

万孚生物(300482 .SZ)
国内 POCT 行业领先企业

评级:

前次:

目标价(元):

-

分析师

联系人

谢刚

孙建 021-20315160

S0740510120005

sunjian@r.qlzq.com.cn

021-20315178

021-20315230

xiegang@r.qlzq.com.cn

wanglw@r.qlzq.com.cn

2015年6月16日

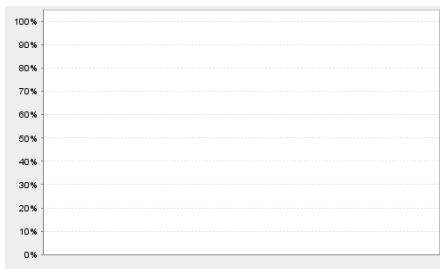
齐鲁医药生物小组

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 88.00 |
| 流通股本(百万股) | |
| 市价(元) | |
| 市值(百万元) | |
| 流通市值(百万元) | |

业绩预测

| 指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 247.64 | 365.40 | 484.32 | 635.12 | 819.78 |
| 营业收入增速 | 8.92% | 47.55% | 32.55% | 31.14% | 29.07% |
| 净利润增长率 | 55.65% | 66.71% | 27.90% | 31.59% | 26.94% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.89 | 1.49 | 1.43 | 1.88 | 2.39 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市场) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| PEG | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产(元) | 3.66 | 4.75 | 8.99 | 10.87 | 13.26 |
| 每股现金流量 | 1.53 | 1.58 | 1.47 | 2.03 | 2.79 |
| 净资产收益率 | 24.45% | 31.39% | 15.90% | 17.30% | 18.01% |
| 市净率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总股本(百万股) | 66.00 | 66.00 | 88.00 | 88.00 | 88.00 |

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- 公司是国内 POCT 行业领先企业。**公司致力于快速诊断试剂、快速检测仪器等 POCT 相关产品的研发、生产与销售，形成了覆盖妊娠检测、传染病检测、毒品(药物滥用)检测、慢性病检测等领域的丰富产品线，产品广泛应用于床旁检测、临床检测、现场检测及个人健康管理等领域。2012-2014 年，公司营业收入和净利润年复合增速分别为 17.41%和 37.41%，2014 年分别达 3.65 亿元和 0.98 亿元。**其中妊娠、毒品以及传染病三类检测产品营收及毛利端合计占比超过 80%，为公司的核心产品。慢性病检测类产品近年来增速最快，GAGR=35.69%，是公司业务新的增长点。**2011 年公司获国家发改委批准建设“自检型快速诊断国家地方联合工程实验室”，标志着公司在 POCT 领域的技术水平已处于国内领先的位置。
- POCT 行业全球增速保持 8%，2014 年市场规模约 180 亿美元，美日欧占据近 90%的市场份额。**细分领域中血糖类市场规模最大(50 亿美元)，心血管类增速最快(>13%)。POCT 的消费依赖于地区发达程度、人口基数、年龄结构以及医疗卫生条件，在不同国家地区间呈现出较大的差异。发达地区美国欧盟 2013 年的市场规模分别是 75 亿美元和 48.7 亿美元，占比 47%和 30%，为全球第一和第二大 POCT 消费区域。从全球的数据来看，2014 年 POCT 增速 7.5%，市场规模约 180 亿美元，预计到 2018 年预计市场规模将达到 250 亿美元。**细分领域：(1) 据 TriMark 统计的数据来看，2014 年全球 POCT 血糖类产品大约有 50 亿美元的市场规模，未来保持 6.5%左右的增长率。**罗氏、雅培、强生以及拜耳占据 80% 的市场份额，日本、台湾、韩国和国内也有自主品牌，合计占近 20%的市场份额。**(2) 2014 年全球心血管类 POCT 产品市场容量为 17.6 亿美元，**预计到 2018 年可达 28.7 亿美元，增速保持在 13%左右，是增长最快的 POCT 细分市场。目前全球市场还是由三巨头美艾利尔、罗氏和雅培垄断。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

- **中国 POCT 市场发展较晚，目前市场规模仅有 5.9 亿美元，但增速高于全球水平，2014 年达 22.92%。**随着医改的推进和在基层卫生建设中政府对 POCT 产品技术的投入，预计未来 3 年仍将保持大于 20% 的年增长率，2018 年市场规模有望达到约 100 亿元。**细分领域：(1) 血糖类 2015 年预计市场规模 80 亿元，我们中性预估 2020 年可达到 189 亿元。**中国市场中，血糖类在 POCT 产品中算应用较为广泛的品类，但是和欧美国家 90% 的渗透率比较，国内平均 20% 的渗透率仍旧比较低，预计未来随着各省将血糖类产品纳入医保报销的范围，国内市场的仪器保有量和耗材使用量都会不断提升，消费习惯的升级也会提高血糖类产品的市场渗透率，预计 2015 年市场规模为 80 亿元，到 2020 年中性预计大约为 189 亿元。从国内的市场竞争格局来看，外资目前占比为 63% 左右，国内企业以三诺、怡成及九安等企业合计占比大约为 47%。**(2) 心血管类产品国内 2015 年市场规模大约 13.5 亿元，30% 的增长率，预计 2020 年市场规模 50.2 亿元。**根据各公司销售额的数据来看，2015 年心血管类产品市场规模大约 13.5 亿元，其中罗氏、美艾利尔，梅里埃合计占比达 64%，预计随着国内对于心痛危害的重视以及医保覆盖的扩大，心血管类产品市场将保持 30% 的增长率，到 2020 年市场规模有望达到 50.2 亿元。国内企业市占率较高的南京基蛋和深圳瑞莱合计占比约 23%，主要聚焦于中小医院市场。
- **价值医疗需求+技术发展为 POCT 发展主要推动力。**POCT 行业的快速发展是内在原因和外在原因共同作用的结果。从内在原因来看，传统的检验方式不能很好的满足“在最短的时间内得到准确检验结果”的临床要求；另一方面，传统检验手段往往导致医疗费用较高；检验医学和卫生经济学的发展催生了对快速、准确的新型检测手段的内在需求。从外在原因来看，科技的进步使快速、准确检测手段的出现成为可能。
- **核心产品+研发储备确立公司行业领先地位，毛利率 2014 达 64.79% 高于行业平均 50.33%，期间费用率基本稳定在 39% 左右。**公司专利 93 项，产业化项目 40 多项，获得《医疗器械生产许可证》及国外 FDA 等认证 140 余项，同时，公司也与部分知名院校建立了密切的合作关系，通过产学研相结合的方式进一步增强公司研发实力。**公司 2014 年毛利率为 64.79%，远高于行业平均水平的 50.33%。这主要的得益于公司高毛利产品的销售相对占比逐渐上升以及工艺改进降低了原材料成本，公司的产品结构的改善+技术的更新确保了良好的盈利能力，是公司核心竞争力之一。**公司期间费用控制合理，稳定在 39%，高于行业可比公司 33% 的平均水平，行业平均水平较低是因为科华生物的期间费用率因业务结构变化而不断降低。
- **募投情况：**公司本次发行拟向社会公众公开发行不超过 2,200 万股人民币普通股，全部为公开发行新股，不安排公司股东公开发售股份，不超过发行后总股本的 25%，募集资金将全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金，包括体外快速检测产品扩产和技术升级项目、营销网络扩建项目、研发中心和工程实验室能力建设项目等。
- **盈利预测：**我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 4.84 亿元，6.35 亿元和 8.19 亿元，同比分别增长 32.5%、31.1% 和 29.1%；归属于母公司净利润分别为 1.26 亿元、1.66 亿元和 2.10 亿元，同比分别增长 27.90%、31.59% 和 26.94%。以本次新股发行的数量计算，对应摊薄后 EPS 为 1.43 元、1.89 元和 2.39 元。按公司所在行业的细分领域可比公司平均估值水平 110×15PE，综合考虑公司的业务能力，市场地位及行业目前的竞争情况，我们认为公司 2015 年的合理估值区间在 65-70 倍，对应合理市值在 81.9-88.2 亿元左右。
- **发行价测算：**以新股发行数量 2200 万股计算，发行后股本 8800 万股；根据预计募集项目投入和发行费用考虑，我们预计此次募集资金总额 31509.33（募投项目）+3693.22（发行费用）=35202.55 万元，预计发行价格为 16.00 元。
- **风险提示：**核心技术失密的风险、经销商数量不断增长带来的管理风险、劳动力成本上升的风险

内容目录

| | |
|--|--------|
| 脱颖而出的医疗诊断和快速检测企业 | - 5 - |
| 公司走在 POCT 行业的前列 | - 5 - |
| 股权结构 | - 5 - |
| 近三年营收净利 GAGR 分别达 17.41%和 37.41%，核心检测产品占比>80% | - 6 - |
| 顺应价值医疗发展理念，POCT 全球市场规模过千亿 | - 7 - |
| POCT 全球市场规模美日欧占比约 90%，中国增速超 20% | - 7 - |
| 价值医疗需求+技术发展为 POCT 发展主要推动力 | - 8 - |
| 细分领域：血糖类市场规模最大（50 亿美元），心血管类增速最快（>13%） | - 9 - |
| 核心产品+研发储备确立公司行业领先地位 | - 12 - |
| 万孚生物波特五力分析 | - 12 - |
| 核心三类产品 GAGR=15.5%，慢性病类为公司新的业务增长点 | - 14 - |
| 财务分析：毛利率不断攀升，期间费用控制合理 | - 14 - |
| 毛利率连续三年不断攀升，高于行业平均水平 | - 14 - |
| 期间费用率控制合理，稳定在 39%左右 | - 15 - |
| 募投项目：扩产能+强研发+拓渠道 | - 15 - |
| 盈利预测 | - 16 - |
| 风险提示 | - 17 - |

图表目录

| | |
|--|--------|
| 图表 1：公司 4 条主要生产线 | - 5 - |
| 图表 2：公司本次发行后股权结构图 | - 6 - |
| 图表 3：2012-2014 年营业收入 GAGR=17.14% | - 6 - |
| 图表 4：2012-2014 年净利润 GAGR=37.41% | - 6 - |
| 图表 5：毒品检测产品营收占比最高，为 31.66% | - 7 - |
| 图表 6：传染病检测产品毛利占比最高，为 34.22% | - 7 - |
| 图表 7：全球 IVD 市场规模增速 7.5%左右 | - 7 - |
| 图表 8：全球 POCT 保持 8%的复合增速 | - 7 - |
| 图表 9：美欧日合计市场规模占比达 90% | - 8 - |
| 图表 10：中国 POCT 复合增速大于 20% | - 8 - |
| 图表 11：POCT 满足检验医学发展的需求 | - 8 - |
| 图表 12：POCT 主要应用的 8 大领域 | - 8 - |
| 图表 13：2014 年全球 POCT 血糖类产品市场规模 50 亿美元 | - 9 - |
| 图表 14：四大家占据 80%的市场份额，日、台、韩及国产厂家有近 20%的市场份额 | - 9 - |
| 图表 15：预计国内 2015 年 POCT 血糖类产品市场规模约 80 亿元 | - 10 - |

| | |
|--|--------|
| 图表 16: 国内市场外资产品占比约 60%，内资占比约 40%..... | - 10 - |
| 图表 17: 心血管类产品增速 13% | - 10 - |
| 图表 18: 市场相对处于寡头垄断态势 | - 10 - |
| 图表 19: 2020 年市场规模有望达到 50.2 亿元 | - 10 - |
| 图表 20: 外资占据心血管类产品半壁江山 | - 10 - |
| 图表 21: 妊娠检测规模 4.16 亿元，增速 4.00%..... | - 11 - |
| 图表 22: 传染病检测规模 8.47 亿元，增速 10.57% | - 11 - |
| 图表 23: 药物滥用检测规模 5.64 亿元，增速 10.16%..... | - 12 - |
| 图表 24: 各细分领域占比 | - 12 - |
| 图表 25: 万孚生物的核心竞争力分析 | - 12 - |
| 图表 26: 核心三类 GAGR=15.5%，增速稳定 | - 14 - |
| 图表 27: 慢性病类增速达 35.69%，增长仍可期 | - 14 - |
| 图表 28: 公司毛利率不断攀升，高于行业平均..... | - 15 - |
| 图表 29: 公司期间费用率基本保持稳定 | - 15 - |
| 图表 30: 管理费用率降低+销售费用率升高..... | - 15 - |
| 图表 31: 公司募投项目（单位：万元） | - 16 - |
| 图表 32: 可比公司估值指标 | - 17 - |
| 图表 33: 公司产品销售预测（单位：百万元） | - 19 - |
| 图表 34: 公司财务报表预测 | - 20 - |

脱颖而出的医疗诊断和快速检测企业

公司走在 POCT 行业的前列

- 公司产品主要分布 4 条生产线。公司成立于 1992 年，致力于快速诊断试剂、快速检测仪器等 POCT 相关产品的研发、生产与销售，构建了较为完善的免疫定性快速诊断平台、免疫定量快速诊断技术平台、微型光学检测仪器技术平台、电化学技术平台，并依托上述四大技术平台形成了覆盖妊娠检测、传染病检测、毒品（药物滥用）检测、慢性病检测等领域的丰富产品线，产品广泛应用于床旁检测、临床检测、现场检测及个人健康管理等领域。
- 公司于 2011 年获国家发改委批准建设“自检型快速诊断国家地方联合工程实验室”，为国家自检型快速诊断领域唯一的自检型快速诊断国家地方联合实验室。公司推出以“全程 C-反应蛋白（hsCRP+常规 CRP）定量检测试剂（免疫层析法）”和“免疫荧光定量仪”为标志的定量荧光检测系统，打破了国外厂家长期垄断中国市场的局面。目前公司 POCT 紧跟 POCT 国际前沿技术，进行微流控技术、磁珠定量技术等新型技术的探索及研究，为今后 POCT 产品及技术的升级奠定了基础。

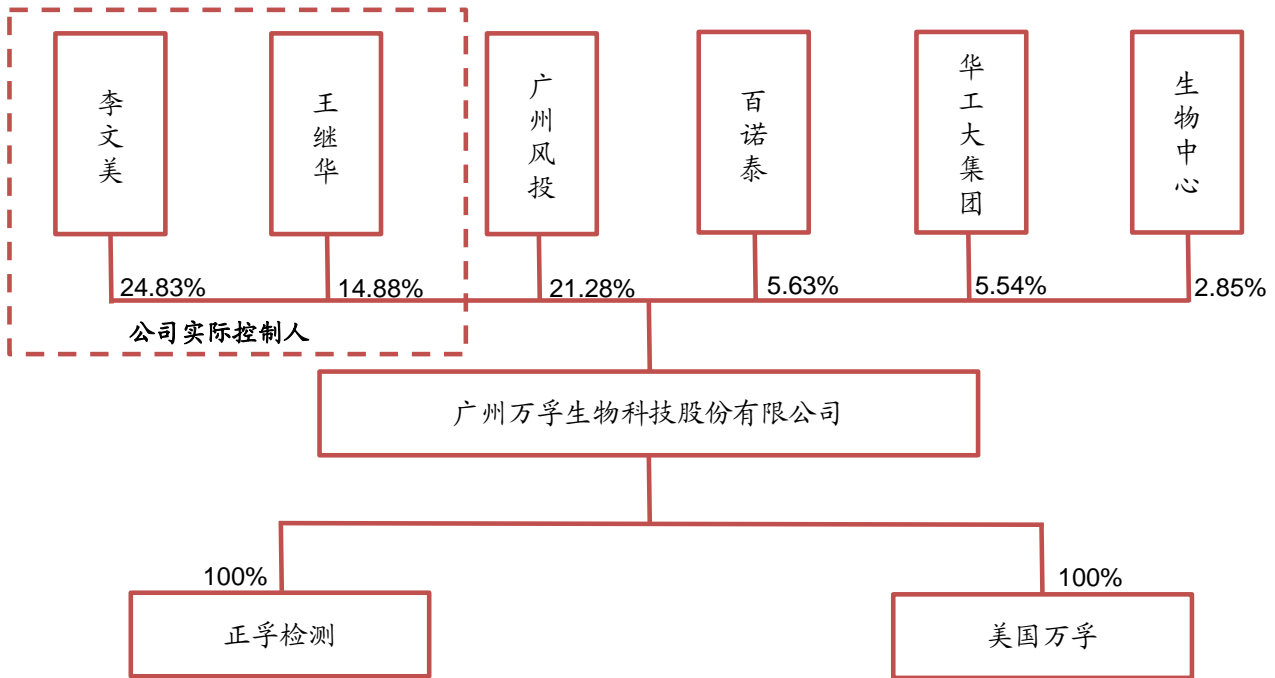
图表 1: 公司 4 条主要生产线

| 产品系列 | 主要用途 | 主要代表产品 | 检测方法 | 示例 |
|------------|---|---|--------|---|
| 妊娠检测 | 监测排卵周期、诊断是否怀孕等快速检测。 | 1、人绒毛膜促性腺激素（HCG）检测试剂盒 2、促黄体激素（LH）检测试剂盒 | 定性检测为主 |  |
| 传染病检测 | 各种常见传染病的筛查和快速检测，如艾滋、肝炎、疟疾、流感等。炎症类型判断的快速检测，如判断是病毒感染还是细菌感染，或者混合感染等。 | 1、人类免疫缺陷病毒抗体（HIV1/2）诊断试剂盒 2、甲型/乙型流感病毒抗原检测试剂盒 3、全程 C-反应蛋白（hsCRP+常规 crp）定量检测试剂 4、降钙素原（PCT）定量检测试剂盒 | 定量检测为主 |  |
| 毒品（药物滥用）检测 | 常见毒品和新型毒品快速检测，如摇头丸、冰毒、K粉等 | 1、甲基安非他明检测试剂盒 2、吗啡-甲基安非他明（MOP-MET）唾液检测试剂盒 | 定性检测为主 |  |
| 慢性疾病检测 | 常见慢性疾病的快速检测，如心肌梗塞、糖尿病等。 | 1、N末端 B 型钠尿肽原定量检测试剂盒 2、心肌肌钙蛋白 I/肌酸激酶同工酶/肌红蛋白定量联检试剂 3、心脏型脂肪酸结合蛋白（H-FABP）定量检测试剂 4、糖化血红蛋白（HbA1c）定量检测试剂盒 | 定量检测为主 |  |

来源：公司招股说明书，公司官网，齐鲁证券研究所

股权结构

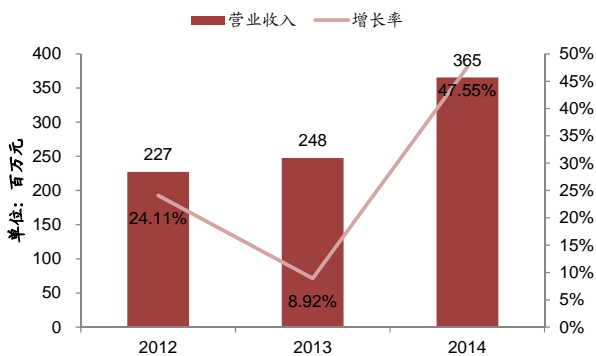
- 发行前后公司实际控制人未变更。此次发行前，李文美、王继华夫妻二人为本公司的实际控制人，持有公司股份 3494.70 万股，持股比例 52.95%。公司本次拟公开发行不超过 2200 万股，全部为公开发行新股，不安排公司股东公开发售股份，占本次发行后总股本的 25%。发行后，李文美、王继华合计持有股份占公司总股本 38.78%。

图表 2: 公司本次发行后股权结构图


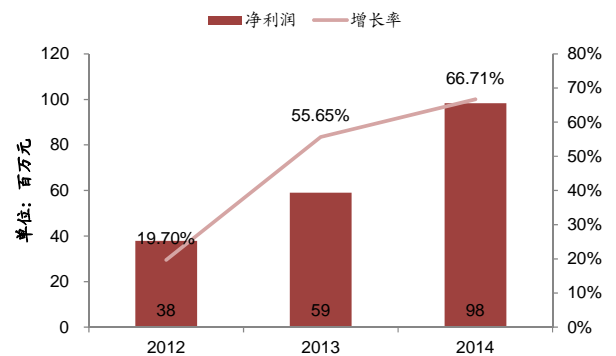
来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

近三年营收净利 GAGR 分别达 17.41% 和 37.41%，核心检测产品占比 > 80%

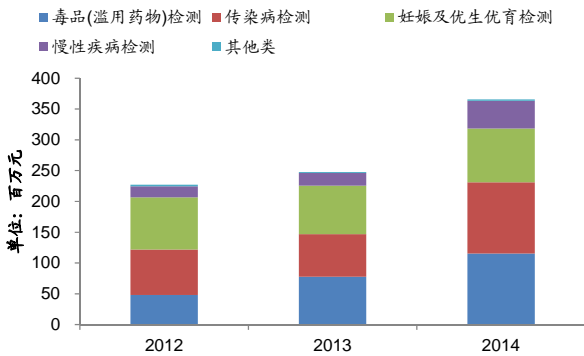
- 2011-2014 年, 公司营业收入和净利润年复增长率分别为 17.14% 和 37.41%, 特别是在 2014 年, 两项增长率分别达到 47.55% 和 66.71%。
- 妊娠、传染病及毒品检测产品营收及毛利合计占比均超过 80%, 为公司的核心产品。2011-2014 年公司主营业务收入主要来源于妊娠及优生优育检测、传染病检测及毒品(滥用药物)检测三类产品, 合计贡献收入占比三年分别为 90.86%、91.07% 和 87.12%。慢性疾病检测产品属于重点发展品种, 三年销售占比逐步上升, 分别为 7.90%、8.30% 和 12.28%。毛利端三类主要产品合计占比大约为 80%, 慢性病检测占比大约 15%, 为增速最快的产品品类。

图表 3: 2012-2014 年营业收入 GAGR=17.14%


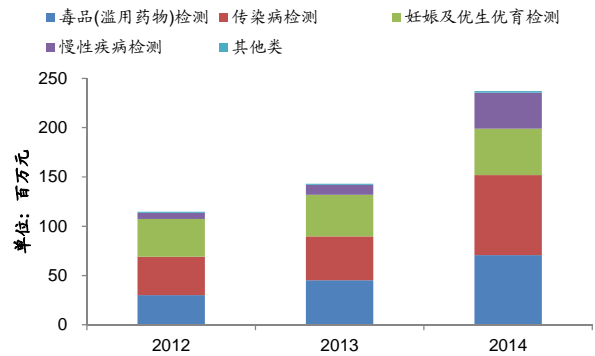
来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 4: 2012-2014 年净利润 GAGR=37.41%


来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 5: 毒品检测产品营收占比最高, 为 31.66%


来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

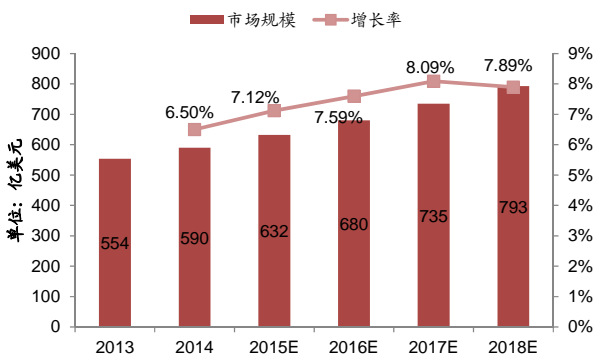
图表 6: 传染病检测产品毛利占比最高, 为 34.22%


来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

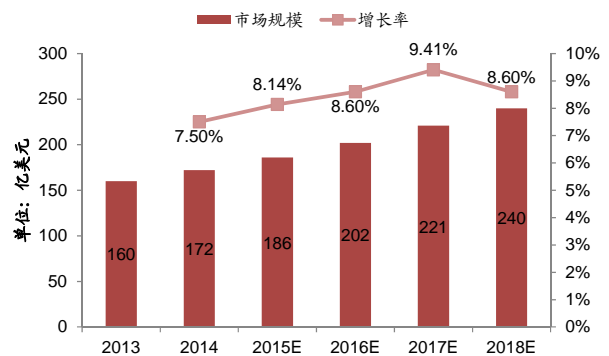
顺应价值医疗发展理念, POCT 全球市场规模过千亿

POCT 全球市场规模美日欧占比约 90%, 中国增速超 20%

- POCT 行业全球复合增速约 8%, 未来三年市场规模有望达到 240 亿美元。** POCT 为体外诊断产品的子行业, 因其检测时间短、校正不频繁且简单、非专业人员可操作及实验结果质量高等特性, 被广泛应用在医院 ICU、手术、急诊、诊所以及患者家中, 是近年来 IVD 行业发展最快的细分领域之一。从全球的数据来看, 2014 年 POCT 增速 7.5% 高于 IVD 行业 6.5% 的增速, 并将保持 8% 的复合增长率, 到 2018 年预计市场规模将达到 250 亿美元。

图表 7: 全球 IVD 市场规模增速 7.5% 左右


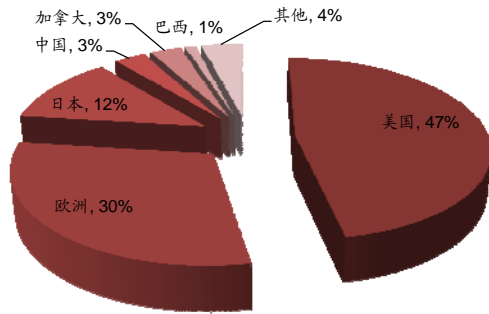
来源: 公司招股说明书, Global Point-of-Care Diagnostic Market Outlook 2018, 齐鲁证券研究所

图表 8: 全球 POCT 保持 8% 的复合增速


来源: 公司招股说明书, Global Point-of-Care Diagnostic Market Outlook 2018, 齐鲁证券研究所

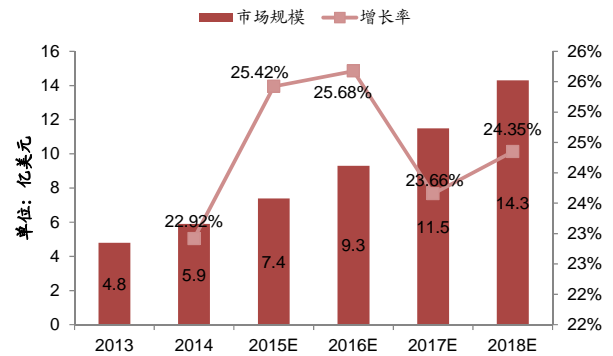
- 美欧日为主导, 市场规模合计占比达 90%, 中国市场增速将保持 20%, 是世界市场规模扩大的主要动力之一。** POCT 的消费依赖于地区发达程度、人口基数、年龄结构以及医疗卫生条件, 在不同国家地区间呈现出较大的差异。从全球 POCT 市场地域的分布就可以看出, 发达地区美国欧盟 2013 年的市场规模分别是 75 亿美元和 48.7 亿美元, 占比 47% 和 30%, 为全球第一和第二大 POCT 消费区域。而以印度、中国、

巴西为代表的发展中国家目前占全球市场的比例仍然较小,但是高于发达地区,将成为世界市场规模扩大的主要动力。中国 POCT 市场发展较晚,目前市场规模较小,但增速高于全球水平,2014 年达 22.92%。随着医改的推进和在基层卫生建设中政府对 POCT 产品技术的投入,预计未来 3 年也将保持大于 20%的年增长率,2018 年有望达到约 100 亿人民币的市场规模。

图表 9: 美欧日合计市场规模占比达 90%


来源:公司招股说明书, Global Point-of-Care Diagnostic Market Outlook

2018, 齐鲁证券研究所

图表 10: 中国 POCT 复合增速大于 20%


来源:公司招股说明书, Global Point-of-Care Diagnostic Market Outlook

2018, 齐鲁证券研究所

价值医疗需求+技术发展为 POCT 发展主要推动力

- POCT 满足检验医学发展的需求。**传统的检验医学在实现自动化以后质量和速度都有了明显的提升,但由于分析前、分析后仍有许多复杂的不走,需要耗费大量的时间,难以满足临床“在最短的时间内得到准确检验结果”的要求。POCT 可以省去诸多标本预处理、样本送检、繁琐的设备检测、数据处理以及传输流程等步骤,直接快速的得到可靠的结果,满足现在医学发展需求,为医生的进一步施救赢得宝贵时间。

图表 11: POCT 满足检验医学发展的需求

| 项目 | 临床实验室 | POCT |
|--------|--------|---------|
| 周转时间 | 慢 | 快 |
| 标本处理 | 通常需要 | 不需要 |
| 血标本 | 血清、血浆 | 全血 |
| 校正 | 频繁而且繁琐 | 不频繁而且简单 |
| 试剂 | 需要配剂 | 随时可用 |
| 消耗品 | 相对少 | 相对多 |
| 检测仪 | 复杂 | 简单 |
| 对操作者要求 | 专业人员 | 非专业人员亦可 |
| 实验结果质量 | 高 | 接近实验室结果 |

来源:招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 12: POCT 主要应用的 8 大领域

| 序号 | 应用领域 | 应用举例 |
|----|------------------|-----------------------------------|
| 1 | 医药检验科 | 肝炎(甲、乙、丙)检测、流感检测、CRP检测等; |
| 2 | 医院非检验科 | CRP检测、心梗心衰检测、血糖检测等; |
| 3 | 基层医疗(乡镇卫生院和社区门诊) | 尿液分析、干式生化检测、肝炎检测等; |
| 4 | 个人家庭自检与健康 | 排卵、妊娠、血压、血糖的检测等;甘油三酯和胆固醇等血脂项目的检测; |
| 5 | 疫情控制 | 非典、甲流等重大疫情的检测与控制等; |
| 6 | 军事医学与灾难救援 | CRP检测、血气与电解质分析、快速凝血检测、疟疾等; |
| 7 | 现场监督执法 | 公安禁毒检测、交警饮酒驾驶检测等; |
| 8 | 食品安全监管 | 瘦肉精、三聚氰胺等检测; |

来源:招股说明书, 齐鲁证券研究所

- POCT 符合现行的价值医疗发展观念。**住院天数、诊断治疗质量、临床合理用药因素直接影响了患者的住院费用。其中缩短检验周转期又是影

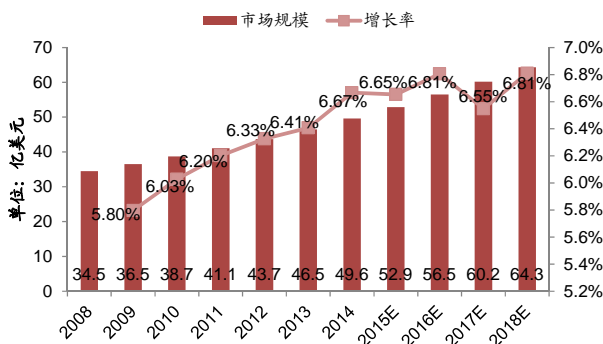
响住院天数的重要因素,即使准确的检验结果是提高诊断治疗质量的保障,针对病人具体情况的个性化诊断是临床合理用药的气体,POCT是实现这些目标的有效途径。

- **POCT 应用广泛,未来发展即时化程度高。**从检测项目来分,主要集中在血糖检测、血气和电解质分析、快速血凝检测、心脏标志物快速诊断等 13 大项目,从应用领域分,主要集中在医院检验科等八大领域。未来,POCT 产品将会像手机、电脑等数码产品一样悄然渗透到人们生活的每一个角落,小型化,傻瓜式的自动检测系统成为第一现场检测、家庭健康管理的必需品。

细分领域: 血糖类市场规模最大 (50 亿美元), 心血管类增速最快 (>13%)

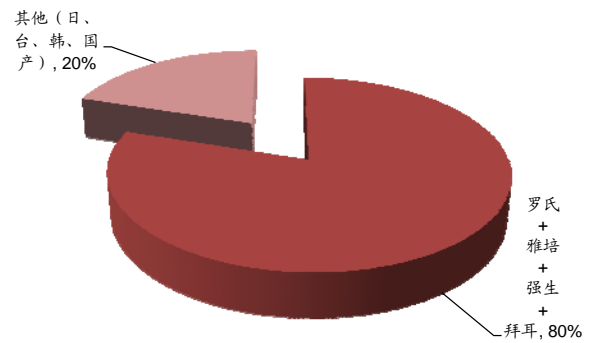
- **目前全球 POCT 血糖类产品市场规模 50 亿美元, 四巨头占据 80% 的市场份额。**据 TriMark 统计的数据来看,2014 年全球 POCT 血糖类产品大约有 50 亿美元的市场规模,未来保持 6.5% 的增长率左右。罗氏、雅培、强生以及拜耳占据 80% 的市场份额,日本、台湾、韩国和国内也有自主品牌,合计占近 20% 的市场份额。

图表 13: 2014 年全球 POCT 血糖类产品市场规模 50 亿美元



来源: TriMark, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 14: 四大家占据 80% 的市场份额, 日、台、韩及国产厂家有近 20% 的市场份额



来源: 公司销售数据, 齐鲁证券研究所

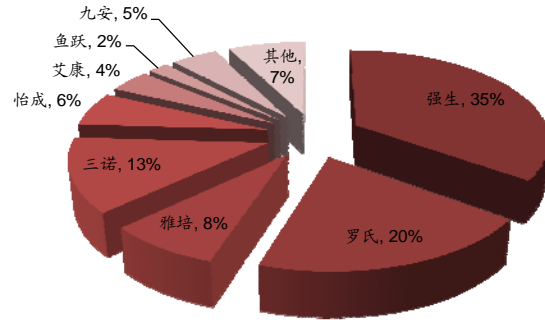
- **2015 年国内市场规模约 80 亿元, 随着渗透率和医保覆盖的提升, 中性估计 2020 年 189 亿元。**中国市场中, 血糖类在 POCT 产品中算应用较为广泛的品类,但是和欧美国家 90% 的渗透率比较,国内平均 20% 的渗透率仍旧比较低,预计未来随着各省将血糖类产品纳入医保报销的范围,国内市场的仪器保有量和耗材使用量都会不断提升,消费习惯的升级也会提高血糖类产品的市场渗透率,预计 2015 年市场规模为 80 亿元,到 2020 年中性预计大约为 189 亿元。
- **外资占大半壁江山。**从国内的市场竞争格局来看,外资目前占比为 63% 左右,国内企业以三诺、怡成及九安等企业合计占比大约为 47%。

图表 15: 预计国内 2015 年 POCT 血糖类产品市场规模约 80 亿元

| 年份 | 糖尿病患者 (万) | 血糖仪渗透率 (保守、中性、乐观情景假设) | 仪器保有量 | 每台仪器带动年消费 (元) | 总体市场规模 (亿元) |
|-------|-----------|-----------------------|-------|---------------|-------------|
| 2012 | 9230 | 12% | 1108 | 320 | 35.4 |
| 2015E | 9770 | 20% | 1954 | 320 | 62.5 |
| | | 25% | 2443 | 320 | 78.2 |
| | | 30% | 2931 | 320 | 93.8 |
| 2020E | 10740 | 45% | 4833 | 320 | 154.7 |
| | | 55% | 5907 | 320 | 189 |
| | | 65% | 6981 | 320 | 223.4 |

来源: 齐鲁证券研究所

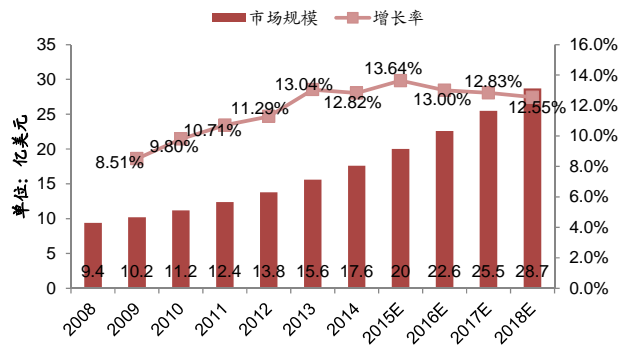
图表 16: 国内市场外资产品占比约 60%，内资占比约 40%



来源: 公司销售数据, 齐鲁证券研究所

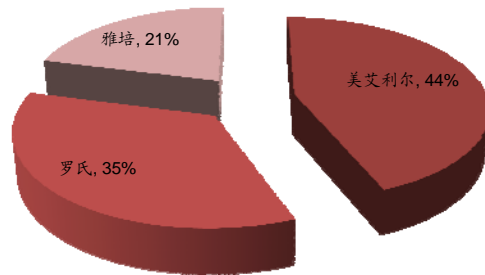
■ 心血管类产品增速 13%左右, 为增速最快的 POCT 细分市场, 市场呈寡头垄断态势。根据 TriMark 的市场调查, 2014 年全球心血管类疾病检测 POCT 产品市场容量为 17.6 亿美元, 预计到 2018 年可达 28.7 亿美元, 增速保持在 13%左右, 是增长最快的 POCT 细分市场。目前市场还是由三巨头美艾利尔、罗氏和雅培垄断。

图表 17: 心血管类产品增速 13%



来源: TriMark, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 18: 市场相对处于寡头垄断态势

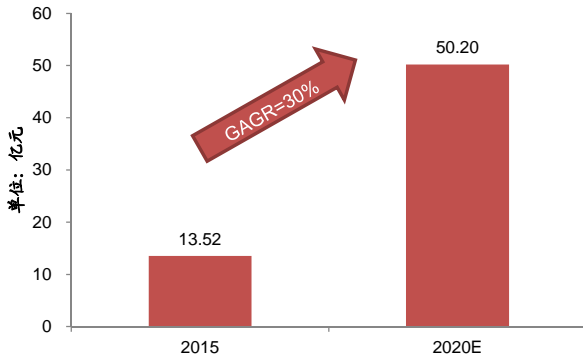


来源: BCC, 齐鲁证券研究所

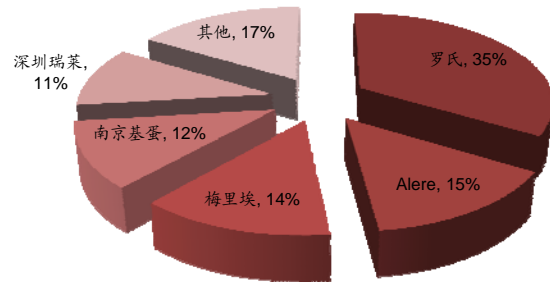
■ 心血管类产品国内 2015 年市场规模大约 13.5 亿元, 30%的增长率, 预计 2020 年市场规模 50.2 亿元。根据各公司销售额的数据来看, 2015 年心血管类产品市场规模大约 13.5 亿元, 其中罗氏、美艾利尔, 梅里埃合计占比达 64%, 预计随着国内对于心痛危害的重视以及医保覆盖的扩大, 心血管类产品市场规模将保持 30%的增长率, 到 2020 年有望 50.2 亿元。国内企业中南京基蛋和深圳瑞莱合计占比约 23%, 主要聚焦于中小医院市场。

图表 19: 2020 年市场规模有望达到 50.2 亿元

图表 20: 外资占据心血管类产品半壁江山



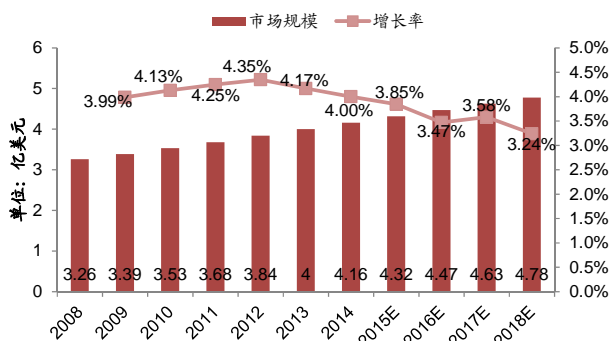
来源: 齐鲁证券研究所



来源: 公司销售数据, 齐鲁证券研究所

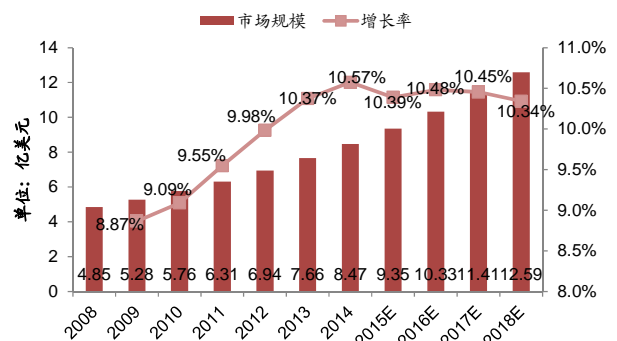
- 其他领域的 POCT 产品还包括妊娠检测、传染病检测和药物滥用以及肿瘤标识物等。
 - **妊娠检测:** 根据 TriMark 的数据, 2014 年全球妊娠类 POCT 的消费总额为 4.16 亿元, 预计 2018 年可达 4.78 亿元; 妊娠检测的消费数量变化基本与新生儿数量变化呈正相关趋势, 2014 年我国出生人口 1687 万人, 较 2013 年多 47 万人。受单独两孩政策影响, 预计 2015 年出生人口较 2014 年将增加 100 万人左右。随着国家生育政策的逐渐调整放开, 国内妊娠检测类产品的空间巨大。
 - **传染病检测:** 根据 TriMark 的数据, 2014 年全球传染病类 POCT 的消费总额为 8.47 亿元, 预计 2018 年可达 12.59 亿元; 传染病类产品主要是针对各类常见传染病, 随着一些重大传染病(比如甲型 H1N1 流感、SARS 等)爆发频率和危害增加, 大多数国家都加大了对重大传染病的预防和监测力度, 快速检测产品已经成为有力工具。国内的主要厂家包括杭州艾博/Alere、科华生物以及公司等。
 - **毒品(药物滥用)检测:** 根据 TriMark 的数据, 2014 年全球毒品(药物滥用)类 POCT 的消费总额为 5.64 亿元, 预计 2018 年可达 8.32 亿元; 毒品(药物滥用)广泛应用于戒毒所、医院、军队征兵、海关边检和公路交通安全中高危人群普查、特种行业和招工体检的筛检工作。根据联合国的相关统计数据显示, 毒品的产量和滥用量都有所上升, 并且我国 2006 年起征兵增加了吸食毒品检测, 为药物滥用 POCT 市场提供了稳定的市场。

图表 21: 妊娠检测规模 4.16 亿元, 增速 4.00%



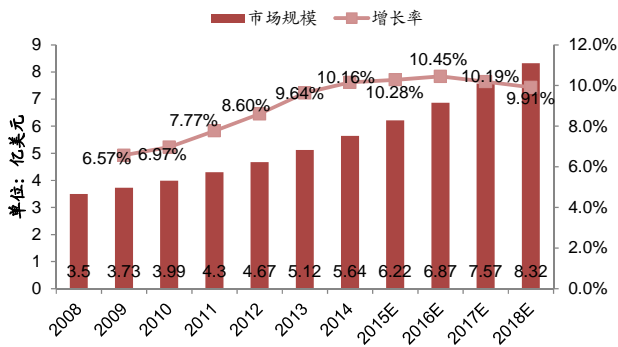
来源: TriMark, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 22: 传染病检测规模 8.47 亿元, 增速 10.57%



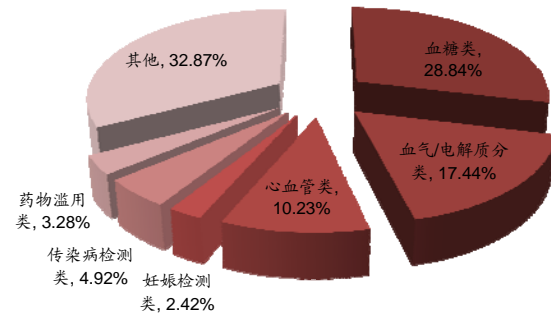
来源: TriMark, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 23: 药物滥用检测规模 5.64 亿元, 增速 10.16%



来源: TriMark, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 24: 各细分领域占比

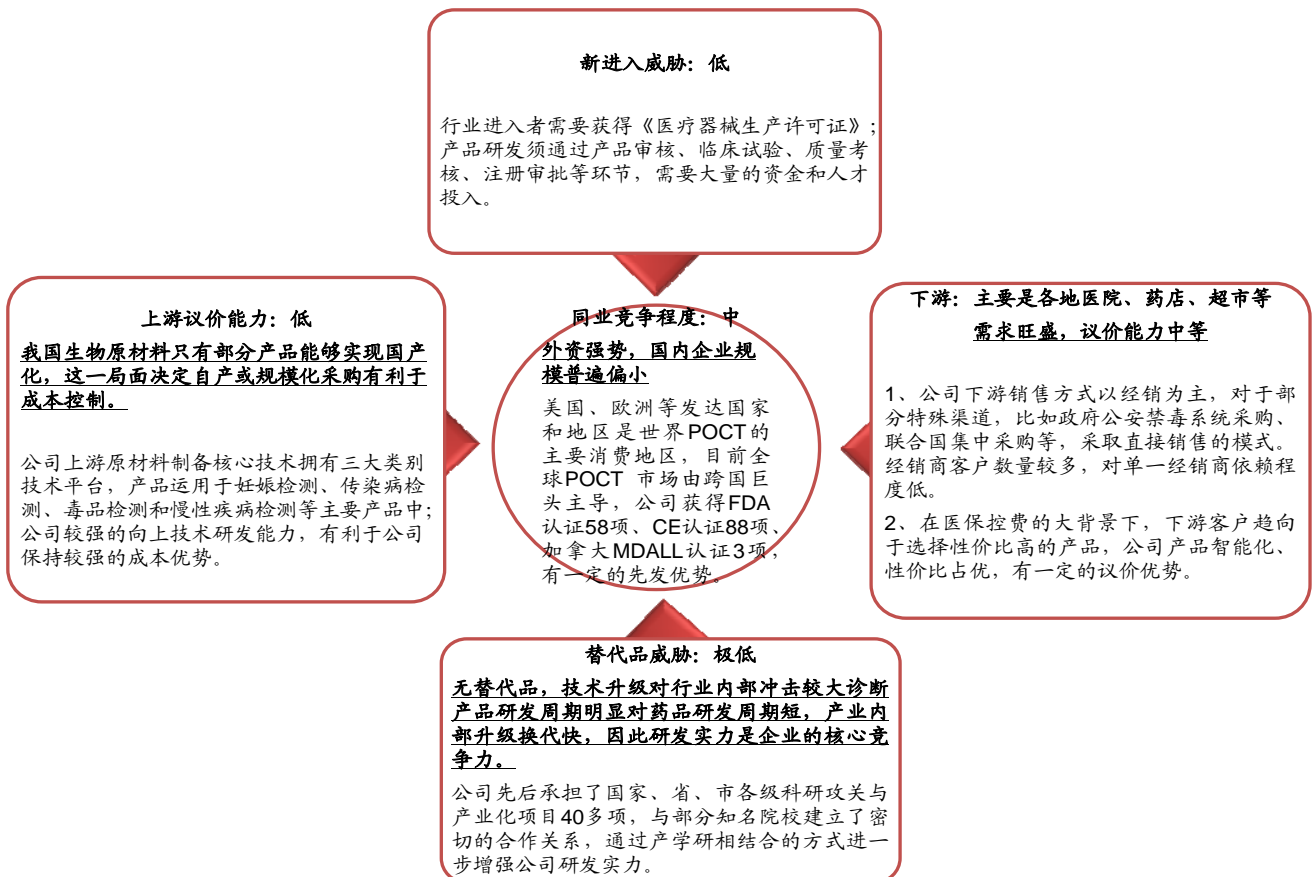


来源: TriMark, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

核心产品+研发储备确立公司行业领先地位

万孚生物波特五力分析

图表 25: 万孚生物的核心竞争力分析



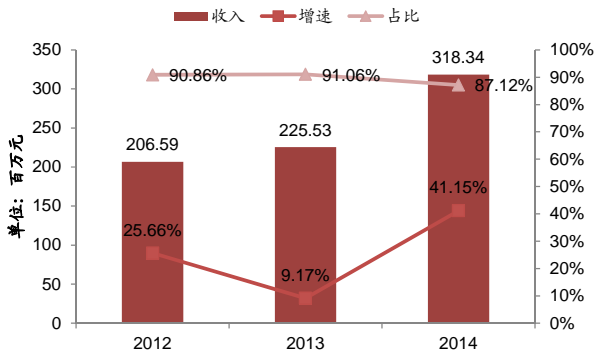
来源: 齐鲁证券研究所

- **同业竞争：外资强势，国内企业规模普遍偏小。**前全球 POCT 市场由跨国巨头主导，其中强生、罗氏在血糖领域领先，Alere、雅培等则在血气、心脏标志物等领域居于领先地位，国内企业规模普遍偏小，缺乏强势领导者。
- **新进入威胁：技术、品牌和准入壁垒，公司专利 93 项，产业化项目 40 多项，获得《医疗器械生产许可证》及 FDA 认证 140 余项。**
 - **技术壁垒：**POCT 行业是一个技术密集、多学科高度综合渗透的产业，该领域技术含量高、技术创新能力强，开发周期长，生产工艺流程复杂、技术难度和革新难度大。公司先后承担了国家、省、市各级科研攻关与产业化项目 40 多项，与部分知名院校建立了密切的合作关系，通过产学研相结合的方式进一步增强公司研发实力。
 - **国内外注册认证壁垒：**我国生产企业必须取得监管部门核发的《医疗器械生产许可证》，新进入者需要相当长的时间才能进入市场竞争。美国和欧盟地区是世界 POCT 产品的主要消费市场，也是境内企业争相进入的市场，大部分需取得各进口国食品药品监督管理局或其授权的公告机构核发的 POCT 产品的注册和认证，从而对新进入者形成较高的壁垒。公司获得 FDA 认证 58 项、CE 认证 88 项、加拿大 MDALL 认证 3 项，有一定的先发优势。在长期海外市场的开拓过程中，公司产品研发思路越发清晰和成熟，企业管理水平、质量管理体系、市场分析能力也取得了较大程度的提高。在国内 POCT 市场快速发展的背景下，这些经验的积累将在国内市场的开拓过程中发挥重要作用。
- **替代品威胁：无替代品，技术升级对行业内部冲击较大。**诊断产品研发周期明显对药品研发周期短，产业内部升级换代快，一个诊断产品上市后 2 年尽可收回投资，因此研发实力是企业的核心竞争力。近年来，公司加大了定量检测产品的研发和市场开拓力度，公司的 CRP 免疫荧光检测仪及其配套试剂、心梗心衰荧光定量分析仪及配套试剂，销售额迅速上升，成为公司新的利润增长点。
- **我国生物原材料只有部分产品能够实现国产化，公司有生物原材料制备核心技术，向上游拓展能力强，可保持一定的议价能力。**国产化水平低决定自产或规模化采购有利于成本控制。公司上游原材料制备核心技术拥有三大类别技术平台，产品运用于妊娠检测、传染病检测、毒品检测和慢性疾病检测等主要产品中；公司较强的向上技术研发能力，有利于公司保持较强的成本优势。
- **下游客户需求旺盛，公司产品性能认可度高。**我国 POCT 一方面受老龄化趋势的影响，患慢性病（糖尿病、冠心病、肝肾病）的人数大幅增长，患者不仅希望得到医院的系统诊治，更需要能进行自我检验监测；另一方面随着人们生活水平的提高、对健康的日益重视以及医疗技术的进步，人们对 POCT 产品的重视和支出也将持续增加；更重要的是在新医改 8,500 亿元政府投资和建立基层医疗卫生体系的推动下，下游需求旺盛。公司研发的人感染 H7 亚型禽流感病毒（2013）抗原检测试剂（胶体金法）是国内 H7 亚型禽流感病毒检测中唯一获得抗原快速检测类证书的产品，其操作简便，非常适合疫情突发现场的快速、高通量排查和监控。

核心三类产品 GAGR=15.5%，慢性病类为公司新的业务增长点

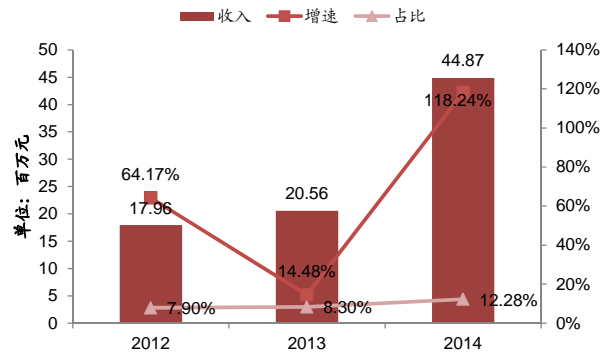
- **公司核心三类产品 GAGR=15.5%，增速稳定。**公司妊娠及优生优育检测、传染病检测及毒品（滥用药物）检测的主要三类产品 2012-2014 年收入年复合增速 15.5%，我们预计随着欧洲市场消费回升、北美地区毒品类检测产品需求持续旺盛以及公司加强国内销售渠道建设，逐渐完善以终端连锁药店为主的经销商网络，公司产品市场覆盖率和渗透率将不断扩大，核心三类产品依旧能保持稳定的增长。
- **2011-2014 慢性病类检测产品 GAGR=35.69%，为公司新的业务增长点。**公司的慢性疾病检测产品起初主要为血糖等定量产品，公司根据市场需求自 2010 年起推出心梗、心衰等心脏标志物定量检测产品，逐年增加定量检测仪器的投放数量，带动试剂的销售规模逐步扩大；另一方面，心脏标志物定量检测产品已成为公司主要的慢性疾病检测产品，近年来该产品国内需求大，市场增长较快。我们认为，国内市场心血管以及糖尿病等大病种所带来的市场空间充分，此项业务是公司新的业务增长点。

图表 26: 核心三类 GAGR=15.5%，增速稳定



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 27: 慢性病类增速达 35.69%，增长仍可期

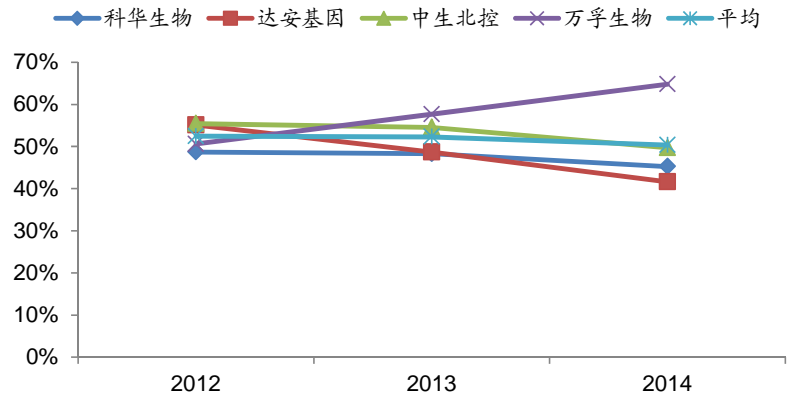


来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

财务分析：毛利率不断攀升，期间费用控制合理

毛利率连续三年不断攀升，高于行业平均水平

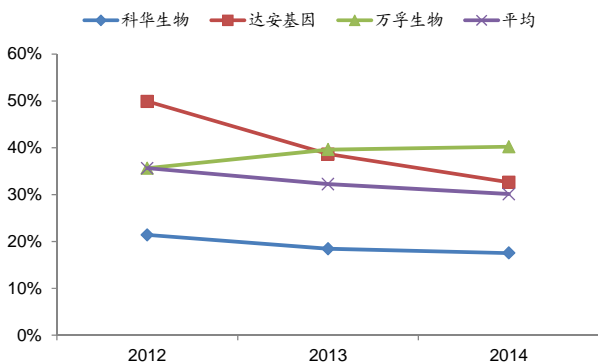
- **公司 2012-2014 年毛利率分别为 50.58%、57.66%和 64.79%，高于行业平均水平的 52.46%、52.29%和 50.33%。**近三年行业毛利率水平整体呈下滑趋势，公司呈向上趋势主要是因为公司的产品类别与同行业上市公司存在差异，同时公司与同行业上市公司采用的技术原理也存在差异，相应面对的客户、市场和渠道存在差异，毛利率不尽相同。销售模式的差异也是公司与同行业上市公司毛利率存在差异的原因之一。
- **公司毛利率的攀升得益于产品结构的改善以及关键工艺流程的改进。**从公司的四个主要产品来看，妊娠类产品毛利率上升是因为考核以及加强了成本控制；传染病检测类产品毛利率上升基于高毛利的 PCT 产品相对占比提高以及 CRP 检测产品和 PCT 检测产品在标记缓冲系统制备环节的技术升级；慢性病检测产品毛利率上升是因为心脏标志物检测产品更新换代，高毛利的第二代产品市场反应良好，销售占比不断上升。

图表 28: 公司毛利率不断攀升, 高于行业平均


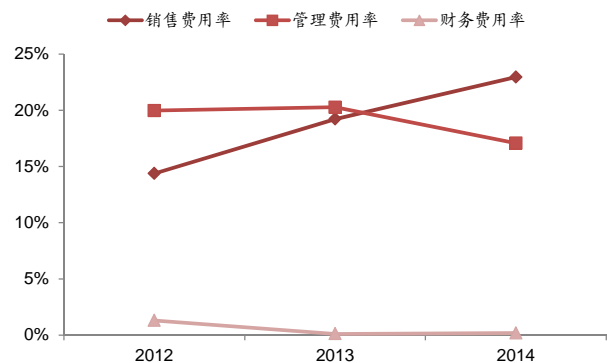
来源: Wind, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

期间费用率控制合理, 稳定在 39%左右

- 公司期间费用控制合理, 稳定在 39%, 高于行业可比公司 33%的平均水平。**行业平均水平较低是因为科华生物的期间费用率不断降低, 是由于其 2012 年由于受到海外政治原因影响, 科华生物的出口业务受到较大影响, 2013 年开始恢复, 出口业务的销售费用较少, 随着收入的快速增长, 科华生物的销售费用率的持续走低。公司销售费用 2013 年和 2014 年分别较上年度增长了 115.59%和 121.84%, 出现了较为快速的增长, 主要是由于销售费用中职工薪酬的增长, 一方面是由于发行人销售人员数量的增加, 另一方面是因为销售人员平均工资的增长。但总体来说, 公司的销售费用率处于行业合理范围内。公司管理费用率下降主要是因为公司开发材料费逐年下降。

图表 29: 公司期间费用率基本保持稳定


来源: Wind, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 30: 管理费用率降低+销售费用率升高


来源: Wind, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

募投项目: 扩产能+强研发+拓渠道

- 公司本次发行拟向社会公众公开发行不超过 2,200 万股人民币普通股,**

全部为公开发行新股，不安排公司股东公开发售股份，不超过发行后总股本的 25%。

图表 31：公司募投项目（单位：万元）

| 项目名称 | 投资总额 | 募集资金投入金额 | 募集资金投入金额 | |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|----------|
| | | | 第一年 | 第二年 |
| 体外快速检测产品扩产和技术升级项目 | 10,845.08 | 10,845.08 | 6,933.70 | 3,911.38 |
| 营销网络扩建项目 | 8,101.70 | 8,101.70 | 3,645.80 | 4,455.90 |
| 研发中心和工程实验室能力建设项目 | 4,562.55 | 4,562.55 | 3,962.55 | 600.00 |
| 补充流动资金 | 8,000.00 | 8,000.00 | 8,000.00 | |
| 合计 | 31,509.33 | 31,509.33 | 22,542.05 | 8,967.28 |

来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

- **扩产和技术升级满需求、提质量、增强市场竞争力。**经过近年来的快速发展，公司产品销量大幅提升，产能接近饱和。在全球 POCT 行业仍快速增长的背景下，公司的现有生产能力已无法满足快速增长的市场需求。同时，公司也需要进一步提升公司产品质量，以增强市场竞争能力。为此，公司迫切需要对现有生产车间进行升级改造，扩大现有产品的生产能力。同时，公司也需要对现有主营产品进行技术升级，以满足不断增长和提高的市场需求。
- **充实客户资源要求更强大的营销网络。**目前 POCT 产品大部分通过代理商的销售网络或招投标的途径向终端客户进行销售，终端客户可以便捷地从各类销售网络买到所需要 POCT 产品。但由于行业内同类产品数量较多，竞争激烈，消费者对 POCT 产品的品牌忠诚度并不高，公司必须与消费者和经销商建立长期稳定的客户服务及售后维护关系。为了适应未来 POCT 市场的快速发展，维护和开拓多区域的市场，公司计划深化营销体系建设、充实营销队伍，优化团队结构、完善销售激励制度，充实客户资源。
- **POCT 行业特性要求企业强化研发、丰富品类。**国内 POCT 产业起步较晚，与国外同行业领先企业相比，国内企业在研发方面的投入相对较低，且产品种类不够丰富，难以满足全球市场对产品的多样化需求。随着现场即时检测产品的使用在全球范围内逐步普及，加大研发投入、丰富产品结构、提升企业自主创新能力成为保证公司稳定发展的关键因素。公司将通过引进先进研发设备，吸引行业高端研发人才等多种方式，改善现有研发状况，适应行业未来的市场发展需要。

盈利预测

■ 核心假设：

- **产品单价：**公司会根据产品成本及期望毛利率拟定期望售价，并综合考虑不同区域同类产品市场价格等因素，对具体销售价格进行适当调整。我们假设单个产品的售价变化波动有限，公司毛利率的变化将主要受产品结构及销量的影响。

- **销量：**公司的三项核心产品（毒品、传染病、妊娠）销量随着销售渠道的拓展和渗透率的增长，依旧会保持稳定的增长。慢性病类产品因旺盛的市场需求和企业策略性的发展，我们中性估计销量依旧会保持 40%-70% 的增速。
- **毛利率：**根据公司历史的毛利率水平及变化原因分析来看，我们认为，妊娠类产品优先接受毛利率较高的订单，毛利率保持稳定；传染病检测产品中高毛利的定量检测产品仍会较快增长，毛利率也会随平均销售价格有所增长；毒品（药物滥用）类基本保持稳定；慢性病类产品中高毛利率品类占比不断攀升，毛利率也会呈增长的趋势。
- **费用：**随着募投项目的投产以及人工成本的不断上升，我们认为费用方面可能会有所增长，但依旧保持在合理的范围。
- **盈利情况：**我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 4.84 亿元、6.35 亿元和 8.19 亿元，同比分别增长 32.5%、31.1% 和 29.1%；归属于母公司净利润分别为 1.26 亿元、1.66 亿元和 2.10 亿元，同比分别增长 27.90%、31.59% 和 26.94%。以本次新股发行的数量计算，对应摊薄后 EPS 为 1.43 元、1.89 元和 2.39 元。
- **估值水平：**按公司所在行业的细分领域可比公司平均估值水平，为 110 × 15PE。综合考虑公司的业务能力，市场地位及行业目前的竞争情况，我们认为公司 2015 年的合理估值区间在 65-70 倍，对应合理市值在 81.9-88.2 亿元左右。
- **发行价测算：**以新股发行数量 2200 万新股计算，发行后股本 8800 万股；根据预计募集项目投入和发行费用考虑，我们预计此次募集资金总额 31509.33（募投项目）+3693.22（发行费用）=35202.55 万元，预计发行价格为 **16.00** 元。

图表 32：可比公司估值指标

| 公司名称 | 证券代码 | 当前股价（元） | EPS（元） | | | PE | | |
|------------|-----------|---------|--------|-------|-------|---------------|---------------|--------------|
| | | | 2014A | 2015E | 2016E | 2014A | 2015E | 2016E |
| 科华生物 | 002022.SZ | 58.85 | 0.59 | 0.71 | 0.89 | 99.22 | 82.74 | 66.47 |
| 达安基因 | 002030.SZ | 69.85 | 0.28 | 0.34 | 0.42 | 250.63 | 204.42 | 165.72 |
| 鱼跃医疗 | 002223.SZ | 67.60 | 0.56 | 0.66 | 0.85 | 121.00 | 102.46 | 79.25 |
| 三诺生物 | 300298.SZ | 46.17 | 0.99 | 0.93 | 1.16 | 46.81 | 49.44 | 39.92 |
| 平均值 | | | | | | 129.42 | 109.77 | 87.84 |

来源：Wind，齐鲁证券研究所

风险提示

- **核心技术失密的风险。**POCT 产品的配方和制备技术是公司主要的核心技术，由于 POCT 产品的特殊性，出于保护核心技术的考虑，公司仅对少数关键制备技术申请专利，而对产品配方只进行产品注册。因此，公司大量的产品配方和生产制备技术属于专有技术。为防止核心技术失密，公司制定了《技术文件管理规程》，产品配方和制备技术除少数管理和研发人员掌握外，其他人员均无权知晓；在生产过程中将生产工序进行分解，分别由不同部门、不同人员负责和掌握，并对所有原料采用

编码方式进行管理。同时，公司与技术人员签署保密协议，明确双方在技术保密方面的权利和义务。虽然公司采取了有效措施，很好地保护了核心技术，但若不能持续、有效地管理，仍存在核心技术泄密的可能或者被他人窃取的风险。

- **经销商数量不断增长带来的管理风险。**随着公司销售规模和销售区域的不断扩大，报告期内经销商数量也随之增加，分别为 1,108 家、1,162 家和 1,280 家。但由于经销商除在业务上对公司存在一定依赖外，人、财、物皆独立于公司，经营计划也根据其业务目标和风险偏好自主确定。若部分经销商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，或经销商的实力跟不上公司发展，则可能导致公司产品销售出现区域性下滑，对公司的市场推广产生不利影响。
- **劳动力成本上升的风险。**公司的总部及生产基地地处广州，属于国内经济较发达的一线城市，劳动力薪酬水平较高。报告期内各年度，公司支付给职工以及为职工支付的现金分别 3,643.71 万元，4,774.90 万元和 7,660.16 万元，占各期收入比例分别为 16.03%、19.28%和 20.96%，逐年上升。如果未来国内劳动力成本进一步上升，将会在一定程度上影响公司的盈利能力。

图表 33: 公司产品销售预测 (单位: 百万元)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 毒品(滥用药物)检测 | | | | | | | |
| 收入 | 33.63 | 48.22 | 77.77 | 115.70 | 168.04 | 241.02 | 338.00 |
| yoy | | 43.38% | 61.28% | 48.77% | 45.23% | 43.44% | 40.24% |
| %总收入 | 18.36% | 21.21% | 31.40% | 31.66% | 34.70% | 37.95% | 41.23% |
| 毛利 | | 30.07 | 45.29 | 70.81 | 101.82 | 144.63 | 204.83 |
| 毛利率 (%) | | 62.35% | 58.23% | 61.20% | 60.59% | 60.01% | 60.60% |
| %总毛利 | | 26.02% | 31.64% | 29.87% | 31.43% | 33.17% | 35.42% |
| 传染病检测 | | | | | | | |
| 收入 | 37.01 | 73.78 | 69.10 | 115.15 | 149.70 | 187.12 | 224.54 |
| yoy | | 99.35% | -6.34% | 66.64% | 30.00% | 25.00% | 20.00% |
| %总收入 | 20.20% | 32.45% | 27.90% | 31.51% | 30.91% | 29.46% | 27.39% |
| 毛利 | | 39.08 | 44.45 | 81.11 | 108.61 | 139.83 | 172.83 |
| 毛利率 (%) | | 52.97% | 64.32% | 70.44% | 72.55% | 74.73% | 76.97% |
| %总毛利 | | 33.82% | 31.05% | 34.22% | 33.52% | 32.07% | 29.89% |
| 妊娠及优生优育检测 | | | | | | | |
| 收入 | 93.77 | 84.59 | 78.66 | 87.49 | 89.70 | 92.41 | 95.32 |
| yoy | | -9.79% | -7.01% | 11.23% | 2.53% | 3.02% | 3.15% |
| %总收入 | 51.18% | 37.21% | 31.76% | 23.94% | 18.52% | 14.55% | 11.63% |
| 毛利 | | 38.29 | 42.23 | 47.20 | 48.61 | 50.08 | 51.66 |
| 毛利率 (%) | | 45.26% | 53.69% | 53.95% | 54.19% | 54.19% | 54.19% |
| %总毛利 | | 33.13% | 29.50% | 19.91% | 15.00% | 11.48% | 8.93% |
| 慢性疾病检测 | | | | | | | |
| 收入 | 10.94 | 17.96 | 20.56 | 44.87 | 74.56 | 112.09 | 159.23 |
| yoy | | 64.17% | 14.48% | 118.24% | 66.16% | 50.35% | 42.05% |
| %总收入 | 5.97% | 7.90% | 8.30% | 12.28% | 15.39% | 17.65% | 19.42% |
| 毛利 | | 6.18 | 10.15 | 36.22 | 63.53 | 100.16 | 147.64 |
| 毛利率 (%) | | 34.39% | 49.35% | 80.72% | 85.21% | 89.35% | 92.72% |
| %总毛利 | | 5.35% | 7.09% | 15.28% | 19.61% | 22.97% | 25.53% |
| 其他类 | | | | | | | |
| 收入 | 7.85 | 2.81 | 1.57 | 2.19 | 2.33 | 2.48 | 2.68 |
| yoy | | -64.20% | -44.13% | 39.49% | 6.27% | 6.38% | 8.38% |
| %总收入 | 4.28% | 1.24% | 0.63% | 0.60% | 0.48% | 0.39% | 0.33% |
| 毛利 | | 1.09 | 1.04 | 1.70 | 1.40 | 1.36 | 1.34 |
| 毛利率 (%) | | 38.65% | 66.22% | 77.77% | 60.00% | 55.00% | 50.00% |
| %总毛利 | | 0.94% | 0.73% | 0.72% | 0.43% | 0.31% | 0.23% |
| 合计 | | | | | | | |
| 收入 | 183.20 | 227.36 | 247.66 | 365.40 | 484.32 | 635.12 | 819.78 |
| YOY | | 24.10% | 8.93% | 47.54% | 32.54% | 31.14% | 29.07% |
| 毛利 | | 115.54 | 143.15 | 237.03 | 323.96 | 436.06 | 578.30 |
| 毛利率 (%) | | 50.82% | 57.80% | 64.87% | 66.89% | 68.66% | 70.54% |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 34: 公司财务报表预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业总收入 | 227 | 248 | 365 | 484 | 635 | 820 |
| 增长率 | 23.95% | 8.9% | 47.5% | 32.5% | 31.1% | 29.1% |
| 营业成本 | -112 | -105 | -128 | -158 | -191 | -226 |
| %销售收入 | 49.2% | 42.2% | 35.1% | 32.7% | 30.1% | 27.6% |
| 毛利 | 116 | 143 | 237 | 326 | 444 | 594 |
| %销售收入 | 50.8% | 57.8% | 64.9% | 67.3% | 69.9% | 72.4% |
| 营业税金及附加 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 营业费用 | -33 | -48 | -84 | -121 | -171 | -238 |
| %销售收入 | 14.4% | 19.2% | 22.9% | 25.0% | 27.0% | 29.0% |
| 管理费用 | -45 | -50 | -62 | -90 | -117 | -150 |
| %销售收入 | 20.0% | 20.3% | 17.1% | 18.6% | 18.4% | 18.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 36 | 45 | 90 | 114 | 154 | 205 |
| %销售收入 | 16.0% | 18.0% | 24.6% | 23.5% | 24.3% | 25.0% |
| 财务费用 | -3 | 0 | -1 | 9 | 14 | 14 |
| %销售收入 | 1.3% | 0.1% | 0.2% | -1.8% | -2.1% | -1.8% |
| 资产减值损失 | -4 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 3.0% | 1.2% | 1.1% | 0.9% |
| 营业利润 | 30 | 44 | 91 | 124 | 170 | 222 |
| 营业利润率 | 13.1% | 17.8% | 25.0% | 25.6% | 26.8% | 27.1% |
| 营业外收支 | 13 | 26 | 23 | 22 | 23 | 23 |
| 税前利润 | 42 | 70 | 115 | 146 | 193 | 245 |
| 利润率 | 18.7% | 28.1% | 31.4% | 30.2% | 30.4% | 29.9% |
| 所得税 | -5 | -11 | -16 | -20 | -28 | -35 |
| 所得税率 | 10.7% | 15.4% | 14.1% | 14.0% | 14.3% | 14.1% |
| 净利润 | 38 | 59 | 98 | 126 | 166 | 210 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 38 | 59 | 98 | 126 | 166 | 210 |
| 净利率 | 16.7% | 23.8% | 26.9% | 26.0% | 26.1% | 25.6% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 净利润 | 38 | 59 | 98 | 126 | 166 | 210 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 13 | 14 | 19 | 22 | 34 | 55 |
| 非经营收益 | 0 | 0 | -5 | -24 | -25 | -25 |
| 营运资金变动 | 24 | 27 | -8 | 5 | 4 | 6 |
| 经营活动现金净流 | 75 | 101 | 104 | 130 | 178 | 246 |
| 资本开支 | 24 | 24 | 27 | 93 | 178 | 179 |
| 投资 | 0 | 0 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 投资活动现金净流 | -24 | -24 | -29 | -92 | -176 | -176 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 352 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -7 | -45 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -7 | 3 | -27 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -14 | -42 | -27 | 352 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | 37 | 35 | 48 | 390 | 2 | 69 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 73 | 104 | 152 | 542 | 544 | 613 |
| 应收账款 | 37 | 24 | 27 | 34 | 45 | 57 |
| 存货 | 41 | 45 | 51 | 60 | 72 | 85 |
| 其他流动资产 | 5 | 5 | 3 | 4 | 5 | 5 |
| 流动资产 | 156 | 179 | 233 | 639 | 665 | 761 |
| %总资产 | 51.4% | 53.1% | 57.0% | 70.3% | 60.3% | 56.6% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 固定资产 | 128 | 136 | 146 | 240 | 409 | 556 |
| %总资产 | 42.1% | 40.6% | 35.7% | 26.4% | 37.1% | 41.4% |
| 无形资产 | 12 | 14 | 15 | 14 | 13 | 12 |
| 非流动资产 | 147 | 158 | 176 | 269 | 437 | 584 |
| %总资产 | 48.6% | 46.9% | 43.0% | 29.7% | 39.7% | 43.4% |
| 资产总计 | 303 | 336 | 410 | 909 | 1,102 | 1,345 |
| 短期借款 | 60 | 17 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 应付账款 | 32 | 45 | 45 | 57 | 71 | 87 |
| 其他流动负债 | 10 | 16 | 31 | 40 | 54 | 70 |
| 长期借款 | 101 | 78 | 84 | 105 | 133 | 165 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 120 | 95 | 96 | 118 | 146 | 178 |
| 普通股股东权益 | 182 | 241 | 313 | 791 | 957 | 1,167 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 302 | 336 | 410 | 909 | 1,102 | 1,345 |
| 比率分析 | | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.574 | 0.894 | 1.490 | 1.430 | 1.881 | 2.388 |
| 每股净资产 (元) | 2.763 | 3.657 | 4.747 | 8.990 | 10.871 | 13.259 |
| 每股经营现金净流 (元) | 1.134 | 1.529 | 1.583 | 1.473 | 2.026 | 2.793 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 20.79% | 24.45% | 31.39% | 15.90% | 17.30% | 18.01% |
| 总资产收益率 | 12.53% | 17.55% | 24.01% | 13.84% | 15.02% | 15.63% |
| 投入资本收益率 | 19.16% | 24.27% | 47.15% | 38.91% | 31.88% | 31.70% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 23.95% | 8.92% | 47.55% | 32.55% | 31.14% | 29.07% |
| EBIT增长率 | 41.70% | 22.52% | 102.02% | 26.59% | 35.62% | 32.99% |
| 净利润增长率 | 19.69% | 55.65% | 66.71% | 27.90% | 31.59% | 26.94% |
| 总资产增长率 | 15.39% | 11.16% | 21.87% | 121.74% | 21.28% | 22.01% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 57.6 | 39.7 | 22.4 | 22.4 | 22.4 | 22.4 |
| 存货周转天数 | 145.3 | 150.3 | 137.5 | 137.5 | 137.5 | 137.5 |
| 应付账款周转天数 | 93.2 | 93.3 | 74.6 | 74.6 | 74.6 | 74.6 |
| 固定资产周转天数 | 178.1 | 192.2 | 139.4 | 107.5 | 99.9 | 103.3 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -7.45% | -35.86% | -45.93% | -67.48% | -56.01% | -51.87% |
| EBIT利息保障倍数 | 12.3 | 158.8 | 133.8 | -13.1 | -11.4 | -14.2 |
| 资产负债率 | 39.71% | 28.22% | 23.54% | 12.94% | 13.20% | 13.23% |

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。