



## 二代接班后业绩加速增长, 精准医疗价值有望重估

### 投资要点

- **事件:** 近期, 我们对公司进行了调研, 公司基本面正在积极变化。
- **完成二代接班的造影剂领先企业, 未来业绩增速有望提速。** 现任总经理为实际控制人儿子, 2011年9月在公司从基层开始干起, 到2017年12月正式接任公司总经理职位, 经过近一年的调整布局, 在新任总经理带领下, 公司发展正开启新篇章, 正积极变化, 业绩呈加速增长态势: 2018Q1-Q3 营收同比增速分别为 8.9%、22.8%和 31.9%, 扣非同比增速分别为 18.4%、5.7%和 29.7%。
- **卫健委政策释放需求+新产品高速放量, 造影剂仍将快速增长。** 行业层面卫健委 2018 年出台多项政策, 有望进一步释放造影剂需求: 1) 配置证放开; 2) 出台 2018-2020 年大型医用设备配置规划; 3) 出台 2018-2020 年提升县域综合服务能力规划, 加大医学影像科建设力度。公司层面也有积极变化: 1) 公司完成参股上游原料药海昌药业 33.5% 股权并正对沧州基地(钆喷酸葡胺原料药)认证, 公司毛利率或有进一步提升可能; 2) 第二代碘帕醇和第三代碘克沙醇正高速增长, 前三季度实现翻倍以上增长, 2018 年将实现过亿收入, 2019-2020 年仍将延续 50%-70% 的超高速增长。
- **销售改革后, 九味镇心和降糖药有望成为公司新增长点:** 1) 九味镇心颗粒: 国内唯一治疗抗焦虑的中成药品种, 新纳入医保, 目前为公司战略性品种, 销售已调整完毕, 预计 2019 年开始放量, 有望成为 5 亿元以上量级重磅品种; 2) 口服降糖药: 格列美脲片一致性评价已于 10 月中旬中获得受理, 预计 2019 年中获批, 瑞格列奈片一致性评价或将 2019 年上半年报一致性评价。公司专科线完成销售改革, 九味镇心颗粒和口服降糖药有望成为公司新增长点。
- **战略布局精准医疗, 股权价值有望重估:** 1) 世和基因: 公司持股 20%, 为国内基因测序龙头企业之一, 其国内首批肺癌靶点全覆盖 NGS 试剂盒已经获批, 有望带动收入高速增长, 2018 年收入增速预计 50% 以上, 且最近一轮融资估值超过 30 亿元; 2) 友芝友医疗: 公司持股 25%, 主要为 CTC 诊断和个性化用药检测, 2018-2019 年业绩承诺 1500 万和 2000 万。在科创板计划设立背景下, 上市公司持有的股权价值有望重估。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.30 元、0.37 元、0.47 元, 未来三年归母净利润 CAGR 为 25%, 对应 2018-2020 年估值 27 倍、21 倍和 17 倍; 我们给予公司 2019 年 29 倍估值, 对应目标价 10.7 元, 若扣除精准医疗股权价值 8 亿元, 对应 2018-2020 年估值仅 21 倍、17 倍和 13 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 基因测序及液体活检行业政策出现重大不利变化的风险, 新产品放量或低于预期的风险, 公司核心产品降价幅度或超预期的风险。

| 指标/年度         | 2017A   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 522.54  | 592.76 | 708.15 | 859.43 |
| 增长率           | 4.75%   | 13.44% | 19.47% | 21.36% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 118.82  | 145.05 | 182.21 | 232.05 |
| 增长率           | 625.40% | 22.08% | 25.62% | 27.36% |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.24    | 0.30   | 0.37   | 0.47   |
| 净资产收益率 ROE    | 11.11%  | 12.18% | 13.56% | 15.07% |
| PE            | 32      | 27     | 21     | 17     |
| PB            | 3.61    | 3.24   | 2.87   | 2.51   |

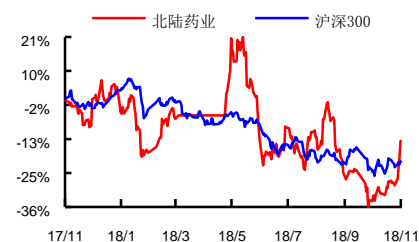
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@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)      | 4.89       |
| 流通 A 股(亿股)   | 4.00       |
| 52 周内股价区间(元) | 5.84-16.62 |
| 总市值(亿元)      | 38.58      |
| 总资产(亿元)      | 12.61      |
| 每股净资产(元)     | 2.42       |

### 相关研究

1. 北陆药业(300016): 业绩基本符合预期, 期待潜力品种放量 (2018-08-06)
2. 北陆药业(300016): 整合碘对比剂原料药, 强化主业毛利率管理 (2018-06-20)

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1 完成二代接班后正积极变化的造影剂领先企业.....       | 1  |
| 2 配置证改革+医疗设备配置规划，造影剂仍将快速增长.....   | 3  |
| 3 销售改革后，九味镇心和降糖药有望成为公司新增长点.....   | 6  |
| 4 战略布局精准医疗，股权价值有望重估.....          | 7  |
| 4.1 世和基因：一级市场估值 30 亿，可对比艾德生物..... | 7  |
| 4.2 芝友医疗：新三板估值 6.5 亿.....         | 8  |
| 5 盈利预测与估值.....                    | 10 |
| 6 风险提示.....                       | 11 |

## 图 目 录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: 公司股权结构.....                       | 1 |
| 图 2: 2018 年中报公司收入结构 (单位: 百万元) .....    | 1 |
| 图 3: 2018 年中报公司毛利结构 (单位: 百万元) .....    | 1 |
| 图 4: 近 10 年公司营收及其增长情况.....             | 2 |
| 图 5: 近 10 年公司归母净利润及其增长情况.....          | 2 |
| 图 6: 2016Q1-2018Q3 公司收入及增速情况.....      | 2 |
| 图 7: 2016Q1-2018Q3 公司归母净利润及增速情况.....   | 2 |
| 图 8: 2012 年全球造影剂市场格局.....              | 3 |
| 图 9: 2018H 样本医院造影剂市场格局 (单位: 亿元) .....  | 3 |
| 图 10: 历年样本医院造影剂市场规模及增速.....            | 4 |
| 图 11: 2018H 样本医院造影剂市场格局 (单位: 亿元) ..... | 4 |
| 图 12: 2008-2018H 公司造影剂收入增速及毛利率情况.....  | 5 |
| 图 13: 2017 年公司造影剂收入格局 (单位: 百万元) .....  | 5 |
| 图 14: 2011-2017 年公司九味镇心颗粒收入增长情况.....   | 6 |
| 图 15: 2011-2017 年公司降糖药收入增长情况.....      | 6 |
| 图 16: 肿瘤精准检测需要多种技术方案.....              | 7 |
| 图 17: 近年来芝友医疗营收增长概况.....               | 9 |
| 图 18: 近年来芝友医疗归母净利润增长概况.....            | 9 |

## 表 目 录

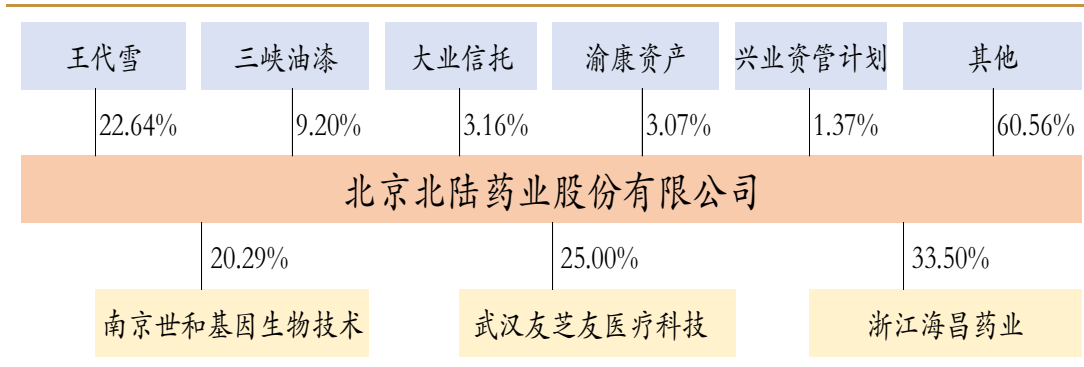
|   |    |
|---|----|
| 表 1: 样本医院各大造影剂市场规模及增速 (单位: 亿元) .....    | 4  |
| 表 2: 2018H 样本医院各大造影剂企业格局 (单位: 亿元) ..... | 5  |
| 表 3: 肿瘤基因测序试剂批准情况 (NGS 测序法) .....       | 7  |
| 表 4: 2014-2018 年世和基因经营及估值概况.....        | 8  |
| 表 5: 世和基因可比公司估值情况.....                  | 8  |
| 表 6: 分业务收入及毛利率.....                     | 10 |
| 表 7: 可比公司估值情况.....                      | 11 |
| 附表: 财务预测与估值.....                        | 12 |

## 1 完成二代接班后正积极变化的造影剂领先企业

公司成立于1992年9月，是国内领先的造影剂生产企业，主要在售产品包括X射线对比剂与磁共振对比剂，分别用于CT（X线电子计算机断层扫描）和MRI（磁共振）影像诊断中为患者注射（或经服用），以增强组织、器官的成像，同时公司也布局了中成药（抗焦虑用九味镇心颗粒）和化药（降糖药）。公司目前持有南京世和基因（基因测序）20.3%的股权、武汉友芝友医疗（循环肿瘤细胞检测和个体化用药基因诊断）25.0%的股权和浙江海昌药业（碘造影剂原料药）33.5%的股权。

董事长王代雪直接持有公司22.64%股权，并通过兴业资管计划持有1.37%的股份，同时其儿媳陈圆圆持股1.61%，即一致行动人合计控制25.62%的股份，为公司实际控制人。其子Wang Xu2011年9月即加入公司，从一线销售代表做起，公司工作超过6年，于2017年12月11日正式就任公司总经理，完成新老交班。

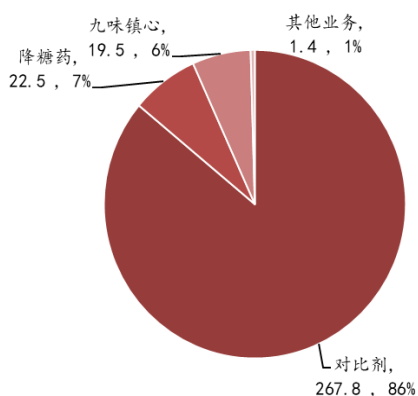
图1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

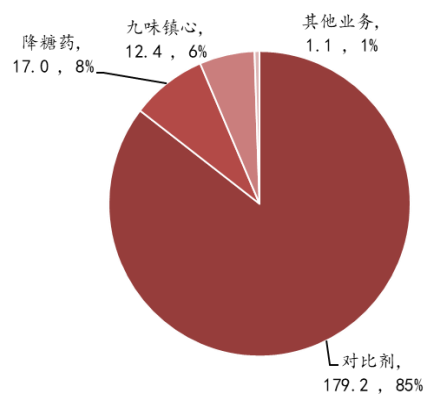
**公司主营业务结构：**2018年中报显示公司收入和毛利主要来自造影剂，收入和毛利占比分别为86%和85%，同时公司降糖药收入和毛利占比分别为7%和8%，中成药九味镇心颗粒收入和毛利占比均为6%。

图2：2018年中报公司收入结构（单位：百万元）



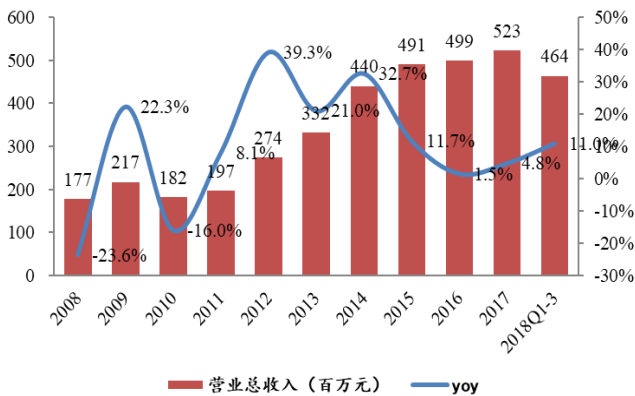
数据来源：wind，西南证券整理

图3：2018年中报公司毛利结构（单位：百万元）

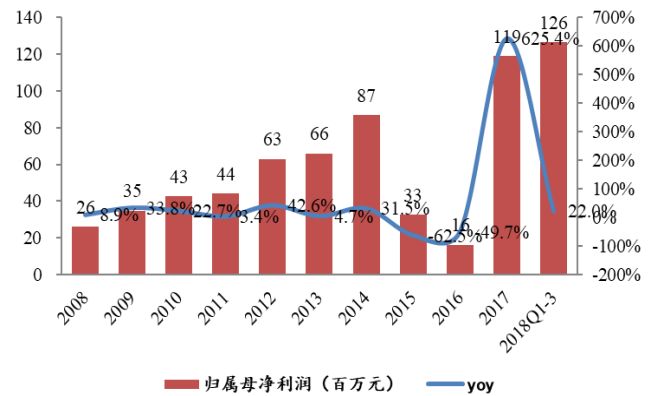


数据来源：wind，西南证券整理

**公司业绩状况：**2008-2017 年公司营业收入和归母净利润复合增速分别为 12.8%和 18.3%，呈较快增长态势，其中 2015-2016 年公司归母净利润严重下滑主要系公司 2014 年收购了中美康士，2015-2016 年业绩未达预期，合并报表计提了商誉减值准备所致。2016 年 7 月公司剥离了中美康士，2017 年后业绩恢复正常。公司主业一直延续较快增长态势，2018 年前三季度公司实现收入 4.6 亿元，同比增 11.0%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比增速 22.0%。

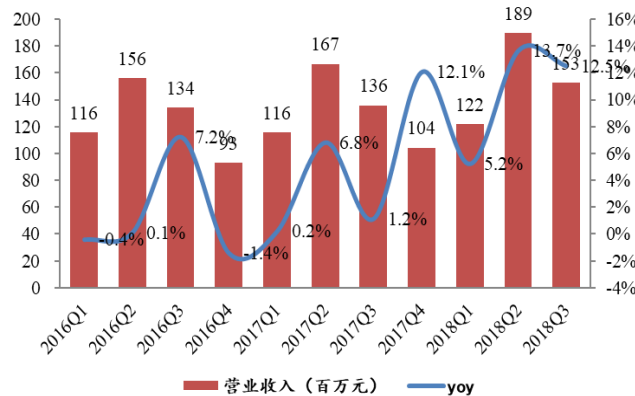
**图 4：近 10 年公司营收及其增长情况**


数据来源：wind, 西南证券整理

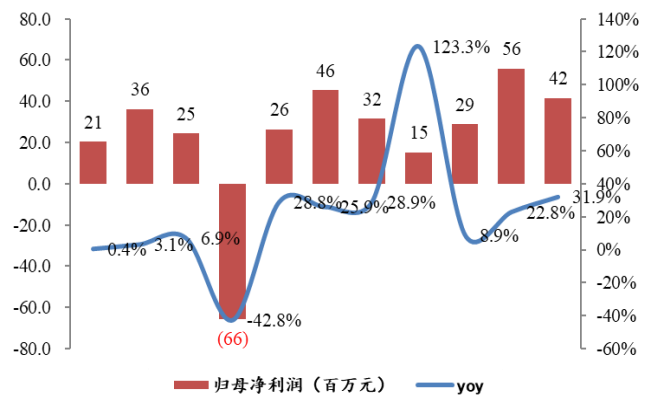
**图 5：近 10 年公司归母净利润及其增长情况**


数据来源：wind, 西南证券整理

在新任总经理带领下，业绩呈加速增长态势：2018Q1-Q3 归母净利润同比增速分别为 8.9%、22.8%和 31.9%，扣非净利润同比增速分别为 18.4%、5.7%和 29.7%。我们认为公司基本完成二代接班，公司发展正开启新篇章，正积极变化。

**图 6：2016Q1-2018Q3 公司收入及增速情况**


数据来源：wind, 西南证券整理

**图 7：2016Q1-2018Q3 公司归母净利润及增速情况**


数据来源：wind, 西南证券整理

## 2 配置证改革+医疗设备配置规划，造影剂仍将快速增长

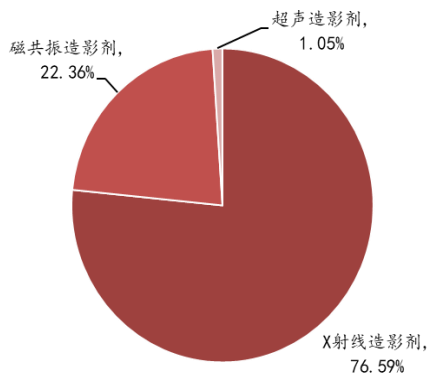
造影剂又称为对比剂，一般在医学成像过程中使用，可增加受验者影像的对比度，以便能更清晰地观察到不同的器官、细胞组织类型或躯体腔隙。根据造影原理的不同，造影剂主要分为 X 射线造影剂、磁共振造影剂和超声造影剂。

目前国家出台系列政策加大大型医疗设备配置和提升县域综合服务能力，多项政策将进一步推动造影剂行业持续快速增长：

- **2018 年 4 月 9 日：国家卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录（2018 年）》：**新目录中，低端 CT、MR 等从乙类调出不再实施配置许可，可以自行决定配置与否；同时 PET-CT 等从甲类调整到乙类，将不再由国家卫健委，而将权限下方由省级卫健委（卫计委）进行配置审批。
- **2018 年 10 月 29 日：国家卫健委发布《2018—2020 年大型医用设备配置规划的通知》：**计划到 2020 年底，全国规划配置大型医用设备 22548 台，其中新增 10097 台，分 3 年实施。其中 PET/CT，含 PET：到 2020 年底，全国规划配置 710 台内，其中新增 377 台；64 排及以上 CT：到 2020 年底，全国规划配置 8119 台内，其中新增 3535 台；1.5T 及以上 MR：到 2020 年底，全国规划配置 9846 台内，其中新增 4451 台。
- **2018 年 11 月 8 日：国家卫健委发布《关于印发全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020 年）》：**明确提出在完成第一阶段 500 家县级医院综合能力提升工作的基础上，进一步提升县级医院综合能力。到 2020 年，500 家县医院（包括部分贫困县县医院）和县中医医院分别达到“三级医院”和“三级中医医院”服务能力要求。县医院要重点加强医学影像科（X 线诊断、CT 诊断、磁共振成像诊断、超声诊断、心电图诊断、脑电及脑血流图诊断等专业组）等学科建设。

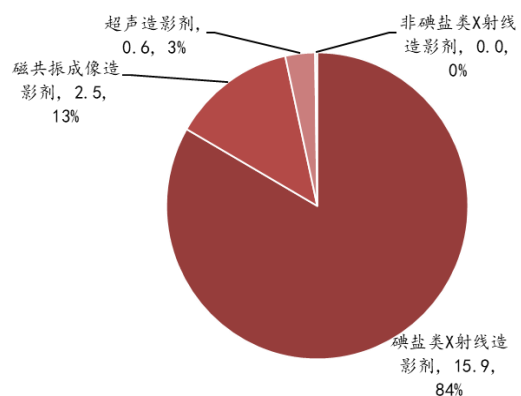
根据 Newport Premium 统计，美国是世界上最大的造影剂消费市场，约占全球造影剂市场总值的 32.39%，其次是欧洲和日本。2012 年，全球造影剂市场规模为 39.08 亿美元，其中，X 射线造影剂占比 76.59%，由于检测设备的普及，X 射线造影剂是全球造影剂市场的主体；磁共振造影剂占比 22.36%；超声造影剂占比 1.05%。根据 PDB 样本医院 2018H 数据显示，国内 X 射线造影剂占比 84%，磁共振造影剂占比 13%，超声造影剂占比仅 3%。

图 8：2012 年全球造影剂市场格局



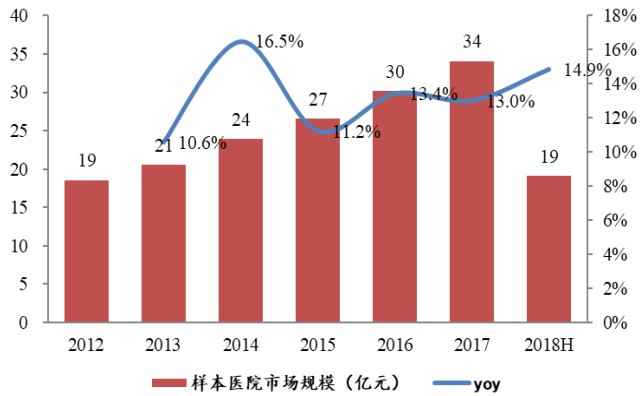
数据来源：司太立招股说明书，西南证券整理

图 9：2018H 样本医院造影剂市场格局（单位：亿元）

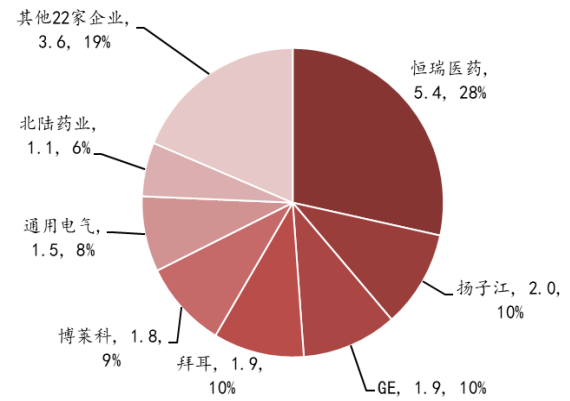


数据来源：PDB，西南证券整理

根据 PDB 样本医院数据显示, 国内造影剂 2017 年市场规模 34 亿元, 放大后全国市场规模预计 120 亿元左右, 同比增速 13% 左右, 2012-2017 年复合增速达 12.9%。从企业格局上看, 恒瑞医药为行业龙头, 市场占比约 28%, 公司占比 6%, 为国产企业第三。

**图 10: 历年样本医院造影剂市场规模及增速**


数据来源: PDB, 西南证券整理

**图 11: 2018H 样本医院造影剂市场格局 (单位: 亿元)**


数据来源: PDB, 西南证券整理

从具体品种格局看: 造影剂市场规模前五均为 X 射线造影剂分别为碘克沙醇、碘海醇、碘佛醇、碘普罗胺和碘帕醇, 近 5 年复合增速分别为 48.3%、4.3%、15.8%、-0.5% 和 10.1%, 其中碘克沙醇呈高速增长态势, 2018 年上半年同比增速 39.6%。第六和第七位分别为钆喷酸葡胺 (磁共振造影剂) 和六氟化硫 (超声造影剂)。

**表 1: 样本医院各大造影剂市场规模及增速 (单位: 亿元)**

| 药品通用名   | 分类      | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2012-2017CAGR | 2018H |
|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|
| 碘克沙醇    | X 射线造影剂 | 1.1   | 1.8   | 2.9   | 4.2   | 5.7   | 7.6   | 48.3%         | 5.0   |
| yoy     |         |       | 66.5% | 66.8% | 43.2% | 36.5% | 32.0% |               | 39.6% |
| 碘海醇     |         | 5.5   | 5.8   | 6.4   | 6.6   | 6.8   | 6.8   | 4.3%          | 3.7   |
| yoy     |         |       | 4.6%  | 12.0% | 2.6%  | 2.6%  | 0.1%  |               | 7.1%  |
| 碘佛醇     |         | 2.2   | 2.5   | 2.9   | 3.5   | 4.1   | 4.6   | 15.8%         | 2.2   |
| yoy     |         |       | 11.8% | 19.1% | 19.2% | 16.1% | 12.8% |               | 2.4%  |
| 碘普罗胺    |         | 3.9   | 3.8   | 3.6   | 3.6   | 3.7   | 3.8   | -0.5%         | 2.0   |
| yoy     |         |       | -1.8% | -5.1% | 0.5%  | 1.1%  | 3.0%  |               | 3.4%  |
| 碘帕醇     |         | 2.0   | 2.3   | 2.6   | 2.6   | 3.0   | 3.2   | 10.1%         | 1.6   |
| yoy     |         | 16.8% | 10.1% | 1.9%  | 16.5% | 6.1%  | 1.9%  |               |       |
| 钆喷酸葡胺   | 磁共振造影剂  | 1.8   | 1.9   | 2.2   | 2.3   | 2.5   | 2.5   | 7.7%          | 1.3   |
| yoy     |         |       | 8.8%  | 13.9% | 4.2%  | 8.7%  | 3.0%  |               | 0.3%  |
| 六氟化硫    | 超声造影剂   | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.8   | 0.9   | 1.1   | 22.8%         | 0.6   |
| yoy     |         |       | 23.4% | 25.8% | 27.6% | 17.5% | 20.2% |               | 24.7% |
| 其他品种合计  |         | 1.8   | 2.0   | 2.6   | 3.0   | 3.5   | 4.5   | 20.6%         | 2.6   |
| yoy     |         |       | 13.2% | 31.3% | 13.7% | 16.9% | 29.0% |               | 25.6% |
| 造影剂市场总计 |         | 18.6  | 20.5  | 23.9  | 26.6  | 30.2  | 34.1  | 12.9%         | 19.1  |
| yoy     |         |       | 10.6% | 16.5% | 11.2% | 13.4% | 13.0% |               | 14.9% |

数据来源: PDB, 西南证券整理

**从企业格局看：**X射线造影剂方面，目前恒瑞医药在碘克沙醇和碘佛醇领域均占据主导地位，首次份额占比分别为 58.8%和 96.0%。公司在碘克沙醇、碘海醇和碘帕醇领域均仍有较大提升空间，公司市场份额占比分别为 2%、12.9%和 3.2%。在磁共振造影剂-钆喷酸葡胺领域，公司市场份额 35%，为国产第一，市场份额仅次于进口企业拜耳的 39.7%。

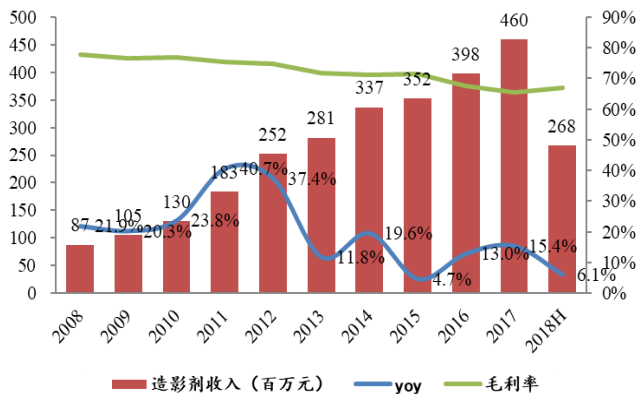
**表 2：2018H 样本医院各大造影剂企业格局（单位：亿元）**

| 药品通用名 | 2017  | 2018H | Top1 份额 |        | Top2 份额          |     | Top3 份额      |        | Top4 份额 |    |
|-------|-------|-------|---------|--------|------------------|-----|--------------|--------|---------|----|
| 碘克沙醇  | 7.6   | 5.0   | 恒瑞医药    | 58.80% | GE 医疗            | 30% | 扬子江          | 8.40%  | 北陆药业    | 2% |
| yoy   | 32.0% | 39.6% |         |        |                  |     |              |        |         |    |
| 碘海醇   | 6.8   | 3.7   | 扬子江     | 41.00% | 通用电气             | 40% | 北陆药业         | 12.90% | 金健药业    | 2% |
| yoy   | 0.1%  | 7.1%  |         |        |                  |     |              |        |         |    |
| 碘佛醇   | 4.6   | 2.2   | 恒瑞医药    | 96.00% | Liebel-Flarsheim | 3%  | Mallinckrodt | 1.50%  |         |    |
| yoy   | 12.8% | 2.4%  |         |        |                  |     |              |        |         |    |
| 碘普罗胺  | 3.8   | 2.0   | 拜耳      | 54.30% | 先灵药业             | 46% |              |        |         |    |
| yoy   | 3.0%  | 3.4%  |         |        |                  |     |              |        |         |    |
| 碘帕醇   | 3.2   | 1.6   | 博莱科     | 91.50% | Patheon          | 5%  | 北陆药业         | 3.20%  |         |    |
| yoy   | 6.1%  | 1.9%  |         |        |                  |     |              |        |         |    |
| 钆喷酸葡胺 | 2.5   | 1.3   | 拜耳      | 39.70% | 北陆药业             | 35% | 康臣药业         | 21.50% | 旭东海普    | 4% |
| yoy   | 3.0%  | 0.3%  |         |        |                  |     |              |        |         |    |
| 六氟化硫  | 1.1   | 0.6   | 博莱科     | 100%   |                  |     |              |        |         |    |
| yoy   | 20.2% | 24.7% |         |        |                  |     |              |        |         |    |

数据来源：PDB，西南证券整理

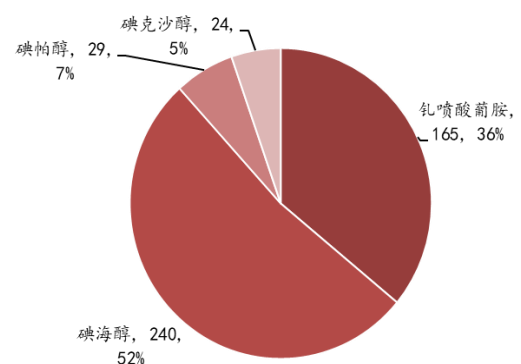
公司造影剂一直延续较快增态势，从 2008 年的 8743 万元，增长到 2017 年的 4.6 亿元，年复合增速达 20.3%。在毛利率方面由于招标降价持续小幅下滑，2017 年毛利率下滑较多主要系公司钆喷酸葡胺上游原料药涨价。由于钆原材料降价，公司 2018 年半年报造影剂毛利率与 2017 年相比显著回升。考虑到公司正在进行沧州基地（钆喷酸葡胺原料药）认证，并完成对海昌药业（碘造影剂原料药）的战略性参股，未来毛利率有进一步提升可能。结构上，2017 年钆喷酸葡胺和碘海醇为公司造影剂核心品种，收入占比分别约 36%和 52%。

**图 12：2008-2018H 公司造影剂收入增速及毛利率情况**



数据来源：wind，西南证券整理

**图 13：2017 年公司造影剂收入格局（单位：百万元）**



数据来源：公司公告，西南证券整理



我们对公司造影剂条线增长判断如下：

- **老产品——碘海醇和钆喷酸葡胺：**2017 年均延续个位数增长，均略高于样本医院增速，预计未来延续稳健增长态势。
- **新品种——碘帕醇和碘克沙醇：**2017 年收入分别为 2948 万元和 2434 万元，同比增速分别为 191.6%和 110.0%，2018 年前三季度均延续翻倍以上增长，呈高速增长态势。根据 PDB 数据，公司碘帕醇和碘克沙醇市场占有率分别为 2%和 3.2%，提升空间巨大，为公司造影剂战略性品种，我们预计两大新产品 2018-2020 年将延续高速增长态势。

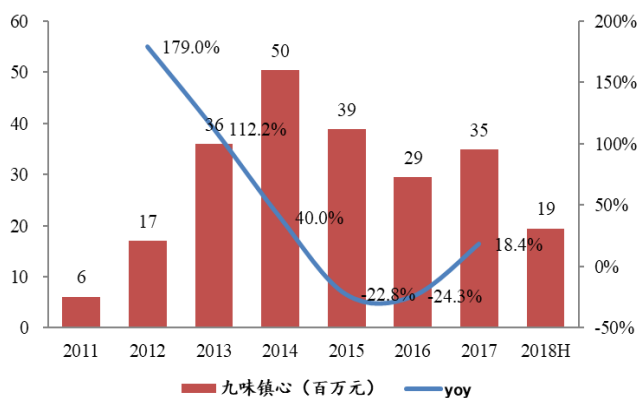
### 3 销售改革后，九味镇心和降糖药有望成为公司新增长点

除了造影剂，公司也同时布局了治疗性药物，目前公司中成药拥有抗焦虑的九味镇心颗粒，化药拥有降糖药产品线。

**其中九味镇心颗粒：**2009 年上市，是国内唯一获批用于治疗焦虑症的中成药，2017 年纳入新版医保目录。2014 年之间该品种通过代理销售模式呈快速增长态势，2015-2017 年出现回落，2017 年仅实现销售 3500 万左右，主要系公司开始高度重视专科制剂发展，重建专科药销售体系，期间多次变动。目前在 Wang Xu 总带领下，已形成自营+精细化招商的销售体系。我们认为，该产品携新医保东风和销售改革成果，从 2019 年开始有望恢复高速增长态势，未来有望成为 5 亿量级以上重磅产品。目前国内抗焦虑药物市场规模预计 10 亿左右，与国际市场相比，发展空间巨大，为公司战略性重点发展方向。除了九味镇心颗粒，公司还有盐酸维拉佐酮片正在申报，未来或通过自研+引进的方式丰富产品线布局。

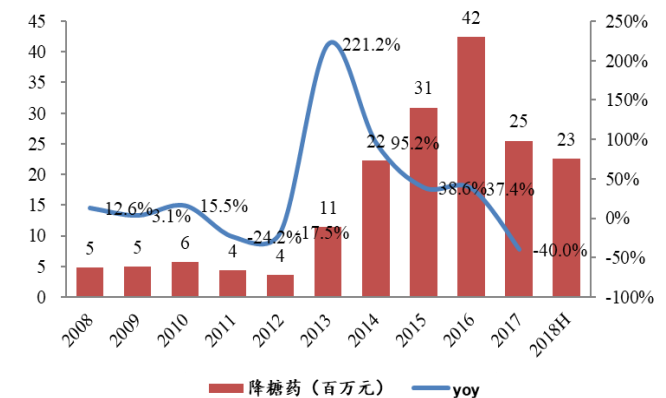
**其中降糖药：**公司重要的业务领域之一，主要产品为口服降糖药格列美脲片和瑞格列奈片，2016 年之前主要通过代理销售，受益糖尿病蓝海市场快速扩容，实现持续快速增长，销售额 2016 年达 4200 万左右。目前这两个品种正处于一致性评价阶段，其中格列美脲片一致性评价已于 10 月中旬获得受理，预计 2019 年中获批，瑞格列奈片一致性评价或将 2019 年上半年报一致性评价。目前降糖药线也完成销售改革，正在放量，有望成为公司新增长点。

图 14：2011-2017 年公司九味镇心颗粒收入增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2011-2017 年公司降糖药收入增长情况

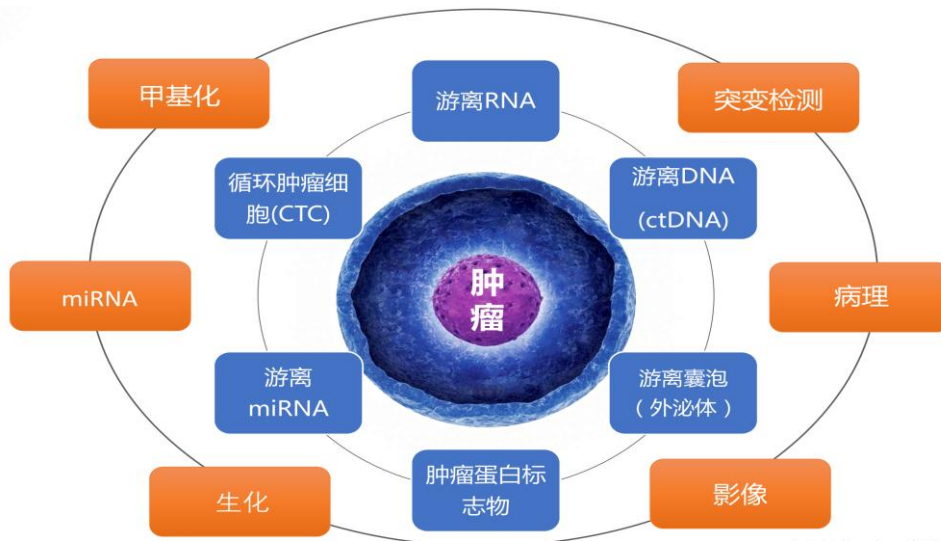


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 战略布局精准医疗，股权价值有望重估

公司立足医学影像的造影剂，先后参股南京世和基因 20.29%和友芝友医疗（837794）25%的股权，通过外延扩张完成了液态活检、基因测序和肿瘤个性化用药检测领域的深度介入，战略布局精准医疗。肿瘤的精准检测需要多组学方案的配合，公司布局的世和基因涉及基因测序和 ctDNA 检测等，友芝友医疗涉及循环肿瘤细胞（CTC）检测和肿瘤特定基因突变检测等。

图 16：肿瘤精准检测需要多种技术方案



数据来源：西南证券整理

### 4.1 世和基因：一级市场估值 30 亿，可对比艾德生物

世和基因于 2008 年创立于加拿大多伦多，经过近 10 年的积淀，世和基因已发展成为国内肿瘤 NGS 和 ctDNA 领域的领军企业。公司在加拿大和中国两地建有转化医学中心逾 1 万平方米，拥有 HiSeq X-Ten、HiSeq 4000、MiSeq、NextSeq 500 等 Illumina 全系列高通量测序平台。公司致力于高通量测序（NGS）在肿瘤精准医学领域的临床转化研究，目前已经累积超过 15 万例中国肿瘤 NGS 样本数据库，其中 3 万余例为液体活检样本。公司经过近十年的研发投入和近五年的市场耕耘，世和基因已经与全国 450 多家三级甲等医院和肿瘤专科医院开展合作，成为中国肿瘤精准医学 NGS 检测领域的新星企业。2018 年 9 月世和基因成为首批获得 6 基因检测小 panel（高通量测序法），此外公司时肺癌靶向药物基因突变检测试剂盒（高通量测序法）和 EGFR 基因突变检测试剂盒（高通量测序法）处于审评阶段。

表 3：肿瘤基因测序试剂批准情况（NGS 测序法）

| 产品名称   | 国械注册证编号     | 注册人名称  | 批准日期       |
|--|-------------|--------|------------|
| 人 EGFR/ALK/BRAF/KRAS 基因突变联合检测试剂盒(可逆末端终止测序法)        | 20183400286 | 广州燃石医学 | 2018-07-18 |
| 人 EGFR、KRAS、BRAF、PIK3CA、ALK、ROS1 基因突变检测试剂盒(半导体测序法) | 20183400294 | 天津诺禾致源 | 2018-08-11 |
| EGFR/ALK/ROS1/BRAF/KRAS/HER2 基因突变检测试剂盒（可逆末端终止测序法）  | 20183400408 | 南京世和医疗 | 2018-09-28 |

数据来源：药智网，西南证券整理

公司近几年经营呈高速增长态势，在测序产品的获批有望驱动公司业绩进一步高速增长。营业上的高增长也带来了一级市场资本的追捧，2018 年公司又做了两轮融资，其中最近一轮融资公司估值达 30 亿元左右，北陆药业权益估值约 6 亿元。

目前北陆药业和南京市政府均大力支持世和基因上市，作为高新技术企业，世和基因有望在科创板挂牌，预计上市之后可对标华大基因、贝瑞基因和艾德生物。其中最为对标的公司为艾德生物，我们认为世和基因挂牌后，估值有望达到 50-100 亿元。

**表 4：2014-2018 年世和基因经营及估值概况**

|          | 2014 年 | 2015 年    | 2016 年  | 2017 年     | 2018 年         |
|----------|--------|-----------|---------|------------|----------------|
| 收入       | 541.万元 | 约 3000 万元 | 1.13 亿元 | 1.82 亿元    | 预计 3 亿元左右      |
| 净利润      | 亏损     | 亏损        | 小几百万    | 约 2000 万左右 | 预计 2000-3000 万 |
| 三甲医院覆盖情况 | 40 多家  | 100 家左右   | 350 家左右 | 400-450 家  | 预计 500 家左右     |
| 临床病例数    | 600 例  | 1500 例    | 累计 4 万例 | 累计 8 万例    | 预计超过 15 万例     |
| 估值情况     | 1.5 亿元 |           | 6.6 亿元  |            | 30 亿元左右        |

数据来源：中国医药创新与投资大会，公司公告，产业调研，西南证券整理 注：以上数据为概数，部分为估计或预测

**表 5：世和基因可比公司估值情况**

| 代码        | 简称   | 最新市值 (亿元) | 2017 年营收(亿元) | 净利润   |       | PE    |       |
|-----------|------|-----------|--------------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |           |              | 2017A | 2018E | 2017A | 2018E |
| 000710.SZ | 贝瑞基因 | 133       | 11.7         | 2.3   | 3.2   | 57    | 41    |
| 300676.SZ | 华大基因 | 254       | 21.0         | 4.0   | 4.7   | 64    | 54    |
| 300685.SZ | 艾德生物 | 74        | 3.3          | 0.9   | 1.3   | 78    | 58    |

数据来源：wind，西南证券整理 注：截止时间 2018-11-16，盈利预测为 wind 一致预期中值

## 4.2 芝友医疗：新三板估值 6.5 亿

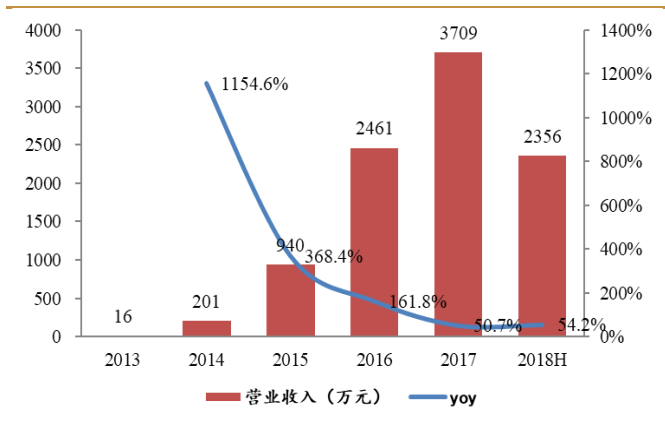
公司 2016 年战略参股的武汉友芝友医疗成立于 2011 年 7 月，2016 年 7 月新三板挂牌，是一家专门从事个体化用药基因诊断试剂和诊断设备研发、生产和销售的高新技术企业。其产品线包括个体化用药基因诊断试剂盒和循环肿瘤细胞检测设备两个方向：

- **CTC 检测：**CTCBIOPSY®是一种自动化的 CTC 检测设备，通过使用创新工艺的高分子材料微孔滤膜过滤装置，结合先进的机械、电子、流控等技术能快速将外周血中的 CTCs 从正常血液细胞中分离及富集，并利用专利技术（201210471758.4）进行染色鉴定。该仪器突破了市面上现有的 CTC 检测技术依赖于特定的细胞表面标记物这一局限，利用不同细胞的物理和形态学差异进行分离染色，提供了直观可靠并且可随时复检的检测结果。
- **基因测序试剂：**肿瘤靶向药物基因检测（4 个）：非小细胞肺癌与 EGFR/ALK/ROS1 基因检测、结直肠癌与 KRAS/NRAS/BRAF/PIK3CA 基因检测、结直肠癌与 PIK3CA 基因检测和甲状腺癌与 BRAF 基因检测试剂盒；心血管药物基因检测产品（3 个）及代谢类基因检测产品（3 个）。

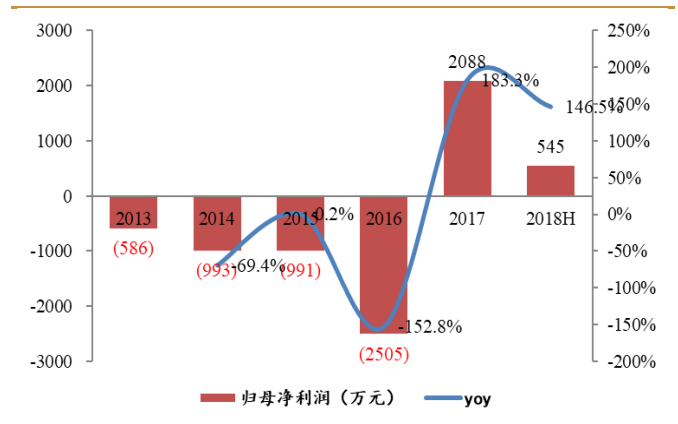
公司已有 12 个基因诊断试剂盒通过 CFDA 的 III 类医疗器械注册审批并获准上市，公司基因诊断试剂盒及循环肿瘤细胞检测设备已陆续进入全国 300 多家大中型医院，为临床医生实施个体化治疗提供检测手段，获得市场广泛好评和认可。

近几年收入呈高速增长态势，2017 年实现收入和归母净利润分别为 3709 万元和 2088 万元，其中归母净利润大幅增长主要系：1) 前期亏损年度可抵扣的所得税费用在 2017 年确认；2) 2017 年 1 月由原增值税税率 17% 调整为增值税简易征收 3% 优惠税率。扣除该影响，2017 年公司实现扭亏为盈。

2018 年中报显示公司实现营收和归母净利润分别为 2356 万元和 545 万元，同比增长分别为 54.2% 和 146.5%，均延续高速增长态势。目前公司新三板市值 6.5 亿元，根据 wind 一致预期，芝友医疗 2018 年业绩 2000 万左右，对标 A 股艾德生物 2018 年估值 58 倍看，可给予 12 亿元市值，对应北陆药业权益市值 3 亿元。

**图 17：近年来芝友医疗营收增长概况**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 18：近年来芝友医疗归母净利润增长概况**


数据来源：wind，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：造影剂业务：我们预计 2018-2020 年钆喷酸葡胺维持行业平均增速 5% 左右，碘海醇预计 -5%、-1% 和 2%，新产品持续放量，延续超高速增长态势，其中碘帕醇预计 100%、55% 和 44%，碘克沙醇预计 120%、80% 和 60%，在掌控上游原料药的背景下，毛利率持续提升，预计 2018-2020 年分别为 68%、69% 和 70%；

假设 2：中成药九味镇心颗粒：新入医保，在 2018 年销售体系完成调整后，2019 年开始放量，我们预计 2018-2020 年增速分别为 0%、50% 和 50%，毛利率分别为 60%、61% 和 62%；

假设 3：降糖药：销售体系完成调整，且一致性评价正顺利推进，预计 2018-2020 年增速分别为 60%、40% 和 30%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元        | 2015A  | 2016A  | 2017A         | 2018E         | 2019E        | 2020E        |
|---------------|--------|--------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 合计:营业收入       | 491.4  | 498.9  | 522.5         | 592.8         | 708.2        | 859.4        |
| yoy           | 11.7%  | 1.5%   | 4.7%          | 13.4%         | 19.5%        | 21.4%        |
| 合计:营业成本       | 131.1  | 154.5  | 182.2         | 193.4         | 225.8        | 267.6        |
| 毛利率           | 73.3%  | 69.0%  | 65.1%         | 67.4%         | 68.1%        | 68.9%        |
| <b>造影剂</b>    |        |        |               |               |              |              |
| 收入            | 352.4  | 398.0  | 459.5         | 514.4         | 596.1        | 704.1        |
| yoy           | 4.7%   | 13.0%  | 15.4%         | 12.0%         | 15.9%        | 18.1%        |
| 成本            | 100.7  | 128.9  | 158.0         | 164.6         | 184.8        | 211.2        |
| 毛利率           | 71.4%  | 67.6%  | 65.6%         | <b>68.0%</b>  | <b>69.0%</b> | <b>70.0%</b> |
| 钆喷酸葡胺         |        |        | 165.4         | 173.7         | 182.4        | 191.5        |
| yoy           |        |        |               | <b>5.0%</b>   | <b>5.0%</b>  | <b>5.0%</b>  |
| 碘海醇           |        |        | 240.3         | 228.2         | 226.0        | 230.5        |
| yoy           |        |        | <b>6.3%</b>   | <b>-5.0%</b>  | <b>-1.0%</b> | <b>2.0%</b>  |
| 碘帕醇           |        | 10.1   | 29.5          | 59.0          | 91.4         | 127.9        |
| yoy           |        |        | <b>191.6%</b> | <b>100.0%</b> | <b>55.0%</b> | <b>40.0%</b> |
| 碘克沙醇          |        | 11.6   | 24.3          | 53.5          | 96.4         | 154.2        |
| yoy           |        |        | <b>109.9%</b> | <b>120.0%</b> | <b>80.0%</b> | <b>60.0%</b> |
| <b>九味镇心颗粒</b> |        |        |               |               |              |              |
| 收入            | 38.9   | 29.4   | 34.8          | 34.8          | 52.3         | 78.4         |
| yoy           | -22.8% | -24.3% | 18.4%         | <b>0.0%</b>   | <b>50.0%</b> | <b>50.0%</b> |
| 成本            | 13.9   | 9.6    | 13.8          | 13.9          | 20.4         | 29.8         |
| 毛利率           | 64.3%  | 67.4%  | 60.3%         | <b>60.0%</b>  | <b>61.0%</b> | <b>62.0%</b> |
| <b>降糖药</b>    |        |        |               |               |              |              |

| 单位：百万元 | 2015A | 2016A | 2017A  | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|--------|-------|-------|--------|--------------|--------------|--------------|
| 收入     | 30.9  | 42.5  | 25.5   | 40.8         | 57.1         | 74.2         |
| yoy    | 38.6% | 37.4% | -40.0% | <b>60.0%</b> | <b>40.0%</b> | <b>30.0%</b> |
| 成本     | 6.3   | 11.7  | 9.7    | 14.3         | 20.0         | 26.0         |
| 毛利率    | 79.6% | 72.5% | 61.8%  | <b>65.0%</b> | <b>65.0%</b> | <b>65.0%</b> |

数据来源：wind，西南证券

综上，预计公司 2018-2020 年业绩分别为 1.45 亿元、1.82 亿元和 2.32 亿元，近三年归母净利润复合增速为 25%，对应当前股价 PE 分别为 27 倍、21 倍和 17 倍。从可比公司平均估值看，2018-2020 年估值分别为 36 倍、29 倍和 23 倍。我们给予公司 2019 年行业平均估值 29 倍，对应市值 52.8 亿元，股价 10.7 元/股。若考虑精准医疗股权价值重估，保守算 8 亿元（世和基因 6 亿+芝友医疗 2 亿元），扣除后市值 31 亿元，对应 2018-2020 年估值分别为 21 倍、17 倍和 13 倍，参考可比公司估值，严重低估。我们保守给予目标价 10.8 元/股，维持“买入”评级。

**表 7：可比公司估值情况**

| 代码        | 简称   | 最新市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE          |             |             |             |
|-----------|------|--------------|------------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|           |      |              | 2017A      | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A       | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
| 002422.SZ | 科伦药业 | 354          | 7.5        | 12.6  | 16.3  | 20.8  | 47.3        | 28.2        | 21.7        | 17.1        |
| 300558.SZ | 贝达药业 | 148          | 2.6        | 2.2   | 2.6   | 3.4   | 57.3        | 68.5        | 56.6        | 43.7        |
| 600196.SH | 复星医药 | 687          | 31.2       | 31.1  | 37.5  | 45.4  | 22.0        | 22.1        | 18.3        | 15.1        |
| 002262.SZ | 恩华药业 | 126          | 3.9        | 4.9   | 6.1   | 7.6   | 31.8        | 25.8        | 20.6        | 16.6        |
| 300584.SZ | 海辰药业 | 34           | 0.7        | 0.9   | 1.2   | 1.6   | 51.1        | 37.7        | 28.1        | 21.5        |
| 600196.SH | 复星医药 | 687          | 31.2       | 31.1  | 37.5  | 45.4  | 22.0        | 22.1        | 18.3        | 15.1        |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 2,294        | 32.2       | 39.5  | 50.1  | 63.4  | 71.3        | 58.1        | 45.8        | 36.2        |
| 603520.SH | 司太立  | 27           | 0.8        | 1.0   | 1.3   | 1.7   | 32.5        | 27.2        | 21.2        | 15.5        |
| 行业平均      |      |              |            |       |       |       | <b>41.9</b> | <b>36.2</b> | <b>28.8</b> | <b>22.6</b> |

数据来源：wind，西南证券整理。注：盈利预测为 wind 一致预期，截至时间 2018-11-17

## 6 风险提示

基因测序及液体活检行业政策出现重大不利变化的风险，新产品放量或低于预期的风险，公司核心产品降价幅度或超预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |               |               |               |               |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   | 2017A         | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
| 营业收入          | 522.54         | 592.76         | 708.15         | 859.43         | 净利润               | 118.82        | 145.05        | 182.21        | 232.05        |
| 营业成本          | 182.21         | 193.45         | 225.78         | 267.62         | 折旧与摊销             | 17.80         | 14.32         | 14.32         | 14.32         |
| 营业税金及附加       | 8.30           | 8.24           | 10.13          | 12.41          | 财务费用              | -0.74         | -0.89         | -1.26         | -1.75         |
| 销售费用          | 172.64         | 195.91         | 233.69         | 283.61         | 资产减值损失            | 3.21          | 4.00          | 6.00          | 8.00          |
| 管理费用          | 39.66          | 45.05          | 53.11          | 60.16          | 经营营运资本变动          | 84.22         | -51.58        | -36.44        | -56.75        |
| 财务费用          | -0.74          | -0.89          | -1.26          | -1.75          | 其他                | -78.37        | -19.36        | -29.40        | -43.74        |
| 资产减值损失        | 3.21           | 4.00           | 6.00           | 8.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>144.92</b> | <b>91.54</b>  | <b>135.43</b> | <b>152.13</b> |
| 投资收益          | 19.15          | 15.00          | 25.00          | 35.00          | 资本支出              | -13.71        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 11.23         | 15.00         | 25.00         | 35.00         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-2.49</b>  | <b>15.00</b>  | <b>25.00</b>  | <b>35.00</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>142.01</b>  | <b>162.00</b>  | <b>205.70</b>  | <b>264.37</b>  | 短期借款              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -1.49          | 8.64           | 8.66           | 8.63           | 长期借款              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>140.52</b>  | <b>170.64</b>  | <b>214.36</b>  | <b>273.00</b>  | 股权融资              | 51.98         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 21.70          | 25.60          | 32.15          | 40.95          | 支付股利              | -3.26         | -23.76        | -29.01        | -36.44        |
| 净利润           | 118.82         | 145.05         | 182.21         | 232.05         | 其他                | -51.96        | 0.89          | 1.26          | 1.75          |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-3.24</b>  | <b>-22.87</b> | <b>-27.75</b> | <b>-34.70</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 118.82         | 145.05         | 182.21         | 232.05         | <b>现金流量净额</b>     | <b>139.20</b> | <b>83.67</b>  | <b>132.68</b> | <b>152.44</b> |
|               |                |                |                |                |                   |               |               |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |               |               |               |               |
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   | 2017A         | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
| 货币资金          | 225.47         | 309.14         | 441.82         | 594.25         | <b>成长能力</b>       |               |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 133.37         | 177.25         | 202.56         | 245.10         | 销售收入增长率           | 4.75%         | 13.44%        | 19.47%        | 21.36%        |
| 存货            | 109.27         | 116.41         | 134.33         | 160.34         | 营业利润增长率           | 724.46%       | 14.08%        | 26.98%        | 28.52%        |
| 其他流动资产        | 3.24           | 3.68           | 4.39           | 5.33           | 净利润增长率            | 666.31%       | 22.08%        | 25.62%        | 27.36%        |
| 长期股权投资        | 282.63         | 282.63         | 282.63         | 282.63         | EBITDA 增长率        | 315.99%       | 10.29%        | 24.70%        | 26.60%        |
| 投资性房地产        | 17.21          | 17.21          | 17.21          | 17.21          | <b>获利能力</b>       |               |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 283.25         | 271.43         | 259.60         | 247.78         | 毛利率               | 65.13%        | 67.36%        | 68.12%        | 68.86%        |
| 无形资产和开发支出     | 53.26          | 50.87          | 48.48          | 46.10          | 三费率               | 40.49%        | 40.50%        | 40.32%        | 39.80%        |
| 其他非流动资产       | 33.18          | 33.07          | 32.96          | 32.86          | 净利率               | 22.74%        | 24.47%        | 25.73%        | 27.00%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>1140.88</b> | <b>1261.69</b> | <b>1423.99</b> | <b>1631.59</b> | ROE               | 11.11%        | 12.18%        | 13.56%        | 15.07%        |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 10.41%        | 11.50%        | 12.80%        | 14.22%        |
| 应付和预收款项       | 41.66          | 40.71          | 48.47          | 58.73          | ROIC              | 20.40%        | 23.35%        | 27.81%        | 33.31%        |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 30.44%        | 29.60%        | 30.89%        | 32.22%        |
| 其他负债          | 29.99          | 30.46          | 31.80          | 33.54          | <b>营运能力</b>       |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>71.65</b>   | <b>71.17</b>   | <b>80.27</b>   | <b>92.27</b>   | 总资产周转率            | 0.50          | 0.49          | 0.53          | 0.56          |
| 股本            | 325.99         | 325.99         | 325.99         | 325.99         | 固定资产周转率           | 2.69          | 3.27          | 4.18          | 5.45          |
| 资本公积          | 369.54         | 369.54         | 369.54         | 369.54         | 应收账款周转率           | 4.36          | 4.34          | 4.36          | 4.46          |
| 留存收益          | 373.70         | 494.99         | 648.18         | 843.79         | 存货周转率             | 1.70          | 1.71          | 1.78          | 1.80          |
| 归属母公司股东权益     | 1069.24        | 1190.52        | 1343.72        | 1539.33        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.64%       | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>       |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1069.24</b> | <b>1190.52</b> | <b>1343.72</b> | <b>1539.33</b> | 资产负债率             | 6.28%         | 5.64%         | 5.64%         | 5.66%         |
| 负债和股东权益合计     | 1140.88        | 1261.69        | 1423.99        | 1631.59        | 带息债务/总负债          | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 9.58          | 12.44         | 13.54         | 14.39         |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 7.36          | 10.05         | 11.21         | 12.09         |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 2.74%         | 16.38%        | 15.92%        | 15.70%        |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                | 每股指标              |               |               |               |               |
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   |               |               |               |               |
| EBITDA        | 159.06         | 175.43         | 218.76         | 276.95         | 每股收益              | 0.24          | 0.30          | 0.37          | 0.47          |
| PE            | 32.47          | 26.60          | 21.17          | 16.63          | 每股净资产             | 2.19          | 2.43          | 2.75          | 3.15          |
| PB            | 3.61           | 3.24           | 2.87           | 2.51           | 每股经营现金            | 0.30          | 0.19          | 0.28          | 0.31          |
| PS            | 7.38           | 6.51           | 5.45           | 4.49           | 每股股利              | 0.01          | 0.05          | 0.06          | 0.07          |
| EV/EBITDA     | 14.23          | 12.42          | 9.35           | 6.84           |                   |               |               |               |               |
| 股息率           | 0.08%          | 0.62%          | 0.75%          | 0.94%          |                   |               |               |               |               |

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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      |
|    | 黄丽娟    | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 汪文沁    | 高级销售经理  | 021-68415380  | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn      |
|    | 王慧芳    | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn      |
|    | 涂诗佳    | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn      |
| 北京 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 路剑     | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn   |
|    | 刘致莹    | 销售经理    | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn    |
| 广深 | 王湘杰    | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 余燕伶    | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn      |
|    | 花洁     | 销售经理    | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn     |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |