

瀚翔生物(835259)

人因工程及康复设备经销商 并购介入研发生产领域

基本数据

2016年11月3日	
收盘价(元)	8.00
总股本(万股)	3420
流通股本(万股)	1256
总市值(亿元)	2.75
每股净资产(元)	1.76
PB(倍)	4.55

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	58.39	96.97	140.61	168.73	194.04
净利润(百万元)	9.69	13.54	14.22	21.40	24.74
毛利率	49.7%	43.7%	42.7%	43.7%	43.7%
净利率	16.6%	14.0%	10.1%	12.7%	12.7%
ROE	85.4%	58.0%	28.3%	26.6%	23.9%
EPS(元)	0.28	0.40	0.42	0.63	0.72

投资评级：买入（首次）
流动性评级：BC

人因工程及康复设备经销服务商。公司是人因工程（心理科研、体育科学）、神经医疗及康复领域的系统解决方案提供商，为国际最先进人因工程和医疗产品的中小制造商在中国的销售、集成和服务提供平台。

先发优势与服务能力构建竞争壁垒。人因工程系统解决方案及服务行业是先发优势较为明显的行业，进入门槛较高。

公司长期专注该领域，在行业内处于领先地位，与国际领先的中小型人因工程设备制造商保持长期的合作关系，形成了完整的服务体系和全国性的营销服务网络，已积累北京大学、上海交通大学、中科院、国家体育科学研究所等高端客户。

收购深圳英智拓展产品线。公司收购深圳英智科技有限公司100%股权，取得其持有的脉冲磁场刺激仪、经颅磁刺激器、经颅电刺激器以及所有在研设备相关技术、专利等在内的全部资产及相关业务资质。拓展了自身产品线，形成新的利润增长点。

拟下沉渠道，开启国际化。公司将进行销售渠道的下沉，争取拓展至三、四线城市或县域城市。另外，将尝试在东南亚设销售点，并选择产品在国内市场具有较大潜力的优质企业进行收购。

公司中短期成长动力在于市场渗透与新产品带来销售增量。

盈利预测

预测公司 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1422 万元、2140 万元、2793 万元，每股收益分别为 0.42 元、0.63 元、0.72 元。

风险提示

代理权丧失风险，国内进口替代加速风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
公司简介-人因工程及康复设备经销服务商	2
行业状况-人因工程应用领域增加，康复医疗前景广阔	3
公司优势-先发优势与服务能力构建竞争壁垒	5
公司经营-境外销售取得突破，并购拓展产品线	7
发展驱动-市场渗透与新品布局将带来销售增量	8
盈利预测与估值	10

图表目录

图表 1 公司高管变动情况	1
图表 2 公司各类产品情况	2
图表 3 2016 年 6 月前十大股东持股情况	3
图表 4 心理科研设备需求两大驱动	4
图表 5 公司主要竞争对手	5
图表 6 公司竞争壁垒	6
图表 7 公司收入、利润及增长情况	7
图表 8 公司收入构成	7
图表 9 公司费用率和利润率指标	8
图表 10 公司发展战略	9
图表 11 公司盈利预测	10

■ 风险分析

● 控制人与管理层

公司挂牌后，未发生控股股东减持及股权质押等行为。

图表 1 公司高管变动情况

日期	原任	新任
2016年3月	彭闯莹	傅磊
2016年9月	董事兼财务总监彭闯莹因个人原因辞职	任命傅磊担任公司董事

资料来源：choice

● 行业与公司经营

代理权丧失风险。公司主要供应商为国际领先的医疗器械制造商和人因工程设备制造商，公司与主要供应商建立了长期良好的合作系，但是，随着市场竞争加剧，公司如果不能维持销售量或者服务质量，或是竞争者采取恶性竞争方式，则公司可能面临丧失代理权的风险。

国内进口替代加速的风险。国外对人因工程研究起步较早，二十世纪初便已开展相关研究，而我国则于改革开放后才逐步开始。因此，国内相关设备供应商产品种类、技术实力方面较国外同行业仍有较大差距，国内相关高校、科研机构对于国外高端设备也较为认可。

但是，近年来政府鼓励医疗器械国产化，力图改变高端医疗器械依赖进口的现状。如果未来人因工程及医疗相关设备取得突破性进展，进口替代加速超预期，可能对公司代理的进口产品造成冲击，对公司业绩形成负面影响。

业务经营的季节性波动风险。公司的终端客户主要包括高校、科研院所、医院等，部分客户主要采取集中采购和预算管理制度，一般于下半年制定次年的采购计划和预算，于次年二季度逐步采购相关设备。因此，公司的销售收入和利润上半年偏少，下半年较多，呈现一定的季节性波动。

● 财务

根据公开信息，未发现公司存在相关财务风险。

■ 公司简介-人因工程及康复设备经销服务商

公司是人因工程（心理科研、体育科学）、神经医疗及康复领域的系统解决方案提供商，为国际最先进人因工程和医疗产品的中小制造商在中国的销售、集成和服务提供平台。

图表 2 公司各类产品情况

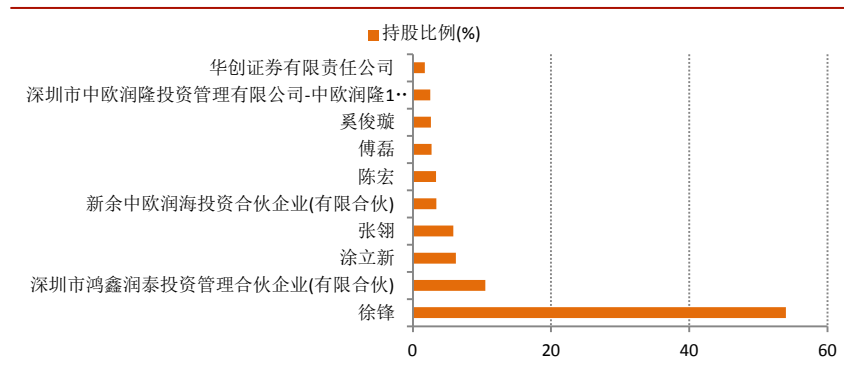
类别	产品	图示	用途
人因工程方向	脑电相关电位分析系统、认知能力训练系统、眼动追踪系统、近红外分析系统等；	 脑电相关电位分析系统	采用特殊电极采集被试大脑皮层的脑电信号，经过滤波、放大处理后，显示在主机屏幕上供主试观察大脑电位活动。
	生物反馈系统、生理多导仪、体成分分析仪、运动心肺功能测试系统、运动心电图测试分析系统等；	 生物反馈系统	可精确地测量人体的皮温、脉搏、皮电、呼吸和脑电等信号，并将信号实时传输到电脑，通过软件显示，让受试者看到自己的生理参数并在程序引导下进行反馈式调节训练。
	三维运动捕捉与分析系统、足底压力测试系统等；	 三维运动捕捉分析系统	采用红外捕捉系统对固定在人体或目标物上的主动发光 marker 进行实时捕捉，并将采集到的数据通过专用软件进行处理分析。
医疗及康复方向	术中神经监护系统、脑电采集分析系统、肌电/诱发电位检测系统等；	 术中神经监护系统	通过在手术过程中监测诱发电位、肌点图、脑电图等项目，为手术医生提供大脑活动、中枢神经等客观评价指标，实时反馈手术中大脑神经的活动。
	动态心电监护系统、肺功能测试仪等。	 动态心电监护系统	通过连续长时间记录患者心电信号，观察心电波的振幅、周期、频率变化，从而判断心电活动是否正常，提高病人短暂性、阵发性心率失常和 ST-T 变化的检出率。

资料来源：公开转让说明书

公司主要客户为国内高等院校、科研机构、大型医院、竞技体育俱乐部等企事业单位，根据其定制需求提供“设计+采购+销售+服务”一站式人因工程和医疗产品的系统解决方案，如搭建仿真环境、模拟、反馈和测试实验室、搭建术中神经监测系统等。

徐锋为公司控股股东及实际控制人，合伙企业鸿鑫润泰为公司员工持股平台，徐锋为鸿鑫润泰的普通合伙人和实际控制人。

图表 3 2016 年 6 月前十大股东持股情况



数据来源：choice

徐锋，1963 年生，上海交通大学硕士学历，中欧国际工商学院 EMBA。曾在中国科健股份有限公司、美国 GRAND PACIFIC 有限公司工作，1997 年出资设立瀚翔有限。

■ 行业状况-人因工程应用领域增加，康复医疗前景广阔

● 人因工程相关应用领域不断增加

人因工程为多学科交叉的边缘学科，应用范围非常广泛。人因工程学的研究力图解决小至驾驶安全、工人作业，大至心理研究的问题，是围绕人-机器-环境系统问题展开的，许多问题的研究依赖于实验和统计分析结果。概括而言，即对参与实验人员进行刺激和环境模拟，并采集其心理功能和身体机能的数据并评定、分析。

国内的人因工程学起步较晚，但应用范围逐步扩大，覆盖了科学管理、疲劳研究、人员选拔和培训、心理学研究等应用领域。除传统的心理科研及体育科研机构外，工商管理科研机构对人因工程研究的兴趣也逐步提高，对人因工程设备的需求也随着上升。

● 高校科研与“中国脑计划”将成心理科研设备两大驱动

中国的心理学研究有迫切发展的需求，随着经济社会高速发展，居民的心理问题已经成为较大的社会问题，且心理学相关的研究对日常企业管理也有指导意义，如人力资源选拔、员工培训等。

高校是我国开展科学研究的一支重要力量，近年来，随着高等教育事业的发展，高校承担的科研项目和筹措的科研经费均大幅增长。

图表 4 心理科研设备需求两大驱动

高校科研

•用于应用心理学研究的人因工程实验室成为高校及科研机构的主要发展方向之一，人因工程设备的需求也将随之被拉动。

中国脑计划

•随着“中国脑计划”未来公布，将推动近红外脑功能成像仪和脑电/事件相关电位分析系统等脑科学应用产品需求。

资料来源：公司年报

“中国脑计划”的名称为“脑科学与类脑科学研究”，主要有两个研究方向：以探索大脑秘密、攻克大脑疾病为导向的脑科学研究和以建立和发展人工智能技术为导向的类脑研究。

● 体育科研及训练设备迎来发展机遇期

2014年10月，国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，将全民健身上升为国家战略，旨在进一步加快发展体育产业，促进体育消费。《意见》提出的发展目标为，到2025年，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。

体育产业的快速发展，将使得职业体育俱乐部、体育用品生产商乐于投资运动科学研究；与国外同业相比，国内相关训练方法与产品设计均具有较大提升空间。因此，应用于运动科学研究的身体技能评定、训练系统等人因工程设备预计将保持快速增长。

● 康复医疗器械市场前景广阔

我国康复医疗器械市场前景广阔，正呈现“便携化、家庭化、智能化”的发展趋势。国家十二五规划中，明确支持公立医院、社区服务组织、民营资本开设康复项目建设。国民健康意识的日益增强及我国人口老龄化进程的加快，也带动了家庭医疗康复器械、老年人辅具、特殊人群健康护理用品的市场需求。

伴随人口老龄化的加剧，我国疾病谱呈现明显变化，心脑血管疾病的发病率正以每年8.7%的速率上升。可预见的涉及脑神经监测的外科手术量将不断上升，相关监测设备的需求必将随之上升；术后康复需求也将随之上升。

■ 公司优势-先发优势与服务能力构建竞争壁垒

● 商业模式优势

公司将设备销售为核心的传统业务模式转化为整合设计、集成服务的新型业务模式,为客户提供科研和教学方法等高附加值服务,提高了客户依赖程度。公司协助客户优化实验手段,缩短客户自身探索研究的时间、降低客户的成本,整体提升了实验及教学设备采购、集成、培训的效率。

通过与客户建立长期合作关系,公司易于发现和满足客户不断升级的需求,可为其持续提供系统与服务。

公司为国际最先进人因工程和医疗产品的中小制造商在中国的集成、销售和服务提供平台,为该类设备供应商提供在国内的销售及售后服务,大幅降低上述设备供应商自身开发中国市场的资金及人力成本。

● 全球采购的产品种类优势

公司不断拓展代理产品种类,积极与行业尖端产品供应商沟通交流,丰富公司的新产品储备。当前拥有五大系列、62个品种不同型号、不同档次的产品,可满足客户对于产品功能和价格的不同需求。

公司竞争对手仅在单一类设备或者单一细分领域与公司存在竞争关系,公司完整的产品线使得公司能够独立承担绝大多数解决方案的实施,而竞争对手受限于规模较小或产品线相对单一,难以在竞争中对公司产生实质影响。

图表 5 公司主要竞争对手

企业	业务内容
普升科技有限公司	代理产品包括生理实验设备、药理实验设备、心理实验设备、运动科学、人因工程、动物学等学科的实验设备,并负责产品的售前咨询和售后服务及新国际技术交流。
北京爱生科贸有限公司	先后研制出“视频眼震电图仪(VNG)”、“人体姿态平衡仪”和“多功能神经肌肉治疗仪”等设备。 以代理进口耳鼻喉科和神经科设备为主营业务。
北京飞宇星电子科技有限公司	是 Neuroscan 公司在中国唯一授权的从事售后服务的专业公司。 产品还包括德国的 SMI 眼动追踪系统、美国 AVOTEC 核磁下视听刺激系统、日本岛津近红外成像系统等高端脑科学科研产品。
动能趋势(北京)康复技术有限公司	专注于高效的医学运动康复、竞技体能训练和军队体能训练。
广州尼高力科学仪器有限公司	美国 Natus \ Nicolet 公司在华南地区神经电生理产品、在广东的输液泵注射泵及无创呼吸机 SiPAP、高频震荡呼吸机、Brender 空氧混合器的总代理。

资料来源:公开转让说明书

公司供应商为全球的细分领域领先厂家,来自于美国、奥地利、德国、瑞士等不同国家。通过全球采购,能够多方比较,尽早接触到先进技术潮流,并引进全球领先的优质产品。

公司凭借行业领先地位，与上述领先的中小型人因工程设备制造商保持长期良好的合作关系；对于产品、设备、技术的更新与最新趋势，公司可于第一时间获取，保持了公司产品线的先进性。

● 优质服务能力的优势

公司是目前领先的脑科学、神经科学和人因工程的整体解决方案和成套设备供应商，对客户需求和产品特性有深刻理解，形成了完整的服务体系。能够根据客户的特点，进行进口设备的二次开发，使之更符合用户使用需求及习惯；建立了售后服务及培训的专门团队，可以及时解决客户使用中出现的问題，并通过培训提高客户的设备使用效率，提高客户的满意度，增加客户粘性；利用累积的客户资源，搭建技术交流会等业内交流平台，促进新老客户的资源共享与经验交流。

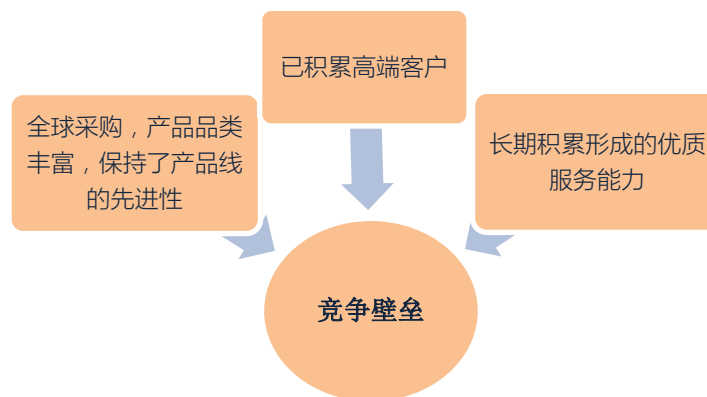
公司完备的服务体系来源于长期经验的积累，具有一定的壁垒，不可轻易复制。

● 客户资源优势

公司总部位于深圳，在北京设有分公司，在成都、西安、南京、武汉均设有办事处，形成了全国性的营销服务网络。

目前，公司已积累了北京大学、清华大学、上海交通大学、中科院、国家体育科学研究所等高端客户，并建立了稳定的合作关系。

图表 6 公司竞争壁垒

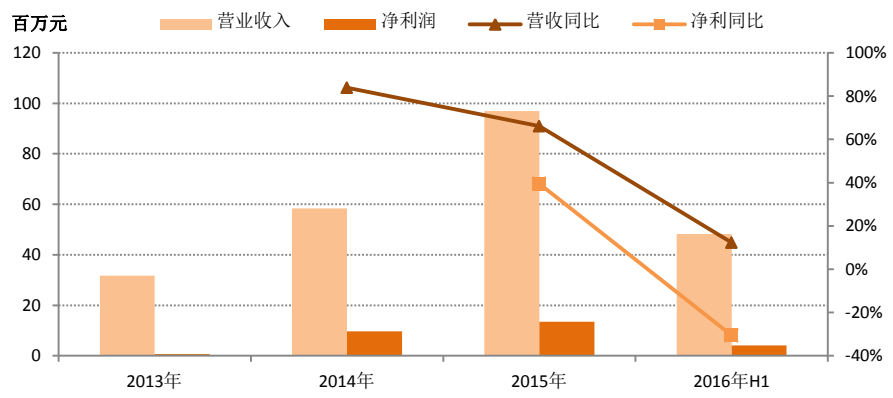


资料来源：公司年报

人因工程系统解决方案及服务行业是先发优势较为明显的行业，主要面对的是高校、医疗机构等对专业性服务提出较高要求的客户，行业进入门槛较高。丰富的行业经验、成熟的解决方案、过硬的技术支持实力是取得客户信任的决定性因素，公司已在产品采购、客户资源及服务能力三方面形成竞争优势。

■ 公司经营-境外销售取得突破，心理科研设备销售大增

图表 7 公司收入、利润及增长情况



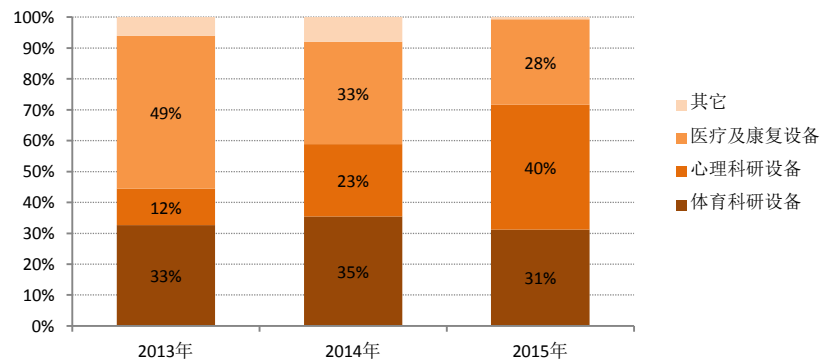
数据来源: choice

2015年，公司营业收入9696.7万元，同增66.06%，净利润1353.1万元，同增39.49%。收入增长主要原因：一是公司采取了新增销售人员、精简整合产品线、调整产品销售策略等措施，有效拉动了销售收入增长；二是国家在教育科研、医疗服务方面投入持续加大，带动了高校、医院等主要客户的购买能力及意愿。

境外销售取得初步突破。公司2015年度在港澳地区的销售取得了突破，成功开拓了澳门大学、香港大学等优质新客户。实现境外销售收入358.63万元，同比增长500.68%。境外市场化程度较高，客户支付能力较强，未来公司将进一步加强港澳地区的销售工作。

销售费用增长致上半年净利润下滑。2016年上半年，营业收入4825.7万元，同增12.26%，净利润410.3万元，同比下滑30.64%。公司营业收入保持了一定增长，但由于上半年开始执行扩张销售团队的计划，员工人数较期初增加22人，销售费用及管理费用中的人员工资、差旅费用、房租费用增长，造成利润同比有所下降。

图表 8 公司收入构成

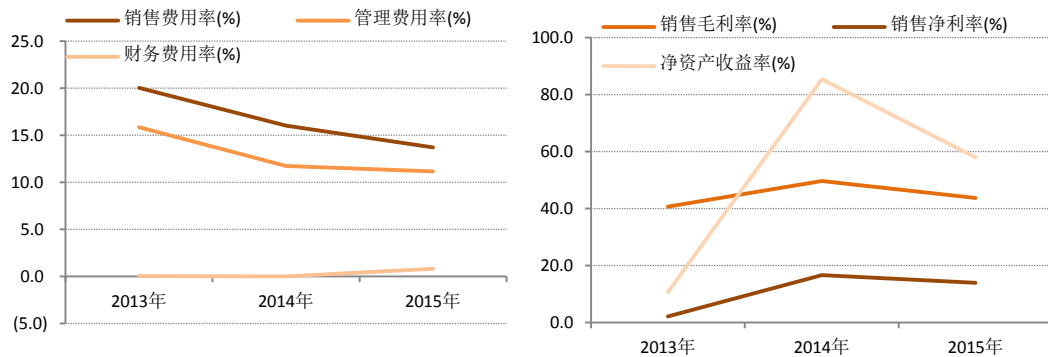


数据来源: choice

心理科研设备收入占比提升。2015年，受益于脑科学相关应用产品的销售快速增长，心理科研设备的增幅高于其它品类，同比增长185.97%，主要原因：

一是近红外脑功能成像仪和脑电/事件相关电位分析系统等产品在各大心理领域客户取得的良好效应带动销售额飞速增长；二是心理学交叉领域销售额增长归属到心理科研设备。

图表 9 公司费用率和利润率指标



数据来源: choice

售价调整致毛利下滑。随着收入规模扩张,公司费用率总体呈下降趋势。2015年毛利率有所下滑,主要原因:一是公司对于部分产品如术中监护系统等采取了销售价格略微下调的策略,通过此策略达到扩大销售额和市场份额的目的;二是货物采购成本有所增加。

■ 发展驱动-市场渗透与新品布局将带来销售增量

● 收购深圳英智拓展产品线

公司7月发布公告,收购了深圳英智科技有限公司(简称“深圳英智”)100%股权,并完成工商变更。通过该次收购,公司取得深圳英智持有的脉冲磁场刺激仪、经颅磁刺激器、经颅电刺激器以及所有在研设备相关技术、专利和相关文档以及包括《商标注册证》、《中华人民共和国医疗器械产品注册证》、《高新技术企业证书》等在内的全部资产及相关业务资质。

通过收购,公司拓展了自身产品线,形成新的利润增长点,并加强了公司在脑科产品领域的领先地位。

● 拟尝试在东南亚设销售点

面对国内人因工程及医疗康复设备的快速发展,公司将通过扩充产品线、加大营销力度及加强服务专业性三方面来加速公司的发展,保持公司行业领先地位。

图表 10 公司发展战略

	相关内容
扩充产品线	引入新的产品线和新的设计理念； 开拓便携医疗器械与互联网结合的应用机会； 考虑引入国外先进技术，在国内实现部分产品的国产化，降低成本。
加大营销	通过自行组织的技术会议或者培训会议进行营销，搭建客户的行业交流平台，通过老客户与潜在新客户之间的口碑营销达到更有效率的新客户开拓； 扩展办事处或分公司数量，进行销售渠道的下沉，争取将销售拓展至三、四线城市或县域城市。
加强服务专业性	加强对销售人员及工程师的技术培训，确保能对客户进行充分的技术指导； 提高服务项目对收入的贡献，重点发展包括客户使用培训、根据客户需求的产品二次开发和联机整合、数据分析等服务。

资料来源：公司年报

未来三年，公司将扩展新的销售领域。在医疗器械、心理科研领域，重点拓展与原有产品配套使用的新产品的销售；在运动科学领域，重点发展应用于职业俱乐部的专业训练室的推广；在康复领域，重视老龄化的重要契机，重点拓展神经康复产品线；在尝试产品互联网化方面，尝试与互联网企业合作开拓便携式心电监护系统的应用市场。

另外，公司将尝试在东南亚设销售点，并考虑海外并购，选择产品在国内市场具有较大潜力的优质企业进行收购。

公司2016年目标是保持营业收入增长30%以上，巩固公司在行业内的领先地位。

■ 盈利预测与估值

根据对行业状况及公司情况的分析,预测公司2016-2018年归属于上市公司股东的净利润分别为1422万元、2140万元、2793万元,每股收益分别为0.42元、0.63元、0.72元。

图表 11 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	58.39	96.97	140.61	168.73	194.04
净利润(百万元)	9.69	13.54	14.22	21.40	24.74
毛利率	49.7%	43.7%	42.7%	43.7%	43.7%
净利率	16.6%	14.0%	10.1%	12.7%	12.7%
ROE	85.4%	58.0%	28.3%	26.6%	23.9%
EPS(元)	0.28	0.40	0.42	0.63	0.72

资料来源: choice,梧桐公会

2016年1月,公司实施增发,增发价格18元/股,融资总金额2520万元;2016年4月,实施转增,每10股转增20股。

2016年11月3日成交价8.00元,对应2016-2018年预期EPS的市盈率分别为19.2、12.8和11.1倍。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做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,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

