

# 新开源 (300109)

## 向精准医疗领域发力 增持 (维持)

2016年11月29日

首席证券分析师 洪阳

执业资格证书号码: S0600513060001

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

0512-62938572

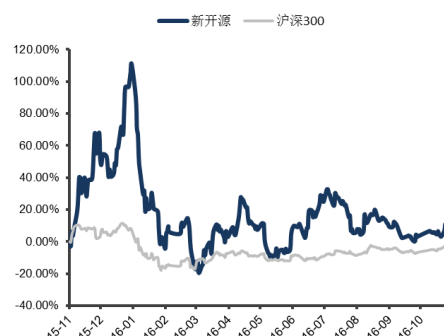
### 盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	290.64	449.01	574.51	725.03
同比 (%)	14.72	54.49	27.95	26.20
净利润 (百万元)	56.99	113.59	155.89	197.42
同比 (%)	89.21	99.32	37.24	26.64
毛利率 (%)	42.29	48.00	50.00	50.00
ROE (%)	4.90	9.11	11.44	13.08
每股收益 (元)	0.33	0.67	0.91	1.16
P/E	161.19	80.87	58.93	46.53
P/B	7.90	7.37	6.74	6.09

### 投资要点

- 公司营业收入持续增长:** 新开源于 2010 年在创业板上市, 主营业务是辅料 PVP (聚乙烯吡咯烷酮) 系列产品的研发、生产和销售。公司是 PVP 行业国内第一、世界第三的企业。2015 年, 公司实现营业收入 20249.23 万元, 同比增长 59.69%; 营业利润 4937.49 万元, 同比增长 64.98%; 归属于母公司净利润 4263.72 万元, 同比增长 64.80%。
- PVP 业务稳定增长:** 公司 PVP 系列产品广泛应用于日用化工、医药工业、酿酒和饮料工业、颜料涂料、纺织工业、造纸工业、采油、感光材料和电子工业等领域。未来 PVP 消费量市场仍会不断增长, 2020 年全球市场规模将达到 65 亿元。未来 3-6 年, PVP 新兴领域新增近 2 万吨市场。
- 布局精准医疗领域:** 2015 年 8 月底完成对三家子公司武汉呵尔、长沙三济、上海晶能的收购, 呵尔医疗主要从事肿瘤早期诊断服务, 三济生物致力于分子诊断与个体化治疗服务, 晶能生物从事基因诊断服务, 这标志着公司从此迈入“消费类特种化学品”和“健康医疗服务”双平台模式, 进一步拓展公司的发展和成长空间。
- 参与国家重点专项:** 三济生物与北京大学等 5 家单位共同参与了国家重点研发计划精准医疗研究重点专项“药物基因组学与国人精准用药综合评价体系”。为了更好完成此次专项任务, 公司拟增资设立北京新开源精准医疗科技有限公司配合该项目实施, 两个公司的联合协作, 将使得新开源打通精准医学研究从实验室到医院到制药企业的整个产业链。
- 盈利预测与投资评级:** 预测新开源 (300109) 2016-2018 年营业收入分别为 4.49 亿、5.75 亿和 7.25 亿元, 归属母公司净利润为 1.11 亿、1.60 亿和 2.08 亿元; 折合 2016-2018 年 EPS 分别为 0.65 元、0.94 元、1.22 元; 对应 PE 分别为 83、57 和 44 倍。我们看好公司传统 PVP 系列业务, 以及在肿瘤早期筛查、分子诊断服务、基因测序服务等精准医疗领域的布局, 我们维持“增持”评级。
- 风险提示:** 行业政策风险、招标降价风险、药材价格波动风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	57.94
一年最低价/最高价	37.80/105.61
市净率 (倍)	8.10
流通 A 股市值 (百万元)	4855

### 基础数据

每股净资产 (元)	7.10
资本负债率 (%)	6.74
总股本 (百万股)	170.48
流通 A 股 (百万股)	84.44

### 相关报告

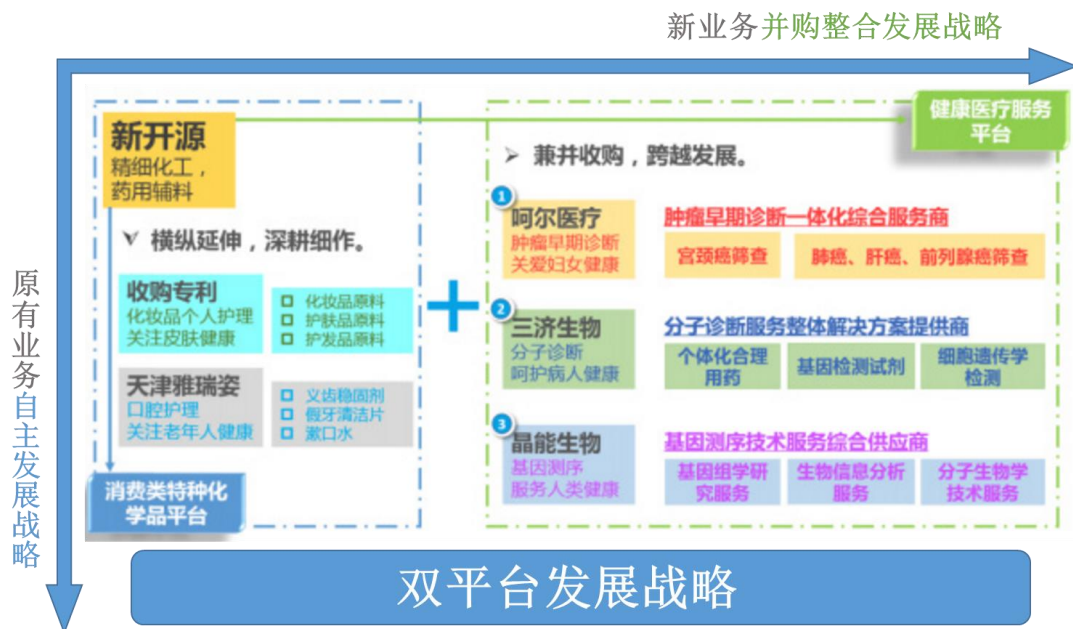
业绩稳增, 精准医疗新业务发展迅速——  
新开源三季报点评 2016.10.31

## 1. 公司概况

### 1.1. 公司基本情况介绍

新开源于 2010 年在创业板上市，主营业务是辅料 PVP（聚乙烯吡咯烷酮）系列产品的研发、生产和销售。公司 PVP 产品包括 PVPK 系列、PVP-I、PVPP 和 PVP/VA 共聚物四大系列，涵盖工业级、化妆品级、食品级和医药级四种规格。公司是 PVP 行业国内第一、世界第三的企业。2014 年公司以现有业务为基础，通过对产业链横纵发展和兼并收购新业务的方式，开始布局精准医疗。于 2015 年 8 月底完成对三家子公司武汉呵尔、长沙三济、上海晶能的收购，标志着公司从此迈入“消费类特种化学品”和“健康医疗服务”双平台模式，进一步拓展公司的发展和成长空间。

图表 1: 公司双平台发展战略



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

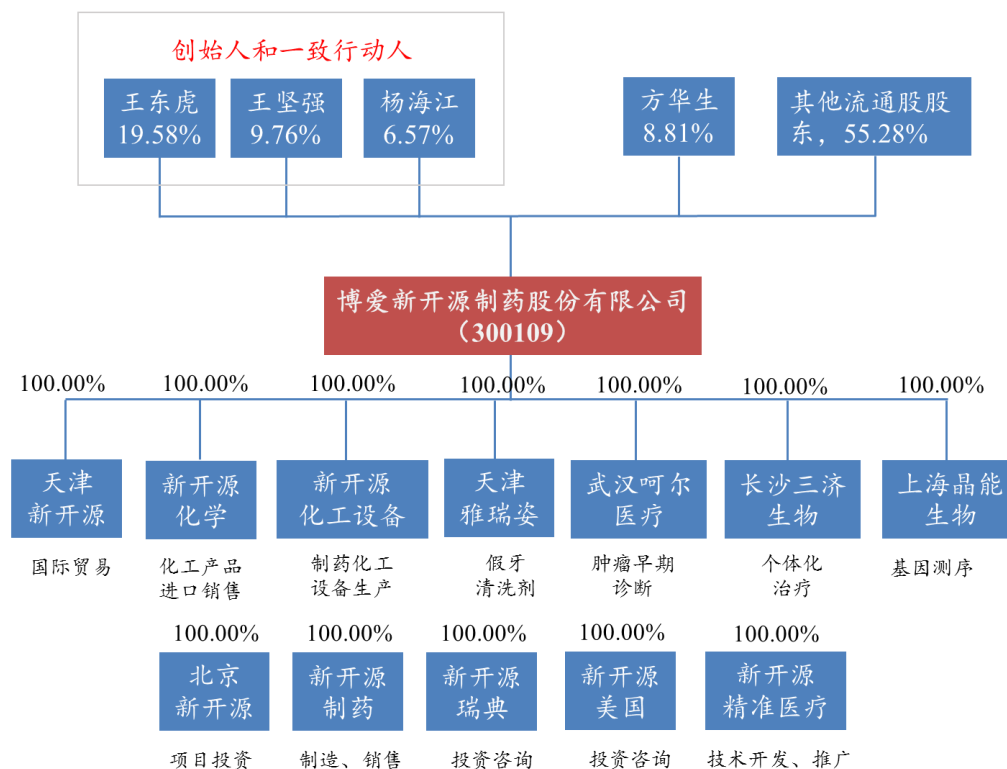
### 1.2. 公司股权结构

公司董事长为方华生，1984 年-1989 年在中南政法学院（现中南财经政法大学）经济法系任教，1989 年 3 月-2000 年 3 月在中国政法大学经济法系任教；2000 年 7 月至今担任北京翰楚达投资顾问有限公司董事长；自 2009 年 4 月起任本公司董事，现任公司董事长一职。

公司前四大股东为王东虎、方华生、王坚强、杨海江，分别持股 19.58%、9.76%、8.81%、6.57%，王东虎、王坚强、杨海江为公司创始人和一致行动人，合计持股 34.96%。

公司旗下有全资子公司天津博爱新开源国际贸易有限公司、博爱新开源化学有限公司、博爱新开源制药化工设备有限公司、天津雅瑞姿医药科技有限公司、武汉呵尔医疗科技发展有限公司、长沙三济生物科技有限公司、晶能生物技术(上海)有限公司、博爱新开源(北京)医疗科技发展有限公司、博爱新开源制药有限公司、新开源瑞典有限公司、新开源美国有限公司、北京新开源精准医疗科技有限公司。

图表 2: 公司股权结构图



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

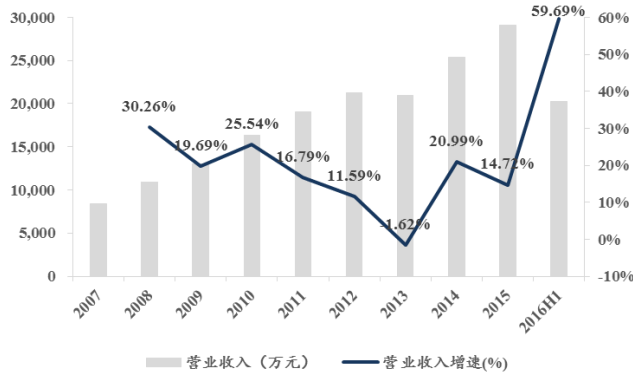
### 1.3. 公司财务状况概述

公司 2010 年上市前营业收入和净利润保持较快增速, 2010-2012 年公司业绩逐年下滑, 销售毛利率由 2010 年的 30.92% 降至 2012 年的 22.09%, 净利率由 14.1% 降至 9.43%, 主要原因为原材料 BDO、顺酐、GBL、精碘、电石等价格上升, 国内竞争对手之间打价格战, 销售价格下降所致。2013 年公司盈利水平开始企稳回升, 主要是由于公司产品优势明显, 经过充分的市场竞争, 同行企业大多已陷入亏损, 公司占据龙头地位; 原料新增产能较多导致价格下跌, 成本下降。

公司业务按行业分为精细化工和医疗服务。精细化工包括 PVP K30、PVP-I、PVP 系列其他产品, 医疗服务包括肿瘤早期诊断、分子诊断服务、

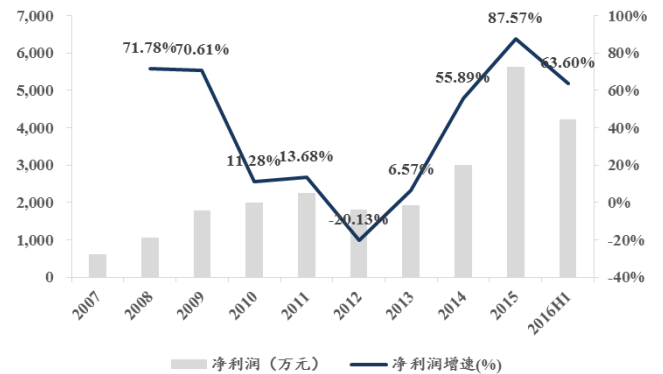
基因检测技术服务，其中 PVP 系列产品为公司主要收入来源，占比 81.33%。2016 年上半年，公司实现营业收入 20249.23 万元，同比增长 59.69%；归母净利润 4263.72 万元，同比增长 64.80%；扣非后归母净利润 4204.16 万元，同比增长 63.60%。业绩上升，主要系并购呵尔医疗、长沙三济和上海晶能三家子公司。

图表 3: 2007-2016H1 公司营业收入及增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

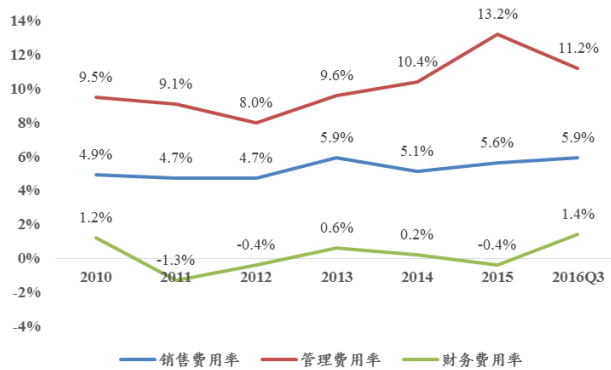
图表 4: 2007-2016H1 扣非后归母净利润及增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

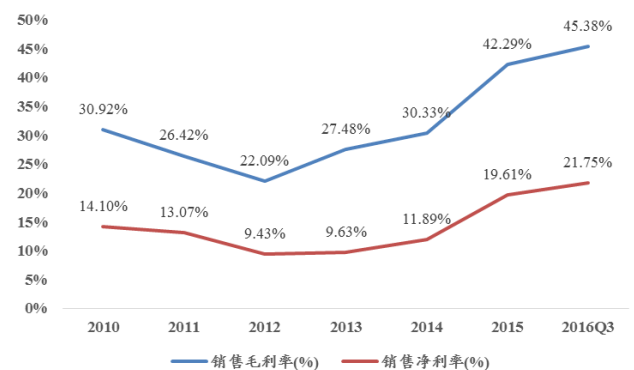
三项费率合计在 15% 左右，维持相对稳定，2014-2015 年管理费用上升较快，主要是并购增加所致，销售费率维持平稳，财务负担基本没有，说明公司资金充裕。毛利率、净利率水平步入上升通道，一方面是受益于传统业务的成本下降，一方面是因为高毛利的精准医疗业务开始并表所致，预期未来毛利率净利率都将维持在较高水平。

图表 5: 三项费用率



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 销售毛利率和销售净利率

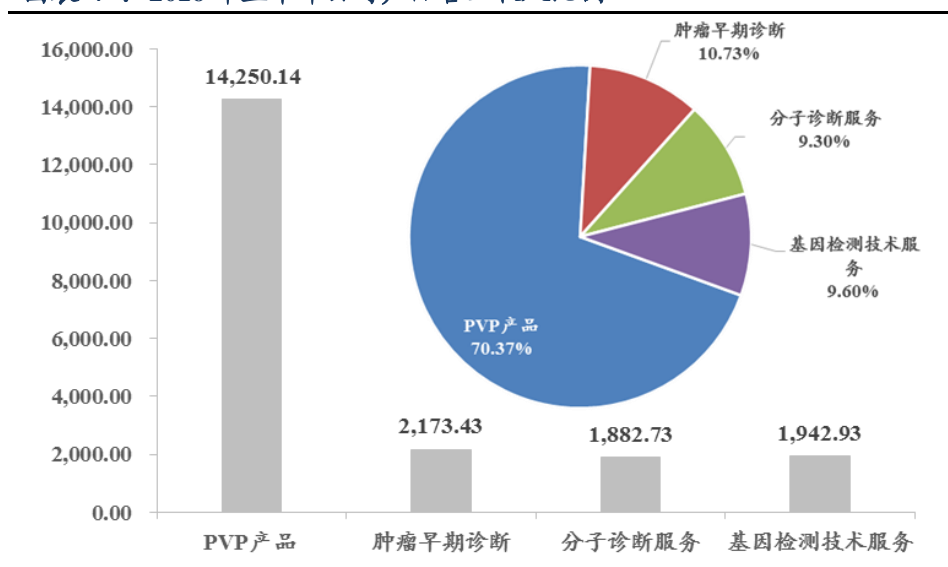


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2016 年上半年，PVP 系列产品、肿瘤早期诊断、分子诊断服务、基因检测技术服务分别实现营业收入 14250.14 万元、2173.43 万元、1882.73

万元、1942.93 万元，分别占总营收 70.37%、10.73%、9.30%、9.60%。

图表 7：2016 年上半年公司产品营业收入比例



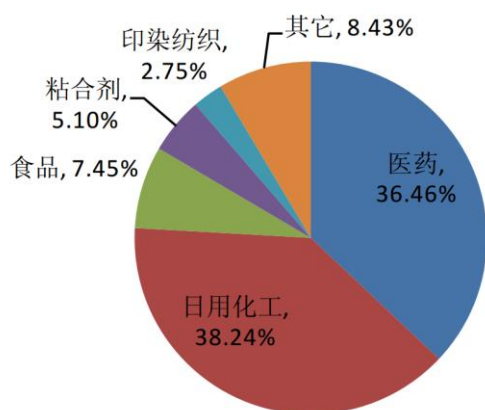
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 2. PVP 业务稳定，全国第一

### 2.1. 主营业务波动增长，成本决定毛利率

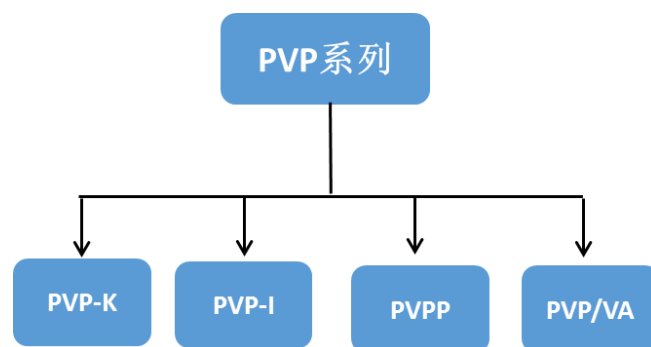
公司主营产品为 PVP(聚乙烯吡咯烷酮)系列产品和 PVME/MA (乙烯基甲醚和马来酸酐共聚物)系列产品。公司是 PVP 行业国内第一、世界第三的企业。公司 PVP 产品包括 PVP-K、PVP-I、PVPP 和 PVP/VA 共聚物四大系列，四十多个品种，涵盖工业级、化妆品级、食品级和医药级四种规格。PVP 系列产品作为一种辅料、添加剂或者助剂，广泛应用于日用化工、医药工业、酿酒和饮料工业、颜料涂料、纺织工业、造纸工业、采油、感光材料和电子工业等领域。

图表 8：PVP 应用领域



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

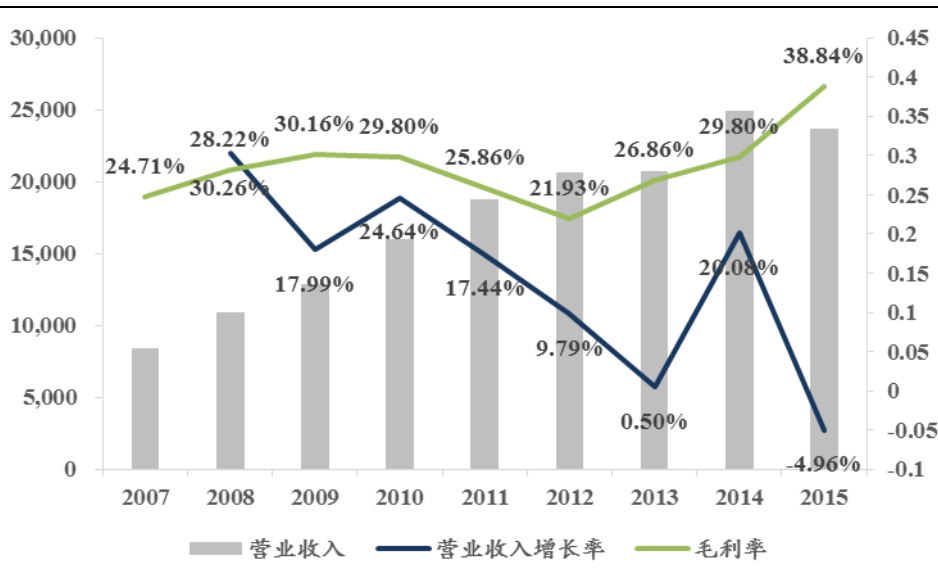
图表 9：PVP 产品



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年，PVP 产品营业收入约 2.3 亿，毛利润约 9000 万，净利润约为 3900 万。2015 年 PVP 系列的营业收入与去年同期比有所下滑，主要原因是销售价格有所下降，但成本下降速度快于销售价格下降速度，所以毛利率提升较多。2016 年上半年，PVP 产品营业收入超过 1.4 亿，预计全年营业收入超过 3 亿，净利润达 5000 万。

图表 10：公司 PVP 系列产品营业收入与毛利率



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

两大聚合物 PVP 与 PVME/MA 原料成本中 BDO 与顺酐均占比高达 80% 以上，BDO 受成本下降影响，价格自 2011 年 10 月以来持续下跌，从最高点 25000 元/吨跌至目前的 8600 元/吨，跌幅高达 65.60%；顺酐从最高点 12000 元/吨跌至目前的 6800 元/吨，跌幅高达 43.33%。

图表 11：BDO 价格



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 12：顺酐价格



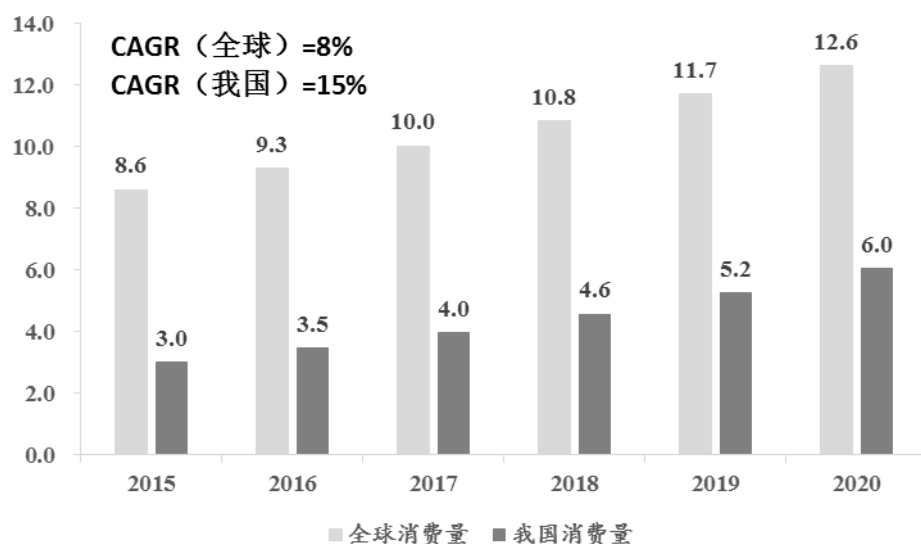
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 2.2. PVP 市场空间达 65 亿

2008 年全球 PVP 年消费量超过 5 万吨，历年增速保持在 5%-8%，按照年复合增长率 8% 的增速增长，2015 年达到 8.6 万吨，预计到 2020 年，全球市场空间接近 13 万吨，按 PVP 售价为 5 万元/吨计算，2020 年全球市场规模达 65 亿元。

2015 年，我国 PVP 的年消费量已经达到 3 万吨以上，而且还在保持稳定的增长之中，增长速度在 15%-20% 之间，按照年复合增长率 15% 保守估算，预计到 2020 年我国 PVP 消费量将会突破到 6 万吨，全国市场规模达 30 亿元。除出口业务之外，国内内需消费量也将达到接近 4 万吨。

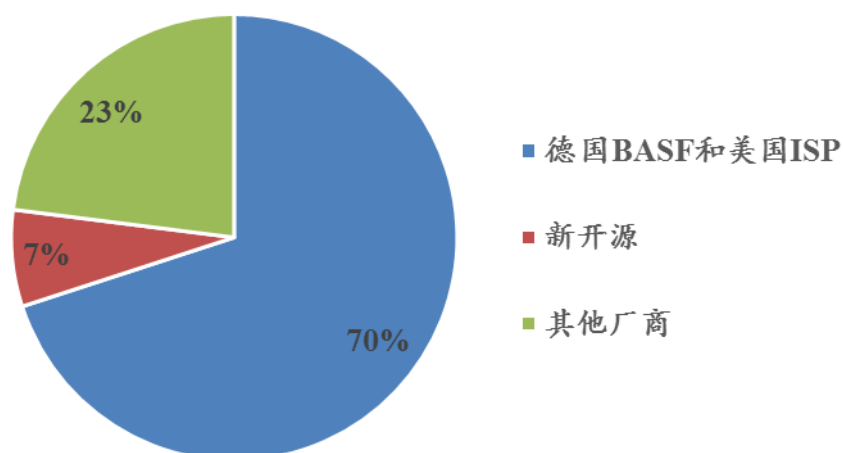
图表 13：全球与我国 PVP 消费量



资料来源：中国产业研究报告网，东吴证券研究所

公司是目前 PVP 领域全球第三大生产商，市场份额仅次于 BASE 和 Ashland。2015 年，全球 PVP 需求量约 8 万吨，BASE 和 Ashland 占据了 70%，约 5.5 万-6 万吨，新开源占 7%，约 5500 吨。从上游看，公司的成本受到原料 BDO、顺酐降价的影响，毛利率有不断提升的空间。从公司产能看，公司有从 5000 吨扩张到 1 万吨的产能扩张力。未来公司将靠行业增长和市占率提升获得持续增长。

图表 14：PVP 市场份额



资料来源：中国产业研究报告网，东吴证券研究所

### 2.3. PVP 未来新兴领域应用广泛

PVP 行业发展初期，应用领域较少。20 世纪 40 年代，PVP 在二战期间开始作为人造血浆增溶剂使用。60 年代初，PVP 在日用化工业行业主要用途是定型、湿润、成膜等。70 年代，医药行业开始广泛使用 pvp 作为药物的助溶剂、分散剂、降解剂等。直到 21 世纪，PVP 已经应用于分离膜、光导纤维、减阻涂料、建材等高科技领域。

未来 PVP 消费量市场仍会不断增长，主要存在于两点：1) PVP 系列产品在已有领域的不断深入；2) PVP 系列产品在新兴领域中的应用逐渐开发。预计未来 3-6 年，PVP 新兴领域新增近 2 万吨市场。



图表 15: PVP 消费量可增长领域

### 已有领域

- PVP 系列产品共聚维酮已经成为某一新型的抗艾滋病药物的重要辅料，预计在未来的3-6年用量会增加5000多吨；
- PVP 系列产品PVPP将代替甲醛作为啤酒加工助剂，未来市场PVPP新增用量会大量增加；
- 随着天然气和可燃冰等开采的增长，预计未来pvp在石油天然气开采方面的新增用量约在2000吨。

### 新兴领域

- 成膜致孔剂K30将在膜分离法污水处理及净水处理工艺中得到广泛应用，预计未来3-6年K30的新增市场需求量约8000吨；
- 在新能源醇醚燃料中添加小比例PVP能更好地解决醇醚同汽油或柴油的混溶、防腐蚀等问题，预计未来3-6年在新能源行业PVP的新增使用量约8000吨；
- PVP具有能在塑料上附着一层能吸收固定油墨的薄膜的特性，预计未来3-6年PVP在新型印刷出版行业的应用将给PVP市场带来约2000吨的新增使用量；
- PVP能提高水性涂料的抗水性、改善其流动性和成膜性，预计未来3-6年PVP在特种涂料行业中的使用量达约4000吨。

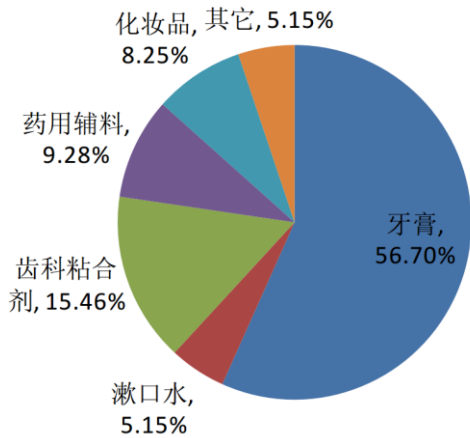
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

## 3. 业务延伸，开发新品欧瑞姿

### 3.1. 欧瑞姿产量增加快速

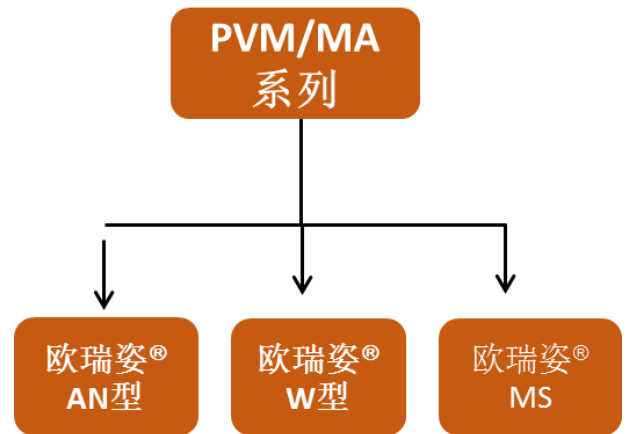
PVM/MA（乙烯基甲醚/马来酸酐共聚物）是公司近年来开发的新产品，其商品名为欧瑞姿。目前除新开源外，全球仅有德国 BASF 公司和美国 Ashland 公司能够生产 PVM/MA。欧瑞姿系列分为三个产品，欧瑞姿®AN 型、欧瑞姿®W 型及欧瑞姿®MS，欧瑞姿®因其优异的生物相容性以及成膜性较多的应用在口腔清洁保健、个人护理、医药保健产品等领域。欧瑞姿作为公司近年开发的新产品品种，年产 2500 吨的生产线已投入试生产并取得合格产品，满产将贡献利润 1.6 亿元左右，预计 5 年后可实现满产。为了延伸公司产品上下游产业链，拟设立全资子公司天津雅瑞姿医药科技有限公司，经营范围为假牙稳固剂（义齿稳固剂）、假牙清洁片、漱口水等其他口腔护理材料的生产及销售。

图表 16: PVM/MA 应用领域



资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图表 17: 欧瑞姿系列产品



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

欧瑞姿 2013 年投产, 2014 年销量 40 吨, 2015 年销量 80 吨。到 2016 年第三季度, 欧瑞姿单季度销量达 90 吨, 贡献利润约 600 万元。预计 2016 年全年销售量将突破 300 吨, 利润达 2000 万元。

### 3.2. 义齿稳固剂领域市场过 4 亿



在义齿稳固剂产品领域, 现在几乎全部为外国品牌, 产品销量也较高, 在国际上已经是一个很成熟的产品品种。但是国内对 PVM/MA 有需求的生产厂家很少, 仅有少数几家齿科材料企业向新开源公司寻求样品或少量采购。实际上义齿稳固剂产品在国内并非完全空白, 目前牙科诊所已经有葛兰素史克-保丽净、日进齿科-雅友等进口产品在销售, 尚没有形成规模销售, 行业竞争相对温和。义齿稳固剂产品在国内市场认知度低于国际市场, 因此在开拓国际市场的同时开拓国内义齿稳固剂产品的市场将会使欧瑞姿业务这一增长点进一步扩大, 而且国内人口众多市场巨大, 国内潜在的欧瑞姿的业务量将会非常可观的。

全球发达国家共有约 11 亿人口, 老年人数量约为 2 亿, 渗透率按 8% 估算, 目标人群数为 1600 万。按每人每月使用 1 支 (40g) 义齿稳固剂的用量计算, 义齿稳固剂配方中 PVM/MA 的比例为 33%, 欧瑞姿年需求量为 160g/人。每年整体欧瑞姿需求量约 2560 吨。价格在 12-13 万/吨, 全球市场规模约 3.07 亿元, 市场可观。

国内的老年人数量已经达到 2 亿, 义齿稳固剂最先开始应用的将是东南沿海等发达的城市和地区, 粗略估计这些地区老年人口约为 2000 万 (按 10% 估算)。据专科医生介绍, 老年人中大约有 30% 是需要佩戴全口

或多半口义齿的，这部分人同时也是需要使用假牙稳固剂的，因此我们的初始目标人群大约为 600 万城市老年人。年需求量为 160g/人，每年整体欧瑞姿需求量约 960 吨。价格在 12-13 万/吨，全国市场规模 1.15 亿。另外，目前中国老年人口每年会增加 1000 万，相当于总的市场规模每年大约增加 4%-5%，因此实际上义齿稳固剂的内需是非常庞大的。

图表 18：发达国家与我国义齿稳固剂市场空间

	发达国家	中国
		
老年人数	2亿	2亿
渗透率	8%	10%*30%=3%
人均需求量	40g*12*33%=160g	160g
总需求量	2560吨/年	960吨/年
价格	12万/吨	12万/吨
市场空间	<b>3.07亿元</b>	<b>1.15亿元</b>

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 布局精准医疗新业务

近年来，精准医疗在国内外引起关注，成为生物医药行业研究的焦点，2011 年 11 月，美国国家研究委员(UnitedStatesNationalResearchCouncil)就提出精准医疗这一概念。2015 年 1 月底，美国总统奥巴马宣布美国启动精准医疗计划。我国也在不久之后成立了国家精准医疗战略专家委员会，并规划在 2030 年前在精准医疗领域投入 600 亿元。精准医疗也一度成为业内关注的焦点，这一点从我国制定的《“十三五”规划》中便可看出。

根据中投顾问发布的《2016-2020 年中国精准医疗行业投资分析及前景预测报告》表示，预计 2015-2020 年全球精准医疗市场规模增速达 15%，是医药行业增速的 3-4 倍。

公司管理层积极思变，多方位转型布局精准医疗。2014 年，公司通过增发分别以 2.6 亿、2 亿、8320 万收购呵尔医疗、三济生物、晶能生物三家公司 100% 股权。呵尔医疗主要从事肿瘤早期诊断有关的医疗诊断设备的研发、生产、销售与服务；三济生物致力于成为专业的分子诊断服

务整体解决方案的供应商；晶能生物作主要提供新一代 DNA 高能量测序和基因芯片技术的应用和推广、生物信息分析服务等创新型基因测序技术。2016 年上半年，公司研发投入 1002 万元，同比增加 138.91%，增加部分基本上是精准医疗的投入，在研主要 16 个项目中有 10 个与精准医疗有关。

图表 19: 精准医疗投资

	出资金额	持股	投资标的	主营业务
2014.11	2.6亿	100%	呵尔医疗	肿瘤早期诊断
	2亿	100%	三济生物 以369万元收购PCR制造商苏州东胜73.8%股份	分子诊断服务
	8320万	100%	晶能生物	基因测序服务
2016.7	1775万	31.92%	NeoDynamics AB	乳腺癌检测
2016.10	注册资本 3000万	100%	北京新开源精准医疗科技有限公司	技术开发、推广、 转让、咨询，与三 济生物联合协作
			出资612万元设立杭州三济，持股51%	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.1. 呵尔医疗：肿瘤早期诊断服务

### 4.1.1. 公司简介

呵尔医疗作为一家具有自主创新能力，拥有自主知识产权的高新技术企业，主要从事肿瘤早期诊断有关的医疗诊断设备的研发、生产、销售与服务，致力于成为提供包括肿瘤早期诊断设备、配套软件与试剂以及相关技术支持、人才培养、设备维护等增值服务的一体化综合服务商。

SPICM-DNA 型全自动细胞肿瘤筛查分析系统是其核心技术产品，该产品采用细胞 DNA 倍体定量分析技术，能够从大量检测细胞中识别出发生病变的细胞，为癌症或癌前病变提供技术有效的诊断依据。目前，该细胞 DNA 自动检测技术主要用于宫颈癌筛查，未来有望扩展到更多癌症筛查。公司 2015 年营业收入 1800 万元，净利润 740 万元。效益承诺数 1385 万元，实现效益数 1402.47 万元。2016 年上半年，公司实现营业收入 2173 万元，毛利率 58.56%，净利润 828 万元。2016 年承诺效益为 1815 万元，预计全年实现业绩承诺压力不大。

图表 20：呵尔医疗获批产品

名称	证书编号	获证时间
SPICM-DNA 型全自动细胞肿瘤筛查分析系统	鄂食药监械（准）字 2013 第 2400976 号	2013.06.25-2017.06.24
全自动细胞染色机	鄂汉食药监械（准）字 2013 第 1410007 号	2013.01.08-2017.01.07
全自动液基薄层细胞制片机	鄂汉食药监械（准）字 2013 第 1410008 号	2013.01.08-2017.01.07
沉降式自动液基薄层细胞制片机	鄂汉食药监械（准）字 2013 第 1410009 号	2013.01.08-2017.01.07
细胞染色液	鄂汉食药监械（准）字 2012 第 1400113 号	2012.12.03-2016.12.02
液基薄层细胞保存液	鄂汉食药监械（准）字 2012 第 1400114 号	2012.12.03-2016.12.02

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

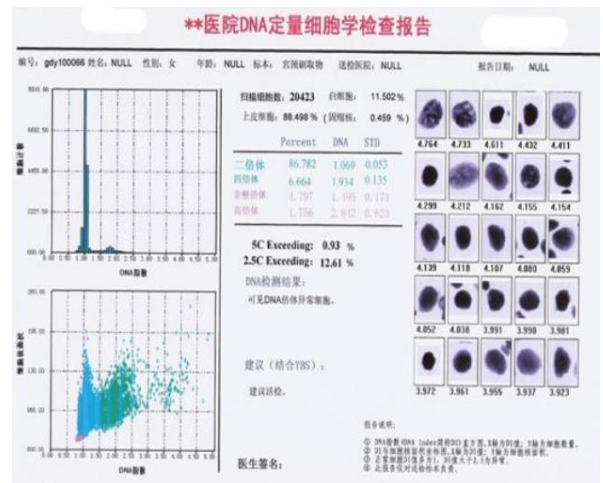
“SPICM-DNA 型全自动细胞肿瘤筛查分析系统”是目前具有国际先进水准的宫颈癌早期检测系统。该产品由留美博士引进深度光谱与成像分析的世界先进技术，联合湖北省光谱与成像技术研究中心、同济医院、武汉大学中南医院等多家单位，同时该系统凝聚了全国百余名妇科和病理科权威专家的宝贵经营。历经 5 年的攻，研发出具有国内自主知识产权的新一代产品。

图表 21：细胞 DNA 肿瘤筛查系统



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 22：细胞 DNA 肿瘤筛查检查报告



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 4.1.2. 宫颈癌市场空间可观

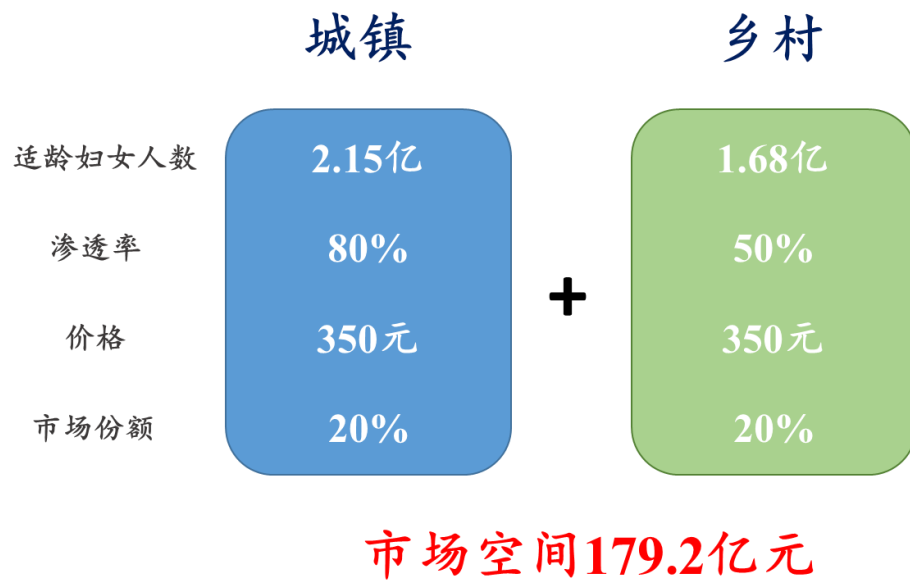
宫颈癌是最常见的妇科恶性肿瘤，发病率位于女性肿瘤第二位。患者年龄分布呈双峰状，35-39 岁和 60-64 岁均为高发期。一般认为 HPV 病

毒感染是宫颈癌的主要原因。由于宫颈细胞从癌前病变发展到宫颈癌，需要 5-10 年时间，在癌前病变阶段进行及时处理，治愈率非常高，因此宫颈细胞学检查可使宫颈癌得到早期诊断与早期治疗，十分必要。

25 岁之后有性生活的女性每年都需要做宫颈癌筛查，连续 2 次筛查正常者，可适当延长筛查间隔时间至 3 年。65 岁以后则不需进行宫颈癌筛查。我们估计国内宫颈癌筛查的适龄妇女是 3.83 亿人，但每年宫颈癌筛查例数仅 4000 万例（不包括卫计委两癌筛查），渗透率不足 10%。而美国适龄妇女 8000 万，每年检测量 7000 万例，渗透率高达 88%。

城镇宫颈癌筛查的适龄妇女是 2.15 亿，如果渗透率能达到 80%；乡村宫颈癌筛查的适龄妇女是 1.68 亿，如果渗透率能达到 50%。假设 20% 采用 DNA 自动检测仪筛查，细胞 DNA 自动检测价格为 350 元，市场空间将达到 179.2 亿。

图表 23：我国 DNA 自动检测仪筛查宫颈癌空间



资料来源：中国产业研究报告网，东吴证券研究所

#### 4.1.3. 细胞 DNA 自动检测技术优势明显

目前宫颈癌筛查一般采用三阶段筛查法，即第一阶段细胞学检查，结合人乳头瘤病毒（HPV）检测；第二阶段是对上一阶段阳性患者进行镜检；第三阶段是镜检定位下取活组织检查，是最终确诊的金标准。其中，最重要的步骤是第一阶段的筛查，一般有细胞学检查和 HPV-DNA 检查两种方法。细胞学检查：又分为巴氏涂片法和液基薄层细胞学检查（TCT）。

呵尔医疗的细胞 DNA 自动检测方法，本质上是 TCT 方法的改进，即细胞学检查的再次升级。呵尔医疗的检测方法，“取样-制片-染色”等步骤都与 TCT 方法一样，仅仅是最后一步不同，是在公司的 SPICM-DNA 分析系统上自动判断宫颈癌，取代了人工肉眼观察，效率大大提升，对病理科医生的依赖度大大下降。与细胞学检查相比，其优势是：1) 大幅度提高了检查的敏感性，降低了漏诊的可能；2) 该技术能大幅提高病理医生的工作效率，降低劳动强度。

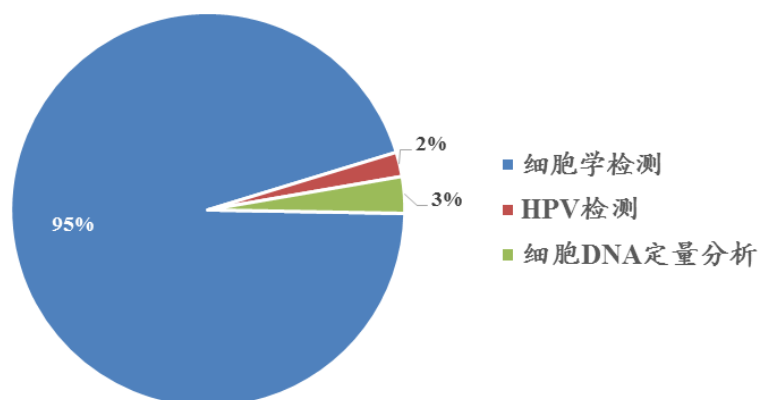
图表 24: 宫颈癌不同筛查方法比较

技术手段	宫颈癌检出率	癌前病变检出率	竞争优势	竞争劣势	临床应用
巴氏涂片检查(TBS)	低	低	费用低廉，操作简单	制片质量不高，需要人工阅片诊断，漏诊、误诊率较高	费用较低，能用于农村地区大规模普查
液基细胞学检查(TCT/LCT)	较低	低	2000 年开始国内应用，得到广泛专家的认可，从取材、制片方面进行改进，制片质量高	需要人工阅片诊断，在大规模筛查体检或门诊量大的医院满足不了临床需求，且人工阅片易造成漏诊、误诊	可应用于各类细胞学检测，可单独作为筛查依据
细胞 DNA 定量分析	高	高	敏感性与特异性均较高，自动化阅片可减轻医生阅片工作量	无法 100%与细胞学对应，可能受到炎症或药物影响	可应用各类脱落细胞学检测，自动化阅片适合大规模筛查，同时能用于指导肿瘤治疗及预测疾病预后
HPV-DNA 检查	较高	较低	病因学检测，敏感性最高，适合高危感染者随访跟踪	特异性低，必须联合细胞学筛查，检查费用较高	作为细胞学筛查的分流手段，不能单独作为筛查依据

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

目前，TCT 是国内宫颈癌细胞学检查的主流方法，每年检查量估计在 4000 万例左右。细胞 DNA 定量分析检查已被广泛应用与欧美等发达国家的临床诊断，全自动 DNA 定量分析检测可以 100%发现宫颈癌，对癌前病变检出率比单纯细胞学诊断提高 37%。细胞 DNA 定量分析未来替代传统的细胞学筛查是大趋势。

图表 25: 国内宫颈癌早期筛查不同方法市场份额



资料来源: wind, 东吴证券研究所

#### 4.1.4. 行业内竞争比较

国内做细胞 DNA 自动检测的企业有三家, 除了武汉呵尔医疗之外, 还有武汉兰丁和厦门麦克奥迪。

图表 26 : 国内细胞 DNA 自动检测系统厂家比较

厂家	竞争优势	竞争劣势
呵尔医疗	拥有自主知识产权, 研发能力强, 设备配置参数高, 检测漏诊率低, 销售队伍较强, 扫描时间3分钟	市场启动时间晚
麦克奥迪医疗	资金实力雄厚, 病理专家资源丰富	硬件配置参数较低, 无法全视野扫描, 扫描时间20分钟
兰丁	最早使用该技术, 启动时间早	没有自己的核心技术, 研发能力弱, 设备配置参数低, 误诊、漏诊率高

资料来源: wind, 东吴证券研究所

公司技术团队是中国登月计划“嫦娥三号”巡视器红外光谱仪分系统和国家“十五”攻关项目光谱成像分析仪的研制者, 拥有自主专利, 销售队伍较强, 激励较为充分, 具备竞争优势。

武汉兰丁和厦门麦克奥迪的技术均来源于加拿大 BC 肿瘤研究所, 机器扫描一次需要 20 多分钟, 速度较慢。因此, 两家公司在实际操作中,



仅局部扫描，虽然节省了时间，但是细胞读取不完全，容易造成后期的医疗纠纷。呵尔医疗产品是自主研发，扫描时间仅需 3 分钟，效率远远高于竞争对手。

#### 4.1.5. 盈利模式

呵尔医疗的盈利模式为 SPICM-DNA 分析仪免费投放在医院病理科，依靠销售染色剂、固定剂等试剂收费。试剂经代理商售往医院。由于 SPICM-DNA 只能识别公司自己的染色剂，因此整个体系是封闭的，其他厂家的试剂无法在 SPICM-DNA 分析仪上使用。

由于是免费投放仪器，因此，如果医院稳定后的检测量不足 200 例/月，公司就不会考虑投放。我们估计全国宫颈癌检测量在 200 例/月以上的医院有 7000 家，医院拓展空间足够大。2014 年年底，SPICM-DNA 分析仪已经投放 100 台，87 家医院，单月检测量在 3 万例左右，平均每台仪器 300 例/月。2014 年呵尔医疗检测量是 40 万例，2015 年达到近 100 万例，今年有望实现 200 万例。截止今年上半年，投放总量达 350 台，未来三年预计能新增几百家医院。

## 4.2. 三济生物：体外诊断服务

### 4.2.1. 公司简介

三济生物成立于 2010 年，以“基因检测试剂研发生产销售”、“个体化合理用药整体解决方案”和“提供细胞遗传学检测服务”三大模块为核心业务，致力于成为专业的分子诊断服务整体解决方案提供商。公司研发实力雄厚，拥有一批药物基因组学、分子生物学、临床医学、临床检验医学、遗传学等多学科研发人才，更与中南大学湘雅医学检验及其他研究机构紧密合作，与中国药物基因组学奠基人周宏灏院士及其团队为战略合作伙伴。2015 年公司实现营业收入 1897 万元，净利润 527 万元。2015 年效益承诺数 750 万元，实际实现效益数 757.87 万元。2016 年上半年，公司实现营业收入 1883 万元，毛利率 64.81%，净利润 616 万元。2016 年承诺效益为 1200 万元，预计全年有望实现业绩承诺。

三济生物主要技术平台是焦磷酸测序、荧光定量 PCR 技术、FISH 技术（荧光原位杂交技术）。第一代测序的精确性是远远高于第二代测序的，只是通量相对小，速度相对慢。三济生物的主要产品包括基因检测试剂盒、蛋白检测试剂盒及病理相关的检测试剂盒。公司已经有 60 多个分子诊断试剂、1 个一类测序通用试剂盒、2 个三类试剂，取得 5 项发明专利。

图表 27: 三济生物主要产品

类别	产品名称	主要用途	备注
基因检测试剂盒	人外周血基因组 DNA 提取纯化试剂盒	用于临床及实验室人全血样本基因组 DNA 提取纯化的试剂盒	已注册
	测序反应试剂盒	主要用于焦磷酸测序反应前的样本(PCR 产物)处理过程, 所有经生物素标记的引物扩增后的 PCR 产物都可以用本试剂盒进行处理后进行焦磷酸测序	已注册
	组织样本 RNA 保存液	本试剂盒主要应用于临床或科研实验室的组织样本保存	已注册
	人细胞色素氧化酶 P450 2C19 (CYP2C19) 基因分型检测试剂盒 (焦磷酸测序法)	采用焦磷酸测序法定性检测人类 CYP2C19 *1(野生型)、*2(c.681G>A)和*3(c.636G>A)型基因分型	已受理
	人类 K-ras 基因突变检测试剂盒 (焦磷酸测序法)	采用焦磷酸测序法定性检测人类 K-ras 基因 12、13、61 号密码子上 8 种热点体细胞突变。	已受理
蛋白质检测试剂盒	人降钙素原 (PCT) 酶联免疫分析试剂盒	用于定量检测人血清或血浆中的降钙素原(PCT)含量	已注册
病理相关的检测试剂盒	皮肤细胞培养试剂盒	本试剂盒主要应用于临床或科研实验室的皮肤细胞分离纯化培养扩增并组织化	已注册
	苏木素-曙红染色液	适用于医疗和科研单位进行病理组织学的标本染色。	已注册
	即用型组织固定液	适用于人体、动植物组织的固定	已注册

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司检测项目有 60 多种, 涵盖了肿瘤领域、心血管领域、妇幼领域、麻醉领域、体检项目等。华法林、氯吡格雷等临床常用药均在开展项目。

图表 28 : 三济生物检测项目

**肿瘤领域 :**

- 靶向治疗药物: 肺癌、结直肠癌; EGFR, KRAS, BRAF, PI3K, C-Kit, ALK
- 常规化疗药物的毒副作用 / 疗效: UGT1A1, DPYD, CDA, TPMT 等

**心血管领域 :**

- 抗凝药物: 氯吡格雷、华法林、阿司匹林
- 慢性心衰:  $\beta$ 受体阻滞剂
- 高血脂、高血压、糖尿病相关药物

**妇幼领域 :**

- 叶酸
- 儿童遗传病等

**麻醉领域 :**

- 芬太尼/舒芬太尼个体化用药
- 慢性癌痛的个体化用药

**体检项目 :**

- 酒精、疾病发生风险、癌症预测等

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 4.2.2. 体外诊断市场发展迅速

根据美国食品药品监督管理局（FDA）对体外诊断的定义，它对人体样品进行收集、制备和对样品进行检测的试剂、仪器和系统，通过它们对疾病或人体其他状态，包括人体健康状况进行的诊断，为治愈、减轻、治疗、预防疾病及其并发症提供信息。目前诊断试剂已经成为行业主流产品，占行业 64% 以上的比重。从产业链角度，上游的体外诊断设备和中游的体外诊断试剂是行业两大类主要产品，目前诊断试剂已经成为行业主流产品，占行业 64% 以上的比重。从技术层面，体外诊断主要分为生化诊断、免疫诊断和分子诊断 3 大类。

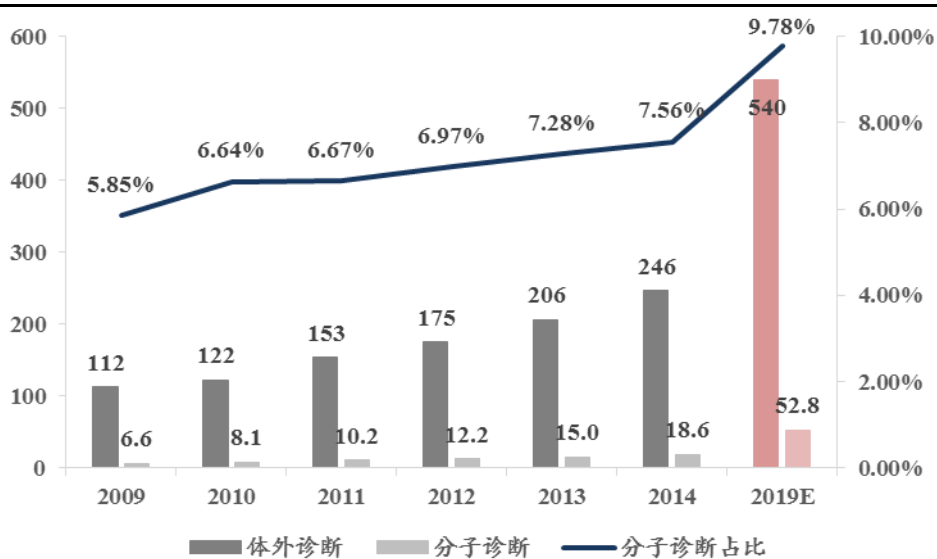
图表 29: 体外诊断方式主要技术分类

诊断试剂类别	检测原理	主要用途	分类	特点	技术壁垒
生化诊断试剂	各种生物化学反应	测定酶类、糖类、脂类、蛋白质和无机元素等	—	医院常规检测项目	低
免疫诊断试剂	抗原抗体特异性反应	传染性疾病、内分泌、肿瘤药物等检测	胶体金	快速方便，适用于即时检测及大面积普及，前景好	低
			酶联免疫	成本低、可大规模操作、目前免疫诊断试剂的主流方法之一	低
			化学发光	灵敏度高、特异性强，可用于半定量和定量分析，市场主流，逐步取代酶联免疫	高
			放射免疫	污染较大，基本淘汰	—
			时间分辨荧光	应用少	—
分子诊断	利用分子生物学方法检测遗传物质的变化	肝炎、性病、优生优育、肿瘤检测	核酸扩增技术 (PCR)	灵敏度高、特异性强、诊断窗口期短，可进行定性定量检测，分子诊断主题	中
			原位杂交 (FISH)	快速，简单直观	高
			基因芯片	一次性对样品大量序列进行检测分析，成本高，开发难度大	高

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

从 2009 年开始，我国体外诊断行业市场规模从 122 亿元，快速增长至 2014 年的 246 亿元，复合增长率达 17.0%。我国分子诊断行业市场规模从 2009 年的 6.6 亿元，以更快的速度增至 2014 年的 18.6 亿元，复合增长率达 23.2%。假设以上述速度持续增长，到 2019 年，体外诊断行业和分子诊断行业的市场规模将达到 540 亿元、52.8 亿元。分子诊断在体外诊断的占比也不断升高，由 2009 年的 5.85% 上涨至 2019 年的 9.78%。

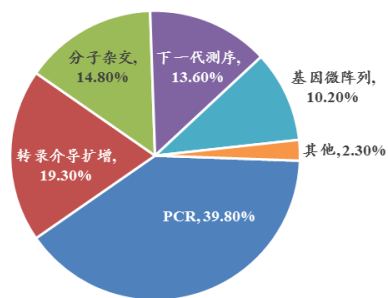
图表 30：国内体外诊断和分子诊断市场规模



资料来源：智研数据中心，东吴证券研究所

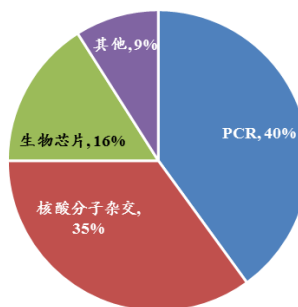
2012 年 PCR 诊断占全球分子诊断市场 39.8% 份额，成为市场份额最大的分子诊断技术。国内情况亦如此，PCR 是最成熟的技术，占据 40% 的比例，份额最大；其次为核酸分子杂交（FISH）技术，占比 35%。

图表 31：全球分子诊断市场细分



资料来源：J MOL DIAGN，东吴证券研究所

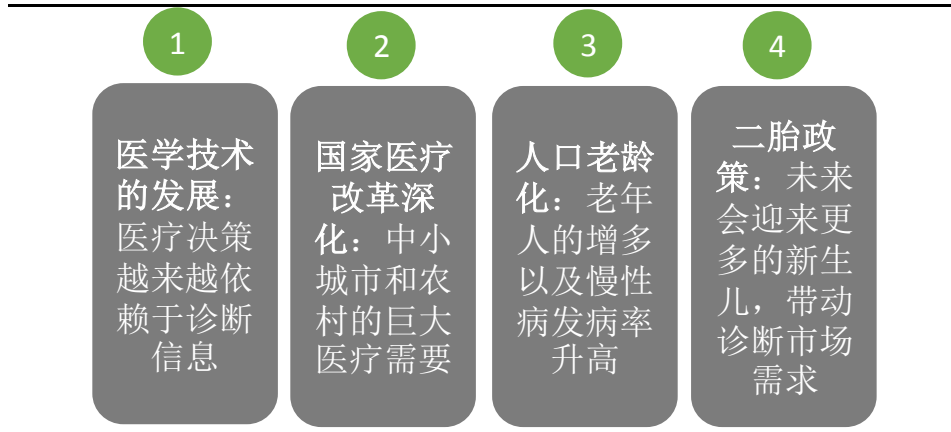
图表 32：我国分子诊断市场细分



资料来源：中讯咨询，东吴证券研究所

目前诊断消费在医疗消费市场中占比较小，但重要性日益加强。根据相关统计分析，60% 的医疗决策依赖于诊断信息，然而诊断市场仅占医疗消费总市场的 1%。随着国家相继颁布医疗改革的相关法律政策，医改进入深水区，未来将会释放中小城市和农村的巨大市场需求。同时随着我国人口老龄化加重以及二胎政策的开放，未来体外诊断市场将会迎来一个良好的发展机会。我们相信三济生物未来将成为该领域的优质标的。

图表 33：我国体外诊断市场发展推动因素



资料来源：wind,东吴证券研究所

#### 4.2.3. 收购 PCR 生产服务商、参与国家重点专项

三济生物出资 1476 万元收购苏州东胜 73.8% 股权，完善产业链布局，产生协同效应。苏州东胜从事 PCR 仪器的生产及服务，在国内供应商中居于领先地位，两者结合有利于三济生物进行业务整合，提新的产品及降低原有服务成本，完善公司从上游硬件、试剂到下游服务检测的全方位布局，有利于发挥协同效应，进一步增强三济生物的可持续发展能力。

三济生物与北京大学等 5 家单位共同参与了国家重点研发计划精准医疗研究重点专项“药物基因组学与国人精准用药综合评价体系”。为鉴于该项目涉及应该做一致性评价和适应性评价的药物有 100 余种，为更好完成此次专项任务，公司拟增资设立北京新开源精准医疗科技有限公司配合该项目实施。作为项目的参与方、根据本重点计划项目的要求，三济生物拟出资 4000 万元专项资金参与该项目，负责相关队列大数据、样板信息库、临床样本库、临床病例信息、信息分析转化平台等工作。在公司整个医药产业链中，长沙三济链接起了医院-测序企业-疾病-患者等环节，侧重于疾病的诊断；而精准医疗公司则链接起了医院-测序企业-疾病-药物-制药企业等环节，侧重于基因检测与精准医学的市场开发；两个公司的联合协作，将使得新开源打通精准医学研究从实验室到医院到制药企业的整个产业链。

北京新开源精准医疗科技有限公司原名博爱新开源（北京）医疗科技发展有限公司。新公司注册资本人民币 3000 万元，未来拟增资至不低于 5000 万元。新设公司其他基本情况如下表：

图表 34：新开源精准医疗科技有限公司简介

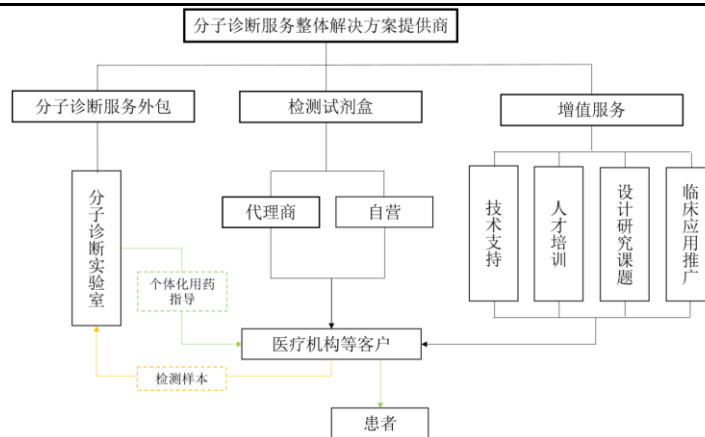
	描述
经营范围	技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务；销售自行开发的产品；项目投资；投资管理；资产管理。
股权结构	暂定由三济生物、晶能生物、呵尔医疗参与，母公司将把出资份额等价转让给各参与公司。新增资部分由各参与公司协商确定。
业务模式	精准医疗公司主要通过三项业务：精准医学临床研究、基因检测服务费用、市场策略服务在医院、医生、制药企业及基因测序公司之间架起了一座沟通的桥梁进行传统药物的精准医学评价工作。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2.4. 盈利模式：直销转向代理商销售

三济生物与多家医疗机构和制药企业等客户建立起紧密的业务合作关系，通过向客户提供自主研发的检测试剂盒以及个性的分子诊断服务，对不同个体的药物相关基因进行解读，帮助客户向患者提供个体化合理用药方案。

图表 35：三济生物商业模式

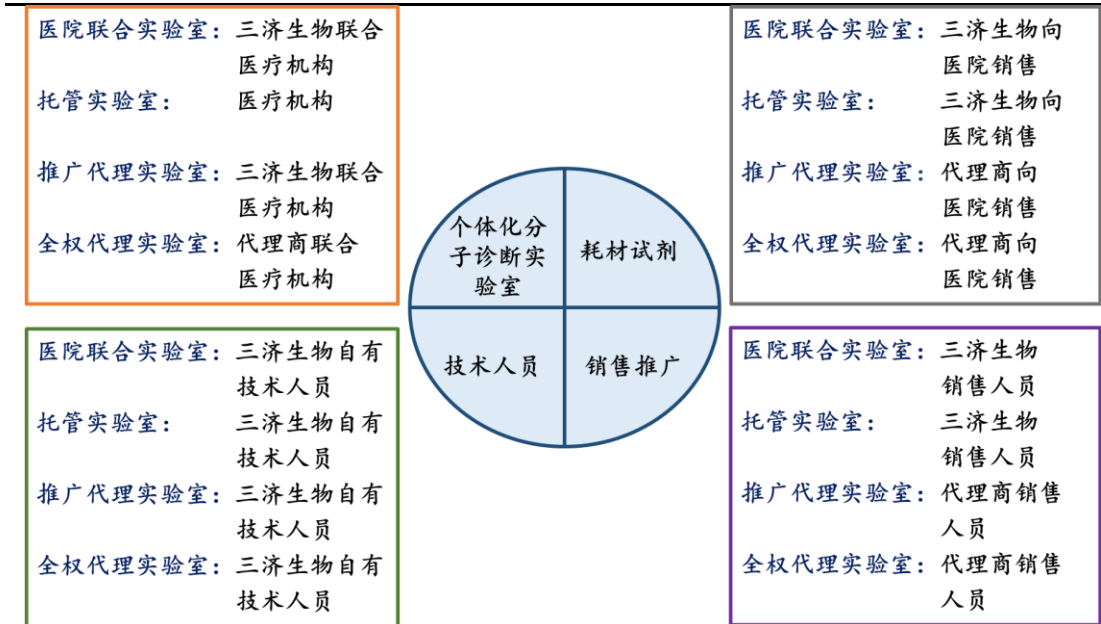


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

三济生物主要盈利模式是与医院共建联合实验室，然后销售试剂。2014 年以前，三济生物直销医院，2014 年 11 月公司转变模式，走代理商渠道，依赖代理商的能力，未来进入医院速度将加快。公司中心实验室在长沙，具有独立第三方临床检测机构资质，同时已经在 30 家大型三

甲医院（包括 4 家省级肿瘤医院）投资建设“个体化用药-分子诊断”实验室，未来还会增加独立第三方实验室的建设。公司以个性化用药检测为突破口与医院合建实验室或者自建第三方实验室后，未来将具备巨大的平台价值和数据价值。

图表 36: 三济生物商业模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

在新开源收购这三家公司之后，联合实验室将成为新开源的战略方向。即三济生物的联合实验室，可以引入呵尔医疗的细胞 DNA 筛查系统，晶能生物的基因测序，我们预计未来还可能通过并购等方式引入体外诊断试剂，能够给医院提供越来越多的服务。联合实验室可能成为新开源的服务平台，其发展值得关注。

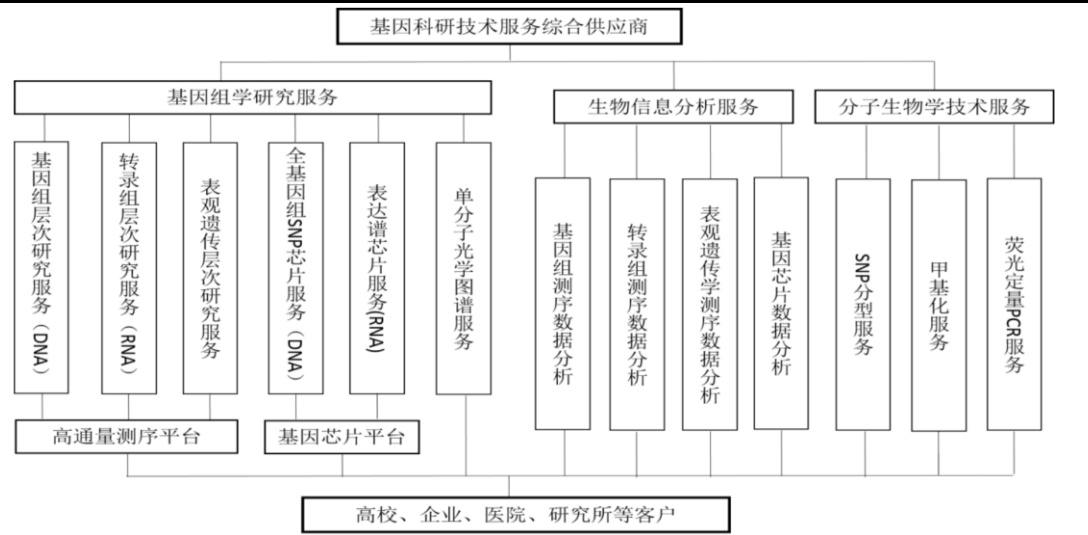
### 4.3. 晶能生物：基因测序服务

#### 4.3.1. 公司简介

晶能生物成立于 2010 年 2 月，作为高新技术企业，主要提供新一代 DNA 高能量测序和基因芯片技术的应用和推广、生物信息分析服务等创新型基因测序技术。以技术服务为业务核心，同时涉足生物医学、生命科学、临床疾病、人类健康等领域，致力于成为中国领先的基因测序技术服务综合供应商。公司主要使用 Illumina 3500 测序仪，通量较原有大幅提高。与对手相比，晶能生物产品平台比较完善，销售上也具备一定优势。2015 年公司实现营业收入 1733 万元，净利润 421 万元。2015 年，

效益承诺数 598 万元，实际实现效益数 637 万元。2016 年上半年，公司实现营业收入 1943 万元，毛利率 48.94%，净利润 270 万元。2016 年承诺效益为 777 万元，预计全年实现业绩承诺压力略大。

图表 37: 晶能生物主要业务

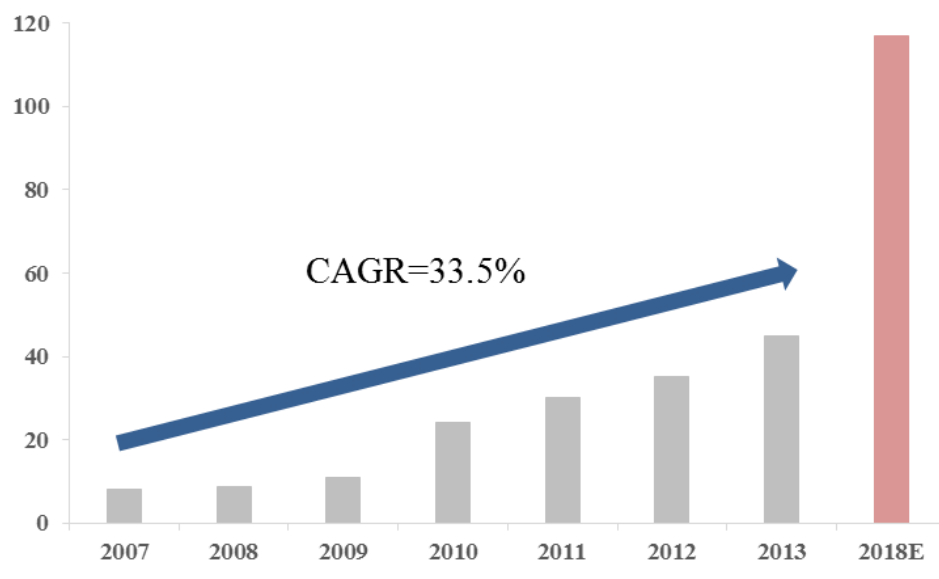


资料来源：公司官网，东吴证券研究所

### 4.3.2. 基因测序行业飞速发展

近几年来基因测序市场飞速发展，从 2007 年的 794.1 万美元增长到 2013 年的 45 亿美元，复合增长率为 33.5%，预计未来几年依旧会保持快速增长，2018 年将达到 117 亿美元，复合增长率为 21.1%

图表 38: 2007-2018 年全球基因测序市场规模



资料来源：BCC Research，东吴证券研究所



行业上游为测序仪器和试剂生产供应商，几乎被 Illumina、Life Technologies 两大国外巨头垄断。行业中游为基因测序服务提供商，该领域增长速度最快，是国内企业的主攻方向，行业龙头凸显、集中度提升是必然趋势，商业模式成熟且具备持续布局能力，以及具有强大生物信息学分析和数据处理能力的企业有望从中突围。据 BCC 预测，测序服务将是整个产业链中市场增长最快的，从 2011 年不超过 10 亿美元到 2016 年 35 亿美元，复合增长率为 29%。根据 Illumina 的预估，基因测序服务市场容量有 200 亿美元。行业下游是终端用户，主要包括医院、第三方医学检验所（独立实验室，ICL）的临床应用端，以及大学、医院、研究所、药企的科研机构端。

#### 4.3.3. 行业内竞争比较

华大科技作为国内基因测序科研服务行业的领导企业，其拥有业内最丰富的技术平台，涵盖新一代测序、基因芯片、蛋白质组学、生物信息学等平台，能够为客户提供全方位的科研服务。行业内的其他竞争对手多为后起之秀，受限于资金、渠道、人力等因素，均选择差异化的竞争战略进入该业务领域。

晶能生物同时涵盖新一代测序平台、基因芯片平台以及具有差异化优势的 BioNano Irys 单分子光学图谱分析平台，晶能生物是 Illumina CPro 官方认证服务商、BioNano 认证服务商、上海市公共研发服务平台成员，致力于成为中国领先的基因测序技术服务综合供应商。与竞争对手相比，晶能生物产品平台比较完善，在新一代测序平台和基因芯片平台均建立起一定的竞争优势，为其今后产品线延伸打下了良好基础。最近几年，晶能生物不断加大研发力度，进入新的技术平台，以保持公司技术始终处于行业领先地位。

图表 39: 晶能生物竞争对手比较

技术平台		华大科技	诺禾致源	晶能生物	伯豪生物	派森诺生物	贝斯派生物
新一代测序平台	Illumina HiSeq 测序平台	√	√	√	√	无	√
	Illumina X-TEN 测序平台	无	√	无	无	无	无
	Illumina NextSeq500 测序平台	无	√	无	无	√	无
	Illumina Miseq 测序平台	√	√	√	无	√	√
	Complete Genomics 测序平台	√	无	无	无	无	无
	AB SOLiD System 测序平台	√	无	无	√	无	√
	Roche GS FLX Platform 测序平台	√	无	无	无	√	√
	Ion Torrent 测序平台	√	无	无	√	√	√
	Ion Proton 测序平台	√	无	无	无	无	√
基因芯片平台	Sequenom 基因分型平台	√	无	√	无	无	无
	Illumina iScan 平台	√	无	√	√	无	无
	Affymetrix 芯片服务平台	√	无	无	√	无	无
	Agilent 芯片服务平台	√	无	无	√	无	无
蛋白质组学平台	Q Exactive 平台	√	无	无	无	无	无
	TripleTOF 5600 平台	√	无	无	无	无	无
全基因组酶切图谱平台		√	无	无	无	无	无
ABI 3730 平台		√	无	无	无	√	无
BioNano Irys 单分子光学图谱分析平台		√	无	√	无	无	无
生物信息学平台		√	√	√	√	√	√

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.3.4. 临床转型，其他子公司助力

公司以科研服务起家，未来将向临床方向转型。公司在研基因测序临床应用重磅品种，背后有院士级科学家团队参与产品研发，目前公司也在积极申请第三方医疗资质和基因测序试点资质，在未来将借用医院的资质，开展遗传病方面的临床应用，横向拓展公司的业务，创造新的业绩增长点。

目前晶能生物与 50 多家科研机构 and 医院取得合作，我们预计，新开源收购晶能生物之后，将通过与三济生物、呵尔医疗的合作，共同打开医院市场。未来医院市场的开发程度将决定晶能生物的上升空间。现阶段，国内测序的临床服务重点关注的是产前诊断，遗传学诊断，植入前胚胎诊断，肿瘤分子诊断与个体化用药治疗等四个方面。其中无创产前诊断较为成熟，是基因测序目前在国内最大的应用领域，该业务及其依赖与医院妇产科的关系。而呵尔医疗由于是主攻宫颈癌筛查，在妇产科

有一定渗透，对晶能生物起到助力作用。

## 5. 盈利预测与投资建议

传统精细化工业务：经历 2015 年 PVP 产品价格下降后，预计 2016 年的营业收入将企稳回升，以 26% 增长率估算，全年营业收入可达大约 3 亿元其中，塑料安瓿产品增速较快，如果以 40% 增长率估算，全年营收可达大约 2 亿元，毛利率较去年变化不大，预计在 40% 左右。

精准医疗业务业务：2014 年收购三家子公司后持续布局精准医疗，在市场和客户开拓方面取得了较好的业绩，我们预计 2016 年营业收入将快速提升。预计呵尔医疗全年营收达 5209 万元，增长率 190%；三济生物全年营收达 4362 万元，增长率 130%；晶能生物全年营收达 3639 万元，增长率 110%。精准医疗行业的毛利率较高，预计 2016 年呵尔医疗、三济生物、晶能生物毛利率分别为 60%、67%、48%。

预测新开源（300109）2016-2018 年营业收入分别为 4.49 亿、5.75 亿和 7.25 亿元，归属母公司净利润为 1.11 亿、1.60 亿和 2.08 亿元；折合 2016-2018 年 EPS 分别为 0.65 元、0.94 元、1.22 元；对应 PE 分别为 83、57 和 44 倍。我们看好公司传统 PVP 系列业务，以及在肿瘤早期筛查、分子诊断服务、基因测序服务等精准医疗领域的布局，我们首次给予“增持”评级。

图表 40：分产品盈利预测（万元）

		2015	2016E	2017E	2018E
PVP 系列	主营业务收入	23637.71	29783.51	37527.22	47284.30
	增长率	-6.70%	26%	26%	26%
	毛利率	38.84%	40%	42%	44%
呵尔医疗	主营业务收入	1796.54	5209.97	6660.42	8242.19
	增长率	—	190%	35%	35%
	毛利率	58.49%	60%	60%	60%
三济生物	主营业务收入	1896.52	4362.00	5670.60	7938.84
	增长率	—	130%	30%	40%
	毛利率	66.15%	67%	67%	67%
晶能生物	主营业务收入	1733.20	3639.72	4076.49	4565.67
	增长率	—	110%	12%	12%
	毛利率	46.44%	48%	48%	48%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

- (1) 环保方面的风险;
- (2) 新开品研发风险;
- (3) 市场竞争加剧风险;
- (4) 竞争对手技术更新, 推出更方便使用的产品;
- (5) 境外投资风险。

## 新开源主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>367.16</b>	<b>493.51</b>	<b>556.15</b>	<b>695.31</b>	<b>营业收入</b>	<b>290.64</b>	<b>449.01</b>	<b>574.51</b>	<b>725.03</b>
现金	192.71	362.57	337.24	513.38	营业成本	167.72	233.48	287.25	362.51
应收款项	86.10	29.15	103.07	48.61	营业税金及附加	2.34	3.62	4.63	5.85
存货	86.63	100.06	114.11	131.59	销售费用	16.31	25.20	32.24	40.68
其他	1.73	1.73	1.73	1.73	管理费用	38.49	59.47	76.09	96.02
<b>非流动资产</b>	<b>847.29</b>	<b>794.88</b>	<b>742.46</b>	<b>690.41</b>	财务费用	-1.27	-6.39	-9.10	-12.30
长期股权投资	0.20	0.20	0.20	0.20	资产减值损失	1.03	0.00	0.00	0.00
固定资产	338.64	294.00	249.35	204.70	投资净收益	0.05	0.00	0.00	0.00
无形资产	497.22	489.82	482.41	475.01	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.23	10.86	10.50	10.50	<b>营业利润</b>	<b>66.07</b>	<b>133.63</b>	<b>183.40</b>	<b>232.26</b>
<b>资产总计</b>	<b>1214.45</b>	<b>1288.38</b>	<b>1298.61</b>	<b>1385.72</b>	营业外净收支	0.96	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债</b>	<b>50.93</b>	<b>92.11</b>	<b>64.31</b>	<b>107.46</b>	<b>利润总额</b>	<b>67.04</b>	<b>133.63</b>	<b>183.40</b>	<b>232.26</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	10.05	20.04	27.51	34.84
应付账款	50.93	92.11	64.31	107.46	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属母公司净利润</b>	<b>56.99</b>	<b>113.59</b>	<b>155.89</b>	<b>197.42</b>
<b>非流动负债</b>	<b>0.66</b>	<b>0.66</b>	<b>0.66</b>	<b>0.66</b>	EBIT	67.80	127.24	174.30	219.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	92.12	179.65	226.71	272.01
其他	0.66	0.66	0.66	0.66					
<b>负债总计</b>	<b>51.58</b>	<b>92.76</b>	<b>64.97</b>	<b>108.12</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.334	0.666	0.914	1.158
归属母公司股东权益	1162.86	1195.62	1233.64	1277.60	每股净资产(元)	6.821	7.315	7.994	8.853
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1214.45</b>	<b>1288.38</b>	<b>1298.61</b>	<b>1385.72</b>	总股本(百万股)	170.48	170.48	170.48	170.48
					ROIC(%)	14.64%	11.17%	17.00%	20.11%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	ROE(%)	4.90%	9.11%	11.44%	13.08%
经营活动现金流	62.08	175.02	-19.97	181.86	毛利率(%)	42.29%	48.00%	50.00%	50.00%
投资活动现金流	-34.16	0.00	0.00	0.00	EBIT Margin(%)	23.33%	28.34%	30.34%	30.34%
筹资活动现金流	140.15	-5.15	-5.36	-5.73	销售净利率(%)	19.61%	25.30%	27.13%	27.23%
汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	4.25%	7.40%	5.19%	8.00%
现金净增加额	169.15	169.86	-25.33	176.13	收入增长率(%)	14.72%	54.49%	27.95%	26.20%
折旧和摊销	24.31	52.41	52.41	52.05	净利润增长率(%)	89.21%	99.32%	37.24%	26.64%
资本开支	40.46	0.00	0.00	0.00	P/E	161.19	80.87	58.93	46.53
营运资本变动	54.90	-84.27	116.25	-79.56	P/B	7.90	7.37	6.74	6.09
					EV/EBITDA	97.60	49.04	38.61	31.35

资料来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

