

### 方正证券研究所证券研究报告

医药行业首席分析师：崔文亮

执业证书编号：S1220514080006

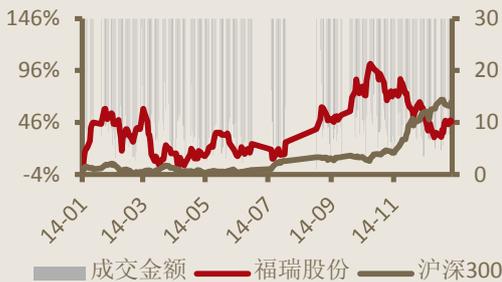
E-mail: cuiwenliang@foundersc.com

联系人：蒋一樊

TEL: 010-68584869

Email: jiangyifan0@foundersc.com

#### 历史表现



#### 盈利预测

单位:百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入	523.48	732.88	1040.68	1488.18
(+/-)	28.42%	40.00%	42.00%	43.00%
净利润	4.91	79.20	134.39	223.63
(+/-)	-88.08%	1514.52%	69.68%	66.41%
EPS(元)	0.04	0.61	1.04	1.72
P/E	345.53	57.38	33.81	20.32

#### 相关研究

三季度业绩大幅向好，预告全年净利润增长 1000%-1200%

三季度业绩大幅改善，看好公司未来进入慢病管理服务巨大空间

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

#### 投资要点

- 公司公告，收到中国高新投资集团（持股 5%以上股东）报告，2015 年 1 月 15 日收市后，其通过大宗交易方式向北京熔拓资产管理有限公司转让 100 万股(占总股本的 0.77%),交易价格为 34.63 元/股，合计金额 3463 万元。而公司实际控制人、董事长王冠一先生持有北京熔拓资产 18%的股权，相当于董事长间接增持了公司股权，完全彰显了公司管理层对公司未来发展的信心。
- 公司二股东中国高新投资集团一直试图转让公司股权，但并不是出于对公司不看好，而是其作为财务投资者身份的正常退出流程。2013 年 12 月，公司停牌，公告董事长进行股权质押，拟通过大宗交易形式受让中国高新投资集团转让的股权，但此后由于其他因素，董事长并未采取大宗交易受让的方式增持股权，而是于 2014 年 9 月选择以非公开发行的方式对董事长定向增发 5000 万元公司股票，价格 25.53 元/股。另一方面，中国高新投资集团从 2014 年 6 月 3 日至 9 月 25 日期间通过 10 次集合竞价交易（二级市场交易）方式累计卖出 119 万股公司股票，价格区间在 32.15 元~36.54 元/股，但实际上，公司曾在 2014 年 10 月 27 日股价达到过 48.76 元，中国高新集团并未选择在当时股价最高位减持，而是在当前股价 34.63 元/股首次以大宗交易方式转让股权，我们判断，其不是不看好公司未来发展，更不是希望减持在股价高位，而是可能由于完成集团利润指标等其他因素而采取行动，短期内再次减持的可能性非常低，我们理解，不应作为二股东中国高新投资对公司未来价值判断的依据，相反，在中国高新投资大宗交易中，董事长间接增持了公司股权，反而展现了管理层对公司的信心。
- 公司于 2014 年 9 月份拟通过非公开发行的方式对董事长定向增发 5000 万元公司股票，由于金额较小，审批流程上执行快速审批通道程序，按照时间推算，我们预计，定增有望于本月获批。
- 我们坚定看好公司未来切入慢病管理领域巨大空间。公司不是简单的诊断设备和药品生产企业，而是以技术全球领先的肝纤维化及脂肪肝诊断设备 Fibroscan 为切入点，延伸到肝病管理领域。通过“爱肝一生中心”的模式，以肝纤维化诊断为起点，带动其自产药品及代理药品的销售，市场空间巨大。后续通过肝病大数据的累积及运用，还将提供脂肪肝及肝纤维化等慢性肝病的治疗方案，成为慢性肝病全产业链服务企业。
- Fibroscan 开始全面进入爆发增长阶段，市场空间巨大。Fibroscan03

年获欧盟批准，08年进入中国市场，十多年来，Fibroscan 累计了大量临床数据，证实其作为无创检测肝纤维化方式的准确度及精确度可媲美金标准“肝穿刺”，远胜其他检测手段。13年3月，Fibroscan 获得美国 FDA 批准用于临床慢性肝病管理和肝纤维化检测，14年3月得到美国肝病研究学会推荐用于管理慢性肝病患者，14年4月得到 WHO 推荐用于评估 HCV 感染者的肝纤维化和肝硬化程度。我们判断，以此为标志，Fibroscan 进入全面爆发增长期。过去十年，Fibroscan 累计销量 2000 台，其全球市场容量至少 2 万台，对应收入和净利润在 160 亿元和 40 亿元左右，如果考虑 CAP 脂肪肝检测功能，则在 5 万台以上。2003 年~2010 年，Fibroscan 累积销售仅 1000 台左右，而 2011 年~2013 年，公司 Fibroscan 三年累积销售已经达到 1010 台，且继续保持 40% 以上的增速，我们判断，未来，公司 Fibroscan 销售增速有望进一步提升至 50% 以上。“爱肝一生中心”模式符合多方利益，2013 年初开始推出以来发展迅速。2013 年签约 23 家医院、2014 年中期已经签约 37 家，预计今年年底签约医院数量将达到 50 家左右，明年有望达到 100 家，长期来看，全国潜在合作医院数量最保守预计也至少在 1000 家以上。我们测算，一个爱肝一生中心培育成熟将需要 2~3 年，培育成熟后，通过自产及代理药品销售金额预计在 500 万元以上，代理药品及设备维护产生的净利润预计将在 100 万。则，1000 家爱肝一生中心培育成熟后产生的净利润将在 10 亿元以上。

- 我们判断，子公司 Ecosens 将进入全面爆发阶段、母公司显著受益于虫草价格大幅回落、公司未来将打通从肝病诊断到治疗全产业链慢病管理，盈利空间巨大。暂不考虑对董事长定增，考虑诉讼赔偿等非经常性收益，我们预计，公司 2014~2016 年净利润分别为 0.79/1.34/2.24 亿元，EPS 分别为 0.61/1.03/1.72 元，扣非净利润分别为 0.66/1.21/2.21 亿元，同比增长 815%/83%/83%，公司合理估值应该在 98~103 亿元，相比当前 46 亿的市值至少有一倍以上的空间，给与“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**Fibroscan 销售低于预期



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	<a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>	<a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>	<a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>	<a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>