

谨慎申购

和佳股份（300273）

2011 年 10 月 18 日

肿瘤微创整体解决方案提供商

公司精耕于国内医疗设备市场，注重产品研发以及直销渠道的建设，是国内肿瘤微创领域的领导者及分子筛制氧系统领域的领先者。公司优势在于提供肿瘤微创综合解决方案，未来前景可期。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	33371.28	52084.79	68823.49	89375.90
营业收入增长率（%）	37.10	56.08	32.14	29.86
净利润（万元）	4524.99	7755.40	11279.64	15040.71
净利润增长率（%）	166.64	71.39	45.44	33.34
综合毛利率（%）	0.53	0.50	0.52	0.53
每股收益（元）	0.34	0.58	0.85	1.13

注：每股收益按本次发行后完全摊薄计算。

资料来源：海通证券研究所

- **医疗器械行业处于高速增长阶段。**2001 年至 2009 年全球医疗器械市场规模复合增长率约 8%，同期中国医疗器械行业市场规模复合增长率约 19%。我国人口基数大，在老龄化和政策的推动下对医疗器械的需求日益增大，该市场步入快速发展阶段。
- **肿瘤微创治疗市场空间大。**在加大基层医疗机构建设的政策背景下，过去集中于大城市三级医院为主（含 1233 家）的肿瘤医疗服务供给，未来将向以县级医院为代表的二级甲等医院（含 3611 家）倾斜，肿瘤微创治疗市场饱和容量将大幅增加至原来 3 倍以上。
- **医院新建及改扩建增加对医用分子筛制氧设备的需求。**在 20291 家医院中，300 张床位以上医院数量为 3055 家，是大中型医用分子筛制氧系统及工程业务的主要目标客户；300 张床位以下的医院是一体化制氧机的主要目标客户。我们认为新建医院和原有医院改扩建将不断增加对于医用分子筛制氧设备的需求，随着国家加大医院的投入，该市场将保持 30%以上增长。
- **公司核心业务肿瘤微创和医用分子筛制氧稳定增长。**公司微创治疗产品覆盖全国 155 家三级医院（覆盖率 12.57%），172 家二级医院（覆盖率 2.64%），分子筛制氧产品覆盖全国 108 家各级医院，占已使用医用分子筛制氧医院总数的近 9%。我们认为公司将通过增加研发投入、完善营销渠道和售后服务网络，利用产品销售协同效应形成一体化优势，积极争取更多的市场份额，还存在很大成长空间。
- **数字影像 DR 将成为新的利润增长点。**公司 2008-2010 年间通过代理经销影像设备积累了客户资源、营销网络，为公司自产产品进入市场奠定了基石，将成为公司新的利润增长点，2010 年销售额 3043 万元，将在小基数的基础上有较快增长。
- **募投资金主要用于核心业务项目扩建以及补充流动资金。**公司拟发行 3335 万股，占发行后股本总额 25.01%。发行募集资金将用于项目扩建以及补充流动资金。
- **盈利预测。**预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.58 元、0.85 元、1.13 元。参考同类医疗器械上市公司估值，给予 2012 年 25 倍的 PE，合理股价为 21 元，发行价 20 元，建议“谨慎申购”。
- **风险提示。**新产品市场推广的风险，老产品市场瓶颈和政策风险。

消费小组首席分析师

丁频

SAC 执业证书编号：

S0850203100085

联系人

刘宇

电话：021-23219472

Email: liuy4986@htsec.com

联系人

郑琴

电话：021-23219808

Email: zq6670@htsec.com

目 录

1. 家族控制的医疗服务提供商	3
2. 医疗器械行业高速发展	4
3. 肿瘤微创和医用分子筛制氧是公司两大核心业务	4
4. 募投资金主要用于设备采购、项目投资和补充资金	10
5. 公司估值	10
5.1 关键假设和盈利预测	10
5.2 估值：合理股价 21 元	11
6. 主要不确定因素	12

图 目 录

图 1 公司发行后股权结构	3
图 2 2001-2009 年全球医疗器械行业复合增长率为 8%	4
图 3 2001-2009 年中国医疗器械行业复合增长率为 19%	4
图 4 2010 年公司主营业务构成	4
图 5 肿瘤微创和分子筛制氧毛利率情况（%）	4
图 6 2010 年公司肿瘤微创和分子筛制氧占总收入 75.72%	5
图 7 2010 年公司肿瘤微创和分子筛制氧占总毛利 87.94%	5
图 8 公司成功开发出系列化肿瘤微创治疗的专业设备	6
图 9 肝癌常规序贯联合治疗方案	7
图 10 基层医疗机构数字化影像远程诊断工程综合解决方案	9
图 11 2008-2010 年公司三项费用控制合理（%）	10
图 12 2008-2013 年公司主营业务收入增长及预测	10

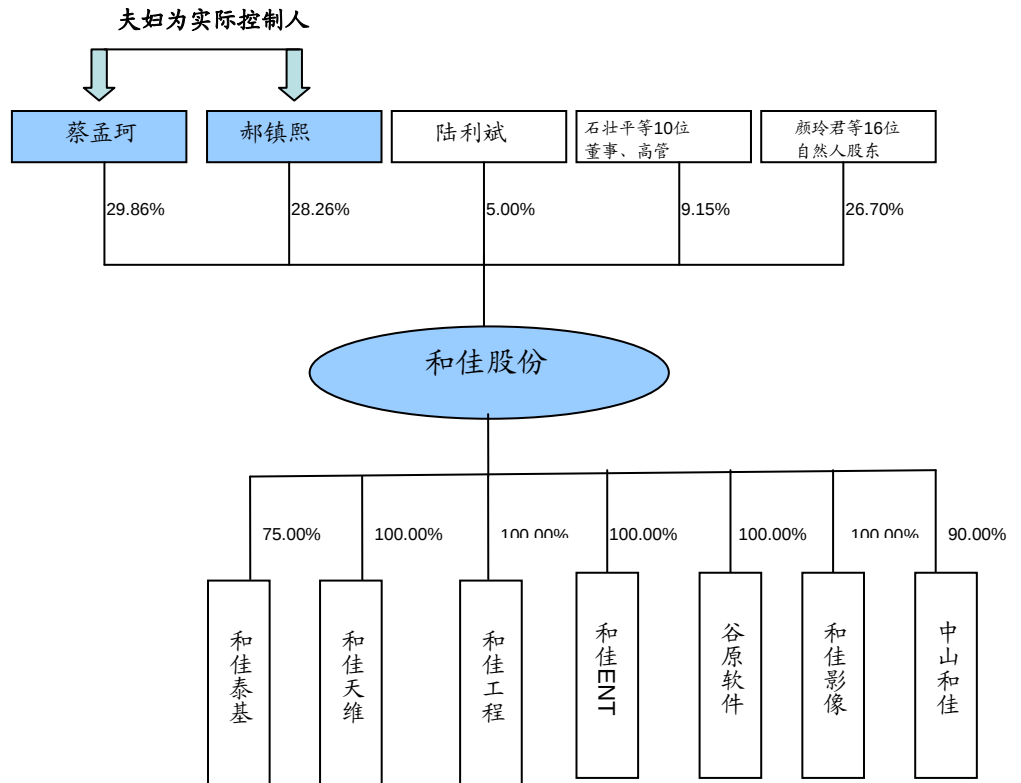
表目录

表 1 我国农村与城市居民中癌症死亡率数据及占全部疾病死亡病例的比例及排名	5
表 2 均次住院费用最高的前四种肿瘤住院费用情况（元）	5
表 3 公司在肿瘤微创技术领域竞争对手情况	6
表 4 三种供氧方式竞争性分析	8
表 5 按床位数统计的医院数量	8
表 6 公司募集资金计划投向	10
表 7 关键假设	11
表 8 公司细分业务盈利预测	11
表 9 可比公司估值比较	12

1. 家族控制的医疗服务提供商

公司成立于 1996 年，2007 年整体变更为珠海和佳医疗设备股份有限公司，历经 15 年的发展，已成为我国医疗设备综合解决方案提供商。公司本次计划向社会公开发行 A 股 3335 万股，占发行后总股本 25.01%。郝镇熙和蔡孟珂夫妇分别持有公司股份 2826 万股、2986 万股，合并占公司发行前股本总额的 58.12%，为公司实际控制人。9 名高管团队在公司工作均超过 9 年，对公司忠诚度高。

图 1 公司发行后股权结构

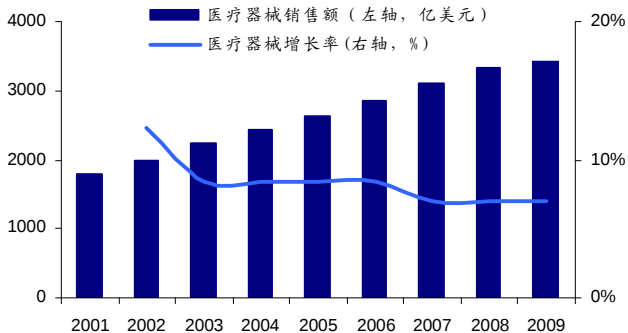


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2. 医疗器械行业高速发展

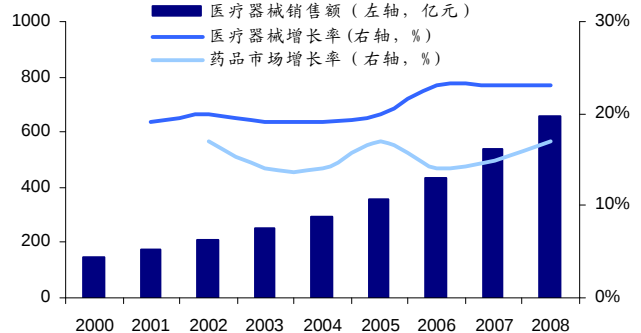
随着人口数量增加和寿命延长，社会老龄化程度提高，人们健康意识也不断增强，对医疗服务的需求在提升，全球医疗器械行业在 2001-2009 年复合增长率为 8%，而同期中国医疗器械行业年复合增长率为 19%，远高于全球水平。2009 年中国医疗器械行业市场规模达到 812 亿元，2010 年规模预计超过 1000 亿元，中国医疗器械行业整体增长速度超过同期全国药品市场规模的增长速度。

图 2 2001-2009 年全球医疗器械行业复合增长率为 8%



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 3 2001-2009 年中国医疗器械行业复合增长率为 19%

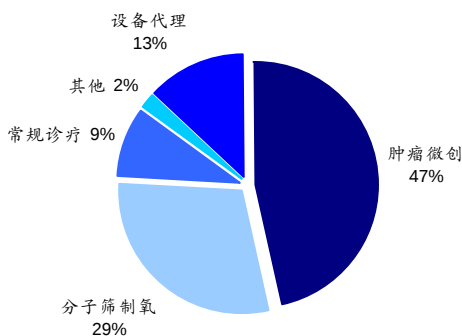


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

3. 肿瘤微创和医用分子筛制氧是公司两大核心业务

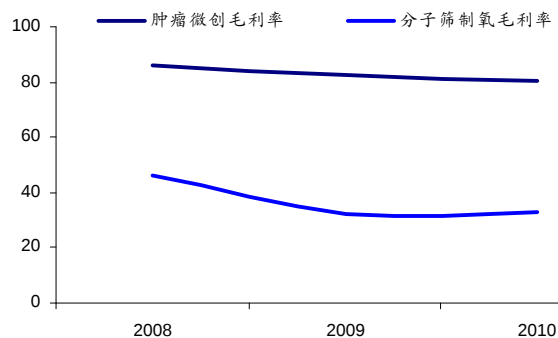
公司从常规诊疗设备起家，经过技术创新和自主开发，目前覆盖三大个业务：肿瘤微创治疗、医用分子筛制氧和常规诊疗（含理疗、治疗和医用影像类）。其中，肿瘤微创和医用分子筛制氧是公司主要的两大核心业务，2010 年公司肿瘤微创和分子筛制氧占总收入 75.72%，占总毛利 87.94%。2008 年-2010 年公司综合毛利率基本稳定在 50% 以上。

图 4 2010 年公司主营业务构成



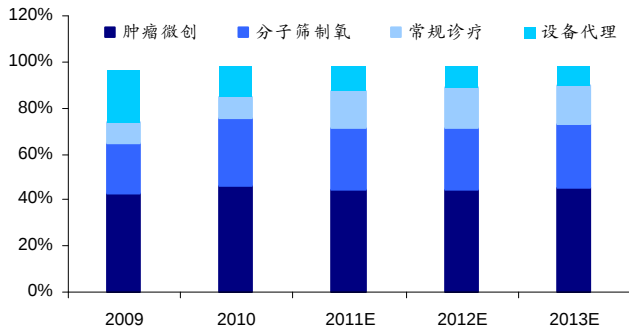
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 5 肿瘤微创和分子筛制氧毛利率情况 (%)



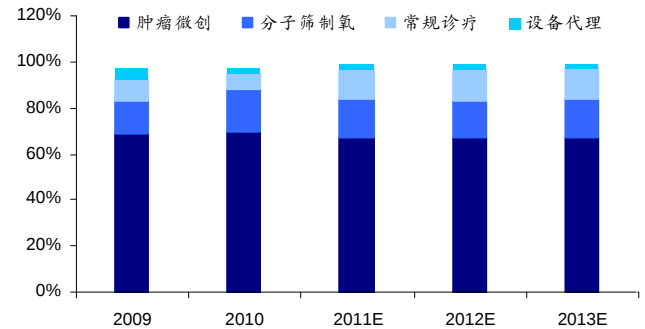
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 6 2010 年公司肿瘤微创和分子筛制氧占总收入 75.72%



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 7 2010 年公司肿瘤微创和分子筛制氧占总毛利 87.94%



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

3.1 肿瘤微创治疗市场需求规模

近十年来我们癌症发病率及死亡率呈现明显上升趋势，2009 年农村和城市居民标化死亡率比 2000 年分别上升了 114.18%和 75.83%，我国癌症防治的现状迅速恶化。

表 1 我国农村与城市居民中癌症死亡率数据及占全部疾病死亡病例的比例及排名

年份	农村			城市		
	标化死亡率 (1/10 万)	占比	排名	标化死亡率 (1/10 万)	占比	排名
1990 年	92.97	17.47%	2	96.69	21.88%	1
1995 年	88.29	17.25%	2	88.05	21.85%	2
2000 年	87.33	18.30%	3	90.24	24.38%	1
2009 年	187.05	24.26%	1	158.67	27.01%	1

资料来源：2010 年中国卫生统计年鉴，海通证券研究所

目前在我国癌症住院治疗的费用结构中，药物的使用所带来的药费支出，占癌症治疗总费用的 48.43%，而与医疗器械相关的手术、检查治疗和床位费这三项医疗费用占总费用的 37.88%。随着医改的进一步深入，医疗服务的价值将得到进一步提升，最终会改变医疗机构过度依赖药品销售收入维持运转的局面，进而引发医疗机构增加与医疗服务相关的医疗器械的投入比例。

表 2 均次住院费用最高的前四种肿瘤住院费用情况 (元)

	床位费	药费	手术费	检查治疗费	其他费用	总计
胃恶性肿瘤	495.20	6849.70	2739.60	2114.40	1767.00	13965.90
肺恶性肿瘤	462.70	5824.40	944.10	1901.50	1426.50	10559.20
食管恶性肿瘤	473.50	5880.20	2213.10	2592.90	1702.20	12861.90
膀胱恶性肿瘤	535.00	5578.40	2288.30	2118.70	1926.50	12446.90
各项平均占比	3.95%	48.43%	16.42%	17.51%	13.69%	

资料来源：2010 年中国卫生统计年鉴，海通证券研究所

截至 2009 年底，全国二级及以上医院为 7756 家，其中具备开展肿瘤微创综合治疗条件的约为 4500 家，如果以每套设备 500 万计算，则市场容量为 225 亿元。在加大基础医疗机构建设的政策背景下，过去集中于大城市三级医院为主（含 1233 家）的肿瘤医疗服务供给，未来将向以县级医院为代表的二级甲等医院（含 3611 家）倾斜，肿瘤微创治疗市场饱和容量将大幅增加至原来 3 倍以上。

3.2 公司是国内唯一一家能提供较为完整肿瘤微创综合解决方案的企业

自 2007 年来公司已在全国范围内帮助 134 家医院建立了肿瘤综合治疗中心，其中三级医院 39 家，二级医院 95 家。公司产品覆盖全国 155 家三级医院（覆盖率 12.57%），172 家二级医院（覆盖率达 2.64%）。

（1）先发优势使公司走在同行业前列。公司自 2001 年开始从传统高频热疗的应用出发，逐步开展了肿瘤微创治疗领域的研发，相继在放射医学、介入技术、热疗技术、免疫治疗领域取得成功，2003 年至 2004 年，体外高频热疗机等产品相继获得医疗器械产品注册证。而至今为止，同行业的竞争者只能开发出该领域 1-2 种的产品。

表 3 公司在肿瘤微创技术领域竞争对手情况

企业名称	产品覆盖
美国 Radionics 医疗器械公司	主要生产立体定向神经外科和放射治疗产品、疼痛产品、冷循环射频肿瘤治疗系统等产品。
北京博莱德光电技术开发有限公司	“多极射频肿瘤消融系统”及“系列多极射频肿瘤消融电极”
吉林省迈达医疗器械	“内生场肿瘤热疗系统、热化疗灌注系列等一系列肿瘤热疗设备
南京恒埔伟业	射频热疗机

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

公司目前在研项目有“电磁定位穿刺导航系统”、“肿瘤全身热疗机”、“双频电子热疗机”、“外科热灌注机”、“外放疗设备”，在研项目完成后，将使公司实现自产设备对肿瘤微创治疗主要技术领域全面覆盖。未来，公司将整合在医用气体管理、数字化影像工程、电外科手术方面的基础和发展规划，提出基于大型医院肿瘤诊疗中心和大型肿瘤专科医院层面的建设方案。

（2）较为完整的肿瘤微创综合解决方案。2005 年，在系列肿瘤微创设备基础上，公司推出肿瘤微创综合治疗解决方案，实现肿瘤治疗“综合、微创、靶向、个体化”。这个理念符合肿瘤治疗发展趋势。

图 8 公司成功开发出系列化肿瘤微创治疗的专业设备



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 9 肝癌常规序贯联合治疗方案



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

（3）以微创综合治疗为特色的肿瘤学科建设与管理方案。公司在形成肿瘤微创综合治疗理念和手段的同时，还为医院提供肿瘤中心全套建设方案，通过“灯塔医院”及“全国窗口示范单位及示范性肿瘤中心综合治疗的临床示范基地”协助医院整体规划、实施、构建肿瘤综合治疗中心。

公司凭借综合解决方案包含的高附加值服务和各种支持手段，突破了传统医疗设备供应商的范围，而是技术标准、解决方案和全面服务的提供商，短期尚未有竞争对手能够形成威胁。

3.3 医用分子筛制氧市场基层医疗机构需求旺盛

国内供氧方式经历了传统氧气瓶供氧-改进型液氧罐供氧-先进型分子筛制氧的变革，分子筛制氧设备以其运行的安全性、供应的可靠性、投资的经济型成为医院，特别是大中型医院供氧系统的一个重要组成部分。新医改背景下，新建医院和原有医院扩建不断增加了对医用分子筛制氧的需求，医疗机构使用医用分子筛制氧设备作为集中供氧系统的比例正在不断增加。2010年6月，国家食品药品监督管理局公布了2008年中国医疗器械行业协会对158家大中型医疗机构的调研数据，约有40%的医疗机构正在使用分子筛制氧设备。

表 4 三种供氧方式竞争性分析

	分子筛制氧机	液氧储罐供氧	传统钢瓶供氧
符合标准	YY/T0298-1998《医用分子筛制氧设备通用技术规范》和《美国药典》	GB8982-1988《医用氧气》和《中国药典》	GB8982-1988《医用氧气》和《中国药典》
工作压力	最高 0.6MPa，低压	气化、阀前最高 1.6MPa，中低压	气装压力 15MPa，高压
操作性	全自动化控制	手动操作	手动操作
氧气浓度	90%~95%	99.5%	99.5%
安装场地	属于 I 类 B 型永久行安装设备，可安装在室内、楼顶、地下室	地面室外安装，距离周围民用建筑、发火点不小于 25m，距离重要公共建筑不小于 50m	地面室内安装
温度要求	常温	-183℃	常温
供应	以空气为原料，仅消耗电能，无需运输	定期用专用液氧槽车送至医院灌充空罐	定期用专车运输氧气瓶
安全性	全低压运行，安全性能好	液气比为 1:800，储存温度为 -183℃，比较危险	处于高压状态，比较危险
使用寿命	10 年以上	每两年罐体大检查一次	每一年检测
氧气成本	约 1.3 元至 1.5 元/Nm ³	约 3 元/Nm ³	约 5 元/Nm ³
一次性投资	大	较大	小
投资回收期	2 年~3 年	外购氧，无回收	外购氧，无回收
生产条件	常温、低压	低温、高压	低温、高压

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

医院的病床数量是衡量一家医院服务容量的最主要指标，也是医院选配医疗用氧设备的最主要指标。在 20291 家医院中，300 张床位以上的医院数量为 3055 家，是大中型医用分子筛制氧系统及工程业务的主要目标客户；300 张床位以下的医院则是一体化制氧机的主要目标客户，特别是交通运输不便的基层医疗机构，目标市场需求巨大。

表 5 按床位数统计的医院数量

分组（张）	0-49	50-99	100-199	200-299	300-399	400-499	500-799	800 以上
数量（家）	8371	3712	3479	1674	910	549	1008	588

资料来源：2010 年中国卫生统计年鉴，海通证券研究所

医用分子筛制氧设备市场主要的产业链格局为“国内设备商+进口主机”。以 AirSep、Onsite 和 OGSi 为代表进口主机占据国内近 60% 的市场份额，其中 AirSep 是全球最大的分子筛制氧主机提供商。近年来，国家厂家通过对国外先进技术消化吸收创新，已经开发出国产化主机，并已实现装机运行。

3.4 公司在国内分子筛制氧领域处于领先水平

公司目前已经为全国 108 家各级医院（其中三甲医院占 41.67%）提供分子筛制氧产品，占使用分子筛制氧的医院总数近 9%。是国内企业装机数量最大的企业之一。

（1）自主机性价比比较高，未来市场空间大。2010 年度公司自产分子筛制氧主机开发成功，并已经在医院实现销售，因为自主机性价比比较高，未来市场空间大。

（2）远程监控系统和智能化管理系统的应用。公司在制氧设备中安装远程监控系统，并售价在总部设立售后服务远程监控中心，通过互联网实时监测客户设备的运行情况，增加了客户制氧供氧安全性和可靠性。针对医院对于各类气体的集中化管理的需求，公司开发了“和佳医院医疗用气数字化管理系统，可以对医用气体实时监控管理，确保医疗工作顺利开展。

3.5 数字化影像产品或将成为未来利润增长点

在医用影像设备领域，核心部件高压发生器、球管、平板探测器主要被加拿大 CPI 公司、美国瓦里安公司、法国 Trixell 公司、日本佳能公司等国际巨头所垄断。除万东医疗少数国内厂商可以生产部分 50KHz 的高压发生器和低端 CCD 探测器之外，国内大部分厂家均采用组装生产的模式，甚至连相关配套软件也有外包厂商完成。

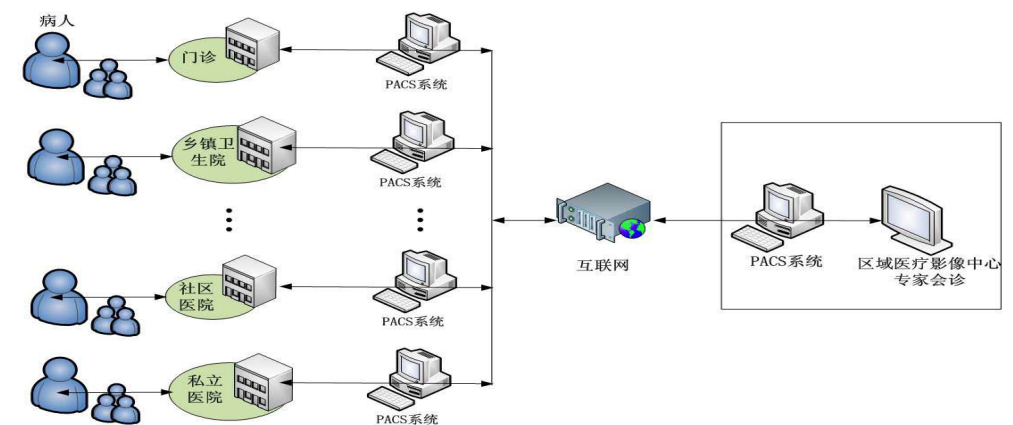
2010 年下半年，公司开始批量生产自产 DR 并实现销售 11 台，实现销售收入 415.81 万元，2011 年上半年公司完成 DR 销售 37 台，实现销售收入 2188.89 元，实现了 5 倍放量。目前公司 DR 产品处于推广期，相对于国际品牌单台 100 万元-200 万元的单价相比，公司 DR 产品价格为 60 万左右，价格优势明显。

（1）公司拥有自主知识产权的配套软件系统。公司全资子公司谷原软件是公司软件开发的主要技术平台，已通过双软认证。谷原软件及和佳影像合计拥有 13 项自主开发的核心软件。作为专业医疗软件企业，谷原软件自产配套软件设备降低了原先采购外源软件带来的高成本。

（2）DR 核心部件自行生产实现成本控制。2008 年，公司开始着手医用影像产品中核心部件高频高压发生器的研发，2010 年，核心部件高频高压发生器已经研发成功，具备了产业化基础。公司此次医用影像设备建设项目达产后，将自行配套生产高频高压发生器。除了高频高压发生器、软件，探测器也是影像产品主要原材料，为了控制自产 DR 产品成本，全资子公司和佳影像与美国 iCRco 公司合作，以其中国大陆独家 iDR 平板探测器经销商的地位压低探测器进价价格，从而再次降低 DR 成本。

（3）模式创新或带来高增长。顺应国家对基层医疗机构建设改革的要求，公司在数字 X 摄像摄影系统（DR）、影像数据工作站软件（PACS、ImStudio、RIS）的基础上提出了“基层医疗机构数字化影像远程诊断工程综合解决方案”。该方案一旦打开基层医疗市场，将带来业绩高增长。

图 10 基层医疗机构数字化影像远程诊断工程综合解决方案

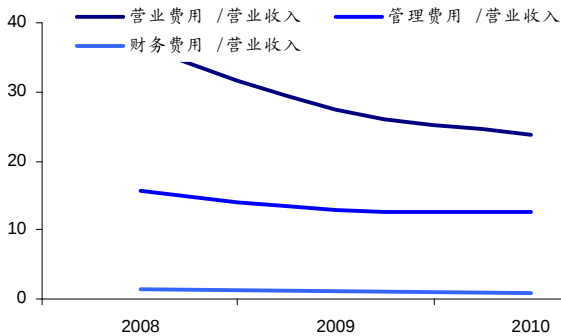


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

3.6 主营业务快速增长

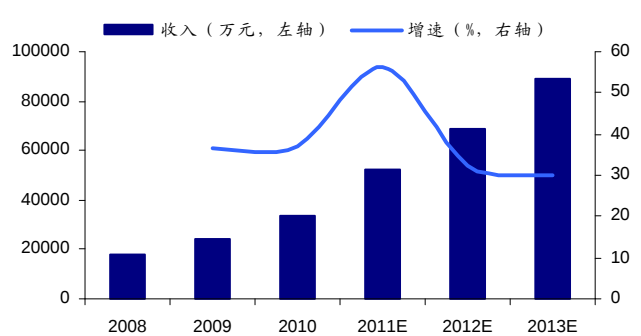
公司始终坚持直销渠道的建设与研发投入，公司拥有 7 个营销大区 24 个办事处超过 250 人的直销团队，虽然早期渠道建设费用较高，但公司对于营销渠道的掌控力日渐增强，针对同一客户不同产品线之间的重复销售和交叉销售比例较高，渠道利用效率日益增高。研发也一直是公司技术创新战略的核心，为企业成长提供源动力。

图 11 2008-2010 年公司三项费用控制合理（%）



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 12 2008-2013 年公司主营业务收入增长及预测



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

4. 募投资金主要用于设备采购、项目投资和补充资金

公司拟发行 3335 万股，占发行后股本总额 25.01%，发行募集资金将用于 5 个项目扩建以及补充流动资金。目前公司已用自有自筹资金投入项目的前期建设，处于土建工程阶段。

表 6 公司募集资金计划投向

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	建设期 (月)	备注
1	肿瘤微创综合治疗设备技术改造项目	3000	12	年新增 260 台设备
2	医用气体设备建设项目	4854	12	年新增 380 台
3	医用影像设备建设项目	5770	12	年新增影像设备 500 台和 PAC 系统软件 300 套
4	工程技术中心建设项目	3799	18	
5	营销网络建设项目	3172	12	
6	其他与主营业务相关的营运资金项目			
合计		17540		

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

5. 公司估值

5.1 关键假设和盈利预测

基于对公司经营情况的分析，我们对关键项目做出以下假设：

表 7 关键假设

项目	2011E	2012E	2013E
营业费用 /营业收入	20.00%	21.00%	21.00%
管理费用 /营业收入	12.00%	11.00%	11.00%
财务费用 /营业收入	0.30%	-1.00%	-0.70%
实际所得税率	17.14%	17.14%	17.14%

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

针对公司的多项业务，基于对行业前景的判断，我们给出以下盈利预测：

表 8 公司细分业务盈利预测

		2010	2011E	2012E	2013E
自产设备	收入（万元）	28895	43214	58627	77656
	同比增长（%）	57.22	49.55	35.67	32.46
	毛利率（%）	59.00	58.28	58.75	59.20
自产设备-肿瘤微创治疗设备	收入（万元）	15437	21612	29824	40263
	同比增长（%）	49.27	40.00	38.00	35.00
	毛利率（%）	80.64	80.64	80.64	80.64
自产设备-医用分子筛制氧设备及工程	收入（万元）	9763	13180	17135	22275
	同比增长（%）	80.61	35.00	30.00	30.00
	毛利率（%）	33.11	33.11	33.11	33.11
自产设备-常规诊疗设备(含医用影像)	收入（万元）	3043	7606	10649	13844
	同比增长（%）	38.58	150.00	40.00	30.00
	毛利率（%）	41.94	41.94	41.94	41.94
自产设备-其他	收入（万元）	653	816	1020	1274
	同比增长（%）	49.62	25.00	25.00	25.00
	毛利率（%）	13.81	25.00	25.00	25.00
设备代理经销	收入（万元）	4386	8771	10087	11600
	同比增长（%）	-21.86	100.00	15.00	15.00
	毛利率（%）	10.66	10.66	10.66	10.66
其他	收入（万元）	90	99	109	120
	同比增长（%）	-74.23	10.00	10.00	10.00
	毛利率（%）	93.63	93.63	93.63	93.63

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

5.2 估值：合理股价 21 元

基于以上假设，我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.58 元、0.85 元、1.13 元，参考医疗器械板块可比公司估值情况，给予公司 2012 年 25 倍 PE，合理股价为 21 元，建议“谨慎申购”。

表 9 可比公司估值比较

证券代码	上市公司	收盘价(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2011-10-17	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002223	鱼跃医疗	0.64	0.61	0.90	63.80	41.01	28.00	0.64
002382	蓝帆股份	0.54	0.51	0.77	70.36	46.57	30.54	0.54
002432	九安医疗	0.22	0.19	0.26	116.80	59.39	43.65	0.22
300003	乐普医疗	0.51	0.65	0.83	31.12	24.12	18.86	0.51
300015	爱尔眼科	0.45	0.42	0.63	83.09	55.45	37.32	0.45
300030	阳普医疗	0.39	0.31	0.43	55.13	35.19	25.38	0.39
300061	康耐特	0.28	0.00	0.79	61.08	0.00	20.76	0.28
300206	理邦仪器	0.88	0.90	1.26	38.20	28.14	20.06	0.88
300238	冠昊生物	0.74	0.75	1.03	99.81	70.13	51.30	0.74
300244	迪安诊断	0.89	0.91	1.26	70.96	49.67	35.82	0.89
300246	宝莱特	1.10	1.05	1.44	42.80	33.14	24.22	1.10
600055	万东医疗	0.19	0.26	0.33	65.33	49.35	38.82	0.19
600587	新华医疗	0.45	0.78	1.13	62.35	35.93	24.73	0.45
600763	通策医疗	0.31	0.46	0.64	65.19	43.96	31.34	0.31
平均		24.62	0.54	0.56	0.83	66.14	40.86	30.77

资料来源：海通证券研究所

6. 主要不确定因素

新产品市场推广的风险，老产品市场瓶颈和政策风险。

报表分析和预测

价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	58.94	34.39	23.64	17.73
P/B	11.21	2.78	2.47	2.16
P/S	5.99	5.12	3.88	2.98
EV/EBITDA	32.45	17.91	12.76	9.53
偿债能力指标				
负债权益比率	0.81	0.13	0.14	0.14
借款/股东权益	0.23	0.00	0.00	0.00
已获利息倍数	20.01	63.65	-19.69	-29.34
流动比率	2.12	9.41	8.43	8.10
速动比率	1.78	8.75	7.74	7.38
现金比率	0.79	7.06	5.98	5.57
盈利能力指标（%）				
毛利率	52.74	50.33	51.76	52.94
息税摊销折旧利润率	19.80	22.81	24.50	25.59
净利润率	13.56	14.89	16.39	16.83
净资产收益率	25.36	8.08	10.46	12.18
资产回报率	14.03	7.13	9.18	10.64
投资回报率	20.14	8.01	10.34	11.98
经营效率指标				
应收帐款周转率	4.02	4.44	4.15	4.12
存货周转率	4.79	4.74	4.29	4.27
总资产周转率	1.13	0.74	0.59	0.68
固定资产周转率	3.06	2.94	2.29	2.47
盈利增长（%）				
营业收入增长率	37.10	56.08	32.14	29.86
营业利润增长率	217.06	87.93	51.05	36.07
EBIT 增长率	156.12	65.43	36.24	35.50
EBITDA 增长率	181.48	79.85	41.90	35.64
净利润增长率	177.49	71.39	45.44	33.34

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	33371	52085	68823	89376
营业成本	15771	25870	33200	42057
营业利润	4637	8715	13163	17910
营业费用	7965	10417	14453	18769
管理费用	4222	6250	7571	9831
利润总额	5711	9789	14237	18985
EBIT	6012	9945	13549	18359
折旧摊销	595	1937	3312	4511
EBITDA	6607	11883	16861	22870
投资收益	0	0	0	0
营业外收支净额	1074	1074	1074	1074
所得税	979	1678	2440	3254
少数股东损益	208	356	517	690
归属于母公司的净利润	4525	7755	11280	15041
基本每股收益（元）	0.34	0.58	0.85	1.13

资产负债表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	9294	71932	74374	84796
应收款项	9628	15273	20181	26207
存货	3972	6775	8694	11014
流动资产	24873	95916	104944	123389
固定资产	5626	11980	16969	17019
总资产	32241	108824	122871	141390
应付帐款	1301	2134	2739	3470
流动负债	11756	10192	12442	15230
长期借款	0	0	0	0
长期负债	14395	12831	15081	17870
总负债	14395	12831	15081	17870
少数股东权益	443	798	1316	2006
股东权益	17846	95992	107789	123520
付息负债	4181	0	0	0
每股净资产（元）	1.34	7.20	8.08	9.26

现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	4525	7755	11280	15041
折旧摊销	595	1937	3312	4511
营运资金变动	4883	6629	6778	11908
经营活动现金流	4828	5268	10085	14382
固定资产投资	2917	8238	8238	4489
无形资产投资	-24	36	30	23
资本支出	2893	8274	8268	4513
投资活动现金流	-1509	-8327	-8331	-4585
公司自由现金流	-2199	-4724	-507	3303
股权自由现金流	-2195	-9035	63	3821
债务变化	253	-4181	0	0
股票发行价格（元）	0	21	0	0
融资活动现金流	341	65698	688	626
现金净流量	3660	62638	2442	10422
每股经营现金流（元）	0.36	0.40	0.76	1.08

备注：市盈率发行价 20 元计算
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、康芝药业、科华生物、达安基因、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	类别	评级	说明
			买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
			中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
			减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang @htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪 辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李 宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
荀玉根 (021) 23219658 xyg6052@htsec.com

联系人

王 旭 (021) 23219396 wx5937@htsec.com
汤 慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com
李 珂 (021) 23219396 lk6604@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
罗 震 (021) 23219326 luozh@htsec.com
唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com

联系人

陈 瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com
伍彦妮 (021) 23219774 wyn6254@htsec.com
桑柳玉 (021) 23219686 sly6635@htsec.com
曾逸名 (021) 23219773 zym6586@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732 fengjr@htsec.com
朱剑涛 (021) 23219745 zhujt@htsec.com
张欣慰 (021) 23219370 zwx6607@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
联系人
袁兵兵 (021) 23219770 ybb6053@htsec.com
蒋 科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438 zhb6065@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘 鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com
联系人
李宏科 (021) 23219671 lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
联系人
赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com
张显宁 (021) 23219813 zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com
联系人
王晓林 (021) 23219812 wxl6666@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411 longh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com
熊哲颖 (021) 23219407 xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com
联系人
夏 木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610 lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com
联系人
黄 娟 (021) 23219638 hm6139@htsec.com
汤 婧 (021) 23219809 tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人
白 洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com
薛婷婷 (021) 23219775 xtt6218@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
联系人
虞 楠 (021) 23219382 yun@htsec.com
李 晨 (021) 23219817 lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaoxc@htsec.com
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com
齐 莹 (021) 23219166 qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘 宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘 杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com
冯皓琪 (021) 23219709 fhq5945@htsec.com

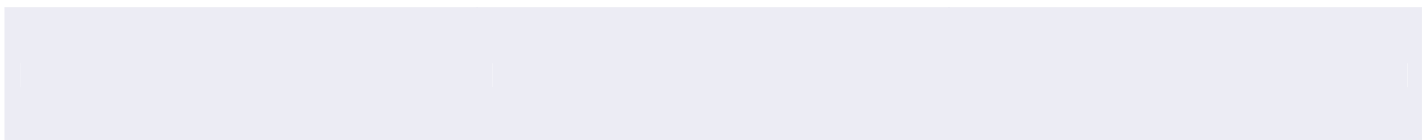
有色金属行业

联系人
刘 博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com
张 瑞 (021) 23219634 zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪（021）23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜（021）23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健（021）23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩（021）23219383 zhangh@htsec.com 牛品（021）23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青（021）23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔（021）23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣（021）23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿（021）23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞（021）23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇（021）23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞（021）23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊（021）23219747 tll5535@htsec.com 谢盐（021）23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童（021）23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳（021）23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博（021）23219822 mhb6614@htsec.com	



海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 （021）63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 （021）23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清（0755）82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶（0755）83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟（0755）83253022 gulj@htsec.com 高艳娟（0755）83254133 gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱（021）23219386 gaoqin@htsec.com 李唯佳（021）23219384 liwj@htsec.com 胡雪梅（021）23219385 huxm@htsec.com 黄 毓（021）23219410 huangyu@htsec.com 朱 健（021）23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇（021）23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛（021）23219454 wcc6132@htsec.com 朱 昂（021）23219397 za6533@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊（010）58067988 sunj@htsec.com 张广宇（010）58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫（010）58067930 wqy6308@htsec.com 隋 巍（010）58067944 sw7437@htsec.com
---	---	--

海通证券股份有限公司研究所
 地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话：（021）23219000
 传真：（021）23219392
 网址：www.htsec.com