

生物医药行业 公司研究报告

和佳股份 (300273)

收盘价 (元)

目标价 (元)

市场数据

52 周最高/最低(元)

市净率

总股本(百万) 133.35

流通 A 股(百万) 33.35

流通 B 股/H 股 (百万) -/-

总市值 (百万元)

流通 A 股市值 (百万元)

相对股价表现

生物医药研究小组

李顶峰

证书编号 S0120511030002

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

和佳股份发展模式探讨

——新昌人民医院调研报告

投资要点:

- **肿瘤微创市场空间分析**：根据新昌人民医院的调研，归纳出和佳股份肿瘤微创设备目标客户群特征：**经济次发达地区，管理层级简单，具有一定外科基础的二甲医院以及想要建立肿瘤治疗特色的中医医院**。采用医院覆盖率（5%-50%）和院均销售金额（100-800万元）两个变量进行了简单的敏感性分析，测算了公司在肿瘤微创设备的市场空间。
- **和佳的竞争优势：“打包”的营销模式，“卖服务”的营销理念**。公司对肿瘤微创设备采用**“化零为整”**的销售模式，成功地避免了单台设备的竞争，同时给医院提供系统的解决方案，帮助医院建立优势学科，实现微创设备的创收；分子筛制氧机的**客户群细分**，根据不同层次客户的需求提供不同的产品，最大限度地满足客户需求；数字化X射线摄影系统(DR)采用**“一拖多”**的联网共享模式，在县级医院和基层医疗机构之间建立了一个网络联系，实现了公司、医院、政府多方共赢。公司在产品推广和营销模式上的创新，达到了共赢的目标。公司卖产品的同时更加注重**“卖服务”**，而**“卖服务”**可以给公司带来更高的溢价和持续盈利。
- **和佳目标市场的发展前景广阔**：根据对我国医疗服务结构发展方向的预测，我国医疗服务结构将逐渐从**“倒三角形”**逐步过渡到**“纺锤形”**，即随着国家医疗保健覆盖范围的扩展和参保人群的增多，地县级医院医疗水平的提高，聚集在高端医疗机构的人群将逐渐回归到地县级医院，这也符合医改方向。
- **利好和佳股份的部分政策**：今年8月，中央财政投入42亿元，资助中医院和民族医院购买医疗设备，肿瘤微创设备入选配置标准。中医院缺乏外科手术的专家人才，微创治疗中心能够帮助中医院建立自己的优势学科，提高竞争力，是公司最大的潜在客户群。
- **风险提示**：1. 潜在进入者对公司产品潜在市场的瓜分和盈利能力的侵蚀；2. 产品推广不顺利的风险；3. 医疗设备发生医疗事故的风险。
- **盈利预测及估值分析**：我们预计公司未来三年的营业收入分别为 5.08，6.92 和 9.11 亿元；归属于母公司净利润分别为 0.80，1.16 和 1.67 亿元；摊薄后每股收益分别为 0.60，0.87 和 1.26 元。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	243.42	333.71	508.48	692.55	911.18
收入增幅(%)	36.74%	37.10%	52.37%	36.20%	31.57%
净利润	16.97	45.25	80.04	115.36	166.64
净利增幅(%)	211.11%	166.64%	76.89%	44.12%	44.45%
毛利率(%)	50.75%	52.74%	50.86%	51.28%	52.15%
ROE(%)	12.41%	26.00%	32.10%	32.23%	32.37%
摊薄 EPS(元)	0.127	0.339	0.601	0.862	1.255

请务必阅读正文后的免责条款部分

正文目录

1. 和佳股份产品分析	3
1.1. 肿瘤微创治疗设备的市场空间分析	3
1.2. 分子筛制氧设备	8
1.3. 数字 X 射线摄影系统（DR）	9
2. 公司的竞争优势和机会	9
2.1. 产品的差异化竞争和创新的销售模式	9
2.2. 共赢的营销理念	10
2.3. 公司目标市场发展空间巨大	11
3. 公司 SWOT 分析	13
4. 风险提示与盈利预测	14
4.1. 风险提示	14
4.2. 盈利预测	15

图表目录

图 1：国内医院院均诊疗人数预测图	12
图 2：公司 SWOT 分析图	14
表 1 公司肿瘤微创治疗系统设备简介	4
表 2：新昌人民医院基本情况	6
表 3：和佳股份肿瘤微创治疗设备的市场空间测算	8
表 4：分子筛制氧设备客户群及分类	9
表 5：2007 年至今各级医院诊疗人数变化情况	12
表 6：公司分产品收入预测	16
表 7 公司未来三年预测财务数据摘要	17
表 8 公司未来三年财务报表预测	17

10月14-16日，我们参加了由新昌县人民医院主办的2011华东肿瘤微创综合治疗学术大会，对肿瘤微创技术发展现状和前景有了一定的认识，通过对新昌人民医院的参观了解以及与部分参会代表其他省市医院院长交流，对和佳股份的业务以及发展前景有了更深的理解和认识，并提出了我们的一些见解。

1. 和佳股份产品分析

1.1. 肿瘤微创治疗设备的市场空间分析

公司的主要业务分为四大块，第一块是肿瘤微创治疗设备，第二块是医用分子筛制氧及工程，第三块是常规诊疗（含理疗、治疗类和医用影像类），第四块是医疗设备代理和服务。肿瘤微创治疗系统是公司的核心产品，同时也是公司的“现金牛”业务，其产品可用于肿瘤微创，包括射频消融，高频热疗，体内放射性治疗，介入性热化疗等技术领域。其中，介入热疗和免疫治疗系统是公司专利产品。

目前,我国恶性肿瘤每年新发病例约200万人,因癌症死亡人数约140万。但是，临床确诊的肿瘤患者多数处于中晚期，仅有不足20%可接受传统外科手术治疗，大部分患者只能带瘤生存，接受化疗等姑息性治疗，处于“束手无策”的境地，生活质量较差。随着医学科技的不断发展，肿瘤微创介入治疗以其创伤轻微、副反应小、针对性强、康复快等特征，成为中晚期肿瘤治疗方法之。

表 1 公司肿瘤微创治疗系统设备简介

和佳产品	产品功能和特点	竞争对手*（以下信息仅供参考）
放射性粒子治疗系统（体内伽马刀） 	公司自主开发的 TPS 治疗计划系统，可以精确重建肿瘤的三维形态，准确设计植入粒子的位置、数量及植入路径，并提示避开敏感组织或重要器官，满足了靶区剂量具体化、个性化的优化设计要求；	北京飞天兆业
体外高频热疗机 	➢ 产品透热深度可达 25cm、输出功率 0~1,200w 连续可调，适合治疗不同组织深度的肿瘤组织。 ➢ 体外高频热疗辅助化疗，能增强化疗药物的细胞毒作用，成倍增加化疗疗效，尤其对癌性积液和癌痛疗效显著。 ➢ 体外高频热疗辅助放疗，增加肿瘤细胞对放射线的敏感性，提高放疗效果。	南京恒埔伟业科技公司 吉林长春迈达 徐州诺万医疗设备 深圳先科医疗设备有限公司
介入热化疗灌注系统 	➢ 通过血管介入，真正实现肿瘤“局部、精确、靶向”的热化疗。 ➢ 50℃的局部热疗，达到肿瘤组织的凝固坏死，坏死的肿瘤组织保留免疫原性，增强机体免疫功能，原位不复发。 ➢ 介入热化疗使肿瘤区域化疗与热疗同步进行，增强疗效，降低全身毒副作用。 ➢ 术前进行热凝固或热化疗，可以预防术中转移、种植，降低手术难度。 ➢ 对不宜、不愿手术者和术后复发者提供了一个微创有效的治疗方法。	公司专利产品 类似专利： “用于局部肿瘤热疗的沸水注入式探针型热疗仪”（中国科学院理化技术研究所） “多功能肿瘤介入热疗仪”（安徽济民肿瘤研究院）

体腔热灌注治疗机 	疗效稳定、远期效果理想；未发生治疗后易出现的心肺功能明显损害或肠粘连、梗阻等后遗症。	吉林迈达医疗器械公司 哈尔滨宇航科技有限公司 北京宏图惠仁生物科技有限公司
免疫治疗系统 	利用特定频率的极高频、特超声等物理治疗因子，全方位/多层次协同刺激免疫细胞的糖脂键，促进免疫细胞成熟分化，增强对肿瘤细胞的免疫应答，调动机体自身力量增进固有免疫和适应性免疫，强化免疫监视、免疫防御、免疫自稳功能，实现免疫康复。	公司专利产品 未见相似专利
冷极射频肿瘤治疗机	➤ 一般的射频针在消融过程中易导致肿瘤组织炭化，阻抗增加，影响消融范围； ➤ 公司独特的双中空冷循环电极降低射频针的温度，避免周围组织炭化，降低阻抗，扩大治疗范围。 ➤ 患者耐受性好，创伤小，术后恢复快。	美国 Radionics 医疗器械公司 北京博来德光电技术公司

上述六台设备可以组建一个肿瘤微创介入治疗中心，其中介入热疗灌注系统和免疫治疗系统是公司专利产品。从单个产品上来看，公司并不具有很强的竞争力，国内外的竞争对手产品不少，公司单兵作战优势不明显。公司将这 6 台设备打包，加上自己的专利产品，可以形成独一无二的“产品包”，这样可以提高竞争力。打包购买的客户对公司的依赖性更强。同时，公司能够帮助医院掌握肿瘤微创治疗的解决方案。

公司主推的“打包”肿瘤微创系统模式决定了公司的主要销售对象。公司如果想成套推广，大城市的三甲医院为了质量和因为有充足的财力会更有可能考虑更为高端的产品或是外资产品，三甲以上的大医院专家众多，学术派系也比较复杂，很难建立起以公

公司产品为核心的肿瘤微创治疗中心，因此只能以单台销售为主，而单台销售不是公司的优势。

二级医院相对来说，对于有一定外科手术基础，但是特色不足，肿瘤微创中心就可以帮助医院建立起有特色的治疗中心。县级医院经济条件也有限，医院更加愿意用更少的钱买多台设备，多台设备打包销售，在价格上会有一定的优惠，而且整套设备的维护和更新也更加便利。根据我们对公司肿瘤微创产品的特性分析，以及对新昌县人民医院的了解，我们用归纳法总结了公司目标客户医院的几个特点。

新昌县人民医院情况：

新昌县人民现有职工 1038 人，享受国家特殊津贴 1 人，中高级医务人员已达 366 人，硕士、博士医务人员达 30 人，并引进了多名省内外著名专家落户。实际开放床位 653 张，设有 19 个病区，35 个科室，开设了手外科、微创外科中心、脊柱中心、肿瘤靶向治疗中心、健康管理中心、远程会诊中心、乳腺保健中心、高血压防治中心、医患沟通中心等特色中心。年门诊接诊病人 50 余万人次，年收治住院病人 2.2 万余人次，肿瘤综合性治疗处于全省领先水平。医院目标打造成为县城里的省级医院，2010 年，医院年收入 2.6 亿元。

表 2：新昌人民医院基本情况

新昌县人民医院 自然属性	床位数	653 张
	年门诊人数	50 余万人次
	年住院人数	2.2 万余人次
	年收入	2.6 亿元
	新昌县人口	43 万余人
	医院特色	外科，肿瘤
与和佳合作情况	配置了全套 6 台设备	经过四年的发展， 公司目前一年可 收回成本

资料来源：德邦证券研究所

和佳股份肿瘤微创产品目标对象的主要特点：

1. 经济次发达地区的医院：经济高度发达的地区，三甲医院比较多，病人还是更加愿意到三甲医院去看病，特别是肿瘤这种难治的大病；经济不发达地区没有这个经济实力支撑起肿瘤微创治疗设备的使用，一方面，医院没有足够的实力购买产品，另一方面，买了产品可能也没有足够的病人支付能力。次发达地区信息量较少，外资品牌竞争也较少，医院比较容易接受公司的理念，同时具有一定的经济支付能力，医院能够较快地收回成本。
2. 具有一定外科基础的二甲医院：二甲医院具有一定的病源和技术实力；管理团队简单，学术带头人少，在引进公司产品时遇到的阻力相对较少，适于公司推广产品；新昌人民医院作为灯塔医院，在 07 年购买和佳产品之后，建立起肿瘤微创治疗中心，逐渐形成自己的特色和品牌，也是有一定基础的，医院本身就是外科、肿瘤科见长，院长就是外科医生，也非常愿意发展肿瘤科这一优势学科。
3. 想建立特色的中医医院：一方面，这些医院希望能够建立起一个特色专科，以此来吸引病人，通过肿瘤微创治疗设备进行创收；另一方面，国家对全国的中医医院和民族医院增加 42 亿元补贴用于医疗设备的购置，一般的中医院可以获得 200 万以上的补贴，这将带来医疗设备市场的一个大扩容，公司的肿瘤微创治疗设备都入选为国家中医医院医疗设备配置标准，因此中医院也是公司未来巨大的一个潜在客户市场。

综合以上分析，我们认为公司根据医院的专业人才储备和收入情况、当地的经济状况、就医人口数等各方面因素，将二级以上的 7700 家医院筛选得出 4500 家目标客户的数据有一定的可信度。我们利用这一数据进行了一个简单的敏感性分析，大致测算了一下公司的肿瘤微创设备市场空间。我们假设公司对 4500 家目标客户医院的覆盖率在 5%-50% 之间，院均销售金额在 100-800 万之间。（考虑到公司目前三级医院覆盖率为 12.57%，二级医院覆盖率 2.64%，我们认为综合看来至少有 5% 的覆盖率；由于公司主要推广成套设备，而整套设备价格在报价 868 万，成交价在 500 万左右，单台设备在 50-200 万之间，公司后续还有新的产品不断推出，正在申请三个专利，即将有两个产品推出，报价 200 万左右。因此，我们假设院均销售金额在 100-800 万）。

假设公司医院覆盖率达 10%，院均销售额达 200 万元，在产品这块的市场销售额将达到 9 亿，不包括公司提供的耗材和售后服务费用。

表 3：和佳股份肿瘤微创治疗设备的市场空间测算

肿瘤微创设备市场空间（亿元）		医院覆盖率					
		5%	10%	20%	30%	40%	50%
院均销售额 （万元）	100	2.25	4.5	9	13.5	18	22.5
	200	4.5	9	18	27	36	45
	300	6.75	13.5	27	40.5	54	67.5
	400	9	18	36	54	72	90
	500	11.25	22.5	45	67.5	90	112.5
	600	13.5	27	54	81	108	135
	700	15.75	31.5	63	94.5	126	157.5
	800	18	36	72	108	144	180

资料来源：德邦证券研究所

1.2. 分子筛制氧设备

公司的分子筛制氧设备分为三个等级，分别针对三类不同的客户群，针对三甲以上大医院，主要推广以美国 Airsep 的进口原装主机制造而成的分子筛制氧机；针对县级医院以及部分的地市级三甲医院，采用替代进口的公司自产主机生产的制氧机；针对小医院和边远山区的医院，则以价格便宜的一体化制氧机为主。

表 4：分子筛制氧设备客户群及分类

分子筛制氧设备类型	针对的客户群
采用美国 Airsap 的进口原装主机	三甲以上的大医院
采用自产的主机替代进口	县级医院和部分地市级三甲医院
一体化制氧机	小医院和边远山区的医院

资料来源：德邦证券研究所

分子筛制氧设备医院采购以后可以节约医院用氧成本。目前公司产品覆盖了 108 家医院，占全国 300 张床位以上医院总数的 3.54%，医院采购以后，后续的耗材和售后服务费用将为公司带来更为长久的利润。

1.3. 数字 X 射线摄影系统（DR）

数字化 X 射线影响设备市场竞争激烈，国内有 80 多家生产企业，在这样同质化竞争明显的市场里，公司选择了不同的销售模式进行产品的差异化竞争。采用独特的“一拖多”模式，将县级医院和乡镇卫生院进行联网会诊，乡镇卫生院将影像资料上载到网络，县级医院的主任医生可以实时地观看到所拍的片子，并且第一时间地给出诊断意见。这不仅有利于乡镇医院增加拍片收入，也有利于县级医院增加病人来源，实现多方创收共赢。

2. 公司的竞争优势和机会

2.1. 产品的差异化竞争和创新的销售模式

公司微创肿瘤产品系统具有一定的技术含量，但更为核心的是公司的营销理念带来的差异化竞争。公司的系统属于“A+B”=“C”的模式，即公司成套的微创肿瘤系统可以独立成为一个微创肿瘤治疗中心或是一个大型诊疗中心的一部分。在这一套系统中，A 产品不是公司特有的，B 产品也可能不是公司特有的，但它们组合起来就成为公司特

有的一套系统，当然 A 产品和 B 产品不是简单的叠加就能产生 C，公司在部分产品上具有自己的专利。从公司的产品模式来看，公司产品能够整套销售将是公司最为核心的竞争力，因为某些单个产品在市场上会存在竞争，同时成套的肿瘤微创系统也能更多地为公司带来利润，也是公司最愿意营销的产品。公司产品的“化零为整”的销售模式和帮助客户解决肿瘤微创介入治疗技术方案，比较符合国际上一些大型仪器的销售模式，国外命名为“TurnKey Project”。

常规诊疗设备竞争激烈，国内放射影像设备 DR 呈现同质化竞争的态势，公司避免直面降价竞争，推出独特的营销模式，推广“一拖多”模式，即县级医院作为主“一”，下面的基层医疗机构作为县医院的分支“多”，这样可以实现县级医院的医疗资源有效率地运用到技术薄弱的基层地区。公司的此项技术壁垒不高，但是由于软件的特殊性，对于使用单位具有相当的粘性。

针对县级以上医院的资金实力，适时推广第三方融资租赁模式，一方面很好地解决了医院资金紧张和地方政府财政实力有限的难题，另一方面也为第三方融资租赁公司提供业务来源，同样实现多方共赢。融资租赁的模式对于医学影像设备 DR 的推广尤为重要，因为“一拖多”模式的多家基层医疗机构，相对经济实力较弱，对于大型设备的采购能力较差，这样的模式让基层医疗机构也能够买得起大型设备，并且通过设备的升级实现盈利。

2.2. 共赢的营销理念

公司秉承“一切为客户创造价值”的经营理念，实现公司与客户双赢以及公司、医院、政府多方共赢的格局。公司在产品推广和营销模式的创新上，都达到了共赢的目标，这是一种持续稳定的盈利模式，客户的粘性也会比较大。在同质化竞争恶劣的国内医疗器械市场，创新的盈利模式才具有竞争力。公司在向客户推广肿瘤微创治疗设备的同时，把先进的技术和管理经验也带给了客户，帮助医院完善管理，培养人才，建立重点学科，共同实现盈利目标。公司卖的不仅仅是产品，更重要的是医院的管理经验，帮助医院实现管理的变革，重点学科的建设，人才的培养，这种共赢的盈利模式是公司目前重要的核心竞争力，有利于公司稳定客户，提高渠道效率，为以后相同渠道的叠加销售打下基础。客户粘性的建立为后续服务和耗材销售的盈利能力提供保障。

公司 DR 采用的是“一拖多”的模式，将有一定医疗资源水平的县级医院与乡镇卫

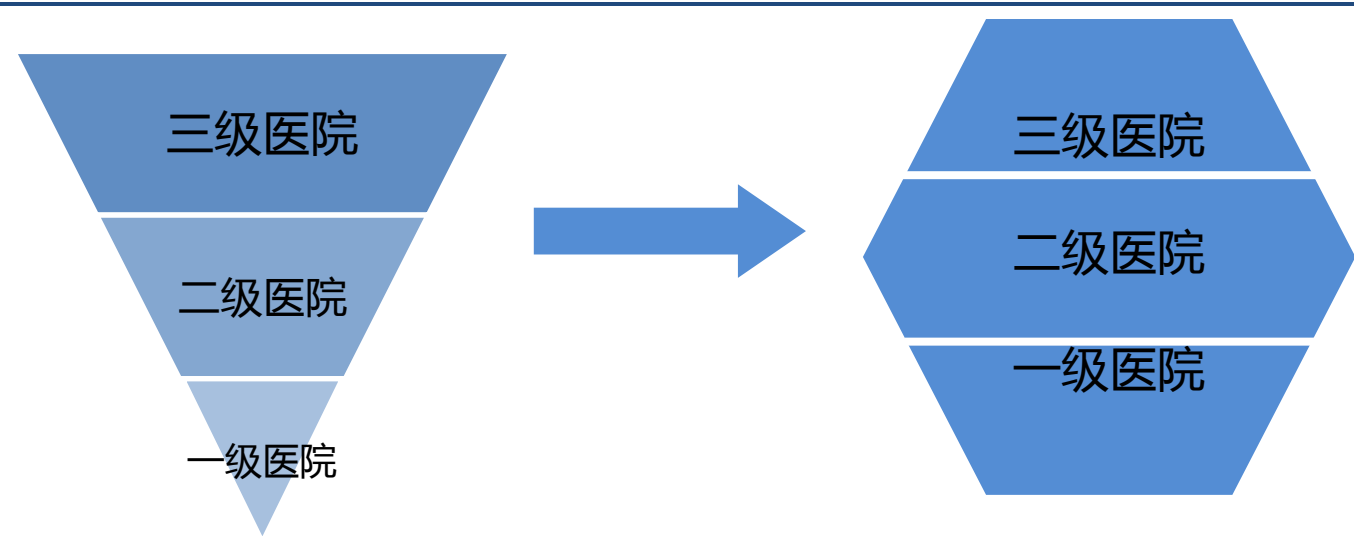
生院等基层医疗机构结合起来，构成一个网络体系，乡镇卫生院借助县级医院的医疗实力，能够提升自己的诊疗水平，稳定本辖区的病人。对于县级医院来说，通过这种方式可以增加病人来源，及时了解联网乡镇的病人情况。对于政府部门来说，这一举措可以整体提升地方医疗水平，切实解决了基层病人看病难的部分问题，也是政府政绩的一个表现。这种三方共赢的模式，在实施推广过程中能够顺利进行，达到公司预期的效果。

2.3. 公司目标市场发展空间巨大

我们预测我国医疗服务结构将逐渐成“倒三角形”逐步过渡到“纺锤形”，即随着国家医疗保健覆盖范围的扩展和参保人群的增多，更为主要的是基层医疗技术和服务能力的提高，聚集在高端医疗机构的人群将逐渐聚集到地县级的医院，这个方向也符合我国医改的方向，但是从目前发展来看还是任重道远。因此和佳股份针对的市场还具有发展空间。

根据卫生部年鉴，2010 年，全国三级医院诊疗人数达 7.6 亿人次，三级医院数为 1284 家，院均诊疗人数为 59 万人次；二级医院诊疗人数达 9.31 亿人次，二级医院数为 6472 家，院均诊疗人数为 14 万人次；一级医院诊疗人数达 1.46 亿人次，一级医院数为 5271 家，院均诊疗人数为 3 万人次。目前的这种倒三角形现状主要是由各级医院医疗资源的不均衡状况导致的，二级医院数量是三级医院的 5 倍左右，但是无论从医护人员数量、医疗设备质量，还是专业人才、资金实力方面来看，与三级医院的差别还非常大，这也是目前医疗资源分配极不均衡，导致就医环境差，看病难的主要原因。为了改变这一现状，国家已经开始对基层医疗机构进行资源优先配置，提高县级以下医院的医疗资源配置。

图 1：国内医院院均诊疗人数预测图



资料来源：德邦证券研究所

表 5：2007 年至今各级医院诊疗人数变化情况

院均诊疗人数 (万)	2007	2008	2009	2010	2011 年 1-8 月	2011E
三级医院	46.53	52.01	55.96	59.19	39.29	58.93
增长率 (%)		11.78%	7.59%	5.77%		-0.44%
二级医院	11.20	12.24	13.64	14.39	9.84	14.76
增长率 (%)		9.32%	11.45%	5.43%		2.62%
一级医院	2.99	3.21	2.94	2.77	1.69	2.53
增长率 (%)		7.32%	-8.47%	-5.64%		-8.75%

资料来源：德邦证券研究所

2011 年 8 月,中央财政当年单个项目投入最大的中医药项目——市县级中医医院、民族医院能力建设项目进入全面执行阶段。该项目 2011 年中央财政一次性投入 42.12 亿元,支持全国 1960 家市县中医院、民族医院建设。其中,1814 家县级中医院、民族医院建设,每家医院补助 200 万元;58 家地市级民族医院和 88 家西部地区地市级中医医院建设,每家医院补助 400 万元。中西医结合医院 34 家,民族医院共 261 家,涵盖了 12 种民族医院。肿瘤微创设备超声聚焦刀、氩氦刀、免疫系统治疗仪、射频肿瘤治疗仪、微波热疗仪等均入选国家中医医院医疗设备配置标准。中医医院缺乏外科手术

的专家人才，微创治疗中心能够帮助中医院建立自己的优势学科，提高竞争力，是公司最大的潜在客户群。

3. 公司 SWOT 分析

我们认为公司的产品具有一定的技术优势，但是我们更看重公司管理层的营销思路 and 理念。公司将产品目标市场定位于二级医院市场，肿瘤微创治疗设备在这一市场可以说是一个空白，大部分医院都缺乏肿瘤微创医疗设备，公司可以实现从无到有的突破，并具有先入优势。

公司不仅注重现有产品的营销，还增加了对售后服务和耗材的关注。这块业务是我们更为看好的，从 GE 医疗器械的成功案例也可以看出，耗材和服务是利润的主要来源。

公司的业务收入很大一部分是通过第三方融资租赁方式确认，这种方式可以缩短公司应收账款的周期，提高资金利用效率，但是由于我们对融资租赁方式不够了解，关于其对公司经营效率和经营风险的实质影响把握得不够到位，可能会导致对公司业务收入的确认和风险的判断有误，我们会尽力了解相关行业信息，持续跟进关于这部分业务的收入情况，及时提示风险。

图 2：公司 SWOT 分析图



资料来源：德邦证券研究所

4. 风险提示与盈利预测

4.1. 风险提示

➤ **潜在进入者对公司产品潜在市场的瓜分和盈利能力的侵蚀：**

公司部分产品为代理，技术壁垒不高，很容易引来竞争对手进入该领域，潜在进入者对市场的瓜分，以及竞争引发的降价将影响公司盈利能力；

➤ **产品推广不顺利的风险：**

公司肿瘤微创治疗设备在二级医院覆盖率还比较低，面对这一重要市场，产品的推广还有很多工作要做，分子筛制氧设备在医院使用率还比较低，公司产品的推广直接影响未来盈利水平；

➤ **医疗设备发生医疗事故的风险：**

肿瘤微创治疗过程中,可能发生医疗事故,事故将影响公司声誉和产品销售。目前,从我们与新昌县人民医院以及公司的交流情况来看,还没有出现过医疗事故的发生,这也与微创治疗以及适用人群的特点有关,微创治疗创口小,对病人创伤小,主要适用于中晚期癌症病人,旨在提高病人生活质量和延缓寿命,因此,发生医疗事故的概率也较低。

4.2. 盈利预测

关键假设

- 1、公司营业收入未来三年的增长率分别为 52.37%、36.20%和 39.36%；
- 2、公司毛利率未来三年分别为 50.86%、51.28%、52.15%；
- 3、公司销售费用比例未来三年分别为 20%、19%、18%；
- 4、公司管理费用比例未来三年分别为 11%、11%、11%；
- 5、分产品收入预测如下表：

表 6：公司分产品收入预测

项目	2008A	2009A	2010A	2010H	2011E	2012E	2013E
自产设备(百万元)	117.11	183.79	288.95	168.33	415.30	571.54	765.96
增长率 (%)		56.94%	57.22%		43.73%	37.62%	34.02%
毛利率 (%)	72.76%	61.97%	58.99%	60.36%	59.36%	59.41%	59.59%
自产设备-肿瘤微创治疗设备(百万元)	69.88	103.42	154.37	94.05	206.86	273.05	354.96
增长率 (%)		48.00%	49.27%		34.00%	32.00%	30.00%
毛利率 (%)	86.12%	82.63%	80.64%	81.26%	81.00%	81.00%	81.00%
自产设备-医用分子筛制氧设备及工程(百万元)	25.37	54.06	97.63	34.97	126.92	164.99	214.49
增长率 (%)		113.09%	80.60%		30.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	45.87%	32.06%	33.10%	34.22%	35.00%	36.00%	37.00%
自产设备-常规诊疗设备(百万元)	17.59	21.96	30.43	32.58	73.03	124.15	186.23
增长率 (%)		24.84%	38.57%		140.00%	70.00%	50.00%
毛利率 (%)	60.25%	49.66%	41.94%	36.51%	45.00%	46.00%	47.00%
自产设备-其他(百万元)	4.27	4.36	6.53	6.73	8.49	9.34	10.27
增长率 (%)		2.11%	49.77%		30.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	65.33%	4.75%	13.80%	19.37%	20.00%	20.00%	20.00%
设备代理经销(百万元)	58.70	56.12	43.86	43.56	92.11	119.74	143.69
增长率 (%)		-4.40%	-21.85%		110.00%	30.00%	20.00%
毛利率 (%)	20.11%	11.53%	10.66%	11.71%	12.00%	12.00%	12.00%
其他(百万元)	2.20	3.51	0.90	0.49	1.08	1.30	1.56
增长率 (%)		59.55%	-74.36%		20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	93.93%	90.32%	96.84%	94.30%	95.00%	95.00%	95.00%
营业收入合计(亿元)	178.01	243.42	333.71	212.38	508.48	692.57	911.20
增长率 (%)		36.75%	37.09%		52.37%	36.20%	31.57%
毛利率 (%)	55.66%	50.75%	52.74%	50.46%	50.86%	51.28%	52.15%
净利润(亿元)	0.0545	0.1697	0.4525	0.3742	0.80	1.15	1.67
每股收益(元)	0.041	0.127	0.339	0.281	0.601	0.862	1.255

资料来源：wind，德邦证券研究所

估值和投资建议

按照上述假设，我们预计公司未来三年的营业收入分别为 5.26，7.54 和 10.50 亿元，归属于母公司净利润分别为 0.80，1.16 和 1.67 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.60，0.87 和 1.26 元。

根据 2011 年医疗器械板块的 PE，给予和佳股份 PE 范围为 30~35 倍，对应目标价：18~21 元。

表 7 公司未来三年预测财务数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	178.01	243.42	333.71	508.48	692.55	911.18
增长率(%)	N/A	36.74%	37.10%	52.37%	36.20%	31.57%
归属母公司股东净利润	5.45	16.97	45.25	80.04	115.36	166.64
增长率(%)	N/A	211.11%	166.64%	76.89%	44.12%	44.45%
每股收益(EPS)	0.055	0.170	0.452	0.800	1.154	1.666
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.080	0.047	0.068	0.098
每股经营现金流	-0.328	0.401	0.494	0.015	1.086	0.687
销售毛利率	55.66%	50.75%	52.74%	50.86%	51.28%	52.15%
销售净利率	3.81%	7.01%	14.18%	16.46%	17.42%	19.13%
净资产收益率(ROE)	4.55%	12.41%	26.00%	32.10%	32.23%	32.37%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	10.82%	31.30%	58.50%	52.51%	71.70%

表 8 公司未来三年财务报表预测

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	178.01	243.42	333.71	508.48	692.55	911.18
减: 营业成本	78.93	119.87	157.71	249.87	337.41	436.00
营业税金及附加	1.62	2.66	3.57	5.44	7.41	9.75
营业费用	65.01	66.90	79.65	99.15	131.58	164.01
管理费用	27.73	31.10	42.22	55.93	76.18	100.23
财务费用	2.68	2.74	3.00	-0.40	-1.98	-3.85
资产减值损失	1.15	5.51	1.18	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.89	14.63	46.37	98.49	141.94	205.04
加: 其他非经营损益	5.17	6.11	10.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.06	20.73	57.11	98.49	141.94	205.04
减: 所得税	-0.72	3.68	9.79	14.77	21.29	30.76
净利润	6.77	17.05	47.33	83.72	120.65	174.28
减: 少数股东损益	1.32	0.08	2.08	3.67	5.29	7.64
归属母公司股东净利润	5.45	16.97	45.25	80.04	115.36	166.64
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	38.29	53.79	80.81	35.99	139.73	202.47
应收和预付款项	103.82	113.14	116.07	254.62	249.70	412.30
存货	43.43	23.64	39.72	77.14	80.67	123.25
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	38.60	46.73	56.26	48.67	41.08	33.49
无形资产和开发支出	7.81	9.16	8.92	7.86	6.80	5.74
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	231.95	246.45	301.78	424.28	517.98	777.24
短期借款	41.48	39.28	41.81	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	58.26	55.48	55.11	140.42	120.27	215.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	10.13	12.55	26.39	26.39	26.39	26.39
负债合计	109.87	107.32	123.32	166.82	146.66	241.47
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	12.28	12.28	12.28	12.28	12.28	12.28
留存收益	7.54	24.51	61.76	137.08	245.64	402.46
归属母公司股东权益	119.82	136.79	174.04	249.36	357.92	514.74
少数股东权益	2.27	2.35	4.43	8.10	13.39	21.03
股东权益合计	122.08	139.14	178.46	257.46	371.31	535.77
负债和股东权益合计	231.95	246.45	301.78	424.28	517.98	777.24
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-32.81	40.11	49.42	1.51	108.56	68.71
投资性现金净流量	-5.96	-11.63	-15.09	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-2.21	-19.72	3.41	-46.33	-4.82	-5.97
现金流量净额	-40.98	8.76	37.75	-44.81	103.74	62.74

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。