



2018-01-14

公司深度报告

买入/维持

新开源(300109)

目标价: 67

昨收盘: 41.81

材料 材料II

## 收购 BioVision 打造精准医疗平台, 携手永泰加速细胞治疗产品转化

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	170/85
总市值/流通(百万元)	7,128/3,535
12 个月最高/最低(元)	47.71/40.47

### 相关研究报告:

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

证券分析师助理: 彭波

E-MAIL: pengbo@tpyzq.com

执业资格证书编码:

### 报告摘要

**收购 BV 将加速国际化进程, 并实现差异化竞争优势。** BV 是一家专业从事生命科学研究使用的生物分析试剂盒、重组蛋白、酶、抗体、生物小分子等系列产品的研发、生产、销售的生物科技公司, 站在精准医疗领域最顶端。其最大客户为罗氏与辉瑞, 70%以上员工具有博士学位, 16 年与 17 年 1-9 月净利润分别为 1083、920 万美元, 盈利能力较强。收购 BV 将提升公司国际影响力, 为未来可能的国际并购提供平台; 并将与已有精准医疗平台产生显著协同效应, 大幅降低成本; 公司还可将 BV 有前景产品如肥胖症检测试剂盒等引入中国, 此外 CAR-T 细胞免疫治疗也是 BV 未来重点研究方向, 与公司合作空间极大。成本端协同与新产品开发将使公司在精准医疗差异化竞争中优势凸显。

**与永泰生物强强联合, 细胞免疫治疗业务空间巨大。** 公司 1 月 13 日与永泰生物签订战略合作框架协议, 永泰在国内细胞免疫技术研究中处于领先水平, EAL 已成功应用于临床, 并已在研究 CAR-T。公司将与永泰在重组蛋白与酶等领域展开深度全球化合作, 永泰将转化公司细胞免疫治疗相关产品不少于十种。看好此次战略合作为公司带来的利润增长空间。

**精准医疗业务有望实现快速增长。** 呵尔医疗主攻女性健康, 其细胞 DNA 定量分析技术是未来宫颈癌主流检测手段, 也与德国海德堡医学院、瑞典卡罗林斯卡医学院合作共建乳腺癌早期诊断项目, 技术全球领先, 目前已处于国内临床认证阶段, 市场空间巨大, 下游两癌筛查数千万例市场空间。三济参与的“药物基因组学与国人精准用药综合评价体系”项目将制定行业标准, 未来将重点开发精神用药。预计 2019 年我国体外诊断与分子诊断市场规模将达 540 亿、52.8 亿。

**精准医疗工作室快速推进, 实现生态闭环。** 公司已成立 16 家精准医疗工作室, 2018 年规划设立 100 家, 未来做到 300 家, 将有利于公司绑定地方性渠道与专家资源, 实现较强的平台效应, 快速导入并整合产业资源。

**PVP 与欧瑞姿业务稳健发展。** 公司 PVP 产能位居全球第三, 2017 年销量将超 6000 吨, 如顺利通过美国 FDA 认证, 将打开海外高端市场。欧瑞姿具备 2500 吨产能, 13 年投产以来销量保持快速增长, 预计达产后将贡献 1.5 亿利润。

**盈利预测与投资评级。**暂不考虑 BV 并表，预计公司 17-19 年净利润分别为 1.18 亿元、1.64 亿元、2.13 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.96 元、1.25 元，目前股价 41.81 元对应 PE 分别为 61 倍、44 倍、34 倍。

对比同行标的港股金斯瑞、新三板菲鹏生物、云克隆，17 年 PE 为 64 倍-175 倍，市场普遍给予生命科学研究标的较高估值，BV 较上述标的研发优势更强、产品线更为齐全，理应享有更高估值溢价。当前医疗服务板块 PE (TTM, 整体法) 为 70.4 倍，近期 IVD 行业并购平均 PE 为 37.46 倍，考虑到公司收购 BV 定位精准医疗大平台，快速成立精准医疗工作室打造精准医疗生态闭环，并与永泰生物战略合作细胞免疫治疗产品开发，有望在国内企业中率先突破 CAR-T 技术，可给予高于同行业的估值水平。给予公司 2018 年 70 倍 PE，中期目标市值 114 亿，对应目标价 67 元，60% 向上空间，维持“买入”评级。

#### ■ 盈利预测和财务指标:

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	400.62	514.07	655.37	823.51
(+/-%)	37.84%	28.32%	27.49%	25.66%
净利润(百万元)	80.22	117.52	163.52	212.65
(+/-%)	40.46%	46.83%	39.14%	30.04%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.69	0.96	1.25
市盈率(PE)	88.96	60.65	43.59	33.52

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 BV 为全球领先的生物科技公司，与公司协同效应极强 .....	5
(一) BV 定位精准医疗最前沿，受益生命科研快速发展 .....	6
(二) 收购协同效应：国际化+差异化+产业化 .....	8
二、 精准医疗市场空间巨大，有望持续快速增长 .....	9
(一) 2020 年精准医疗市场规模可达千亿美金 .....	9
(二) 新开源精准医疗布局逐步完善，绑定渠道实现生态闭环 .....	12
(三) 三济生物：分子诊断服务外包及设备试剂代理商 .....	12
(四) 呵尔医疗：优秀的肿瘤早期诊断服务商 .....	14
(五) 晶能生物：2022 年中国基因测序市场可达数百亿 .....	16
三、 PVP 稳定增长，欧瑞姿有望放量 .....	17
(一) PVP 产能居世界前三，保持稳定增长 .....	17
(二) 欧瑞姿有望快速放量 .....	18
四、 盈利预测及估值 .....	20
五、 风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: BioVISION 公司外观 .....	5
图表 2: BV 公司产品分类情况 .....	5
图表 3: BV 核心技术优势列表 .....	7
图表 4: BV 综合优势 .....	8
图表 5: BV 历史业绩保持稳健增长 .....	8
图表 6: BV 主要产品与公司协同效应明显 .....	9
图表 7: 传统医疗用药无效率情况 .....	10
图表 8: 全球精准医疗市场保持快速增长 .....	10
图表 9: 分子诊断为体外诊断未来发展方向 .....	10
图表 10: 分子诊断引领 IVD 行业发展 .....	11
图表 11: 分子诊断占比快速提升 .....	11
图表 12: 基因测序技术发展史 .....	11
图表 13: 全球基因测序市场规模快速增长 .....	11
图表 14: 新开源在精准医疗产业的布局进展 .....	12
图表 15: 我国抗精神疾病药物市场情况 .....	13
图表 16: 我国抗精神疾病药物销售额 TOP10 .....	13
图表 17: 呵尔医疗经营模式 .....	14
图表 18: 宫颈癌市场空间测算表 .....	15
图表 19: 宫颈癌筛查主要技术对比 .....	15
图表 20: 我国基因测序市场规模持续大幅增长 .....	16
图表 21: 基因测序公司对比分析表 .....	16
图表 22: PVP 下游领域主要为医药与日化 .....	17
图表 23: PVP 消费量保持较快增长 .....	18
图表 24: PVP 全球市场格局 .....	18
图表 25: 欧瑞姿下游市场结构 .....	19
图表 26: 公司欧瑞姿销量快速增长 .....	19
图表 27: 生命科学研究公司估值对比情况 (亿元, 亿股, 元) .....	20
图表 28: 近几年 IVD 行业并购标的估值情况 .....	21

## 一、 BV 为全球领先的生物科技公司，与公司协同效应极强

公司 1 月 11 日发布公告，拟发行 4197.5 万股，发行价 40.5 元/股，收购新开源生物 83.74% 股权，新开源生物间接持有 BioVision100% 股权，其中 BioVision100% 股权预估值为 19.11 亿元人民币，并拟配套融资不超 9.92 亿元，用于基于基因测序的精准医疗技术平台建设等项目。

BioVision 公司（以下简称 BV）1999 年成立于美国旧金山湾区，是一家专业从事生命科学研究使用的生物分析试剂盒、重组蛋白、酶、抗体、生物小分子等系列产品的研发、生产、销售的生物科技公司。BV 专注于疾病相关的生物分析领域，目前生产和销售的 6000 多种产品能够全面、系统的覆盖细胞代谢、细胞凋亡、细胞增殖、细胞应激、细胞损伤与修复、糖尿病、肥胖与代谢综合症、干细胞生物学、基因调控、信号转导等生物学研究领域，提供给覆盖全球 70 多个国家生命科学研发人员丰富的研究工具。

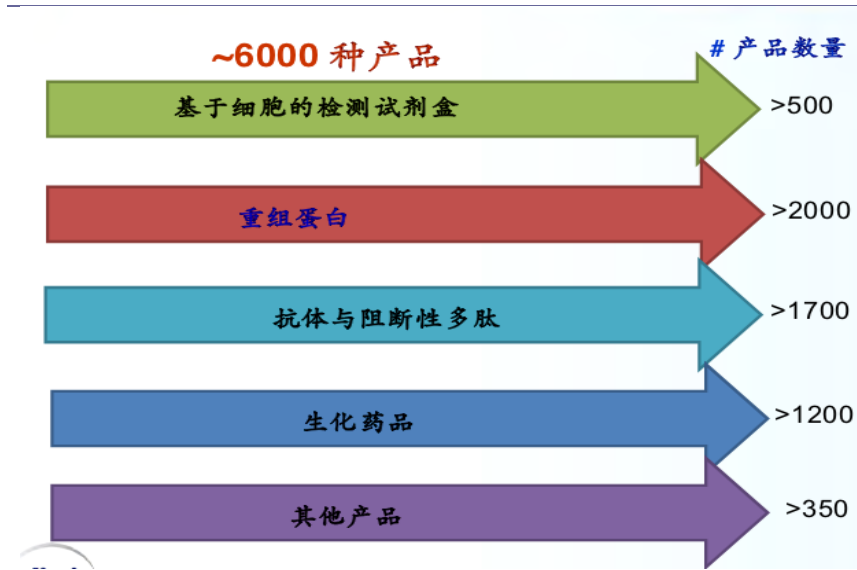
BV 创始人为 Gordon Yan 博士及 Gloria Zhang 博士，拥有扎实的理论基础和产品开发经验，其研究论文曾在《Nature》、《Journal of Biological Chemistry》、《Journal of Cell Biology》等杂志上发表，曾得到《R&D 杂志》颁布的年度 R&D 100 大奖，以及 NIH 授予的美国小企业创业研究计划基金。BV 拥有一支高学历、高创新能力的研发队伍，60 余名员工中超过 40 人拥有博士以上学历，具有丰富的研发经验，其产品平均研发周期仅 2-3 个月，远低于行业平均时间，并每年成功推向市场超过 100 种新品。

图表 1: BioVision 公司外观



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

图表 2: BV 公司产品分类情况



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

### (一) BV 定位精准医疗最前沿，受益生命科研快速发展

21 世纪被称为生命科学的时代，生命科学产业是目前发展速度最快、发展潜力最高的行业之一，经过多年的沉淀，当前生命科学产业正在进入大规模产业化的阶段，市场前景非常广阔。包括美国、中国、欧盟、日本在内的世界各国政府均非常重视在生命科学领域的研究发展，分别在各自的发展规划中将生物科学技术的发展摆在重要战略地位。

生命科学研究试剂指的是科研人员在从事生命科学研究工作时所使用的各类型试剂，包括检测试剂盒、蛋白、抗体、生化试剂以及其他耗材等。生命科学研究试剂生产商较科研活动从事人员而言，能够以更为专业、高效、节省成本的方式进行生产。目前生命科学研究试剂广泛的被政府科研机构、高校及医院实验室、制药公司、诊断试剂生产企业的研发部门等所使用。

生命科学研究试剂主要应用领域：1) 医学研究和实验发展。高效、灵敏的科研试剂可帮助医学研究者进行各种疾病的病因、病理研究，获取各类定性、定量的数据，形成数据库。研究者通过集成分析庞大的数据库获取致病关键因素，找到疾病相关的生物标志物和治疗的靶点，进而有针对性的采用治疗方案。2) 药学研究和实验发展。药学研究的主要任务是不断提供更有效的药物和提高药物质量，保证用药安全。新药的药效、药理筛查需要大量检测数据的支持，而这些数据都需要通过实验过程中应用检测试剂来进行。

根据 Evaluate 的调查，全球的制药及生物科技企业 2016 年研发投入合计约为 1,567 亿美元，较上年增长了 5.9%。同时，Evaluate 预测 2017 年至 2022 年间，企业每年研发投入将增长 2.4%。美国国立卫生研究所 (NIH) 是全球最大的医学研究及资助机构，也是美国最大的医学研究机构之一。2016 年 NIH 获得美国财政预算拨款额度达到 323.11 亿美元，比上年增长 6.60%，预计 2017 年 NIH 获得的财政预算拨款将比 2016 年增长 2%-4%。中国生命科学研究市场也已经颇具规模，根

据国家统计局发布的《2014 年全国科技经费投入统计公报》，2014 年全国共投入研究与试验发展经费 13,015.6 亿元，比上年增长 9.9%，研究与试验发展经费投入强度（占 GDP 的比重）不断上升。其中，医药制造业研究与试验发展项目经费 350.36 亿元，比上年增长 12.78%。

生命科学研究服务及产品指用于促进生命科学研究及实验的专业外包服务及专门研究产品，具体包括分子生物学服务（如 DNA 合成及基因分析及工程服务），研究性蛋白及抗体产品及服务以及研究用试剂盒及生化试剂等。根据 Frost&Sullivan 的报告，2014 年全球生命科学研究服务及产品市场规模达到 434 亿美元，2010 年至 2014 年复合增长率为 6.6%，预计未来市场规模不断上升，至 2019 年增至 602 亿美元。

**BV 的产品优势：**深耕生命科学研究用试剂领域，积累了上千种产品的开发经验。通过应用自主研发的 Pg-Probe™ 技术、千克级别的重组蛋白生产技术、多种保持生物活性的独特冻干技术等关键技术，使得公司产品准确性好、灵敏度高、使用便捷，在市场中拥有较强的竞争优势。

图 3：BV 核心技术优势列表

核心技术名称	技术特点	技术优势	应用产品
丰富的原料库	公司经过多年积累,建成了数量众多的引物、cDNA库、质粒库、蛋白稳定表达细胞株库,杂交瘤细胞“种子库”、检测试剂半成品库以及疾病模型与原代细胞库,库存品种数还在不断增加	丰富的原料库是公司多年研发的成果,是公司高效、高质的表达蛋白的基础	生物分析试剂盒、蛋白、抗体
以酶为基础的检测技术	利用生物酶能催化底物转换成产物的原理,可以检测特异生物酶在样品中的含量与活性。利用相同原理,也可以反向检测相应代谢底物在样品中的含量	检测方式灵活简便,可与多种检测方法相结合如显色反应、化学发光、荧光,质谱等手段,可满足不同通量不同灵敏度的检测需求	生物分析试剂盒
以细胞为基础的检测技术	以活细胞为检测对象的检测方法,因考虑到细胞作为一个整体的复杂性,检测结果更能反映真实情况	通过利用高通量荧光酶标仪、流式细胞仪,荧光显微镜等多种检测手段,能定性定量且定位分析所检测事件,同时又能满足高通量与高灵敏度的分析	生物分析试剂盒
Pg-Probe™ 技术	皮克级 (10 <sup>-12</sup> ) 的检测灵敏度,有效降低了检测下线	超越一般生化试剂盒微克级或毫克级别的检测灵敏度,有效避免了实验结果假阴性的出现	生物分析试剂盒
千克级别的重组蛋白生产技术	构建了全面的人细胞、昆虫细胞、酵母细胞和大肠杆菌表达系统,重组蛋白的生产能力最高已达到千克级别	高水平的引物设计、表达载体构建、蛋白诱导表达、蛋白质纯化工艺,从而具备远超行业的重组蛋白生产能力	蛋白
多种保持生物活性的独特冻干技术	针对每个产品的不同特性,研制的相应冻干技术,能够将蛋白、酶等产品冷冻干燥,最终以固态形式保存	通常的蛋白与酶均以液态形式超低温 (-80℃) 存储,昂贵且蛋白质有效期短,难以长期保证生物活性,公司通过独特的冻干技术,能最大程度的保证生物活性,保证了准确性,也极大降低了成本	生物分析试剂盒、蛋白、抗体

资料来源：太平洋研究院整理

**行业格局情况：**全球生命科学研究试剂市场较为分散，BV 所开发的生物分析试剂盒在细分市场占据领先地位，其余厂商规模较小，暂未形成有力的竞争。公司以其高品质的产品和高水平的研发实力，与行业内企业维持着既竞争又合作的关系，其中罗氏与辉瑞为公司最大客户，Abcam、Sigma 是最大的定牌制造客户，R&D System、Millipore 等也与公司维持着业务往来关系。国外主

要竞争对手包括：1) R&D Systems 公司创建于 1976 年，是 NASDAQ 上市公司（股票代码：TECH），2014 年财政年度营业额为 3.58 亿美元，净利润为 1.25 亿美元。主要生产和研发多种蛋白、抗体、ELISA 试剂盒、ELISpot 试剂盒、流式细胞计数试剂盒、mRNA 定量试剂盒、细胞筛选试剂盒、细胞培养试剂等产品。2) Abcam Plc 创建于 1998 年，于 2005 年 11 月英国伦敦证券交易所上市（代码为：ABC:LSE），2015 上半年营业额为：约 6200 万欧元，半年税前利润为 2200 万欧元。国内主要竞争对手武汉云克隆科技股份有限公司成立于 2009 年，位于湖北省武汉市，主要从事生命科学领域检测试剂的研发、制备及销售，为科研人员提供准确、易用的检测工具。

BV 依托在研发、技术、管理、客户资源等综合优势，自创立以来业绩保持快速增长，2015 年、2016 年及 2017 年 1-9 月净利润分别为 591.29 万美元、1083.13 万美元、919.72 万美元。

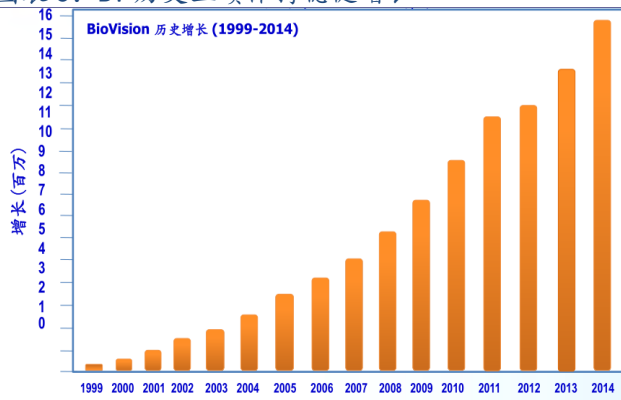
图表 4: BV 综合优势

### BioVision 优势:

- ❖ 试剂盒开发：优秀、有经验的创新开发团队
- ❖ 生产常用的上千种试剂盒
- ❖ 重组蛋白产品：千克级别的产能
- ❖ 抗体生产（多克隆和单克隆）
- ❖ 流行的候选小分子药物
- ❖ 现代化的研发设施
- ❖ 全球顾客与市场渠道
- ❖ 软件驱动的货仓管理
- ❖ 操作和生产自动化，条形码系统...

资料来源：太平洋研究院整理

图表 5: BV 历史业绩保持稳健增长



资料来源：太平洋研究院整理

## (二) 收购协同效应：国际化+差异化+产业化

**BV 将加速公司国际化进程。**新开源在收购 BV 之前，已在海外地区持续布局，战略定位国际化，收购成功后 BV 将成为公司精准医疗前沿技术方向及平台，加速公司的国际化进程，主要影响来自三个方面：1) BV 研究领域处在生命科学前沿，且地处美国旧金山湾区，经常性的参加行业组织的会议，在圈内享有很高的知名度与美誉度，有利于公司占领精准医疗前沿，国际影响力快速提升；2) BV 产品覆盖全球 70 余个国家的知名生物科技公司，渠道优势明显，有利于原有 PVP 与欧瑞姿产品开拓新市场；3) 作为海外融资平台，BV 将丰富公司原有的融资渠道，为未来可能的海外并购等提供帮助。

**成本大幅降低+新产品培育=精准医疗差异化。**BV 产品定位为试剂的试剂，站在精准医疗行业的最顶端。精准医疗在技术上最关键的两个支点为检测设备与生物制剂，公司一方面通过扩大渠道实现规模化采购，降低设备成本，另一方面 BV 可帮助公司在与测序仪配套的封闭试剂及开放试剂的成本控制上取得重大突破，如 BV 产品可作为三济生物和晶能生物进行基因测序时所需的关键原料，三济焦磷酸测序技术目前 1 个位点价格在 6-7 元，BV 可帮助公司降至 2-3 元。



新品与 CAR-T 产业化空间巨大。BV 目前拥有 1 万余种产品，其中很多产品产业化前景空间极大，如肥胖症检测试剂盒；据统计，全球有超过 10 亿的成人属于过度肥胖，其中有 300 万人被定义为临床肥胖。根据 CDC 发布的最新统计数据，美国肥胖的成人数量大约占其总人数的 34%，与肥胖相关的医疗保健费用达到 2400 亿美元。在欧洲国家中，肥胖占用了 2-8% 的医疗保健费用，由于肥胖导致死亡的人数占用 10-13% 的医疗费用。此外，CAR-T 细胞免疫治疗也是 BV 未来研究的重要方向，目前 CAR-T 可治疗部分血液性肿瘤，但尚无治疗实体瘤的 CAR-T 产品；BV 具备细胞研究的基础，有望在行业内率先取得突破，有利于公司在精准医疗行业的差异化发展。

图表 6: BV 主要产品与公司协同效应明显



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

公司 1 月 13 日与北京永泰生物制品有限公司签订《战略合作框架协议》，实现强强联合。永泰生物是一家专业从事细胞免疫技术产品研发和应用的创新类高新技术企业，所掌握的自主专利技术扩增活化的淋巴细胞（EAL）已成功应用于临床并取得非常明确的疗效。此外，永泰生物研发产品线涵盖 EAL（清除残存肿瘤细胞、延长患者生存期）、AADC（显著延长前列腺患者、黑色素瘤患者的生存期）、EBV/CMV-CTL（根除病毒感染）、CAR-T（嵌合抗原受体 T 细胞免疫疗法）等细胞免疫疗法。此次合作内容包括永泰生物与 BV 在重组蛋白与酶、生化药品、生物活性小分子、干细胞研究等方面展开深度全球化合作、永泰生物参与新开源收购 BV 后的相关生物制剂产品的中国临床转化申报工作，尤其是与细胞免疫治疗相关制剂的转化，具体转化产品不少于十种。公司与永泰战略合作将有利于挖掘新的利润增长点，快速切入细胞免疫治疗这一产业最强赛道，带来巨大想象空间。

## 二、精准医疗市场空间巨大，有望持续快速增长

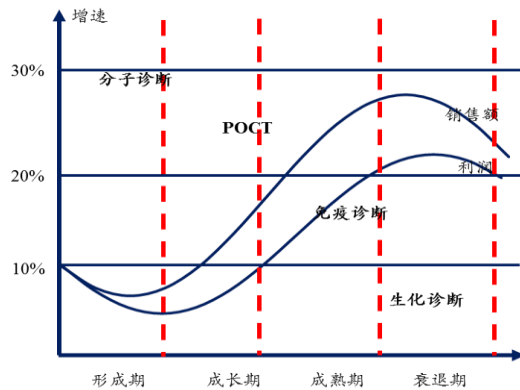
### （一）2020 年精准医疗市场规模可达千亿美金

传统医疗在复杂疾病治疗上的用药效果不佳，如肿瘤、老年痴呆症用药无效率高达 75% 和 70%。而精准医疗是一种将个人基因、环境与生活习惯差异考虑在内的疾病预防与处置的新兴方法，其



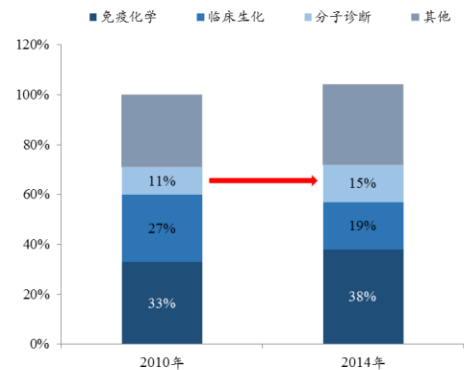
资料来源：《中国体外诊断技术的发展与创新》，太平洋研究院整理

图表 10：分子诊断引领 IVD 行业发展



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：分子诊断占比快速提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

基因测序技术已发展至第四代，但第二代凭借其高通量、低成本和较高的准确度仍为市场主流。基因测序市场规模 2007-2014 年复合增速为 32%，根据 BCCResearch 的预测，到 2018 年将达 117 亿美元。

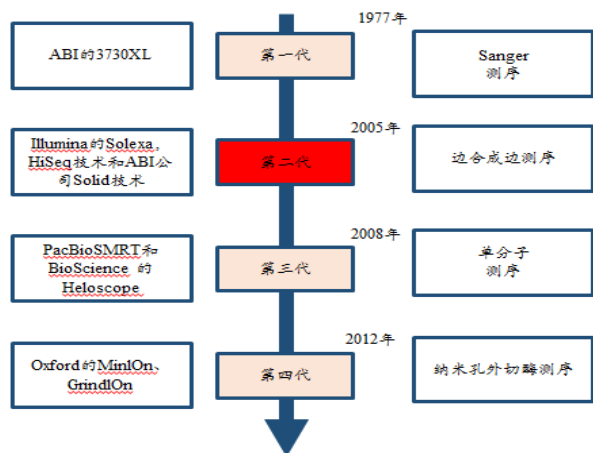
基因测序行业上游为测序仪器和试剂生产供应商，测序仪几乎被 Illumina、LifeTechnologies 两大国外巨头垄断。行业中游为基因测序服务提供商和数据分析，该领域增长速度最快，是国内企业的主攻方向，包括华大基因、天兴仪表（贝瑞和康）等，未来行业龙头凸显、集中度提升是必然趋势。

据 BCC 预测，测序服务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可达 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。

图表 12：基因测序技术发展史

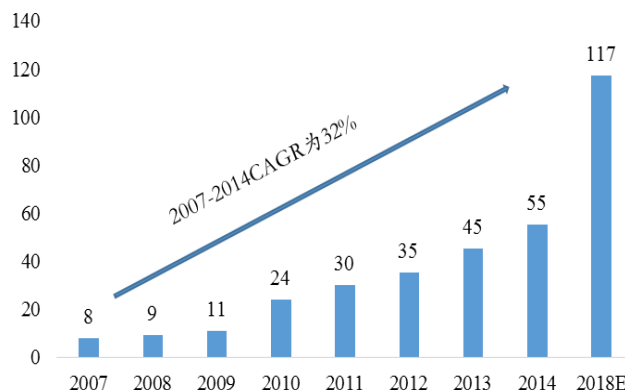
图表 13：全球基因测序市场规模快速增长

基因测序技术发展史



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

全球基因测序市场规模 (亿美元)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## (二) 新开源精准医疗布局逐步完善，绑定渠道实现生态闭环

2014 年新开源开始逐步布局体外诊断相关领域，后续相继收购了呵尔医疗、三济生物、晶能生物、NeoDynamics AB 等分子诊断、基因测序等公司，2017 年 12 月公司发布公告，拟发行股份购买资产方式收购 BioVision 公司 83.74% 股权，进一步加强公司在精准医疗领域的布局。

图表 14: 新开源在精准医疗产业的布局进展



资料来源: 公司资料, 太平洋研究院整理

精准医疗工作室快速推进，实现生态闭环。公司已成立 16 家精准医疗工作室，2018 年规划设立 100 家，未来做到 300 家，将有利于公司绑定地方性渠道与专家资源，实现较强的平台效应，快速导入并整合产业资源。

## (三) 三济生物：分子诊断服务外包及设备试剂代理商

三济生物成立于 2010 年，是国内唯一一家专门从事药物基因组学临床应用推广的企业、是中国个体化治疗领域的导航企业，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”与“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。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。

三济生物已建立起 AB 测序、焦磷酸测序、ARMS 技术、PNA 钳制 PCR 技术、mRNA 表达检测体系、MSI 微卫星检测体系等基因诊断技术平台，通过大量的研发试验和临床检测验证，保证稳定的技术体系与技术看案。

同时，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”。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，公司作为项目的参与方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。

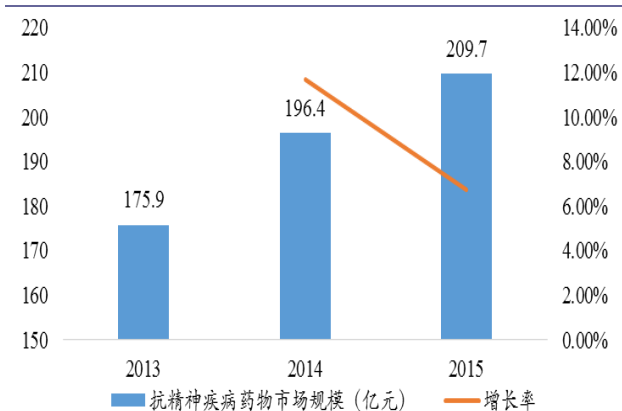
另外，2016 年 11 月发布公告，子公司北京新开源投入不少于 5000 元用于配合此项目完成。项目三大收益分别为：一是将使三济生物获得 10 个新检测试剂盒、相应的生产批号及所属专利权。二是试剂盒投产后，将会新增销售收入 3000 万元，新增税收 510 万元，新增利润 300 万元；同时该项目的完成，也将会开发出一种适合各级医院推广的新技术平台（POCT），POCT 设备及配套试剂投产后，主要用于二级及以下医院和县级医院的检测，预计新增销售收入 6000 万元，新增税收 1020 万元，新增利润 600 万元。三是对于北京新开源迈入中国精准医学领域的领军企业，与国家卫计委、CFDA、医学学会及临床专家一起，成为中国精准医学治疗标准的制定者起着基石作用。

三济生物应用领域包括心血管、肿瘤、妇儿、麻醉、神经精神等多个领域，未来会把重心放在精神类用药。

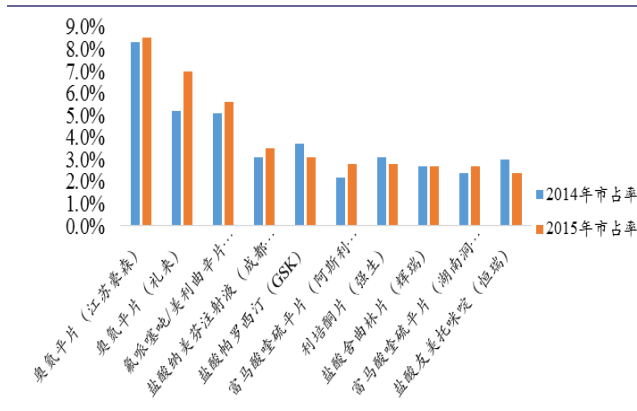
我国各类精神疾病患者有 1 亿以上，其中重度精神疾病患者超 1600 万，且 72.3% 的精神疾病患者尚不知自己患病，而重度精神疾病患者致残率 60%，致死率 30%。中国 1990 年精神性疾病、神经性疾病与药物滥用的患者占总健康人口的 7%，到 2013 年则上升至 11%，预计未来 10 年的情况可能更糟：到 2025 年，我国罹患精神疾病的人口可能达到 3690 万，较目前上升约 10%。因此，精神类药品规模将不断增长。

图表 15：我国抗精神疾病药物市场情况

图表 16：我国抗精神疾病药物销售额 TOP10



资料来源：中康 CMH，太平洋研究院整理



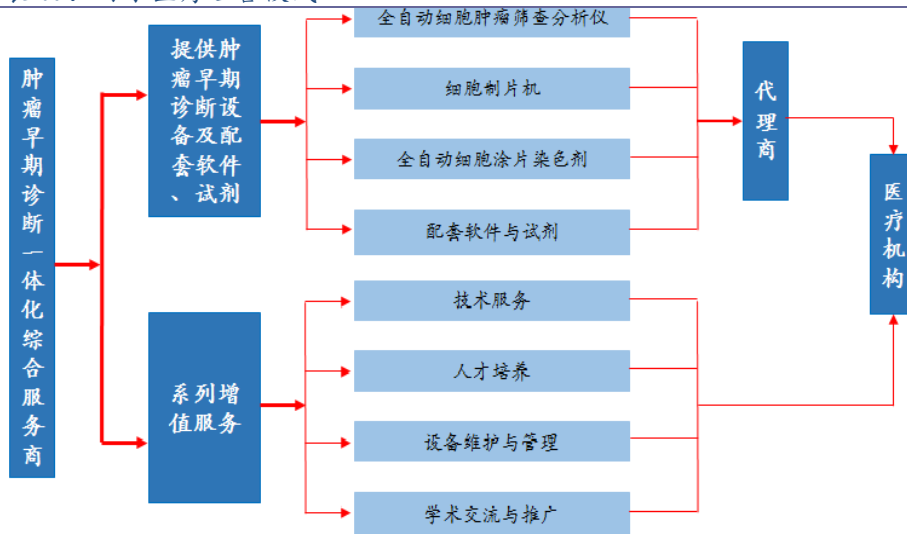
资料来源：中康 CMH，太平洋研究院整理

#### (四) 呵尔医疗：优秀的肿瘤早期诊断服务商

呵尔医疗成立于 2006 年，从事肿瘤早期诊断业务，通过代理商向各医疗机构提供包括自主研发的全自动细胞肿瘤筛查分析仪、细胞制片机、全自动细胞涂片染色机等在内的肿瘤早期诊断设备，并提供相应的配套增值服务，可用于宫颈癌、肺癌、肝癌、前列腺癌等癌症的早期诊断。

呵尔医疗通过向客户销售自主研发、生产的肿瘤早期诊断产品并提供配套服务赚取售价和成本费用差而实现盈利，销售模式主要为代理商。

图表 17：呵尔医疗经营模式



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

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。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，乡村是 1.68 亿，如果渗透率分别能达到 80%和 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 18：宫颈癌市场空间测算表

宫颈癌市场空间测算			
	城镇	乡村	合计
适龄妇女人数	2.15亿	1.68亿	3.83亿
渗透率	80%	50%	66.8%
价格	350元	350元	350元
DNA自动检测仪筛查市场份额	20%	20%	20%
市场空间	120.4亿	58.8亿	179.2亿

资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

呵尔医疗的核心产品为 SPICM-DNA 型全自动细胞肿瘤筛查分析系统，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及时有效的诊断依据。相比于目前主流的细胞形态学检测方法（TBS、TCT/LCT），呵尔医疗所掌握的细胞 DNA 倍体定量分析技术在充分发挥脱落细胞检查简单易行、费用低、无损伤、病人易接受等优点的同时，克服涂片质量差、可观察细胞少、检测敏感性低的缺点，能够将定性与定量分析相结合，降低漏诊率，早发现癌前病变。此外，细胞 DNA 倍体定量分析技术的诊断过程自动化程度高，无需人工过多干预，可降低医生的工作强度，提高工作效率，适合于大规模开展防癌普查工作。因此，在现阶段细胞学检测是宫颈癌筛查的首选方法，而细胞 DNA 定量分析技术，凭借着对其他细胞学检测方法所具有的明显优势，将会在未来成为主流细胞学检测手段。

图表 19：宫颈癌筛查主要技术对比

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，操作简单	制片质量低，需要人工阅片，漏诊、误诊率高	费用低，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，得到专家的认可，制片质量高	需人工阅片，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	敏感性与特异性高，自动化阅片可减少医生工作量	无法100%与细胞学对应，可能受到炎症或药物影响	可应用于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，必须联合西巴普学筛查，检查费用高	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：公司资料，太平洋研究院整理

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。

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。

竞争格局方面，与武汉兰丁和厦门麦克奥迪相比，呵尔医疗的技术效率远远高于对手，具有明显的竞争优势。

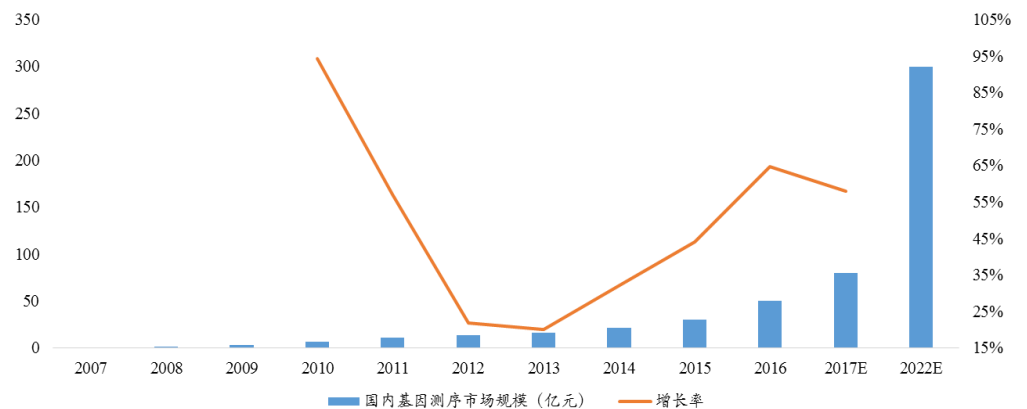
此外，公司与德国海德堡医学院、瑞典卡罗林斯卡医学院合作共建乳腺癌早期诊断项目，技术全球领先，是一种外周血肿瘤早期诊断技术，可检测乳腺早期病灶或直径较小的肿瘤，目前该项目 3600 多例测试结果显示灵敏性和特异性均为 98%，与回顾性临床基本一致。该技术目前已处于国内临床认证阶段，市场空间巨大。

### (五) 晶能生物：2022 年中国基因测序市场可达数百亿

晶能生物成立于 2010 年，是国内华东地区第一批提供第二代基因测序和基因芯片技术服务的公司，晶能生物已建立起高通量测序平台、基因芯片平台、单分子光学图谱平台等在内的六大技术平台，能够为客户提供基因组学研究服务、生物信息分析服务、分子生物学技术服务等多样化的基因测序技术服务。

2016 年我国基因测序市场规模约为 50.6 亿元，同比增长 64.8%，近十年复合增速达到 63.6%；未来五年我国基因检测复合增速在 35%左右，到 2022 年可达 300 亿元。

图表 20：我国基因测序市场规模持续大幅增长



资料来源：前瞻技术研究院，太平洋研究院整理

晶能生物已建立起包括 Illumina HiSeq2500 高通量测序平台、Illumina Miseq 个人基因组分析平台、Illumina iScan 基因芯片平台、Illumina ECOReal-Time PCR 平台、Sequenom 质谱平台、BioNano 单分子光学图谱平台等在内的多个研发平台，并且与 50 多家科研机构 and 医院取得合作，通过与三济生物、呵尔医疗的合作，共同打开医院市场。

图表 21：基因测序公司对比分析表



技术平台	华大	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	√	√	√	√	√
	ILLUMINA X-TEN 测序平台		√			
	ILLUMINA NextSeq 500 测序平台		√			√
	ILLUMINA MiSeq 测序平台	√	√	√		√
	Complete Genomics 测序平台	√				
	AB SOLiD Platform 测序平台	√			√	√
	Roche GS FLX Platform 测序平台	√				√
	Ion Torrent 测序平台	√				√
基因芯片平台	Sequenom 基因分型平台	√	√			
	ILLUMINA iScan 平台	√	√	√		
	Affymetrix 芯片服务平台	√			√	
	Agilent 芯片服务平台	√			√	
蛋白质组学平台	Q Exactive 平台	√				
	TripleTOF 5600 平台	√				
全基因组测序切图平台	√					
ABI 3730 平台	√				√	
BioNano Irys 单分子光学图谱分析平台	√		√			
生物信息学平台	√	√	√	√	√	√

资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

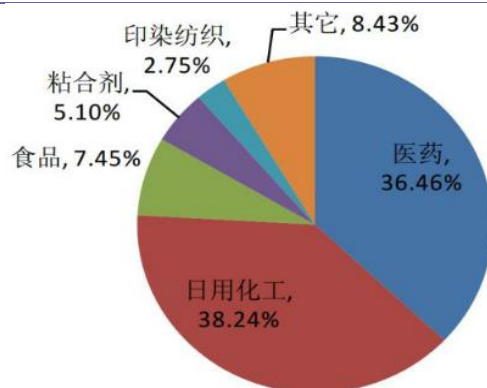
### 三、PVP 稳定增长，欧瑞姿有望放量

#### (一) PVP 产能居世界前三，保持稳定增长

公司是国内首家专注生产、研发、销售 PVP 系列产品的高新技术企业。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，广泛应用于日用化工、医药工业、酿酒和饮料业、颜料和涂料业、纺织工业、造纸工业、采油、感光材料和电子工业等众多现代工业领域。从 2007 年至今，公司一直是稳居 PVP 行业国内第一、世界第三的企业，2017 年产量将超 6000 吨已接近第二名，目前国内市场份额已经超过 40%。

医药行业和日化行业是 PVP 产品的主要应用领域，合计占比约 75%。其市场规模的增长和 PVP 消费需求的增长对于 PVP 行业发展影响较大，而 PVP 应用领域广泛且不断扩展也是促进 PVP 行业发展的重要因素。

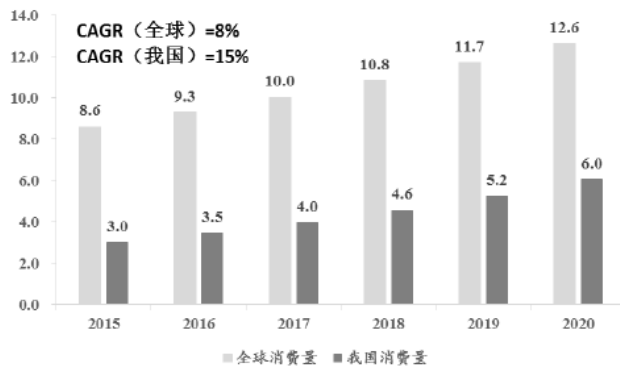
图表 22：PVP 下游领域主要为医药与日化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

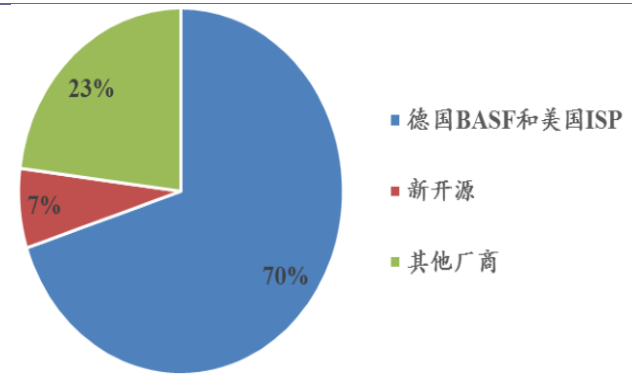
2015 年全球 PVP 年消费量超过 8.6 万吨，保守预计按照年复合增长率 8% 的增速增长，到 2020 年全球市场空间接近 13 万吨，按 PVP 售价为 5 万元/吨计算，2020 年全球市场规模将达 65 亿元。从市场格局来看，PVP 行业表现为寡头垄断竞争格局，2015 年德国 BASF 和美国 Ashland 两家公司占全球市场份额约为 70%，约 5.5 万-6 万吨，公司是 PVP 领域全球第三大生产商，2015 年产量约 5500 吨，占 7%，仍有极大的发展空间。

图表 23：PVP 消费量保持较快增长



资料来源：太平洋研究院整理

图表 24：PVP 全球市场格局



资料来源：太平洋研究院整理

公司 PVP 业务未来增长点主要包括：(1) 下游新消费领域的拓展，目前可预见 PVP 产品新的应用领域包括医药新产品、环保水处理、新能源、新型特种涂料、酿酒和饮料、能源开采、印刷行业的应用和养殖领域；如膜分离法污水处理及净水处理工艺已经成为当今环保水处理产业的主流工艺，其中纳滤或超滤用 PVDF 膜成膜致孔剂 PVP K30 目前已有 3000 吨/年的消费量，随着世界水资源的稀缺程度日益增加，以及各主要国家对环境治理的加强，未来 PVP K30 在环保水处理领域的需求量将增加。(2) 新市场的开拓，公司前几年因竞争对手因素导致 PVP 在美国被禁入，此次收购 BioVision 后公司国际影响力增强，有望顺利通过美国 FDA 认证，进入国际高端市场，基于公司在高端产品上有明显价格优势，预计未来在全球市占率将持续提升。

公司经技改后 PVP 产能可做到 1 万吨，且有继续扩大产能规划。如以产能 1 万吨、销售均价 6 万元/吨，毛利率 35% 测算，未来贡献利润空间约 1 亿元。

## (二) 欧瑞姿有望快速放量

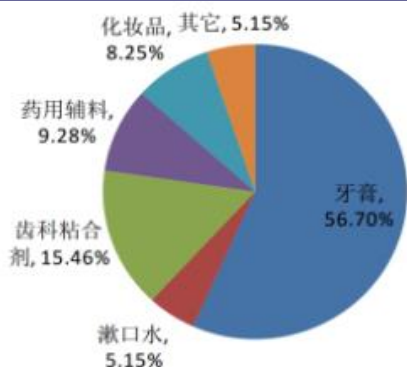
2009 年新开源使用非苯/甲苯溶剂工艺研发聚乙烯基甲醚/马来酸酐共聚物产品 (PVME/MA) 并取得中试成功，并已经注册商品名欧瑞姿 (OraRez)，2013 年建成一期年产 2500 吨装置。目前除新开源外，全球仅有德国 BASF 和美国 Ashland (2011 年以前为原 ISP 公司) 能够生产 PVME/MA。

欧瑞姿产品系列因其优异的生物相容性以及成膜性，主要应用在口腔清洁保健、个人护理、医药保健产品等领域。公司为了延伸产品上下游产业链，已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

生产和销售。

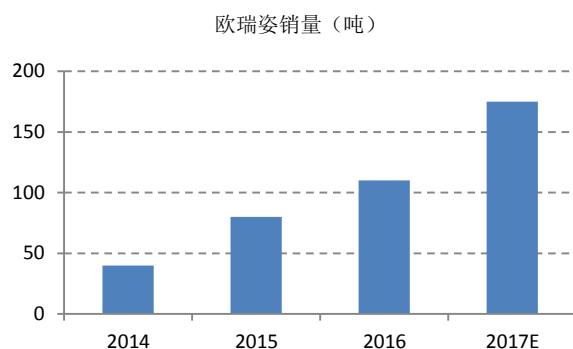
公司欧瑞姿投放市场以来，销量持续快速增长。2014 年销量 40 吨，2015 年销量 80 吨，2016 年销量达 110 吨，贡献利润约 950 万元，2017 年上半年欧瑞姿产品实现销售 86 吨，贡献利润 600 余万元，预计 2017 年全年利润将超过 1500 万元。公司产品优势在于生产工艺中无苯或甲苯溶剂介入，安全性更高，此外价格上也较国际龙头也有显著优势。欧瑞姿下游日化行业集中度非常高，公司产品已送宝洁、GSK 等日化巨头测试使用，如顺利切入其供应链，将快速放量。如以公司 2500 吨产能、吨售价 15 万元/吨、净利率 40% 测算，满产后可贡献利润 1.5 亿元。

图表 25：欧瑞姿下游市场结构



资料来源：太平洋研究院整理

图表 26：公司欧瑞姿销量快速增长



资料来源：太平洋研究院整理

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，目前国内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，将使欧瑞姿业务增长点进一步扩大，而且国内市场巨大，潜在的欧瑞姿的业务量将会非常可观。

从国外市场来看，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 PVME/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，发达国家市场规模约 3.07 亿元，市场可观。

从国内市场看，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%，因此义齿稳固剂的内需非常庞大。

#### 四、盈利预测及估值

暂不考虑 BV 并表，预计公司 17-19 年营业收入分别为 5.14 亿元、6.55 亿元、8.23 亿元，净利润分别为 1.18 亿元、1.64 亿元、2.13 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.96 元、1.25 元，目前股价 41.81 元对应 PE 分别为 61 倍、44 倍、34 倍。

对比生命科学研究板块标的估值来看，因行业技术壁垒高、发展空间大，标的公司普遍被市场给予较高估值。港股金斯瑞生物科技目前市值 328 亿人民币，对应 17 年 PE 为 175 倍，其主要业务为基因合成，CAR-T 疗法进展良好带动股价 17 年最高涨幅 6 倍。新三板标的菲鹏生物主营抗原、抗体、诊断酶产品，停牌前股价对应 17 年估值 64 倍，如以其 17 年 8 月定增方案中发行 126.6 万股、募资 2 亿测算，则对应 PE 为 219 倍。云克隆主营蛋白、抗体及检测试剂盒，保守以其上市后市值 20 亿测算，PE 约 70 倍。新开源拟收购的 BV 公司产品线较以上公司更为齐全，技术壁垒更高，公司与永泰战略合作的细胞免疫治疗及 BV 在研发的 CAR-T 业务均极具想象空间，理应享有更高估值。

从 A 股医疗板块来看，当前医疗服务板块 PE (TTM，整体法) 为 70.4 倍，近期 IVD 行业并购平均 PE 为 37.46 倍，考虑到公司收购 BV 定位精准医疗大平台，快速成立精准医疗工作室绑定下游渠道与专家资源，打造精准医疗生态闭环，并与永泰生物战略合作细胞免疫治疗产品开发，有望在国内企业中率先突破 CAR-T 领域，可给予高于同行业的估值水平。给予公司 2018 年 70 倍 PE，对应中期目标市值 114 亿，目标价 67 元，60% 向上空间。

图表 27：生命科学研究公司 2017 年估值对比情况（亿元，亿股，元）

代码	公司简称	市值	股本	股价	收入	净利润	EPS	PE	主营业务
1548.HK	金斯瑞生物科技	328.23	17.38	18.88	8.94	1.88	0.11	174.54	生命科学研究服务，基因合成
838391	菲鹏生物	70.79	1.52	46.2	2.08	1.1	0.72	63.84	抗原、抗体、诊断酶
-	云克隆	-	-	-	0.62	0.3	-	-	蛋白、抗体、检测试剂盒
300109	新开源	87.97	2.12	41.81	6.73	1.98	0.93	44.77	生物分析试剂盒、重组蛋白、抗体、生化药品

资料来源：WIND，注：金斯瑞数据为 WIND 一致预期，菲鹏市值与股价均为停牌前数据，云克隆暂未上市，新开源为假设 BV 并表

图表 28：近几年 IVD 行业并购标的估值情况

序号	并购主体	并购时间	并购标的								
			标的名称	营业收入	收入增长率	净利润	净利率	标的估值	PE	ROE	标的主要业务
1	润达医疗	2016年1月	武汉海吉力生物科技	53.25	194.05%	(785.08)	-1474.33%	13739.85	/	-59.98%	分子诊断、产品研发生产
2		2016年6月	Response Biomedical Corp	7933.18	/	(77.18)	-0.97%	9187.94	/	21.17%	POCT 诊断 产品研发、生产和销售
3	西陇科学	2016年4月	新大陆生物技术	4362.47	-11.31%	1797.08	41.19%	16725.36	9.31	30.59%	体外诊断试剂销售及服务
4	三诺生物	2016年7月	PTS	28864.18	2.86%	468.51	1.62%	75000.00	160.08	2.97%	POCT 检测业务
5	东软医疗	2016年2月	威特曼科技	4702.00	8.15%	1388.00	29.52%	25893.57	18.66	28.02%	临床生化诊断试剂研发、生产、销售
6	美康生物	2016年1月	上海日和等四家关联主体	19068.27	-2.32%	1180.56	6.19%	43333.33	36.71	21.68%	进口品牌体外诊断产品综合服务商
7		2016年8月	杭州倚天生物技术	53247.78	23.98%	2964.16	5.57%	90220.00	30.44	19.39%	体外诊断行业仪器及试剂进口产品代理
8		2016年7月	上海京都	25.16	811.69%	(4.05)	-16.10%	1225.00	/	-5.83%	医疗诊断设备和制剂
9	东方海洋	2016年1月	Avioq	496.30	12.22%	123.30	24.84%	45000.00	364.96	11.18%	研发和生产诊断测试产品
10	万润股份	2016年3月	MP Biomedicals	38729.22	-2.38%	4187.59	10.81%	90466.13	21.60	20.20%	生命科学和体外诊断领域产品的生产和销售
11	济民制药	2016年5月	LINEAR CHEMICALS S.L.	3683.71	/	289.83	7.87%	3613.79	12.47	18.88%	开发及生产体外诊断产品及生物技术产品，包括试剂和医疗器械
12	乐普医疗	2017年5月	恩济和	2678.12	-45.09%	(70.64)	-2.64%	15000.00	/	-2.54%	研发、生产和销售生化诊断试剂
13	行业平均			13651.43	7.30%	955.17	7.00%	35783.75	37.46	15.38%	

资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

## 五、风险提示

收购 BV 进展不达预期的风险；新产品产业化进度延迟的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	384	411	535	679	865	<b>营业收入</b>	291	401	514	655	824
货币资金	209	199	255	341	458	<b>营业成本</b>	168	221	285	355	437
应收账款	64	76	85	108	135	营业税金及附加	2	5	4	5	7
其他应收款	3	2	3	3	4	营业费用	16	25	30	37	45
预付款项	17	14	14	14	14	管理费用	38	52	59	72	91
存货	87	71	133	165	204	财务费用	-1	-3	-2	-2	-3
其他流动资产	2	42	42	42	42	资产减值损失	1.03	6.25	1.00	1.00	1.00
<b>非流动资产合计</b>	852	899	888	885	880	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	16	0	0	0	投资净收益	0.05	-1.65	0.20	0.20	0.20
固定资产	289	311	335	338	341	<b>营业利润</b>	66	93	136	188	246
无形资产	69	71	64	57	50	营业外收入	1.22	2.94	3.00	5.00	5.00
其他非流动资产	6	0	6	6	6	营业外支出	0.26	0.89	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	1236	1310	1423	1563	1745	<b>利润总额</b>	67	95	138	192	250
<b>流动负债合计</b>	58	58	76	85	97	所得税	10	14	21	29	38
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	57	80	118	164	213
应付账款	21	28	35	44	54	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	4	8	8	8	8	归属母公司净利润	57	80	118	164	213
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	89	121	166	220	277
<b>非流动负债合计</b>	15	26	18	18	18	<b>EPS (元)</b>	0.43	0.47	0.69	0.96	1.25
长期借款	0	10	10	10	10	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	73	83	94	103	115	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	1	1	1	1	营业收入增长	14.7%	37.8%	28.3%	27.5%	25.7%
实收资本(或股本)	170	170	170	170	170	营业利润增长	89.4%	40.0%	47.3%	38.2%	30.7%
资本公积	846	846	846	846	846	归属于母公司净利润增长	89.2%	40.5%	46.8%	39.1%	30.0%
未分配利润	129	186	245	327	433	<b>盈利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1163	1226	1320	1451	1621	毛利率(%)	42%	45%	45%	46%	47%
<b>负债和所有者权益</b>	1236	1310	1414	1555	1736	净利率(%)	20%	20%	23%	25%	26%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	5%	6%	8%	10%	12%	
<b>经营活动现金流</b>	64	114	98	148	187	<b>偿债能力</b>					
净利润	57	80	118	164	213	资产负债率(%)	6%	6%	7%	7%	7%
折旧摊销	24	32	31	34	35	流动比率	6.64	7.12	7.06	7.96	8.96
财务费用	-1	-3	-2	-2	-3	速动比率	5.14	5.89	5.31	6.02	6.85
应付账款的变化	0	0	7	9	10	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.34	0.31	0.38	0.44	0.50
<b>投资活动现金流</b>	-34	-109	-21	-31	-31	应收账款周转率	6	6	6	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.77	16.61	16.37	16.62	16.87
长期投资	0	16	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	-2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.47	0.69	0.96	1.25
<b>筹资活动现金流</b>	140	-16	-21	-30	-39	每股净现金流(最新摊薄)	1.00	-0.07	0.33	0.51	0.69
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.82	7.19	7.74	8.51	9.51
长期借款	0	10	10	10	10	<b>估值比率</b>					
普通股增加	55	0	0	0	0	P/E	97.23	88.96	60.65	43.59	33.52
资本公积增加	662	0	0	0	0	P/B	6.13	5.81	5.40	4.91	4.40
<b>现金净增加额</b>	170	-11	56	86	117	EV/EBITDA	77.84	57.29	41.44	30.96	24.09

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。