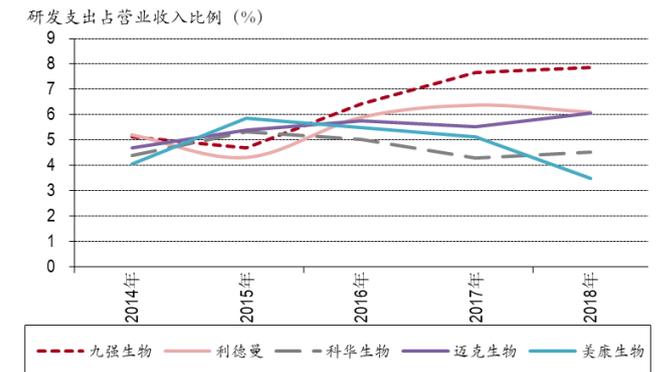
公司注重研发体系的建设, 目前研发团队 181 人, 研发团队趋于成熟稳定。公司目前已经建立起化学法、酶法 (含循环酶法)、普通免疫比浊法、胶乳增强免疫比浊法、克隆酶供体酶免疫测定技术 (CEDIA)、酶增强免疫测定技术 (EMIT) 等生化研发平台; 同时也具备高水平的全液体血凝研发技术团队, 自主研发的全自动凝血分析仪已经获批。公司研发投入持续增加, 2018 年研发投入 6103 万元, 同比增长 13.76%, 研发投入占营业收入的比例为 7.88%, 研发投入领先同行业可比公司。2018 年, 公司共获得及申请了 16 项专利, 子公司美创获得 2 项专利, 共获得 16 项产品取得注册证变更批件, 取得 19 项新产品注册证, 并有 32 项新产品在注册过程中。

图表 20. 公司上市以来研发支出情况



资料来源: 公司年报, 中银国际证券

图表 21. 同行业可比上市公司研发支出占营收比例



资料来源: 公司年报, 中银国际证券

图表 22. 公司 2018 年获得的专利

2018 年获得专利				
序号	发明名称			类别
1	人尿液 α 1-酸性糖蛋白检测试剂盒			发明
2	幽门螺杆菌抗体含量的胶乳增强免疫比浊法试剂盒			发明
3	一种缺血修饰白蛋白的检测试剂盒			发明
4	一种 β 半乳糖苷酶的酶供体偶联物及其在甘胆酸检测中的用途			发明
5	一种磁微粒化学发光试剂的制备方法			发明
2018 年新申请专利				
序号	发明名称	申请日	申请号	类别
1	叶酸检测试剂盒及其制备方法	2018.02.12	201810144118.X	发明
2	一种肌钙蛋白 I 的胶乳增强免疫比浊检测试剂盒	2018.03.22	201810238845.2	发明
3	一种癌胚抗原胶乳增强免疫比浊试剂盒	2018.03.27	201810255959.8	发明
4	一种肌酸激酶同工酶检测试剂盒	2018.03.22	201810239106.5	发明
5	一种用于血脂检测的质控物质	2018.8.27	201810980432.1	发明
6	一种人肌钙蛋白 I 的超敏定量测定试剂盒及其检测方法	2015.09.16	201811196195.6	发明
7	一种稳定剂组合物	2018.11.07	201811317004.7	发明
8	全自动凝血分析仪	2018.11.13	201811344152.8	发明
9	全自动凝血分析仪	2018.11.13	201830641398.6	外观设计
10	全自动凝血分析仪的检测系统	2018.11.13	201821863388.8	实用新型
11	全自动凝血分析仪的反应杯进给系统	2018.11.13	201821863085.6	实用新型

资料来源：公司年报、中银国际证券

巨人同行，传统生化业务即将提速

公司在生化领域优秀的研发和过硬的生产质量得到全球 IVD 巨头的青睐，自 2013 年起公司陆续和国内外的 IVD 领先企业开始生化战略合作：

2013 年 12 月 7 日，公司与雅培（中国）签署了《生化试剂中国项目的战略合作协议》，共同创立了“金雅”品牌诊断试剂，和雅培的生化仪实行联合销售策略，公司的生化试剂产品借助雅培的品牌影响力和渠道扩大覆盖范围，拉动销售收入。公司和雅培的首次合作，也从侧面反映了公司的生化诊断试剂达到国际领先水平。

2016 年 2 月 25 日，公司公告了与雅培签署了《许可、技术转移及供货协议》，根据协议，公司以技术（包括专利）许可的方式向雅培提供生化诊断试剂的生产配方及工艺控制流程；雅培将提供一次性技术转让费用和里程碑付款，以及在未来一定时期内所转让产品的销售分成；本次签约合作涉及产品达 55 个；雅培有权在公司既有的在研产品和将来新研发的产品中选择新增产品。本次合作开创了国内 IVD 企业技术输出的先河，由提供产品升级到技术输出，是中国 IVD 发展的新的里程碑。

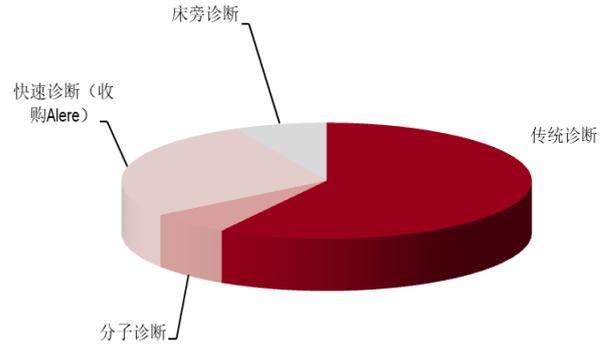
雅培诊断是全球 IVD 四大巨头之一（其他包括罗氏诊断、丹纳赫、西门子），2018 年雅培诊断实现销售收入 74.95 亿美元，同比增长 33.5%，其产品销售覆盖 100 多个国家具有 69000 多个机构客户。雅培诊断业务由传统诊断生化、免疫、血液学、实验室信息化及自动化）、分子诊断、床旁诊断和 POCT 构成（收购 Alere），其中传统诊断占比最大，营收规模为 43.86 亿美元，同比增长 8%。

图表 23. 雅培诊断近年来收入情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 24. 雅培诊断 2018 年收入构成



资料来源：公司年报，中银国际证券

我们认为，一方面，通过与雅培的合作，借助巨头的品牌影响力，能够扩大公司的品牌影响力；更重要的是，根据协议内容，本次合作将对公司的业绩起到明显的增厚作用：以雅培诊断 2018 年传统诊断收入 43.86 亿美元为基础估算，假设生化收入占比 15-20%，试剂销售收入占比约 70%（行业平均水平），则估算 2018 年生化诊断试剂收入约 4.6 亿-6.14 亿美元，官网公布生化检测项目数量 77 个，以此粗略估算，55 个签约品种销售额可对应 1.92-2.2 亿美元左右，按照行业惯常 3-4% 的分成比例，公司每年可分得 576-880 万美元的利润，公司 2018 年的净利润 3 亿元，与雅培的合作能够增厚现有业绩 15% 以上。公司内外兼修，传统生化业务有望实现 25% 以上增长。

雅培仅是公司和巨头战略合作的一个代表，公司自 2013 年起，公司与雅培、罗氏、日立、迈瑞、威高等国内外知名企业陆续建立起生化战略合作关系，例如 2016 年 3 月与全球 IVD 市场份额第一的罗氏诊断建立了生化战略合作关系，双方签订了为期两年的采购合同，根据合同内容，罗氏向公司采购生化诊断试剂并在全国范围内进行销售；2019 年公司与法国 ELITechGROUP 公司签署了战略合作意向书，公司可借助 ELITech 既有的销售渠道及新开拓的客户渠道将公司生化诊断产品引入全球市场。与巨人同行战略，一方面说明公司的研发和产品质量已达到国际先进水平，更重要的是，能够借助巨头的品牌影响力，扩大公司品牌影响力，借助巨头的销售渠道助力公司产品实现国内外的覆盖。

联手国药拟收购福州迈新，进入高成长病理诊断好赛道

公司于2019年8月23日发布公告，拟联合中国医药投资有限公司，通过支付现金的方式购买福州迈新生物技术开发有限公司95.55%股权，其中，公司购买65.55%股权，国药投资将购买迈新生物30%股权。本次交易构成重大资产重组，交易完成后，迈新生物将成为公司的子公司。

中国医药投资有限公司是中国医药集团有限公司的全资子公司，注册资本30亿元，管理资产规模超200亿元，专注于医药大健康领域的产业并购、产业链整合、股权投资等业务。国药投资已投资企业包括恒瑞医药、上海益诺思、中美上海施贵宝、西安杨森、国药物流有限责任公司、现代制药等。

福州迈新生物是2018年福建省和福州市重点后备上市企业之一，其成立于1993年，注册资本4500万，是中国肿瘤病理免疫组化诊断试剂的领先者、生物医药高新技术企业，其业务覆盖肿瘤病理诊断、免疫细胞化学诊断、分子病理诊断、精准医学诊断四大领域，主导产品为免疫组化检测仪器和系列试剂。迈新早于1999年建立了中国第一个免疫组化质量控制实验室；2016年，迈新顺利通过ISO9001和ISO13485的审核和认证；2017年，“迈新病理诊断中心”获得医疗机构执业许可，为福建省政府“五个一批”重点项目。作为起草单位参与制定了《免疫组织化学试剂盒》行业标准，并参与多部国内病理学术专著的编写工作。

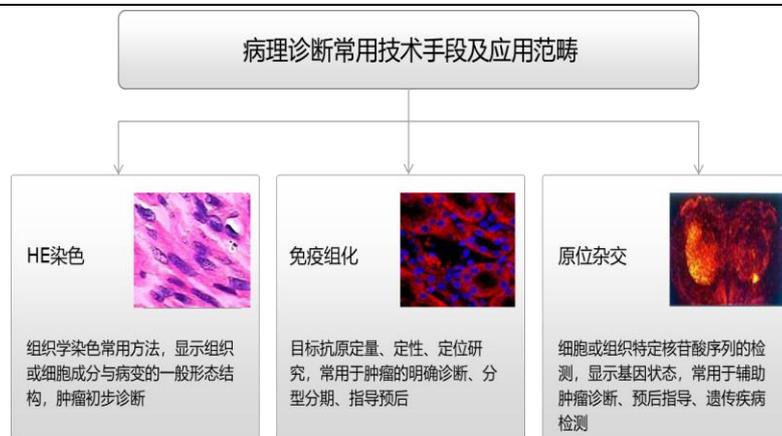
我们认为，以本次重大资产重组为契机，公司的基本面情况将发生重大变化，一方面，通过收购福州迈新生物，进入免疫组化好赛道，丰富公司产品线，提供长期增长动力；另一方面，公司将与国药形成更深入的绑定，一是国药体系渠道方面对公司现有生化、血凝产品、未来免疫组化产品形成有力支撑，二更重要的是，在资本层面形成更深远的合作，对公司经营、业务层面有积极影响。

免疫组化-必不可少的病理诊断手段，市场潜力超百亿

病理诊断是疾病确诊的金标准

病理诊断是对手术穿刺或切除的人体组织标本进行固定染色等处理后，在显微镜下观察组织结构和细胞病变特征，以诊断疾病。与其他诊断手段，如B超、常规放射、CT、MRI及同位素追踪相比，病理诊断作出的是明确诊断，往往作为大多数疾病，尤其是癌症的最终诊断，是目前各国医学界公认的最可信赖、重复性最强、准确性最高的诊断手段，因而被称为疾病诊断的“金标准”。根据标本来源类型，可分为组织病理诊断（常见的肿瘤病理诊断）、细胞病理诊断（例如妇科体检中的宫颈筛查）等；根据方法学和技术平台不同，常见的病理诊断技术包括苏木精-伊红染色（HE染色）、免疫组织化学(IHC)，原位杂交(FISH)。

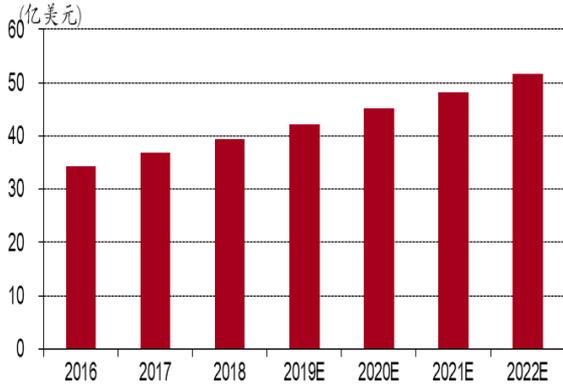
图表 25. 病理诊断常用技术手段及应用范畴



资料来源：中银国际证券

以病理诊断的组织诊断为例，根据 Markets and Markets 的报告，2016 年全球组织诊断市场规模 34.4 亿美元，预计将以近 6.97% 的年度复合增长率(CAGR)增长，2022 年市场规模可达 51.4 亿美元。组织诊断市场包括仪器、试剂和试剂盒，用于疾病确诊、治疗、复发监测等过程。报告还指出，不断增长的全球癌症发病率、人口老龄化、组织诊断产品的应用（如伴随诊断用于癌症的个性化治疗），是驱动全球病理诊断市场增长的 3 个最重要因素。全球范围内组织诊断市场的主要玩家包括罗氏诊断 (Roche Diagnostics)、雅培(Abbott)、赛默飞(Thermo Fisher Scientific)、安捷伦(Agilent)、Danaher 公司等。

图表 26. 组织诊断市场规模



资料来源: Markets and Markets, 中银国际证券

图表 27. 全球组织诊断市场规模增长的重要因素



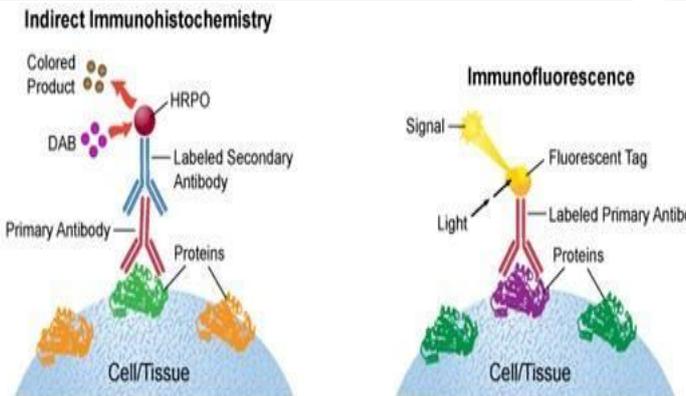
资料来源: Markets and Markets, 中银国际证券

免疫组化是病理诊断不可或缺的重要手段

免疫组化，即免疫组织化学技术 (immunohistochemistry)，利用抗原与抗体特异性结合的原理，通过化学反应使标记抗体的显色剂（荧光素、酶、金属离子、同位素等）显色来确定组织细胞内抗原（如肽类、激素、神经递质、细胞因子、受体、表面抗原），对其进行定位、定性及相对定量的研究，该技术具有特异性强、灵敏度高、定位准确的特点。

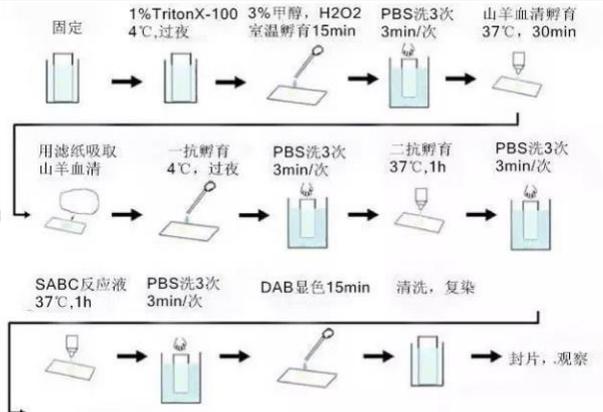
免疫组化的标本主要是组织标本（包括石蜡切片、细胞标本等）和细胞标本两大类，技术操作过程包括组织固定、包埋、切片、脱蜡和水化、抗原修复、细胞通透、一抗二抗孵育、封片和观察等步骤。操作过程中用到的一抗主要作用是特异性结合底物，并不发生显色反应，二抗可以和一抗结合，通过带有可以被检测出来的标记（如带荧光、放射性、化学发光或显色基团）来检测一抗，后续完成染色的片子通过肉眼或特殊的图像分析系统来进行半定量或定量的分析。

图表 28. 免疫组化的原理



资料来源: 智慧病理网, 中银国际证券

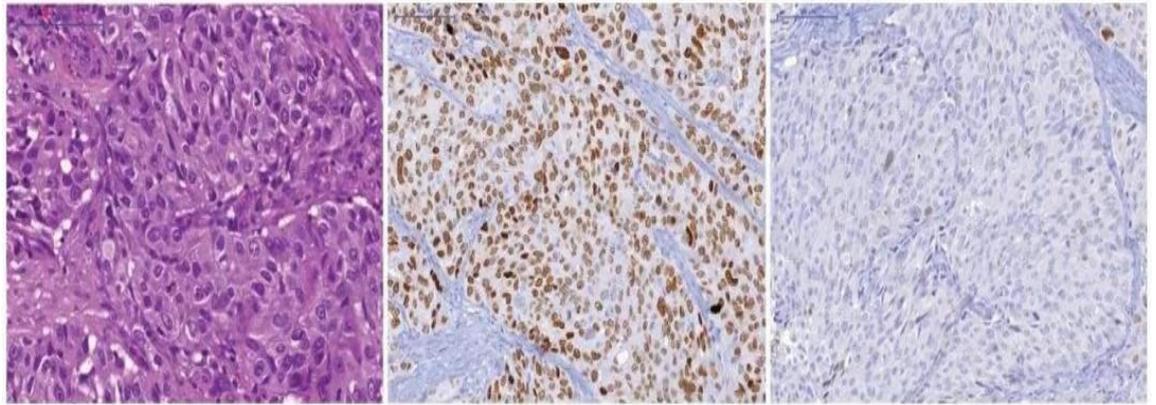
图表 29. 免疫组化操作过程



资料来源: 中银国际证券

免疫组化染色和 HE 染色的不同之处在于，HE 染色是用苏木素和伊红分别染上细胞核和胞浆，能够区分出一般的细胞形态改变，免疫组化能够针对特异的细胞标志物进行定位、定量、半定量研究，准确性更高。由于人体很多器官组织细胞的起源一致性，在形态结构上非常相似，很多时候是很难靠形态来区分。部分病例单靠常规 HE 染色，仅进行形态学识别有很强的主观性，错误难以避免，由此引发的误诊后果严重。例如非小细胞肺癌的治疗会因腺癌、鳞癌不同有巨大差异，肺鳞癌应用培美曲塞治疗可能无效，使用贝伐单抗可能出现致命性出血，仅凭 HE 染色有可能出现误判，2015 年世界卫生组织肺癌分类中明确建议通过免疫组化来鉴别肺腺癌和鳞癌。免疫组化可类比成细胞的“血型”鉴定，可以明确细胞的组织来源。

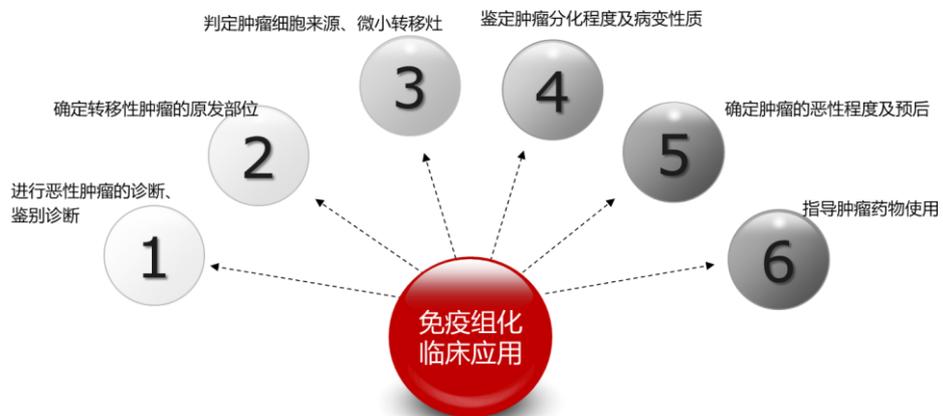
图表 30.左侧 HE 切片中诊断为肺鳞癌，加做免疫组化后诊断更改为肺腺癌（中，TTF-1；右，p63）



资料来源：DOI:10.6061/clinics/2018/e361.、中银国际证券

上个世纪 70 年代开始，免疫组化应用于病理诊断，现在已经成为病理学的重要组成部分，也是常规病理诊断中不可替代的辅助技术。免疫组化在病理诊断及临床应用发挥的作用主要有：1) .确定细胞类型，主要是进行恶性肿瘤的诊断、鉴别诊断及确定转移性肿瘤的原发部位，2) .免疫组化通过不同肿瘤细胞表达的特异性抗体来判定肿瘤细胞来源、微小转移灶，；3) 鉴定分化程度及病变性质，确定肿瘤的恶性程度及预后；4) 指导肿瘤药物使用，免疫组化通过检测相关肿瘤驱动基因及蛋白的表达水平，可以初步判断患者化疗和分子靶向药物的适用范围，为下一步精准检测提供依据。

图表 31. 免疫组化在临床的主要作用



资料来源：智慧病理诊断网、中银国际证券

肿瘤高发带动病理诊断需求提升

根据国家癌症中心 2018 年 2 月发布的最新一期全国癌症统计数据，2014 年全国恶性肿瘤估计新发病例数 380.4 万例(男性 211.4 万例,女性 169.0 万例),平均每天超过 1 万人被确诊为癌症,每分钟有 7 个人被确诊为癌症(由于全国肿瘤登记中心的数据一般滞后 3 年,2018 年发布的数据为全国肿瘤登记中心收集汇总全国肿瘤登记处 2014 年登记资料),中国以 19.31%的人口占全球癌症发病的 21.79%

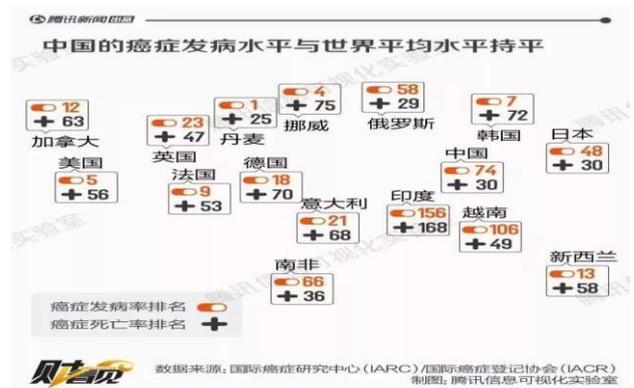
整体来看我国肿瘤发病率为 278.07/10 万(男性为 301.67/10 万,女性为 253.29/10 万),中标率(中标率:人口标准化率按照 2000 年中国标准人口结构)为 190.63/10 万,世标率(世标率:人口标准化率按照 Segi's 世界标准人口结构)为 186.53/10 万,我国癌症发病水平与世界平均水平持平;从年龄层次上来看,0~30 岁组恶性肿瘤发病率均较低,40 岁以上人群发病率快速增高,80~岁组时达到高峰,预期寿命 85 岁以上,累计患癌风险高达 36%。

图表 32. 2014 年中国癌症数据统计



资料来源: 国家癌症中心, 中银国际证券

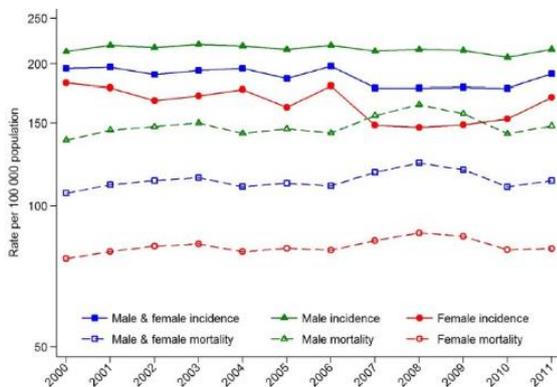
图表 33. 中国癌症发病水平与世界平均水平持平



资料来源: 国际癌症研究中心, 腾讯新闻, 中银国际证券

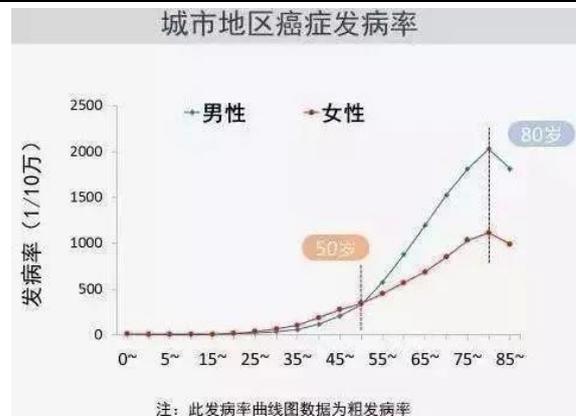
人口老龄化是癌症高发病率的重要因素,我国自 1999 年步入老龄化社会,随着时间的推移,人口老龄化呈现加速趋势,2000 年 11 月底第 5 次人口普查数据显示,当时我国 60 岁以上老年人口占总人口的比例为 10.2%,65 岁以上老年人口比例为 6.96%,2018 年我国 60 岁以上人口比例上升至 17.9%,65 岁以上人口比例达 11.9%。

图表 34. 2000-2011 年中国癌症发病率和死亡率



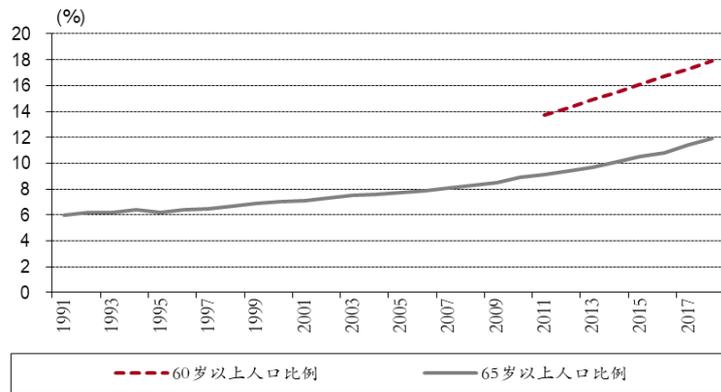
资料来源: 国家癌症中心, 中银国际证券

图表 35. 40 岁以后肿瘤发病率快速提升



资料来源: 国家癌症中心, 中银国际证券

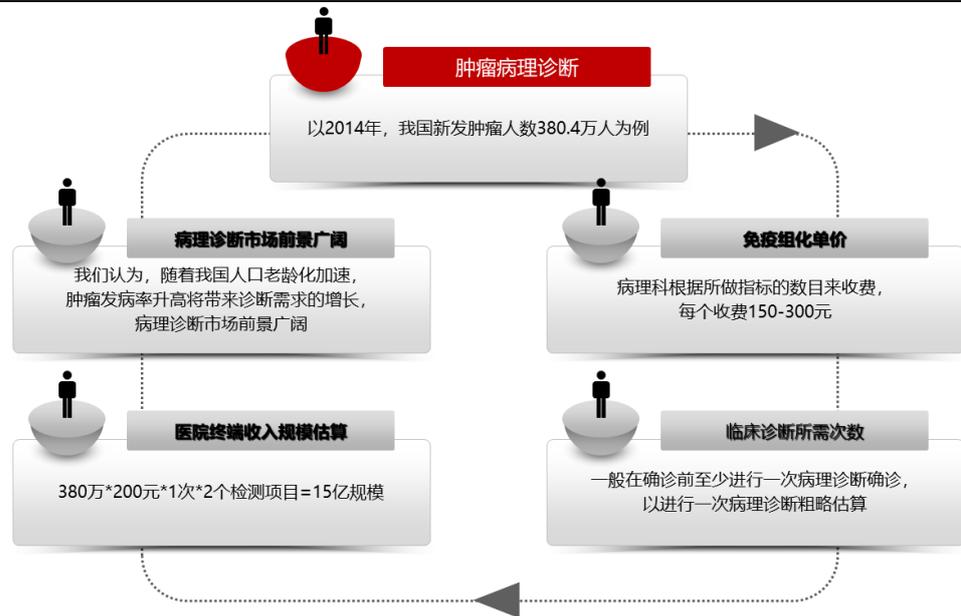
图表 36. 我国人口老龄化进程加快



资料来源：国家统计局、中银国际证券

以国家癌症中心报告 2014 年恶性肿瘤新发病例 380.4 万例估算，病理科根据所做指标的数目来收费，每个收费 150-300 元，一般在确诊前至少进行一次病理诊断确诊。保守估算，我们按照一个病例进行两个指标检测，单个检测收费取 200 元中位数，进行至少 1 次免疫组化检测，我们估算仅是每年新发恶性肿瘤病例在医院终端的收入规模至少 15 亿元以上（仅是粗略保守估算，不包含其他疾病）。我们认为，随着我国人口老龄化加速，肿瘤发病率升高将带来诊断需求的增长，病理诊断市场前景广阔。

图表 37. 我国病理诊断市场空间估算

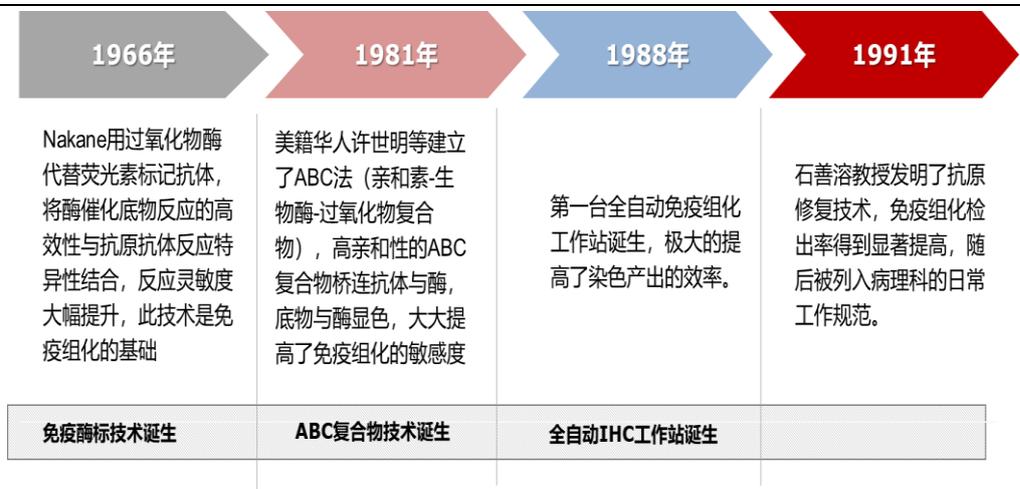


资料来源：中银国际证券

自动化是行业发展趋势，潜在市场规模超百亿

免疫组化技术上个世纪 70 年代开始应用于临床，技术的发展，包括抗原修复技术、更多可用于常规样本的抗体出现、更加敏感的检测系统或放大系统的建立、自动免疫染色系统等，推动其在临床病理诊断的应用。其中，自动免疫染色系统对提高临床应用的标准化和效率提升有重要作用。传统的免疫组化染色程序手工操作有 20 多个步骤，至少花费 5-6 个小时，而且还容易受到温度、湿度以及实验员操作习惯等不可控因素的影响，导致检测结果不稳定。全自动染色仪能够实现从烤片到复染的全自动化，有效避免了人为误差，自动化操作保证实验结果稳定可靠，并且在不增加人员的基础上，完成更大量的标本检测工作，缩短检测时间。此外，从医院终端收费来看，当前多数地区自动化收费高于手工，以北京地区为例，自动化操作在手动操作的收费基础上多加 60 元，例如，血清 I，III 型胶原免疫组化测定手工操作 140 元，全自动化 200 元，高收费利于提升科室的收入水平，对全自动化仪器推广起到积极作用。

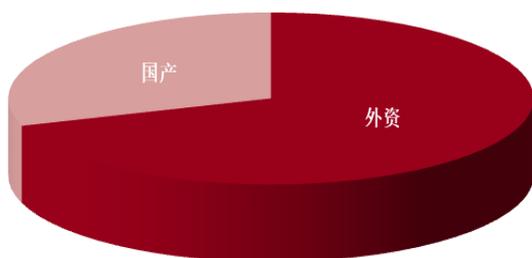
图表 38. 免疫组化技术发展历程



资料来源：中银国际证券

根据智研咨询统计，目前我国免疫组化行业外资产品市场份额 69.83%，国内产品市场份额 30.17%，外资品牌主要包括罗氏、莱卡、DAKO、赛默飞，国内企业主要以福州迈新、基因科技、广州深达、北京中彬等。

图表 39. 国内免疫组化行业市场份额主要由外资把持



资料来源：智研咨询、中银国际证券

图表 40. 国内免疫组化市场主要参与者

外资企业	国产企业
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 罗氏、 ➢ 莱卡、 ➢ DAKO ➢ 赛默飞 ➢ ... 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 福州迈新 ➢ 安必平 ➢ 中杉金桥 ➢ 基因科技 ➢ 麦克奥迪 ➢ 三箭生物 ➢ 百凌生物 ➢ ...

资料来源：智研咨询、中银国际证券

根据我们草根调研的结果，全行业自动免疫组化仪器保有量 1000 台左右，基本分布在三甲医院，一般三甲综合医院或肿瘤专科医院配置 3-5 台，二级及以下医院的病理科水平参差不齐，一般二级医院配置 1-2 台。在三甲综合医院单台的全自动染色仪可拉动试剂销售 100-300 万。根据万得数据库，2019 年 2 月，我国有三级医院 2582 家、二级医院 9061 家，按照三级医院平均配置 3 台，二级医院配置 1 台的最低需要，三级医院单台产出保守 100 万，二级医院单台产出 50 万来估算，免疫组化试剂的市场规模可达 120 亿以上。

2018 年免疫组化国内市场规模接近 20 亿元（出厂口径，包含一抗、二抗、仪器），我们认为，随着全自动化染色仪的推广普及，病理科的样本处理能力将得到大幅提升，同时，新的检测项目的不断拓展（例如 DAKO PD-1 检测试剂盒于 2019 年 8 月获批），市场存在很大的提升空间。

图表 41. 免疫组化市场潜在市场规模估算

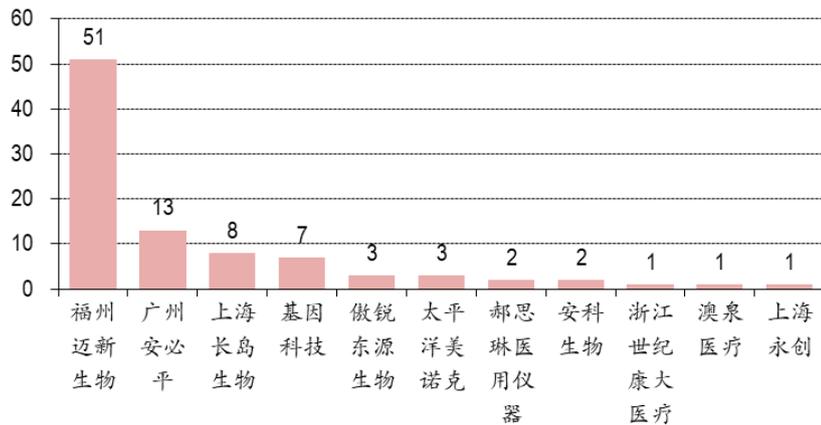


资料来源：中银国际证券

福州迈新是国内免疫组化龙头

福州迈新是国内免疫组化的领军企业，是国内第一家取得 CFDA 三类医疗器械生产许可证的免疫组化产品生产企业，在此之前免疫组化在病理科应用已有 20 多年历史，但是没有相关的试剂盒，2011 年福州迈新免疫组化试剂盒获批，摆脱了国内市场依赖进口试剂的窘境，真正实现了“用中国人自主研发的试剂服务肿瘤病理诊断行业”。2013 年公司发布带“MX”标签克隆号的自主研发单克隆抗体，截至目前已达数十种。根据 CDE 检索数据，截止 2018 年底，免疫组化目前有 11 家国产企业，92 重免疫组化抗体批准上市，其中迈新获批 51 个。

图表 42. 2018 年免疫组化获批国产产品



资料来源：CDE、中银国际证券

迈新于 2015 年推出了国内首台全自动免疫组化染色系统 (Titan), 适用于所有类型组织切片 (石蜡切片、冰冻切片、穿刺标本), 能够实现染色过程的全自动化, 完成 IHC、双重染色、多重染色及特殊染色; 高通量, 有 12 个染色模块单独控温, 同时完成不同染色程序, 一批次可染切片 72 张 (罗氏 BenchmarkXT 通量为 30); 结果稳定, 独有的抗原修复液, 以最优的抗原修复条件完成染色过程, 保证染色结果稳定可靠; 精确定位, 高清摄像头对组织进行拍照定位, 实现试剂多位点滴加; 省力环保, 缓冲液自动补充, 废液自动排放; 检测系统封闭, 一抗开放。

Titan 能够在不增加人员的基础上, 完成更大量的免疫组化标本检测工作, 缩短检测时间, 同时获得高品质的染色结果。全自动化平台有效避免了人为误差, 高度模拟手工免疫组化染色过程, 自动化操作, 保证实验结果稳定可靠, 为免疫组化标准化奠定基础。泰坦作为目前全球通量最大的全自动免疫组化染色系统, 一次可同时检测 72 张玻片, 大大提高了肿瘤病理免疫组化的检测效率, 而国外同类设备一次最多只能检测 30 张。

图表 43. 迈新生物推出的国产全自动染色仪 Tian

迈新全自动染色仪 (Titan) 技术规格

项目	技术规格
最大染色片数	72张切片
最大试剂种类	70种
外观尺寸	143x86x179cm (WxDxH)
主机重量	400KG
应用范围	IHC、ICC、ISH
电源要求	220/240v 16A, 最大功率3500w
运行控制温度	25-106℃
探头材料	Teflon包被钛合金



资料来源：迈新官网、中银国际证券

根据我们草根调研的结果, 迈新生物目前投放了 130 台, 其中超过 70 台在 2019 年上半年投放。公司已覆盖 2000 多家医院客户, 其中绝大部分为三甲医院。由于自动化仪器是封闭的, 对试剂, 尤其是二抗的拉动作用很明显, 整体试剂增速远超化学发光。

迈新生物 2018 年实现收入约 3 亿元 (罗氏 2018 年免疫组化收入约 5 亿元), 净利润约 1 亿元, 迈新未来继续加大全自动染色仪的投放, 对试剂销售拉动作用明显, 整体收入预计未来 3 年能保持 30% 的复合增长。公司通过收购优质资产迈新生物, 进入免疫组化好赛道, 为公司提供新的利润增长点, 进一步增强公司的综合竞争力, 推动公司业绩持续稳健增长。

盈利预测

关键假设

1.内生传统生化业务：2019 年生化业务纯内生增速维持 10%左右，毛利率 77%；2020 年起，预计与雅培和罗氏的合作开始贡献增量，根据测算，雅培合作有望增厚生化业绩 15%以上，传统生化业务整体有望提速 25%，由于生化领域竞争激烈，毛利率下调 1pct 至 76%；体外检测仪器业务保持 15%稳定增长，之前由于渠道调整毛利率水平不稳定，2019 年渠道理顺，仪器业务回归毛利率 15%正常水平。暂不考虑外延并购，2019 年-2021 年预计实现净利润 3.33 亿元、4.17 亿元、5.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.66 元/股、0.83 元/股、1.02 元/股。

2.考虑迈新并表：迈新生物 2018 年年收入约 3 亿元，净利润 1 亿元，随着全自动染色仪的投放，预计未来三年保持 30%以上的增长；保守估算 2019-2021 年实现净利润 1.3 亿、1.69 亿、2.20 亿；考虑迈新并表，则公司 2019-2021 年备考净利润 4.17 亿元、5.27 亿元、6.53 亿元。

图表 44. 公司各项业务拆分及预测

报告期	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
体外检测试剂							
收入	516.77	558.19	638.53	682.97	751.27	939.08	1,173.85
YOY(%)		8.0	14.4	7.0	10.0	25.0	25.0
毛利	404.27	432.43	492.05	524.38	578.48	713.70	892.13
毛利率(%)	78.2	77.5	77.1	76.8	77.0	76.0	76.0
体外检测仪器							
收入	47.21	87.38	53.15	89.47	102.89	118.32	136.07
YOY(%)		85.1	(39.2)	68.3	15.0	15.0	15.0
毛利	1.93	2.76	5.86	6.54	15.43	17.75	20.41
毛利率(%)	4.1	3.2	11.0	7.3	15.0	15.0	15.0
仪器租赁收入							
收入		0.06	0.18	1.36	1.00	1.00	1.00
YOY(%)			200.0	655.6	(26.5)	0.0	0.0
毛利					0.45	0.45	0.45
毛利率(%)				44.7	45.0	45.0	45.0
其他业务							
收入	2.22	21.78	2.41	0.37	30.00	1.00	1.00
YOY(%)		881.1	(88.9)	(84.6)	8,008.1	(96.7)	0.0
毛利					0.30	0.01	0.01
毛利率(%)					1.0	1.0	1.0

资料来源：公司公告、中银国际证券

估值及投资建议

暂不考虑外延并购，2019年-2021年预计实现净利润3.33亿元、4.17亿元、5.10亿元，对应EPS分别为0.66元/股、0.83元/股、1.02元/股。由于生化诊断行业竞争激烈，A股同行业可比公司业绩多数不景气，成长性欠佳；在生化诊断激烈的红海竞争中，公司执行“精品生化”战略，定位生化中高端市场，为客户提供质量过硬的产品和服务，实现了快于行业的增长，同时巨人同行策略下，雅培罗氏等全球巨头的生化合作落地，预计明年开始贡献收入，公司生化诊断业务内外兼修，有望实现25%以上稳健增长；拟收购福州迈新，进入病理诊断百亿市场好赛道，打开成长空间；公司成长性优于同行业多数可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 45. 同行业可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值(亿元)	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
				TTM	2019E	2020E				
300406.SZ	九强生物	80.59	80.59	24.91	24.20	19.32	4.35	80.65	10.05	22.55
002022.SZ	科华生物	52.66	52.66	25.13	--	--	2.31	57.83	2.72	14.88
300439.SZ	美康生物	50.81	50.81	20.45	--	--	2.46	66.48	2.13	11.19
300289.SZ	利德曼	23.83	23.83	(240.43)	--	--	1.80	--	--	--
300463.SZ	迈克生物	140.65	140.65	29.14	26.09	20.85	4.87	155.42	5.09	20.20

资料来源：公司公告、中银国际证券预测及万得一致预期

注：除九强生物外，其余可比公司估值采取万得一致预期



风险提示

1. 与巨头合作贡献收入进度慢于预期。

生化诊断市场趋于成熟，竞争较为激烈，公司凭借优秀的产品质量和服务，能够持续吃掉一部分小公司的市场份额，实现高于行业的增速，预计维持在 10-15% 增长；与巨头的合作能够提供新的利润增量，如正文估算的，雅培合作落地每年能带来的销售分成 550-886 万美金，对业绩的增厚明显。假如与巨头合作进度慢于预期，业绩会受影响。

2. 收购福州迈新生物进度低于预期等。

国内免疫组化潜在市场规模超过百亿，迈新作为国内免疫组化头部公司，在市场规模提升的过程中明显受益。收购迈新生物，公司进入免疫组化好赛道，能够为公司提供新的持续的利润增长点。外延提供新的利润增长点，为公司的发展提供了想象空间。但是收购标的的过程较为复杂，涉及人事、财务、法律、政策等多方面因素，同时还有团队的执行力等。假设收购进度慢于预期，则并表时间后推，则影响公司业绩的判断，同时影响投资者的心理因素。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	694	774	885	1,059	1,312
销售成本	(205)	(254)	(301)	(338)	(415)
经营费用	(159)	(116)	(193)	(230)	(285)
息税折旧前利润	331	404	391	491	612
折旧及摊销	(17)	(16)	(17)	(20)	(24)
经营利润(息税前利润)	314	388	374	471	589
净利息收入/(费用)	7	7	7	7	7
其他收益/(损失)	(3)	3	2	2	2
税前利润	318	398	383	480	597
所得税	(48)	(49)	(50)	(62)	(78)
少数股东权益	0	0	0	0	9
净利润	273	301	333	417	510
核心净利润	270	349	333	418	510
每股收益(人民币)	0.544	0.599	0.663	0.832	1.017
核心每股收益(人民币)	0.537	0.696	0.664	0.832	1.017
每股股息(人民币)	0.150	0.149	0.238	0.245	0.305
收入增长(%)	4	12	14	20	24
息税前利润增长(%)	5	24	(4)	26	25
息税折旧前利润增长(%)	7	22	(3)	26	25
每股收益增长(%)	0	10	11	25	22
核心每股收益增长(%)	(1)	30	(5)	25	22

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	318	398	383	480	597
折旧与摊销	17	16	17	20	24
净利息费用	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
运营资本变动	(75)	(73)	(0)	(176)	(99)
税金	(45)	(97)	(50)	(62)	(78)
其他经营现金流	(1)	18	81	4	(112)
经营活动产生的现金流	208	256	424	259	326
购买固定资产净值	0	1	40	40	40
投资减少/增加	(282)	0	0	0	0
其他投资现金流	97	(244)	(75)	(83)	(80)
投资活动产生的现金流	(184)	(243)	(35)	(43)	(40)
净增权益	(75)	(75)	(119)	(123)	(153)
净增债务	62	2	28	14	(2)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(118)	(171)	44	(96)	(215)
融资活动产生的现金流	(132)	(216)	5	(102)	(148)
现金变动	(108)	(203)	393	114	138
期初现金	792	683	480	874	987
公司自由现金流	24	13	388	216	286
权益自由现金流	79	9	410	223	277

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	699	624	927	1,059	1,215
应收帐款	443	513	525	722	827
库存	119	114	175	160	236
其他流动资产	21	21	62	20	74
流动资产总计	1,282	1,271	1,689	1,961	2,352
固定资产	181	234	259	280	298
无形资产	5	6	5	3	2
其他长期资产	24	68	33	42	47
长期资产总计	210	308	296	325	347
总资产	1,779	1,865	2,269	2,568	2,979
应付帐款	29	33	38	46	55
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	143	119	145	133	181
流动负债总计	172	152	233	228	286
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	76	10	31	39	27
股本	502	502	502	502	502
储备	1,058	1,290	1,504	1,798	2,155
股东权益	1,560	1,792	2,006	2,300	2,657
少数股东权益	0	0	0	0	9
总负债及权益	1,779	1,865	2,269	2,568	2,979
每股帐面价值(人民币)	3.11	3.57	4.00	4.58	5.30
每股有形资产(人民币)	3.10	3.56	3.99	4.58	5.29
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.36)	(0.96)	(1.64)	(1.87)	(2.14)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	47.6	52.2	44.2	46.4	46.7
息税前利润率(%)	45.2	50.1	42.3	44.5	44.9
税前利润率(%)	45.8	51.4	43.2	45.3	45.5
净利率(%)	39.3	38.8	37.6	39.4	38.9
流动性					
流动比率(倍)	7.4	8.4	7.3	8.6	8.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	6.7	7.6	6.5	7.9	7.4
估值					
市盈率(倍)	29.5	26.8	24.2	19.3	15.8
核心业务市盈率(倍)	29.9	23.1	24.2	19.3	15.8
市净率(倍)	5.2	4.5	4.0	3.5	3.0
价格/现金流(倍)	38.8	31.5	19.0	31.1	24.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	18.7	18.5	14.5	11.4
周转率					
存货周转天数	193.1	167.8	175.3	181.2	174.5
应收帐款周转天数	212.7	225.4	213.8	214.8	215.5
应付帐款周转天数	13.5	14.7	14.7	14.4	14.0
回报率					
股息支付率(%)	27.6	24.8	35.9	29.4	30.0
净资产收益率(%)	18.4	17.9	17.5	19.4	20.6
资产收益率(%)	16.4	18.7	15.7	17.0	18.5
已运用资本收益率(%)	4.6	4.5	4.3	4.7	5.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371