

华丽转型, 成 A 股高端放疗最佳标的

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 肿瘤需求+治疗率提升, 国内放疗市场总需求达千亿级; 2) 公司收购的玛西普为国内唯一在海外特别是美国市场形成实质性销售的伽马刀龙头企业, 其国内独家的二代头刀在海外空间巨大; 3) 间接参股美国 Protom 公司 25% 股权, 向上布局顶级小型化质子治疗系统, 募集资金向下布局放疗服务, 打造放疗设备综合供应商, 有望进一步打开公司成长空间。
- **战略布局高端放疗, 已成 A 股放疗典范。** 主动收缩原食用菌业务, 将医疗健康作为战略主业打造。公司先全资收购国内伽马刀龙头企业玛西普, 后战略间接参股美国顶级小型化质子治疗系统 Protom 公司, 已成 A 股高端放疗典范。
- **放疗为肿瘤治疗核心手段, 服务市场空间可达千亿。** 放疗为肿瘤治疗核心手段之一。从服务市场看, 按发达国家 70% 治疗率看, 国内服务市场空间达 1000 亿元, 目前国内市场规模 270 亿元, 还有 3 倍以上增长空间。从设备市场看, 国内人均设备保有量远低于 WHO 建议, 若按发达国家平均水平测算, 则国内市场容量达 600 亿元, 考虑到配置证政策有望逐步放开, 设备市场发展有望提速。
- **玛西普为国内唯一实现海外销售的伽马刀龙头企业, Protom 为被 FDA 和美国麻省总医院认可的小型化质子治疗系统典范。** 玛西普是国内唯一可生产二代头刀的龙头企业, 公司携动态旋转聚焦技术的成本优势和参股中核高通的钴源优势, 已在海外已实现实质销售, 可直接与医科达巨头全球竞争, 未来国外市场增量可期。质子治疗为放疗顶级技术, 在小型化成本大幅降低和示范效应的带动下, 国内 200 亿市场蓄势待发。Protom 为小型化质子设备典范, 产品具备小型化、模块化、集成化优势。公司产品已获 FDA 认证, 成功在全美排名第一的麻省总院开始装机, 公司有望将该产品引入国内实现销售。
- **向下探索放疗服务, 锐意转型综合供应商。** 放疗服务市场远大于放疗设备市场, 公司公告显示拟在全国 12 家医院提供立体定向放射外科设备整体解决方案, 进行纵向业务拓展, 逐渐实现由放疗设备供应商向放疗服务综合供应商的转变。玛西普的发展模式与国际放疗设备市场巨头—瓦里安有很多相似之处。我们认为公司将在上下游做进一步延伸, 未来有望在二级市场大幅增值。
- **盈利预测与投资建议。** 含并表因素影响, 我们预计未来三年收入和归母净利润复合增速分别为 42% 和 170%。分业务看, 农牧业务 2016 年预计 3000 万净利润, 可给予 9-14 亿市值; 按承诺净利润, 医疗器械业务 2016 年预计 1 亿净利润, 可给予 67-91 亿市值, 合计 76-105 亿市值, 对应摊薄后股价在 26.9-37.2 元。考虑到公司的稀缺性和成长性, 我们给予公司半年内 90 亿目标市值, 对应目标价 32 元, 维持“买入”评级。

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|----------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 280.14 | 533.48 | 669.95 | 802.68 |
| 增长率 | -9.00% | 90.44% | 25.58% | 19.81% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 10.58 | 129.43 | 165.98 | 208.49 |
| 增长率 | 103.61% | 1123.74% | 28.24% | 25.61% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.04 | 0.46 | 0.59 | 0.74 |
| 净资产收益率 ROE | 1.02% | 5.64% | 6.75% | 7.81% |
| PE | 619 | 56 | 43 | 35 |
| PB | 4.41 | 3.14 | 2.93 | 2.70 |

数据来源: Wind, 西南证券

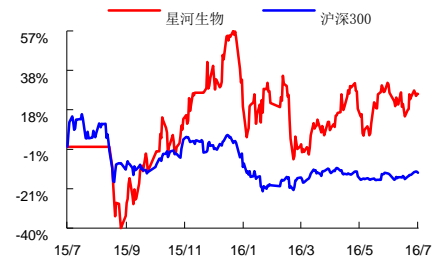
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 2.34 |
| 流通 A 股(亿股) | 1.06 |
| 52 周内股价区间(元) | 11.49-30.23 |
| 总市值(亿元) | 60.12 |
| 总资产(亿元) | 18.27 |
| 每股净资产(元) | 6.20 |

相关研究

1. 星河生物(300143): 布局顶级质子放疗, A 股最佳放疗标的 (2016-06-06)
2. 星河生物(300143): 布局高端放疗, 转型医疗健康 (2016-05-30)

投资要件

关键假设

1、食用菌业务：假设维持行业增速 15%左右；

2、医疗器械业务：假设玛西普未来能完成业绩承诺，2016-2017 年扣非净利润数分别不低于 10187 万元和 12866 万元。

我们区别于市场的观点

1、市场认为魏则西事件会对公司伽马刀业绩产生较大负面影响。我们认为该事件冲击的是疗效不确切的普通免疫细胞治疗技术和科室共建/外包模式，对公司影响不大。首先，放疗治疗已在国内外使用数十年，疗效确切；其次，公司只负责生产销售，不涉及任何科室共建/外包模式；再次，国内客户中部队医院占比不高，且公司为唯一能出口海外市场的企业，且海外市场拓展空间巨大；最后，公众对普通免疫细胞治疗热情的冷却，疗效确定的放疗可能受益。

2、市场认为质子治疗技术太新可能疗效不成熟，设备太贵难以推广。我们认为质子治疗疗效确切，已在海外临床应用 25 年，全球累计超过 13.7 万患者接受治疗，同时上海质子重离子医院已有实际证明。原有大型设备价格造价昂贵是阻碍该技术广泛推广的主要原因，随着质子治疗设备小型化技术的不断突破，设备成本已逐渐下降到 1-2 亿元，且不需要新建场地等大量投入，大大降低使用门槛。我们认为小型化质子刀将引爆国内外质子治疗市场。

3、市场认为公司在放射治疗服务方面缺乏经验。我们认为，一方面公司与四川友谊医院合作已具备一定的经验，另一方面，玛西普实际控制人刘岳均、马林皆为资深医疗投资人，具备丰富的医疗领域投资运营经验与实力，现已成公司重要股东，将鼎力支持公司发展。

股价上涨的催化因素

食用菌价格上涨、伽马刀订单超预期、大型医疗设备配置政策放开、布局放疗服务。

估值和目标价格

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.46 元、0.59 元、0.74 元，对应摊薄后 PE 分别为 56 倍、43 倍、35 倍。我们采取分步估值法，认为公司农牧业务可给予 9-14 亿市值，医疗器械业务可贡献 67-91 亿市值，合计市值在 76-105 亿市值，对应摊薄后股价在 26.9-37.2 元。虽然绝对估值价格约 17 元，但考虑到公司的稀缺性和成长性，我们给予公司半年内 90 亿目标市值，对应目标价 32 元，维持“买入”评级。

投资风险

食用菌业务不稳定性较强，或对整体业绩造成拖累的风险；放疗治疗设备由于政策变化，或导致下游需求紧缩风险；玛西普海外及国内订单拓展或低于预期风险；募投项目布局医疗服务业务进度或不及预期的风险。

目 录

| | |
|--|-----------|
| 1 布局高端放疗，转型医疗健康 | 1 |
| 1.1 战略收购玛西普，进军高端医疗器械..... | 1 |
| 1.2 主动收缩食用菌产能，高端放疗已成战略主业..... | 1 |
| 2 放疗为肿瘤治疗核心手段，服务市场空间可达千亿 | 2 |
| 2.1 放疗为肿瘤治疗的核心手段之一..... | 2 |
| 2.2 肿瘤需求+治疗率提升，驱动国内千亿级放疗服务市场..... | 4 |
| 2.3 配置证政策松动有望带动放疗设备市场快速增长..... | 5 |
| 3 玛西普为国内伽马刀龙头，产品优势明显 | 6 |
| 3.1 伽马刀为高端放疗设备代表，国内设备市场年均空间 5-10 亿..... | 6 |
| 3.2 玛西普为国内伽马刀龙头，拥有技术、成本和认证等多项优势..... | 7 |
| 4 布局顶级质子治疗，打造高端放疗典范 | 10 |
| 4.1 质子治疗为放疗皇冠明珠，国内服务市场空间约 150 亿元..... | 10 |
| 4.2 Protom 为小型化质子典范，已获 FDA 和麻省总医院认可..... | 12 |
| 4.3 质子治疗孕育牛股，IBA 股价 4 年涨 10 倍..... | 14 |
| 5 业务纵向延伸，向放疗服务综合供应商转变 | 15 |
| 5.1 下游布局放疗服务，定位放疗服务综合供应商..... | 15 |
| 5.2 国外对标放疗设备巨头瓦里安..... | 16 |
| 6 盈利预测与估值 | 18 |
| 6.1 盈利预测..... | 18 |
| 6.2 绝对估值..... | 20 |
| 6.3 相对估值..... | 21 |
| 7 风险提示 | 22 |

图 目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：并购重组方案概况 | 1 |
| 图 2：配套融资后股权结构图 | 1 |
| 图 3：公司分业务收入预测（百万元） | 2 |
| 图 4：公司分业务毛利润预测（百万元） | 2 |
| 图 5：放疗在肿瘤治疗中的地位 | 3 |
| 图 6：三大肿瘤治疗核心手段成本对比 | 3 |
| 图 7：放疗适应症 | 3 |
| 图 8：世界各国患者接受放疗比率 | 4 |
| 图 9：全球肿瘤新增病例情况 | 4 |
| 图 10：2008-2015 年国内放疗服务市场规模及增速 | 4 |
| 图 11：全球每百万人拥有的放疗设备（台） | 5 |
| 图 12：伽马刀工作原理示意图 | 6 |
| 图 13：2005-2013 年国内新增伽马刀设备量及增速情况 | 7 |
| 图 14：国内伽马刀存量市场格局（含头刀及体刀） | 8 |
| 图 15：2015 年玛西普全球装机量 | 10 |
| 图 16：不同放疗射线及其对应放疗设备 | 11 |
| 图 17：质子治疗与 X 射线治疗范围 | 11 |
| 图 18：全球运营中的质子治疗中心数量（台） | 12 |
| 图 19：全球在建的质子治疗中心数量（台台） | 12 |
| 图 20：Protom 产品技术优势 | 13 |
| 图 21：MGH 在建的质子治疗中心规划图 | 14 |
| 图 22：IBA 公司近四年股价走势图 | 15 |
| 图 23：瓦里安发展历程 | 17 |
| 图 24：1999-2015 年瓦里安股价图 | 17 |

表 目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 1: 星河生物控股子公司 (单位: 万元) | 2 |
| 表 2: 各类放疗设备使用情况 | 6 |
| 表 3: 国内市场伽马刀厂商产品情况对比 | 8 |
| 表 4: 玛西普与医科达头刀产品技术对比 | 9 |
| 表 5: 玛西普产品全球认证资质及销售市场 | 9 |
| 表 6: 全球市场主要质子治疗设备 | 12 |
| 表 7: 目前已获 FDA 批准的小型质子治疗设备 | 13 |
| 表 8: IBA 公司近 2010-2015 年收入结构 | 14 |
| 表 9: 一个标准肿瘤治疗中心的配置投入 (万元) | 16 |
| 表 10: 公司业务分拆收入预测 | 18 |
| 表 11: 公司期间费用情况 | 20 |
| 表 12: 绝对估值假设条件 | 20 |
| 表 13: FCFE 估值敏感性分析 | 21 |
| 表 14: 食用菌业务可比上市公司盈利预测 | 21 |
| 表 15: 伽马刀业务可比上市公司盈利预测 | 21 |
| 附表: 财务预测与估值 | 23 |

1 布局高端放疗，转型医疗健康

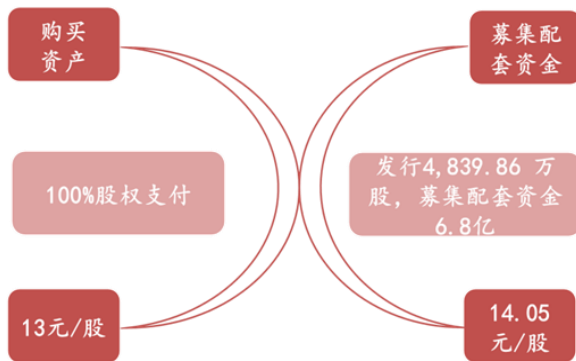
1.1 战略收购玛西普，进军高端医疗器械

星河生物成立于 1998 年，于 2010 年在深交所创业板上市，是全国食用菌工厂化生产领域的龙头企业，主营鲜品食用菌的研发、生产和销售。2015 年公司并购了生产制造伽马刀的深圳玛西普公司，正式进军高端医疗设备领域。

交易方案简介：公司已通过发行股份的方式购买了刘岳均等持有的深圳玛西普 100% 股权，同时拟向叶运寿和刘岳均等发股募集配套资金不超过 6.8 亿元。交易完成后，星河生物董事长叶运寿与其一致行动人共持有公司 36.84% 的股份，仍为公司实际控制人。

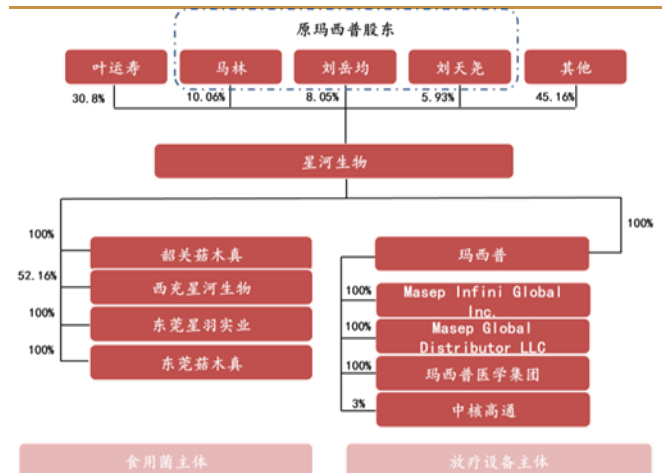
并购重组完成后，玛西普控制人刘岳均、马林和刘天尧将合计持股约 24%，同时玛西普三位技术核心人员徐涛、纪远平、王刚合计持股 3.2%，同时承诺未来在玛西普工作时间不少于 5 年，玛西普股东及核心人员持股有利于玛西普未来发展的稳定性和持续性。

图 1：并购重组方案概况



数据来源：公司公告，西南证券

图 2：配套融资后股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券

1.2 主动收缩食用菌产能，高端放疗已成战略主业

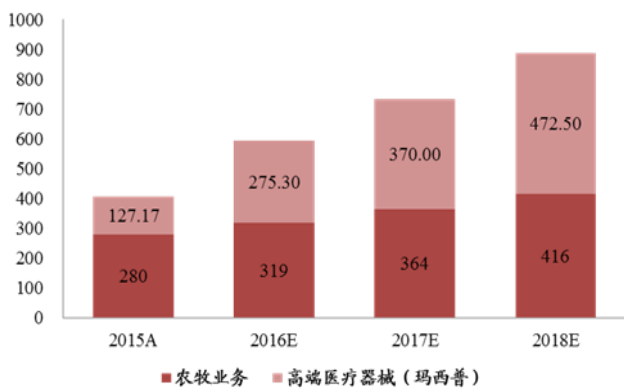
受同质化竞争加剧影响，食用菌产品价格不断下降，公司主营食用菌业务业绩连续两年亏损。2015 年公司对食用菌产业进行了主动性的产能调整，结束了清溪分公司、清溪第二分公司及塘厦基地三个未能达到规模效益的生产基地业务，转让了亏损最为严重的新乡星河全部股权，剥离了不良资产，仅保留了最具成本和市场优势的韶关和西充两个生产基地。2015 年度实现归母净利润为 1057.7 万元，同比增长 103.6%，成功实现扭亏为盈。

表 1: 星河生物控股子公司 (单位: 万元)

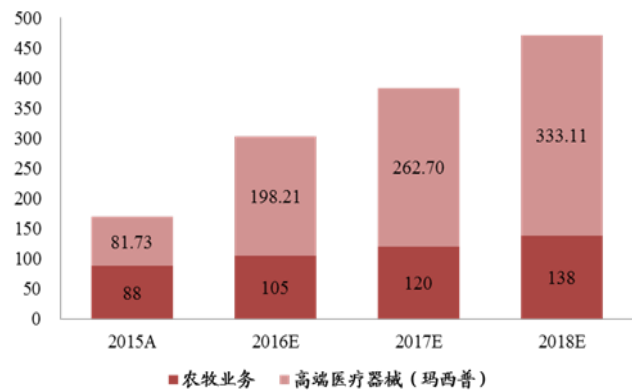
| 被参控公司 | 参控关系 | 直接持股比例 | 被参控公司 注册资本 | 投资额 | 营业收入 | 净利润 |
|-------------------|------|--------|---------------|------------|-----------|----------|
| 韶关市菇木真生物科技有限公司 | 子公司 | 100 | 11,300.00 | 11,300.00 | 13,570.69 | 2,135.20 |
| 西充星河生物科技有限公司 | 子公司 | 52.16 | 10,180.98 | 5,165.59 | 13,655.53 | 954.47 |
| 东莞市星羽实业有限公司 | 子公司 | 100 | 1,000.00 | 3,550.51 | 0 | -19.99 |
| 东莞市菇木真农业科技有限公司 | 子公司 | 100 | 819.00 | 112,500.11 | 11,241.14 | 6,067.64 |
| 玛西普医学科技发展(深圳)有限公司 | 子公司 | 100 | 200.00 | 200.00 | 3.27 | -14.43 |

数据来源: 公司公告, 西南证券

公司 2016 年一季度营业收入 8099.2 万元, 由于季节因素, 玛西普一般下半年确认收入较多, 收入主要由传统食用菌贡献。考虑到下半年收入逐步确认且高端医疗设备利润空间较大, 预计随着未来玛西普在公司的收入占比将不断加大。我们测算 2016 年公司高端放疗设备收入将超过蘑菇业务, 毛利占比将达 70% 以上, 即高端医疗器械已成公司战略主业。

图 3: 公司分业务收入预测 (百万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券, 注: 假设 2015 年也全年并表

图 4: 公司分业务毛利润预测 (百万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券, 注: 假设 2015 年也全年并表

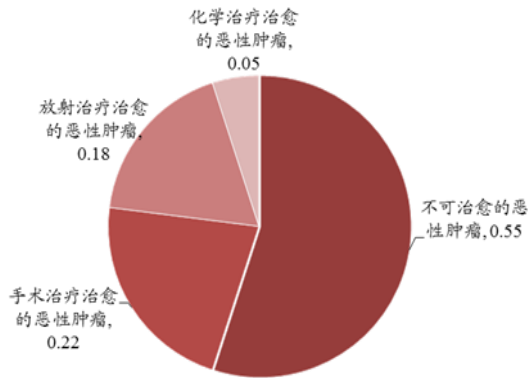
2 放疗为肿瘤治疗核心手段, 服务市场空间可达千亿

2.1 放疗为肿瘤治疗的核心手段之一

目前肿瘤治疗的核心治疗手段有三种, 分别是外科手术治疗, 放射治疗 (放疗) 和化学药物治疗 (化疗)。其中, 放射治疗是基于放射治疗设备产生各种射线照射肿瘤, 破坏细胞染色体, 来抑制和杀灭癌细胞。WHO 公布的官方数据显示: 45% 的恶性肿瘤是可以治愈的, 这其中外科手术治疗占 22%, 放疗占 18%, 化疗占 5%。相比于手术治疗和化疗, 放疗具有操作上更简单、造成的副作用和创伤小、综合成本低的优势。在肿瘤治疗中, 可以单独使用或是与手术治疗及化疗配合使用。

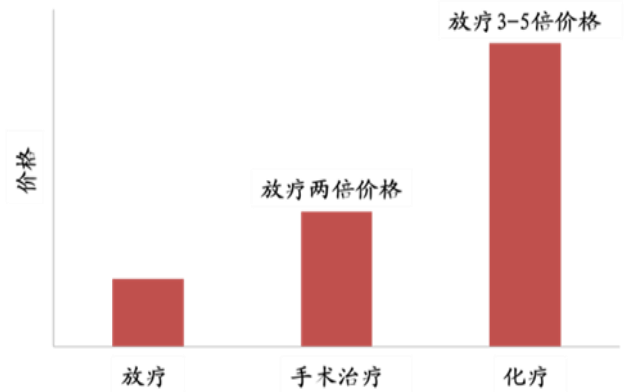
与最近兴起的免疫细胞治疗不同, 放射治疗发展已近百年历史, 充足的临床案例已经显示放射治疗为放疗确切的治疗手段, 已成肿瘤治疗核心治疗手段之一。我们认为 2016 年 5 月发生魏则西事件冲击的是疗效不确切的普通免疫细胞治疗技术和科室共建/外包模式, 对传统放射治疗影响不大。

图 5: 放疗在肿瘤治疗中的地位



数据来源: WHO, 西南证券

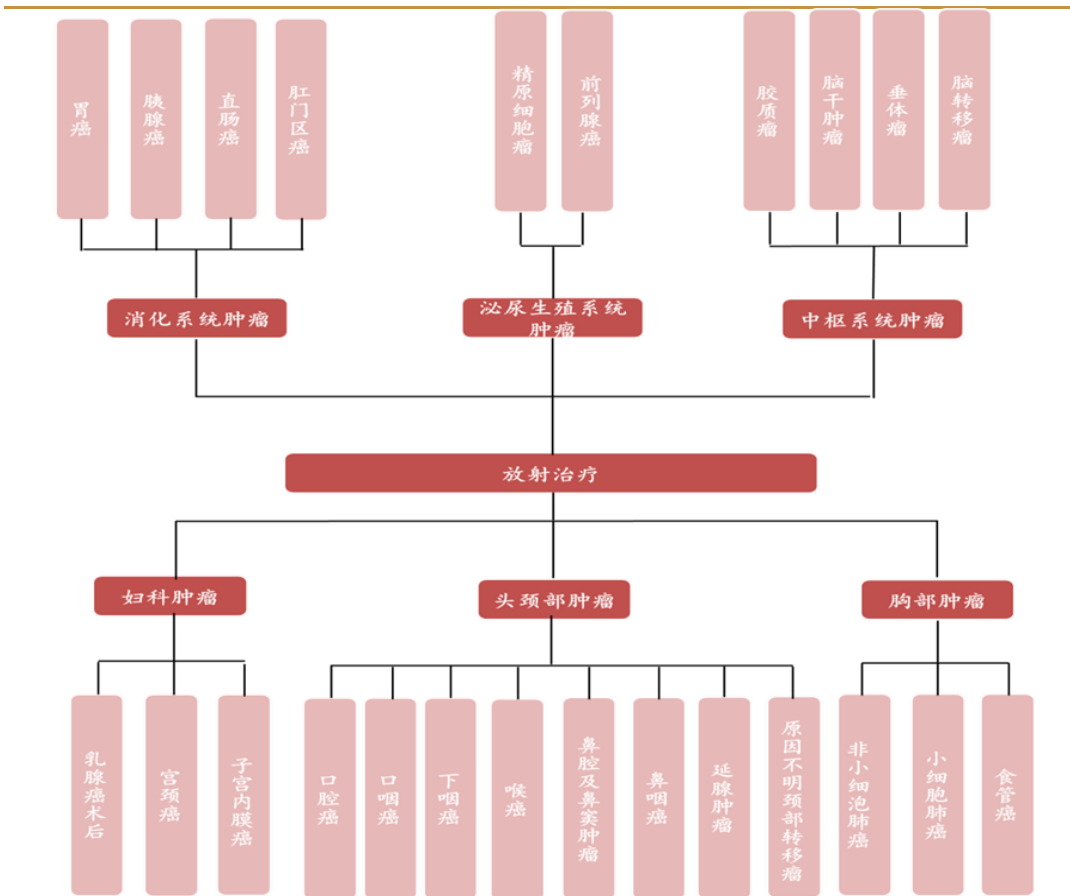
图 6: 三大肿瘤治疗核心手段成本对比



数据来源: SBU, 西南证券

临床研究表明, 放疗的适应症广泛, 几乎可以用于所有癌症, 尤其适用于手术治疗难度较大的头部肿瘤和各类早期肿瘤。

图 7: 放疗适应症



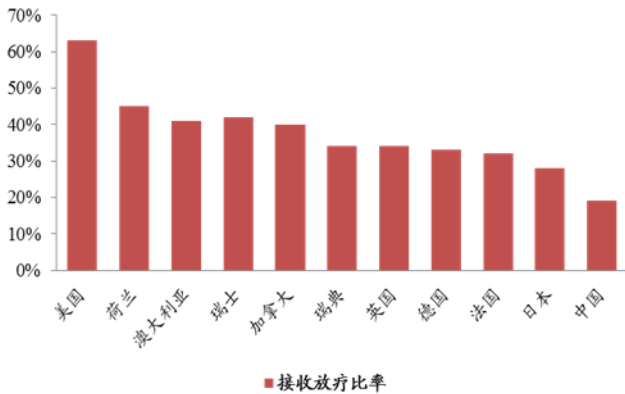
数据来源: CNKI, 西南证券

2.2 肿瘤需求+治疗率提升，驱动国内千亿级放疗服务市场

恶性肿瘤是死亡第一杀手，据 WHO 发表的《全球癌症报告 2014》显示，2012 年全球癌症新增病例达到 1400 万，预计将逐年递增至 2025 年的 1900 万人，到 2035 年将可能达到 2400 万人。2012 年的新增癌症病例中，近一半在亚洲，其中大部分在中国。中国癌症最新统计数据显示，2015 年中国预计有 429.2 万例新发肿瘤病例，占全球总数的 21.8%。

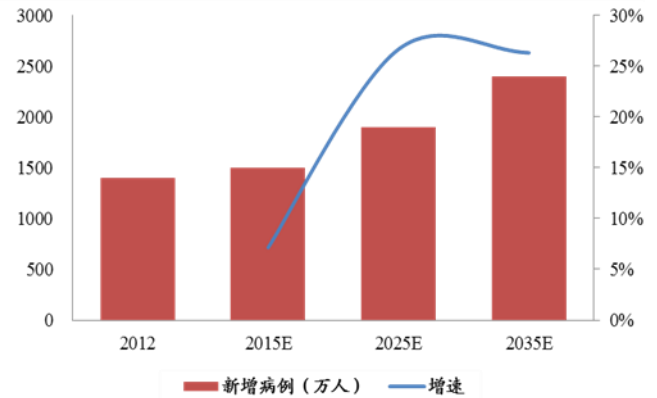
Radiihe Oncol 2005 年的数据显示，每年新发的癌症病人中，大约 70% 需要进行放射治疗。国际放疗产业巨头医科达 2013 年的研究报告显示，世界各国目前采用放疗方法治疗癌症的患者比例与经济发达程度和医疗理念的先进程度存在正相关性，美国已达到 63%，加拿大等发达国家普遍超过 40%，而中国低于 20%。我们认为，随着经济的发展和国内放疗理念的提升，按前 40% 的治疗率算，每年新增需进行放射治疗的病例将达到 170 万人。

图 8：世界各国患者接受放疗比率



数据来源：《全球癌症报告 2014》，西南证券

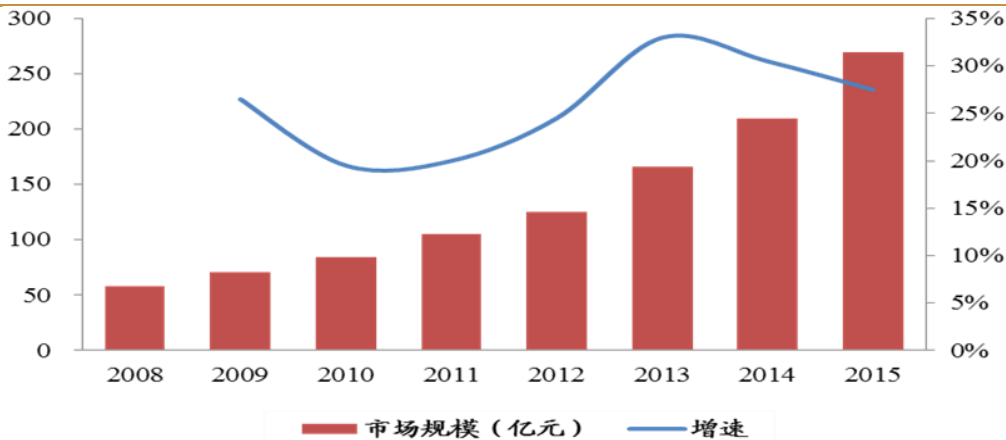
图 9：全球肿瘤新增病例情况



数据来源：医科达公司研究报告，西南证券

据 Frost & Sullivan 咨询市场调研数据显示，目前我国的放疗市场已经由 2008 年的 58.3 亿元增长至 2015 年的 269 亿元，年复合增速为 24.4%。考虑到，每年新增 170 万人的放疗服务需求，若平均 4 个疗程，每疗程费用 1.5 万，则放疗服务市场将达 1020 亿元。

图 10：2008-2015 年国内放疗服务市场规模及增速

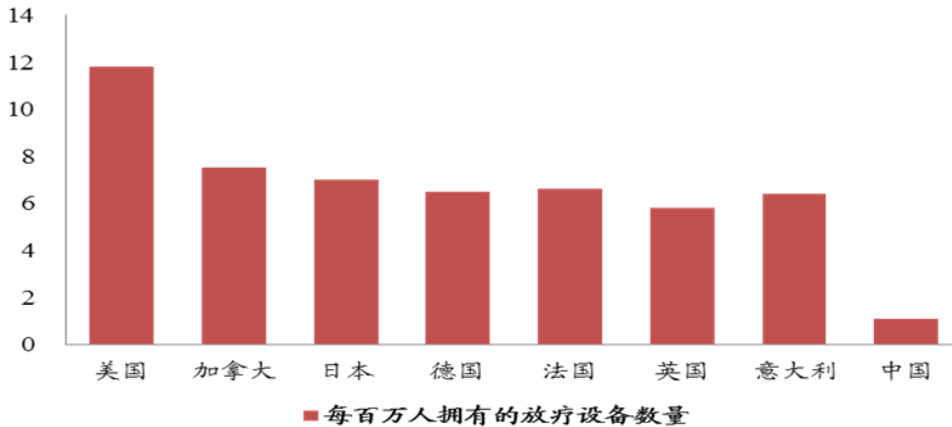


数据来源：Froster & Sullivan database，西南证券

2.3 配置证政策松动有望带动放疗设备市场快速增长

根据 WHO 的建议，每百万人应拥有放疗设备 6-7 台。加上其他放疗设备，目前国内放疗设备总保有量约 1400 台，每百万人保有量约 1 台，我国每百万人拥有放射性治疗设备不足美国的 1/10，德日等国家的 1/6，国内设备服务市场仍有巨大成长空间。以平均每百万人 6 台算，则需求总量 7800 台，假设放疗设备均价 800 万，则市场容量 600 亿人民币。

图 11：全球每百万人拥有的放疗设备（台）



数据来源：WHO，西南证券

放疗设备在国内市场上的保有量低，主要是由于我国对公立医院购买大型医疗设备实行分级配置许可制度。国家规定单价在 500 万元以上的属甲类医疗设备，其全国范围内的配置数量需定期由卫生主管部门、国家发改委进行配置规划，受国家重点监管。

随着市场发展，国内配置许可制度有逐步放开的趋势。2014 年初，国家优先在广东、浙江、江苏、上海、成都等 5 省市试点，放松了医疗机构配置证要求，同时为了鼓励购置国产大型设备，重点放开了购置国产大型设备的配置证。随着配置证政策在各地的进一步放宽，限制放疗设备购置的最大因素有望消除。我们认为，配置证政策的松动有望带动国内放疗设备市场快速增长。

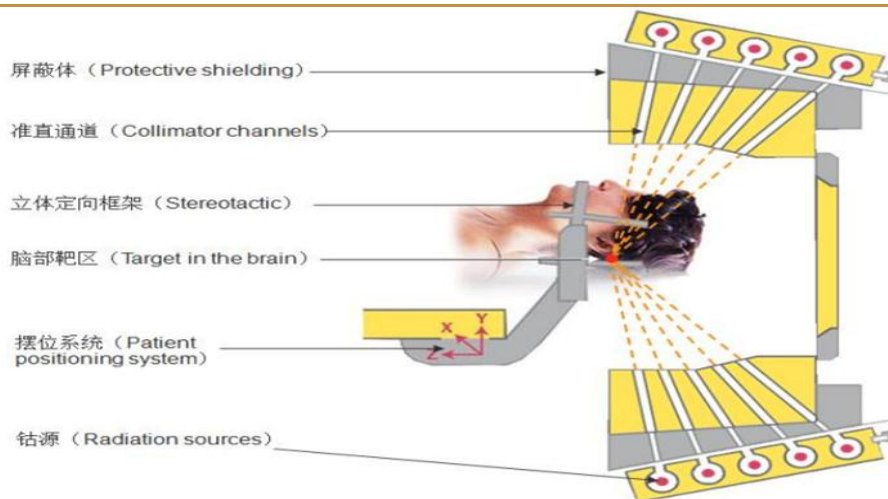
3 玛西普为国内伽马刀龙头，产品优势明显

3.1 伽马刀为高端放疗设备代表，国内设备市场年均空间 5-10 亿

伽马刀和医用直线加速器是目前国内放疗设备主流产品，引入国内时间较早。其中，伽马刀是立体定向放射外科的典型代表，学名立体定向 γ 射线放射治疗系统，是一种融合现代计算机技术、立体定向技术及外科技术于一体的治疗性设备。伽马刀通过将钴源放射出的 γ 射线几何聚焦于病灶，一次性摧毁靶点内的肿瘤组织。与医用加速器为代表的普通放疗设备相比，其精准性更强，治疗时间更短，副作用更小。因此在治疗靶区体积比较小、要求精度很高的部位肿瘤（如脑部肿瘤）时有很大的优势。

伽马刀分为头部伽马刀、体部伽马刀和全身（头体一体）伽马刀。头部伽马刀是将多个钴源安装在一个球型头盔内，使之聚焦于颅内的某一点，形成一窄束边缘锐利的伽马射线。在治疗时将窄束射线汇聚于病灶形成局限的高剂量区来摧毁病灶，主要用于颅内小肿瘤和功能性疾病的治疗。体部伽马刀主要用于治疗全身各种肿瘤。

图 12：伽马刀工作原理示意图



数据来源：公司公告，西南证券

目前国内医用加速器和伽马刀治疗费用均在医保覆盖范围内，相比其他质子刀、射波刀等放疗设备，伽马刀和直线加速器在国内使用较多，伽马刀当前国内保有量在 350 台左右。

表 2：各类放疗设备使用情况

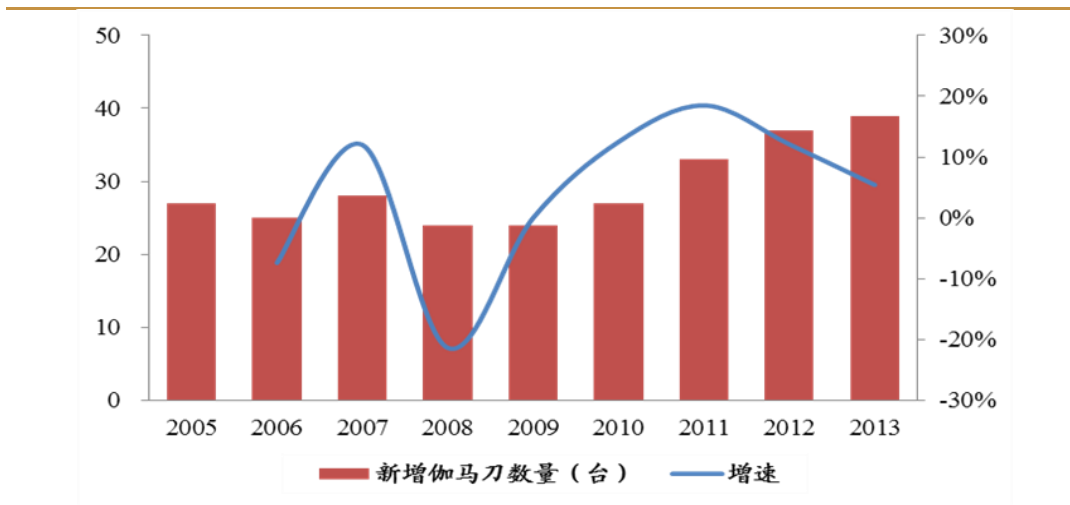
| 设备名称 | 特点 | 售价 | 治疗费用（次） | 国内市场保有量 | 医保覆盖范围 |
|--------|--------------------------------|----------------|----------|---------|--------|
| 伽马刀 | 价格适中；全年使用，尤其脑部疾病；剂量衰减慢、副作用大 | 700-2000 万 | 1-2 万 | ~350 台 | 基本完全覆盖 |
| 医用加速器 | 价格适中，临床技术稳定 保养维护费用高，每年需检修 | 300 万元-3000 万元 | 5000-2 万 | 1000 台 | 基本完全覆盖 |
| 质子重离子刀 | 肿瘤精准治疗，疗效高，副作用小 价格高，保养维修费用高 | 3 亿-20 亿元 | 30 万 | 16 台 | 无 |
| 射波刀 | 最精确的 IMRT 立体放疗系统 保养维修费用高 | ~4000 万元 | >5 万 | 20 台 | 无 |

| 设备名称 | 特点 | 售价 | 治疗费用（次） | 国内市场保有量 | 医保覆盖范围 |
|--------|---------------|-------------|------------|----------|--------|
| 近距离照射 | 浅表层肿瘤 精确度低 | 10-300 万元 | 5000-1.5 万 | 数量多，具体不详 | 全部 |
| TOMO 刀 | 直线加速器+三维聚焦 | 4500-5000 万 | 5-10 万 | ~10 台 | 无 |

数据来源：西南证券整理

据 Frost & Sullivan 统计数据显示，受制于公立医院需要配置证的政策，2013 年国内新增伽玛刀近 40 台，按销售额算约 4 亿元，2008-2013 年复合增速约 10%，预计目前设备市场年均销售额在 5 亿以上，随着民营医院的发展和配置证政策的松动，我们认为国内设备市场年均空间应在 5-10 亿之间。

图 13：2005-2013 年国内新增伽马刀设备量及增速情况



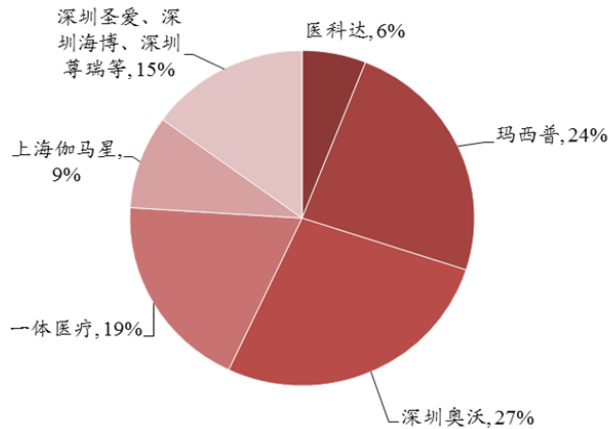
数据来源：Froster & Sullivan, 西南证券整理

3.2 玛西普为国内伽马刀龙头，拥有技术、成本和认证等多项优势

玛西普为唯一可生产二代头刀且在美国实现实质销售的国内放疗龙头企业

伽玛刀是当前所有肿瘤放疗设备中，国内产品与国际差距最小的领域，以“伽玛刀之父”宋世鹏在 1995 年创建深圳奥沃为起点，国内拥有自主知识产权的动态旋转聚焦技术的伽马刀企业蓬勃发展。从存量市场看，国内企业远超国外以静态聚焦技术为核心的医科达。国内企业中深圳奥沃第一，玛西普第二。由于宋世鹏 1999 年离开深圳奥沃，加上公司经营不善和人才流失，2005 年后基本上增量很少。从增量市场看，玛西普 2014-2016 年订单分别为 8、8、18 台，已成国内龙头。玛西普目前生产的拥有自主知识产权的伽玛刀包括：第一代头部伽玛刀、第二代头部伽玛刀和体部伽玛刀三种产品。虽然国内有 7 个厂商生产伽马刀，但公司是国内唯一能提供二代伽马刀的龙头企业，并且在海外市场特别是美国市场形成实质销售的企业，当前市场上唯一可在国内外市场与国际巨头瑞典医科达直接竞争的国内企业。

图 14: 国内伽马刀存量市场格局 (含头刀及体刀)



数据来源: 西南证券整理

表 3: 国内市场伽马刀厂商产品情况对比

| 厂商 | 医科达 | 玛西普 | 一体医疗 | 深圳奥沃 | 上海伽马星 | 深圳圣爱 | 深圳海博 | 深圳尊瑞 |
|-------------|--------------------|----------------------------|--------|------------------|--------|---------------------|--------|--------|
| 产品种类 | 头刀 | 头刀+体刀 | 全身刀 | 头刀+全身刀 | 头体一体刀 | 头刀+头体一体刀 | 头体一体刀 | 头刀 |
| 聚焦方式 | 静态聚焦旋转聚焦 | 旋转聚焦 | 旋转聚焦 | 旋转聚焦 | 旋转聚焦 | 旋转聚焦 | 旋转聚焦 | 旋转聚焦 |
| 钴源数量 | 一代 201 个, 二代 192 个 | 25-30 个 | 42 个 | 30 个 | 154 个 | 头刀 30 个, 头体一体刀 54 个 | 18 个 | 30 个 |
| 国内最新认证时间 | 2012 年 | 2015 年 | 2013 年 | 头刀 1996, 体刀 1999 | 2008 年 | 2005 年 | 2002 年 | 2010 年 |
| 产品销售价格 (万元) | 2000-2004 | 一代头刀、体刀 700 万, 二代头刀 1200 万 | 600 | / | 600 | 600-700 | 600 | / |
| 市场保有量 (台) | ~50 | 头刀 45 台+体刀 23 台 | 44 | / | / | / | / | / |
| 出口情况 | 全球广泛装机 | 10 台 (美国 1 台) | 无 | 无 | 无 | 无 | 无 | 无 |

数据来源: 产业信息网, 西南证券

参股中核高通, 占据钴源优势地位

“有核”是伽玛刀产品区别于其他治疗设备的主要特点, 这是由于伽玛刀系统中放射线来源于结构中的钴源钴-60。含有放射性核素的特点决定了由于全球各国对核材料的管制, 钴源的生产企业必须具备相应资质, 且钴源的产量受到的影响因素较多。放射性元素钴-60 的供应是限制伽玛刀每年产量的瓶颈之一。

玛西普与中核高通 (国内唯一一家钴-60 供应商) 拥有常年的合作关系, 并持有中核高通 3% 的股权。公司是中核高通股东中唯一生产伽马刀的, 拥有优先供应权。由于现阶段高比活度的钴-60 属于紧俏资源, 我们估计目前国内每年钴-60 供应量能满足数十台伽玛刀的生产, 今年中核高通已经在秦山核电站开通新的钴源生产线, 未来可能每年增加满足 60 台左右伽玛刀的钴-60 供应量。玛西普与中核高通建立起稳定的合作关系可以在公司产品市场规模扩大时保证钴源的及时装机和产品验收。

成本优势明显，可在海内外抢占医科达市场份额

玛西普动态聚焦的伽马刀产品与国际巨头医科达静态聚焦的伽马刀相比，在钴源使用上存在明显的技术优势。公司第一代头刀仅需 30 个钴源，第二代仅需 25 个钴源，而医科达第一代需要 201 个钴源、第二代需要 192 个钴源。在治疗效果相当的前提下，公司产品大大减少了需要封装的钴源数量，降低了设备成本（伽马刀的主要成本是钴源，而钴源成本主要体现在封装复杂上）。

表 4：玛西普与医科达头刀产品技术对比

| 公司 | 产品型号 | 聚焦方式 | 钴源数量 | 头盔 | 治疗范围 | 有无远程维护 | 剂量适形调强 |
|-----|----------------------|-----------|------|----|----------------|--------|--------|
| 玛西普 | 一代头刀 Masep Srrs | 多源旋转等距聚焦 | 25 | 1 | 100/120/150 mm | 有 | 无 |
| | 二代头刀 Masep Infini | 多源旋转非等距聚焦 | 30 | 无 | 160/180/220 mm | 有 | 无穷可能 |
| 医科达 | Elekta C 型头刀 | 多源静态等距聚焦 | 201 | 4 | 100/120/150 mm | 无 | 无 |
| | 新一代头刀 Perfexion | 多源静态非等距聚焦 | 192 | 无 | 160/180/220 mm | 无 | 48 可能性 |

数据来源：公司公告，西南证券

技术优势为玛西普伽马刀带来了巨大的成本竞争优势。国内市场上玛西普一代头刀价格约 700 万元，二代头刀价格约 1200 万元，医科达的一代和二代同类产品定价则在 2000-2400 万元，价格相差悬殊。若剔除国内特有的体刀，仅计算头刀的话，医科达在国内存量约 50 台，玛西普头刀存量 48 台，市场份额已经十分接近，即玛西普在国内市场已对医科达带来较大威胁。

获得多个海外国家认证，在海外形成实质销售，未来有望带来较大增量

玛西普的伽马刀产品不仅在国内的医院广泛装机，还取得多个国家的产品销售资格。目前玛西普是唯一通过美国 FDA 和欧洲 CE 认证的国内伽马刀生产厂商，已经先后获得中国 CFDA、美国 FDA、美国 SS&D、欧盟 CE 认证等多个权威认证资质，获得了全球多个主要市场的准入资格。目前玛西普伽马刀产品已出口至多个国家，特别是美国市场实质性装机一台，表明公司不仅获得 FDA 认可，也获得了美国客户的认可。

表 5：玛西普产品全球认证资质及销售市场

| 产品名称 | 主要资质 | 销售国家 |
|----------|-----------------------------------|-----------------------------|
| 第一代头部伽马刀 | CFDA 认证、美国 FDA510 (K) 认证 | 中国，美国，萨尔瓦多，土耳其， 哈萨克斯坦，越南 |
| 第二代头部伽马刀 | CFDA 认证、美国 FDA510 (K) 认证、欧盟 CE 认证 | |
| 体部伽马刀 | CFDA 认证（续证过程中）、欧盟 CE 认证（续证过程中） | |

数据来源：公司公告，西南证券

2015 年底玛西普已有 18 台订单在手：7 台一代头刀、6 台二代头刀、5 台一体机，其中国内 12 台，其他销往美国、蒙古、哈萨克斯坦、越南等地。国内和国外的销售金额大体相等，约合计 2 亿人民币。我们认为玛西普伽马刀除了国内市场，海外市场的拓展将为公司带来较大增量。

图 15：2015 年玛西普全球装机量


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 布局顶级质子治疗，打造高端放疗典范

收购玛西普后，公司持续加速在高端放疗设备领域布局，近期公司公告拟以 1,100 万美元的现金增资香港 GSL 公司，该公司目前持有美国先进质子放疗设备企业 Protom 公司 25% 的股份。GSL 增资认购 7,500 股，增资后约持有标的公司 43% 的股权，从而间接持有 Protom 公司 10% 以上股份，此举表明公司正式进军国际顶级放疗设备领域。

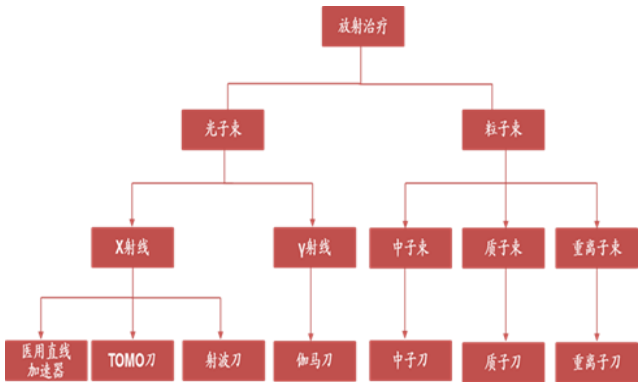
4.1 质子治疗为放疗皇冠明珠，国内服务市场空间约 150 亿元

质子治疗是目前疗效最好、副作用最少的放射治疗方法

质子治疗的原理是将时速约为 2/3 倍光速的高能质子束打入人体，到达癌细胞的特定部位时，速度突然降低并停止，释放最大能量将癌细胞杀死。由于质子束速度非常快，在体内与正常组织或细胞发生作用的机会极低，能够在治疗的同时有效地保护正常组织。基于质子治疗的设备又称质子刀，目前的肿瘤放疗设备中，质子刀是处于技术最前沿的设备之一。

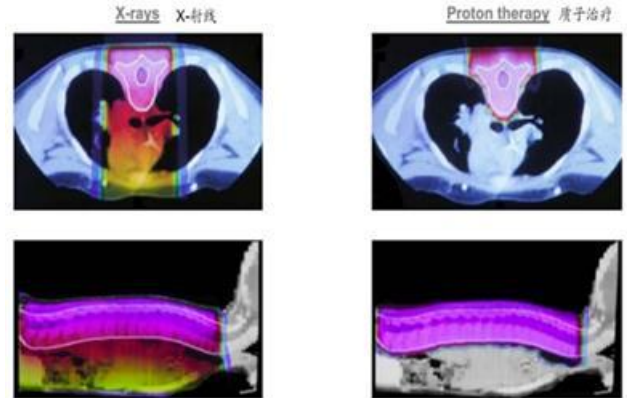
相较传统的放射方式（ γ 射线、X 射线），减少并发症的发生，质子治疗具备穿透性强、剂量分布好、局部剂量高、旁散射少的特征，可以使肿瘤的治疗剂量提高 20%~30%，实现精准放疗。质子治疗几乎适用于所有实体肿瘤，对有重要组织器官包绕的肿瘤和深层肿瘤更加显示出较大的优越性，特别适合手术难度大的肿瘤。质子治疗精准性方面和杀伤性方面的优越性促使其在全球范围内蓬勃发展。

图 16: 不同放疗射线及其对应放疗设备



数据来源: 西南证券整理

图 17: 质子治疗与 X 射线治疗范围



数据来源: PTCOG, 西南证券

质子治疗正在国外蓬勃发展, 国内才刚刚兴起

由于质子医疗手术费用较高, 治疗费用从 25-60 万不等, 且设备占地面积较大, 技术复杂性较高, 因此普及程度较低, 在国内正处于起步阶段。来自国际粒子治疗合作组织 (PTCOG) 统计数据显示, 目前全球正常运营中的质子重离子治疗中心约 50 个, 主要分布在美国、欧洲和日本等发达国家和地区。到目前为止, 共治疗了 3~4 万名患者, 仅欧美和日本就已累计治疗 2 万多个病例, 一般治疗效果达到 95% 以上, 五年存活率高达 80%。

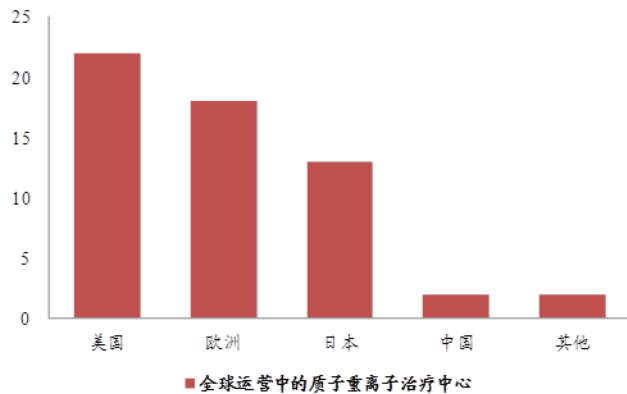
国内目前已经投入使用的只有上海质子重离子医院和山东淄博万杰肿瘤医院, 其中上海质子重离子医院 2015 年试运营以来收治病人已有 283 例, 预计运营成熟后治疗人数将达 1500 人, 其安全性和有效性也已在近期医院发布的总结报告中得到证实。

设备年均市场空间 12.5 亿元, 服务市场空间约 150 亿

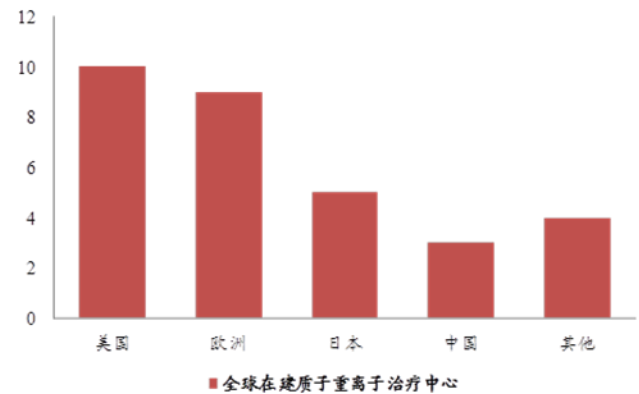
随着质子治疗技术的日趋成熟, 包括中国在内的全球多个国家都正积极筹建质子治疗中心。2009 年至 2014 年统计数据显示全球质子重离子治疗中心的数量以平均 10% 的速度增加。据 21 世纪经济报道, 截至 2015 年 8 月, 国内已有 9 家质子重离子中心计划在上海、重庆、武汉、合肥等省市开始建设, 目前全国合计有约 60 家医疗机构正申请建设质子治疗中心。

一般而言重离子治疗项目投资远高于质子治疗项目, 传统大型质子重离子项目远高于新兴小型质子项目, 另外治疗室从 1 个到多个价格又都不一样, 我们假设 60 家机构中传统大型质子重离子项目占比 15%, 治疗设备均价 10 亿元, 其余为小型质子治疗项目, 治疗设备均价 2 亿。则治疗设备市场容量 (不含基建及其他配套设施) 为 $60 \times 15\% \times 10 + 60 \times 85\% \times 2 = 190$ 亿元。若分 15 年装机完成, 年均设备市场空间约 12.5 亿元。

若按 IBA 预测亚洲每年质子治疗 50 万人, 则中国至少 15 万人。考虑到区域、经济状况等因素, 我们认为国内能接受质子治疗的病人至少有 10 万人, 按降价后每个 15 万治疗费用算, 国内每年质子治疗服务市场空间约 150 亿元。

图 18: 全球运营中的质子治疗中心数量 (台)


数据来源: PTCOG, 西南证券

图 19: 全球在建的质子治疗中心数量 (台台)


数据来源: PTCOG, 西南证券

4.2 Protom 为小型化质子典范, 已获 FDA 和麻省总医院认可

质子治疗紧凑化小型化趋势明显

质子治疗系统目前以多室设备 (3-5 个治疗室) 为主, 其全球推广的限制性因素在于设备价格昂贵 (5000-8500 万美元), 占地面积太大 (近万平方米), 建成时间长, 未来占地小、价格低、能较快建成的紧凑型质子治疗系统是设备发展趋势。

表 6: 全球市场主要质子治疗设备

| 公司 | 设备型号 | 治疗室 | 是否紧凑型 | 价格 (百万美元) |
|----------|--------------|-----|-------|-----------|
| Varian | Probeam | 5 室 | 否 | ~85 |
| IBA | Proteus Plus | 5 室 | 否 | ~50 |
| Optivus | Comform | 5 室 | 否 | |
| Hitachi | Probeat | 4 室 | 否 | ~60 |
| Sumitomo | P235 | 4 室 | 否 | ~48 |
| 日本三菱 | | 4 室 | 否 | ~50 |
| Protom | Radiance330 | 3 室 | 是 | 25-35 |
| Optivus | Comform | 3 室 | 是 | 25-35 |
| IBA | Proteus one | 1 室 | 是 | ~23 |
| Mevion | S250 | 1 室 | 是 | ~25 |
| CPAC | DWA | 1 室 | 是 | |

数据来源: 西南证券整理

Protom 为紧凑型质子治疗设备供应商, 小型化、模块化和集成化优势明显

星河生物此次拟增资间接持股的美国 Protom 公司成立于 2008 年 1 月, 是目前全球为数不多的提供小型质子设备的公司之一。主打产品 Radiance330® 质子治疗系统已于 2014 年获得美国 FDA 认证, 是目前市场上最先进的模块化、小型化质子治疗系统。目前在手订单 4 台, 其中美国 3 台, 国内 1 台。Protom 的优势在于用小型同步加速器开发出比常规质

子治疗装置更小空间且模块化的质子治疗系统，目前其下一代同步加速器技术方案来自俄罗斯 Lebedev 物理研究所专利，独家拥有除欧洲市场以外地区的使用权。

表 7：目前已获 FDA 批准的小型质子治疗设备

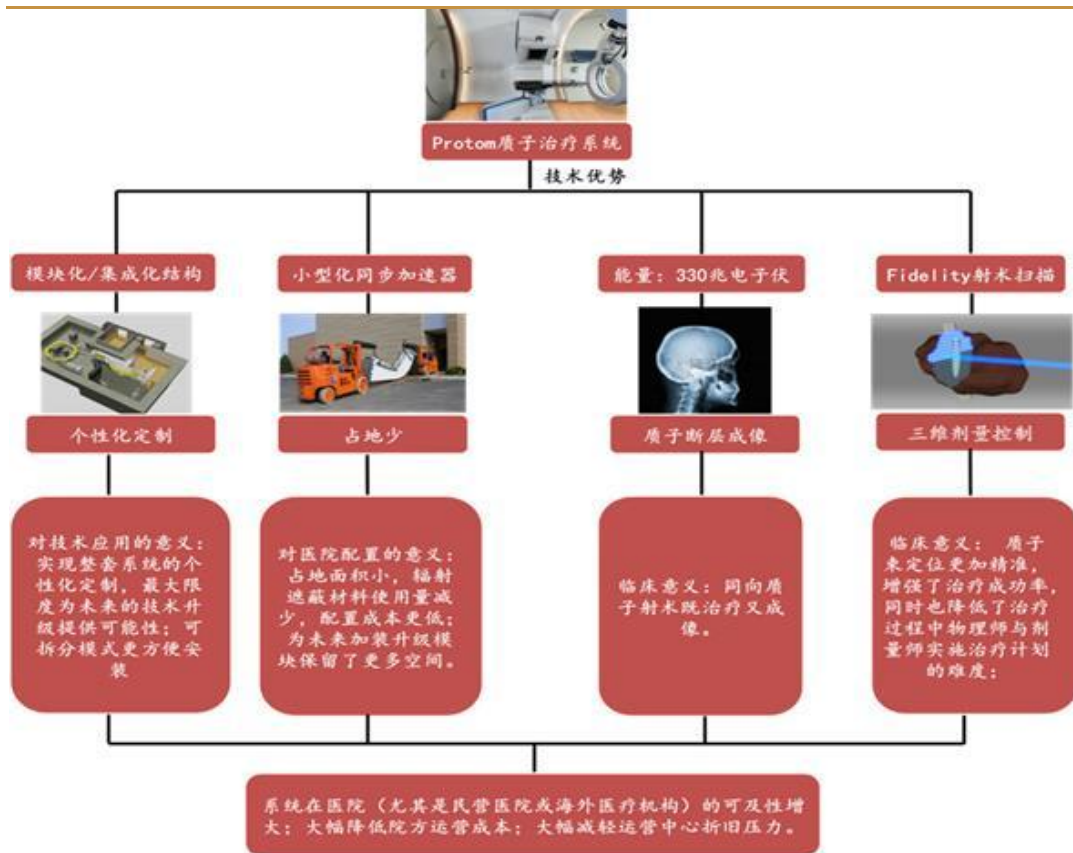
| 公司 | 型号 | 批准时间 |
|--------|--------------|-----------|
| Protom | Radiance 330 | 2014/3/14 |
| Mevion | Mevion S250 | 2012/6/4 |
| IBA | Proteus ONE | 2010/11/9 |

数据来源：西南证券整理

相比同类型的质子治疗设备，Protom 质子治疗设备在加速器，模块化和集成化方面相比同类产品有明显优势，独特的模块化结构使 Protom 治疗系统能够用一个加速器支持多个治疗室，后期可加装，在此基础上能耗降低 40%-50%且安装更加便捷，反应到成本上，其配置成本明显低于 IBA、瓦里安等厂家。在能效提高 55%的同时日常能耗较同类系统降低 40%-50%。

对控制成本的意义在于：配置成本低将增加系统在医院的可及性，尤其是会影响更加注重性价比的民营医院或海外医疗机构的购买决策。同时，根据我们的产业调研：运营质子设备的院方向厂商每年缴纳的保费通常为：系统配置总价的 8%-10%，经济性的设备在此方面将大幅降低院方运营成本。此外，对运营的中心而言，也将大幅减轻折旧压力。

图 20：Protom 产品技术优势



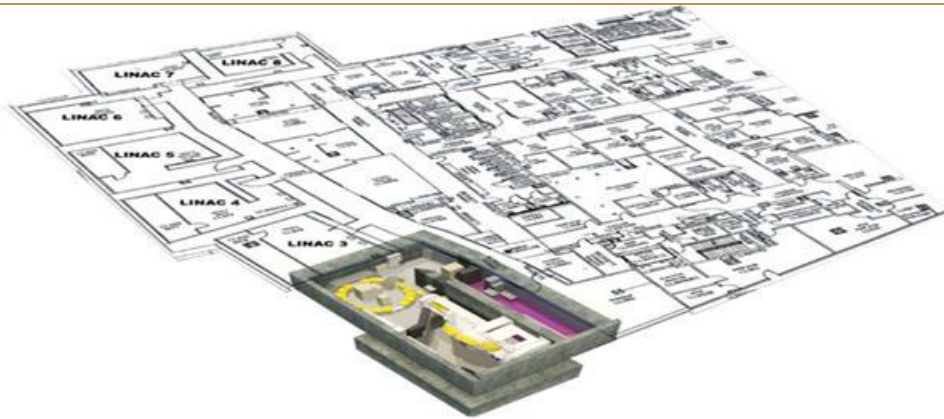
数据来源：公司资料，西南证券整理

目前 Protom 质子治疗设备已被美国麻省总医院 (MGH) 选中用于建设质子治疗中心, 这是第一次将质子治疗设备安装在现有正在运营的放射肿瘤中心。

从设备安装角度看, Protom 治疗设备具备模块化特性, 使得设备的安装可以在原放疗中心的基础上老楼新建, 大大降低了配置难度和成本。建成后, 治疗中心的设施还可分享临床人员, 辅助设备和其它资源。

从未来预期看, 麻省总院在当今使用质子束治疗癌症及其他病患方面的贡献深受专业人士和市场的认可, Protom 设备与麻省总院强强联合, 有望成为行业标杆, 起到良好的示范效应, 我们认为 Protom 未来成长可期。

图 21: MGH 在建的质子治疗中心规划图



数据来源: Protom 公司网站, 西南证券

4.3 质子治疗孕育牛股, IBA 股价 4 年涨 10 倍

比利时 IBA 公司 (Ion Beam Applications S.A.) 是全球质子放疗设备研发、销售和服务方面的龙头企业。目前全球质子治疗设备生产厂家主要有美国的 Varian、Optivus、Accsys、ProNova、Protom、Mevion, 日本的日立、三菱、住友和比利时 IBA。在质子医疗设备和服

务市场方面, IBA 都占据超 50% 的市场, 处于绝对领先的位置。

从公司近 5 年来的收入结构来看, 公司自 2010 年收入 1.7 亿欧元迅速攀升到 2015 年的 2.7 亿欧元, 五年收入复合增速近 10%。其中质子治疗业务收入占总收入 50% 以上, 复合增速约 15%, 由此可见公司业绩的增长点主要来源于质子医疗设备销售的强势发展。

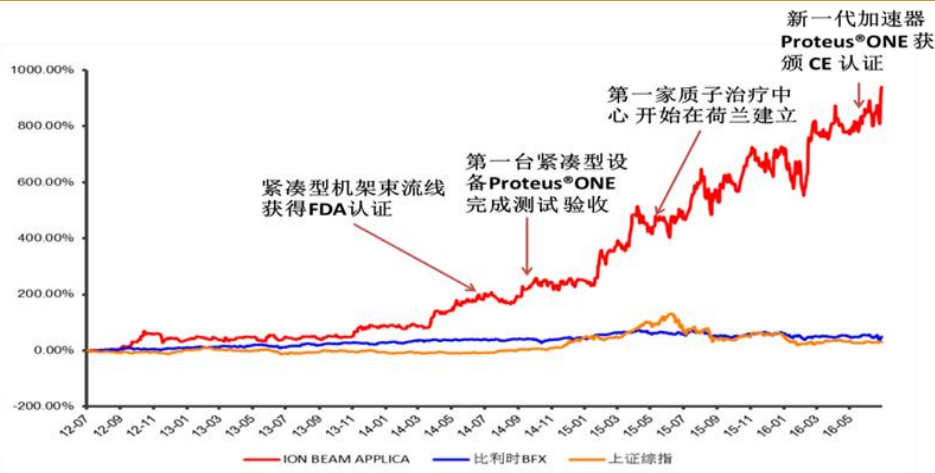
表 8: IBA 公司近 2010-2015 年收入结构

| 单位: 百万欧元 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 | 169.99 | 203.16 | 221.11 | 212.41 | 220.58 | 270.36 |
| 质子医疗 | 82.88 | 121.16 | 133.21 | 121.2 | 128.49 | 161.94 |
| 其他加速器 | 39.09 | 38.9 | 38.99 | 45.39 | 49.2 | 54.32 |
| 放射剂量测定 | 48.02 | 43.12 | 48.9 | 45.82 | 42.89 | 54.1 |

数据来源: 公司年报, 西南证券

IBA 在大型质子治疗设备领域长期处于龙头地位，但从质子治疗设备的发展趋势上看，传统大型质子重离子系统占地面积大，价格高昂（10 多亿人民币）的缺陷明显限制了质子治疗的推广，治疗系统小型化趋势明显。2012 年 IBA 公司推出紧凑型旋转支架质子束系统，明确了从多室质子医疗系统单一产品向多室和小型紧凑型质子医疗系统共同发展的战略后资本市场给予高度认可，公司股价在 4 年内涨幅超 10 倍，远超同期比利时指数和国内上证指数。

图 22: IBA 公司近四年股价走势图



数据来源: Wind, 西南证券

5 业务纵向延伸，向放疗服务综合供应商转变

5.1 下游布局放疗服务，定位放疗服务综合供应商

对国内和国外放疗市场的测算能得出一个一致的结果：放疗终端服务市场空间要远大于放疗设备市场，即切入放疗服务领域是设备企业未来方向。

对于大型医用诊疗设备来说，设备售价高、占地面积大限制了其在广大中小型医院的使用。随着分级诊疗政策的不断推进，不同医疗机构的功能将逐渐明确，各地专门针对肿瘤治疗的肿瘤治疗中心将不断建立起来。

一个肿瘤治疗中心从建设到运营，合计需要 6000-8000 万元的投资，对医疗机构的资本要求高，广大中小型医院投资受限较大。而放疗设备供应商可通过与医院进行合作提供肿瘤放射治疗整体解决方案，新建肿瘤治疗中心。在此种模式下，我们认为大型诊疗设备及服务供应商未来的发展将不断受益于肿瘤治疗中心的广泛建立，且这种新型的合作模式区别于传统意义上的医院科室共建/外包模式，在目前魏则西事件带来的对科室共建/外包模式的争议和诟病背景下，公司在医疗服务领域的布局将基本不会受到不利影响。

表 9：一个标准肿瘤治疗中心的配置投入（万元）

| 产品 | 设备 | 基建 | 运营 | 合计 |
|--------|------|-----|-----|------|
| 直线加速器 | 1000 | 200 | 200 | 1400 |
| PET-CT | 1800 | 200 | 200 | 2200 |
| 伽马刀 | 1000 | 200 | 100 | 1300 |
| MRI | 750 | | 50 | 800 |
| CT | 750 | | 50 | 800 |
| 合计 | 5300 | 600 | 600 | 6500 |

数据来源：西南证券整理

玛西普基于自身在定向放射外科设备领域的长期积累，于 2014 年开展与友谊医院的合作，以出资 1000 万加一台二代头刀的方式取得了友谊医院未来 5 年肿瘤治疗 70% 收益权。在这种模式下，玛西普不仅能实现伽玛刀产品销售，还可以获得较为可观的持续性分配收入。2015 年上半年该项合作业务收入 880.5 万元，摊销成本 137.1 万元，毛利率高达 84.4%，取得了公司在放疗服务领域的首次成功经验。

星河生物收购玛西普后，拟将募集配套资金中的 6.72 亿元用于立体定向放射外科设备综合供应商项目。玛西普将依托自身在伽玛刀领域的专业制造商地位，围绕自有品牌的伽玛刀，及其他诊疗设备（核磁共振、直线加速器等），向医院提供机房建设和整体布局方面的建议，全面满足医院对放射外科诊疗设备的需求，即为医院提供放射外科诊疗设备的“一站式整体解决方案”。

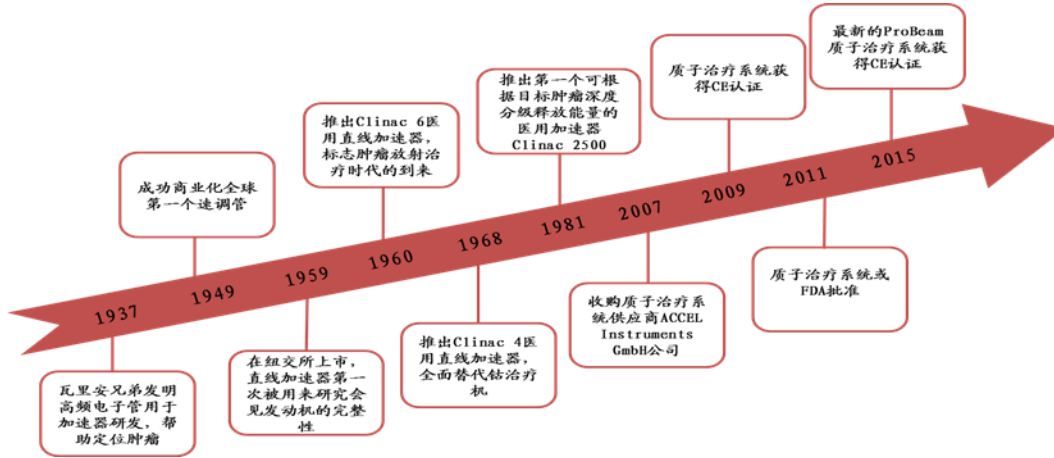
定增方案披露公司拟在全国华南、华东、西南、西北、东北和华北地区为 12 家医院提供立体定向放射外科设备整体解决方案，进行纵向业务拓展，逐渐实现由放疗设备供应商向放疗服务综合供应商的转变。

5.2 国外对标放疗设备巨头瓦里安

玛西普的发展模式与国际放疗设备市场巨头—瓦里安有很多相似之处。瓦里安作为全球最大放疗设备供应商，最初是以基础放疗产品—医用加速器起家，2007 年通过外延并购质子治疗公司介入质子治疗领域，布局顶级放疗技术。瓦里安自主研发的 Probeam 质子系统已在国际市场占据重要地位。

目前瓦里安已在全球安装了 7000 余套放射治疗系统，占据全球近 70% 的市场份额。公司以放射治疗设备为基础的肿瘤治疗业务占公司收入 70% 以上，剩余部分来源于影像部件业务。

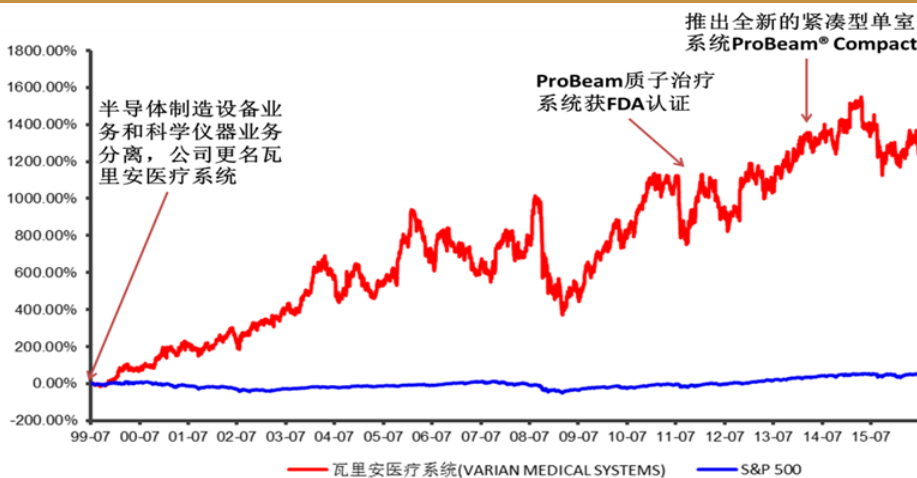
图 23: 瓦里安发展历程



数据来源: 瓦里安公司网站, 西南证券

瓦里安截至7月3日, 市值约78.7亿美元, 二级市场股价近十几年来也取得了非常好的收益。16年间最高涨幅达27倍, 年复合收益率为21.8%。可见市场对不断深耕放疗设备领域的龙头企业认可度很高。随着玛西普在以伽马刀和质子治疗设备为基础的高端放疗领域不断深入布局, 加之公司在下游服务市场加速布局, 未来有望在二级市场大幅增值。

图 24: 1999-2015 年瓦里安股价图



数据来源: Wind, 西南证券

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

根据公司调研和基本面分析，我们对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下：

(1) 随着公司主营食用菌业务产能上的调整，2015 年度食用菌业务已经实现扭亏为盈，测算 2016-2018 年食用菌收入的增长率分别为 11.3%、10%、8%，毛利率维持在 32.7% 左右。

(2) 考虑到公司伽马刀在手订单充足，已能完成 2016 年业绩承诺，换源及其他业务也将带来不小的业绩。我们测算 2016-2018 年玛西普业务收入的增长率分别为 74.4%、47.5%、32.2%，毛利率分别为 72.8%、72.4% 和 72.9%。其中一代头刀分别为 6、9 和 12 台，二代头刀分别为 6、10 和 14 台，体刀分别为 6、6 和 6 台。

表 10：公司业务分拆收入预测

| 百万元 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 合计：营业收入 | 254.84 | 307.84 | 280.14 | 533.48 | 669.95 | 802.68 |
| yoy | 2.83% | 20.80% | -9.00% | 90.44% | 25.58% | 19.81% |
| 合计：营业成本 | 233.55 | 263.96 | 192.74 | 270.02 | 320.92 | 365.95 |
| 毛利率 | 8.35% | 14.26% | 31.20% | 49.39% | 52.10% | 54.41% |
| 农牧合计 | | | | | | |
| 收入 | 254.79 | 307.54 | 280.13 | 311.68 | 342.85 | 370.28 |
| yoy | | 20.70% | -8.91% | 11.26% | 10.00% | 8.00% |
| 成本 | 233.53 | 263.94 | 192.52 | 209.66 | 230.63 | 249.08 |
| 毛利率 | 8.34% | 14.18% | 31.28% | 32.73% | 32.73% | 32.73% |
| 玛西普 | | | | | | |
| 收入 | 16.93 | 52.03 | 127.17 | 221.80 | 327.10 | 432.40 |
| yoy | | 207.32% | 144.42% | 74.41% | 47.48% | 32.19% |
| 成本 | 8.11 | 23.70 | 45.44 | 60.36 | 90.30 | 116.87 |
| 毛利率 | 52.10% | 54.45% | 64.27% | 72.79% | 72.40% | 72.97% |
| 伽马刀合计 | | | | | | |
| 收入 | | 43.37 | 74.41 | 162.00 | 232.50 | 303.00 |
| yoy | | | 71.57% | 117.70% | 43.52% | 30.32% |
| 成本 | | 20.77 | 24.77 | 49.05 | 69.38 | 86.34 |
| 毛利率 | | 52.12% | 66.71% | 69.72% | 70.16% | 71.50% |
| 合计台数 | | 8 | 8 | 18 | 25 | 32 |
| 一代头部伽马刀 | | | | | | |
| 数量 | | 5 | 2 | 6 | 9 | 12 |
| 单价 (百万元) | | 4.59 | 5.71 | 7.50 | 7.50 | 7.50 |
| 收入 | | 22.93 | 11.41 | 45 | 67.5 | 90 |
| 成本 | | 11.70 | 4.79 | 16.65 | 24.98 | 33.30 |
| 毛利率 | | 49.00% | 58.00% | 63.00% | 63.00% | 63.00% |

| 百万元 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 体部伽马刀 | | | | | | |
| 数量 | 1 | 2 | 2 | 6 | 6 | 6 |
| 单价 (百万元) | 5.06 | 4.66 | 7.50 | 7.50 | 7.50 | 7.50 |
| 收入 | 5.06 | 9.32 | 15 | 45 | 45 | 45 |
| 成本 | 3.17 | 4.84 | 5.10 | 14.40 | 14.40 | 14.40 |
| 毛利率 | 37.25% | 48.00% | 66.00% | 68.00% | 68.00% | 68.00% |
| 二代头部伽马刀 | | | | | | |
| 数量 | | 1 | 4 | 6 | 10 | 14 |
| 单价 (百万元) | | 11.12 | 12 | 12.00 | 12.00 | 12.00 |
| 收入 | | 11.12 | 48.00 | 72.00 | 120.00 | 168.00 |
| 成本 | | 4.23 | 14.88 | 18.00 | 30.00 | 38.64 |
| 毛利率 | | 62.00% | 69.00% | 75.00% | 75.00% | 77.00% |
| 换源收入 | | | | | | |
| 数量 | | | 4 | 6 | 12 | 18 |
| 单价 (百万元) | | | 3.30 | 3.30 | 3.30 | 3.30 |
| 收入 | 6.55 | 4.86 | 13.20 | 19.80 | 39.60 | 59.40 |
| yoy | | -25.80% | 171.72% | 50.00% | 100.00% | 50.00% |
| 成本 | 4.35 | 2.75 | 6.80 | 8.91 | 17.82 | 26.73 |
| 毛利率 | 33.49% | 43.30% | 48.50% | 55.00% | 55.00% | 55.00% |
| 设备维护升级收入 | | | | | | |
| 收入 | 4.78 | 3.52 | 10.10 | 20 | 30 | 40 |
| yoy | | -26.42% | 187.10% | 98.02% | 50.00% | 33.33% |
| 成本 | 0.39 | 0.12 | 0.33 | 0.40 | 0.60 | 0.80 |
| 毛利率 | 91.87% | 96.54% | 96.70% | 98.00% | 98.00% | 98.00% |
| 合作收入 | | | | | | |
| 收入 | | | 17.61 | 20 | 25 | 30 |
| yoy | | | | 13.58% | 25.00% | 20.00% |
| 成本 | | | 2.73 | 2.00 | 2.50 | 3.00 |
| 毛利率 | | | 84.50% | 90.00% | 90.00% | 90.00% |

数据来源: 公司公告、西南证券

基于上述假设, 暂不考虑到质子治疗系统业务对公司的影响, 我们测算公司 2016-2018 年营收增速分别为 90.4%、25.6%和 19.8%, 毛利率分别为 49.4%、52.1%和 54.4%。

关于公司期间费用率的预测:

1) 2015 年玛西普已经完成并表, 我们认为销售费用率和管理费用率有望稳中有降。预计 2016-2018 年销售费用率维持在 9%左右; 管理费用率则分别为 16%、15%和 15%;

2) 公司募集 6.8 亿现金到位, 账面现金充裕, 预计财务费用将大大降低, 我们预计公司 2016-2018 年财务费用率分别为 2%、1%和 1%。

表 11: 公司期间费用情况

| 单位: 百万元 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 | 41.28 | 47.83 | 53.27 | 60.31 | 68.01 | 76.46 |
| 销售费用率 | 16% | 11% | 9% | 9% | 9% | 9% |
| 管理费用 | 55.49 | 62.65 | 43.37 | 92.04 | 110.10 | 133.30 |
| 管理费用率 | 22% | 20% | 15% | 16% | 15% | 15% |
| 财务费用 | 10.28 | 19.99 | 19.12 | 10.62 | 9.24 | 8.25 |
| 财务费用率 | 4% | 6% | 7% | 2% | 1% | 1% |
| 期间费用 | 107.05 | 130.47 | 115.77 | 162.98 | 187.35 | 218.01 |
| 期间费用率 | 42% | 38% | 31% | 26% | 25% | 25% |

数据来源: Wind, 西南证券

6.2 绝对估值

关键假设如下:

- (1) 永续期增长率为 2.5%;
- (2) β 系数 0.48;
- (3) 税率: 保持 18% 稳定税率。

表 12: 绝对估值假设条件

| 估值假设 | 数值 |
|---------------|--------|
| 预测期年数 | 3 |
| 过渡期年数 | 5 |
| 过渡期增长率 | 15.00% |
| 永续期增长率 | 2.50% |
| 无风险利率 R_f | 3.50% |
| 市场组合报酬率 R_m | 15.00% |
| 无杠杆 β | 0.48 |
| 有杠杆 β | 0.48 |
| 债务资本比重 W_d | 0.90% |
| 债务资本成本 K_d | 5.00% |
| 有效税率 T_x | 18.00% |

数据来源: Wind, 西南证券

表 13: FCFE 估值敏感性分析

| WACC \ 永续增长率 | 6.52% | 7.02% | 7.52% | 8.02% | 8.52% | 9.02% | 9.52% |
|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
| 1.5% | 18.81 | 17.26 | 15.91 | 14.74 | 13.71 | 12.80 | 11.99 |
| 2.0% | 20.02 | 18.26 | 16.75 | 15.45 | 14.32 | 13.32 | 12.44 |
| 2.5% | 21.44 | 19.42 | 17.72 | 16.27 | 15.01 | 13.91 | 12.95 |
| 3.0% | 23.15 | 20.80 | 18.85 | 17.21 | 15.80 | 14.58 | 13.52 |
| 3.5% | 25.24 | 22.46 | 20.19 | 18.30 | 16.71 | 15.35 | 14.17 |
| 4.0% | 27.84 | 24.48 | 21.79 | 19.59 | 17.77 | 16.23 | 14.91 |
| 4.5% | 31.19 | 27.00 | 23.75 | 21.14 | 19.02 | 17.25 | 15.76 |

数据来源: Wind, 西南证券

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 17.21 元。

6.3 相对估值

星河生物可拆分为食用菌农牧业务和医疗器械业务分别估值。

食用菌农牧业务板块: 我们选取行业内可比的雪榕生物和众兴菌业。上述 2 家公司 wind 一致预期对应 2016-2018 年 PE 均值分别为 48 倍、40 倍、32 倍。我们预计公司 2016 年净利润 1.3 亿, 其中玛西普贡献 1 亿, 则食用菌农牧业务贡献 3000 万, 若按食用菌行业 2016 年估值的均值 48 倍算, 可给予 14 亿市值, 若按最低的众兴菌业 30 倍估值算, 则可贡献 9 亿市值, 即公司食用菌农牧业务可贡献 9-14 亿市值。

表 14: 食用菌业务可比上市公司盈利预测

| 公司 | 股价 | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 雪榕生物 | 22.76 | 0.77 | 0.86 | 1.00 | 29.43 | 26.62 | 22.75 |
| 众兴菌业 | 62.53 | 1.13 | 1.40 | 1.83 | 55.14 | 44.58 | 34.14 |
| 均值 | | | | | 47.75 | 40.14 | 32.01 |

数据来源: Wind, 西南证券 (股价更新截至时间: 2016 年 7 月 27 日收盘)

伽马刀医疗器械业务板块: 我们选取 15 家医疗器械可比公司, 15 家公司 wind 一致预期对应 2016-2018 年 PE 均值分别为 67 倍、51 倍、40 倍。公司伽马刀业务 2016 年预计至少贡献 1 亿净利润, 若给予行业均值 67 倍估值则公司放疗设备业务可贡献 67 亿市值, 从业务上最为对标的华润万东 (拥有高端放射性医疗器械产品且市值相近) 2016 年 91 倍估值看, 公司放疗设备业务可贡献 91 亿市值。即公司放疗业务可贡献 67-91 亿市值。

表 15: 伽马刀业务可比上市公司盈利预测

| 代码 | 公司 | 股价 | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 600055.SH | 华润万东 | 17.73 | 0.19 | 0.28 | 0.32 | 91.02 | 64.15 | 56.11 |
| 600587.SH | 新华医疗 | 23.47 | 0.81 | 1.00 | 1.20 | 28.82 | 23.55 | 19.59 |
| 600718.SH | 东软集团 | 18.30 | 0.38 | 0.50 | 0.59 | 47.53 | 36.70 | 31.14 |

| 代码 | 公司 | 股价 | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|--------|
| | | | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 002551.SZ | 尚荣医疗 | 21.66 | 0.49 | 0.70 | 0.97 | 44.62 | 30.72 | 22.42 |
| 300003.SZ | 乐普医疗 | 18.24 | 0.41 | 0.53 | 0.66 | 44.24 | 34.50 | 27.49 |
| 300030.SZ | 阳普医疗 | 14.26 | 0.14 | 0.16 | 0.23 | 98.75 | 86.79 | 60.86 |
| 300171.SZ | 东富龙 | 17.30 | 0.69 | 0.80 | 0.95 | 25.16 | 21.71 | 18.27 |
| 300206.SZ | 理邦仪器 | 0.83 | 0.07 | 0.12 | 0.20 | 149.38 | 86.71 | 53.30 |
| 300216.SZ | 千山药机 | 27.99 | 0.53 | 0.93 | - | 52.82 | 30.10 | - |
| 300238.SZ | 冠昊生物 | 46.02 | 0.37 | 0.46 | 0.44 | 123.74 | 99.78 | 104.95 |
| 300246.SZ | 宝莱特 | 36.58 | 0.47 | 0.66 | 0.86 | 77.27 | 55.41 | 42.70 |
| 300273.SZ | 和佳股份 | 18.30 | 0.28 | 0.35 | 0.41 | 65.24 | 52.81 | 44.39 |
| 300326.SZ | 凯利泰 | 23.39 | 0.42 | 0.54 | 0.67 | 56.21 | 43.46 | 35.13 |
| 300358.SZ | 楚天科技 | 20.94 | 0.45 | 0.57 | 0.71 | 46.70 | 37.02 | 29.60 |
| 300412.SZ | 迦南科技 | 33.98 | 0.52 | 0.61 | 0.72 | 65.35 | 55.70 | 47.19 |
| | 行业均值 | | | | | 67.79 | 50.61 | 39.54 |

数据来源: Wind, 西南证券 (股价更新截至时间: 2016年7月27日收盘)

综合上述分析,我们认为公司农牧业务可给予 9-14 亿市值,医疗器械业务可贡献 67-91 亿市值,即合计市值在 76-105 亿市值。考虑到增发后总股本到 2.82 亿股,对应合理股价在 26.9-37.2 元。虽然绝对估值价格约 17 元,但考虑到公司的稀缺性和后续医疗服务的布局,我们给予公司半年内 90 亿目标市值,对应目标价 32 元,维持“买入”评级。

7 风险提示

- (1) 食用菌业务不稳定性较强,或对整体业绩造成拖累的风险;
- (2) 放射治疗设备由于政策变化,或导致下游需求紧缩风险;
- (3) 玛西普海外及国内订单拓展或低于预期风险;
- (4) 募投项目布局医疗服务业务进度或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 现金流量表 (百万元) | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 280.14 | 533.48 | 669.95 | 802.68 | 净利润 | 15.14 | 129.43 | 165.98 | 208.49 |
| 营业成本 | 192.74 | 270.02 | 320.92 | 365.95 | 折旧与摊销 | 46.22 | 73.20 | 77.90 | 84.05 |
| 营业税金及附加 | 0.00 | 0.04 | 0.03 | 0.04 | 财务费用 | 19.12 | -0.06 | -0.08 | -0.10 |
| 销售费用 | 25.42 | 40.01 | 51.92 | 64.21 | 资产减值损失 | 5.08 | 5.00 | 10.00 | 15.00 |
| 管理费用 | 43.37 | 74.69 | 93.79 | 112.37 | 经营营运资本变动 | -131.91 | 56.57 | -34.13 | -22.06 |
| 财务费用 | 19.12 | -0.06 | -0.08 | -0.10 | 其他 | 98.72 | -2.60 | -10.19 | -15.31 |
| 资产减值损失 | 5.08 | 5.00 | 10.00 | 15.00 | 经营活动现金流净额 | 52.37 | 261.54 | 209.49 | 270.07 |
| 投资收益 | 0.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -786.14 | -40.00 | -80.00 | -80.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 904.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 118.62 | -40.00 | -80.00 | -80.00 |
| 营业利润 | -4.81 | 143.79 | 193.37 | 245.20 | 短期借款 | -75.00 | -40.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 19.95 | 14.05 | 9.05 | 9.05 | 长期借款 | -23.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 15.14 | 157.84 | 202.42 | 254.25 | 股权融资 | 1125.00 | 680.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 0.00 | 28.41 | 36.44 | 45.77 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 15.14 | 129.43 | 165.98 | 208.49 | 其他 | -1149.62 | -112.54 | 0.08 | 0.10 |
| 少数股东损益 | 4.57 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -123.52 | 527.46 | 0.08 | 0.10 |
| 归属母公司股东净利润 | 10.58 | 129.43 | 165.98 | 208.49 | 现金流量净额 | 47.47 | 749.00 | 129.57 | 190.17 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 财务分析指标 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 108.51 | 857.51 | 987.08 | 1177.25 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 156.21 | 166.16 | 233.99 | 290.08 | 销售收入增长率 | -9.00% | 90.44% | 25.58% | 19.81% |
| 存货 | 35.86 | 48.86 | 59.20 | 68.48 | 营业利润增长率 | -101.59% | 2889.03% | 34.48% | 26.81% |
| 其他流动资产 | 0.01 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 净利润增长率 | -94.94% | 754.73% | 28.24% | 25.61% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -71.60% | 258.38% | 25.01% | 21.38% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 442.67 | 424.61 | 441.84 | 452.93 | 毛利率 | 31.20% | 49.39% | 52.10% | 54.41% |
| 无形资产和开发支出 | 1089.27 | 1075.21 | 1061.14 | 1047.07 | 三费率 | 31.38% | 21.49% | 21.74% | 21.99% |
| 其他非流动资产 | 16.33 | 15.26 | 14.19 | 13.12 | 净利率 | 5.41% | 24.26% | 24.78% | 25.97% |
| 资产总计 | 1848.86 | 2587.62 | 2797.46 | 3048.94 | ROE | 1.02% | 5.64% | 6.75% | 7.81% |
| 短期借款 | 40.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 0.82% | 5.00% | 5.93% | 6.84% |
| 应付和预收款项 | 103.16 | 174.48 | 211.35 | 248.16 | ROIC | 1.33% | 7.51% | 10.15% | 12.54% |
| 长期借款 | 50.59 | 50.59 | 50.59 | 50.59 | EBITDA/销售收入 | 21.61% | 40.66% | 40.48% | 41.01% |
| 其他负债 | 171.00 | 69.00 | 75.99 | 82.18 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 364.75 | 294.08 | 337.93 | 380.93 | 总资产周转率 | 0.21 | 0.24 | 0.25 | 0.27 |
| 股本 | 233.94 | 282.34 | 282.34 | 282.34 | 固定资产周转率 | 0.66 | 1.35 | 1.75 | 2.10 |
| 资本公积 | 1546.60 | 2178.20 | 2178.20 | 2178.20 | 应收账款周转率 | 8.28 | 9.67 | 9.18 | 8.49 |
| 留存收益 | -338.54 | -209.11 | -43.12 | 165.37 | 存货周转率 | 4.88 | 5.85 | 5.45 | 5.35 |
| 归属母公司股东权益 | 1442.00 | 2251.43 | 2417.42 | 2625.91 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 100.69% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 42.11 | 42.11 | 42.11 | 42.11 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1484.11 | 2293.54 | 2459.52 | 2668.01 | 资产负债率 | 19.73% | 11.36% | 12.08% | 12.49% |
| 负债和股东权益合计 | 1848.86 | 2587.62 | 2797.46 | 3048.94 | 带息债务/总负债 | 24.84% | 17.20% | 14.97% | 13.28% |
| | | | | | 流动比率 | 1.07 | 5.07 | 5.01 | 5.15 |
| | | | | | 速动比率 | 0.94 | 4.84 | 4.78 | 4.92 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.04 | 0.46 | 0.59 | 0.74 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.26 | 8.12 | 8.71 | 9.45 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.19 | 0.93 | 0.74 | 0.96 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 业绩和估值指标 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | | | | |
| EBITDA | 60.53 | 216.93 | 271.19 | 329.16 | | | | | |
| PE | 681.24 | 55.67 | 43.41 | 34.56 | | | | | |
| PB | 4.85 | 3.14 | 2.93 | 2.70 | | | | | |
| PS | 25.72 | 13.51 | 10.75 | 8.98 | | | | | |
| EV/EBITDA | 100.10 | 29.47 | 23.10 | 18.45 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |

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 15 楼

邮编：200120

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 罗月江 | 机构销售 | 021-68413856 | 13632421656 | lyj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 沈怡蓉 | 机构销售 | 021-68415897 | 18351306226 | syrong@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 赵晨阳 | 机构销售 | 021-68416926 | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| 广深 | 刘娟 | 地区销售总监 | 0755-26675724 | 18665815531 | liuj@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 张婷 | 机构销售 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 罗聪 | 机构销售 | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |