2015 年 05 月 05 日
证券研究报告 · 公司调研报告
迪安诊断（300244）医药生物

买入（首次）
当前价：100.18 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

独立医学实验室扩张加速，积极开拓新业务

投资要点

- **事件：**我们近期对公司进行调研，了解其业务状况以及未来发展战略。
- **独立医学实验室战略扩张，加快三级连锁网络布局。**2014 年公司医学诊断服务业务收入达到 8.3 亿元，同比增长 33.9%。（1）我国独立医学实验室市场发展空间巨大，预计到 2020 年将超过 100 亿元；（2）公司坚持提速连锁化扩张步伐，在公立医院改革、分级诊疗、多点执业、远程医疗、精准医疗等利好条件下，公司于 2014 年开始实施诊断服务平台“4+4”连锁扩张战略，推进全国布局抢占有利竞争格局；（3）社区和乡镇医疗诊断服务发展迅速，公司建立服务于基层社区医疗机构的独立医学实验室，提前占领蓝海市场；（4）国内三甲医院合计拥有 600-800 个检测项目，而公司检测项目多达 2000 余个，服务项目更加完善，以“医学诊断服务外包+诊断产品销售”为主要业务模式，竞争优势明显，随着三级连锁网络布局完成，市场占有率将进一步提升。
- **积极拓展 CRO 业务，培育新增长点。**（1）跨国企业药物研发外包趋势明显，市场增长迅速，预计 2014 年我国 CRO 市场容量达到 187 亿元；（2）检测环节是 CRO 业务的重要一环，公司独立医学实验室业务与 CRO 具有协同效应，竞争优势明显；（3）公司积极整合资源，上海迪安专注于新型 CRO 业务，以基因测序平台和血液病平台为基础，逐步打造 CRO 全产业链，将逐步成为公司新的业务增长点。
- **初探肿瘤基因测序市场，布局精准医疗。**（1）全球精准医疗市场规模近 600 亿美元，处于加速增长阶段；（2）我国大力支持精准医疗发展，2030 年前将投入 600 亿元；（3）我国基因测序市场目前以产前筛查为主，市场空间预计可达到 320 亿元，随着相关政策的逐步放开，市场发展速度将远超预期；（4）公司收购在高通量二代基因测序技术领域具有显著优势的博圣生物的 25%股权，二季度有望增持到 55%，随着基因测序市场蓬勃发展也将迎来业务持续高速增长。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计 2015 年-2017 年公司 EPS 分别为 0.69 元、0.93 元、1.35 元，对应的 PE 分别为 144 倍、108 倍、74 倍。短期看估值相对较高，但长期来看考虑到公司在精准医疗、健康管理等领域的战略布局，前景值得期待。首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：**独立医学实验室业务增速或不达预期、CRO 业务开拓进度或低于预期、博圣生物整合或不达预期。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1335.10	1849.40	2547.74	3488.74
增长率	31.48%	38.52%	37.76%	36.93%
归属母公司净利润（百万元）	124.58	185.36	247.86	360.37
增长率	44.71%	48.78%	33.72%	45.39%
每股收益 EPS（元）	0.47	0.69	0.93	1.35
净资产收益率 ROE	18.22%	22.18%	23.99%	27.17%
PE	215	144	108	74
PB	38.15	31.23	25.25	19.67

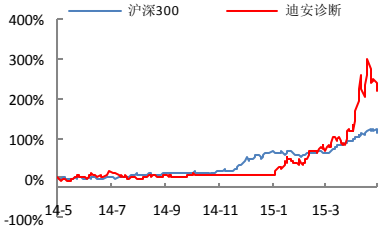
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-50755297
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：何治力
电话：023-67898264
邮箱：hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.67
流通 A 股(亿股)	1.78
52 周内股价区间(元)	28.33-129.55
总市值(亿元)	267.75
总资产(亿元)	13.40
每股净资产(元)	3.59

相关研究

一、实施“4+4”扩张战略，加快三级独立实验室网络布局

（一）我国独立医学实验室行业增长潜力巨大

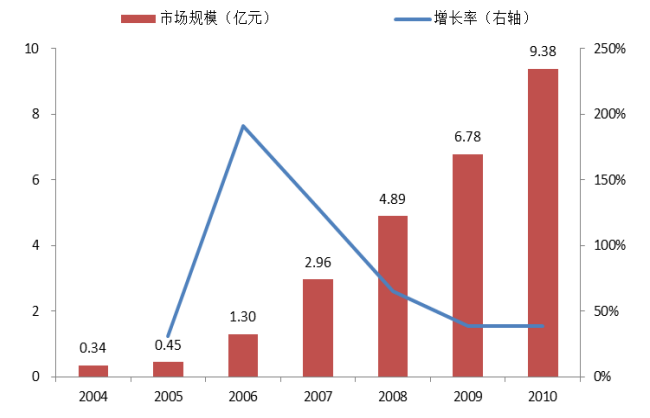
独立医学实验室是在法律上是独立的经济实体，有资格进行独立经济核算并承担相应法律责任，在管理体制上独立于医疗机构，能公正地提供第三方医学诊断的医学检验中心，其运作模式是以独立于医疗卫生机构和患者双方的第三方身份进行诊断活动，高质量的诊断服务是获取业务的重要因素。

美国独立医学实验室诞生于 20 世纪 50-60 年代，并在美国政府和商业医疗保险机构大力控制医疗支出的背景下，行业实现了两次飞跃：在 20 世纪 60 年代至 80 年代中期，美国政府和商业医疗保险机构大力控制医疗支出，独立医学实验室的市场份额增加了约 20%；20 世纪 80 年代中期至 90 年代中期，《临床实验室改进修正案》出台，对私人诊所的临床检验执行更加严格的监管标准，独立医学实验室的市场份额提升了 16%。目前，美国独立医学实验室的市场份额已占到 1/3 以上。

图 1：美国独立医学实验室市场规模

数据来源：公开信息，西南证券

图 2：我国独立医学实验室市场规模

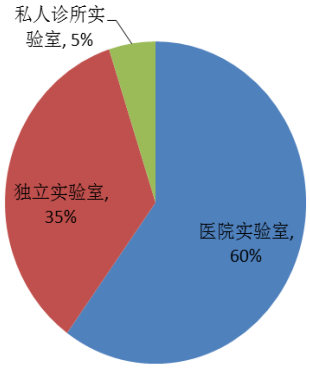


数据来源：公开信息，西南证券

目前我国的独立医学实验室行业尚处在起步阶段，与美国 60 年代至 80 年代中期的美国相似，随着医保控费及商业保险的实施，我国独立医学实验室行业将经历第一次快速扩容的阶段。一方面，随着取消“以药养医”的推进，公立医院未来将面临极大的成本控制压力；另一方面，由于医学检验固定成本较高，医院有较大的动力将检验项目外包给具有成本优势的第三方独立医学实验室执行。

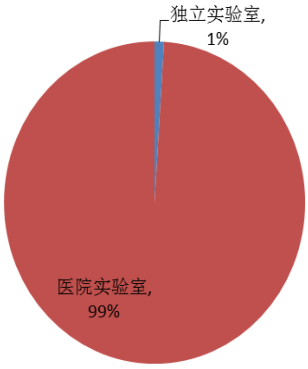
根据 Washington G-2 Reports 的数据测算，2010 年美国独立医学实验室的市场规模在 200 亿美元左右，占医学检验行业的市场份额约为 32.8%。2010 年，我国独立医学实验室的市场规模仅为 10 亿元，仅占据医学检验行业约 1%的市场份额。2012 年，我国独立医学实验室市场规模超过 20 亿元，较 2010 年增长了 100%，增长速度快于处于发展初期的美国独立医学实验室市场，可见我国独立医学实验室行业发展迅速，但市场份额仍不足 2%，仍处于行业的起步阶段，未来存在较大的增长空间。参照美国独立医学实验室行业发展进度，预计截止 2020 年，我国行业市场容量将超过 100 亿元。

图 3: 美国医学诊断服务市场格局



数据来源：公司公告，西南证券

图 4: 我国医学诊断服务市场格局



数据来源：公司公告，西南证券

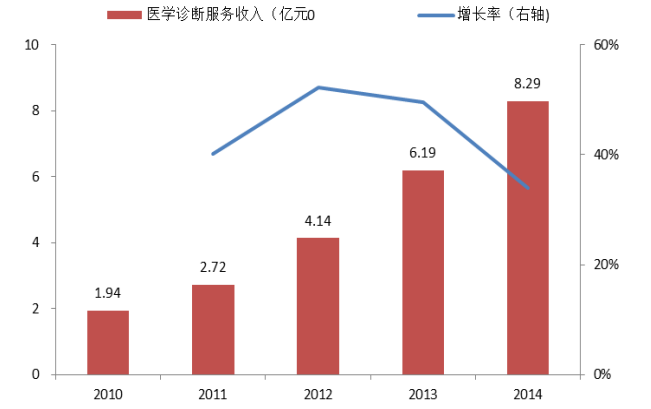
（二）医疗诊断服务外包业务稳健发展，市场份额有望扩大

1. 医疗诊断服务业务增长迅速，为公司主要收入来源

公司坚持提速连锁化扩张步伐，在公立医院改革、分级诊疗、多点执业、远程医疗、精准医疗等背景下，公司于 2014 年开始实施诊断服务平台“4+4”连锁扩张战略，推进全国布局抢占有利竞争格局。“4+4”战略是指每年以新建或并购完成 4 家实验室的运营，同时启动 4 家拟建实验室的选址与筹备。

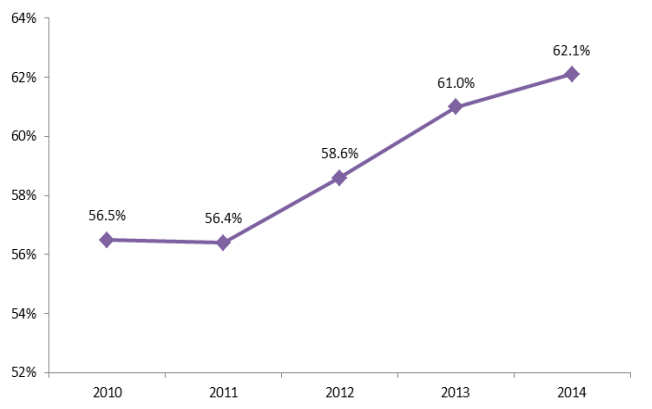
作为迪安诊断最主要的业务之一，自 2010 年以来，公司医学诊断服务收入占营业总收入的比例始终保持在 50%以上，且呈现出逐年递增的趋势，截至 2014 年，医学诊断服务收入贡献为 62.1%。迪安诊断一直致力于充分挖掘市场需求，积极拓展增长途径，2014 年公司医学诊断服务业务收入达到 8.3 亿元，同比增长 33.9%，2010 年至 2014 年的年复合增长率达 43.8%。

图 5: 公司医学诊断服务收入



数据来源：公司公告，西南证券

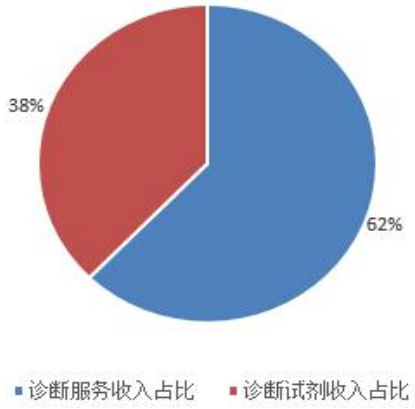
图 6: 公司医学诊断服务收入占营业总收入比例



数据来源：公司公告，西南证券

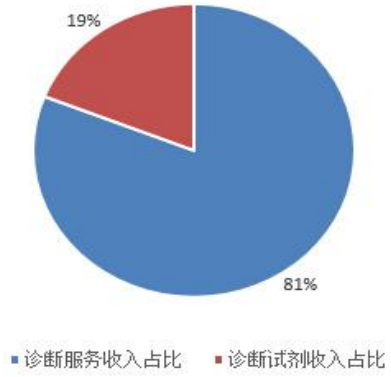
医学诊断服务不仅是公司最主要的收入来源，其毛利率也高于公司的另一项主要业务诊断试剂业务。2014 年，公司医学诊断业务的收入占比为 62%，毛利占比则达到 82%；而诊断试剂收入占比为 38%，毛利占比仅为 19%。这说明公司的医学诊断服务业务相对于诊断试剂业务具有更高的盈利能力，是公司关注的重点。

图 7：公司 2014 年收入结构



数据来源：公司公告，西南证券

图 8：公司 2014 年毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券

2. 积极完善独立医疗实验室布局，三级独立实验室网络建成可期

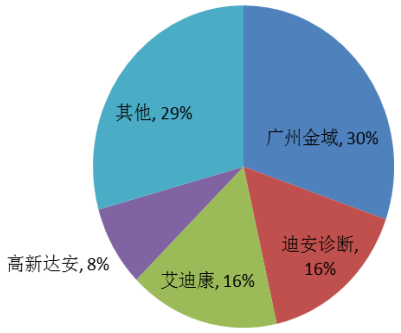
与美国目前的龙头垄断格局相比，目前国内独立医学实验室行业属于寡头垄断格局，广州金域、迪安诊断、艾迪康、高新达安等是行业领头羊，约占全国市场 70%的市场份额。其中迪安诊断独立实验室业务国内的市场份额为 16%左右，仅次于广州金域，但在长三角地区占有最大的市场份额，且相对于同行业企业具有较高的盈利能力。

表 1：国内 5 家连锁型独立医学实验室竞争格局

类别	广州金域	迪安诊断	艾迪康	高新达安	康圣环球
业务领域	诊断服务（病理诊断、临床诊断、分子诊断、特色学科）、新药临床试验、卫生食品检验、健康体检、科研研发	诊断服务（病理诊断、临床诊断、分子诊断）、司法鉴定、诊断产品、科研研发	诊断服务（病理检验、临床检验以及特殊检验）、新药临床试验、健康体检、亲子鉴定（私人）、科研研发	诊断服务、科研研发	诊断服务（普检、特检、病理检验）、科研研发
成立时间	1994 年	2001 年（2004 年涉足 ICL）	2004 年	2007 年	2003 年
总部所在地	广州	杭州	杭州	广州	武汉
实验室数	21	13	15	8	7
覆盖医院数量	15000 家	3000 多家	3000 家	1000 多家	3000 多家
检测种类	1000 多项	1000 多项	1100 多项	1000 多项	3000 多项
管理模式	服务	产品+服务	服务	服务	服务
12 年 ICL 业务收入	14 亿元	4.2 亿元	超过 5 亿	1.84 亿元	2 亿元
市场份额	20%以上	15%左右	15%左右	7%	8%
扩张步伐	很快	一般	较快	一般	较慢
盈利能力	微利	净利率 14%	微利	盈亏平衡	微利

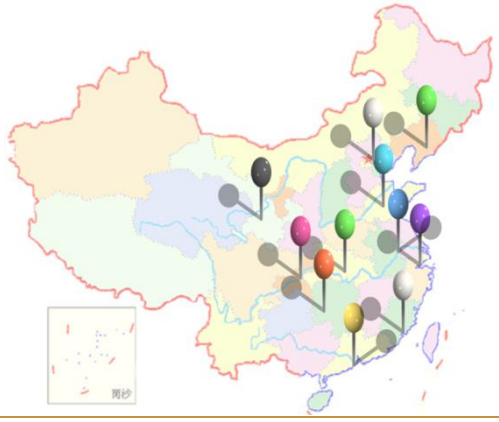
数据来源：中国医疗机械信息网，西南证券

图 9: 我国独立医学实验室主要公司市场份额



数据来源：公开信息，西南证券

图 10: 公司独立医学实验室重点城市布局



数据来源：公司网站，西南证券

根据国际独立医学实验室领先企业 Quest 和 Labcorp 的发展经验，分级连锁的全国化布局有利于优化医疗资源配置，提高单位产出，塑造品牌形象，提高客户的黏性，且具有显著的规模效应，极大地降低了企业成本。公司正是采用了分级连锁的形式。

在独立医疗实验室建设过程中，公司坚持横向、纵向同步发展，实施全国布局、网络下沉与终端渗透为横向纵深的市场拓展策略。目前，公司横向布局基本完成，在全国各主要城市均建立了中心实验室。纵向上，公司正在加快三级独立实验室网络布局，即在北京、上海、杭州等多个一线城市和区域建立一级中心实验室的基础上，在淮安、温州、昆山等地建立二级中心实验室，将服务区域下沉到地级市，并在此基础上进一步建立下沉到基层的三级快速反应实验室。

目前，公司在一线城市和区域的一级实验中心基本建成，温州和昆山已经能够有效覆盖80%的客户。随着医疗信息化和分级诊疗的发展，独立医学实验室业务空间迅速扩大，给公司创造了机遇。社区医疗中心和乡镇医院由于技术实力不足，对诊断医疗服务的需求快速增长，未来可能占到独立医学实验室业务的一大块。有鉴于此，公司将建立下沉到基层的三级快速反应实验室，即面对基层社区医疗机构的独立医学实验室，为公司积极参与移动医疗做好充分准备。在检测项目方面，国外检测项目共有 4000 个检测项目，国内三甲医院合计拥有 600-800 个检测项目，而迪安诊断则拥有 2000 余个检测项目，产品线齐全，更具有竞争优势。

公司是目前唯一一家以独立医学实验室为主营业务的上市公司。经过多年的发展，公司现已形成不同于其他公司的“服务+产品”的一体化管理模式，在向各级医疗卫生机构提供医学诊断服务外包业务的同时，还向其提供国内外知名的诊断产品。随着公司三级独立网络的建成，公司的市场占有率将进一步提高，有望成为行业的领跑者。

二、积极拓展 CRO 业务，培育新增长点

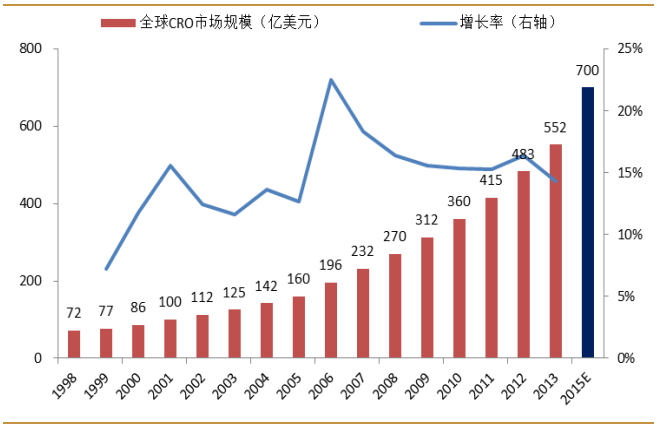
（一）CRO 市场需求大，规模迅速增长

近年来，由于新药开发过程的日趋复杂、药政管理不断完善，受到来自成本的压力日趋增加，全球医药研发开始由欧美向亚洲、东欧等地区转移，其中一种转移方式是通过 CRO 进行研发外包。CRO 为医药研发合同外包服务机构，是指通过合同形式向制药企业提供新药临床研究服务的一种机构。

CRO 不仅有助于制药企业节约研发成本，还能够很大程度上节约研发的时间。CRO 是制药企业可以借用的外部资源，由于其能够在短时间内迅速组建一个具有丰富临床经验和高度专业化的临床研究队伍，因而效率更大。一般而言，药企重大新药的研发周期通常在 10 年以上，而研发外包可缩短近 30%的研发时间。CRO 能够降低整个制药企业的管理成本和机会成本，对制药企业具有极大的吸引力。

随着市场对 CRO 需求的增加，CRO 的市场规模不断扩大。1998 年，全球 CRO 市场规模为 71.9 亿美元，2013 年达到 552 亿美元，年均复合增长率达 14.6%，2006 年以来的年均复合增长率达 16.4%。若按照 15%的增长率计算，2015 年，全球 CRO 的市场规模将达到 700 亿美元。中国 CRO 市场起步相对较晚，但发展迅速，2006 年至 2013 年的年均复合增长率达到 24.5%，预计 2014 年的市场容量达到 187 亿元。

图 11：1998-2015 年全球 CRO 市场规模



数据来源：生物谷，西南证券

图 12：2006-2014 年中国 CRO 市场容量

数据来源：生物谷，西南证券

（二）CRO 与独立实验室协同，有望成为公司新的业绩增长点

1. 与 CRO 企业合作是独立实验室发展的常见模式

CRO 行业蓬勃发展，拥有独立医学实验室资源的公司开展 CRO 业务具有得天独厚的优势，处于国际领先地位的独立医学实验室龙头 Labcorp 和 Quest 均发展了 CRO 业务。其中，Labcorp 于 2014 年 11 月宣布斥资约 61 亿美元现金及股票并购 CRO 巨头 Covance，对其 CRO 业务进行整合和拓展；而 Quest 则与全球最大 CRO 昆泰医药在今年 3 月宣布合作建立合资公司，并将中心实验室、基因组学和生物分析服务业务归到这家新的合资公司。与具有 CRO 业务优势的企业合作是独立实验室发展的一种常见模式。

在 2014 年获得 FDA 批准的 41 个创新型药中，有 9 个涉及生物标志物检测，而正处于研发过程的药物中需要涉及生物标志物检测的有将近一半。从创新型药物的研发趋势来看，检测环节在新药研发、CRO、药物使用等环节变得越来越重要，因而独立医学实验室与 CRO 业务的结合是适应市场需求的发展模式。

2. 公司积极整合资源，发展 CRO 业务

2013 年，公司控股子公司上海迪安与 Bio Analytical Research Corporation（以下简称“BARC”）签署了《合作协议》，双方拟在新药研发外包（CRO）的临床试验领域开展紧密合作。BARC 将其在中国的临床试验业务框架范围内的所有实验室检测业务交给上海迪安，并对上海迪安在 CRO 业务上提供规范性指导。上海迪安将在其可利用的经营场所中向 BARC 提供足够的空间以确保开展合同约定的 CRO 相关业务。此项合作有利于进一步提升公司 CRO 技术水平，有效开拓中国市场以及拓宽国际化合作领域，为亚洲以及其他地区提供具有国际标准的临床研究中心实验室服务。

随着跨国公司药物研发外包的趋势越来越明显，CRO 市场持续增长。公司的远期目标是打造 CRO 全产业链，目前正在开展基因测序平台和血液病平台的 CRO 业务，未来还将继续扩张延伸。目前，公司子公司上海迪安已经相继获得 CAP、ISO15189、NGSP-level1 资质，依托上海实验室成为“综合诊断平台+CRO 临床中心实验室”，定位为服务于新药临床试验的中心实验室和服务于全球多中心临床试验与国家重大科研项目的中心实验室。公司布局将上海迪安医疗检测中心的常规业务转移到昆山，上海迪安则专注于新型的 CRO 业务。迪安诊断在布局三级独立医学实验室的同时，业务向 CRO 领域延伸，促进独立医学实验室和 CRO 业务协同发展。

公司将充分发挥自身所具备的独立医学实验室的优势，继续着眼于血液病诊断平台、基因测序平台、质谱平台及大病理诊断平台的推广应用，帮助临床医生提高诊断能力、提升检验科的价值。作为国内独立医学实验室行业的领先企业，通过协同作用，公司有望在国内 CRO 市场占有一席之地，CRO 业务将成为公司业绩的新增长点。

三、初探肿瘤基因测序市场，布局精准医疗

精准医疗是以个人基因组信息为基础，结合蛋白组学、代谢组学等技术手段，为病人量身定制最佳治疗方案以实现治疗效果最大化和副作用最小化的医疗模式基因测序是精准医疗的基础，其发展需要依赖测序技术以及大数据处理技术的进步。二代测序技术已经使得测序速度大幅提升，降低成本。由于人类基因组本身就是庞大的数据库，多基因疾病可能涉及众多基因变化的组合，因此要实现标准化精准医疗需要依赖大数据以及数据分析平台。

表 2：用于基因诊断的主要生物技术手段

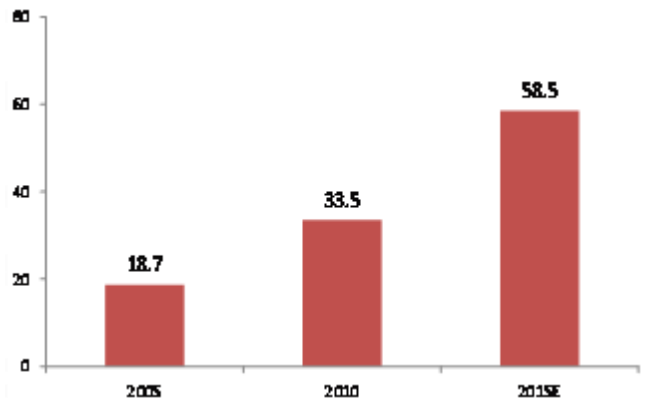
分子技术	技术简介
基因测序	锁定个人病变基因，提前预防和治疗
聚合酶链式反应	放大扩增特定的 DNA 片段的分子生物学技术
荧光原位杂交	根据已知不同分类级别上种群特异的 DNA 序列，以荧光标记的特异寡聚核苷酸片段作为探针，与基因组的 DNA 分子杂交，检测该基因的存在与丰度
单核苷酸多态性	基因组水平上由单个核苷酸的变异所引起的 DNA 序列多态性

分子技术	技术简介
基因芯片	通过与一组已知序列的核酸探针杂交进行核酸序列测定的方法，在一块基片表面固定了序列已知的靶核苷酸的探针。当溶液中带有荧光标记的核酸序列与基因芯片上对应位置的核酸探针产生互补匹配时，通过确定荧光强度最强的探针位置，获得一组序列完全互补的探针序列,据此可重组出靶核酸的序列

数据来源：公开资料，西南证券

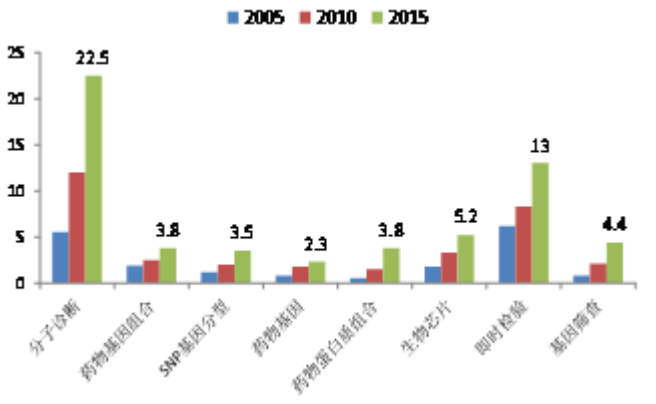
近年来全球精准医疗市场规模快速增长，2015 年市场规模将接近 600 亿美元，在 2005-2015 年期间年复合增速为 12%，预计 2015-2020 年复合增速将达到 15%，是医药行业增速的 3-4 倍。其中细分领域中如分子诊断、即时检验、基因筛查等增速领先（目前分子诊断和即时检验占精准医疗市场约 50%的份额）。

图 13：全球精准医疗市场规模预测（十亿美元）



数据来源：CNKI，西南证券

图 14：精准医疗细分市场规模预测（十亿美元）



数据来源：CNKI，西南证券

4 月 8 日，迪安诊断公告称，公司当天收到国家卫计委通知,公司全资子公司杭州迪安医学检验中心有限公司取得了第一批肿瘤诊断与治疗项目高通量基因测序技术临床应用试点资格。此次获取试点资格，表明公司具备了高通量基因测序技术应用于肿瘤诊断领域的技术能力与管理水平。

据 BCC Research 数据，2007 年全球基因测序市场规模为 794.1 万美元，而 2013 年即大幅增长至 45 亿美元，预计 2018 年市场规模将达到 117 亿美元，2013-2018 年的年均复合增长率为 21.2%，未来几年全球市场仍将继续保持快速增长。Markets and markets 预测显示，亚太地区的基因测序市场增长最快，中国和印度 2012-2017 年期间的年均复合增长率为 20-25%。此外，中国对精准医疗将提供大力支持，2030 年前将投入 600 亿元。

图 15: 全球基因测序市场规模

数据来源：BCC research，西南证券

图 16: 全球基因测序市场 CAGR 预测（2012-2017）

数据来源：Markets and markets，西南证券

权威机构预测，我国的基因测序市场增速约为 20-25%，但我们认为该预测数据较为保守。在国内基因测序还是以无创产前筛查为主，若按照每年 1600 万怀孕妇女、每例检测费用约 2000 元，仅无创产前筛查市场空间就达 320 亿元。且随着相关政策的逐步放开，市场发展速度或远超预期。

作为国内首批取得肿瘤高通量测序临床应用试点资格的公司，在国内基因测序市场发展前景良好的环境下，公司将具备先发优势，有机会在国内肿瘤基因测序领域获得较大的市场份额。此外，公司于 2015 年 2 月 27 日完成高通量基因芯片技术二代基因测序技术优势明显的博圣生物 25%股权收购,预计二季度有望收购额外 30%,最终持股比例 55%。公司与博圣生物合作，将有利于公司加快扩张精准医疗领域的步伐。

四、盈利预测及投资建议

我们预计 2015 年-2017 年公司 EPS 分别为 0.69 元、0.93 元、1.35 元，对应的 PE 分别为 144 倍、108 倍、74 倍。短期看估值相对较高，但长期来看考虑到公司在精准医疗、健康管理等领域的战略布局，前景值得期待。首次覆盖给予买入评级。

风险提示：独立医学实验室业务增速或不达预期、CRO 业务开拓进度或低于预期、博圣生物整合或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1335.10	1849.40	2547.74	3488.74
营业成本	847.78	1159.66	1630.93	2241.43
营业税金及附加	2.48	3.43	4.73	6.47
销售费用	134.38	194.19	254.77	348.87
管理费用	202.34	268.16	356.68	453.54
财务费用	-2.81	0.31	0.42	0.58
资产减值损失	3.30	3.00	3.00	3.00
投资收益	2.59	3.00	3.00	3.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	150.22	223.65	300.20	437.85
其他非经营损益	2.09	2.95	2.83	2.72
利润总额	152.31	226.61	303.02	440.57
所得税	24.46	36.39	48.66	70.74
净利润	127.85	190.22	254.37	369.82
少数股东损益	3.27	4.86	6.50	9.45
归属母公司股东净利润	124.58	185.36	247.86	360.37

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	127.85	190.22	254.37	369.82
折旧与摊销	35.85	18.91	20.47	22.04
财务费用	-2.81	0.31	0.42	0.58
资产减值损失	3.30	3.00	3.00	3.00
经营营运资本变动	-74.09	-77.57	-117.54	-150.85
其他	27.85	-6.00	-6.00	-6.00
经营活动现金流净额	117.95	128.86	154.73	238.60
资本支出	-91.83	-23.00	-23.00	-23.00
其他	-36.90	3.00	3.00	3.00
投资活动现金流净额	-128.72	-20.00	-20.00	-20.00
短期借款	100.91	-130.91	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	6.56	0.00	0.00	0.00
支付股利	-23.91	-34.61	-51.49	-68.85
其他	-37.31	-0.31	-0.42	-0.58
筹资活动现金流净额	46.25	-165.82	-51.91	-69.43
现金流量净额	35.47	-56.96	82.82	149.16

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	308.51	251.55	334.36	483.53
应收和预付款项	403.07	540.21	749.05	1028.96
存货	88.59	121.18	170.42	234.21
其他流动资产	0.83	1.15	1.58	2.17
长期股权投资	0.94	0.94	0.94	0.94
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	153.71	160.90	166.83	171.49
无形资产和开发支出	43.81	45.05	46.00	46.64
其他非流动资产	109.25	104.91	100.57	96.22
资产总计	1108.71	1225.88	1569.75	2064.15
短期借款	130.91	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	258.89	347.70	483.16	669.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	17.06	20.72	26.26	33.42
负债合计	406.86	368.43	509.42	702.84
股本	205.59	205.59	205.59	205.59
资本公积	158.88	158.88	158.88	158.88
留存收益	319.42	470.17	666.54	958.06
归属母公司股东权益	683.89	834.64	1031.02	1322.54
少数股东权益	17.95	22.81	29.31	38.77
股东权益合计	701.84	857.45	1060.33	1361.30
负债和股东权益合计	1108.71	1225.88	1569.75	2064.15

财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
销售收入增长率	31.48%	38.52%	37.76%	36.93%
营业利润增长率	38.80%	48.89%	34.22%	45.86%
净利润增长率	42.00%	48.78%	33.72%	45.39%
EBITDA 增长率	36.26%	32.53%	32.21%	43.41%
获利能力				
毛利率	36.50%	37.30%	35.99%	35.75%
三费率	25.01%	25.02%	24.02%	23.02%
净利率	9.58%	10.29%	9.98%	10.60%
ROE	18.22%	22.18%	23.99%	27.17%
ROA	11.09%	11.53%	15.52%	16.20%
ROIC	24.83%	28.50%	30.57%	35.12%
EBITDA/销售收入	13.73%	13.13%	12.60%	13.20%
营运能力				
总资产周转率	1.39	1.58	1.82	1.92
固定资产周转率	14.16	15.78	20.58	27.03
应收账款周转率	4.18	4.23	4.27	4.24
存货周转率	10.61	11.06	11.19	11.08
销售商品提供劳务经现金/营业收入	97.70%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	36.70%	30.05%	32.45%	34.05%
带息债务/总负债	32.18%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.00	2.53	2.50	2.51
速动比率	1.78	2.19	2.16	2.18
股利支付率	19.20%	18.67%	20.77%	19.11%
每股指标				
每股收益	0.47	0.69	0.93	1.35
每股净资产	2.63	3.21	3.97	5.09
每股经营现金	0.44	0.48	0.58	0.89
每股股利	0.09	0.13	0.19	0.26

业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	183.26	242.87	321.09	460.47
PE	214.91	144.45	108.02	74.30
PB	38.15	31.23	25.25	19.67
PS	20.05	14.48	10.51	7.67
EV/EBITDA	111.06	83.50	62.90	43.53
股息率	0.09%	0.13%	0.19%	0.26%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠
010-57631295
13716334008
wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

曾毅
010-57631077
15810333856
zengyi@swsc.com.cn

上海地区

罗月江
021-50755210
13632421656
lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）
0755-83288793
18665815531
liuj@swsc.com.cn

易芳
0755-88285458
18610942879
yifang@swsc.com.cn

张婷
0755-88286971
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

罗聪
0755-88286972
15219509150
luoc@swsc.com.cn