

## 新三板医疗健康 2016 半年度策略：

## 大变革时代，产业链角度分析医药投资机会

**评级：**

陈康

010-59013842

S0740515080004

chenkang@r.qlzq.com.cn

**前次：**

龙贡波

010-59013843

longgb@r.qlzq.com.cn

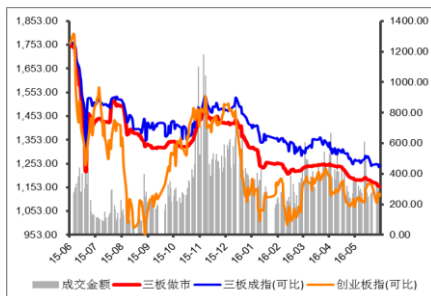
新三板研究小组

2016 年 6 月 26 日

### 基本状况

上市公司数	460
行业股份总量(亿股)	209.40
行业流通股份(亿股)	67.10

### 行业-市场走势对比



### 重点公司基本状况

证券代码	公司	总股本 (百万股)	股价	EPS			PE			转让方式
				2014A	2015A	2016E	2014A	2015A	2016E	
430335.OC	华韩整形	77.76	15.02	0.16	0.21	0.35	93.88	71.52	42.91	做市转让
830938.OC	可恩口腔	36.00	14.50	0.24	0.40	0.74	60.42	36.25	19.59	做市转让
834611.OC	老肯医疗	83.57	10.19	0.35	0.25	0.53	29.11	40.76	19.23	做市转让
834480.OC	丽都整形	60.00	-	0.17	0.25	0.45	-	-	-	协议转让
830923.OC	上元堂	149.43	1.48	0.08	0.13	0.20	11.38	7.40	7.40	做市转让
832159.OC	合全药业	129.27	13.30	1.85	2.18	2.63	7.19	6.10	5.06	协议转让
831550.OC	成大生物	374.80	19.10	1.23	1.27	1.32	15.53	15.04	14.47	协议转让
831397.OC	康泽药业	262.48	6.47	0.22	0.76	1.35	29.41	8.51	4.79	做市转让
832705.OC	达瑞生物	144.62	18.78	0.33	0.80	1.29	56.51	23.36	14.55	做市转让
430601.OC	吉玛基因	11.92	27.00	0.27	0.37	0.68	100.00	72.97	39.71	做市转让

### 投资要点

- **刚需下的新常态。**2016 年 1-4 月医药终端数据增速有所回升，行业数据的回暖与 2015 年低基数有关，也与阶段性的政策扰动有关。在药品招标降价、医保控费、取消药品加成等医改政策趋势下，医药行业全年增速大幅提升的可能性不大，收入规模增速大概率维持在 10% 左右的新常态。我们认为慢性病、康复医疗服务、养老、保健等刚性需求不断增加仍将推动医药行业长期向好发展。
- **产业链中觅契机。**医药行业的产业链大致可分为上游的生产制造、中游的商业流通以及下游的零售端。我国医疗体制尚不够成熟健全，医疗改革一直在探索中不断推进。自 2013 年以来，我们可以看到新医改政策“重医轻药”的趋势逐步明朗，在药品端逐步开启供给侧改革，关键词包括：一致性评价、医保控费、招标降价、两票制、药品上市许可人制度、药物临床数据核查等，对于药品端产生一定的压力；而在医疗端，公立医院改革，分级诊疗，鼓励社会化办医等成为医改的主旋律，推动医疗机制的不断完善。沿着产业链的各个环节剖析，我们梳理了以下投资机会：
  - **上游药品：监管趋严，创新为王。**去伪存真，鼓励创新，利好坚持创新和国际化的药企，无研发优势和核心品种的仿制药企业生存环境愈发艰难，建议关注君实生物、施美药业、仁会生物、中美福源等；一致性评价给优质 CRO 企业带来市场增量，建议关注赛德盛、先路药业等，药品上市许可持有人制度利好优质 CMO 企业，建议关注合全药业。
  - **上游医疗器械：进口替代+分级诊疗催生大空间。**优胜劣汰，行业进入洗牌期，利好走技术创新路径，高性能器械、微创高值耗材等厂商，建议关注尚沃医疗、爱科凯能、爱源股份等；国产化进程加速以及分级诊疗政策推进，利好优秀大型国产设备厂商及体外诊断试剂企业，建议关注卡姆医疗、辰光医疗、贝斯达、新产业、百傲科技、达瑞生物、明德生物、之江生物等。
  - **中游医药商业：两票制利好商业龙头。**推行两票制：进一步压缩流通加成空间，提升流通效率，行

业聚焦全国性分销龙头，如国药一致、上海医药，以及区域性商业龙头瑞康医药等；医药分开：取消药品加成，推进医药分开，药房托管或成趋势，利好涉及供应链管理模式的流通企业，如南京医药。

- **下游零售药店：有望获取增量。**医药分开和医保药店审批下放利于零售药店获得药品终端市场份额，处方外流是趋势，医院端/药房零售端的市场占比有望逐步降低；药店同质化竞争严重，借助互联网进行差异化营销，打通上游产业链，规模效应和精细化管理提升成本优势，扩大盈利空间，建议关注同健股份、上元堂等。
- **下游医疗服务：分级诊疗与社会化办医持续推进。**分级诊疗带来医疗信息化建设需求，包括配套分级诊疗体系的医保支付、转诊体系、分工协作等信息化建设，建议关注：曼荼罗、宁远科技、华生科技等；国家推动社会化办医及分级诊疗机制推动下，看好专科连锁医疗服务机构，建议关注：华韩整形、可思口腔、丽都整形等；分级诊疗带动第三方服务机构发展，建议关注：蓝海之略、老肯医疗、兰卫检验、益善生物、宝藤生物、洛奇检验等。

■ **新三板医药整体市场回顾：做市比例稍高于整体挂牌企业，60 余家创新层医药企业表现靓丽。**截至 2016 年 6 月 10 日，新三板共挂牌医药企业(按申银万国行业分类标准)444 家，占新三板共挂牌企业比例为 6.08%：其中创新层医药企业 60 家，占全部创新层企业比例为 6.52%；已做市企业 96 家，做市企业占比 21.62%，稍高于整体新三板做市企业占比 20.49%；60 家医药创新层企业中，已做市企业 42 家，做市企业占比 70.00%，稍高于整体新三板创新层做市企业占比 67.50%。从 2015 年资产负债率统计分析，新三板医药企业资产负债率高于创业板医药企业资产负债率，抗风险能力有待提升。从 2015 年盈利角度分析，新三板医药企业销售净利率低于创业板医药企业，而创新层医药企业销售净利率和净资产收益率均优于创业板医药企业。

■ **细分行业回顾：医疗服务成长性最佳，生物制品和医疗服务企业享受高估值。**新三板医药医疗器械和医疗服务企业占比显著高于沪深医药，化学制剂和中药企业占比低于沪深医药市场。新三板医药企业 2013-2015 年营业收入 CAGR 低于创业板医药企业，2013-2015 年净利润 CAGR 高于创业板医药企业，其中医疗服务企业成长性最佳。从估值角度分析，新三板医药做市企业整体估值(2015 年 PE)为 36.0X，为创业板医药整体估值(2015 年 PE 为 77.7X)的 46.4%。新三板医药做市企业化学制剂、生物制品、医疗服务、医疗器械、医药商业、原料药和中药 2015 年 PE 分别为 39.6/88.1/57.5/30.7/28.8/25.7/25.3X，对应创新层做市 2015 PE 分别为 68.0/102.1/45.6/28.8/33.0/19.0/23.4X。生物制品和医疗服务企业估值较高，我们认为与生物制品的高技术壁垒以及医疗服务行业高成长性相关，也是我们重点覆盖的领域。

■ **风险提示：政策不确定性风险、产品质量风险、知识产权风险。**

## 内容目录

刚需下的新常态.....	- 5 -
全年医药板块收入增速有望维持在 10%左右 .....	- 5 -
“大刚需”的背景下行业长期向好发展.....	- 5 -
产业链中觅契机.....	- 6 -
上游—药品：监管趋严，创新为王.....	- 7 -
上游—医疗器械：进口替代+分级诊疗催生大空间.....	- 8 -
中游—医药商业：两票制利好商业龙头.....	- 9 -
下游—零售药店：有望获取增量.....	- 10 -
下游—医疗服务：分级诊疗与社会化办医持续推进 .....	- 10 -
整体市场回顾：60 余家创新层医药企业表现靓丽 .....	- 11 -
市场现状：做市比例稍高于整体挂牌企业，60 余家医药企业进入创新层 .....	- 11 -
业绩回顾：进入创新层医药企业表现靓丽 .....	- 14 -
细分行业回顾：生物制品和医疗服务企业享受高估值 .....	- 17 -
细分领域概况：医疗器械和医疗服务企业占比显著高于沪深医药 .....	- 17 -
成长性分析：净利润复合增长率高于创业板医药企业，医疗服务成长性最佳.....	- 19 -
估值分析：为创业板医药估值的 46.4%，生物制品和医疗服务企业估值较高.....	- 19 -
重点公司梳理 .....	- 20 -
贝斯达 (833638.OC)：国内医学磁共振设备领军企业 .....	- 20 -
华韩整形 (430335.OC)：打造医美专业品牌.....	- 21 -
可恩口腔 (830938.OC)：打造山东口腔连锁第一品牌 .....	- 22 -
百傲科技 (430353.OC)：从“芯”开始，专注个体化用药基因诊断.....	- 23 -
达瑞生物 (832705.OC)：二代测序业务高速发展，三维布局肿瘤诊断与个体化用药市场.....	- 24 -
益善生物(430620.OC)：个体化医疗产业引领者，CanPatrol CTC 具有广阔临床应用前景 ...	- 25 -

## 图表目录

图表 1：2011-2016 年医药制造业收入和利润增速变化 .....	- 5 -
图表 2：周患病率岁年龄变化趋势 .....	- 5 -
图表 3：入院人数增长情况（万人） .....	- 5 -
图表 4：医药行业产业链梳理.....	- 6 -
图表 5：上游药品投资思路 .....	- 8 -
图表 6：上游医疗器械投资思路.....	- 9 -
图表 7：中游医药商业投资思路.....	- 9 -
图表 8：下游零售药店投资思路.....	- 10 -
图表 9：下游医疗服务投资思路.....	- 11 -
图表 10：医药企业占挂牌企业比例为 6.08% .....	- 11 -
图表 11：医药企业占全部创新层企业比例为 6.52% .....	- 11 -

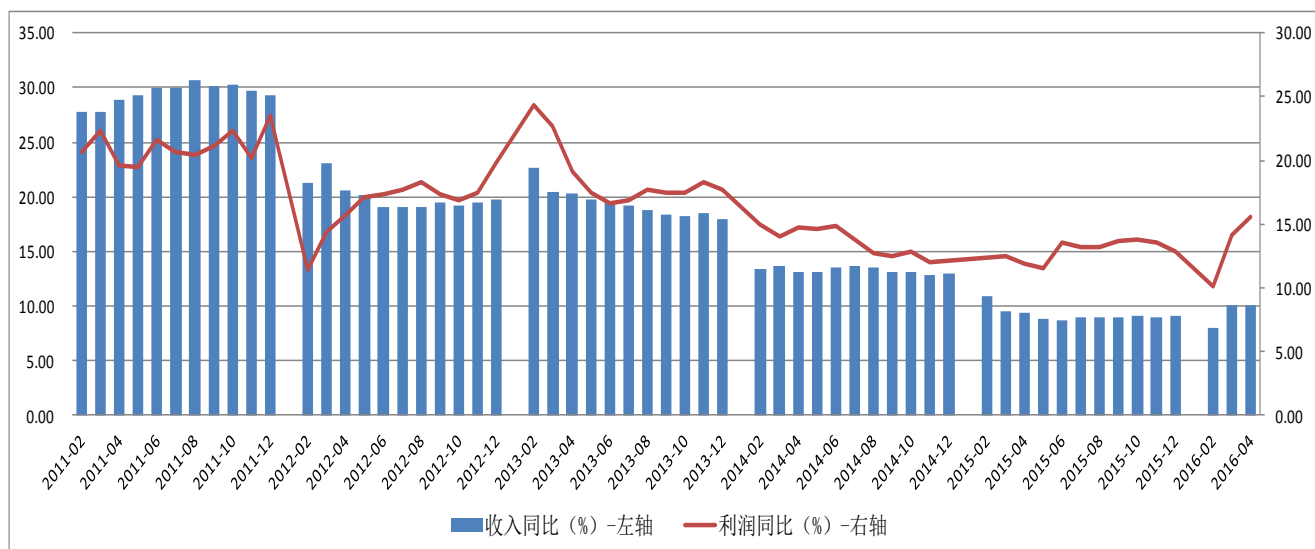
图表 12: 进入创新层医药企业名单 .....	- 12 -
图表 13: 新三板医药企业市值分布 .....	- 13 -
图表 14: 医药企业做市比例稍高于整体新三板企业 .....	- 14 -
图表 15: 医药创新层做市比例稍高于整体创新层 .....	- 14 -
图表 16: 医药做市估值高于整体新三板做市估值 .....	- 14 -
图表 17: 医药做市平均市值高于整体新三板水平 .....	- 14 -
图表 18: 新三板医药企业营业收入分布 .....	- 15 -
图表 19: 进入创新层医药企业营业收入分布 .....	- 15 -
图表 20: 新三板医药企业归母净利润分布 .....	- 15 -
图表 21: 进入创新层医药企业归母净利润分布 .....	- 15 -
图表 22: 2015 年各医药板块资产负债率 .....	- 16 -
图表 23: 创新层医药企业盈利能力优于创业板医药企业 .....	- 16 -
图表 24: 新三板医药企业净利润复合增速优于创业板医药企业 .....	- 17 -
图表 25: 新三板医药企业体量远低于创业板医药企业 .....	- 17 -
图表 26: 新三板医药医疗器械和医疗服务企业占比显著高于沪深医药 .....	- 17 -
图表 27: 新三板医药各细分领域负债率及盈利情况 .....	- 18 -
图表 28: 创新层医药各细分领域负债率及盈利情况 .....	- 18 -
图表 29: 创业板医药各细分领域负债率及盈利情况 .....	- 18 -
图表 30: 沪深医药各细分领域负债率及盈利情况 .....	- 18 -
图表 31: 新三板医药各细分领域成长性分析 .....	- 19 -
图表 32: 创新层医药各细分领域成长分析 .....	- 19 -
图表 33: 创业板医药各细分领域成长分析 .....	- 19 -
图表 34: 沪深医药各细分领域成长分析 .....	- 19 -
图表 35: 各细分领域做市企业估值 (2015 年 PE) 对比 .....	- 20 -
图表 36: 中泰新三板医药主要关注公司及估值一览 .....	- 28 -

## 刚需下的新常态

全年医药板块收入增速有望维持在 10%左右

- **2016 年 1-4 月医药终端数据增速有所回升，难改中低速增长新常态。**从国家统计局数据显示，2016 年 1-4 月的医药制造业收入和净利润的同比增速相比 2015 年均出现不同程度的提升。行业数据的回暖与去年的低基数有关，也与阶段性的政策扰动有关。但在药品招标降价、医保控费、取消药品加成等医改政策趋势下，医药行业全年增速大幅提升的可能性不大，收入规模增速大概率维持在 10%左右的新常态。

图表 1：2011-2016 年医药制造业收入和利润增速变化



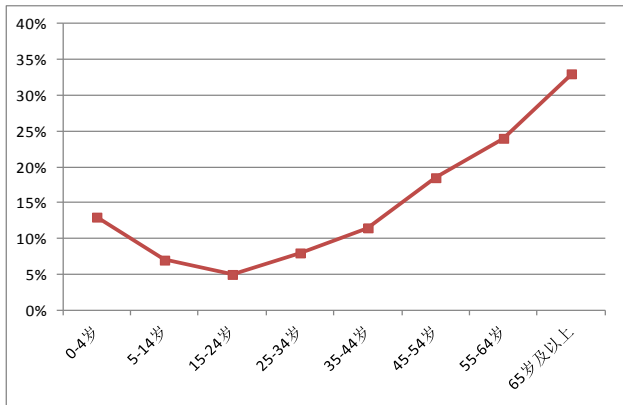
来源：wind，中泰证券研究所

### “大刚需”的背景下行业长期向好发展

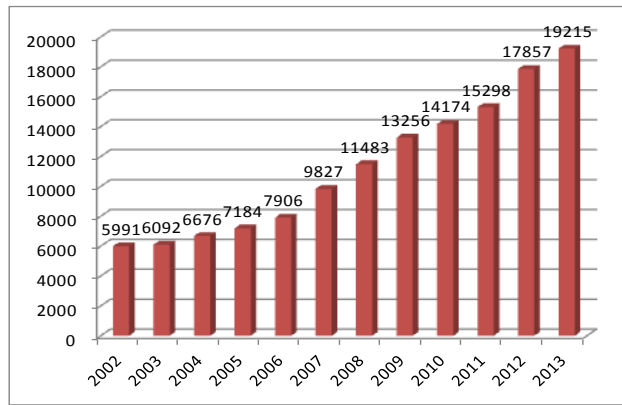
- 虽然近年来医药行业在经历变革和政策面的干扰下增速有所放缓，但在人口老龄化、居民生活水平提高、保健意识增强的大趋势下，慢性病、康复医疗服务、养老、保健等刚性需求不断增加仍将推动行业长期向好发展。

图表 2：周患病率岁年龄变化趋势

图表 3：入院人数增长情况 (万人)



来源：卫生部，中泰证券研究所

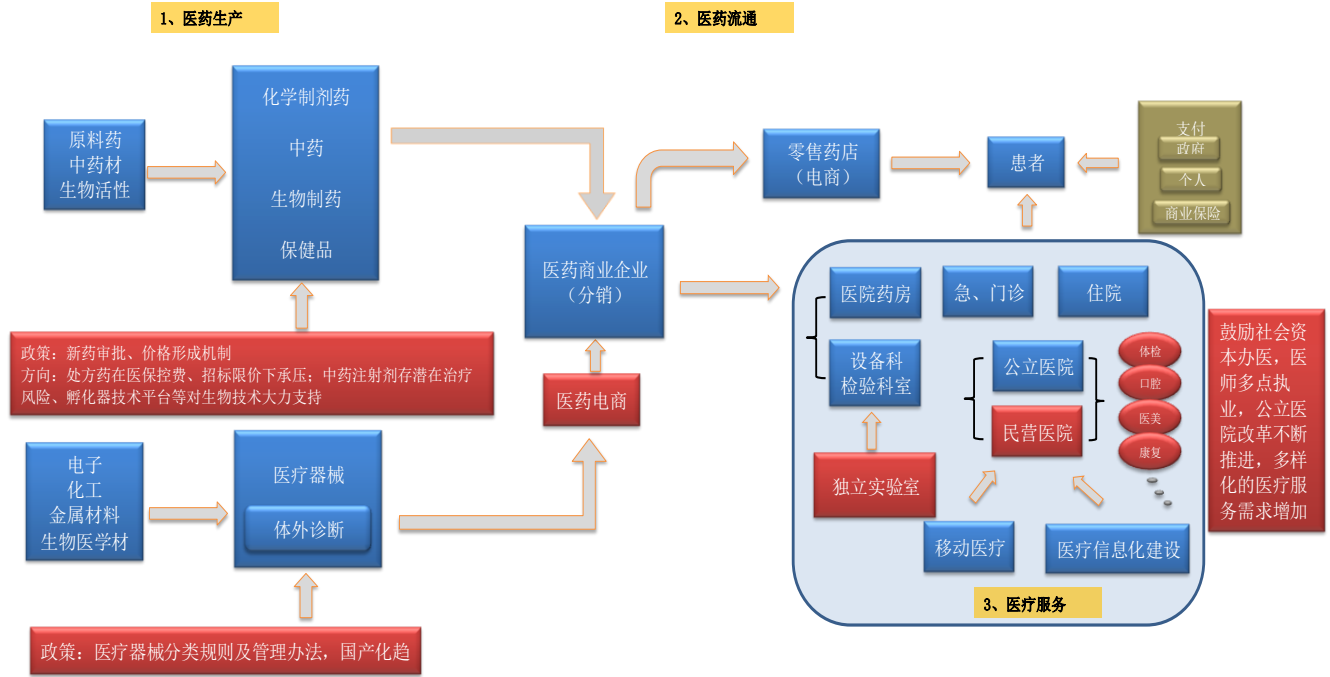


来源：wind，中泰证券研究所

## 产业链中觅契机

- 医药行业的产业链大致可分为上游的生产制造、中游的商业流通以及下游的零售端，产业环节并不复杂，但因医药行业是涉及民生健康的特殊行业，加之医疗体制不够成熟健全，各个环节都有或多或少的问题存在。为了解决行业中存在的问题和矛盾，医疗改革一直在探索中不断推进，这也使得政策导向成为影响行业发展的关键因素。自 2013 年以来，我们可以看到新医改政策“重医轻药”的趋势逐步明朗，在药品端逐步开启供给侧改革，关键词包括：一致性评价、医保控费、招标降价、两票制、药品上市许可人制度、药物临床数据核查等，对于药品端产生一定的压力；而在医疗端，公立医院改革，分级诊疗，鼓励社会化办医等成为医改的主旋律，推动医疗机制的不断完善。下面我们将结合医改的政策路径，沿着产业链的各个环节，寻找医疗健康领域的投资契机。

图表 4：医药行业产业链梳理



来源：中泰证券研究所

### 上游—药品：监管趋严，创新为王

#### ■ 药品招标压力大：

- **相关政策：**2015年2月9日《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》(简称7号文)、2015年6月11日《国家卫生计生委关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》(简称70号文)
- **严苛要求：**坚持以省（区、市）为单位的网上药品采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施。之前非中标产品较难中标：根据上一年度药品采购总金额中各类药品的品规采购金额百分比排序，将占比排序累计不低于80%、且有3家及以上企业生产的基本药物和非专利药品纳入招标采购范围。药品采购预算一般不高于医院业务支出的25%-30%，逐步实现药占比（不含中药饮片）总体降到30%以下。
- **进程及影响：**已有28各省份启动新一轮招标，大部分为双信封和挂网相结合。用量大、市场竞争充分的药品实施双信封带量采购，分层标准各省差异较大，通过一致性评价的药品占优，各省（除新疆外）药品中标价格与其他省市左右联动，限价联动原则增加药品降价压力。

#### ■ 去伪存真，鼓励创新：

- **临床数据核查，史上最严：**2015年7月22日CFDA发布临床数据自查公告，对核查中发现临床试验数据真实性存在问题的相关申请人，3年内不受理其申请。药物临床试验机构存在弄虚作假的，吊销药物临床试验机构的资格；对临床试验中存在违规行为的人员通报相关部门依法查处。将弄虚作假的申请人、临床试验机构、合同

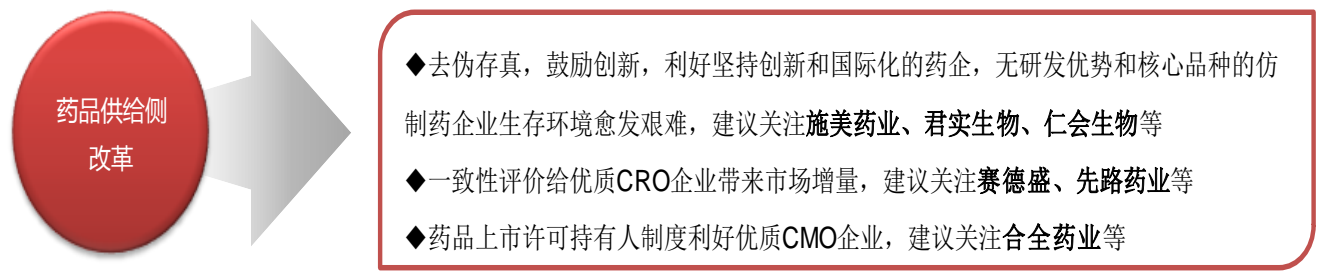
研究组织以及相关责任人员等列入黑名单。2015年7月22日前国家食药监总局收到的1622个待审药品注册申请,其中新药948个,仿制药503个,进口药171个。截至2015年12月31日,申请人主动撤回药品注册申请达1009个。

- **创新药物的“绿色通道”:** 将列入国家科技重大专项和国家重点研发计划、防治艾滋病、恶性肿瘤、重大传染病、罕见病、儿童用药等创新药品和临床急需的专利到期仿制药品列入特殊审批范围;调整进口创新药审批政策,允许境外未上市新药在境外开展临床试验的同时,可以在我国同步开展临床试验;鼓励国内医疗机构参与国际多中心临床试验,对进口创新药通过技术转移到我国进行生产的,简化审批手续。

■ **一致性评价落地,利好CRO龙头企业**

- **仿制药一致性评价落地:** 2016年3月5日《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》,2016年5月26日《关于落实《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》有关事项的公告》。中间陆续发布一些列有关参比试剂、溶出曲线等具体工作程序的指导原则。
- **主要内容及影响:** 1、海外上市品种可豁免一致性评价;2、凡在2007年10月1日前批准上市的、列入国家基本药物目录(2012年版)中的化学药品仿制药口服固体制剂,原则上应在2018年年底完成一致性评价。首批品种数目289个,进入优胜劣汰洗牌期。假设有20%批文进行一致性评价且有50%进行BE实验外包,将催生百亿级市场增量,利好CRO优质企业。

图表5: 上游药品投资思路



来源: 中泰证券研究所

**上游—医疗器械: 进口替代+分级诊疗催生大空间**

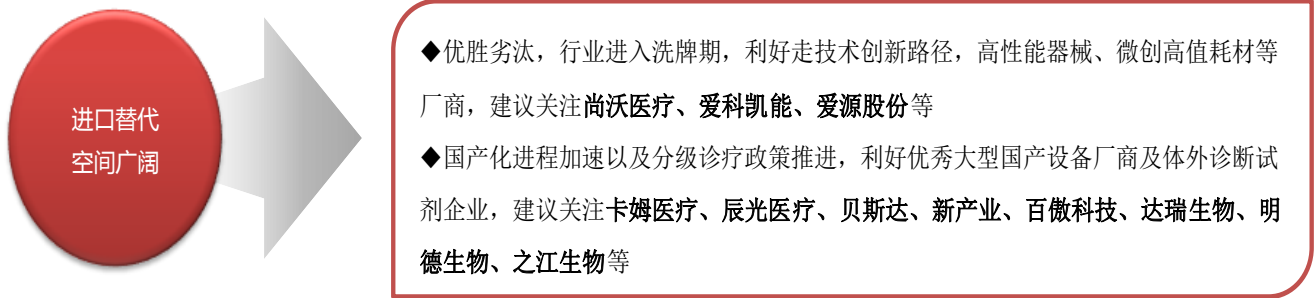
■ **医疗器械行业现状:**

- 规模小——生产企业1.5万家,产值过亿的有300余家,半数以上是外资、合资企业
- 空间大——全球3万亿,我国占比7%;医械占比不到10%,远低于全球42%的平均水平;人均医械费用不足10美元;近10年复合增速25%,远高于全球7.5%的水平
- 2016年4月12日《关于征求医疗器械临床试验现场检查程序和检查要点意见的通知》,医疗器械临床数据核查已启动,行业进入洗牌期,利好创新研发型企业。



- **国产化进程加速**：2014年2月，《创新医疗器械特别审批程序（试行）》；2014年3月，新版《医疗器械监督管理条例》，允许先注册，后生产；2014年12月，第一批优秀国产医疗设备产品遴选完成（包括数字化X线机、彩色多普勒超声波诊断仪和全自动生化分析仪）；2015年5月，《中国制造2025》，重点发展高性能医疗器械；2016年2月，第二批优秀国产医疗设备产品遴选完成（包括医用磁共振成像设备(MRI)、X射线计算机断层摄影设备(CT)、全自动血细胞分析仪、血液透析机、呼吸机、麻醉机和自动分药机等7大类医疗设备）。
- **分级诊疗推升体外诊断试剂用量**：IVD企业（国内600余家）在监管收紧的趋势下将进入洗牌期，行业集中度将进一步提升。分级诊疗推进带来基层市场诊疗需求增加，市场渠道下沉、有中低端产品适合基层常规检查的试剂企业有望获益，利好国产诊断试剂细分领域（生化、化学发光、分子诊断、POCT等）龙头。

图表6：上游医疗器械投资思路



来源：中泰证券研究所

### 中游—医药商业：两票制利好商业龙头

- **“两票制”来临**：2016年4月26日，国务院办公厅印发《关于深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务的通知》，明确要求医改试点省份要在全范围内推广“两票制”。“两票制”的推行主要是为了压缩流通环节的代理商和“过票”公司，提升流通效率。两票制的推行将进一步压缩企业的利润空间，过票企业、小而弱的商业企业逐步被淘汰，推动行业规范整合，逐步聚焦商业龙头。
- **取消药品加成**：2016年4月6日李克强总理召开的国务院常务会议中提出新增试点城市公立医院取消药品加成。在医药分开的大趋势下，医院药房由利润项转变为成本项，给药房托管、供应链管理等创新业务提供了客观条件，医药商业企业可以此为为契机积极探索创新的供应链延伸服务，推进包括集中采购（GPO）、院内物流管理、医疗器械配送、租赁等新增价值服务。

图表7：中游医药商业投资思路

聚焦商业  
龙头

- ◆推行两票制：进一步压缩流通加成空间，提升流通效率，行业聚焦全国性分销龙头，如国药一致、上海医药，以及区域性商业龙头瑞康医药等
- ◆医药分开：取消药品加成，推进医药分开，药房托管或成趋势，利好涉及供应链管理模式的流通企业，如南京医药

来源：齐中泰证券研究所

### 下游—零售药店：有望获取增量

- **药店医保资格审批下放**：2015年10月中旬，国务院印发《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》。其中，被取消的项目中包括取消基本医疗保险定点零售药店和基本医疗保险定点医疗机构的资格审查。2015年12月，人社部印发《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》，明确2015年底前，各地要全面取消社会保险行政部门实施的两定资格审查项目。零售连锁企业可通过提高医保药店比例增加终端销售。
- **医药分开，处方外流引增量**：2016年4月28日《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，强调采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药，同时将于10月底完成制定健全药品供应保障机制的政策措施，其内容预计围绕实行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，组织医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息共享试点，推动医药分开。2014年的药品终端数据显示公立医院终端销售占比69%，取消药品加成将逐步降低“以药养医”的模式对处方外流的阻碍，对于零售药店终端将带来一定增量。

图表 8：下游零售药店投资思路

零售药店  
获取增量

- ◆医药分开和医保药店审批下放利于零售药店获得药品终端市场份额，处方外流是趋势，医院端/药房零售端的市场占比有望逐步降低
- ◆药店同质化竞争严重，借助互联网进行差异化营销，打通上游产业链，规模效应和精细化管理提升成本优势，扩大盈利空间，建议关注同健股份、上元堂等

来源：中泰证券研究所

### 下游—医疗服务：分级诊疗与社会化办医持续推进

- **分级诊疗指标明确**：从时间上看，2016-2020年为分级诊疗政策、落地密集期，2020年全国分级诊疗制度将基本建立。《分级诊疗试点工作考核评价标准》中明确了2017年分级诊疗试点工作的具体标准，总体指标为基层医疗卫生机构建设达标率95%以上，基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗比例的65%以上。
- **分级诊疗催生服务大市场：1、第三方服务**：在分级诊疗框架下，第三

方服务机构（如独立医学实验室、医学影像中心、消毒外包中心等）是医疗服务能力严重不足的基层医疗卫生机构的重要支撑。**2、专科连锁医疗机构：**随着需求供给的精细化和医疗资源、患者的下沉，分级诊疗体系将给连锁经营模式的专科连锁提供发展机遇，加之国家对社会化办医的政策支持推动民营医疗的崛起。**3、医疗信息化：**分级诊疗涉及到的基层医疗信息化建设、转诊、远程医疗、区域医疗信息化平台以及医保控费等都需要信息化作为基础工具满足日常需求，包括就医流程以及慢病管理等数据的统筹管理和分析。

**图表 9：下游医疗服务投资思路**



- ◆ 分级诊疗带来医疗信息化建设需求，包括配套分级诊疗体系的医保支付、转诊体系、分工协作等信息化建设，建议关注：**曼荼罗、宁远科技、华生科技**等
- ◆ 国家推动社会化办医及分级诊疗机制推动下，看好专科连锁医疗服务机构，建议关注：**华韩整形、可恩口腔、丽都整形**等
- ◆ 分级诊疗带动第三方服务机构发展，建议关注：**蓝海之略、老肯医疗、兰卫检验、益善生物、洛奇检验、宝藤生物**等

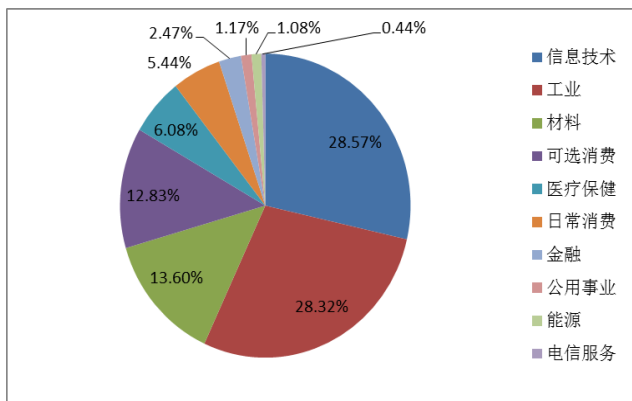
来源：中泰证券研究所

## 整体市场回顾：60 余家创新层医药企业表现靓丽

市场现状：做市比例稍高于整体挂牌企业，60 余家医药企业进入创新层

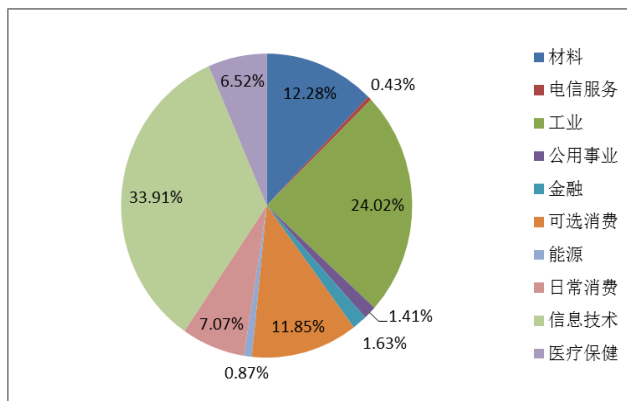
- 进入创新层医药企业 60 家，占全部创新层企业比例为 6.52%，稍高于挂牌比例 6.08%。截至 2016 年 6 月 10 日，根据股转系统数据，新三板共挂牌医药企业（按申银万国行业分类标准）444 家，占新三板共挂牌企业比例为 6.08%，稍低于沪深交易所医药企业占比的 7.45%。根据股转系统发布初步筛选出符合创新层标准的挂牌公司名单，共计有 920 家公司入选。其中创新层医药企业 60 家，占全部创新层企业比例为 6.52%，稍高于挂牌比例。

**图表 10：医药企业占挂牌企业比例为 6.08%**



来源：中泰证券研究所

**图表 11：医药企业占全部创新层企业比例为 6.52%**



来源：中泰证券研究所 数据截至 2016 年 6 月 10 日

**图表 12：进入创新层医药企业名单**

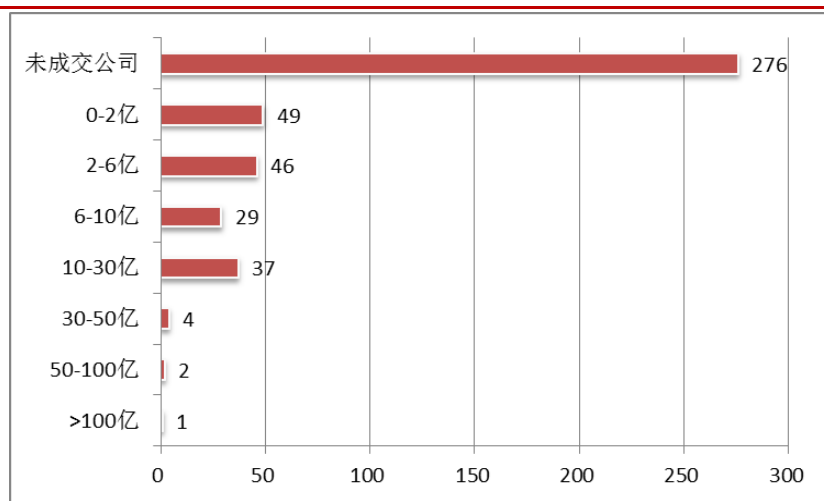
证券代码	证券简称	2015 年收入(亿元)	2015 年净利润(万元)	总市值 (亿元)	转让方式
430005.OC	原子高科	7.09	14705.19	34.33	协议转让
430140.OC	新眼光	1.64	4048.87	10.60	做市转让
430222.OC	璟泓科技	1.07	2342.69	6.73	做市转让
430323.OC	天阶生物	0.47	107.01	8.11	做市转让
430335.OC	华韩整形	3.38	2940.49	11.90	做市转让
430351.OC	爱科凯能	0.64	686.53	1.47	做市转让
430353.OC	百傲科技	0.70	1314.63	7.02	做市转让
430369.OC	威门药业	3.09	3977.44	11.17	做市转让
430492.OC	老来寿	0.56	727.48	3.83	做市转让
430496.OC	大正医疗	0.76	2079.17	3.01	做市转让
430591.OC	明德生物	0.95	3559.65	20.20	协议转让
430620.OC	益善生物	0.57	212.64	7.83	做市转让
830838.OC	新产业	7.32	24911.86	184.64	协议转让
830931.OC	仁会生物	0.00	2459.71	62.31	做市转让
830938.OC	可恩口腔	1.05	1257.08	5.40	做市转让
831049.OC	赛莱拉	0.87	1791.72	11.51	做市转让
831057.OC	多普泰	3.59	4363.94	9.36	做市转让
831088.OC	华恒生物	2.53	4280.12	12.39	协议转让
831173.OC	泰恩康	3.70	4346.28	14.33	做市转让
831186.OC	金鸿药业	2.20	1968.24	6.00	做市转让
831187.OC	创尔生物	0.72	2899.66	7.14	做市转让
831215.OC	新天药业	5.22	4201.05	12.30	协议转让
831257.OC	赛德盛	0.68	1242.00	1.65	协议转让
831265.OC	宏源药业	10.25	7091.73	15.27	做市转让
831397.OC	康泽药业	10.89	5209.88	17.22	做市转让
831550.OC	成大生物	9.43	45770.75	5.47	协议转让
831672.OC	莲池医院	0.88	1229.43	7.08	做市转让
831878.OC	先锋科技	3.54	2994.98	5.87	做市转让
831979.OC	林格贝	1.00	2735.79	10.18	做市转让
832159.OC	合全药业	12.69	33016.82	17.19	协议转让
832257.OC	正和药业	1.52	2890.84	4.28	做市转让
832265.OC	芍花堂	4.49	4388.95	7.88	做市转让
832276.OC	翔宇药业	3.92	5672.37	14.37	做市转让
832278.OC	鹿得医疗	2.41	1794.94	6.65	做市转让
832387.OC	大众口腔	0.58	792.84	0.00	协议转让
832513.OC	汇群中药	2.46	2951.87	0.00	协议转让
832705.OC	达瑞生物	2.01	2905.98	28.49	做市转让
832851.OC	天杭生物	0.78	287.73	1.32	协议转让
832861.OC	奇致激光	1.43	2815.25	6.92	做市转让
832979.OC	弘天生物	0.84	4123.18	0.00	协议转让
833263.OC	大承医疗	1.92	4606.37	9.82	做市转让
833266.OC	生物谷	5.36	6127.04	21.56	做市转让

833379.OC	源和药业	7.28	7965.40	11.30	做市转让
833390.OC	国德医疗	1.14	827.70	1.70	做市转让
833624.OC	维和药业	2.77	7159.28	11.30	做市转让
833638.OC	贝斯达	3.12	8318.06	19.03	做市转让
833695.OC	富士莱	2.45	4860.63	0.00	协议转让
833799.OC	嘉禾生物	6.19	4472.31	0.00	协议转让
833990.OC	迈得医疗	1.45	3218.79	16.30	协议转让
834099.OC	蓝怡科技	3.20	5160.63	0.00	协议转让
834478.OC	东星医疗	1.22	2327.55	5.59	做市转让
834611.OC	老肯医疗	2.28	2114.71	8.61	做市转让
834673.OC	泰宝医疗	0.83	1504.91	9.16	做市转让
834753.OC	兰卫检验	6.08	8231.08	24.39	做市转让
834839.OC	之江生物	1.32	4227.73	39.62	协议转让
834909.OC	汉氏联合	0.80	2075.69	14.39	做市转让
835033.OC	精晶药业	2.20	3403.48	5.71	做市转让
835054.OC	微点生物	0.59	(3118.68)	0.00	协议转让
835259.OC	瀚翔生物	0.97	1353.11	2.60	做市转让
835720.OC	宝藤生物	0.83	1389.22	23.92	做市转让

来源：中泰证券研究所

- 根据交易数据统计，444家医药挂牌企业中，市值超过100亿的有1家企业(新产业)，市值在50-100亿的有2家企业(成大生物和仁会生物)，市值在30-50亿的有4家企业，市值在10-30亿的有37家企业，市值在6-10亿的有29家企业，市值在2-6亿的有46家企业，市值在0-2亿的有49家企业，没有成交记录的企业有276家企业。

图表 13：新三板医药企业市值分布

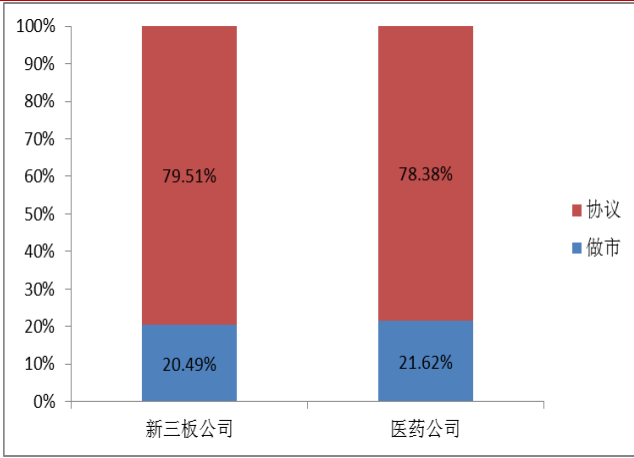


来源：中泰证券研究所

- 医药企业做市比例稍高于整体挂牌企业，医药创新层做市比例稍高于整体创新层。根据转让方式统计，整体新三板7542家挂牌企业中，已做市企业1545家，做市企业占比20.49%。444家医药挂牌企业中，已做市企业96家，做市企业占比21.62%。整体新三板920家创新层企业中，已做市企业621家，做市企业占比67.50%。60家医药创新层企业中，

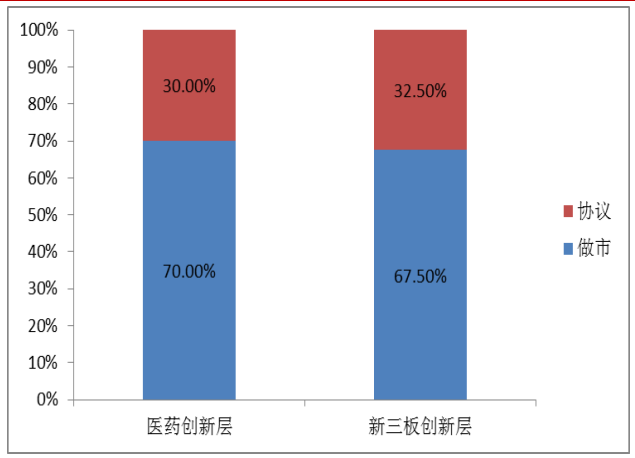
已做市企业 42 家，做市企业占比 70.00%。

图表 14：医药企业做市比例稍高于整体新三板企业



来源：中泰证券研究所

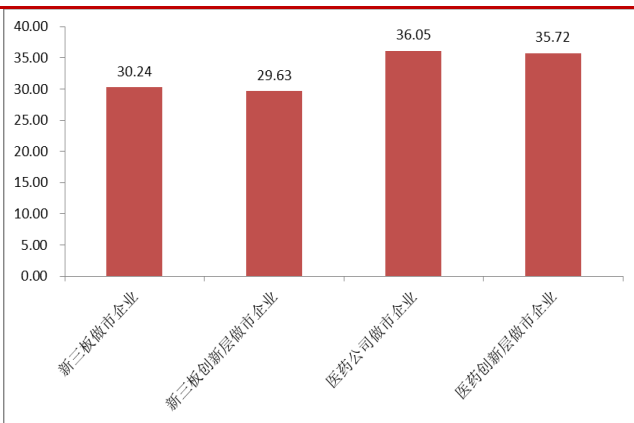
图表 15：医药创新层做市比例稍高于整体创新层



来源：中泰证券研究所

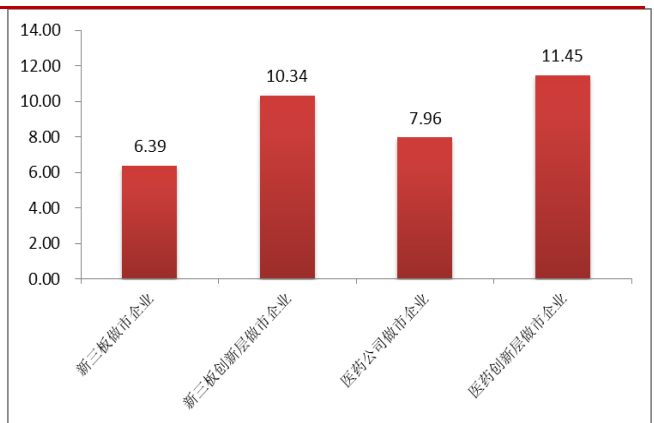
- 从估值（整体法，对应 2015 年 PE）统计来看，医药做市企业 PE 高于整体新三板做市企业估值，医药做市企业平均市值高于整体新三板做市企业平均市值。新三板做市企业 PE 为 30.24，新三板创新层做市企业 PE 为 29.63，医药企业做市企业 PE 为 36.05，医药创新层做市企业 PE 为 35.72。新三板做市企业平均市值为 6.39 亿，新三板创新层做市企业平均市值为 10.34 亿，医药企业做市企业平均市值为 7.96 亿，医药创新层做市企业平均市值为 11.45 亿。

图表 16：医药做市估值高于整体新三板做市估值



来源：中泰证券研究所 说明：市值数据日期 2016 年 6 月 17 日

图表 17：医药做市平均市值高于整体新三板水平

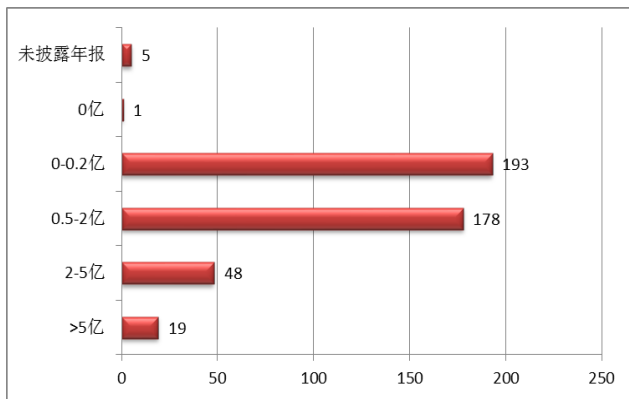


来源：中泰证券研究所 说明：市值数据日期 2016 年 6 月 17 日

### 业绩回顾：进入创新层医药企业表现靓丽

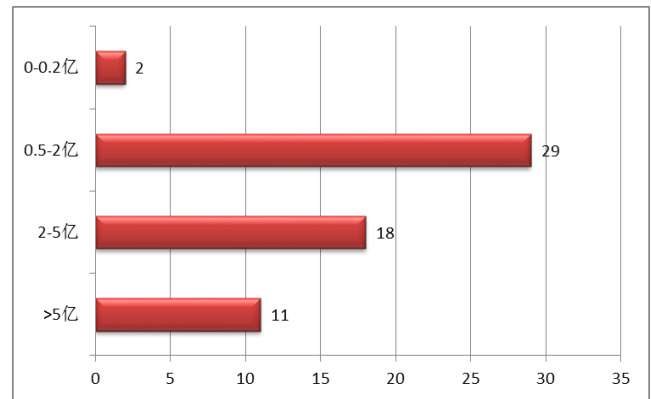
- 444 家新三板共挂牌医药企业中，共有 439 家新三板企业披露年报，5 家企业未能按期披露年度报告。
- 根据营业收入规模统计，444 家医药挂牌企业中，营业收入超过 5 亿的企业 19 家，营业收入为 2-5 亿的企业 48 家，营业收入 0.5-2 亿的企业 178 家，营业收入 0-0.2 亿的企业 193 家，收入为 0 的企业 1 家，未披露年报的企业 5 家。60 家医药创新层企业中，营业收入超过 5 亿的企业 11 家，营业收入为 2-5 亿的企业 18 家，营业收入 0.5-2 亿的企业 29 家，营业收入 0-0.2 亿的企业 2 家。

图表 18: 新三板医药企业营业收入分布



来源: 中泰证券研究所

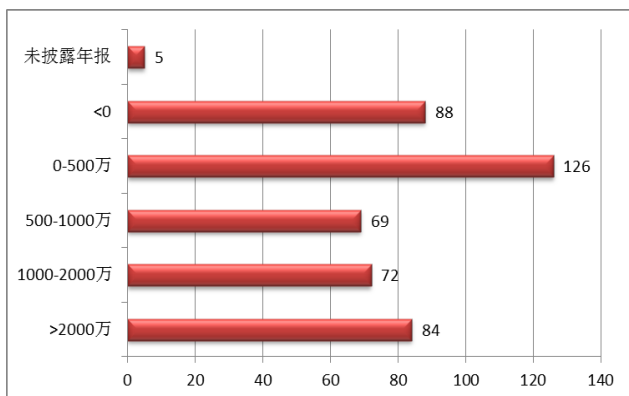
图表 19: 进入创新层医药企业营业收入分布



来源: 中泰证券研究所

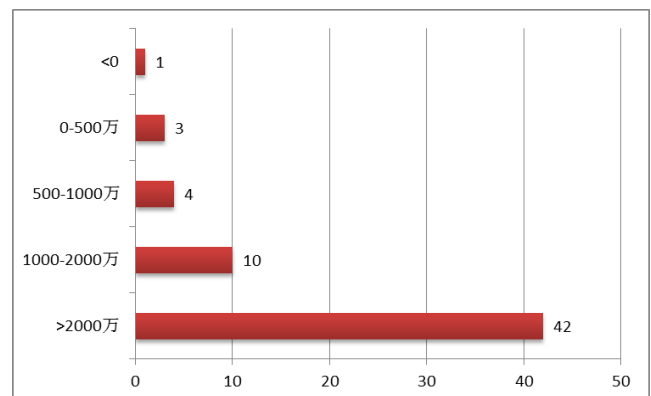
- 根据归母净利润规模统计, 444 家医药挂牌企业中, 净利润超过 2000 万的企业 84 家, 净利润为 1000-2000 万的企业 72 家, 净利润为 500-1000 万的企业 69 家, 净利润为 0-500 万的企业 126 家, 净利润小于 0 的企业 88 家, 未披露年报的企业 5 家。60 家医药创新层企业中, 净利润超过 2000 万的企业 42 家, 净利润为 1000-2000 万的企业 10 家, 净利润为 500-1000 万的企业 4 家, 净利润为 0-500 万的企业 3 家, 净利润小于 0 的企业 1 家。

图表 20: 新三板医药企业归母净利润分布



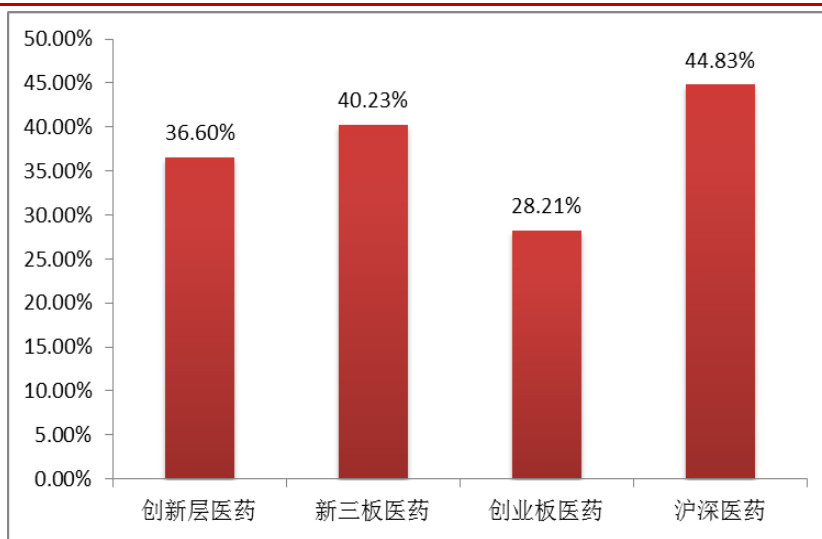
来源: 中泰证券研究所

图表 21: 进入创新层医药企业归母净利润分布



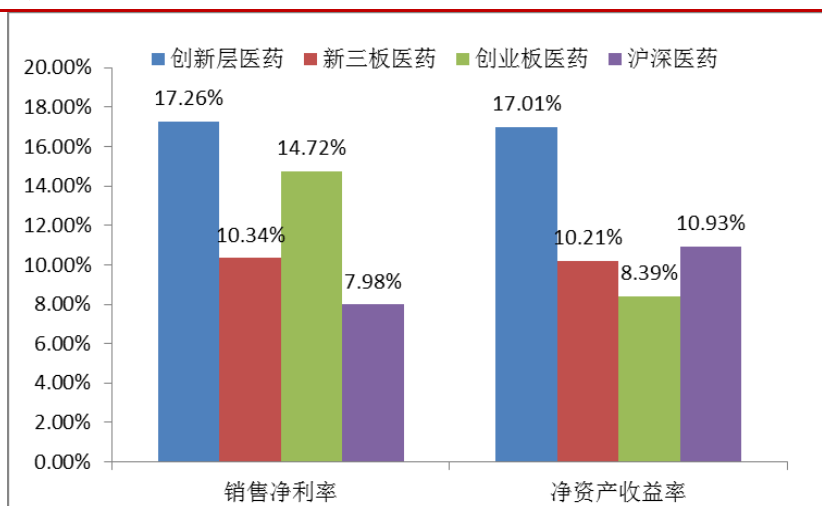
来源: 中泰证券研究所

- 从 2015 年资产负债率统计分析, 新三板医药企业资产负债率高于创业板医药企业资产负债率, 抗风险能力有待提升。根据 2015 年年报数据 (整体法计算), 新三板创新层医药企业资产负债率为 36.60%, 整体新三板医药企业资产负债率为 40.23%, 创业板医药企业资产负债率为 28.21%, 沪深医药企业资产负债率为 44.83%。

**图表 22：2015 年各医药板块资产负债率**


来源：中泰证券研究所

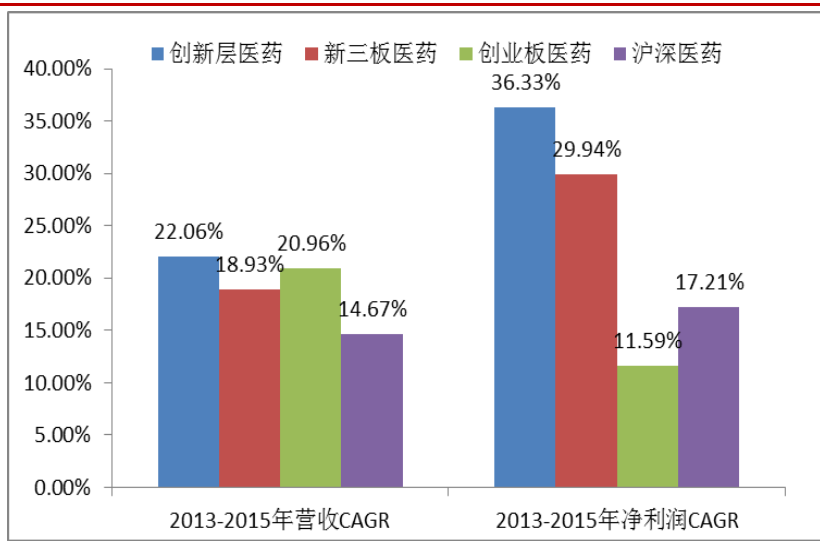
- 从 2015 年盈利角度分析，新三板医药企业销售净利率低于创业板医药企业，而创新层医药企业销售净利率和净资产收益率均优于创业板医药企业。根据 2015 年年报数据（整体法计算），创新层医药企业、新三板医药企业、创业板医药企业和沪深医药企业销售净利率分别为 17.26%、10.34%、14.72%、7.98%。创新层医药企业、新三板医药企业、创业板医药企业和沪深医药企业净资产收益率分别为 17.01%、10.21%、8.39%、10.93%。

**图表 23：创新层医药企业盈利能力优于创业板医药企业**


来源：中泰证券研究所

- 从 2013-2015 年成长角度分析，新三板医药企业净利润复合增速显著优于创业板医药企业，主要原因在于新三板医药企业净利率有所提升，而同期创业板公司净利率下降。整体法计算创新层医药企业、新三板医药企业、创业板医药企业和沪深医药企业 2013-2015 年营收 CAGR 分别为 22.06%、18.93%、20.96%、14.67%。创新层医药企业、新三板医药企业、创业板医药企业和沪深医药企业 2013-2015 年净利润 CAGR 分别为 36.33%、29.94%、11.59%、17.21%。



**图表 24：新三板医药企业净利润复合增速优于创业板医药企业**


来源：中泰证券研究所

## 细分行业回顾：生物制品和医疗服务企业享受高估值

细分领域概况：医疗器械和医疗服务企业占比显著高于沪深医药

- 新三板医药企业体量远低于创业板医药企业。根据 2015 年年报数据（整体法计算），新三板医药企业总资产均值、净资产均值、营业收入均值、净利润均值分别为 1.96、1.16、1.14、0.12 亿，创新层医药企业总资产均值、净资产均值、营业收入均值、净利润均值分别 4.60、2.87、2.83、0.49，远低于创业板医药企业。

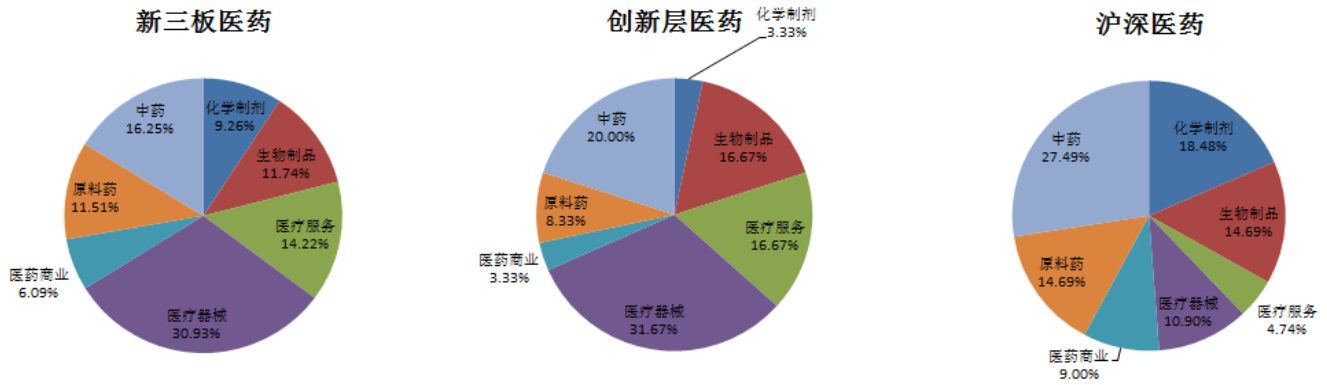
**图表 25：新三板医药企业体量远低于创业板医药企业**

	企业家数	总资产均值(亿元)	净资产均值(亿元)	营业收入均值(亿元)	净利润均值(万元)
新三板医药	444	1.96	1.16	1.14	1180.89
创新层医药	60	4.60	2.87	2.83	4888.70
创业板医药	56	22.00	15.12	8.62	12686.13
沪深医药	211	53.96	27.95	38.26	30539.56

来源：中泰证券研究所

- 按申万行业分类，新三板医药医疗器械和医疗服务企业占比显著高于沪深医药，化学制剂和中药企业占比低于沪深医药市场。新三板医药化学制剂、生物制品、医疗服务、医疗器械、医药商业、原料药、中药企业占比分别为 9.26%、11.74%、14.22%、30.93%、6.09%、11.51%、16.25%，医疗器械和医疗服务企业占比显著高于沪深医药市场，化学制剂和中药企业占比低于沪深医药市场。创新层医药化学制剂、生物制品、医疗服务、医疗器械、医药商业、原料药、中药企业占比分别为 3.33%、16.67%、16.67%、31.67%、3.33%、8.33%、20.00%。

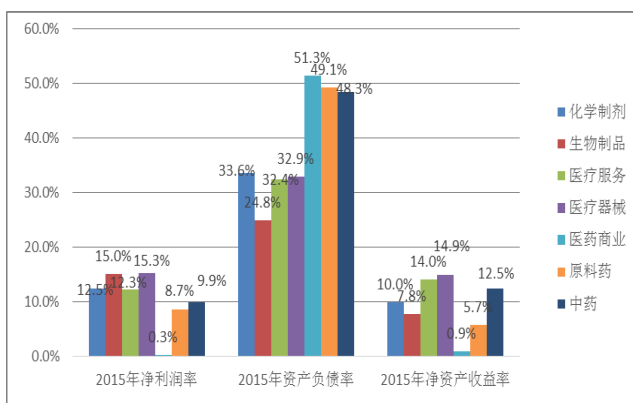
**图表 26：新三板医药医疗器械和医疗服务企业占比显著高于沪深医药**



来源：中泰证券研究所

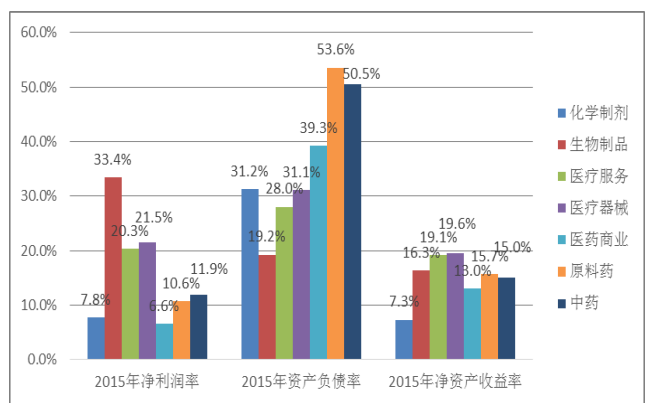
■ **净利润率方面**，新三板医药企业整体低于创业板医药企业，其中，新三板医药原料药企业的净利润率（8.7%）显著低于创业板医药原料药企业（19.3%）。**资产负债率方面**，新三板医药企业整体高于创业板医药企业，其中，新三板医药原料药（49.1%）、中药（48.2%）显著高于创业板医药原料药（29.9%）、中药企业（29.1%）。**净资产收益率方面**，新三板医药企业整体高于创业板医药企业，其中新三板医疗器械企业（14.9%）、中药企业（12.5%）显著高于创业板医药医疗器械（9.0%）、中药企业（7.0%）。

图表 27：新三板医药各细分领域负债率及盈利情况



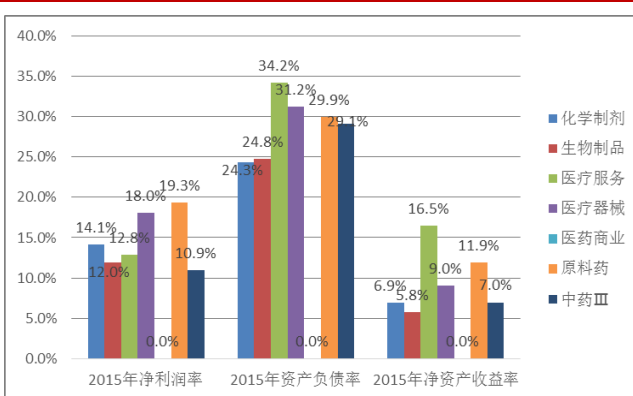
来源：中泰证券研究所

图表 28：创新层医药各细分领域负债率及盈利情况



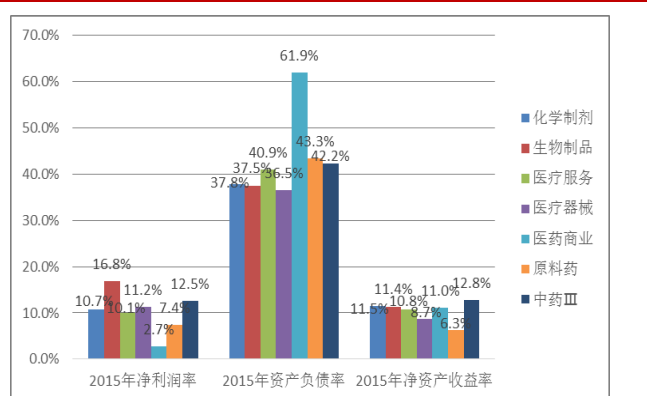
来源：中泰证券研究所

图表 29：创业板医药各细分领域负债率及盈利情况



来源：中泰证券研究所

图表 30：沪深医药各细分领域负债率及盈利情况



来源：中泰证券研究所

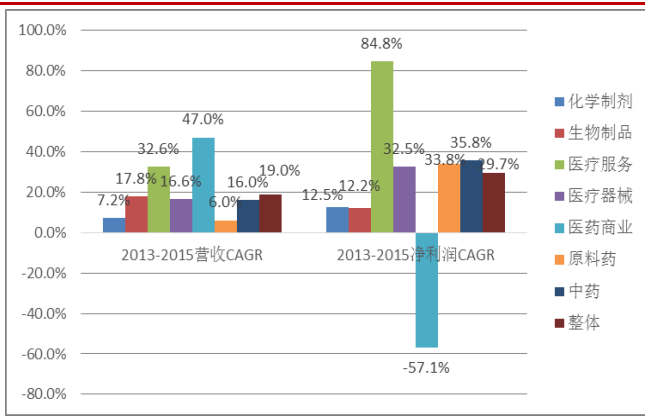
来源：中泰证券研究所 说明：创业板无医药商业上市公司

来源：中泰证券研究所

**成长性分析：净利润复合增长率高于创业板医药企业，医疗服务成长性最佳**

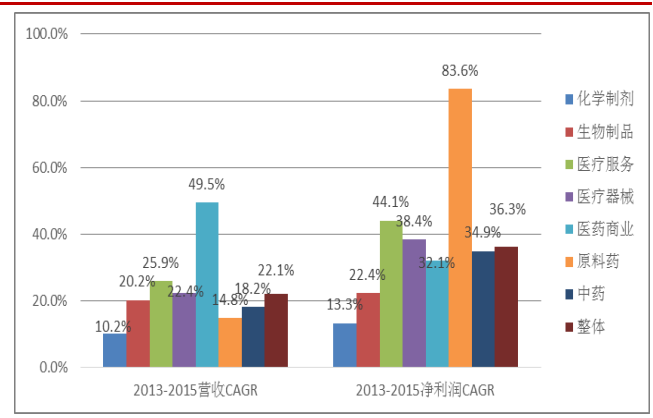
- 从 2013-2015 年营业收入复合增长率角度分析，新三板医药企业整体低于创业板医药企业，其中，新三板医药化学制剂企业 (7.2%)、原料药企业 (6.0%) 显著低于创业板医药化学制剂企业 (22.9%)、原料药企业 (18.6%)。从 2013-2015 年净利润复合增长率角度分析，新三板医药企业整体高于创业板医药企业，其中，新三板医药生物制品企业 (12.2%)、医疗服务企业 (84.8%) 显著高于创业板医药生物制品企业 (-9.6%)、医疗服务企业 (33.7%)。新三板医药商业 2013-2015 年净利润复合增长率大幅下降主要系实杰生物 2015 年亏损所致。新三板医药各细分领域中，医疗服务成长性最佳。

**图表 31：新三板医药各细分领域成长性分析**



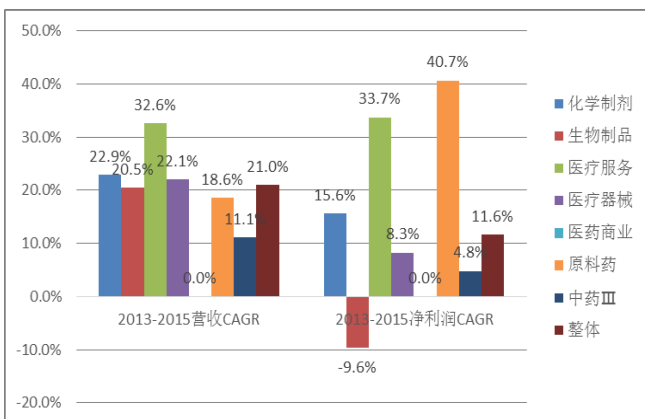
来源：中泰证券研究所

**图表 32：创新层医药各细分领域成长分析**



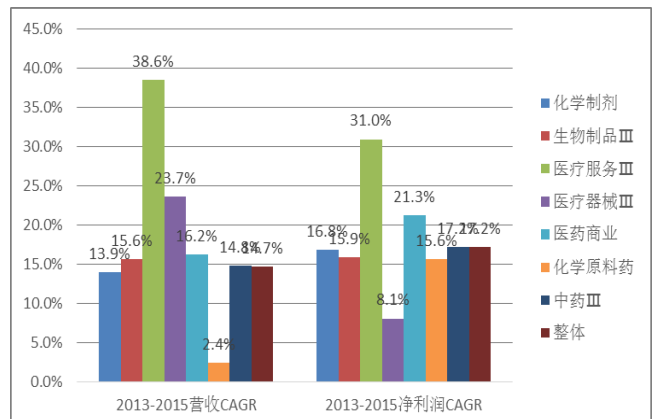
来源：中泰证券研究所

**图表 33：创业板医药各细分领域成长分析**



来源：中泰证券研究所

**图表 34：沪深医药各细分领域成长分析**



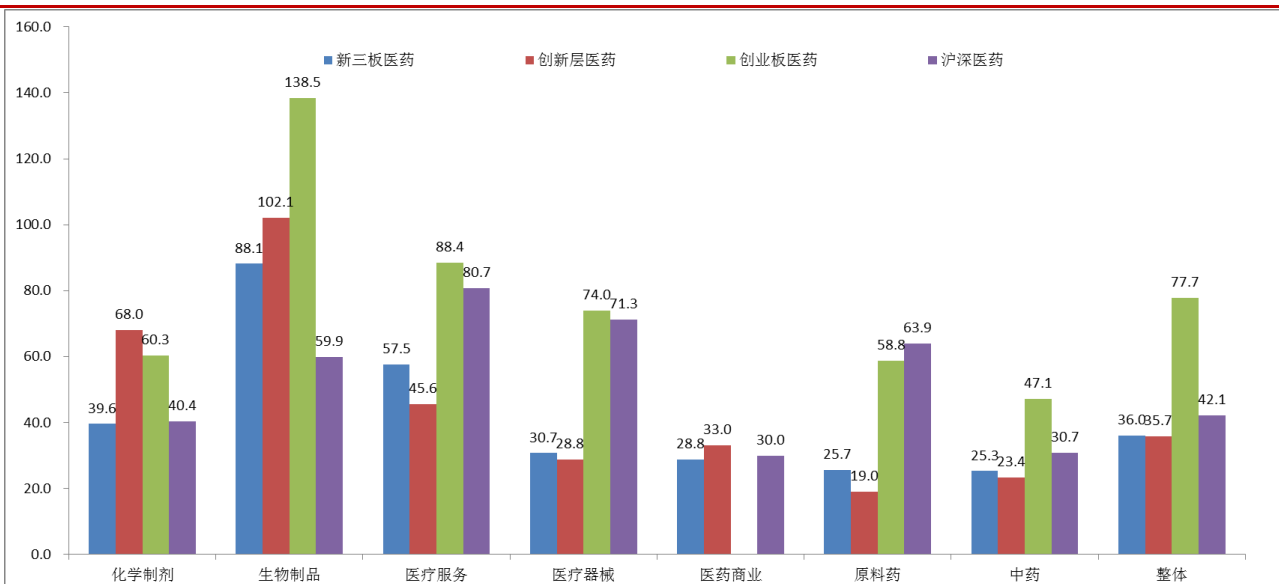
来源：中泰证券研究所

**估值分析：为创业板医药估值的 46.4%，生物制品和医疗服务企业估值较高**

- 从估值角度分析，新三板医药做市企业整体估值(2015 年 PE)为 36.0X，为创业板医药整体估值 (2015 年 PE 为 77.7X) 的 46.4%。新三板医药做市企业化学制剂、生物制品、医疗服务、医疗器械、医药商业、原料

药和中药 2015 年 PE 分别为 39.6/88.1/57.5/30.7/28.8/25.7/25.3X，对应创新层做市 2015 PE 分别为 68.0/102.1/45.6/28.8/33.0/19.0/23.4X。生物制品和医疗服务企业估值较高，我们认为与生物制品的高技术壁垒以及医疗服务行业高成长性相关，也是我们重点覆盖的领域。

**图表 35：各细分领域做市企业估值（2015 年 PE）对比**



来源：中泰证券研究所 市值数据日期 2016 年 6 月 17 日

## 重点公司梳理

### 贝斯达（833638.OC）：国内医学磁共振设备领军企业

- 国内医学磁共振设备领军企业。**公司创立于 2000 年，总部位于中国深圳，是一家集高端医学影像与放射治疗产品的研发、制造、销售和服务为一体的专业制造商。公司产品包括永磁型磁共振系列、超导型磁共振系列、X 线放射影像系列（DR）、彩色超声系列、核医学（ECT）系列、医疗信息化软件等。目前永磁型磁共振、超导型磁共振两个系列为公司的主导产品，合计收入占比在 80% 左右。公司近 3 年营业收入和业绩实现稳步增长，2015 年公司营业收入为 3.12 亿元，净利润 8318 万元。
- 核磁设备进口替代空间需开拓。**从全球医用核磁共振行业发展来看，2010 年到 2013 年间核磁共振设备的装机量保持了 10% 以上的增速，而与美、日等发达国家相比，我国医用磁共振设备的普及程度处于较低水平，未来发展空间广阔。由于我国核磁技术发展起步较晚，目前国内的 70%-80% 的市场份额仍被国外厂商占据。但近年来，随着国家对国产医疗器械产业的扶持及研发技术水的提升，国内涌现出越来越多优秀的器械厂商，国产器械的进口替代空间很大，但需要进一步的挖掘和拓展，首先技术攻关是前提，其次国内厂商通过售后服务、渠道下沉、从民营医院切入等差异化的路径可以逐渐建立品牌效应，紧跟市场需求与国外厂商形成差异化竞争。
- 技术优势奠定行业地位。**通过十多年的建设和培养，公司已具有一支技术精湛、经验丰富的稳定的研发团队，并与国内大学、国际公司进行合作。公司核磁类产品包括永磁型磁共振（MRI）系列（0.2T、0.3T、0.35T、

0.42T、0.5T)和超导型磁共振(MRI)系列(0.7T、1.2T、1.5T),其中永磁型磁共振设备市占率居于国内首位;除了主导的核磁类产品外,公司同时拥有X射线、彩超和ECT产品注册证,影像类产品不断丰富;公司在研储备项目已从诊断领域开始向治疗领域布局。

- **渠道优势打开成长空间。**公司拥有强大的销售团队(约100人),客户网络覆盖全国29个省、直辖市、自治区,渠道建设已初显成效。公司产品主要面向医院销售,采取直销与经销相结合的销售模式,直销和经销的比例为7:3,现已建成覆盖全国的营销网络,成功打进德国、瑞士等欧洲强国,带动海外业务快速发展。目前磁共振成像系统和数字X射线机的装机量均超过400台,已积累了逾600家医院客户,不断完善的营销网络将为公司新增产品提供渠道铺垫,实现渠道共享,打开成长空间。
- **盈利预测与估值:**公司在核磁领域有差异化的产品和有望进口替代的高端产品不断进入市场,X射线和彩超业务有望在近两年不断放量,预计未来三年公司规模和业绩将实现稳步提升,年复合增速保持在20%以上。2015年公司实现净利润8318万元,2016年有望突破1亿元,目前公司总市值18.56亿元,对应2015年22倍,建议投资者积极关注。
- **风险提示:**技术升级风险;经营性现金流量净额较低的风险;

#### 华韩整形(430335.OC):打造医美专业品牌

- **现代消费升级开启医美新时代。**医疗美容行业具有消费和医疗的双重属性。从需求端来看,随着人均可支配收入不断增加,物质型消费向服务型消费升级正在进行中。在3.4亿女性消费群体创造的“她经济”时代,“美无止境”催生医美市场的庞大需求。从供给端来看,政策推动下行业日趋规范化的发展以及医美技术的更新迭代保障了旺盛需求下行业持续稳定的良性发展。据统计,2013年我国共实施480万例医疗美容术,市场规模约47亿美元,而每万人进行整容手术的次数仅为10次,相比国外,我国医美行业还有很大发展空间;目前行业集中度较低,医美机构规模普遍较小,未来存在较大整合空间。
- **“JCI标准服务+医教研结合”保驾护航。**对于医美机构,专业性和服务质量是赢得消费者信赖的关键因素。公司以JCI国际标准对旗下医院进行规范化管理和运营,下属南京友谊医院是国内唯一一家通过JCI认证的整形美容医院,其他两家机构在医疗流程上参照执行JCI标准,2016年申请认证。公司医教研相结合的办医路线使公司保持高水平的医疗技术核心竞争力,同时通过与南京医科大学密切合作,培养储备了丰富的人才资源。
- **集团化运营、规范化连锁复制助力公司加速成长。**公司集团化的运营模式提升管理效率的同时,有效保障了新院的可复制性,促进连锁规模的扩大;公司采取“1+N”的连锁扩张模型,通过轻资产模式加速布局;按照公司的规划,优先选择长三角、珠三角、西南地区(重庆、成都)、京津冀等人均可支配收入较高、医美需求较大的地区进行全国网络布局。目前公司已在稳固现有网点(山东、北京、江苏)的基础上,分别在长沙和成都收购两家机构,并通过收购南京奇致进一步巩固南京市场的优势地位。现有网点的业绩释放和全国网点的加速扩张将推动公司业务持

续高增长。

- **盈利预测：**公司为医疗美容连锁经营机构，目前旗下已有六家机构运营，未来将加速全国的网络布局，收入规模有望保持较高增速。考虑到公司新收购标的的业绩贡献，我们上调盈利预测，预计 2016-2018 年公司的营业收入分别为 5.23/7.30/9.31 亿元；归属母公司净利润分别为 44.44/63.53/99.46 百万元，对应 EPS 分别为 0.57/0.82/1.28 元。建议投资者积极关注。
- **风险提示：**医疗风险；扩张不达预期风险；

#### 可恩口腔 (830938.OC)：打造山东口腔连锁第一品牌

- **山东口腔连锁的先行者。**公司为专业从事口腔医疗服务的连锁机构，定位中高端，优先布局山东区域，目前已分别在德州、济南和潍坊设立德州口腔医院、济南花园路可恩口腔医院、可恩山东国际种植牙中心、济南和谐广场口腔医院、济南高新区口腔医院、潍坊市可恩口腔医院 6 家连锁机构，是山东首家规模化的中高端口腔连锁机构，2012-2015 年公司营业收入的年复合增速超过 60%。
- **口腔医疗行业孕育巨大机会。**我国存在口腔患病率高，就诊率低的现状，且口腔医师资源匮乏，国际公认的口腔科医生与人口的比例约为 1：2000，而我国这一指标为 1：12000，每万人对应的口腔医师数量仅为发达国家的 15%-20%。目前口腔医疗在国内市场整体规模较小，仅占到全国卫生机构收入的 1%。我们认为，在老龄化的趋势下，随着国民生活水平的不断提高和口腔保健意识的日益加强，口腔医疗行业存在巨大的提升空间。我们从格局和业务两个角度分析了行业的发展趋势，认为多元化医疗体制的推进催生了民营口腔医院的快速崛起，由于口腔医疗服务存在一定服务半径，连锁经营模式成为民营口腔医疗机构的最佳选择，且从国外经验来看，口腔连锁的经营或将长期维持较为分散的格局。而从具体的业务发展趋势来看，正畸、种植牙等具备高附加值的项目将成为引领行业发展的主力，同时也是民营机构相对公立医院进行差异化定位的优势领域。
- **人才+管理+科研的“三剑合璧”。**对于医疗服务机构，人才是关键，管理是保障，科研是动力，公司在人才、管理和科研三个方面各有所长，形成连锁经营模式的独特优势。在人才方面，公司具有雄厚的人才基础，独特的垂直细分式人才培养机制加速了公司专业化人才的储备，公司同时与多家省内外知名医院建立长期战略合作伙伴关系，保证了人才的进一步的进修渠道；在管理方面，公司采取“双核运营”的管理模式，对运营和技术进行了专有分工，有效提升了公司运转效率；公司一直重视科研投入，保持技术创新是公司持续发展的基础，公司历年的研究经费支出占收入的 6%以上，2012 年初至 2013 年中，共累计启动 15 个项目研发，为保持技术创新的不断升级，公司建立技术创新机制，促进学术、科研与临床的同步发展。
- **区域连锁模式加速公司扩张步伐。**山东是中国的经济大省，但口腔医疗服务尚处于发展初期，公司立足山东区域中高端口腔连锁机构的发展，填补了市场空白，具有一定先发优势，且目前省内尚未有公司同等规模的民营口腔机构。连锁模式加快了公司的扩张步伐，截至 2015 年底公

司已在省内开设 6 家连锁机构，且公司品牌效应初现，标准化复制能力大幅提升。未来 2-3 年公司计划继续深耕山东市场，在全省各地级市相继建立标准化的口腔连锁机构，通过连锁化的复制模式，有望打造成为山东口腔连锁的第一品牌。

- **盈利预测：**公司的标准化复制模式已日趋成熟，近 3 年公司在山东省内的连锁布局有望逐步加快，公司收入规模和业绩将保持高速增长，我们预测：2016-2018 年公司营业收入分别为 2.02 亿元、3.44 亿元和 5.00 亿元；同比增速分别为 92.19%、70.52%和 45.2%；2016-2018 年公司净利润分别为 23.38、41.73 和 60.42 百万元；同比增速分别为 86.00%、78.47%和 44.79%。按照公司现有 3600 万股本计算，对应 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.65、1.16 和 1.68 元。
- **风险提示：**医疗风险；扩张不达预期风险；

#### 百傲科技 (430353.OC)：从“芯”开始，专注个体化用药基因诊断

- **聚焦个体化用药基因诊断的芯片企业，处于快速发展阶段。**公司是一家专注于个体化用药基因诊断产品开发、生产、销售业务的高新技术企业，主要产品和服务包括体外诊断试剂、体外诊断仪器、耗材及基因检测产品开发服务四类。2015 年诊断试剂收入占营业收入的 98.01%，主要产品包括 CYP2C19 试剂盒、ALDH2 试剂盒、CYP2C9 和 VKORC1 试剂盒、MTHFR 试剂盒等。近几年公司处于快速发展阶段：2014 年、2015 年公司营业收入分别为 3937 万、6989 万，同比增长 115.00%、77.53%。2014 年、2015 年归母净利润分别为 577 万、1315 万，同比增长 1180.05%、127.64%。2014 年、2015 年公司毛利率分别为 87.16%、89.25%。
- **国内伴随诊断市场 CAGR 达 28%，基因芯片为伴随诊断常用技术之一。**据 Visiongain 预测，2011 年到 2021 年全球伴随诊断市场将以 20%以上的年度复合增长率（CAGR）增长，国内预计 2010-2021 年的复合年增长率为 28.0%，增速高于全球水平。分子诊断是伴随诊断的核心技术，通过分子诊断技术对变异基因进行检测，明确不同病人适宜的物种种类和剂量，既可以减少药品的不良反应，也可以在很大程度上减少医疗费用。基因芯片作为分子诊断的常用技术之一，具有快速方便、适合批量检测等特点，可应用于科研和临床市场，CFDA 共审批通过了 6 家单位的 22 个基因芯片试剂盒，应用范围包括靶向用药、遗传病检测、病毒分型、药物代谢等方面。
- **专注基因芯片研产销，先发优势明显。**公司重视研发，2013-2015 年公司研发支出分别占当期营业收入的 14.98%、19.31%、13.69%，计划在 2016 年完成 6 个新产品的临床研究，并提交注册申请。公司在 2009 年获得了国内首个个体化用药基因检测试剂的医疗器械注册证——CYP2C19 基因检测试剂盒，截至到 2012 年获得了 4 个个体化用药基因检测的试剂盒，先发优势明显。公司基于显色型生物芯片技术形成了样本 DNA 提取、基础原料制造、芯片制造、探针和引物设计、芯片杂交、结果获取等位基因检测技术产品闭环。公司产品原料 99%实现国产化，松江年产 200 万人份新生产基地已投入使用。公司开拓了近 300 家三甲

医院客户，积累了近 70 万人份数据，市场把控力强，未来拟注重对现有市场的“深耕细作”。

- **立足心血管，拓展新领域，MTHFR 试剂盒在优生领域或大有可为。**公司 CYP2C19、ALDH2、CYP2C9 和 VKORC1、MTHFR 试剂盒等主打产品均可用指导心血管相关疾病的个体化用药，将受益于庞大的心血管患病人群，应用前景广阔。同时，公司积极探索产品的延伸应用，其中 CYP2C19 试剂盒和 CYP2C9 试剂盒有望在质子泵抑制剂、抗抑郁药、抗癫痫药、抗肿瘤药、降血糖药、镇静催眠药等方面提供个体化用药指导，ALDH2 也可作为高血压、帕金森、糖尿病、骨质疏松等多种疾病的易感基因，MTHFR 基因型与孕期叶酸补充方案密切相关。我们认为随着优生优育理念的推广和二胎政策放开，MTHFR 试剂盒在优生领域或大有可为，同时客户与数据积累优势将成为公司拓展业务和寻求合作的着力点，有望为公司带来新的业绩增长点。
- **盈利预测预估值分析。**我们预测公司：2016-2018 年营业收入分别为 1.08 亿、1.60 亿、2.28 亿，同比增速分别为 54.8%、47.7%、42.7%；2016-2018 年归母净利润分别为 2025 万、3196 万、4917 万，同比增速分别为 54.00%、57.88%、53.83%；2016-2018 年 EPS 分别为 0.40、0.63、0.96 元，对应公司 2016-2018 年 PE 为 37.34/23.65/15.38X。A 股可比公司 2016-2018 年预测 PE 均值为 96.28/65.86/49.74X；新三板可比公司 2016-2018 年预测 PE 均值为 61.65/47.15/30.53X。我们认为公司专注于个体化用药基因诊断领域，形成了样本 DNA 提取、基础原料制造、芯片制造、探针和引物设计、芯片杂交、结果获取等基因芯片产品闭环，开拓了近 300 家三甲医院客户，积累近 70 万人份数据，先发优势明显，未来有望维持高成长。首次覆盖，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**技术升级风险；经销商管理风险；控制人丧失控制权风险

**达瑞生物 (832705.OC)：二代测序业务高速发展，三维布局肿瘤诊断与个体化用药市场**

- **深耕二代测序和高端免疫产品，2015 年二代测序业绩表现亮眼。**公司是集体外诊断产品研发、生产、销售和技术服务咨询为一体的生物医药高新技术企业：试剂方面，公司致力于二代测序技术和高端免疫技术产品的开发及应用；仪器方面，公司自产及经销其他公司产品，并将全自动仪器作为公司的销售重点；检测服务方面，公司将客户委托的样品进行检测服务收费或转交给有相关资质的公司收取服务费。2015 年公司营业收入 2.01 亿，同比增长 108.67%，归属于挂牌公司的净利润 2906 万，同比增长 141.3%，其中二代测序同比增长 2064.80%，营收占比达 48%，为公司业绩带来强有力的增长点。
- **化学发光和分子诊断市场复合增速超 20%，国内基因测序产业化进程提速。**国内化学发光市场约 70 亿，复合增速超 20%，国内企业市场占比约 30%，进口替代空间大。近几年，分子诊断市场增速超 20%，成为精准医疗领域增长最快的细分行业，基因测序、基因芯片等新技术应用逐步拓宽。2007-2013 年，全球基因测序市场复合增速为 33%，根据 BBC Research 预测，2013-2018 年复合增速为 21%，其中中国等东南亚市场增速为 20-25%。国内基因测序上游设备研发薄弱，中游基因检测及



分析服务竞争日趋激烈，临床应用资质、终端渠道和数据解读对企业发展至关重要。精准医疗国家指南的颁布将进一步加速国内基因测序产业化进程。

- **研产销一体化，综合服务能力强。**公司研发实力强劲，承担 16 项国家级省市科技计划项目，获得国家授权专利 12 项，2013-2015 年公司研发支出分别占当期营业收入的 14.77%、12.23%、16.09%。公司硬件设施较为完善，拥有高通量测序平台、化学发光平台、时间分辨平台、CD-DST 技术平台等八大跨组学临床检测平台，已有 76 种产品获得注册证，丰富的产品线和技术优势有助于为客户提供全方位立体服务。公司主要销售方式为经销商、代销模式为主，直销为辅的混合销售模式，建立了覆盖全国主要省市的经销网络和技术支持网络，经销商数量近 300 家，终端客户超 600 家。
- **打通二代测序全产业链，三维布局肿瘤诊断与个体化用药市场。**基因测序在无创产前检测（市场空间百亿级别）应用最成熟，检出率>99.9%，未来应用将拓宽至遗传病诊断、胚胎植入前遗传学诊断、肿瘤诊断与治疗等领域。公司打通了二代测序全产业链，测序业务进入高速发展期。2015 年，公司实现二代测序业务收入 9629 万，营收占比达 48%，其中：测序试剂收入占比 6%，测序仪器占比 20%，测序服务占比 21%。公司从免疫诊断、分子诊断和药敏试剂三方面布局肿瘤诊断与个体化用药市场：通过免疫诊断试剂开展肿瘤诊断业务；通过分子诊断试剂和药敏试剂产品开展肿瘤个体化用药业务。同时，公司通过参股国药集团基因、河南中平基因、无锡达安达瑞生物、广州赛隽生物等，扩大经营版图，布局细胞免疫治疗。
- **盈利预测预估值分析。**我们预测公司：2016-2018 年营业收入分别为 3.59 亿、5.25 亿、7.75 亿，同比增速分别为 79.18%、46.06%、47.59%；2016-2018 年归母净利润分别为 4667 万、7771 万、11094 万，同比增速分别为 60.61%、66.50%、42.76%；2016-2018 年 EPS 分别为 1.29 元、2.15 元、3.07 元，对应公司 2016-2018 年 PE 为 60.09/36.09/25.28X。A 股可比公司 2016-2018 年预测 PE 均值为 86.51/59.34/49.02X。我们认为公司凭借自主创新能力、终端渠道拓展能力以及综合服务能力，在产前检测、遗传病诊断、肿瘤个体化诊断与用药等领域优势明显。首次覆盖，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**技术替代风险；新品研发失败的风险；市场竞争加剧风险

**益善生物(430620.OC)：个体化医疗产业引领者，CanPatrol CTC 具有广阔临床应用前景**

- **国内领先的外周血循环肿瘤细胞（CTC）检测企业。**公司成立于 2006 年，率先在国内从事个体化医疗检测产品研发、生产及推广，为国际个体化医学联盟首个中国成员。公司已获批 EGFR、ALK、HER-2、TOP2A、K-ras、PIK3CA、B-raf、LungCHX、Mammabile、Colonfile 等产品，先发优势明显。公司自主研发的 Canpatrol CTC 分型检测技术具备对 CTC 进行分型及分析的技术优势，在肿瘤监测、疗效评估以及个体化治疗等肿瘤治疗不同环节具有运用价值，并适用于大多数癌症类型，具有广阔的临床应用前景。

- **液体活检入选 2015 年十大突破技术，CTC 侧重细胞病理分析。**相比于传统检测手段，液体活检具有微创、可重复进行的特点，可实时监测肿瘤治疗的疗效和肿瘤的进展。综合考虑肿瘤发病人群、液体活检市场价格、患者年平均检测次数、市场渗透率等因素，我们认为液体活检国内潜在市场容量有望超 200 亿元。我们认为 CTC 检测技术目前正在成熟过程中，其中技术创新能力强和拥有大量样本数据积累的企业将占据优势。由于 CTC 检测技术主要包括分离和鉴定两个环节，因此分离环节具备最大覆盖性、鉴定环节具备细胞病理分型能力（包括细胞分型和基因分子分型）的技术有望获得快速发展。
- **肿瘤个体化检测技术实力扎实，CanPatrol™ CTC 分型检测技术具备明显技术优势。**公司重视研发，研发投入占营业收入比例接近 15%，自主开发基因检测平台（包括基因突变检测、基因表达检测、基因 FISH 检测）和细胞检测平台等系列肿瘤精准医疗分子检测平台，申请及获批的发明专利 200 余项。其中公司自主研发的 CanPatrol CTC 分型检测技术具备明显优势，其分离环节采用纳米膜过滤原理，不依赖特定生物标志物，白细胞去除率>99.97%，肿瘤细胞回收率>80%，可富集各类 CTC，在分离环节具备覆盖性广的特点；其鉴定环节采用多重 mRNA 原位分析技术原理，同时具备细胞分型和基因分子分型的特点，符合 CTC 检测将侧重细胞病理分析的发展方向。因此，公司 CanPatrol CTC 分型检测技术具备用于肿瘤治疗中实时动态监测、实时疗效评估和实时个体化治疗基因分析等三大用途。目前，该技术已完成超过 15,000 例的临床研究，是少数已经完成大量临床研究的 CTC 新一代技术。
- **加大市场推广力度，向“服务+产品”模式转型。**公司计划在主要的一线大城市和中心城市实行直营模式；二三线城市及一般综合性医院实行代理模式。目前公司个体化医疗靶标检测服务业务占比大于 90%，随着公司自主研发的体外诊断试剂陆续获得 CFDA 注册证书及代理商模式的逐渐拓展，公司商业模式将逐步转变为向肿瘤患者提供个体化医疗相关检测技术服务和向医疗机构提供检测试剂盒产品相结合的商业模式，试剂销售业务占比将会提升。公司 CanPatrol CTC 分型检测技术等新业务处于临床研究和推广阶段，营销投入大，销售费用占当期营业收入比例常年维持在 60%以上水平。公司拟加强渠道建设，扩大业务覆盖范围，计划在 2016 年内实现业务合作医疗机构超过 100 家，覆盖到全国 30%以上地级城市。
- **盈利预测与估值分析。**公司 2013-2015 年营业收入分别为 4856.51 万元、5054.63 万元、5664.05 万元，同比增速分别为 53.6%、4.08%、12.06%；2013-2015 年净利润分别为 5.04 万元、831.66 万元、212.64 万元，同比增速分别为-82.99%、988.30%、-74.43%。公司新一代循环肿瘤细胞检测技术—CanPatrol CTC 分型检测技术处于市场推广阶段，营销投入力度大，我们认为在 2017 年或将迎来高速增长。A 股可比公司 2016-2018 年预测 PE 均值为 124.30/83.68/61.69X，新三板可比公司 2016-2018 年预测 PE 均值为 58.22/43.47/34.98X。我们认为公司 CanPatrol CTC 分型检测技术具备 CTC 分离、分型与分析的兼容和扩展性能，有望逐步发展成为一个可供下游扩充运用的共性技术平台。建议投资者积极关注。

- **风险提示：**技术进步和升级风险；商业模式变动风险；市场竞争风险；无实际控制人风险

图表 36：中泰新三板医药主要关注公司及估值一览

证券代码	公司名称	总股本	股价	EPS			PE			转让方式
				2014	2015A	2016E	2014	2015A	2016E	
<b>医疗服务类主要挂牌公司</b>										
430335.OC	华韩整形	0.78	15.02	0.03	0.38	0.66	553.34	39.72	22.75	做市转让
830938.OC	可恩口腔	0.36	14.50	0.24	0.35	0.56	59.97	41.52	25.71	做市转让
834480.OC	丽都整形	0.60	-	0.13	0.30	0.55	-	-	-	协议转让
831672.OC	莲池医院	0.71	8.91	0.20	0.17	0.36	45.04	51.17	24.44	做市转让
833263.OC	大承医疗	0.53	18.53	0.39	0.87	-	47.85	21.32	NA	做市转让
835660.OC	美中嘉和	0.53	-	0.12	0.15	1.90	-	-	-	协议转让
833939.OC	御康医疗	0.21	-	0.01	0.48	-	-	-	NA	协议转让
832128.OC	喜之家	0.16	-	-0.41	-0.24	-	-	-	NA	协议转让
832994.OC	慈惠健康	0.33	-	0.15	-0.28	-	-	-	NA	协议转让
835543.OC	瑞美医疗	0.31	-	0.43	0.26	-	-	-	NA	协议转让
<b>平均值</b>										
<b>医疗器械类（体外诊断单独列出）主要挂牌公司</b>										
834611.OC	老肯医疗	0.84	10.19	0.35	0.25	0.53	29.00	40.27	19.23	做市转让
430140.OC	新眼光	0.84	14.00	0.28	0.48	0.42	50.66	28.91	33.47	做市转让
430633.OC	卡姆医疗	0.46	24.95	0.21	0.14	-	118.18	181.80	NA	做市转让
430300.OC	辰光医疗	0.69	6.93	0.23	0.06	NA	29.76	118.53	NA	做市转让
430220.OC	迈达科技	0.46	-	0.21	0.22	NA	-	-	NA	协议转让
833638.OC	贝斯达	2.32	8.30	0.28	0.36	NA	29.86	23.15	NA	做市转让
835758.OC	鑫高益	0.80	-	0.31	0.17	NA	-	-	NA	协议转让
430588.OC	天松医疗	0.45	13.19	0.48	0.50	NA	27.21	26.39	NA	做市转让
831969.OC	埃蒙迪	0.30	6.60	-0.01	-0.04	NA	NA	NA	NA	协议转让
430351.OC	爱科凯能	0.22	7.08	0.21	0.31	NA	34.30	22.82	NA	做市转让
832861.OC	奇致激光	0.54	12.82	0.34	0.52	NA	37.49	24.59	NA	做市转让
835066.OC	垠艺生物	1.28	11.10	0.10	0.07	NA	115.67	155.54	NA	协议转让
834360.OC	天智航	1.58	6.00	-0.10	-0.09	NA	NA	NA	NA	协议转让
430692.OC	杰纳瑞	0.16	6.29	0.23	0.10	NA	27.03	62.78	NA	做市转让
835604.OC	康泰医学	1.03	-	0.53	0.70	NA	-	-	NA	协议转让
830803.OC	新松医疗	0.39	-	0.13	0.10	NA	-	-	NA	协议转让
832278.OC	鹿得医疗	0.85	7.45	0.10	0.21	NA	73.31	35.38	NA	做市转让
<b>平均值</b>										
<b>生物制药类主要挂牌公司</b>										
831550.OC	成大生物	3.75	19.10	1.18	1.22	1.32	16.18	15.64	14.47	协议转让
833178.OC	中美福源	0.22	-	-0.08	-0.56	NA	-	-	NA	协议转让
833577.OC	欧林生物	1.89	16.00	-0.13	-0.28	NA	NA	NA	NA	协议转让
430047.OC	诺思兰德	1.05	12.00	-0.10	-0.17	0.12	NA	NA	100.00	协议转让
832036.OC	康复得	0.73	4.74	0.06	0.15	0.54	83.94	32.43	8.78	做市转让
830931.OC	仁会生物	1.62	38.10	-0.04	0.15	NA	NA	250.89	NA	做市转让
430323.OC	天阶生物	0.99	8.60	0.01	0.01	NA	584.16	798.75	NA	做市转让
833330.OC	君实生物	5.04	6.00	-0.05	-0.12	NA	NA	NA	NA	协议转让
834909.OC	汉氏联合	1.10	13.30	-0.13	0.19	0.07	NA	70.75	193.88	做市转让
834147.OC	汉密顿	0.10	-	0.25	0.47	NA	-	-	NA	协议转让
831049.OC	赛莱拉	1.04	11.00	0.12	0.17	NA	91.67	63.67	NA	做市转让
833575.OC	康乐卫士	0.65	8.00	-0.01	-0.19	NA	NA	NA	NA	协议转让
<b>平均值</b>										
<b>体外诊断类主要挂牌公司</b>										
430601.OC	吉玛基因	0.12	27.00	0.27	0.37	0.68	99.72	72.57	39.71	做市转让
A16064.SZ	新产业	3.70	-	0.68	0.67	1.30	-	-	-	0
832705.OC	达瑞生物	1.45	18.78	0.33	0.20	1.29	56.51	93.46	14.55	做市转让
834839.OC	之江生物	1.46	27.13	0.24	0.29	NA	111.08	93.71	NA	协议转让
A16069.SZ	明德生物	0.50	-	0.43	0.71	-	-	-	-	0
430353.OC	百傲科技	0.51	14.40	0.11	0.26	NA	127.38	55.95	NA	做市转让
834753.OC	兰卫检验	0.92	26.00	0.77	0.90	NA	33.90	28.97	NA	做市转让
834099.OC	蓝怡科技	0.47	-	0.87	1.09	NA	-	-	NA	协议转让
430620.OC	益善生物	0.69	11.20	0.12	0.03	NA	92.92	363.43	NA	做市转让
430175.OC	科新生物	0.80	9.31	0.15	0.14	NA	60.79	64.27	NA	做市转让
835720.OC	宝藤生物	0.69	33.00	-0.12	0.20	NA	NA	163.67	NA	做市转让
831193.OC	新健康成	0.45	8.50	0.39	0.33	NA	21.86	25.76	NA	做市转让
835093.OC	旷博生物	0.77	-	-0.31	-0.25	NA	-	-	NA	协议转让
835541.OC	康美生物	0.41	-	0.38	0.22	NA	-	-	NA	协议转让
430222.OC	璟泓科技	0.52	13.03	0.22	0.45	NA	58.09	28.70	NA	做市转让
836092.OC	乐普基因	0.52	-	0.16	0.07	NA	-	-	NA	协议转让
<b>平均值</b>										
<b>其余类主要关注公司</b>										
832159.OC	合全药业	1.29	13.30	1.85	2.55	2.59	7.20	5.21	5.14	协议转让
831397.OC	康泽药业	2.62	6.47	0.06	0.20	1.35	106.60	32.60	4.79	做市转让
832276.OC	翔宇药业	0.88	16.28	0.32	0.64	0.87	51.59	25.27	18.71	做市转让
830923.OC	上元堂	1.49	1.48	0.04	0.05	0.20	37.06	28.66	7.40	做市转让
<b>平均值</b>										

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。