

诚益通 (300430)

制药自动化翘楚，领先发力康复医疗蓝海市场

诚益通：内生外延打造大康复龙头

公司成立于 1998 年,前身为北京东方诚益通工业自动化技术有限公司,致力于为大中型制药、生物企业,提供个性化的自动化控制产品及系统解决方案。2016 年 6 月,公司配套融资 30876.73 万元,其中 13884.72 万元用于收购“广州龙之杰”和“北京博日鸿”100%股权,加码理疗医疗器械领域。内生外延双重发力,公司已形成制药自动化和康复医疗双轮驱动的业务结构,正致力于成为各细分领域内整体解决方案服务商的领军企业。

预计 2022 年康复医疗市场规模突破千亿，自动化成未来趋势

我国康复医疗市场需求空间巨大,万元以上康复设备供需缺口达到 6.94 万台,资源满足率仅为 14.16%。从 2016 年 6 月开始,纳入医保的康复项目由此前的 9 项增加至 29 项,极大减轻患者经济负担。2017 年公立医院逐步取消药品加成与两票制,而康复科室收入结构中约八成来自于治疗服务收费,因而医院投建康复科的主动性大大提升。与欧美发达国家相比,我国的康复市场规模和人均费用都还有很大差距。政策瓶颈的突破预计推动康复产业高速发展,到 2022 年中国康复市场将突破千亿。

随着医药需求持续释放,制药企业纷纷新建生产线,扩大产能,适应市场需求。另一方面, GMP、FDA 等标准持续提升,企业不断改进更新生产条件。2016 年间,我国医疗制造业固定资产投资额增长至 5811.88 亿元,年复合增长率超过 25%。

行业成长期跑马圈地，竞争优势明显

公司以龙之杰为依托,进军康复医疗器械行业,目前行业正处于成长阶段,公司抢先跑马圈地,有望在行业内脱颖而出。公司销售模式已经由坐商制转变为主动营销制度,康复医疗板块利润迅速提升,2015 年为 1242 万元,预计到 2018 年,可增长超过 5255 万元。公司业务模式华丽升级,由供应商逐步发展至康复科室建设综合服务商。联合钱璟康复共同发起“常春藤康复生态圈”计划,集合医院、医生、优质企业于同一平台,逐渐从三级医院复制衍生到基层医院。未来,公司将有机整合制药工业和康复医疗两大板块业务,提供综合整体解决方案。

盈利预测：公司加码医疗康复细分领域，技术和资本优势明显，市场空间广阔，我们看好公司未来发展，预测 2016、2017、2018 年净利润为 0.56、1.25、1.95 亿元，EPS 为 0.58、1.29、2.00。

风险提示：康复科室综合服务开展不达预期、主营业务滑坡

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	47.45 元
目标价格	60 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	97.28
流通 A 股股本(百万股)	41.32
A 股总市值(百万元)	4,615.94
流通 A 股市值(百万元)	1,960.71
每股净资产(元)	6.55
资产负债率(%)	32.21
一年内最高/最低(元)	56.60/37.60

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	319.49	344.50	373.42	653.48	947.55
增长率(%)	11.00	7.83	8.40	75.00	45.00
EBITDA(百万元)	64.90	61.63	66.69	146.87	229.46
净利润(百万元)	52.08	53.59	56.40	125.06	194.94
增长率(%)	6.91	2.91	5.24	121.72	55.88
EPS(元/股)	0.54	0.55	0.58	1.29	2.00
市盈率(P/E)	89.68	87.15	82.81	37.35	23.96
市净率(P/B)	14.99	7.63	6.99	5.89	4.73
市销率(P/S)	14.62	13.56	12.51	7.15	4.93
EV/EBITDA	0.00	88.67	67.06	29.35	18.38

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 诚益通：内生外延打造大康复龙头	4
1.1. 生物医疗自动化方案提供商	4
1.2. 公司股权结构清晰，定增加码康复医疗领域	4
1.3. 制造自动化康复医疗双轮驱动	5
1.4. 主营业绩稳健，未来发展空间充足	6
2. 康复医疗 30 倍成长空间，自动化成未来大趋势，	7
2.1. 康复医疗：供不应求，千亿市场	7
2.1.1. 制度改革释放潜在需求，经济性因素激发医院主观能动性	7
2.1.2. 政策瓶颈的突破助推行业高速健康发展	8
2.1.3. 预计 2022 年我国康复市场规模将突破千亿	9
2.1.4. 新医改提出药品零加成，康复器械需求有望爆发	10
2.2. 制药自动化：迅猛发展，大势所趋	11
2.2.1. 生物医药行业自动化迅猛发展	11
2.2.2. 政策推动自动化成大趋势	12
3. 行业成长期跑马圈地，竞争优势明显	13
3.1. 专注细分领域，性价比高于同业	13
3.2. 领军行业成长期，抢先跑马圈地	13
3.3. 业务模式升级，打造常春藤康复生态圈	14
3.4. 未来战略：制药工业康复医疗整体解决方案	15

图表目录

图 1：公司发展历史	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：博日鸿和龙之杰承诺业绩（单位：万元）	5
图 4：公司制药板块产品	6
图 5：公司康复医疗板块产品	6
图 6：公司主营构成（单位：万元，%）	6
图 7：2015 年公司主营构成（单位：%）	6
图 8：公司营收变化情况（单位：亿元，%）	6
图 9：公司归母净利润变化情况（单位：亿元，%）	6
图 10：公司毛利率和净利率情况（单位：%）	7
图 11：公司费用控制情况（单位：%）	7
图 12：制度瓶颈解决将释放大量需求	7
图 13：万元以上康复设备供需缺口达 6.94 万台	7
图 14：我国三级医疗康复体系	8
图 15：康复科室建设标准	9
图 16：我国综合医院康复治疗情况	9

图 17: 中美康复市场规模及人均费用对比 (单位: 亿元, 元)	9
图 18: 2022 年我国康复市场规模达 1033 亿	9
图 19: “药品零加成”政策发展历程	10
图 20: 新医改以来, 公立医院收入增速逐年降低	10
图 21: 2015 年, 公立医院院均结余首次下滑	10
图 20: 2012 年公立医院院均医疗收入构成	11
图 21: 2015 年公立医院院均医疗收入构成	11
图 12: 公司提供的自动化控制系统及相关产品与所服务的行业具体关系	11
图 13: 医疗制造行业历年固定资产投资额 (单位: 亿元, %)	12
图 22: 康复医疗行业处于成长期	13
图 23: 龙之杰竞争优势明显	13
图 24: 制药自动化收入稳步增长 (单位: 万元, %)	14
图 25: 康复医疗板块利润迅速提升 (单位: 万元)	14
图 26: 业务模式升级	14
图 27: 常春藤康复生态圈	15
图 28: 公司战略愿景	15
表 1: 公司重组配套融资	4
表 2: 近年部分行业相关政策	12

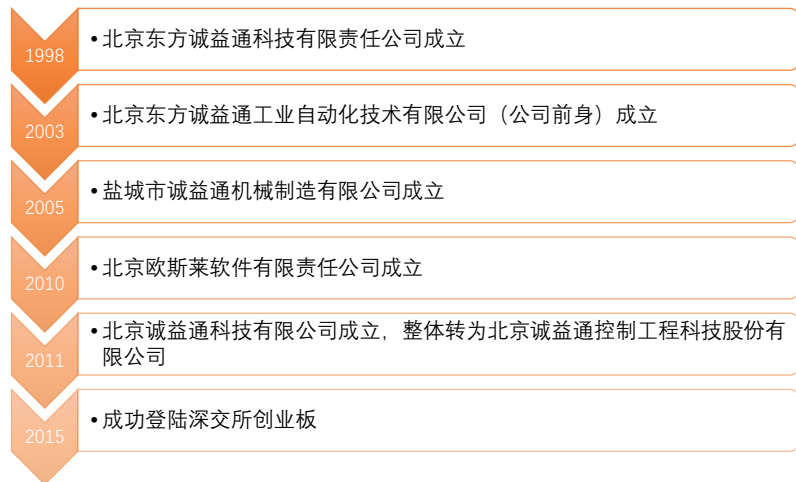
1. 诚益通：内生外延打造大康复龙头

1.1. 生物医疗自动化方案提供商

公司成立于 1998 年，前身为北京东方诚益通工业自动化技术有限公司。2011 年，北京诚益通科技有限公司成立，2015 年，公司成功过登陆深交所创业板。

诚益通是医药生物工业自动化控制系统整体解决方案的提供商,专注于制药、生物制品生产过程中的自动化控制应用,以自主研发的核心技术和自主生产的关键设备及组件为依托,面向大中型制药、生物企业,提供个性化的自动化控制系统产品及整体解决方案。其主要客户包括海正医药、鲁抗医药、健康元、伊品生物、东阳光、联邦制药及科伦药业等。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 公司股权结构清晰，定增加码康复医疗领域

2016 年 6 月 6 日公告，经中国证监会并购重组委审核，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项获得有条件通过。公司配套融资 30876.73 万元，其中 13884.72 万元用于支付本次重组现金对价，用于收购“广州龙之杰”和“北京博日鸿”100%股权，加码理疗医疗器械领域。其中，公司支付 3.9 亿股权和 1.2 亿现金收购龙之杰，1.1 亿股权和 0.2 亿现金收购博日鸿。

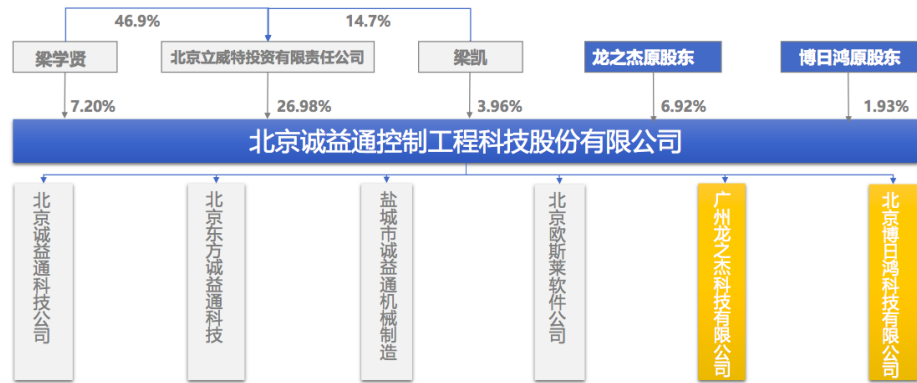
表 1：公司重组配套融资

序号	项目	金额
1	支付本次重组现金对价	13884.72 万元
2	营销及技术支持服务中心建设	6992 万元
3	补充流动资金	不超过 10000 万元
	合计	不超过 30876.73 万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

重组完成后上市公司总股本为 10,673.95 万股(不考虑配套融资)，其中梁学贤、梁凯父子合计控制 38.14%股份，为上市公司实际控制人。

图 2：公司股权结构

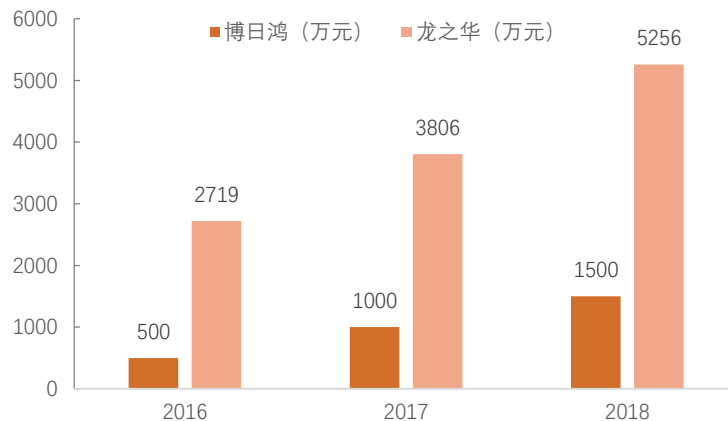


资料来源：公司官网，天风证券研究所

龙之杰涵盖物理治疗、临床检测、医学美容等领域,主营产品包括空气波压力循环治疗仪、干涉波疼痛治疗仪、磁振热治疗仪、上下肢主被动康复训练器等。本次交易后,诚益通将获得龙之杰在康复理疗医疗产品领域的优势竞争地位,丰富公司医疗器械的产品结构,并向大健康领域积极布局。**龙之杰承诺 2016-2018 年净利润分别不低于 2719 万元、3806 万元和 5256 万元。**

博日鸿则致力于生产自动化包装设备和个性包装方案提供,为客户提供贴标、装盒、称重、裹包、视觉检测、二级赋码、激光打码、装箱、捆扎等全套解决方案。通过收购博日鸿,诚益通将实现向包装设备等个性化解决方案的延伸,医药、生物自动化控制系统产业链更加完整。**博日鸿承诺 2016-2018 年扣非归母净利润分别不低于 500 万元、1000 万元和 1500 万元。**

图 3：博日鸿和龙之杰承诺业绩（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 制造自动化康复医疗双轮驱动

通过内生与外延两条腿走路,公司已形成制药自动化和康复医疗双轮驱动的业务结构,致力于成为细分领域内整体解决方案服务商的领军企业。

制药板块,公司针对制药、生物制品生产的主要工艺过程和辅助过程,提供发酵/合成、分离纯化、成品制备和辅助工段控制系统。同时还依靠自身的生产加工能力和技术水平,向客户提供与系统相关的配套设备、零部件和技术服务。

康复医疗板块,公司以龙之杰为主,提供功能评定类康复器械、运动训练类康复器械和物理因子类康复器械。“LONGEST、龙之杰”已成为国内康复理疗设备市场中高端产品知名品牌,部分产品取得 CE 认证,用于国内数千家医疗机构并出口海外。

图 4：公司制药板块产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

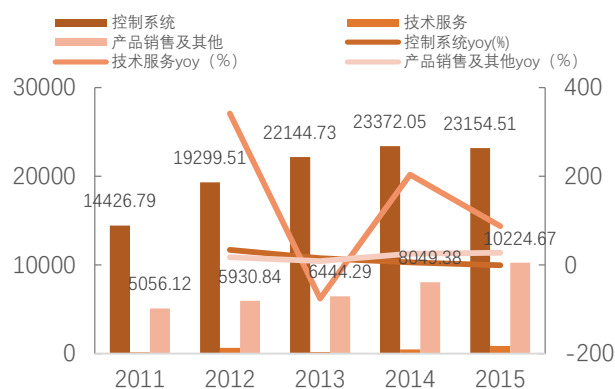
图 5：公司康复医疗板块产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

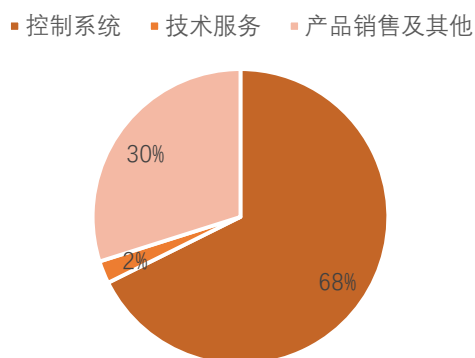
公司业务分为控制系统，技术服务，产品销售及其他。主营业务为控制系统，2015 年营业收入占比 68%。

图 6：公司主营构成（单位：万元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2015 年公司主营构成（单位：%）

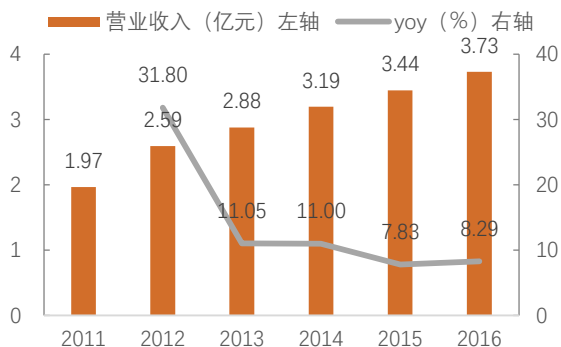


资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 主营业绩稳健，未来发展空间充足

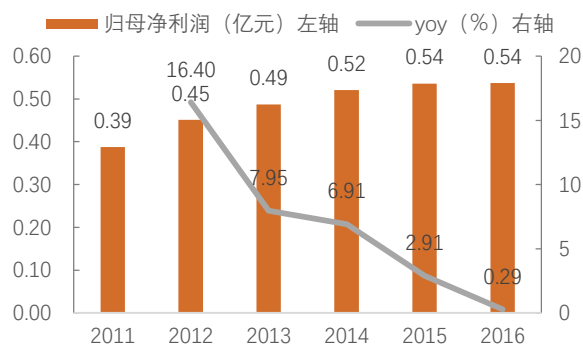
公司主营业绩相对比较平稳，过去几年高速增长。据公司业绩快报披露，公司 2016 年实现营业收入 3.73 亿元，同比增长 8.29%，归母净利润 0.54 亿元，同比增长 0.29%。

图 8：公司营收变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：公司归母净利润变化情况（单位：亿元，%）

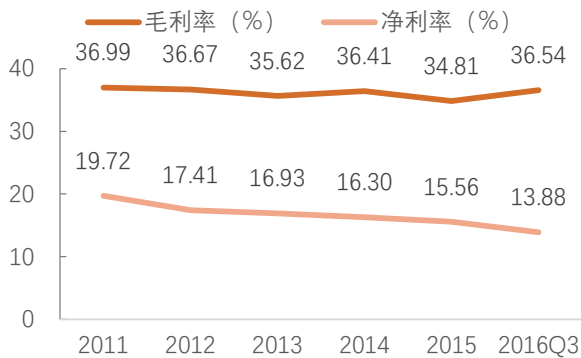


资料来源：wind，天风证券研究所

公司各类产品毛利率基本稳定,2016Q3, 公司综合毛利率为 36.54%，净利率为 13.88%。公司费用控制能力良好，2016Q3 销售费用率为 5.53%，管理费用率为 13.71%，保持平稳。

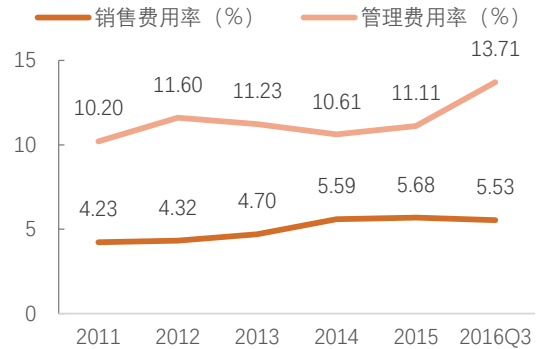
未来公司将受益于下游医药、生物产业的快速发展和与供应商的良好合作关系，为公司各项利率费率保持稳定提供空间。

图 10：公司毛利率和净利率情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：公司费用控制情况（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 康复医疗 30 倍成长空间，自动化成未来大趋势，

2.1. 康复医疗：供不应求，千亿市场

2.1.1. 制度改革释放潜在需求，经济性因素激发医院主观能动性

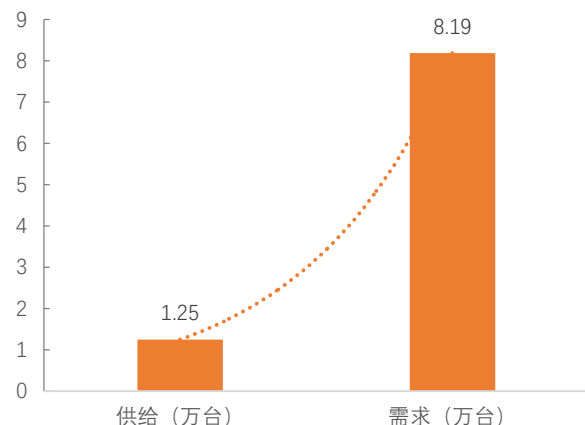
随着我国老龄化、城镇化的发展以及居民收入水平、健康意识的提高,康复医疗市场存在巨大的需求。但由于我国医保报销及转诊制度的制约, 康复科室及医院建设进度不达预期, 这部分潜在需求暂未释放出来。随着医保报销转诊制度的发展, 原本看不见的 13219 万人次的需求将逐渐浮上水面。同时, 随着 GDP 增长带来的消费结构改变, 将进一步促进消费者对高品质生活的追求, 激发潜在康复需求。而我国万元以上康复设备供需缺口达到 6.94 万台, 资源满足率仅为 14.16%。

图 12：制度瓶颈解决将释放大量需求



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：万元以上康复设备供需缺口达 6.94 万台



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

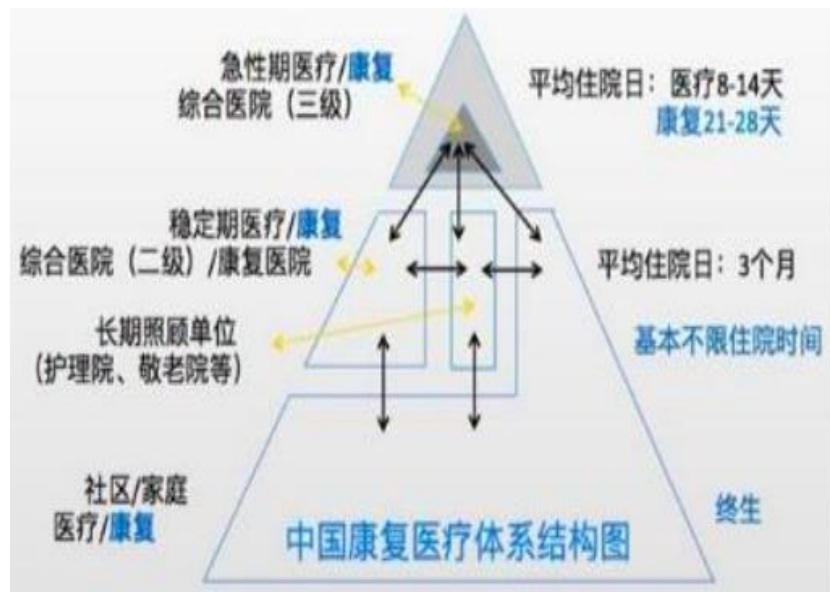
按照人社部、国家卫计委等多部门联合印发的《关于新增部分医疗康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》，从 2016 年 6 月开始，纳入医保的康复项目由此前的 9 项增加至 29 项，并且各地原已纳入医保支付范围的医疗康复项目继续保留。之前的 9 种被纳入基本医疗保障范围的医疗康复项目包括：运动疗法、偏瘫肢体综合训练、脑瘫肢体综合训练、截瘫肢体综合训练、作业疗法、认知知觉功能障碍训练、言语训练、吞咽功能障碍训练、日常生活能力评定。新增 20 个项目中，评定性项目 8 个，占 40%，治疗性项目 12 个，占 60%，这将有利于减轻患者经济负担，激发潜在需求。

一直以来，中国医疗领域都是重抢救治疗，轻康复，导致康复资源总量不足，分布不均，人才较为匮乏。目前我国三级医疗康复体系中，康复医疗资源主要集中在三级医院，但供不应求且平均住院时间较短。

2017 年，全国所有公立医院将全部取消药品加成，彻底告别“以药补医”的时代，取消过去的药品加成，从过去的三个收费渠道变为服务收费和政府补助两个渠道。这导致康复科成为公立医院为数不多的盈利性科室。康复科康复治疗收入每年约 20-40 万，虽然表面上低于综合医院每床收入约 50 万，但由于康复科成本主要是设备折旧及医务人员成本，康复科净利润率超过综合医院达到 20%以上。

而且康复科医患矛盾较少，风险相对较低。因此三级医院非常重视康复医疗科，而金字塔下方的二级和长期照顾单位，将是未来康复医疗的中间力量，这些机构对设备的需求是一片蓝海。经济因素激发医院建设康复医疗科的主观能动性。

图 14：我国三级医疗康复体系



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.1.2. 政策瓶颈的突破助推行业高速健康发展

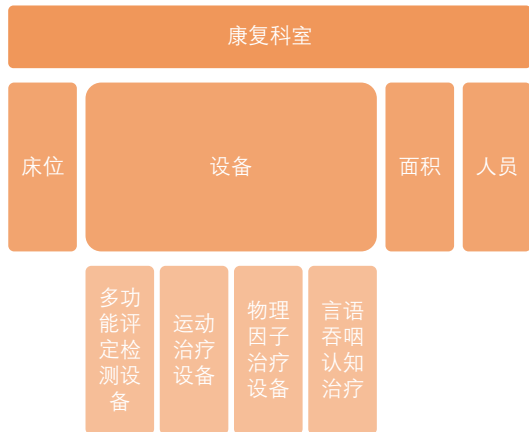
2011 年卫生部《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》文件的下发，标志着我国三级医疗体系建设进入实质性发展阶段，解决转诊难的瓶颈。2016 年人社部《关于新增部分医疗康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》文件将现有康复医保项目扩围，一方面加速下游潜在康复需求落地，另一方面解决康复项目缺医保、收费低的困境。在国家政策的引导下，康复医疗行业高速发展。

卫生部 2011 年发布的《综合医院康复医学科建设与管理指南》及 2012 年 3 月发布的《康复医院基本标准(试行)》，规定综合医院均必须设立康复科及相应的康复工程室，并配置标准化的康复器械。标准规定，康复科室的设备需有多功能评定检测设备、运动治疗设备，物理因子治疗设备，言语吞咽认知治疗设备等。

为打破进口产品垄断的局面，国家也陆续出台大批扶持政策。仅 2015 年一年，国家针对医疗器械设备转型共发布了 18 个文件。在刚刚结束的全国两会上，医疗器械审批被首次列入政府工作报告。市场空间巨大，国家大力扶植，不少医疗器械类的上市公司在技术投入方面逐渐加大。

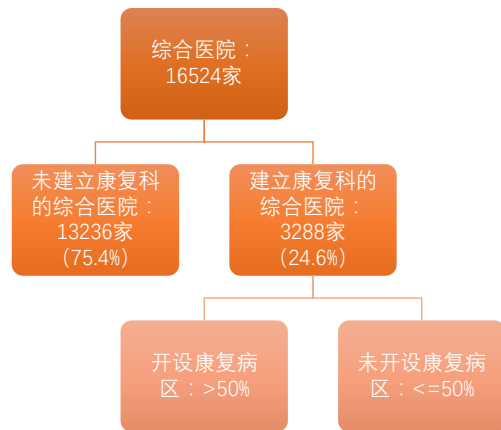
而目前，我国 16524 家综合医院中，建立康复科室的综合医院仅为 3288 家，占比 24.6%，其中，开设康复病区的在 50%以上，市场需求广阔。

图 15：康复科室建设标准



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：我国综合医院康复治疗情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

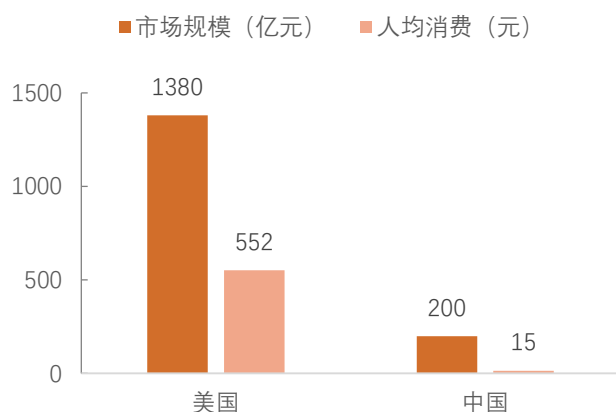
2.1.3. 预计 2022 年我国康复市场规模将突破千亿

医疗卫生总费用将继续保持增长。卫生部《2012 年卫生统计年鉴》显示：2009 年时，英国医疗卫生总费用占 GDP 的比重为 9.8%、德国为 11.7%、美国则为 17.6%，而我国同期仅为 5.1%，2014 年医疗费用占比 GDP 仅为 5.6%。目前我国康复医疗市场规模为 200 亿，人均费用 15 元，而美国已经达到 1380 亿，人均费用 552 元，未来对于康复医疗的需求还存在很大增长空间。

按照《综合医院康复医学科建设与管理指南》和《康复医院基本标准(试行)》的要求,将有约 1 万家综合医院须新建康复科。如果按照平均每家医院需要购置康复器械的费用为 300 万元~500 万元计算,则仅综合医院康复科建设新增的康复器械需求量将达 300 亿元~500 亿,整个二级医院的康复科建设还是一片蓝海市场。

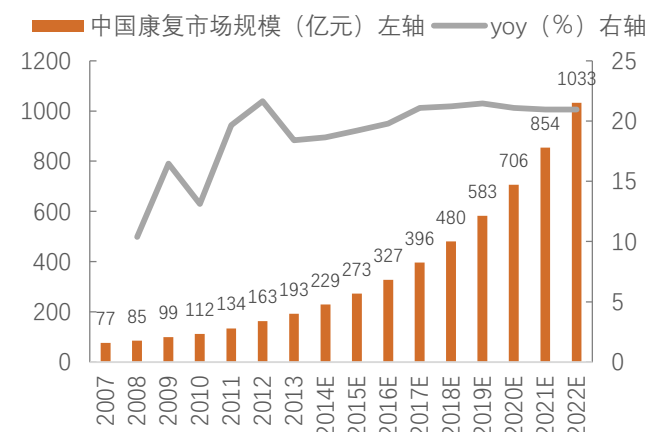
当前康复医学的发展仅仅满足了小部分市场需求,仍有大量康复需求人群未被满足。我们预计,2022 年中国康复市场将达到 1000 亿。短中期市场容量测算:按照基本满足我国康复需求的水平,目前行业年复合增长率不低于 18%,预测至 2022 年我国康复医疗产业规模有望达到 1033 亿元。长期整体市场容量测算:参考美国人均康复消费标准 80 美元/人,我国康复医疗理论市场容量将达 6500 亿。随着中国老龄人口逐年增加、医保政策对残疾人以及住院患者的覆盖度提高,未来“预防、治疗、康复”理念的将更深入人心。相信随着我国医疗体系逐渐向西方发达国家靠拢,未来康复行业市场容量将有超预期表现。

图 17：中美康复市场规模及人均费用对比（单位：亿元，元）



资料来源：卫计委，天风证券研究所

图 18：2022 年我国康复市场规模达 1033 亿



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.1.4. 新医改提出药品零加成，康复器械需求有望爆发

“药品加成”政策由来已久，近年新医改则正式提出“零加成”。1954年，为解决政府提供医院的资金不足的问题，国家出台药品加成政策，允许医疗机构在销售药品时，可以在批发价格基础上进行加成，形成药品的零售价格。此后很长一段时间内，公立医院药品收入是业务收入的重要组成部分，2008年药品收入占比达到46%。2009年，新医改则正式提出“药品零加成”政策，并于同年开始在基层医疗卫生机构推行基本药品零加成销售，2012-2014年先后在县级医院和省市级三级医院开始实施药品零加成。

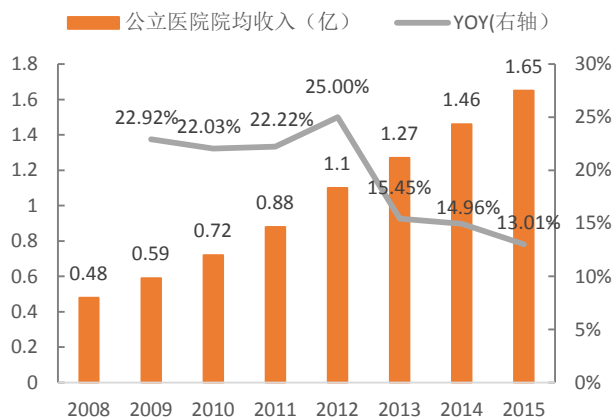
图 19：“药品零加成”政策发展历程



资料来源：健康界，天风证券研究所

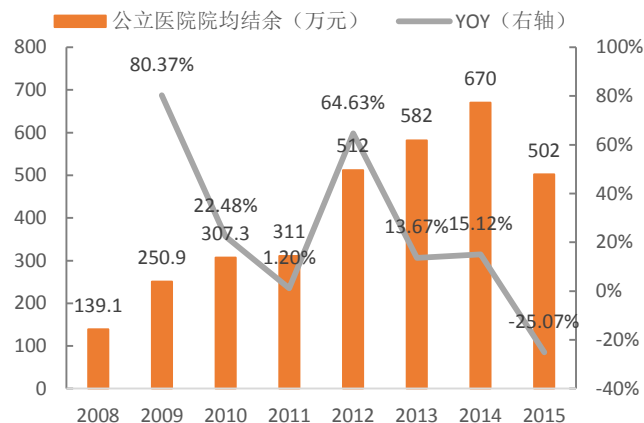
近年公立医院收入增速减慢，8年来利润首次下滑。2008年至2015年，公立医院院均收入保持了年均19.3%的增长，但是2012年后增速明显放缓。08至15年，公立医院院均结余年均增长24.6%，但是波动性较大，并且在2015年出现了8年来首次下降，降幅达到25%。同时，公立医院药品收入占比逐年下降，收入结构亟待改善。受新医改“药品零加成”政策的影响，公立医院药品收入占比下降，由2012年的45%下降至40.90%，降幅达3.1个百分点。未来，随着药品零加成政策的深入推进，药品收入将大幅下降，医院收入来源受限，迫切需要寻找新的收入来源。

图 20：新医改以来，公立医院收入增速逐年降低



资料来源：健康界，天风证券研究所

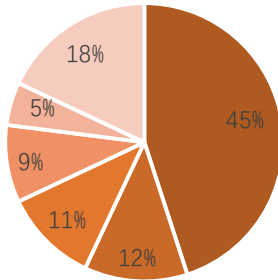
图 21：2015年，公立医院院均结余首次下滑



资料来源：健康界，天风证券研究所

图 22：2012 年公立医院院均医疗收入构成

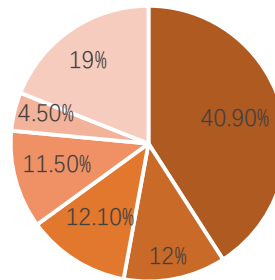
■ 药品 ■ 治疗 ■ 检查 ■ 卫生材料 ■ 手术 ■ 其他



资料来源：健康界，天风证券研究所

图 23：2015 年公立医院院均医疗收入构成

■ 药品 ■ 治疗 ■ 检查 ■ 卫生材料 ■ 手术 ■ 其他



资料来源：健康界，天风证券研究所

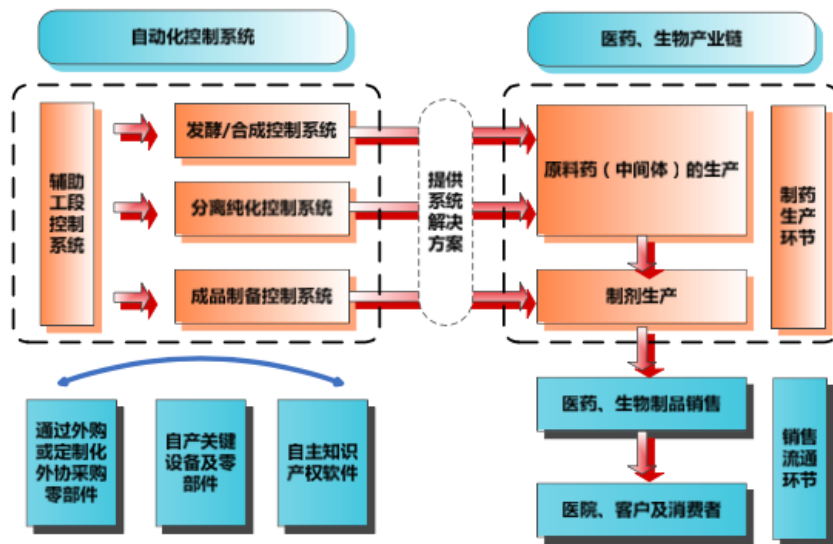
康复科医药收入占比低，盈利能力较强，康复服务或成新增长点，康复器械需求有望爆发。当前，我国综合医院的药品和器械收入占比过半，而康复科的药品和器械占比较低，约 20%，且康复科盈利能力较强，成本以服务费用为主，业务毛利率约 35%。未来，医院收入来源受限，康复治疗服务或贡献新增量，势必加大对康复医疗器械的需求。

2.2. 制药自动化：迅猛发展，大势所趋

2.2.1. 生物医药行业自动化迅猛发展

近年来，随着医药、生物产业的快速扩张和自动化技术水平的进步，工业自动化控制系统在原料药、制剂、生物制品、中药、生物添加剂、生物农药、生物环保等领域也得到广泛应用，促进了医药、生物产业向规模化和可持续性方向发展。公司的自动化控制系统及相关产品为生物医药行业的制药生产环节提供系统解决方案，下游应用广泛。

图 24：公司提供的自动化控制系统及相关产品与所服务的行业具体关系



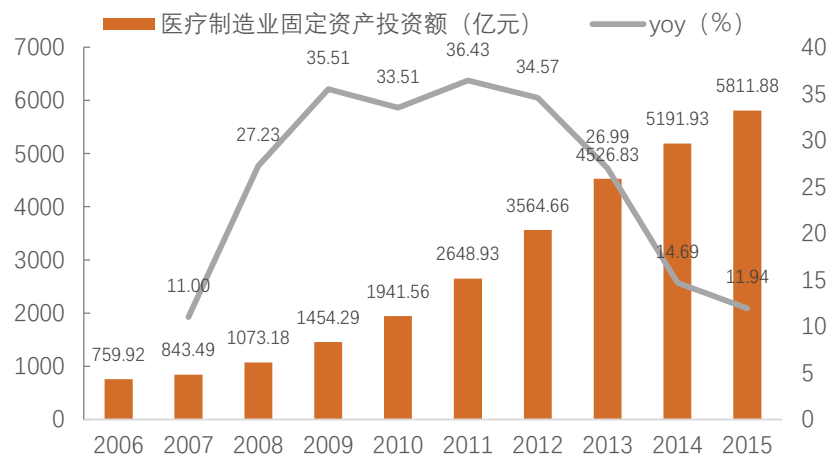
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

与此同时，随着居民收入和生活水平的提高、城镇化率的提高和人口老龄化以及医疗体制的改革使得我国医药需求持续释放，带动了医药工业的迅猛发展，制药企业纷纷新建生产线，扩大产能，适应市场需求。另一方面，GMP、FDA 等标准持续提升，企业需要不断改进更新生产条件。因此，近年来，制药企业纷纷引入自动化控制系统，加大对固定资产的投资规模。数据显示，2006～2016 年间，我国医疗制造业固定资产投资额保持快速增长，2006 年仅为 759.92 亿元，而到了 2016 年，已增长至 5811.88 亿元，年复合增长率超过 25%。

未来几年，制药企业固定资产投资额仍将保持较高的增长率大型医药企业希望通过加大固

定资产投资力度,形成规模化生产,进一步降低单位固定成本并形成行业竞争门槛,提高市场集中度和市场份额。自动化系统的引入为医疗工业的发展和产业升级带来了新动力,而进一步为工业自动化行业带来新机遇。

图 25: 医疗制造业历年固定资产投资额 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

2.2.2. 政策推动自动化成大趋势

《智能制造“十三五”发展规划》提出,到 2020 年,明显增强智能制造发展基础和支撑能力,传统制造业重点领域基本实现数字化制造,有条件、有基础的重点产业职能转型去的明显进展。到 2025 年,智能制造支撑体系基本建立,重点产业初步实现智能转型。

在人口老龄化、劳动力短缺等外在因素驱动和工业“4.0”大背景下,医药生物制造业自动化已成为未来行业发展大趋势,药企积极顺应政策引导,根据生产发展需求,加大自动化硬件投入,未来市场空间广阔。

表 2: 近年部分行业相关政策

时间	文件	相关政策
2010.01	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	医药行业应坚持自主创新、技术改造与淘汰落后相结合,提高自主创新能力,重点推进生物医药技术的创新与产业化。
2011.03	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	推动生物产业等重点领域跨越发展,支持企业提高装备水平、优化生产流程,加快淘汰落后工艺技术和设备,提高资源综合利用水平。
2011.04	《产业结构调整指导目录(2011 年本)》	将“药物生产过程中的膜分离、超临界萃取、新型结晶、生物转化、自控等技术开发与应用”、以及“现代生物药物、发酵、纯化技术开发和应用”等项目列为国家鼓励发展的重点项目。
2012.01	《医药工业“十二五”发展规划》	发展微生物大规模发酵及分离纯化技术,并重点开发和生产符合 GMP 规范要求的制药设备,并在产业政策、财税金融、医保政策、药品监管调控和人才队伍建设等方面给予大力支持,促进医药工业转型升级和快速发展。
2012.07	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	在高端装备制造产业中,重点发展具有感知、决策、执行等功能的智能专用装备,突破新型传感器与智能仪器仪表、自动控制系统等关键技术
2013.01	《生物产业发展规划》	2013 至 2015 年,生物医药产业产值年均增速达到 20%以上,大力推进先进发酵工艺与装备的应用示范。
2016.12	《智能制造发展规划(2016~2020)》	到 2020 年,明显增强智能制造发展基础和支撑能力,传统制造业重点领域基本实现数字化制造,有条件、有基础的重点产业职能转型去的明显进展。到 2025 年,智能制造支撑体系基本建立,重点产业初步实现智能转型。

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3. 行业成长期跑马圈地，竞争优势明显

3.1. 专注细分领域，性价比高于同业

公司长期专注于医药及生物专业细分领域，生产过程中的发酵、连消、水消、提取、转化、精制、溶媒回收、制剂和能源管理等方面积累了丰富的知识和技术经验，形成了独到的系统设计理念和实施方法，同时公司还自主生产部分关键组件。

相对于国外竞争对手,公司提供的自动化控制系统解决方案具有良好的性价比,且后期技术支持深入和全面,产品及服务遍及东北、华北、西北、华东、西南等各个区域,并积累了大量优质的客户资源,如海正医药、鲁抗医药、健康元等,与客户之间建立了良好的互信关系及业务粘性,降低交易成本,有效保证销售工作的顺利开展和业务规模的稳步增长。

公司同业竞争对手为蓝海之略,2010年成立于广东,注册资本6368万人民币,通过价值创新对医疗机构发展所亟需的国内及国际优质医疗资源进行整合,向新医改的主要受益者——基层县、市级医院提供“一站式”的医疗功能和技术水平升级综合解决方案的现代综合服务型企业,使基层公立医院达到新医改要求之功能。目前蓝海之略在康复医疗科室建设上做的比较好,但部分器械都采用进口器械。相比之下,龙之杰的康复器械性价比比较高,国产领域采购量也最大。

作为2008年北京市首批认定的高新技术企业,公司拥有已授权3项发明专利及48项实用新型专利,在发酵/合成、分离纯化、成品制备、辅助工段等医药、生物产业领域的关键技术具备完全自主知识产权,产品技术壁垒较高。

3.2. 领军行业成长期，抢先跑马圈地

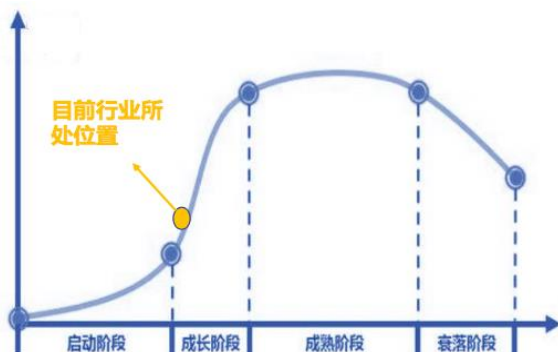
公司以龙之杰为依托,进军康复医疗器械行业,目前行业正处于成长阶段,公司抢先跑马圈地,以期作为综合竞争力的领军企业有望在行业内脱颖而出,实现高速发展。

龙之杰竞争优势明显,采用多级研发体系,研发投入占比18%,采用品质差异化竞争策略,20年来拥有良好的口碑,三甲医院覆盖率80%,建立起了完善的营销网络体系,加上抢先登陆资本市场的先发优势,为公司领先同业提供坚实基础。

龙之杰的产品质量水平高,在部分细分产品领域的市占率达到了20%,如干扰电治疗仪在全国就排名第一。目前公司重心集中于二级医院康复科的整体采购业务,已经与湖南、湖北、河北等3-4家医院合作共建康复科。10月份公司已与广东中山医院附三院康复科合作,其康复科为龙之杰的产学研合作基地、康复适宜技术推广基地。公司开展首期培训康复医疗治疗师,涉及愿意与公司整体采购的8家县级医院。2017年,公司计划与10个著名医院康复科建立10个培训基地。通过与经销商合作、培训治疗师等快速开发康复科整体采购业务。

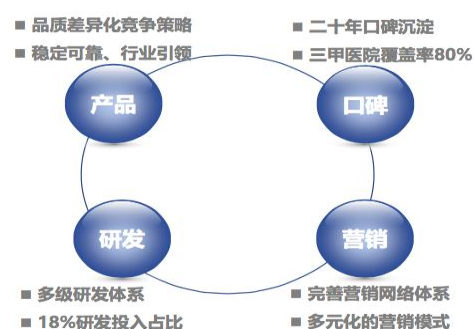
公司销售模式已经由坐商制转变为主动营销制度,从原先的内生增长到医院康复科整包业务。从现金销售发展为利用财务杠杆主动销售。除了医用终端产品外,逐步开发家用终端产品,家用移动医疗项目已研发完毕。公司承诺业绩很可能超预期完成。

图 26：康复医疗行业处于成长期



资料来源：公司公告，天风证券研究所

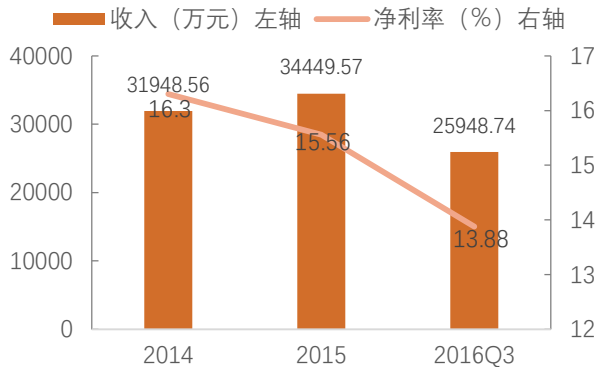
图 27：龙之杰竞争优势明显



资料来源：公司公告，天风证券研究所

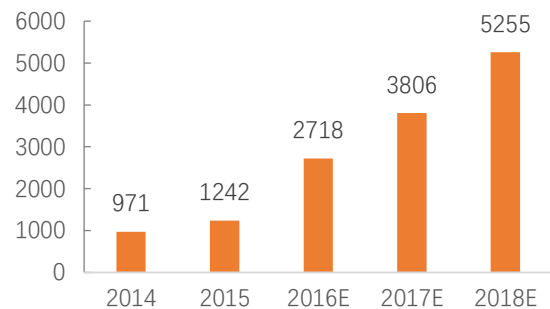
公司制药自动化收入稳步增长的同时,康复医疗板块利润迅速提升,2015 年为 1242 万元,预计到 2018 年,可增长至 5255 万元。

图 28: 制药自动化收入稳步增长 (单位: 万元, %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 29: 康复医疗板块利润迅速提升 (单位: 万元)

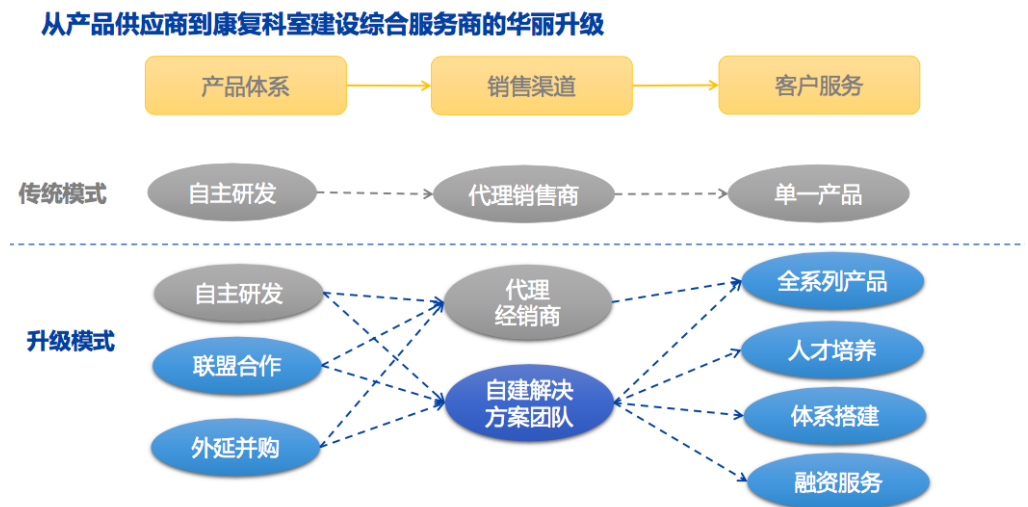


资料来源: wind, 天风证券研究所

3.3. 业务模式升级, 打造常春藤康复生态圈

公司业务模式华丽升级。传统模式为自主研发的产品经由代理销售商, 向客户提供单一产品, 升级模式为, 通过联盟合作和外延并购, 自建解决方案团队, 为客户提供全系列产品, 以及人才培养、体系搭建和融资服务等。由供应商逐步发展至康复科室建设综合服务商。

图 30: 业务模式升级



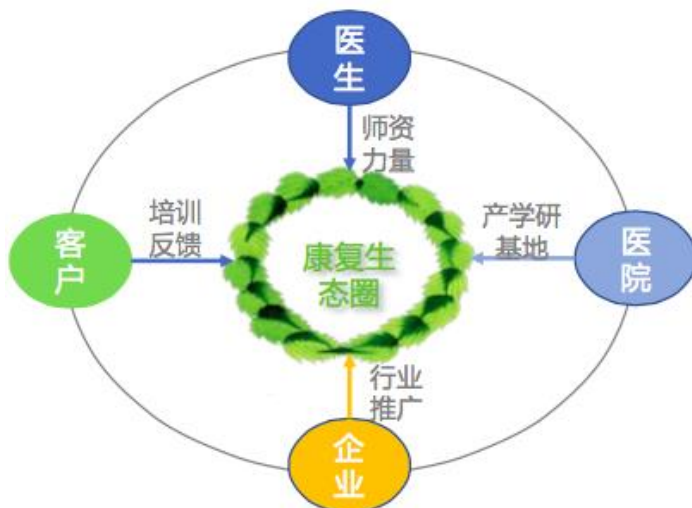
资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

公司不断完善产品体系, 高强度研发投入确保核心技术优势的同时, 丰富专利技术储备。从而持续不断推出新品, 未来将同时推出部分非注册类产品, 拓展产品组合, 满足综合服务商定位对产品种类的要求。

借助资本平台, 通过外延式并购快速进入更多行业细分领域, 获得等多互补产品线, 实现产品组合的多元化。公司实行大康复战略, 从骨科康复逐渐发展到心肺康复、肌肉康复和神经康复。

公司联合钱璟康复共同发起“常春藤康复生态圈”计划, 集合医院、医生、优质企业于同一平台。在技术培训、产品互补、行业推广层面上深度合作; 并与中南三院合作组建康复医疗产学研基地, 未来将逐步扩展至 10-20 家培训基地, 通过此举大幅提高公司技术培训水平。常春藤销售队伍帮助公司逐渐从三级医院复制衍生到基层医院。

图 31：常春藤康复生态圈



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司通过综合服务模式直接接触终端客户，更好的了解客户需求，便于形成围绕客户的综合服务能力，同时对产品设计和优化提供重要信息。传统模式下，客户与市场反馈之间往往存在盲区，公司正在打造客户，市场反馈、研发与生产四者之间的闭环。作为一体化解决方案提供商，提供包括科室经营管理、人才培养在内的很多增值服务，帮助客户提高临床能力和运营效率，因此受更高的价格溢价和更强的客户忠诚度。

3.4. 未来战略：制药工业康复医疗整体解决方案

公司未来将有机整合制药工业和康复医疗两大板块业务，提供综合整体解决方案，涵盖了制药自动化、工业大数据、制药机械产业链，机器人自动化、专业康复普及化、家用康复普及化和康复医疗服务，外延双轮驱动，加速推进医药自动化控制的产业链纵向布局，成为行业整合优化的受益者。

图 32：公司战略愿景



资料来源：公司官网，天风证券研究所

单击此处输入文字。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	101.43	182.18	187.41	347.04	437.28	营业收入	319.49	344.50	373.42	653.48	947.55
应收账款	113.16	158.13	173.80	113.01	255.48	营业成本	203.15	224.58	242.72	356.47	521.15
预付账款	63.88	35.86	82.06	73.80	137.56	营业税金及附加	1.77	1.88	1.98	3.55	5.11
存货	198.20	258.51	253.90	419.44	507.05	营业费用	17.86	19.58	18.67	58.81	75.80
其他	74.40	55.76	89.27	159.91	222.19	管理费用	33.90	38.29	44.81	91.49	123.18
流动资产合计	551.07	690.44	786.45	1,113.19	1,559.57	财务费用	1.29	(0.13)	(1.19)	(1.72)	(2.53)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	2.92	4.00	2.84	3.00	2.00
固定资产	44.98	155.68	179.13	221.36	261.84	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	99.16	7.65	40.59	72.35	73.41	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	31.71	31.31	30.61	29.91	29.21	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.97	22.68	10.66	12.64	15.13	营业利润	58.61	56.29	63.58	141.88	222.82
非流动资产合计	177.82	217.31	260.99	336.26	379.59	营业外收入	2.58	6.02	2.00	3.53	3.85
资产总计	728.89	907.76	1,047.44	1,449.45	1,939.16	营业外支出	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	17.68	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	61.03	62.31	65.58	145.41	226.68
应付账款	100.65	52.74	96.34	253.40	283.83	所得税	8.95	8.72	9.18	20.36	31.73
其他	249.44	229.59	271.86	388.36	654.10	净利润	52.08	53.59	56.40	125.06	194.94
流动负债合计	367.78	282.33	368.20	641.76	937.93	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	30.82	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	52.08	53.59	56.40	125.06	194.94
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.54	0.55	0.58	1.29	2.00
其他	18.67	13.68	11.09	14.48	13.08						
非流动负债合计	49.49	13.68	11.09	14.48	13.08						
负债合计	417.27	296.01	379.29	656.24	951.01	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	45.60	97.28	97.28	97.28	97.28	营业收入	11.00%	7.83%	8.40%	75.00%	45.00%
资本公积	85.71	280.56	280.56	280.56	280.56	营业利润	9.06%	-3.96%	12.95%	123.14%	57.05%
留存收益	266.02	514.47	570.87	695.93	890.87	归属于母公司净利润	6.91%	2.91%	5.24%	121.72%	55.88%
其他	(85.71)	(280.56)	(280.56)	(280.56)	(280.56)	获利能力					
股东权益合计	311.62	611.75	668.15	793.21	988.15	毛利率	36.41%	34.81%	35.00%	45.45%	45.00%
负债和股东权益总计	728.89	907.76	1,047.44	1,449.45	1,939.16	净利率	16.30%	15.56%	15.10%	19.14%	20.57%
						ROE	16.71%	8.76%	8.44%	15.77%	19.73%
						ROIC	24.28%	18.82%	13.19%	25.64%	43.70%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	57.25%	32.61%	36.21%	45.28%	49.04%
净利润	52.08	53.59	56.40	125.06	194.94	净负债率	85.88%	43.70%	17.04%	24.19%	31.29%
折旧摊销	5.00	5.51	4.30	6.71	9.16	流动比率	1.50	2.45	2.14	1.73	1.66
财务费用	1.41	0.38	(1.19)	(1.72)	(2.53)	速动比率	0.96	1.53	1.45	1.08	1.12
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	(12.81)	(126.54)	4.52	107.86	(63.85)	应收账款周转率	3.16	2.54	2.25	4.56	5.14
其它	(21.26)	33.47	0.00	(0.00)	(0.00)	存货周转率	1.63	1.51	1.46	1.94	2.05
经营活动现金流	24.42	(33.59)	64.04	237.90	137.72	总资产周转率	0.47	0.42	0.38	0.52	0.56
资本支出	6.26	29.24	62.60	76.60	51.40	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.54	0.55	0.58	1.29	2.00
其他	(21.25)	(113.61)	(122.60)	(156.60)	(101.40)	每股经营现金流	0.25	-0.35	0.66	2.45	1.42
投资活动现金流	(14.99)	(84.38)	(60.00)	(80.00)	(50.00)	每股净资产	3.20	6.29	6.87	8.15	10.16
债权融资	48.50	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	(1.29)	246.66	1.19	1.72	2.53	市盈率	89.68	87.15	82.81	37.35	23.96
其他	(28.04)	(50.52)	0.00	0.00	0.00	市净率	14.99	7.63	6.99	5.89	4.73
筹资活动现金流	19.17	196.14	1.19	1.72	2.53	EV/EBITDA	0.00	88.67	67.06	29.35	18.38
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	97.29	71.68	30.76	19.15
现金净增加额	28.60	78.18	5.23	159.63	90.25						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com