

日期: 2016年07月22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

IPO 询价区间 RMB10.80-10.80 元
上市合理估值 RMB20.28-24.34 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	42.00
发行后总股本 (百万股)	412.00
发行方式	上网定价
保荐机构	中航证券

主要股东 (IPO 前)

董凡	53.61%
----	--------

收入结构 (2016Q1)

一次性使用血液灌流器	93.14%
一次性使用血浆胆红素吸附器	3.84%
血液灌流机	0.71%
其他	2.26%

报告编号: DZY16-NSP07

首次报告日期: 2016年07月22日

血液净化领域的领军企业

■ 投资要点

公司简介

公司成立于1989年,主要从事血液灌流相关产品的研发、生产与销售,是中国血液净化领域的领军企业。公司立足于产品研发及创新,依靠自身专业的营销团队,通过产品技术的学术推广及对各医疗机构的服务支持,为患者提供安全有效的血液净化产品。公司主营产品“DNA免疫吸附柱”和“树脂血液灌流器”的市场占有率一直稳居行业首位。目前,公司共拥有95项授权专利,其中发明专利11项。

盈利预测

我们预计2016-2018年归母公司净利润增速31.03%、28.30%和28.52%,相应的稀释后每股收益为0.64元、0.82元和1.05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16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20.28-24.34元,相对于2015年的静态市盈率(发行后摊薄)为41.69-50.03倍。

定价结论

预计募集资金总额45,360万元,计划发行股份不超过4,200万股,对应每股发行价为10.80元,对应15、16年PE为22.20、16.94。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	370.94	508.91	659.63	827.63	1046.56
年增长率	22.18%	37.19%	29.62%	25.47%	26.45%
归属于母公司的净利润	160.05	200.44	262.63	336.95	433.06
年增长率	26.24%	25.24%	31.03%	28.30%	28.52%
(发行后摊薄)每股收益	0.39	0.49	0.64	0.82	1.05

数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司成立于 1989 年，主要从事血液灌流相关产品的研发、生产与销售，是中国血液净化领域的领军企业。公司立足于产品研发及创新，依靠自身专业的营销团队，通过产品技术的学术推广及对各医疗机构的服务支持，为患者提供安全有效的血液净化产品。公司主营产品“DNA 免疫吸附柱”和“树脂血液灌流器”的市场占有率一直稳居行业首位，已覆盖全国 31 个省市 3,000 余家二级及以上医院。公司曾获“2009 年国家科技进步二等奖”，2010-2011 蝉联“福布斯中国潜力企业百强榜”，2011 年被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，是全国首批、广东省第二家通过医疗器械 GMP 检查的企业。2011-2015 年连续 4 年荣获“广东省质量信用 A 类医疗器械生产企业”称号。2016 年 6 月，其原研产品入选国家“十二五”科技创新成就展。公司共拥有 95 项授权专利，其中发明专利 11 项。

1.2 行业增长前景

血液净化行业状况

血液净化是二十世纪后期在用人工肾治疗慢性肾功能衰竭的基础上发展起来的一种新型医疗技术，其治疗的适应症早已超越肾脏疾病范围被誉为与呼吸机、心脏起搏技术具有同等重要地位的治疗措施，现已成为终末期肾脏疾病（尿毒症）、危重症以及中毒患者的主要救治方法。

慢性肾脏病（CKD）已经成为全球性公共健康问题。2009 年应用 CKD 流行病学合作研究（CKD-EPI）公式对美国营养调查数据库资料的分析结果显示，美国人群 CKD 患病率 11.5%；2009 年报告的日本 20 岁以上人群 CKD 患病率为 13%；2008 年北京市流行病学调查结果显示，20 岁以上人群 CKD 患病率 13%。中华医学会肾脏病学分会（CSN）主任委员刘志红院士于 2013 年 9 月在《自然综述肾脏病学》中提到我国肾脏病学发展现状，其中提到我国的 CKD 患者约有 1.12 亿。CKD 不断进展将导致终末期肾脏疾病（尿毒症）发生，需要接受血液净化治疗。

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，其原因在于我国 ESRD 患者缺乏经济和临床医疗资源。据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；香港和美国的透析率分别为 1,106/PMP 和 1,870/PMP。

未来几年，政府将扩大对更多慢性和重大疾病的优先医疗保险覆盖，降低患者个人的经济负担。随着我国国民经济的发展，以及国家加强对医保政策的落实，国内尿毒症患者将更有能力开展透析治疗，延续生命，预计我国血液透析产业的规模增长将进一步加快。

血液灌流产业发展状况

血液灌流作为血液净化的基本治疗模式之一，在近十年间得到了迅速的发展，应用范围越来越广泛。卫生部 2010 年 2 月印发的《血液净化标准操作规程》，明确了血液灌流技术的适应症范围。血液灌流作为血液净化技术中的一种重要治疗方法，可广泛应用于尿毒症、急性药物或毒物中毒、肿瘤化疗等多个领域，其市场需求较大，产业规模将迅速增长。

国外血液灌流器产品多数采用血浆灌流方式，在进行血液灌流治疗前需先将患者血液进行分离后再进行血浆灌流；而国内厂家在吸附载体的血液相容性研究领域取得重大突破，血液灌流器多数采取全血灌流方式。与国外产品相比，国内全血灌流产品操作简单，产品价格仅为进口类似产品价格的 1/3~1/2，在市场中处于主导地位。

血液净化作为除药物、手术之外的第三种医疗手段，主要解决各种危重或疑难疾病，医疗地位不断提升。随着技术的提高与进步，血液灌流技术作为新兴医疗手段的适应病症将逐渐增加，治疗效果将不断提高；血液灌流技术虽然处于发展的初级阶段，但近年来随着国家产业政策的支持及公司的大力推广，血液灌流产业规模保持了较快发展速度。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

公司主要产品为一次性使用血液灌流器（HA 树脂血液灌流器）、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。公司产品已覆盖全国 31 个省市 3,000 余家二级及以上医院，品牌影响力不断提升，产品销售收入呈现快速增长趋势。

表 1 公司主要产品

产品系列	产品特点说明	产品用途	产品图片
一次性使用血液灌流器	经独特工艺处理的中性大孔吸附树脂，其吸附能力主要取决于三维网状结构的分子筛作用和树脂高分子亲脂疏水特性，对分子结构中有亲脂疏水基团（如带苯环或环状结构）的目标物质具有相对特异的	用于尿毒症、中毒、危重症、重型肝病、自身免疫性疾病等领域。	

吸附性能。

血液灌流机
是一种用于血液灌流的医疗设备，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综合系统。
为血液灌流提供动力。



JF-800A 灌流机

一次性使用血浆胆红素吸附器
采用离子吸附树脂，利用适当的树脂孔径、树脂表面的正电性基团、树脂骨架的亲脂基团，实现对胆红素和胆汁酸相对选择性吸附。
各种疾病引起的高胆红素血症、高胆汁酸血症。



DX-10 型血液净化机
可提供目前临床上常见应用的全部血液净化治疗方式，其自动编程系统可设计新的个体化治疗方式，可全面满足多种临床治疗的需要。
可完成目前临床上常用的血液净化组合治疗方式，如连续性血液滤过、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



资料来源：公司招股意向书 公司网站 上海证券研究所

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。

国内主要竞争对手

目前国内血液灌流器规模化生产厂家较少。与公司相比，主要竞争对手销售规模较小，通过网络查询，截至 2015 年 12 月底国内主要竞争对手基本情况如下：

表 2 国内主要竞争对手

公司名称	注册资本	主要产品
天津市紫波高科技有限公司	200 万元	一次性使用胆红素血浆灌流器
廊坊市爱尔血液净化器材厂	1,000 万元	一次性使用炭肾、一次性使用树脂吸附柱、一次性使用阴离子树脂血浆吸附柱
淄博康贝医疗器械有限公司	5,000 万元	一次性使用炭肾、一次性使用树脂灌流器、一次性使用空心纤维血浆分离器
天津市阳权医疗器械有限公司	3,000 万元	一次性血液灌流器

佛山市博新生物科技有限公司

1,000 万元

 一次性使用血液灌流器、一次性使用胆红素
 吸附柱

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

国外主要竞争对手

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，产品销售价格不仅昂贵，且需要配上血浆分离器同时使用，在我国国内销售较少。国外主要竞争对手情况如下表所示：

表 3 国外主要竞争对手

公司名称	技术路径	主要吸附剂类型	应用领域
瑞典金宝医疗用品有限公司	全血灌流	活性炭	中毒领域
日本旭化成可乐丽医疗株式会社	血浆灌流	离子树脂、聚乙烯醇凝胶	重症肝病、免疫性疾病
日本钟渊化学公司	血浆灌流	离子树脂、活性炭	家族性高胆固醇血症、系统性红斑狼疮、透析相关性淀粉样变

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

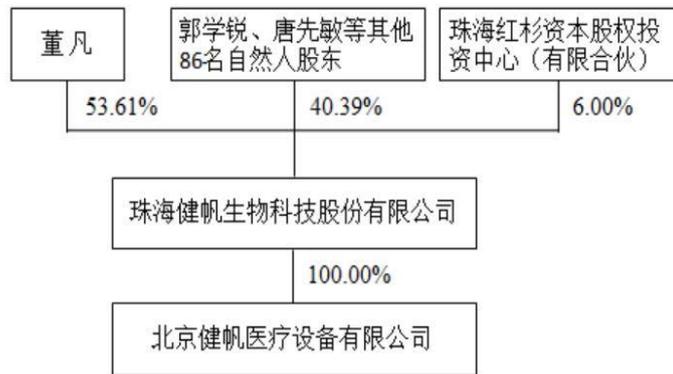
公司主要的竞争优势有：**1) 产品性能、应用领域方面的竞争优势：**公司血液灌流的技术采用全血灌流方式的血液灌流器，无需将血浆先行分离，可直接在透析机上使用，无需专属灌流设备，操作简单，易于在医院培训普及，价格较低；公司产品率先选择中性大孔树脂、炭化树脂为原材料，中性大孔树脂作为原材料在产品性能、应用领域方面具有明显的竞争优势；**2) 营销优势：**公司以专业化的学术推广、科普教育及产品技术培训为主的营销工作为血液灌流这一新兴医疗手段能够迅速被医院及医护人员接受并掌握奠定了基础，为公司的持续、快速发展提供了保障；**3) 定价优势：**公司依靠技术领先优势及行业主导地位，公司始终保持较强的产品定价能力，报告期内，公司产品销售价格基本保持稳定；**4) 未来市场定位优势：**液灌流器产品常用于疑难危重症的救治，公司已生产销售该产品十余年，未来产品定位立足于“依托领先的科技优势，发挥强大的营销能力，研发生产系列化的血液净化产品，专攻疑难危重疾病，不断满足临床医疗需求，保持行业领先地位”。

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

公司前身为丽珠集团丽珠医用生物材料厂，于 2002 年改制为珠海丽珠医用生物材料有限公司，于 2010 年整体变更设立珠海健帆生物科技股份有限公司。公司控股股东及实际控制人为董凡先生，目前持有公司 53.61% 的股份。

图 1 发行前股东结构图



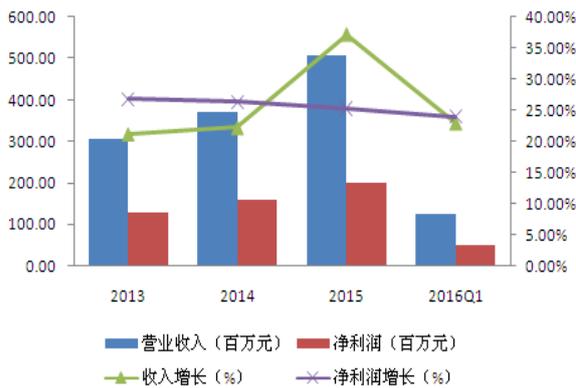
数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2.2 公司主营业务突出、净利润稳定增长

2013-2015 年，公司营业收入分别为 30,358.76 万元、37,093.75 万元和 50,890.52 万元，2014 年和 2015 年营业收入增长率分别为 22.18% 和 37.19%。公司主要收入来源是一次性使用血液灌流器，2013-2015 年，其销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 94.63%、94.52% 和 95.11%。

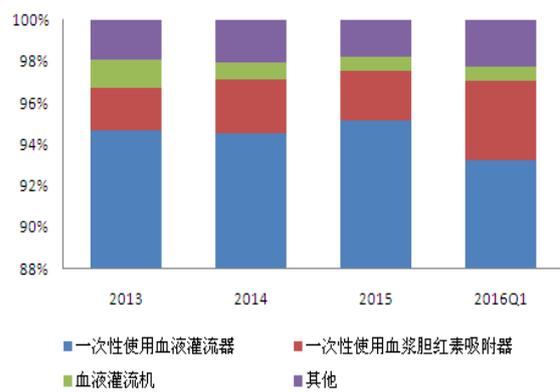
2013-2015 年，公司净利润分别 12,678.46 万元、16,004.82 万元和 20,044.10 万元，2014 年和 2015 年净利润增长率分别为 26.24% 和 25.24%，盈利水平持续提高。

图 2 公司近年收入和利润变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年主营收入结构



数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率相对稳定

2013-2015 年,公司主营业务综合毛利率分别为 83.71%、84.73% 和 84.56%, 公司产品具有技术含量较高、产品附加值较高的特点, 近年来毛利率稳定保持在较高水平。

图 4 同行业上市公司毛利率对比

公司名称	主营业务综合毛利率		
	2014 年度	2013 年度	2012 年度
冠昊生物	88.51%	89.94%	92.91%
乐普医疗	63.45%	68.97%	79.13%
和佳股份	62.86%	60.95%	53.80%
威高股份	58.82%	59.11%	57.26%
阳普医疗	43.30%	41.95%	43.52%
新华医疗	22.77%	22.78%	22.55%
平均值	56.62%	57.28%	58.20%
本公司	84.73%	83.71%	82.51%

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

2.4 募集资金投向

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 4,200 万股, 预计募集资金净额 41,624 万元。本次募集资金使用计划如下:

表 4 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	拟投入募集资金
1	研发中心扩建项目	7,208.00	7,208.00
2	生产基地扩建项目	14,159.00	14,159.00
3	生产基地扩建二期项目	15,575.00	15,575.00

4	研发中心扩建二期项目	6,850.90	4,682.00
	合计	43,792.90	41,624.00

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

研发中心扩建项目

本项目主要建设内容包括：(1) 实验室等功能性装修；(2) 增置实验仪器；(3) 建立中试车间；(4) 研发项目；(5) 建立博士后工作站；(6) 科研外联等科研密切相关的项目。本项目总投资为 7,208.00 万元，此项目建设将显著提升公司的研发技术水平及提高产品的质量和可靠性，公司研发中心扩建后，新产品的研发将进一步增加公司产品种类，提升产品的技术水平。

生产基地扩建项目

生产基地扩建项目总投资 14,159.00 万元，项目建成后，各产品产能具体产能规划如下所示：

表 5 各产品产能具体规划

产品名称	项目第 3 年	项目第 4 年	项目第 5 年
一次性使用血液灌流器（支）	198,200	441,700	740,500
DNA 免疫吸附柱（支）	1,300	5,900	16,000
一次性使用血浆胆红素吸附器（支）	3,400	13,200	37,500
血液灌流机（台）	55	130	240

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

项目投产后盈利能力测算如下：

表 6 项目投产后盈利预算（单位：万元）

产品名称	第 1 年	第 2 年	第 3 年以后
生产负荷	26%	58%	100%
营业收入	14,001.00	34,000.00	64,004.00
总成本费用	11,337.00	25,394.00	46,109.00
利润总额	2,434.00	8,069.00	16,934.00
净利润	2,069.00	6,859.00	14,394.00

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

项目达产后，年均新增销售收入 64,004.00 万元，新增净利润 14,394.00 万元。项目投资回收期 4.3 年（税后），财务内部收益率 47.9%（税后），财务收益良好。

生产基地扩建二期项目

生产基地扩建二期项目总投资 15,575.00 万元，项目建成后，各产品产能具体产能规划如下所示：

表 7 各产品产能具体规划

产品名称	项目第 3 年	项目第 4 年	项目第 5 年
一次性使用血液灌流器（支）	326,042	745,240	931,550
DNA 免疫吸附柱（支）	2,100	9,529	20,128
一次性使用血浆胆红素吸附器（支）	5,491	21,318	48,000
血液灌流机（台）		50	
模具（套）		250	

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

项目投产后盈利能力测算如下：

表 8 项目投产后盈利预算（单位：万元）

产品名称	第 1 年	第 2 年	第 3 年以后
生产负荷	33%	74%	100%
营业收入	18,374.00	45,816.00	65,384.00
总成本费用	16,583.00	38,156.00	52,631.00
利润总额	1,488.00	6,898.00	11,652.00
净利润	1,265.00	5,863.00	9,904.00

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

项目达产后，年均新增销售收入 65,384.00 万元，新增净利润 9,904.00 万元。项目投资回收期 6.3 年(税后)，财务内部收益率 31.07% (税后)，财务收益良好。

研发中心扩建二期项目

本项目主要建设内容包括：（1）总部科研楼装修改造和增置实验仪器设备；（2）北京医疗设备研究所场地购置、装修和增置实验仪器设备；（3）研发项目、人员投入等科研密切相关费用。公司拟投资 6,850.90 万元（其中拟投入募集资金 4,682.0 万元）用于研发中心扩建二期项目。此项目建设将显著提升公司的研发技术水平及提高产品的质量和可靠性，公司研发中心扩建二期项目实施后，新产品的研发将进一步增加公司产品种类，提升产品的技术水平，提升公司的综合竞争力，满足公司自身的发展战略和规划。

三、财务状况和盈利预测

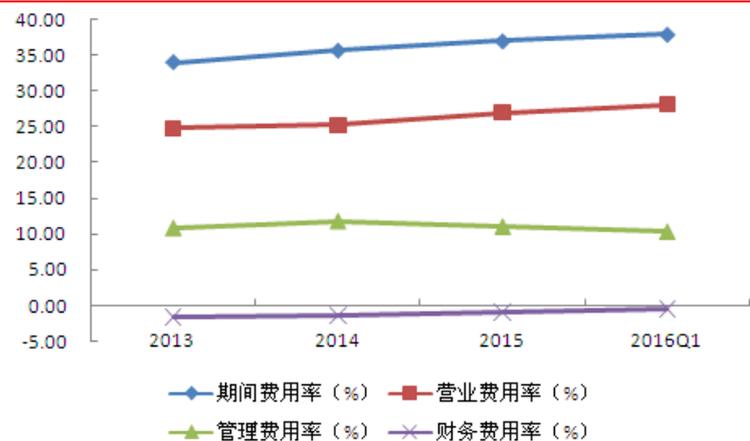
3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率稳定

公司的期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2013-2015年期间费用分别为 10,330.80 万元、13,233.95 万元和 18,826.25 万元，占营业收入比例分别为 34.03%、35.68%和 36.99%，基本保持稳定。

2013-2015 年销售费用分别为 7,528.39 万元、9,356.24 万元和 13,717.36 万元，占营业收入比例分别为 24.80%、25.22%和 26.95%，较为平稳。2013-2015 年管理费用分别为 3,296.19 万元、4,372.78 万元和 5,621.12 万元，占营业收入比例分别为 10.86%、11.79%和 11.05%，管理费用率基本保持稳定。

图 5 公司近年期间费用情况



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

主要资产周转能力指标良好

2013-2015 年，公司应收账款周转率分别为 31.09、14.77 与 10.87 次，应收账款周转率保持在较高水平。公司采取严格的信用管理政策，因此保持较强的销售回款能力。

表 9 2015 年同行业上市公司应收账款周转率

公司名称	应收账款周转率 (次/年)
冠昊生物	5.48
乐普医疗	2.77
和佳股份	1.47
威高股份	2.38

阳普医疗	3.18
新华医疗	4.56
平均	2.75
健帆生物	10.87

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2013-2015年，公司的存货周转率分别为2.11、1.81及1.92次，稳定在1.89次左右，存货周转率较低的主要原因在于主要是为了保证原料HA树脂安全存储量，公司主要原材料通常采用单批次较大量采购，原材料周转率较低所致。

表 10 2015 年同行业上市公司存货周转率

公司名称	存货周转率 (次/年)
冠昊生物	2.35
乐普医疗	3.22
和佳股份	3.57
威高股份	2.72
阳普医疗	2.59
新华医疗	2.69
平均	2.80
健帆生物	2.11

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

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。

基于以上假设，我们预计2016-2018年归属于母公司净利润增速31.03%、28.30%和28.52%，相应的稀释后每股收益为0.64元、0.82元和1.05元。

四、风险因素

4.1 产品质量控制风险

公司的主要产品血液灌流器属于III类医疗器械产品，其作为血液净化的一种耗材产品，其原理系将血液导出后通过血液灌流器中进行净化，血液灌流器直接接触人体血液，因此产品质量直接关系患者的生命健康安全。未来可能发生因物料缺陷、生产管理疏忽等不可预测因素导致产品质量问题进而造成医疗事故的情况，这将为公司的生产经营带来很大不利影响。

4.2 产品结构单一风险

2013-2015 年一次性使用血液灌流器产品占公司主营业务收入的比例较高，分别达到 94.63%、94.52%与 95.11%。虽然一次性使用血液灌流器广泛应用于尿毒症、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，但此产品为公司唯一的主要营业收入，导致公司产品结构单一。如果未来因国家政策调整、产品技术更新替代等变化影响一次性使用血液灌流器产品的生产与销售，公司的收入与利润来源将受到较大影响。

4.3 市场竞争加剧风险

公司目前在国内血液灌流相关产品生产及销售领域处于市场主导地位，暂未发现能够对公司产品构成重大竞争影响的其他品牌产品；但是随着国内血液灌流相关产品的市场规模的扩大，相关产品利润率较高的状况将吸引更多的公司加入市场竞争，目前已陆续有其他企业取得相关产品的生产注册证并开始灌流器产品的生产与销售，产品的市场竞争程度有所提高。在此形势下，如果公司应对市场竞争的措施不力，将对公司的业绩造成不利影响。

4.4、主要原材料采购集中的风险

公司主导产品一次性使用血液灌流器的主要原材料为经过特殊工艺加工的中性大孔树脂，目前主要从兴南允能采购。若主要供应商所用原材料质量不合格，或其经营环境、生产状况发生重大变化及其他不可预见因素导致公司树脂原材料短缺，有可能在短期内影响公司的正常经营。

4.5 产品注册风险

我国对医疗器械行业实行严格的准入管理，设置了较高的产品准入门槛，新产品投入生产之前必须取得监管部门颁发的医疗器械产品注册许可证。医疗器械从实验室开发到产品上市前，要经过多个主要环节，周期较长。日趋严格的行业监管增加了新产品注册难度和不确定性，延长了注册周期，将会影响公司新产品的推出，从而对公司未来经营业绩产生一定的影响。

4.6 管理风险

随着血液灌流产业的快速发展，公司产品品牌影响力不断提升，业务规模和资产规模快速增长，行业地位不断提升。随着经营规模的进一步扩大，尤其是募集资金投资项目的实施，将对现有的管理体系、管理人员提出更高的要求。如公司管理水平不能随业务规模的扩大而提高，将会对公司的发展构成一定的制约。

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 2015 年业绩和 2016、2017 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 16 年、17 年平均动态市盈率为 77.62 倍、64.04 倍，16 年、17 年医疗器械上市公司市盈率行业中值分别为 56.61 倍、40.40 倍。

表 11 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
冠昊生物	300238.SZ	49.88	0.26	0.37	0.46	191.85	134.12	108.15
乐普医疗	300003.SZ	18.91	0.64	0.41	0.53	29.48	45.86	35.77
阳普医疗	300030.SZ	15.78	0.13	0.14	0.16	121.38	109.28	96.04
和佳股份	300273.SZ	19.48	0.14	0.28	0.35	139.14	69.45	56.22
新华医疗	600587.SH	23.94	0.69	0.81	1.00	34.70	29.40	24.02
行业平均						103.31	77.62	64.04

数据来源：Wind 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预期募集资金净额 41,624 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用 3,736 万元，预计募集资金总额 45,360 万元，计划发行股份不超过 4,200 万股，全部为公开发行新股，对应每股发行价为 10.80 元，对应 15、16 年 PE 为 22.20、16.94。

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 16 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 20.28-24.34 元，相对于 2015 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 41.69-50.03 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	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	370.94	508.91	659.63	827.63	1,046.56
二、营业总成本	196.89	276.86	350.65	431.22	537.08
营业成本	56.68	78.62	100.65	125.00	155.09
营业税金及附加	6.36	9.08	11.21	14.07	17.79
销售费用	93.56	137.17	171.50	211.04	262.69
管理费用	43.73	56.21	72.56	89.38	109.89
财务费用	-4.95	-5.12	-6.60	-9.93	-10.47
资产减值损失	1.52	0.90	1.32	1.66	2.09
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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	174.04	232.04	308.98	396.41	509.48
加: 营业外收入	17.32	8.01	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.25	0.22	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	191.11	239.82	308.98	396.41	509.48
减: 所得税	31.07	39.38	46.35	59.46	76.42
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	160.05	200.44	262.63	336.95	433.06
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	160.05	200.44	262.63	336.95	433.06
七、摊薄每股收益(元)	0.39	0.49	0.64	0.82	1.05

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 万元人民币)

分业务主营收入测算	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一次性使用血液灌流器	35,052.35	48,388.22	62904.69	78630.86	98288.57
一次性使用血浆胆红素 吸附器	976.46	1,229.00	1597.70	2396.55	4313.79
血液灌流机	302.74	338.89	355.83	409.21	462.41
其他	753.93	920.89	1105.07	1326.08	1591.30
合计	37,085.47	50,876.99	65,963.29	82,762.70	104,656.07
分业务增速	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一次性使用血液灌流器	22.06%	38.05%	30.00%	25.00%	25.00%
一次性使用血浆胆红素 吸附器	55.95%	25.86%	30.00%	50.00%	80.00%
血液灌流机	-26.91%	11.94%	5.00%	15.00%	13.00%
其他	27.64%	22.15%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一次性使用血液灌流器	85.69%	85.24%	85.40%	85.50%	85.70%
一次性使用血浆胆红素 吸附器	87.88%	89.19%	89.30%	89.40%	89.50%
血液灌流机	61.18%	56.93%	55.70%	55.70%	55.70%
其他	45.43%	52.79%	50.00%	50.00%	50.00%
综合	84.73%	84.56%	84.76%	84.97%	85.30%
分业务主营成本	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一次性使用血液灌流器	5,014.50	7,142.18	9184.08	11401.47	14055.27
一次性使用血浆胆红素 吸附器	118.36	132.82	170.95	254.03	452.95
血液灌流机	117.53	145.96	157.63	181.28	204.85
其他	411.42	434.76	552.53	663.04	795.65
合计	5,661.81	7,855.72	10,065.21	12,499.83	15,508.71

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 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，任何机构和个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。