



Research and
Development Center

受益“二胎”，细分龙头再腾飞

—— 博晖创新（300318.sz）首次覆盖报告

2014年2月12日

李惜浣 医药行业分析师

吴临平 研究助理

证券研究报告

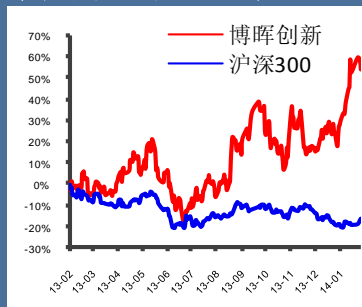
公司研究——首次覆盖

博晖创新 (300318.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

博晖创新相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2014.2.11)

收盘价(元)	17.43
52周内股价波动区间(元)	9.11-18.60
最近一月涨跌幅(%)	24.06
总股本(亿股)	1.64
流通 A 股比例(%)	36.58
总市值(亿元)	28.56

信达证券 股份有限公
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

李惜浣 行业分析师

执业编号：S1500512040001

联系电话：+86 10 63081424

邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 研究助理

联系电话：+86 10 63081101

邮箱：wulinping@cindasc.com

相关研究

《医药生物专题报告-二胎政策受益程度和时间结合最好的行业》2014.01

受益“二胎”，细分龙头再腾飞

首次覆盖

2014年02月12日

本期内容提要：

- ◆ **微量元素检测市场还没有到天花板。**按出厂价计算，微量元素检测的潜在市场规模在 20 亿以上，目前实际规模仅有 1.5-2 亿左右，儿童、孕检等最相关的领域还远远没有深度开发。
- ◆ **“二胎”概念最直接受益者。**孕检中微量元素检测是必不可少的科目，尤其是对于大龄孕妇而言，一般会检测两次，孕前和孕中。根据我们的预测 2014 年以后每年新生儿将增加 100 万，对应的计划怀孕妇女可能增加更多，意味着微量元素检测市场规模增速则会增加 20% 左右。公司是国内微量元素检测最大的企业，市场占有率超过 50%，将是此轮婴儿潮最大的受益者。
- ◆ **销售重点由广覆盖转向深挖掘，注重试剂销售。**公司采取“仪器+试剂”模式投放的仪器只占到全部仪器保有量的 10% 左右，而单台仪器试剂使用量则是普通销售模式的一倍。我们预计公司未来采取“仪器+试剂”捆绑销售的比例将会大幅提高，这也符合目前诊断行业的发展方向。
- ◆ **积极向体外诊断其他领域拓展，并购预期强烈。**公司利用免疫荧光层析和微流控芯片两大技术平台，积极向病毒、肿瘤检测领域扩展。目前已完成“腹泻四病毒联合检测试剂盒”等注册上市，我们预计平台打通后后续检测试剂的注册上市必将加快。另一方面，公司账面现金超过 4 亿，加上大股东在资本市场的实力，外延扩张也必将是公司的发展方向之一。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2014、2015 年归属母公司净利润分别为 73.98、98.49 百万元，增长率 33.57%、33.13%，给予六个月目标价 25.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**各省二胎政策推进加快；计划怀孕夫妇、每年新增新生儿超预期；资本运作。
- ◆ **风险因素：**政策层面对微量元素检测限制；公司试剂推广不达预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	98.12	113.76	117.23	153.93	198.94
增长率 YoY %	25.14%	15.94%	3.05%	31.30%	29.24%
归属母公司净利润(百万元)	44.78	50.95	55.38	73.98	98.49
增长率 YoY%	32.70%	13.80%	8.69%	33.57%	33.13%
毛利率%	76.94%	77.66%	78.91%	82.48%	85.25%
净资产收益率 ROE%	18.54%	7.81%	7.94%	9.59%	11.32%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.31	0.34	0.45	0.60
市盈率 P/E(倍)	63.8	56.0	51.6	38.6	29.0

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2014 年 02 月 11 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	1
一、公司简介.....	3
1、股权结构.....	3
2、业务构成—检测仪器及相关试剂是公司主要收入来源.....	3
3、历史业绩—增速放缓.....	4
二、微量元素检测市场依然大有可为.....	5
1、公司是微量元素市场绝对的领军企业.....	5
2、微量元素检测市场空间还远没有到天花板.....	6
3、“二胎”政策将大幅扩容孕检市场.....	6
4、企业销售策略的变化---由广覆盖向深挖掘转变.....	8
三、利用新的技术平台向体外诊断其他领域拓展.....	8
四、公司后续有资本运作可能.....	9
五、盈利预测、估值与投资建议.....	10
未来三年分产品收入预测.....	11
公司估值.....	11
3、估值结论及投资评级.....	12
六、风险因素.....	12

表 目 录

表 1: 不同微量元素检测方法比较.....	5
表 2: 新生儿人数及婴儿、儿童人数预测（2010-2020 年）.....	7
表 3: 公司基于新技术平台拟开发的检测项目.....	9
表 4: 公司分产品收入预测.....	11
表 5: A 股医疗器械公司 PE 估值.....	11
表 6: 绝对估值关键假设及估值结果.....	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	3
图 2: 近 5 年营业收入构成.....	4
图 3: 近 5 年毛利构成.....	4
图 4: 公司近年经营业绩.....	4
图 5: 微量元素检测不同方法市场份额.....	5
图 6: 微量元素检测市场格局.....	5
图 7: 新一轮生育高潮 2018 年新生儿人数有望超 2000 万人.....	7
图 8: 不同销售模式仪器累计投放比例.....	8
图 9: 不同销售模式下单台仪器试剂使用量（单位：次年）.....	8
图 10: 公司波特五力分析.....	10

投资聚焦

投资逻辑

微量元素检测市场依然大有可为，整体市场还远没有到天花板：

- 最重要的目标人群是儿童，目前我国 0-14 周岁的儿童大约有 2.2 亿人，如果每人每年检查一次（实际包括有益和有害，共两次），如果按终端价计算，市场规模在 160 亿左右，如果按出厂价计算，市场规模也有大约 15 亿；
- 孕检市场，孕妇一般需要在孕前和孕中做两次检测，按我国新生儿 1600 万倒推，按出厂价计市场规模大约在 2 个亿；
- 针对重金属污染的有害微量元素检测市场、以及有益元素辅助检查，覆盖的人群可以涵盖全部年龄段，但是还有待开发。

按出厂价计，实际上目前微量元素市场规模仅有 1.5-2 亿左右。

博晖创新作为行业内市场份额占比超过 60% 的龙头企业，如何做大这一市场，发掘行业潜力？我们认为现阶段有两个很好的切入点：一是“二胎”政策放开带来的孕检市场扩大，二是企业自身加大试剂推广力度。

- 孕检市场：按照每年 100-150 万新增意向孕妇计算，微量元素检测每年新增的检测数量将增加 20%-30%。考虑到意向生育的人群，这一数字可能会更高。
- 企业销售策略的变化----由广覆盖向深挖掘转变。目标就是加大推广力度，提高单台仪器的试剂使用量。公司采取“仪器+试剂”模式投放的仪器只占到全部仪器保有量的 10% 左右，而单台仪器试剂的使用量则是普通销售模式的一倍。我们预计公司未来采取“仪器+试剂”捆绑销售的比例将会大幅提高，这也符合目前诊断行业的发展方向。

利用新的技术平台向体外诊断其他领域拓展

公司作为体外诊断行业企业，仅仅耕耘微量元素检测这一细分市场显然不能让企业有进一步的发展，还需要开拓其他领域。公司目前重点开发两种技术平台，即免疫荧光层析法平台技术和微流控芯片平台技术，并在这两项平台技术上开发新的产品，以形成新的产品集群。

目前已经上市的有基于免疫荧光层析法平台技术的“腹泻四病毒联合检测试剂盒”，而基于微流控芯片平台技术的“HPV 病毒检测芯片及试剂”正在研发阶段。当第一个产品研发成功并上市，即平台打通后后续检测试剂的研发上市必将加快。

公司并购预期强烈

公司自 2012 年 5 月上市以来，没有进行过任何的资本运作。截至 2013 年 9 月末，公司账面现金已经超过 4 亿元。公司目前

也在积极的寻求合作项目。寻求外延式发展。

公司控股股东杜江涛先生，旗下拥有三大企业平台，君正房地产、内蒙君正（上市公司，能源化工）、君正国际（投资管理咨询）。其中内蒙君正运作的天弘基金与支付宝合作事宜充分反映了杜江涛先生的战略眼光。博晖创新作为单独的一个企业平台，被定位成医疗领域的创新型企业，后续发展值得期待。

股价催化剂

各省二胎政策推进加快；计划怀孕夫妇、每年新增新生儿超预期；资本运作有实质性进展；公司销售策略改变效果明显。

关键假设、盈利预测与投资评级

我们预测公司 2013-2015 年的营业收入分别 117.23、153.93 和 198.94 百万元，对应的增长率为 3.05%、31.30%和 29.24%；归属母公司的净利润分别为 55.38、73.98 和 98.49 百万元，增长率为 8.69%、33.57%和 33.13%，对应的 EPS 分别是 0.34 元、0.45 元和 0.60 元。综合考虑绝对估值和相对估值，我们认为公司合理估值区间在 21.15~25.45 元，取上限给予六个月目标价 25.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

主要风险

1、政策层面对微量元素检测限制；2、公司试剂推广不达预期。

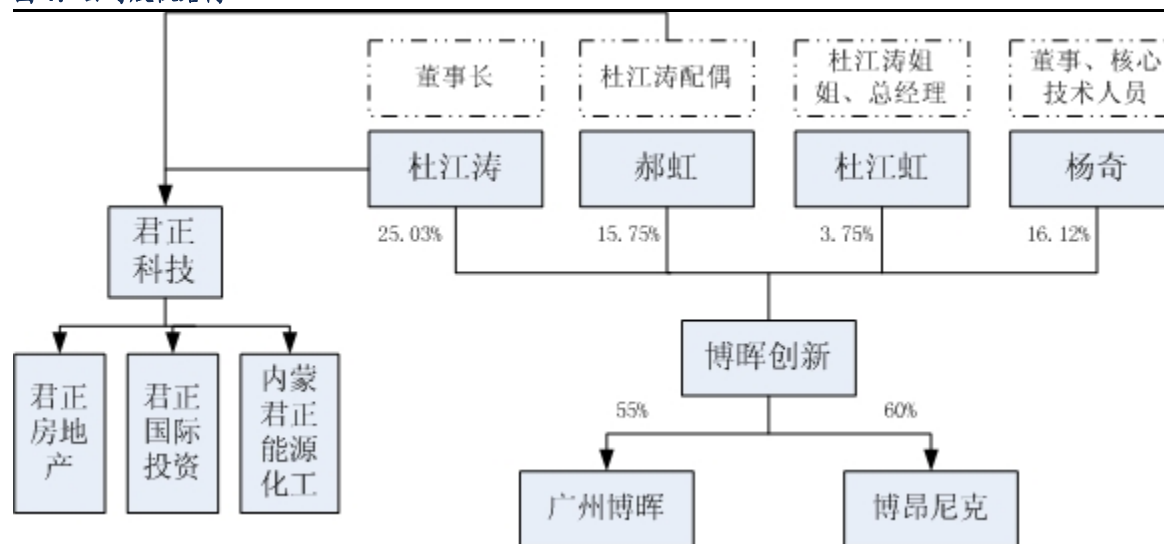
一、公司简介

公司是国内微量元素检测龙头企业，近两年开始向核酸等诊断领域扩展。

1、股权结构

公司实际控制人是杜江涛夫妇，二股东杨奇是公司主要的技术合伙人。

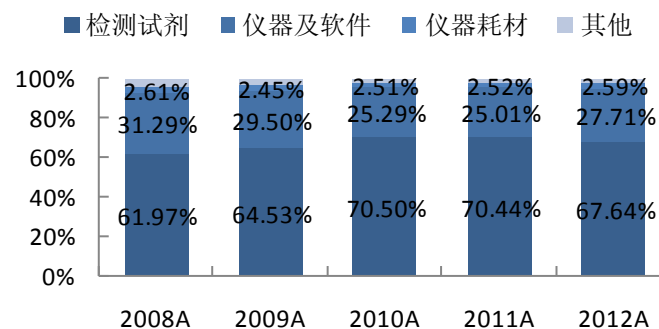
图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

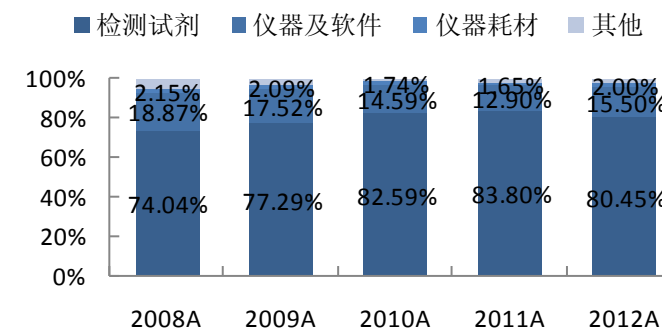
2、业务构成—检测仪器及相关试剂是公司主要收入来源

图 2: 近 5 年营业收入构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 3: 近 5 年毛利构成

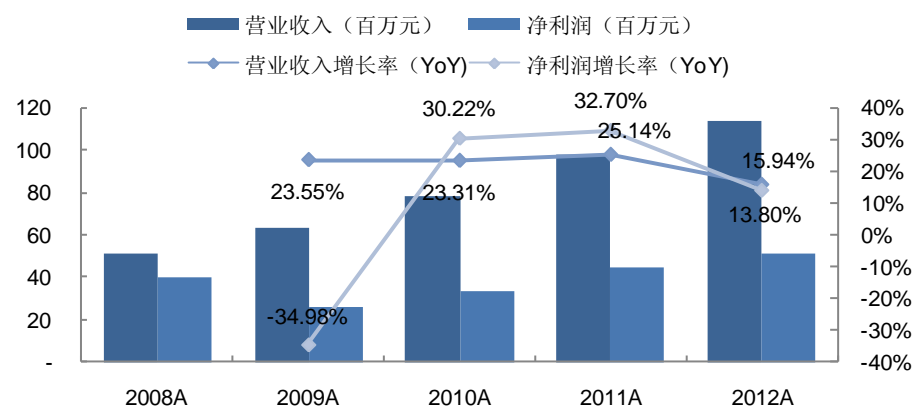


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

3、历史业绩—增速放缓

公司 2012 年 5 月登陆创业板，近两年业绩出现下滑趋势。

图 4: 公司近年经营业绩



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

二、微量元素检测市场依然大有可为

人体微量元素检测是体外诊断的一个分支，国内起步较晚，但近年来已经得到广泛的认可，尤其是营养学家及儿科专家认同度较高。未来随着居民健康管理意识的提高，人体微量元素检测市场前景广阔。

1、公司是微量元素市场绝对的领军企业

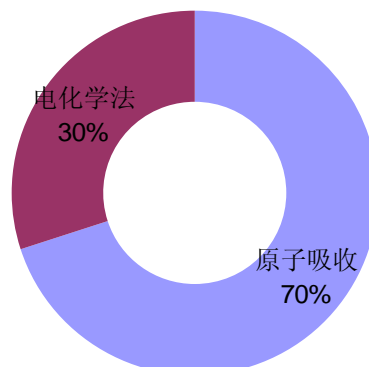
根据中国医疗器械行业协会出具的 2011 年《人体元素检测行业报告》，2008-2010 年公司市场占有率分别达到 54.50%、58.48% 和 58.97%，可以说国内其他企业无论在技术储备、临床经验、渠道建设方面都无法与其竞争，因此公司稳坐这一细分行业的龙头宝座，且市场占有率还在不断提高。

表 1：不同微量元素检测方法比较

检测方法	优势	劣势	发展趋势
生化法		样本用量大，操作复杂，耗时长，结果准确性低，检测元素有限，试剂成本高	已经逐渐退出临床应用
电化学分析法	仪器结构简单、价格和维护费用低	分析速度慢、抗干扰能力差、检测过程用到汞、对环境不友好	县级及以下基层医疗机构
原子吸收法	微量学检测，灵敏度高，精确度高，抗干扰能力强，实现自动化	仪器成本和费用相对较高	市场主流技术

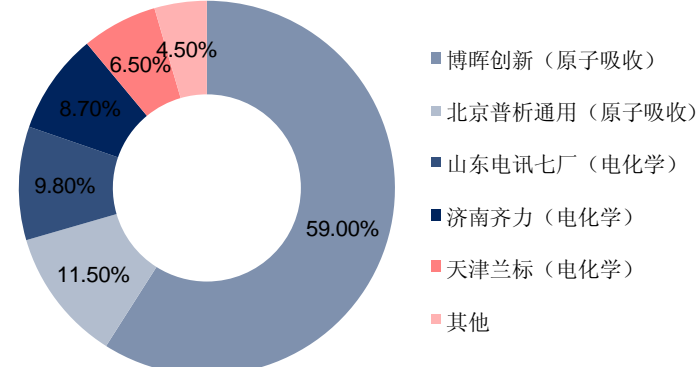
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 5：微量元素检测不同方法市场份额



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 6：微量元素检测市场格局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

2、微量元素检测市场空间还远没有到天花板

公司作为行业龙头，这两年业绩趋缓，大家普遍对这一市场的增速有所担心，但是我们认为这一市场还是有很大的发展空间。

微量元素检测包括有益和有害两类，有益元素主要是铜、锌、钙、镁、铁、钾、钠等七种，有害元素主要是铅和镉。两类元素在检测时是分开检测。

微量元素检测潜在的市场规模：

- 最重要的目标人群是儿童，目前我国 0-14 周岁的儿童大约有 2.2 亿人，如果每人每年检查一次（实际包括有益和有害，共两次），如果按终端价计算，市场规模在 160 亿左右，如果按出厂价计算，市场规模也有大约 15 亿；
- 孕检市场，孕妇一般需要在孕前和孕中做两次检测，按我国新生儿 1600 万倒推，按出厂价计市场规模大约在 2 个亿；
- 针对重金属污染的有害微量元素检测市场、以及有益元素辅助检查，覆盖的人群可以涵盖全部年龄段，但是还有待开发。

按出厂价计算，实际上目前微量元素市场规模仅有 1.5-2 亿左右，我们分析没有被开发出来的原因主要有以下几点：

- 微量元素检测更偏重于保健预防层面的检测，相关指标的病理学意义还不是很明确，认同度不高；
- 检测基本上需要自费，普及率较低，区域发展差异大；
- 部分企业将微量元素检测与保健品销售绑定，对行业造成一定伤害；
- 针对有害元素检测，由于各种原因，政府层面推动的意愿低。

基于上述原因，微量元素检测市场近两年的发展速度趋缓。博晖创新作为行业内市场份额占比超过 60% 的龙头企业，如何做大这一市场，发掘行业潜力？我们认为现阶段有两个很好的切入点：一是“二胎”政策放开带来的孕检市场扩大，二是企业自身加大试剂推广力度。

3、“二胎”政策将大幅扩容孕检市场

随着单独二胎政策的执行，根据我们的预测，2014 年开始每年新生儿数量将增加 100 万左右。其中有一定消费能力的产妇以及高龄产妇占比可能会很高。（详情请参阅我们一月份的专题报告《医药生物专题报告-二胎政策受益程度和时间结合最好的行业》）。这部分人群十分注重孕前、孕中的筛查、诊断，对微量元素检测的需求强烈。按照每年 100-150 万新增意向孕妇计

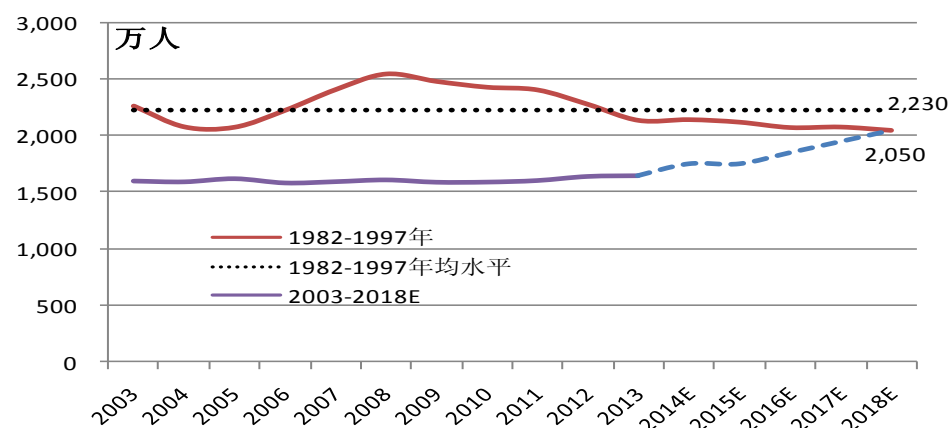
算，微量元素检测每年新增的检测数量将增加 20%-30%。考虑到意向生育的人群，这一数字可能会更高。

表 2: 新生人数及婴儿、儿童人数预测 (2010-2020 年)

年份	新生人数 (万人)	年均增速 (%)	0-3 岁婴幼儿 (万人)	3-6 岁儿童 (万人)	总人口 (亿人)	出生率 (‰)
2010	1,596	0.06%	4,803	4,808	13.41	11.90
2011	1,607	0.73%	4,798	4,809	13.47	11.93
2012	1,638	1.93%	4,841	4,800	13.54	12.10
2013	1,644	0.33%	4,890	4,806	13.61	12.08
2014E	1,750	6.46%	5,032	4,803	13.68	12.79
2015E	1,750	0.00%	5,144	4,798	13.76	12.72
2016E	1,850	5.71%	5,350	4,841	13.85	13.36
2017E	1,950	5.41%	5,550	4,890	13.94	13.98
2018E	2,050	5.13%	5,850	5,032	14.05	14.59
2019E	2,150	4.88%	6,150	5,144	14.16	15.18
2020E	2,230	3.72%	6,430	5,350	14.29	15.61

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

图 7: 新一轮生育高潮 2018 年新生人数有望超 2000 万人



资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

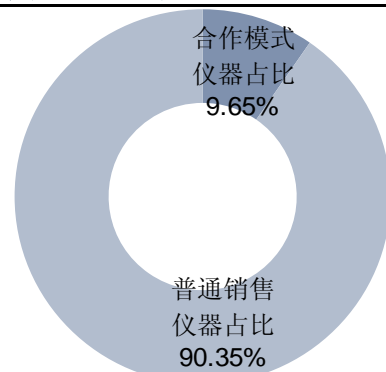
4、企业销售策略的变化----由广覆盖向深挖掘转变

公司经过近几年的发展，产品已覆盖全国 31 个省级行政区，与 1000 余家经销商建立合作关系，客户以基本覆盖各地的妇幼保健机构、儿童医院、独立实验室，以及部分的综合医院，检测仪器的保有量大约在 5000 台。

公司销售分两种类型，直接销售仪器和合作模式（仪器+试剂捆绑）。

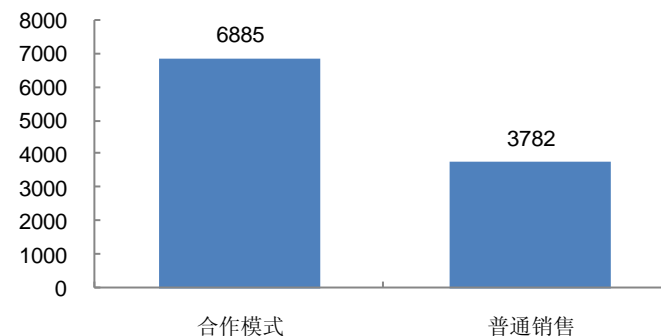
以前公司为了快速抢占市场，且仪器销售本身依然有利可图，因此试剂推广力度不够。根据我们的测算，公司采取“仪器+试剂”模式投放的仪器只占到全部仪器保有量的 10%左右，但是单台仪器试剂的使用量则是普通销售模式的一倍。公司目前已经铺设的仪器，单台贡献的试剂使用量仍有较大空间。因此公司下一步将加大试剂推销的力度，同时 2014 年公司搬迁新厂房后，存货周转问题也将不复存在。

图 8：不同销售模式仪器累计投放比例



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 9：不同销售模式下单台仪器试剂使用量（单位：次年）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

三、利用新的技术平台向体外诊断其他领域拓展

公司作为体外诊断行业企业，仅仅耕耘微量元素检测这一细分市场显然不能让企业有进一步的发展，还需要开拓其他领域。公司目前重点开发两种技术平台，即免疫荧光层析法平台技术和微流控芯片平台技术，并在这两项平台技术上开发新的产品，以形成新的产品集群。

目前已经上市的有基于免疫荧光层析法平台技术的“腹泻四病毒联合检测试剂盒”，而基于微流控芯片平台技术的“HPV 病毒检测芯片及试剂”正在研发阶段。当第一个产品研发成功并上市，即平台打通后后续检测试剂的研发上市必将加快。

表 3：公司基于新技术平台拟开发的检测项目

技术平台	研发的项目	适用领域	进展情况
免疫荧光层析法平台技术	BH 系列荧光免疫分析仪		
	各类病毒检测试剂盒	对各类病毒或相关蛋白指标实行检测	腹泻四病毒联合检测试剂盒已经上市
	维生素 D 检测试剂盒	检测人体维生素 D 含量	试生产阶段
微流控芯片技术平台（分子诊断）	微流控分子检测仪		研发阶段
	HPV 病毒检测芯片及试剂	用于女性生殖系统 HPV 病毒的检测	研发阶段
	肿瘤标志物系列诊断芯片及试剂	用于各种恶性肿瘤的早期诊断	研发阶段
	病毒系列诊断芯片及试剂	用于检测相关病毒	研发阶段

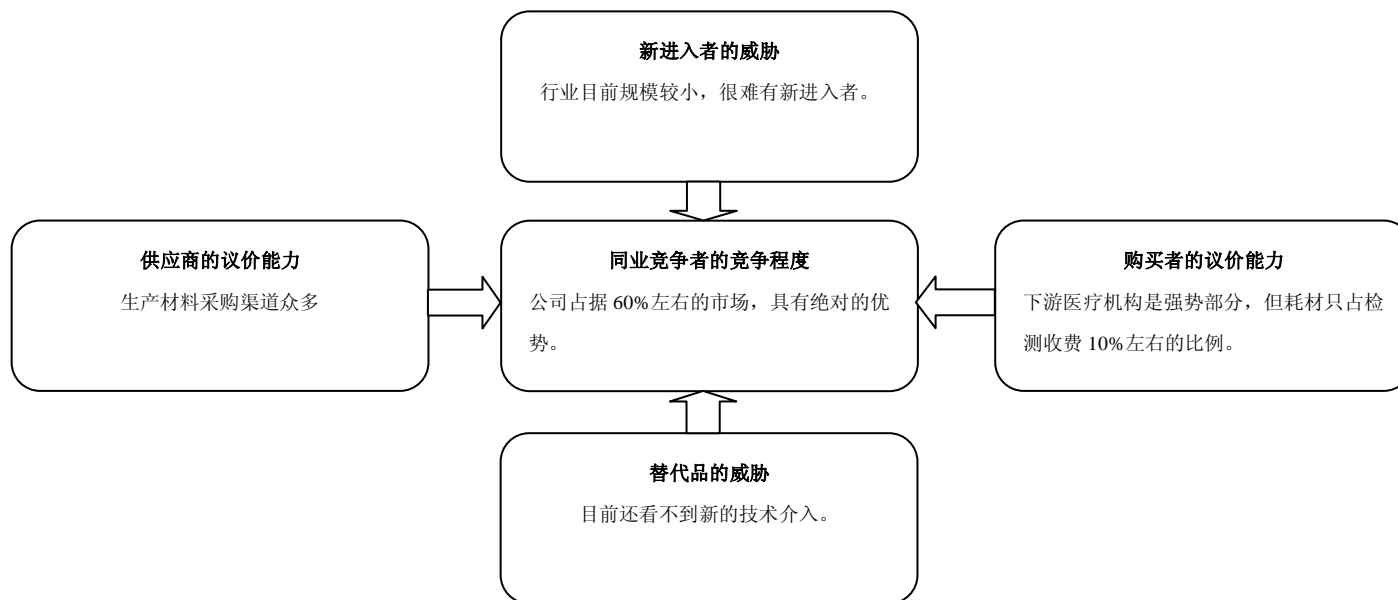
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、公司后续有资本运作可能

公司自 2012 年 5 月上市以来，没有进行过任何的资本运作。截至 2013 年 9 月末，公司账面现金已经超过 4 亿元。我们认为公司在注重内生增长的同时，外延扩张也必将是公司的发展方向之一，公司目前也在积极的寻求合作项目。

公司控股股东杜江涛先生，旗下拥有三大企业平台，君正房地产、内蒙君正（上市公司，能源化工）、君正国际（投资管理咨询）。其中内蒙君正运作的天弘基金与支付宝合作事宜充分反映了杜江涛先生的战略眼光。博晖创新作为单独的一个企业平台，被定位成医疗领域的创新型企业，后续发展值得期待。

图 10: 公司波特五力分析



资料来源：信达证券研发中心

五、盈利预测、估值与投资建议

关键假设:

- 1、合作模式销售仪器台数每年递增;
- 2、单台仪器试剂销售数量每年递增;
- 3、微量元素检测市场开发顺利。

未来三年分产品收入预测

表 4: 公司分产品收入预测

		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
试剂	收入 (百万元)	69.12	76.95	84.44	124.18	172.11
	增长率 (YoY)	25.03%	11.33%	9.73%	47.06%	38.60%
仪器及软件	收入 (百万元)	24.54	31.52	29.32	25.66	21.99
	增长率 (YoY)	23.78%	28.43%	-6.98%	-12.50%	-14.29%
耗材	收入 (百万元)	2.48	2.94	3.47	4.10	4.83
	增长率 (YoY)	25.98%	18.85%	18.00%	18.00%	18.00%
合计	收入 (百万元)	98.12	113.76	117.23	153.93	198.94
	增长率 (YoY)	25.14%	15.94%	3.05%	31.30%	29.24%
	毛利率 (%)	76.94%	77.66%	78.91%	82.48%	85.25%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

我们预测公司 2013-2015 年的营业收入分别 117.23、153.93 和 198.94 百万元, 对应的增长率为 3.05%、31.30%和 29.24%; 归属母公司的净利润分别为 55.38、73.98 和 98.49 百万元, 增长率为 8.69%、33.57%和 33.13%, 对应的 EPS 分别是 0.34 元、0.45 元和 0.60 元。

公司估值

相对估值

公司属于体外诊断行业, 考虑到公司未来的发展前景, 我们按 2014 年行业上限 PE47 倍计算, 公司的合理估值为 21.15 元。

表 5: A 股医疗器械公司 PE 估值

证券代码	证券简称	PE	
		2013E	2014E
300289.SZ	利德曼	40.46	30.88
002030.SZ	达安基因	52.02	47.01
002022.SZ	科华生物	38.02	30.68
平均值		43.50	36.19

资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

注: 股价为 2014-02-11 收盘价, PE 按 wind 一致预期计算

绝对估值

用股权自由现金流对公司进行估值，参照下表的假设，公司的估值区间在 19.33~25.45 元之间。

表 6：绝对估值关键假设及估值结果

行业平均资产 Beta	0.93	股权资本成本						
股票 Beta	1.10		10.00%	11.00%	11.39%	12.00%	13.00%	
无风险利率	3.70%	永续增长率	0.00%	23.43	20.63	19.68	18.34	16.46
市场收益率	10.70%		1.00%	25.14	21.91	20.84	19.33	17.23
风险收益率	7.69%		2.00%	27.27	23.49	22.25	20.52	18.15
永续增长率(TV)	2.00%		3.00%	30.01	25.45	23.99	21.97	19.24
股权资本成本	11.39%		4.00%	33.67	27.98	26.20	23.78	20.58

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

3、估值结论及投资评级

综合考虑，我们认为公司合理估值区间在 21.15~25.45 元，取上限给予六个月目标价 25.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

六、风险因素

- 1、政策层面对微量元素检测限制；
- 2、公司试剂推广不达预期。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	155.07	507.46	453.07	489.43	584.70
现金	113.61	456.58	401.71	427.92	511.03
应收票据	0.85	0.90	0.86	1.13	1.47
应收账款	22.13	25.54	26.48	34.78	44.94
预付账款	3.83	4.21	4.06	4.42	4.81
存货	10.59	13.70	13.42	14.64	15.93
其他	4.06	6.53	6.53	6.53	6.53
非流动资产	106.63	193.77	289.28	329.84	336.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	10.65	9.19	65.32	202.12	237.04
无形资产	70.01	68.19	66.44	64.69	81.36
其他	25.97	116.39	157.52	63.02	18.09
资产总计	261.70	701.23	742.35	819.26	921.19
流动负债	12.18	40.03	36.01	38.94	42.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	8.98	26.71	22.65	24.70	26.87
其他	3.20	13.33	13.36	14.24	15.51
非流动负债	0.00	2.22	2.22	2.22	2.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	2.22	2.22	2.22	2.22
负债合计	12.18	42.25	38.23	41.16	44.60
少数股东权益	8.04	6.54	6.54	6.54	6.54
归属母公司股东权益	241.47	652.44	697.58	771.56	870.05
负债和股东权益	261.70	701.23	742.35	819.26	921.19

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	98.12	113.76	117.23	153.93	198.94
同比(%)	25.14%	15.94%	3.05%	31.30%	29.24%
归属母公司净利润	44.78	50.95	55.38	73.98	98.49
同比(%)	32.70%	13.80%	8.69%	33.57%	33.13%
毛利率(%)	76.94%	77.66%	78.91%	82.48%	85.25%
ROE(%)	18.54%	7.81%	7.94%	9.59%	11.32%
每股收益(元)	0.27	0.31	0.34	0.45	0.60
P/E	63.8	56.0	51.6	38.6	29.0
P/B	7.4	2.7	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	21.63	20.74	35.12	24.91	17.85

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	98.12	113.76	117.23	153.93	198.94
营业成本	22.63	25.41	24.73	26.97	29.34
营业税金及附加	0.72	0.58	0.60	0.79	1.01
营业费用	11.63	15.06	15.52	20.37	26.33
管理费用	15.45	20.37	20.99	27.56	35.61
财务费用	-1.82	-3.66	-8.20	-7.20	-7.66
资产减值损失	0.01	0.28	0.26	0.35	0.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	49.50	55.73	63.34	85.10	113.85
营业外收入	1.70	2.28	1.84	1.94	2.02
营业外支出	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
利润总额	51.19	58.01	65.16	87.03	115.87
所得税	7.68	8.56	9.77	13.06	17.38
净利润	43.51	49.45	55.38	73.98	98.49
少数股东损益	-1.26	-1.51	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	44.78	50.95	55.38	73.98	98.49
EBITDA	56.64	64.05	69.88	97.45	131.34
EPS (摊薄)	0.27	0.31	0.34	0.45	0.60

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	46.89	61.28	55.55	77.10	105.14
净利润	43.51	49.45	55.38	73.98	98.49
折旧摊销	5.40	6.04	4.72	10.42	15.48
财务费用	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-2.02	5.58	-4.77	-7.56	-9.18
其它	-0.04	0.22	0.21	0.27	0.36
投资活动现金流	-10.64	-79.20	-100.17	-50.89	-22.04
资本支出	-10.64	-79.20	-100.17	-50.89	-22.04
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-0.66	360.88	-10.24	0.00	0.00
吸收投资	0.00	367.14	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	0.00	0.00	10.24	0.00	0.00
现金净增加额	35.55	342.97	-54.87	26.21	83.10

医药生物研究小组简介

李惜浣，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，现任职于信达证券研究开发中心，从事医药行业研究。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012 年加入信达证券研究开发中心。

医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
誉衡药业	002437	双鹭药业	002038	天坛生物	600161	利德曼	300289
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	新华医疗	600587	华兰生物	002007
同仁堂	600085	昆明制药	600422	长春高新	000661	羚锐制药	600285

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。