

# 信邦制药 (002390)

证券研究报告

2019年09月19日

## 工业大麻检测发展迅猛，信邦制药如何布局？

### 公司基本情况：医疗服务、医药流通、医药工业三足鼎立

信邦制药覆盖医药行业全产业链，主要分为医疗服务、医药流通、医药工业三大板块，立足于内生式发展和外延式并购，打造高科技的医疗集团。公司的医疗服务覆盖多家医院，近 6000 张床位；医药流通业务以贵阳为中心，配送网络覆盖贵州全省；医药工业板块中的检测业务涉及大麻素检测，奠定公司在工业大麻检测领域中的领先地位。2019 年上半年，公司实现营业收入 32.78 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 1.21 亿元。

### 行业：大麻素积极作用被发现，检测行业发展迅速

近年来，工业大麻提取物 CBD 等大麻素的积极作用被发现。在此基础上，海外政策进一步放开。2018 年 12 月 20 日，工业大麻在美国全联邦层面实现合法化。此外，截至 2019 年 7 月底，美国有 33 个州医疗大麻合法化。市场需求提升和政策要求推动大麻素产品检测行业快速发展。ZION Market Research 数据显示 2017 年全球大麻素检测市场价值约为 9.1 亿美元。我们认为在大麻素行业快速发展的背景下，相关检测业务也有望保持较高的增速，未来全球大麻素检测规模有望突破 100 亿美元。

### 公司检测业务：大麻素检测技术领先，新一代产品进军海外市场

公司子公司于 2005 年进入体外诊断试剂领域，获美国 FDA 等机构认证。2018 年公司含 THC 检测诊断试剂产品销售超过 8000 万元，产品主要销往美国、加拿大、欧洲等海外市场。在海外市场工业大麻快速发展的背景下，康永生物将推出新一代检测设备——CBD 大麻素提取物检测设备，该设备由公司位于美国硅谷研发中心的团队开发。新一代产品具有准确度高、检测时间快等优势。我们认为，北美市场的发展和政策的要求是大麻素检测公司快速发展的机会，康永生物在大麻素检测方面的技术优势和此前在美国等海外市场的渠道积累有望帮助公司迅速打开海外市场，为公司进一步贡献业绩。

### 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入为 64.76 亿元、72.94 亿元、85.19 亿元。因公司业务类型多样，我们采用分部估值法对公司进行估值，预计 2020 年医疗服务、医药流通、医药工业三部分对应市值分别为 27.27、13.08、136.71 亿元，公司合理总市值为 177 亿元，对应目标价为 11 元，首次覆盖予以“买入”评级。

**风险提示：**工业大麻应与中间型大麻、娱乐大麻/毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化；工业大麻相关业务可能含有政策变动风险、法律合规风险、经营管理风险、交易风险、税务风险、自然风险、研发操作风险、合作不确定性；我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加；具体的实施进度和效果存在不确定性；公司经营活动净现金流减少等流动性压力、商誉减值及存货压力

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,002.47	6,580.28	6,475.57	7,293.86	8,519.29
增长率(%)	16.39	9.63	(1.59)	12.64	16.80
EBITDA(百万元)	698.60	(844.03)	571.64	720.27	881.93
净利润(百万元)	319.38	(1,296.61)	261.87	354.51	463.66
增长率(%)	29.82	(505.97)	(120.20)	35.38	30.79
EPS(元/股)	0.19	(0.78)	0.16	0.21	0.28
市盈率(P/E)	33.67	(8.29)	41.06	30.33	23.19
市净率(P/B)	1.63	2.16	2.07	1.96	1.83
市销率(P/S)	1.79	1.63	1.66	1.47	1.26
EV/EBITDA	22.67	(11.02)	21.06	18.15	14.57

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.45 元
目标价格	11 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,667.23
流通 A 股股本(百万股)	1,595.73
A 股总市值(百万元)	10,753.62
流通 A 股市值(百万元)	10,292.47
每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	51.03
一年内最高/最低(元)	7.36/3.36

### 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

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

林逸丹 联系人  
linyidan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

<b>1. 信邦制药：医疗服务、医药流通、医药工业三足鼎立</b>	<b>4</b>
1.1. 发展历程	4
1.2. 股权结构	4
1.3. 基本业务：制造、商业与服务“三足鼎立”，业务布局全产业链	5
1.3.1. 医疗服务板块：下属多家医院，近 6000 张床位	6
1.3.2. 医药流通板块：以贵阳为中心，配送网络覆盖贵州全省	6
1.3.3. 医药工业板块：涵盖多类业务，检测是板块亮点	6
1.4. 基本财务：2019 年 H1 实现营收 32.78 亿元，归母净利润 1.21 亿元	7
<b>2. 从大麻素检测行业发展，看信邦制药未来</b>	<b>8</b>
2.1. 市场规模扩大，大麻素产品检测迎来发展良机	8
2.1.1. 医疗大麻积极作用被认可，政策放开推动市场规模提升	8
2.1.2. 市场需求和政策要求推动大麻素产品检测发展	9
2.2. 大麻素检测行业的市场规模：政策合法化与应用端加快推出促进高速增长	10
2.3. 行业上游：THC 检测技术驱动，检测设备成本较高	10
2.4. 行业下游：为工业大麻制药厂商和药房提供检测服务	11
2.5. 海外公司布局	12
2.5.1. Waters Corporation：业务范围广，客户类型多	12
2.5.2. AB SCIEX：独创质谱法优化大麻素测试方案	13
2.5.3. Agilent Technologies：惠普分拆形成，并购扩大检测业务	14
<b>3. 公司在大麻素检测赛道上的优势：大麻素检测技术领先，新一代产品进军海外市场</b>	<b>14</b>
3.1. 体外诊断业务起家，获美国 FDA 等机构认证	14
3.2. 严格质控保障质量，含 THC 检测诊断试剂产品 2018 年收入超 8000 万	16
3.3. 新一代 CBD 大麻素检测设备准备上市	17
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1：公司发展大事件	4
图 2：公司股权结构图	4
图 3：公司主要子公司概况	5
图 4：信邦制药三大基本业务板块	5
图 5：近年公司营业收入变化情况	7
图 6：近年公司净利润变化情况	7
图 7：公司三大板块的收入占比基本稳定	8
图 8：公司三大板块业务营收（亿元）和毛利率对比	8
图 9：近年公司研发支出增加情况（万元）	8
图 10：美国主要州的医疗大麻应用中，治疗疼痛是重要用途	9
图 11：工业大麻药品效力测试检测结果示意图	10

图 12: 用于大麻监测的 HPLC 分析仪器 .....	11
图 13: 美国大麻素检测产业链示意图 .....	12
图 14: Waters Corporation 检测业务产业链覆盖范围广 .....	13
图 15: Waters Corporation 的下游客户和合作商众多 .....	13
图 16: AB SCIEX 改进 MS 技术解决内部复杂性问题 .....	13
图 17: Agilent Technologies 通过并购不断提高自身业务实力, 实现业务范围扩张 .....	14
图 18: 康永生物发展历程 .....	15
图 19: 康永生物的销售区域和业务优势 .....	15
图 20: 康永生物的 DOA 尿杯读取仪 .....	17
图 21: 康永生物研发的新一代 CBD 检测设备 .....	17
表 1: 公司下属或控股医院 .....	6
表 2: 美国大麻素药品检测主要涉及色谱、光谱检测法等多种检测技术 .....	10
表 3: 海外公司的内生式发展和外延式并购的发展路径奠定领先地位 .....	12
表 4: cGMP 规范及测试程序 .....	16
表 5: 公司各大业务板块盈利预测 .....	18
表 6: 医疗服务可比公司 PE 比较 .....	19
表 7: 医药流通可比公司 PE 比较 .....	19
表 8: 医药工业可比公司 PE 比较 .....	20

## 1. 信邦制药：医疗服务、医药流通、医药工业三足鼎立

贵州信邦制药股份有限公司（股票代码 002390）是一家主要从事医疗服务、医药流通、医药工业等业务的全产业链企业。公司成立于 1995 年，注册资本 16.67 亿元，总资产 108.54 亿元，直接和间接控股下属企业 50 余家，集团拥有近 7000 名员工。

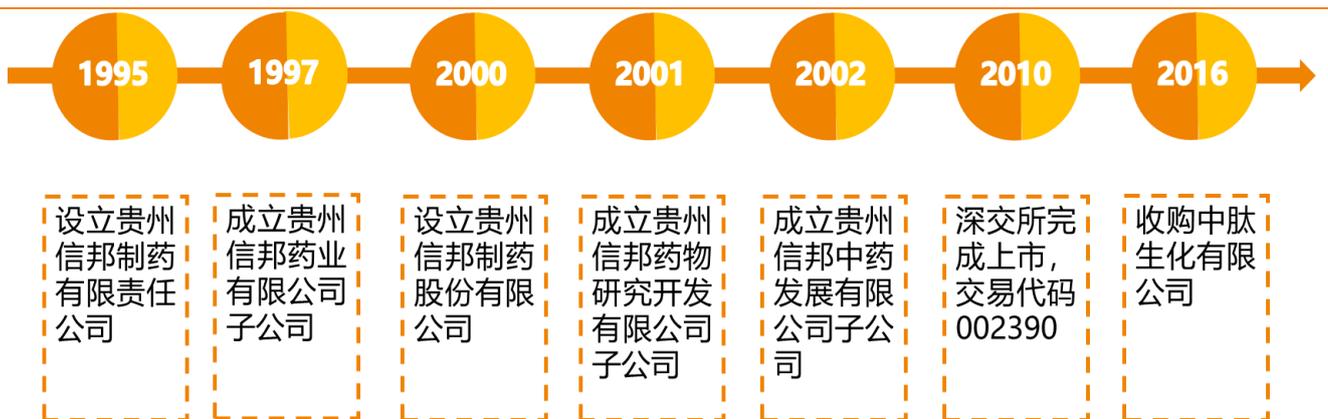
### 1.1. 发展历程

贵州信邦制药股份有限公司成立于 1995 年，通过内生式发展和外延式并购扩大规模，于 2010 年 4 月在深圳证券交易所挂牌上市。公司连续荣登中国上市公司口碑榜，分别获得“最具成长性上市公司”“最佳商业模式上市公司”等称号，近年来连续入围贵州省“双百强”榜单，“2019 年企业 100 强”第 34 位、“2019 贵州民营企业 100 强”第 3 位。

#### 主要事件：

- 1995 年，贵州信邦制药有限责任公司成立。
- 1997 年，成立贵州信邦药业有限公司子公司，主营业务为药品批发和销售等。
- 2000 年，贵州信邦制药股份有限公司设立。
- 2001 年，成立贵州信邦药物研究开发有限公司子公司，从事技术开发与新药研发等。
- 2002 年，成立贵州信邦中药发展有限公司子公司，从事中药材生产、加工和销售等。
- 2010 年，公司在深交所上市，交易代码为 002390。
- 2016 年，公司收购中肽生化有限公司，中肽主要业务为药物多肽和体外诊断试剂。

图 1：公司发展大事件



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 股权结构

股权结构方面，根据公司 2019 年半年报，公司控股股东为西藏誉曦创业投资有限公司，其持股比例为 21.52%，公司实际控制人为朱吉满、白莉惠夫妇，公司董事长为安怀略。

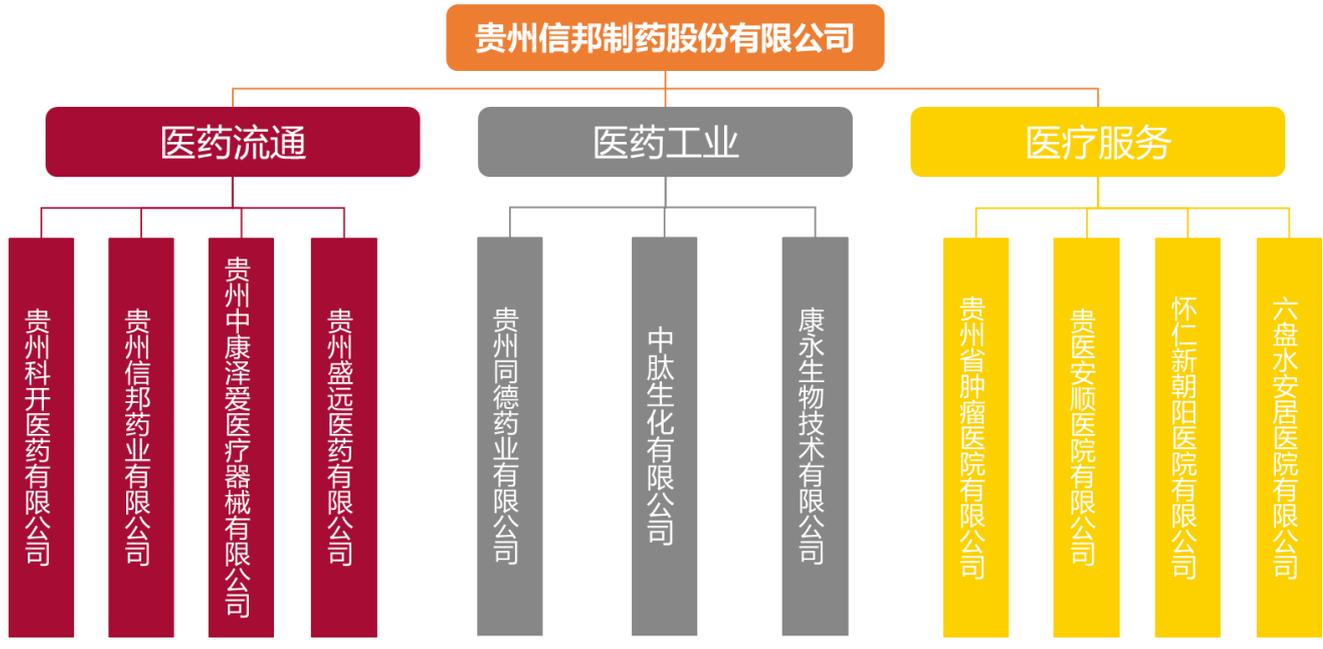
图 2：公司股权结构图



资料来源：信邦制药公告，天风证券研究所

公司控股 51 家子公司，实现了药品、医疗器械的研发、生产、销售与流通和医疗服务的全产业链布局。

图 3：公司主要子公司概况



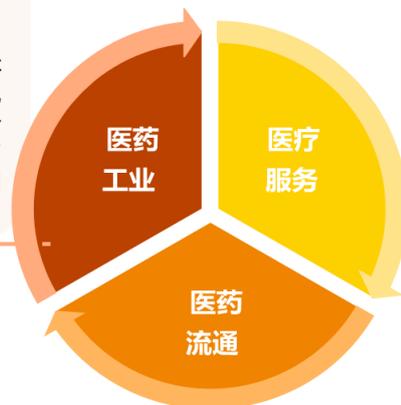
资料来源：信邦制药公告，公司官网，天风证券研究所

### 1.3. 基本业务：制造、商业与服务“三足鼎立”，业务布局全产业链

信邦制药集团覆盖医药行业全产业链，主要分为医疗服务、医药流通、医疗工业三大板块，立足于内生式发展和外延式并购，打造高科技的医疗集团。

图 4：信邦制药三大基本业务板块

**中成药业务：**5条GMP生产线，48个国药准字号品种、4个国家优质优价品种、2个中药保护品种、8个独家品种；  
**生物医药业务：**数十种诊断试剂产品通过美国FDA及欧盟批准；GMP生产线通过多次FDA和欧盟检查，是国内领先的多肽CRO/CDMO



**线上：**“贵医云”及“遵医云医院”互联网医疗服务平台；  
**线下：**贵州省肿瘤医院、贵州医科大学附属白云医院等多家医疗机构，近6000张床位数

公司拥有20余家**流通公司**，主营药品、医疗器械的销售和配送服务，拥有数万个经营品种

资料来源：公司官网，chineseptide，天风证券研究所

### 1.3.1. 医疗服务板块：下属多家医院，近 6000 张床位

集团在打造高科技医疗集团的战略规划下，公司拥有贵州省肿瘤医院、贵州医科大学附属白云医院、贵州医科大学附属乌当医院、贵医安顺医院、仁怀新朝阳医院、六枝博大医院、六盘水安居医院、道真县中医院等医疗机构，分布在贵阳、遵义、安顺、六盘水等地，其中**肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院**，并且是贵州省放疗质控中心、中国西部放疗协会副理事长单位、贵州省肿瘤疾病规范化治疗基地、肿瘤专业药物临床试验机构。

表 1：公司下属或控股医院

医院名称	成立时间	医院等级	医院类别	规划床位
贵州省肿瘤医院有限公司	2007 年	三甲	肿瘤医院	1700 余张
贵州医科大学附属白云医院	2011 年	三级	综合医院	1000 张
贵州医科大学附属乌当医院	2013 年	三级	综合医院	500 张
贵医安顺医院有限责任公司	2012 年	三级	综合医院	300 张
仁怀新朝阳医院有限公司	2015 年	二级	综合医院	500 张
贵州省六枝特区博大医院有限公司	2011 年	二级	综合医院	500 余张
六盘水安居医院有限公司	2004 年	二级	综合医院	300 张
道真仡佬族苗族自治县中医院	-	二级	综合医院	400 余张

资料来源：贵州信邦制药股份有限公司 2018 年年度报告，各家医院官网，天风证券研究所。注：道真仡佬族苗族自治县中医院是贵州信邦制药股份有限公司实际控制的非盈利公立医院

集团下属医院拥有床位数近 6000 张，学科齐全，已建立较为优质的医院网络。除了线下医院，公司还拥有“互联网+医疗”平台，已形成集医生、药师、患者、数据、服务为一体的云端医疗联合体。

在医疗服务资质方面，公司具备药物临床试验机构资格并完成医疗器械临床试验机构备案。截至 2019 年上半年末，公司 I 期临床中心完成扩建，病床数近百张，具备实施各类 I、II、III 期临床试验条件。

### 1.3.2. 医药流通板块：以贵阳为中心，配送网络覆盖贵州全省

集团拥有科开医药、卓大医药、信邦药业、科开大药房、信达利生物科技公司、中康泽爱医疗器械公司等 20 余家流通公司（其中科开大药房具备连锁资质，取得 DTP 重特大疾病定点药店的资质），主营药品、医疗器械的销售和配送服务，经营品种数万个，基本覆盖三甲医院采购需求，并形成了以贵阳为中心，覆盖黔南、遵义、毕节、铜仁等重点区域，辐射全省的配送网络。

而公司凭借在医院和药房的渠道优势以及较强的营销能力，在与上游制药企业进行全省总代理资格、采购价格等方面保持较强的谈判能力。

### 1.3.3. 医药工业板块：涵盖多类业务，检测是板块亮点

制药业务涵盖中药材种植，中药饮片及中成药生产与销售，多肽药物及诊断试剂研发、生产与销售等诸多领域，形成了闭合产业链。

中成药方面，拥有 5 条 GMP 生产线，国药准字品种 48 个、国家优质优价品种 4 个、中药保护品种 2 个、独家品种 8 个，脉血康胶囊、益心舒胶囊等拳头产品多次获得“贵州省名牌产品”称号，并建立了以销售经理为核心的办事处合伙人模式，打造立体化营销体系。

生物医药方面，全球领先的多肽 CRO/CDMO 子公司中肽生化连续四次零缺陷通过美国 FDA 和欧盟现场审核，产品远销全球各大洲。具有全球领先的多肽创新技术，是国际 10 强制药企业和世界一流科研机构长期稳定的多肽合作伙伴；公司子公司康永生物的诊断试剂产品通过美国 FDA 及欧盟 CE 认证，拥有药物滥用、妊娠、心肌、肿瘤及传染病检测等丰富的体外诊断试剂产品线。科研创新团队以高层次海外归国人才为核心，多名专家入选国家及浙江省“千人计划”。

#### 1.4. 基本财务：2019 年 H1 实现营收 32.78 亿元，归母净利润 1.21 亿元

营业收入稳步增长，计提子公司商誉减值准备导致 18 年净利润下滑，医保控费下公司业绩承压。面对医药市场的复杂形势，公司 2018 年实现营业收入 65.80 亿元，同比增长 9.63%；公司的经营净利润首次出现亏损的情况，主要原因是其全资子公司中肽生化有限公司计提商誉减值准备 15.36 亿元，因此公司 18 年归母净利润为 -12.97 亿元。2019 年上半年，公司实现营业收入 32.78 亿元，同比增长 0.12%；归属于上市公司股东的净利润为 1.21 亿元，同比下降 37.99%。

图 5：近年公司营业收入变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：近年公司净利润变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

来自三大行业板块业务收入比例稳定，医药流通板块受医改影响较大。从近年公司营业业绩来看，医疗服务、医药流通、医药工业三大基础业务板块的收入占比基本稳定，其中：

- ① 医疗服务板块公司按计划有序推进医院投资建设。2018 年 9 月肿瘤医院第三住院大楼建成投入使用，新增业务面积 2.88 万平方米，新增床位 500 余张；下属白云医院实现了从临床型医院到教学型医院的转型，成为贵州医科大学的第二临床教学点；2018 年下属仁怀新朝阳医院营业收入突破亿元大关，跻身仁怀医院三强。2019 年上半年公司启动修建贵州医科大学白云临床教学中心，使白云医院、肿瘤医院和乌当医院由临床型医院迈入教学型医院行列。

2019 年上半年公司医疗服务业务收入达 8.53 亿元，同比增加 14.55%。我们认为，随着未来各大下属医院床位利用率进一步提升、医疗服务同步跟进，公司医疗服务板块毛利率有望持续上升，将为公司贡献更多业绩。

- ② 医药流通板块形成了药品、器械和耗材的配送体系，配送网络不断扩大和延伸，代理种类和品种不断增加，已在贵阳、遵义进一步增加门店数量打造有品牌影响力的连锁药店。

医改政策的变化仍给公司医药流通业务带来一定影响，公司 2019 年上半年医药流通业务营收为 20.20 亿元，较上年同期下降 4.41%，毛利率较去年同期降低 0.85%。

- ③ 医药工业板块中，中药饮片销售增长势头良好；中肽生化营业收入稳定增长，体外诊断试剂新产品的研发投入加大。多肽新药 CDMO 生产质量体系符合欧盟官方标准，2019 年上半年取得德国联邦药品和医疗器械机构颁发的《欧盟 GMP 证书》。

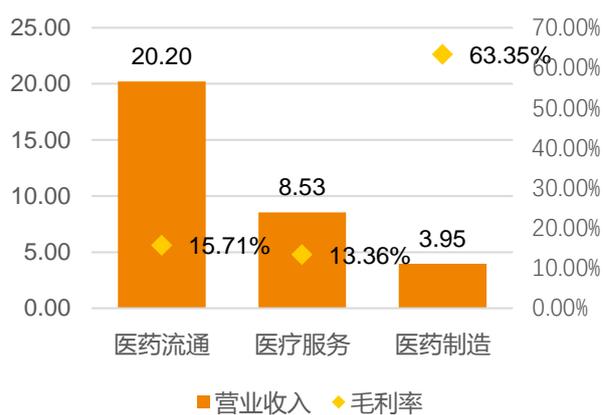
该板块毛利率较高，2019 年上半年毛利率达 63.35%。

图 7：公司三大板块的收入占比基本稳定



资料来源：wind，天风证券研究所

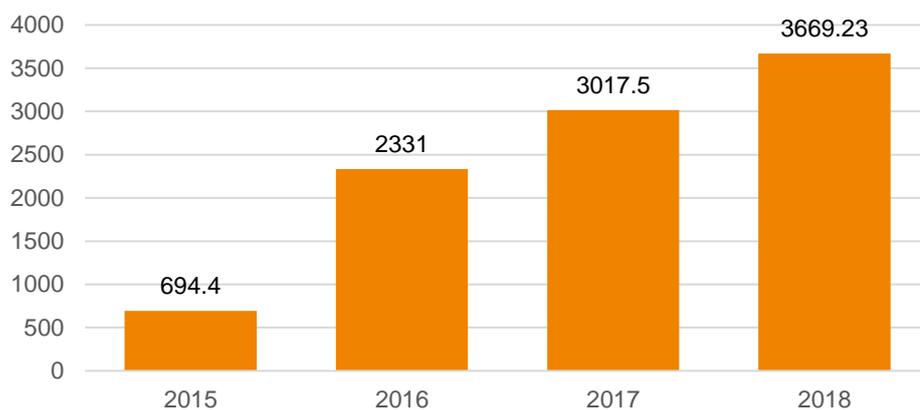
图 8：公司三大板块业务营收（亿元）和毛利率对比



资料来源：公司 2019 年半年报，天风证券研究所

公司研发投入逐步增加，科研能力和研发成果被业内认可。2018 年公司加大研发投入，研发投入近 3669.23 万元，较上年同期增长 21.60%。

图 9：近年公司研发支出增加情况（万元）



资料来源：贵州信邦制药股份有限公司 2016-2018 年年度报告，天风证券研究所

科研能力方面，公司依托肿瘤医院 GCP 平台临床研究和科研能力，建设白云医院 GCP 试验基地，临床试验床位数大幅提高，完成肿瘤医院和白云医院两个 I 期临床研究中心扩建。

科研成果方面，子公司中肽生化顺利通过德国官方新药上市前的质量控制审计。技术创新方面，子公司中肽生化也致力于“订书肽”等多种新型多肽药物技术，进一步强化新药开发的赋能服务，其多肽创新技术研发 CRO/CDMO 平台也获得国家重大项目立项支持。

我们认为，在医改政策的背景下，求新求变是医药公司的重要适应方式，公司较高的研发投入为公司打造技术护城河奠定基础，为公司未来创造新的盈利点。

## 2. 从大麻素检测行业发展，看信邦制药未来

### 2.1. 市场规模扩大，大麻素产品检测迎来发展良机

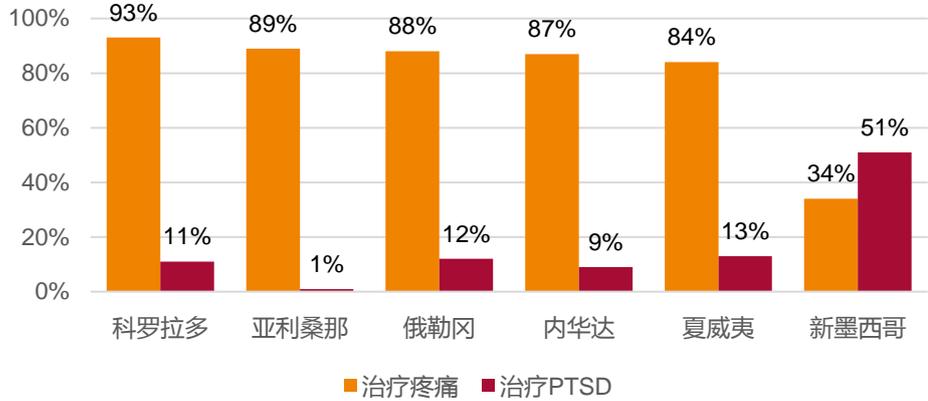
#### 2.1.1. 医疗大麻积极作用被认可，政策放开推动市场规模提升

工业大麻提取物中有数十种植物性成分大麻素，以大麻二酚（CBD）为主的大麻素被认为具有显著的镇痛、抗炎和抗焦虑活性的作用，而没有提高精神活性的作用。多项对大麻素的基础研究表明，以 CBD 为代表的大麻素具有明显的抗肿瘤、止吐、镇痛、食欲刺激、治

疗焦虑和安眠的功效，并可用于治疗关节炎、炎症、恶性肿瘤、慢性疼痛、偏头痛、恶心、癫痫、青光眼、丙型肝炎、神经系统变性、艾滋病、肌萎缩侧索硬化症、帕金森氏综合症、创伤后压力心理障碍症和肌痉挛等在内的多种疾病。

在美国主要州的医疗大麻项目中，近 90%注册的患者使用医疗大麻治疗慢性或剧烈疼痛。医疗大麻的疗效导致越来越多的患者使用医疗大麻代替药物包括阿片类药物。

图 10：美国主要州的医疗大麻应用中，治疗疼痛是重要用途



资料来源：new Frontier，天风证券研究所

2018 年 12 月 20 日，美国总统签署了新的《农业法案》，将工业大麻（THC 含量低于 0.3% 的大麻）从《受控物质法》中删除，标志着工业大麻在美国全联邦层面的合法化。此外，截至 2019 年 7 月底，美国有 33 个州将医疗大麻合法化。加拿大将于 2019 年 10 月 17 日开启第二波合法化，添加 CBD 等大麻素的食品、浓缩物等产品被允许出售。

2018 年，美国大麻素市场约 371 亿美元，在政策放开的推动下，以北美市场为代表的全球产业规模有望持续迅速扩大。

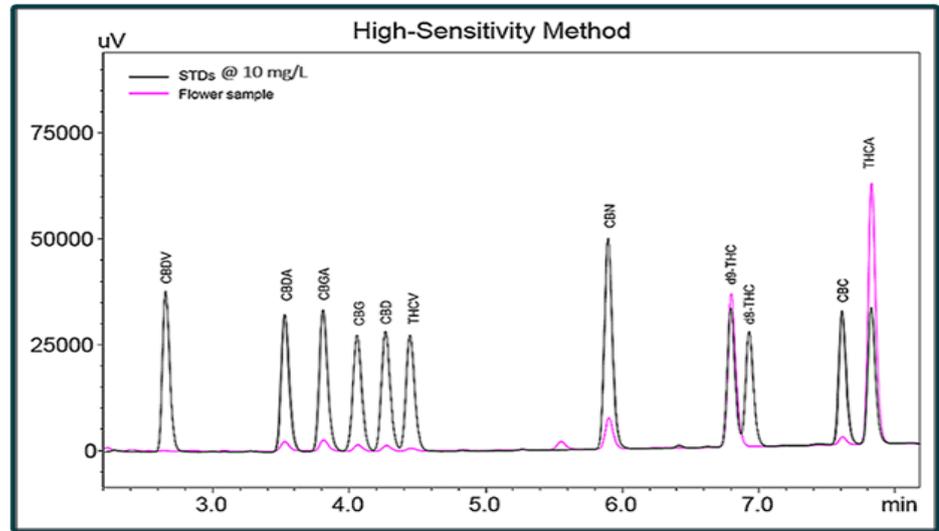
### 2.1.2. 市场需求和政策要求推动大麻素产品检测发展

2016 年 12 月，美国食品和药物管理局（FDA）发布了《Botanical Drug Development Guidance for Industry》，给出了植物药从 IND 到 NDA 的不同开发阶段的研究和信息提供建议，并且提出了研究中心（CDER）对于植物药检测和药物评估的具体标准。FDA 的发展指导书中表示，申请人应当为植物药品提供关于药品各成分描述的定性和定量信息、临床研究的数据等等。与正常的药品检测不同的是，除了药品的主要理化性质，植物药检测也会涉及残留溶剂、杀虫剂、重金属和微生物等方面。

**检测标准是大麻类药物的应用前提。**随着工业大麻合法化的不断推进，FDA 机构已经批准了含有合成形式的 THC 的药物（Marinol®和 Syndros®）和基于工业大麻的癫痫药物 Epidiolex，这三种药物均需满足 THC 含量小于 0.3% 的行业基本标准，并通过安全性和有效性的临床试验。而在加拿大，大麻植物及其产品的任何操作都需通过农业食品级的 GAP 标准，以确保医用大麻的高质量供应链，包括种植，生产，分配和供应。

**与一般药物检测相比，大麻素药物检测对象主要还涉及大麻素 THC 含量、残留溶剂、杀虫剂、重金属和微生物几个方面的检测。**美国联邦政府大多采取“不干涉”的方法对大麻进行监管，将这些问题留给使该物质合法化的各州。大麻素的检测的要求因州而异，但大多数州要求进行效力测试（即测试大麻素的含量）和各种污染物（如残留溶剂，微生物，重金属和杀虫剂的含量）。例如，在科罗拉多州，在到达药房货架之前，所有零售大麻产品必须进行效力测试（THC，THCa，CBD，CBDa 和 CBN）、残留溶剂（丁烷，己烷等）测试和微生物（大肠杆菌，沙门氏菌，酵母和霉菌等）测试。目前，对重金属和农药的测试并不是强制性的，大麻素的含量是检测重点。

图 11：工业大麻药品效力测试检测结果示意图



资料来源：SHIMADZU，天风证券研究所

## 2.2. 大麻素检测行业的市场规模：政策合法化与应用端加快推出促进高速增长

在合法化进程加快的背景下，相关产品的研究、开发和上市均需检测业务加入。THC 最初的检测场景的产生便来源于医疗用大麻等产品，而工业大麻的合法程度决定了对工业大麻药品的检测力度和应用场景。此外，医疗大麻可用于多种治疗场景，其药品和保健品的研发和批准日益增加，正在推动全球对大麻素产品的需求。这种需求促进了全球大麻素检测市场的增长。

工业大麻检测行业是近年来飞速增长的新兴行业。据 ZION Market Research 报告，2017 年全球大麻素检测的市场价值约为 9.1 亿美元。我们认为在大麻素行业快速发展的背景下，相关检测业务也有望保持较高的增速，以 20% 的年复合增长率计算，2030 年全球大麻素检测规模有望达到约 100 亿美元。

## 2.3. 行业上游：THC 检测技术驱动，检测设备成本较高

大麻素检测主要应用色谱法和光谱法。美国各州药品监督部门要求测试和标记各类分析物的含量，分析物包括大麻素和各种污染物，如残留溶剂，微生物，重金属和杀虫剂。对于不同种类的分析物，将应用不同的检测技术。如对大麻素（主要是 THC）含量检测的效力测试业内主要应用高效液相色谱法（HPLC）和气相色谱检测法（GC）。

表 2：美国大麻素药品检测主要涉及色谱、光谱检测法等多种检测技术

分析物	举例	意义	应用技术
大麻素	THC, CBD, CBDN	又称“效力测试”，大麻素剂量标准对于大麻制药至关重要	HPLC-UV(液相色谱检测法) GC-FID (气相色谱检测法)
萜烯和萜类化合物	α-pinene, 柠檬烯, β-carophylene	检测影响芬香度和药效的萜烯和萜类化合物的含量	FET-HS-GC-FID (气相色谱检测法) FET-HS-GC-MS (质谱检测法) GC-FID (气相色谱检测法) GC-MS (气质连用检测法)
残留溶剂	丁烷, 丙烷, 异	用于大麻提取的溶剂可能有害,	FET-HS-GC-FID (气相色谱检测法)

	丙醇, 丙酮	检测有害成分	FET-HS-GC-MS (气相色谱法-质谱法联用检测法)
农药	有机磷酸盐, 拟除虫菊酯, 残留农药	用于检测残留农药, 其对人体有害, 尤其是儿童和患者	HPLC-MS/MS (液相色谱法-质谱联用检测法) GC-MS/MS (气相色谱法-质谱法联用检测法) GC-ECD(chlorinated) (气相色谱结合电子捕获检测法)
重金属	砷, 汞, 铅, 镉	用于检测重金属含量, 由于外界土壤污染, 重金属含量超标将导致人体健康问题	ICP-OES (电感耦合等离子体发射光谱检测法) ICP-MS (电感耦合等离子体质谱检测法)
微生物污染	霉菌, 酵母, 真菌毒素, 黄曲霉毒素	检测对人体有害的微生物含量	Plating assays (电镀检测法) Films (薄膜检测法) qPCR (定量 PCR 检测法)

资料来源: AOCs, 天风证券研究所

大麻素检测行业的上游是拥有自主研发检测设备的分析仪器供应商, 其主要供应大麻素监测分析仪器, 如高压液相色谱仪、液质联用, 气相色谱仪、气-质联用仪、紫外分光光度计。这些公司将大麻素分析检测的原理应用于研发的检测设备中, 向检测实验室、厂商和药品监察部门出售或租赁设备。设备的使用成本较高, 有全新、二手和翻新的区别, 据设备出售平台 labx 网站的报价, 大麻分析检测设备的售价在 3 万美元至数十万美元不等。

大麻素检测的关键是 THC 含量的检测, 因此设备供应商主要提供大麻效力测试的专用仪器, 即 HPLC-MS 或 UHPLC-MS 装置, 其应用高效液相色谱法原理 (HPLC) 辅以质谱确认, 增加其权威性。HPLC 是一种色谱分析技术, 用来分离混合物, 以确认并量化各个成分的比例。它的原理是依靠泵加压样品以令其通过填充有吸附剂的压力柱, 导致样品的各个成分分离。因此行业内对高效液相色谱法的研究将推动大麻素检测行业市场规模的提高, 驱动行业发展。

图 12: 用于大麻监测的 HPLC 分析仪器



资料来源: labx, 天风证券研究所

## 2.4. 行业下游: 为工业大麻制药厂商和药房提供检测服务

拥有检测设备的第三方检测机构的服务对象是大麻素生产商和药房, 在药品监督机构的监督下提供检测服务。以美国为例药品的上市是严格按照 FDA 的药品上市审批标准进行的, 只有通过审批方可上市。在审批的过程中, 第三方检测实验室受 FDA 的委托对生产厂商进行相关指标的检测, 达到 FDA 规定的标准方可上市。

图 13：美国大麻素检测产业链示意图



资料来源：labx，天风证券研究所

除了生产厂商，出售工业大麻制药的药店也是第三方检测实验室的服务对象。因为在工业大麻药品出厂后的运输途中和受库存环境的影响，工业大麻药品可能出现微生物污染的情况，所以在出售前需进行微生物检测。

## 2.5. 海外公司布局

我们列举了在 THC 检测领域内领先的海外医疗检测技术公司，分别是 Waters Corporation、AB SCIEX 和 Agilent Technologies，通过分析这些国外领先公司的发展路径，可以发现龙头企业凭借广泛的服务范围、领先的技术优势、并购扩大规模等方式取得行业领先地位。

表 3：海外公司的内生式发展和外延式并购的发展路径奠定领先地位

公司	主营业务	领先优势
Waters Corporation	分为 WatersTM 和 TATM 两个部门： Waters 部门主要负责高性能和超高效液相色谱（HPLC）和质谱和液相色谱（MS）的研产销，TA 部门负责热分析、流变测定和量热法的研究	实验室业务涵盖范围广，面向客户类型众多
AB SCIEX	临床诊断和研究、食品饮料测试、环境测试、取证测试、生命科学研究和制药和生物制药支持	独创行业内领先方法如质谱法优化大麻素测试方案
Agilent Technologies	生命科学和应用、诊断和基因业务以及实验室业务	不断并购和技术发明巩固自身市场地位

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.5.1. Waters Corporation：业务范围广，客户类型多

Waters Corporation 于 1958 年在美国马萨诸塞州建立，逐步发展成为市值 19 亿美元、服务于全球成千上万名科学家的分析仪器行业巨头，1995 年首发上市。公司于 2003 到 2004 年分别与 Creon Lab Control AG 和 NuGenesis Technologies 合作，并在 2005 年将这两家公司合并，扩充旗下现有的实验室信息学产品系列。目前，前 50 大制药公司大多安装了 Waters 的实验室信息学解决方案。

**公司有两个主要部门：WatersTM 和 TATM**，Waters 部门主要产品是高性能和超高效液相色谱（HPLC）和质谱-液相色谱（MS），TA 部门包括热分析、流变测定和量热法。

**Waters 部门的产品可应用于 THC 的检测。**HPLC 是一种标准技术，用于识别和分析各种化学品和其他材料的组成成分。HPLC 最重要的终端市场是制药和生命科学行业，广泛用于了解疾病、鉴定新药物、开发制造方法并确保新药物的效力和纯度。MS 是一种强大的分析技术，用于识别未知化合物，量化已知材料，并通过测量已转化为离子的分子质量来

阐述分子的结构和化学性质，一套分析设备通常会包含 LC 和 MS。

公司拥有广泛以及多元化的客户群，包括制药业、生物技术公司、化学品制造商、聚合物制造商、食品饮料公司、环境检测实验室、大学和政府机构。公司 2018 年营业收入为 24.2 亿美元。

图 14: Waters Corporation 检测业务产业链覆盖范围广



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 15: Waters Corporation 的下游客户和合作商众多



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.5.2. AB SCIEX: 独创质谱法优化大麻素测试方案

AB SCIEX 成立于 1970 年，1979 年建立第一个移动质谱实验室，1997 年创造出第一个低成本、高性能的 MS 系统，2002 年推出 QTRAP 技术，是一种用于药物研发和蛋白质组学的高性能的定性和定量分析工具，2005 年，公司被 Danher 收购，成为公司生命科学部门的一部分，2014 年和 Illumina 合作创立世界上第一个多组云计算环境将下一代蛋白质组学和下一代测序工具整合在一起。

公司的临床诊断和研究业务提供质谱的临床应用技术，独特使用质谱法可优化大麻素测试。质谱法用于识别、分析和量化元素、化合物和生物分子的技术。为临床研究人员提供高精度、可靠的技术。公司简化了 LC-MS/MS 系统，消除了临床质谱系统的内在复杂性，并且向实验室提供培训服务，能够使客户快速掌握临床质谱工作流程。实验室面临最大的挑战是获得目标化合物进行分析，大麻素产品通过不同方式摄入可能会产生样本变异，而使用质谱法优化大麻素测试则可以解决这种问题，利用质谱原理分析大麻素产品中的农药残留和大麻素。

图 16: AB SCIEX 改进 MS 技术解决内部复杂性问题



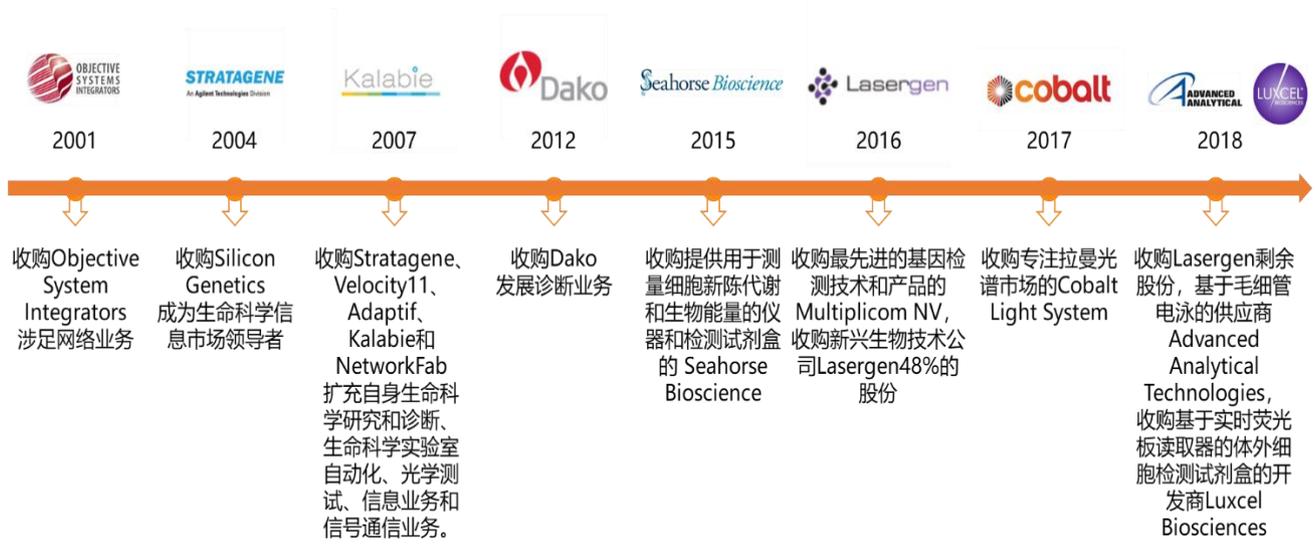
资料来源：labx，公司官网，天风证券研究所

### 2.5.3. Agilent Technologies：惠普分拆形成，并购扩大检测业务

1999 年惠普宣布进行战略调整，将其测试测量、化学分析和医疗业务及其相关部门拆分成 Agilent Technologies，公司于 1999 年 11 月 18 日上市，共募集资金 21 亿美元，当时成为硅谷历史上上市规模最大的公司。

**进入 21 世纪后通过不断并购和技术发明不断巩固自身市场地位。**于 2001 年收购 Objective System Integrators 涉足网络业务；2004 年收购 Silicon Genetics 成为生命科学信息市场领导者；2007 年收购 Stratagene、Velocity11、Adaptif、Kalabie 和 NetworkFab 扩充自身生命科学研究和诊断、生命科学实验室自动化、光学测试、信息业务和信号通信业务；2010 年收购 Varian 扩充化学分析业务；2012 年收购 Dako 发展诊断业务；2015 年收购提供用于测量细胞新陈代谢和生物能量的仪器和检测试剂盒的 Seahorse Bioscience；2016 年收购最先进的基因检测技术和产品的 Multiplicom NV，收购新兴生物技术公司 Lasergen48% 的股份；2017 年收购专注拉曼光谱市场的 Cobalt Light System；2018 年收购 Lasergen 剩余股份，基于毛细管电泳的供应商 Advanced Analytical Technologies，收购基于实时荧光板读取器的体外细胞检测试剂盒的开发商 Luxcel Biosciences。

图 17：Agilent Technologies 通过并购不断提高自身业务实力，实现业务范围扩张



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**公司主营业务包括生命科学和应用、诊断和基因业务以及实验室业务。**生命科学和应用市场业务使临床和生命科学领域客户能够识别、量化和分析产品的物理和生物特性，在分子和细胞水平上查询样品。主要产品包括液相色谱（LC）系统和组件、液相色谱质谱（LCMS）系统、气相色谱（GC）系统和组件、气相色谱质谱（GCMS）系统等。**公司客户**主要包括制药和生物技术公司、学术机构和政府、化学能源公司、环境检验机构以及食品公司。

2018 年生命科学和应用市场业务收入增长 9%，2017 年增长为 4%，2018 年诊断和基因业务收入增长 10%，2017 年增长为 9%，2018 年实验室业务收入增长 11%，2017 年增长为 8%。

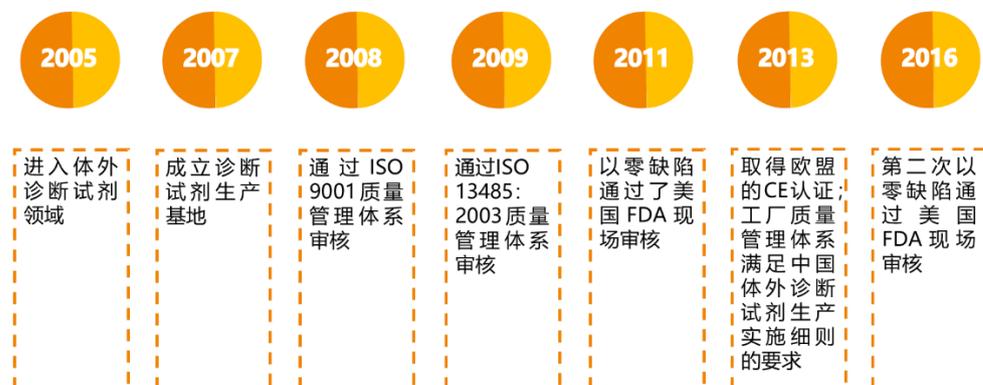
## 3. 公司在大麻素检测赛道上的优势：大麻素检测技术领先，新一代产品进军海外市场

### 3.1. 体外诊断业务起家，获美国 FDA 等机构认证

全资子公司康永生物技术有限公司具有大麻酚酸检测试纸盒等检测试剂产品业务。康永生物技术有限公司是一家专注于药物诊断的生物技术公司，由信邦制药的全资子公司中肽生化于 2018 年派生分立。中肽生化于 2005 年进入体外诊断试剂领域，于 2007 年成立诊断

试剂生产基地，2008年2月通过了ISO 9001质量管理体系审核，取得了三类体外诊断试剂生产许可证，2011年以零缺陷通过了美国FDA现场审核，2013年4月取得欧盟的CE认证，2016年3月第二次以零缺陷通过美国FDA现场审核。工厂的质量管理体系同时满足中国体外诊断试剂生产实施细则的要求，2008年9月顺利通过了国家食品药品监督管理局官员的检查。

图 18：康永生物发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

康永生物凭借丰富的产品形式、出色的产品质量和快速的检测时间在全球市场立足。公司已有超过 10 年的药物滥用检测试剂研发、生产以及国际销售经验，也是国内较早一批通过美国 FDA 认证的生产厂家，现有检测设备及试剂盒等主要用于大麻素（THC）、可卡因（COC）等几十种药物滥用检测。

从 2005 年至今，公司产品凭借其丰富的产品形式（包含试剂条、试剂盒、试剂板以及尿杯）、出色的产品质量（拥有 181 个 FDA 认证、56 个 CE 认证以及 21 个 NMPA 认证）以及快速的检测时间（30 秒即可出线）几大优势，受到国内外客户的高度认可，客户分布在北美、南美、非洲、欧洲、澳洲等多个地区。

图 19：康永生物的销售区域和业务优势



资料来源：康永生物官网，天风证券研究所

### 3.2. 严格质控保障质量，含 THC 检测诊断试剂产品 2018 年收入超 8000 万

**助力制定世界产业标准，做好第三方检测机构。**THC/CBD 等大麻素的质量检测是工业大麻及其产品的使用场景所必须的标准和保障。通过可靠的检测设备，生产商可通过质检检验产品成分、证明产品质量，使用者也可以避免购买到含量不达标的产品，因此检测服务商作为产业的中游可以为工业大麻制品的上游和下游提供双赢的机会。

公司早期使用定性检测，中期使用半定量的产品来进行迭代，现在利用全新系统和平台应用定量检测。公司产品包括：

- POCT 检测平台：检测心脏标志物、炎症、肾损伤，特点包括层析技术的全定量检测平台，克服了传统的有机荧光染料和量子点的缺点、基于新型稀土上转换发光免疫层析技术全定量检测等。
- 药物滥用：包括尿液检测和唾液检测。其中尿液检测可支持近 30 种不同的检测项目。
- 妇女健康：包括电子验孕笔、检测试剂等。5 分钟内即可读取结果。
- 传染病系列：提供多样化产品检测方案，目前可对 15 种传染病进行检测。产品通过 CE 认证。准确度高，检测结果准确可靠，肉眼可辨。支持多样化的检测样本：全血/血清/血浆/粪便/咽拭子。
- 心脏标志物&肿瘤标志物。

**公司具有的高标准 GMP 质控服务为 THC 检测服务提供基础。**公司设置独立的质量控制部门来实现检测和生产过程、文件控制过程全面符合 cGMP，并与严格的 FDA 要求相一致。公司重点提升质控服务标准用于诊断服务，从而使公司进军高端体外诊断试剂市场，提高公司产品的附加值。

表 4：cGMP 规范及测试程序

#### 产品检测维度

纯度(HPLC, UPLC)

分子量(MS)

离子含量与水分(Karl Fisher)

残留溶剂含量：GC-MS

微生物限度：好氧菌落数检测报告

内毒素：LAL 检测报告(凝胶法)

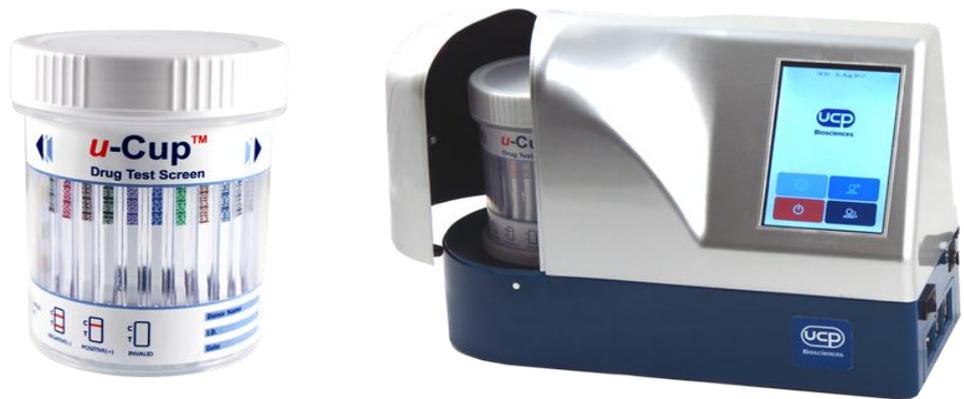
重金属分析(ICP-MS)：金属元素分析报告 (Sb、As、Bi、Cd、Cu、Pb、Hg、Mo、Ag、Sn)

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**公司的四氢大麻酚酸检测试剂盒是涉及大麻素检测的重要产品。**检测方式以尿液检测为主，是用于定性检测人体尿液中最低检出浓度为 50ng/mL 的四氢大麻酚酸，后者来自于工业大麻中的活性成分四氢大麻酚 (THC)。四氢大麻酚酸检测试剂盒应用范围广，适用于征兵体检，商业司机，劳工招聘等场景。初筛检测结果准确，灵敏度和特异性强，单项和多项要素联检设计，更方便选择使用。

2018 年含 THC 检测诊断试剂产品销售超过 8000 万元，主要销往美国、加拿大、欧洲等海外市场。

图 20：康永生物的 DOA 尿杯读取仪



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.3. 新一代 CBD 大麻素检测设备准备上市

在海外市场工业大麻快速发展的背景下，康永生物将推出新一代检测设备，CBD 等大麻素提取物检测设备即将上市。该设备由位于美国硅谷研发中心的团队负责软、硬件的开发，杭州研发中心负责试剂开发和技术实施，目前已经完成了样品试制和验证，正在进行参数优化。

新一代设备可以检测 THC、CBD 等多种大麻素或其它微量元素。在第一代设备的基础上，进行了多方面改善：

- 新一代检测设备采用了自主产权的激光光源，荧光颗粒灵敏度要较之前大幅提高，可达到纳克级水平。
- 检测及时性也较市场上同类产品有了较大的提升，整个裂解加检测过程 20 分钟内即可完成，高度满足大麻素提取物下游产品检测需求。
- 除此之外，新一代设备小巧便携、检测成本较低等特点也有助于公司产品在市场上脱颖而出。

图 21：康永生物研发的新一代 CBD 检测设备



资料来源：公司官网，天风证券研究所

我们认为，北美市场的发展和政策的要求是大麻素检测公司快速发展的机会，康永生物在大麻素检测方面的技术优势和此前在美国等海外市场的渠道积累有望帮助公司迅速打开海外市场，为公司带来新的业绩增长点。

#### 4. 盈利预测与投资建议

综上所述，我们分业务预计公司未来业绩：

- 1、医疗服务板块：公司管理的医院床位数量保持稳定增加，带动营收增长，预计2019-2021年保持16%、20%、24%的增速；床位使用率的提升等因素促进毛利率恢复增长。
- 2、医药流通板块：受医改部分政策影响，公司医药流通业务2019年营收预计下降8%；随着公司“稳规模、防风险”等措施的加强，该板块业务有望于2020年改善。
- 3、医药工业板块：公司中成药业务短期下降带动2019年业绩下行，随着2019年底新一代大麻素检测设备业绩放量，有望带动板块营收迅速增长，预计增长率可达50%。产品上市后，公司的领先布局和技术壁垒将提高公司医药工业板块未来的毛利率，2020-2021年该板块的毛利率预计达70%和72%。
- 4、其他行业板块业绩保持稳定。

表 5：公司各大业务板块盈利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>医疗服务</b>						
营业收入(亿元)	11.97	13.37	15.55	18.04	21.65	26.84
YOY	14.11%	11.70%	16.31%	16.00%	20.00%	24.00%
毛利率	16.10%	18.13%	17.59%	15.00%	18.00%	20.00%
<b>医药流通</b>						
营业收入(亿元)	30.30	37.72	42.25	38.87	39.65	40.44
YOY	21.88%	24.49%	12.01%	-8.00%	2.00%	2.00%
毛利率	10.42%	11.44%	15.37%	16.00%	16.00%	16.00%
<b>医药工业</b>						
营业收入(亿元)	9.03	8.68	7.75	7.60	11.39	17.66
YOY	41.09%	-3.88%	-10.71%	-2.00%	50.00%	55.00%
毛利率	65.65%	66.22%	64.96%	64.00%	70.00%	72.00%
<b>其他行业</b>						
营业收入(亿元)	0.26	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
YOY	420.00%	-3.85%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	24.73%	31.69%	28.63%	28.50%	28.50%	28.50%
<b>总计</b>						
营业收入(亿元)	51.56	60.02	65.80	64.75	72.94	85.19
YOY	23.35%	16.41%	9.63%	-1.59%	12.64%	16.80%
毛利率	21.48%	20.94%	21.79%	21.40%	25.07%	28.90%
毛利润(亿元)	11.08	12.57	14.34	13.86	18.29	24.62

资料来源：wind，天风证券研究所

我们预计公司2019-2021年的营业收入为64.75亿元、72.94亿元、85.19亿元。

由于公司各大板块业务有所差异，我们采用分部估值法对公司进行估值：

**医疗服务板块：**我们预计公司2020年该板块业务营收达21.65亿元，净利润为0.65亿元。

我们选择医疗服务类别下的公司进行比较。

表 6: 医疗服务可比公司 PE 比较

代码	名称	2020 年 PE
300015.SZ	爱尔眼科	59.10
603882.SH	金域医学	57.87
600763.SH	通策医疗	49.41
300347.SZ	泰格医药	48.30
603259.SH	药明康德	46.36
603127.SH	昭衍新药	45.26
300759.SZ	康龙化成	44.71
000516.SZ	国际医学	42.80
002044.SZ	美年健康	34.85
300149.SZ	量子生物	19.97
603108.SH	润达医疗	13.93
	平均值	42.05
	最高值	59.10
	最低值	19.97

资料来源: wind, 天风证券研究所

医疗服务可比公司 2020 年的 PE 均值为 42, 最高值为 59, 最低值为 20。我们选取行业均值 42 倍作为公司 2020 年医疗服务的 PE, 因此医疗服务的对应市值为 27.27 亿元。

**医药流通板块:** 我们预计公司 2020 年该板块业务营收达 39.65 亿元, 净利润为 0.59 亿元。我们选择医药流通类别下的公司进行比较。

表 7: 医药流通可比公司 PE 比较

代码	名称	2020 年 PE
603939.SH	益丰药房	37.76
000813.SZ	德展健康	35.88
603233.SH	大参林	33.84
603883.SH	老百姓	30.16
002727.SZ	一心堂	18.37
000963.SZ	华东医药	14.74
000028.SZ	国药一致	12.68
600713.SH	南京医药	12.65
600511.SH	国药股份	12.51
600998.SH	九州通	12.16
601607.SH	上海医药	11.32
603368.SH	柳药股份	11.15
000950.SZ	重药控股	10.98
600056.SH	中国医药	9.54
002462.SZ	嘉事堂	8.12
	平均值	18.12
	最高值	37.76
	最低值	8.12

资料来源: wind, 天风证券研究所

医药流通可比公司 2020 年的 PE 均值为 18, 最高值为 38, 最低值为 8。我们选取 22 倍作为公司 2020 年医疗服务的 PE, 因此医药流通的对应市值为 13.08 亿元。

**医药工业板块:**我们预计公司 2020 年该板块业务营收达 11.39 亿元,净利润为 2.28 亿元。我们选择从事医药生物检测业务公司进行比较。

表 8: 医药工业可比公司 PE 比较

代码	名称	2020 年 PE
300244.SZ	迪安诊断	23.14
603882.SH	金域医学	57.87
300012.SZ	华测检测	38.97
	平均值	39.99
	最高值	57.87
	最低值	23.14

资料来源: wind, 天风证券研究所

检测业务可比公司 2020 年的 PE 均值为 40, 最高值为 58, 最低值为 23。我们认为, 公司大麻素检测业务具有高成长性, 技术优势确保领先地位, 且大麻素检测业务在国内上市公司中本身具备稀缺性, 因此给予该部分业务 60 倍 PE, **因此医药工业的对应市值为 136.80 亿元。**

对于余下的少量其他行业业务, 我们预计该板块 2020 净利润为 125 万元, 采用医疗保健板块 2020 年 PE (25 倍), 该板块对应市值为 0.31 亿元。

我们认为, 公司“稳规模、调结构、防风险、增效益”指向明确, 医疗服务板块拓展较迅速, 随着医院床位使用率提高, 业绩有望加快增长; 医药流通业务有望加速调整, 保持稳定; 医药工业板块有望因大麻素检测新业务加快放量, 为公司带来新的业绩增长点。公司合理市值为 177 亿元, 对应目标价为 11 元, 首次覆盖予以“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,145.13	1,614.24	518.05	583.51	681.54
应收票据及应收账款	2,580.79	2,871.57	2,524.75	3,553.47	3,782.58
预付账款	368.39	393.47	442.04	388.20	548.78
存货	700.03	1,044.46	652.15	865.96	984.73
其他	543.46	749.66	542.45	945.71	831.08
<b>流动资产合计</b>	<b>6,337.81</b>	<b>6,673.40</b>	<b>4,679.43</b>	<b>6,336.85</b>	<b>6,828.71</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,089.04	2,406.22	2,464.56	2,479.62	2,455.71
在建工程	618.39	368.41	257.05	202.23	151.34
无形资产	336.59	328.04	304.38	280.71	257.04
其他	2,573.13	1,078.24	1,038.69	1,009.97	979.32
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,617.15</b>	<b>4,180.92</b>	<b>4,064.68</b>	<b>3,972.53</b>	<b>3,843.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,954.95</b>	<b>10,854.31</b>	<b>8,744.11</b>	<b>10,309.38</b>	<b>10,672.11</b>
短期借款	3,392.36	3,876.19	1,663.25	2,479.07	2,520.17
应付票据及应付账款	1,198.43	1,060.40	1,201.74	1,227.24	1,464.67
其他	283.32	400.69	255.49	437.20	335.69
<b>流动负债合计</b>	<b>4,874.12</b>	<b>5,337.29</b>	<b>3,120.47</b>	<b>4,143.51</b>	<b>4,320.53</b>
长期借款	0.00	25.00	0.00	183.32	0.00
应付债券	297.77	298.19	198.65	264.87	253.90
其他	24.42	25.32	25.98	25.24	25.51
<b>非流动负债合计</b>	<b>322.19</b>	<b>348.51</b>	<b>224.64</b>	<b>473.43</b>	<b>279.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,196.31</b>	<b>5,685.80</b>	<b>3,345.11</b>	<b>4,616.93</b>	<b>4,599.95</b>
少数股东权益	143.34	201.06	202.10	205.64	206.21
股本	1,704.90	1,667.23	1,667.23	1,667.23	1,667.23
资本公积	3,907.39	3,624.32	3,624.32	3,624.32	3,624.32
留存收益	4,926.36	3,315.53	3,529.68	3,819.58	4,198.73
其他	(3,923.34)	(3,639.63)	(3,624.32)	(3,624.32)	(3,624.32)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,758.65</b>	<b>5,168.52</b>	<b>5,399.00</b>	<b>5,692.44</b>	<b>6,072.16</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>11,954.95</b>	<b>10,854.31</b>	<b>8,744.11</b>	<b>10,309.38</b>	<b>10,672.11</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	331.49	(1,283.18)	261.87	354.51	463.66
折旧摊销	186.71	241.30	136.69	143.43	148.47
财务费用	105.75	149.85	105.09	84.10	101.00
投资损失	(3.62)	(5.92)	(3.62)	(3.62)	(3.62)
营运资金变动	(381.38)	(833.40)	934.11	(1,356.76)	(226.98)
其它	(37.21)	1,512.78	1.09	3.60	0.58
<b>经营活动现金流</b>	<b>201.74</b>	<b>(218.56)</b>	<b>1,435.23</b>	<b>(774.74)</b>	<b>483.10</b>
资本支出	513.67	(1,268.13)	59.33	80.74	49.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(953.84)	1,051.84	(115.71)	(157.12)	(96.10)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(440.16)</b>	<b>(216.29)</b>	<b>(56.38)</b>	<b>(76.38)</b>	<b>(46.38)</b>
债权融资	3,690.13	4,199.38	1,861.90	2,927.25	2,774.08
股权融资	(96.89)	(436.16)	(89.63)	(83.94)	(100.84)
其他	(2,910.26)	(3,860.19)	(4,247.32)	(1,926.73)	(3,011.93)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>682.97</b>	<b>(96.97)</b>	<b>(2,475.05)</b>	<b>916.58</b>	<b>(338.69)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>444.55</b>	<b>(531.83)</b>	<b>(1,096.20)</b>	<b>65.46</b>	<b>98.03</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6,002.47</b>	<b>6,580.28</b>	<b>6,475.57</b>	<b>7,293.86</b>	<b>8,519.29</b>
营业成本	4,745.86	5,146.75	5,089.82	5,465.20	6,056.80
营业税金及附加	28.31	31.49	30.44	34.53	40.38
营业费用	366.86	424.24	420.91	576.21	817.85
管理费用	319.54	453.90	446.81	547.04	766.74
研发费用	30.16	36.69	36.26	49.60	59.64
财务费用	92.06	116.23	105.09	84.10	101.00
资产减值损失	21.52	1,576.91	20.00	48.06	48.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.62	(5.92)	3.62	3.62	3.62
其他	(27.88)	(4.64)	(7.25)	(7.25)	(7.25)
<b>营业利润</b>	<b>422.42</b>	<b>(1,195.36)</b>	<b>329.86</b>	<b>492.74</b>	<b>632.45</b>
营业外收入	1.75	4.35	8.00	1.00	1.30
营业外支出	5.04	20.40	5.00	28.00	30.00
<b>利润总额</b>	<b>419.13</b>	<b>(1,211.41)</b>	<b>332.86</b>	<b>465.74</b>	<b>603.75</b>
所得税	87.65	71.78	69.90	107.63	139.52
<b>净利润</b>	<b>331.49</b>	<b>(1,283.18)</b>	<b>262.96</b>	<b>358.12</b>	<b>464.24</b>
少数股东损益	12.10	13.42	1.09	3.60	0.58
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>319.38</b>	<b>(1,296.61)</b>	<b>261.87</b>	<b>354.51</b>	<b>463.66</b>
每股收益(元)	0.19	(0.78)	0.16	0.21	0.28

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.39%	9.63%	-1.59%	12.64%	16.80%
营业利润	82.72%	-382.98%	-127.59%	49.38%	28.35%
归属于母公司净利润	29.82%	-505.97%	-120.20%	35.38%	30.79%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.93%	21.79%	21.40%	25.07%	28.90%
净利率	5.32%	-19.70%	4.04%	4.86%	5.44%
ROE	4.83%	-26.10%	5.04%	6.46%	7.90%
ROIC	5.44%	-14.20%	4.61%	6.84%	7.23%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.47%	52.38%	38.26%	44.78%	43.10%
净负债率	22.86%	50.02%	24.89%	41.17%	34.46%
流动比率	1.30	1.25	1.50	1.53	1.58
速动比率	1.16	1.05	1.29	1.32	1.35
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.43	2.41	2.40	2.40	2.32
存货周转率	8.31	7.54	7.63	9.61	9.21
总资产周转率	0.53	0.58	0.66	0.77	0.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.19	-0.78	0.16	0.21	0.28
每股经营现金流	0.12	-0.13	0.86	-0.46	0.29
每股净资产	3.97	2.98	3.12	3.29	3.52
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.67	-8.29	41.06	30.33	23.19
市净率	1.63	2.16	2.07	1.96	1.83
EV/EBITDA	22.67	-11.02	21.06	18.15	14.57
EV/EBIT	30.23	-8.79	27.68	22.66	17.52

### 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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com