



国内 POCT 产业的领跑者

投资要点

- **公司是国内 POCT 产业的领跑者。**公司一直致力于快速检测(point-of-care testing, POCT)产品的研发、生产和销售。经过 20 年的发展,公司已形成了覆盖妊娠、传染病、毒品(药物滥用)和慢性病检测等领域的产品线,产品销往包括美国、欧盟在内 110 多个国家和地区,已成为国内 POCT 产业的领跑者。
- **POCT 是体外诊断领域发展最快的细分行业之一,传染病和慢病检测市场增速较快。**POCT 具有检测时间短、不受空间限制且非专业人员也可方便操作等优势,是体外诊断的未来发展方向之一。目前全球 POCT 市场规模已达 160 亿美元,预计 2018 年将达到 240 亿美元,复合增长率为 8%。2013 年我国 POCT 市场规模达到了 4.8 亿美元,预计到 2018 年,我国 POCT 市场规模可达 14.3 亿美元,年复合增速有望保持在 25%左右。从主要应用领域看,传染病和慢性病检测 POCT 市场增速最快,复合增速超过妊娠类和血糖类 POCT 检测市场。
- **从产品到服务,全过程慢性病健康管理是未来看点之一。**公司计划未来三年,在不断扩大公司 POCT 产品在国内国际市场份额的同时,将聚焦在糖尿病、心脑血管病、呼吸道病三类慢性疾病的诊断、控制到反馈的全过程个人慢性病健康管理产业,通过该类产品的研发和相关类产品线的资源整合,为未来的慢性病健康管理的业务拓展奠定基础。同时公司将打造一个电子商务销售平台,以及一个健康管理的信息管理平台,掌控终端资源,为终端客户提供优质、全面的服务,整体实现健康管理的生态系统。我们认为公司从产品延伸到下游健康管理服务是未来看点之一。
- **募投项目:**公司此次公开发行 2200 万股,计划募集资金 3.15 亿元,用于“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”以及补充流动资金。募投项目有助于提高公司持续发展能力和巩固核心竞争力。
- **盈利预测与估值分析。**我们预计公司 2015-2017 年营收和净利润复合增速分别为 31%和 29%,净利润分别为 1.25 亿元、1.63 亿元和 2.09 亿元。若考虑本次发行新增 2200 万股股本后,则预计公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 1.42 元、1.86 元和 2.38 元。我们综合考虑公司的行业地位,成长性、盈利能力以及当前市场对可比公司估值情况,认为给予公司 2015 年 65-70 倍估值较为合理,对应合理股价区间 92.3-99.4 元。
- **风险提示:**经销商管理风险;产品质量控制风险;人力成本上升风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	365.40	490.98	648.85	830.88
增长率	47.55%	34.37%	32.16%	28.05%
归属母公司净利润(百万元)	98.36	125.17	163.42	209.09
增长率	66.75%	27.25%	30.56%	27.95%
每股收益 EPS(元)	1.12	1.42	1.86	2.38
净资产收益率 ROE	31.38%	17.64%	20.01%	21.94%

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-50755297

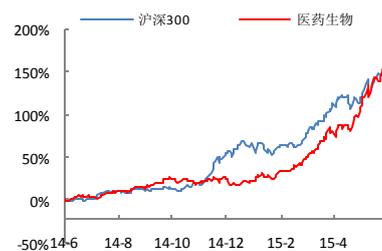
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林

电话: 023-67909731

邮箱: cti@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	6600
本次发行(万股)	2200
发行后总股本(万股)	
2014 年每股收益(摊薄后)(元)	1.49
2014 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.15

主要指标(2014 年)

每股净资产(元)	4.75
毛利率(%)	64.87
流动比率(倍)	2.79
速动比率(倍)	2.18
应收账款周转率(次)	16.31
资产负债率(合并报表)(%)	23.53
净资产收益率(加权平均)(%)	33.84

相关研究

目 录

1. 公司是国内 POCT 产业的领跑者.....	1
2. POCT 是体外诊断行业发展最快的细分行业之一.....	4
2.1 POCT 是体外诊断未来发展趋势.....	4
2.2 POCT 行业发展迅猛、中国市场潜力巨大.....	5
2.3 POCT 主要应用领域市场：传染病和慢病检测增长较快.....	6
3. 公司主要竞争优势.....	8
3.1 技术及研发实力雄厚.....	8
3.2 海外市场拥有先发优势.....	8
3.3 产品线丰富，覆盖所有市场渠道.....	9
3.4 产品质量过硬，通过国际认证.....	9
4. 未来发展与规划：从产品到服务，实现全过程慢性病健康管理.....	9
4.1 业务发展规划.....	9
4.2 业务发展目标.....	9
5. 募投项目分析.....	10
6. 盈利预测与投资建议.....	10
7. 风险提示.....	12

图 目 录

图 1: 发行后公司股权结构	1
图 2: 公司定性检测产品外观示意	2
图 3: 公司定量检测产品外观示意	2
图 4: 公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 5: 公司 2011 年以来净利润及增速	2
图 6: 公司 2011-2014 年毛利率、期间费用率和净利率变化情况	3
图 7: 公司 2011-2014 年产品营收结构变化情况	3
图 8: 公司 2012-2014 年产品毛利结构变化情况	3
图 9: 公司 2011-2014 年区域营收结构变化情况	4
图 10: 公司 2012-2014 年区域毛利结构变化情况	4
图 11: 2013 年全球 POCT 市场地域分布	6
图 12: 2013-2018 年中国 POCT 市场规模	6
图 13: 全球妊娠检测类 POCT 市场规模及增速	6
图 14: 全球传染病检测类 POCT 市场规模及增速	6
图 15: 全球毒品（药物滥用）类 POCT 产品市场规模及增速	7
图 16: 全球心血管疾病检测类 POCT 市场规模及增速	8
图 17: 全球血糖监测类 POCT 市场规模及增速	8

表 目 录

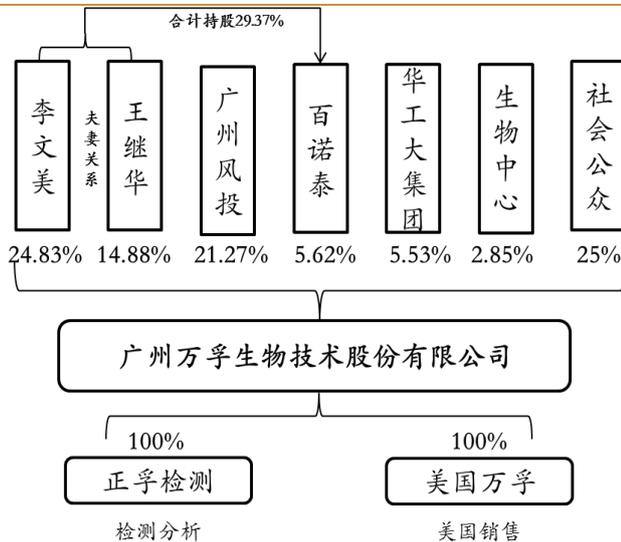
表 1: 公司产品线及主要代表产品	1
表 2: POCT 应用领域及举例	4
表 3: POCT 与临床实验室的对比	5
表 4: 募投项目一览（万元）	10
表 5: 公司各产品线收入增速及毛利率预测（单位：百万元）	10
表 6: 可比公司估值情况（单位：元）	11
附表: 财务预测与估值	13

1. 公司是国内 POCT 产业的领跑者

公司成立于 1992 年, 一直致力于体外诊断行业中快速检测 (point-of-care testing, POCT) 产品 (包括试剂和仪器) 的研发、生产和销售。经过 20 年的不懈努力, 公司构建了较为完善的免疫定性快速诊断技术平台、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。在医疗诊断和快速检测行业中正逐步脱颖而出, 万孚生物已走在 POCT 行业前端。

万孚生物旗下拥有两个全资子公司, 其中正孚检测为检测分析服务公司, 美国万孚为美国销售服务公司。李文美和王继华夫妇合计持股占发行后总股本比例达 41.36%, 为公司实际控制人。

图 1: 发行后公司股权结构



数据来源: 招股说明书、西南证券

公司产品按检测结果来分, 可以分为定性检测产品和定量检测产品两大类, 其中定性检测产品依托胶体金与乳胶标记层析技术平台, 定量检测产品依托荧光标记定量检测技术平台和电化学定量检测技术平台。公司产品按用途来分, 主要产品包括妊娠检测系列、传染病检测系列、毒品 (药物滥用) 检测系列以及慢性病检测系列四大类。

表 1: 公司产品线及主要代表产品

产品系列	主要用途	主要代表产品	检测方法
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

产品系列	主要用途	主要代表产品	检测方法
毒品 (药物滥用) 检测	常见毒品和新型毒品的快速检测, 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, 如心肌梗衰、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 (HFABP) 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

数据来源: 招股说明书、西南证券

图 2: 公司定性检测产品外观示意



数据来源: 招股说明书、西南证券

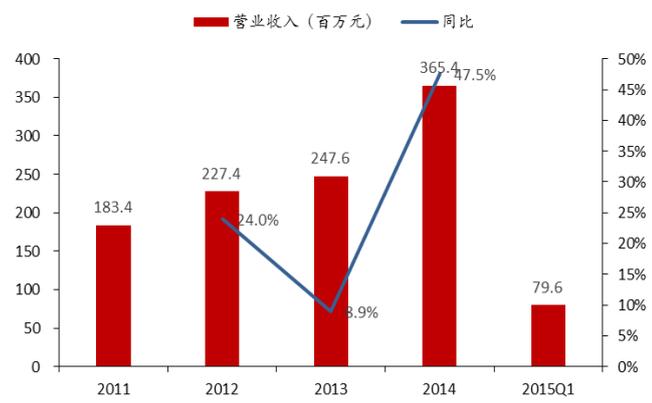
图 3: 公司定量检测产品外观示意



数据来源: 招股说明书、西南证券

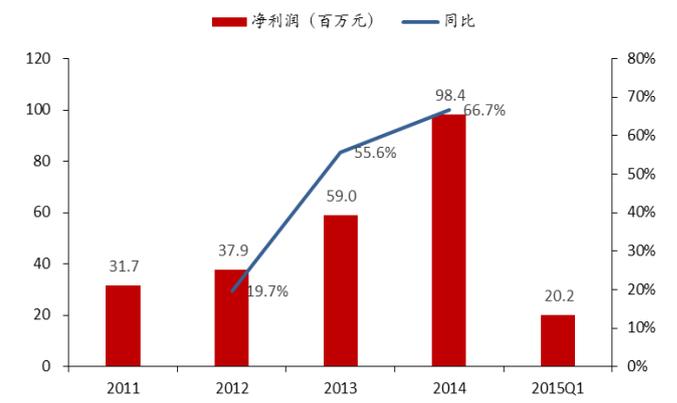
2014年公司实现营业收入3.7亿元, 净利润9840万元, 同比增速分别为47.5%和66.7%, 近四年复合增速约26%和46%。净利润增速超营收增速主要系公司毛利率增加所致。2011-2014年公司毛利率和净利率逐年上升, 毛利率从50%增长到了65%, 净利率从17%增加到了27%, 而期间费用率保持相对平稳。毛利率增加主要有三个方面的因素: 一是公司定量产品收入占比增加且毛利率较传统定性检测产品高; 二是定量产品中的仪器销售带动了高毛利的耗材销售收入增加。三是国内销售收入占比增加, 国内毛利率高于国外。

图 4: 公司 2011 年以来营业收入及增速

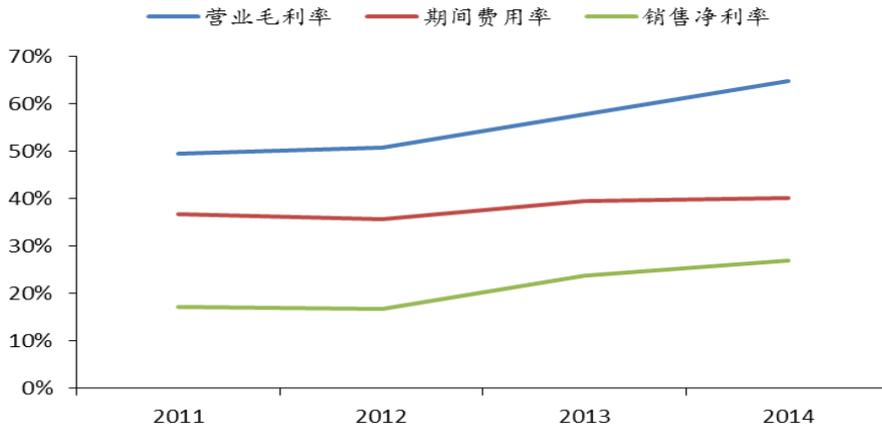


数据来源: 招股说明书、西南证券

图 5: 公司 2011 年以来净利润及增速

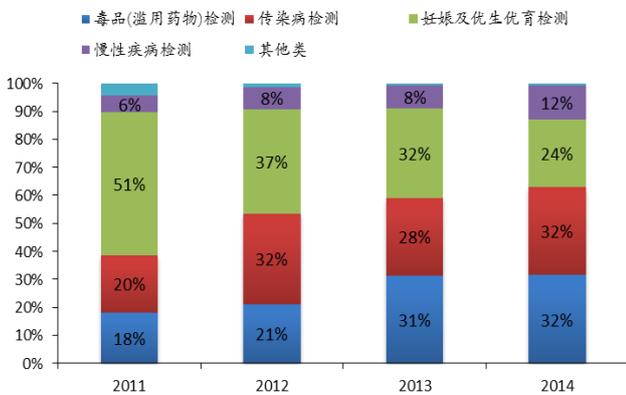


数据来源: 招股说明书、西南证券

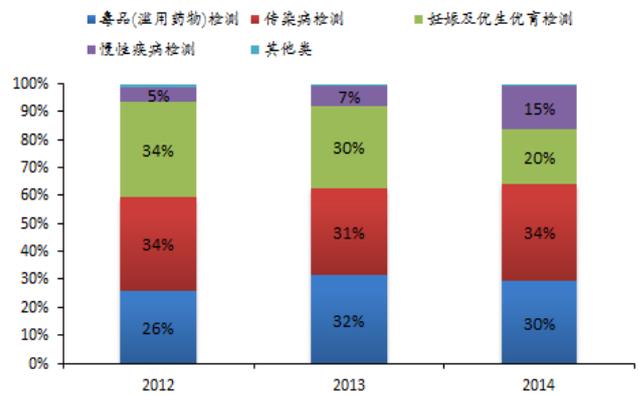
图 6: 公司 2011-2014 年毛利率、期间费用率和净利率变化情况


数据来源: 招股说明书、西南证券

从产品收入和毛利结构上看, 公司主要收入和毛利来源于毒品检测、传染病检测、妊娠及优生优育、传染病检测和慢病检测四大产品系列。从历年的结构变化情况上看, 由于公司正近年来的研发与销售策略逐渐向定量检测产品倾斜, 导致报告期内传统的妊娠及优生优育检测类定性检测产品的收入占比有所下降。毒品检测、传染病和慢病检测营收和毛利占比逐年上升, 合计营收和毛利占比近 80%, 为公司业绩增长主要动力, 其中慢性疾病检测产品属于公司重点发展品种, 未来市场空间巨大。

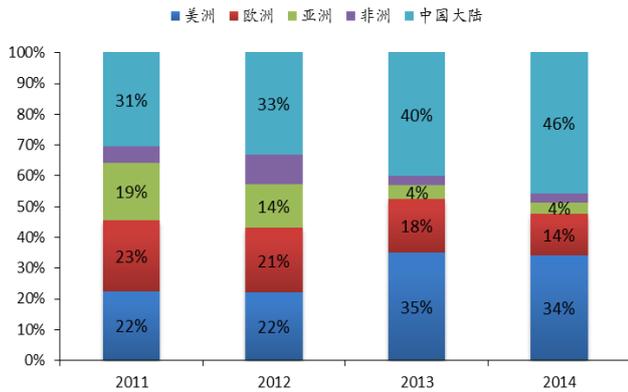
图 7: 公司 2011-2014 年产品营收结构变化情况


数据来源: 招股说明书、西南证券

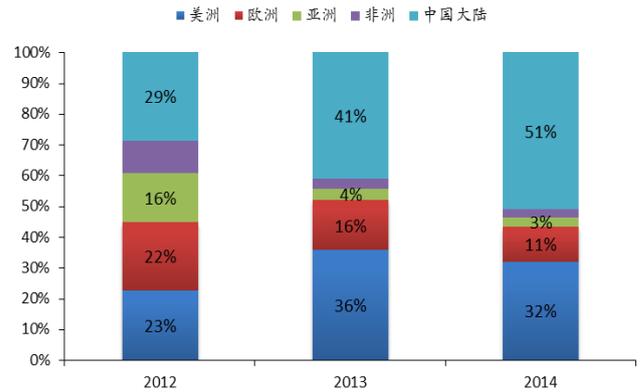
图 8: 公司 2012-2014 年产品毛利结构变化情况


数据来源: 招股说明书、西南证券

从区域收入和毛利机构看, 公司主要营收和毛利来源于中国大陆和美洲, 收入和毛利合计占比达 80%和 83%。欧洲、亚洲和非洲的收入和毛利占比下降。美洲销售占比增加主要系公司毒品(滥用药物)检测产品在美国市场大幅增长, 美国是全球毒品(滥用药物)检测产品的主要市场, 市场空间大。随着子公司美国万孚的建立, 公司加大了市场开拓力度, 在与老客户保持紧密合作的同时开拓优质新客户, 不断提升公司产品在美国市场的影响力。中国大陆销售收入和毛利逐渐增加主要系公司 CRP 和心梗等定量检测产品上市后, 市场销售情况良好, 公司加大了该类产品的市场推介力度, 定量检测产品的销售规模不断提高。

图 9: 公司 2011-2014 年区域营收结构变化情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 10: 公司 2012-2014 年区域毛利结构变化情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券

2. POCT 是体外诊断行业发展最快的细分行业之一

公司所处行业为体外诊断, 主要产品为细分领域 POCT (Point of Care Testing, 也称“现场即时检测”)。

2.1 POCT 是体外诊断未来发展趋势

体外诊断产品是指在人体之外, 通过对人体的样品 (血液、体液、组织等) 进行检测而获取临床诊断信息各类试剂、材料、工具、装置、设备或系统。目前临床诊断信息的 80% 左右来自体外诊断, 但其费用占总体医疗费用的比例不到 20%。体外诊断已经成为人类预防、诊断、治疗疾病日益重要的组成部分。

POCT 属于体外诊断的子行业, 应用极为广泛。从检测项目来分, 主要集中在血糖检测、血气和电解质分析、快速凝血检测、心脏标志物快速诊断和药物滥用筛检等 13 大项目, 从应用领域分, 主要集中在医院检验科、非检验科、基层医疗机构、个人家庭自检与健康管理、疫情控制、食品安全监督和军事医学与灾难救援等 8 大领域。

表 2: POCT 应用领域及举例

序号	应用领域	应用举例
1	医院检验科	肝炎 (甲、乙、戊) 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管理	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、血气和电解质分析、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、三聚氰胺等的检测;

数据来源: 招股说明书, 西南证券

与在临床实验室进行的体外诊断相比，POCT具有三大特色：一是检测时间短；二是检测空间不受限制；三是检测的操作简单，非专业人士均可操作。一方面，POCT的简便性和快速性很好满足了“在最短的时间内得到准确检验结果”的临床要求。另一方面，由于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。内外因素共同驱动了POCT的快速发展。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将随处可见、随时可用，有望成为第一现场检测、第一时间检测、家庭健康管理的必需品。

表 3: POCT 与临床实验室的对比

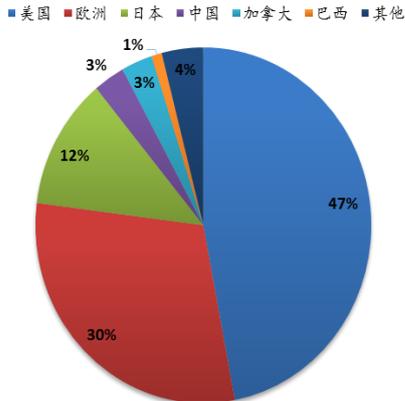
项目	临床实验室	POCT
周转时间	慢	快
标本处理	通常需要	不需要
血标本	血清，血浆	全血
校正	频繁而且烦琐	不频繁并且简单
试剂	需要配制	随时可用
消耗品	相对少	相对多
检测仪	复杂	简单
对操作者的要求	专业人员	非专业人员亦可
实验结果质量	高	接近实验室结果

数据来源：招股说明书、西南证券

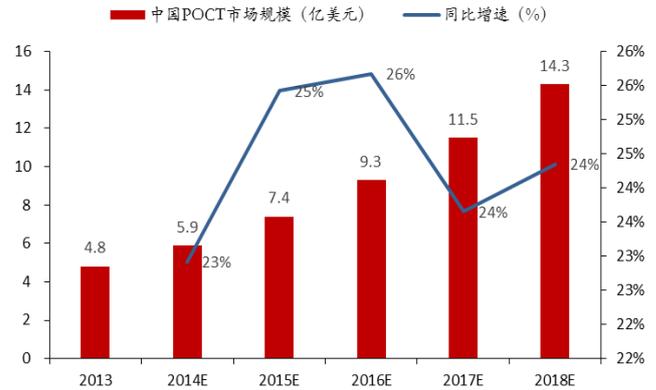
2.2 POCT 行业发展迅猛、中国市场潜力巨大

POCT是近年来体外诊断行业发展最快的细分行业之一。根据 Rncos2014年5月发布的《Global Point-of-Care Diagnostics Market Outlook 2018》，POCT市场在全球范围内迅速发展，2013年规模已达160亿美元，预计2018年将达到240亿美元，复合增长率为8%。从地域上看：美国、欧盟和日本为全球前三大POCT市场。以中国、印度和巴西为代表的发展中国家，目前POCT市场份额占比约10%，是未来世界POCT市场规模扩大的主要动力。

我国POCT市场起步较晚，目前市场规模较小，但是拥有全球最快的增长率，市场潜力巨大。根据 Rncos最新报告，2013年我国POCT市场规模达到了4.8亿美元，预计到2018年，我国POCT市场规模可达14.3亿美元。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，我国POCT市场预计在近几年将保持25%左右的年复合增长率。

图 11: 2013 年全球 POCT 市场地域分布


数据来源: 招股说明书、西南证券

图 12: 2013-2018 年中国 POCT 市场规模


数据来源: 招股说明书、西南证券

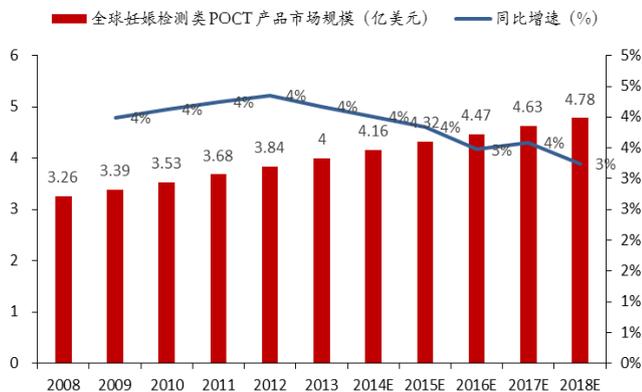
2.3 POCT 主要应用领域市场: 传染病和慢病检测增长较快

2.3.1 妊娠检测类 POCT 市场

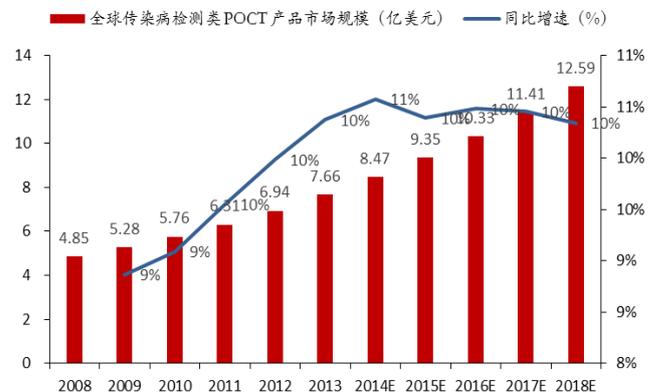
妊娠类 POCT 产品主要是用于妊娠检测和人口优生优育的早期检测, 包括人绒毛膜促性腺激素 (HCG) 检测, 促黄体激素 (LH) 检测和促卵泡激素 (FSH) 检测。根据 TriMark 的市场调查, 2011 年全球妊娠类 POCT 的消费总额为 3.68 亿美元, 预计到 2018 年可达 4.78 亿美元, 行业复合增速约 4%。

2.3.2 传染病检测类 POCT 市场

传染病类 POCT 产品主要是针对各类常见传染病及重大传染病等基层现场筛查、快速检测的产品, 主要包括艾滋病、梅毒、病毒性肝炎 (甲肝、乙肝、丙肝、戊肝)、疟疾、流感等传染病的快速检测产品和鉴别细菌或病毒感染的 C-反应蛋白 (CRP) 快速定量检测系统。根据 TriMark 的市场调查, 2011 年全球药物滥用检测类 POCT 的消费总额为 6.31 亿美元, 预计到 2018 年可达 12.59 亿美元, 行业复合增速约 10%。

图 13: 全球妊娠检测类 POCT 市场规模及增速


数据来源: 招股说明书、西南证券

图 14: 全球传染病检测类 POCT 市场规模及增速


数据来源: 招股说明书、西南证券

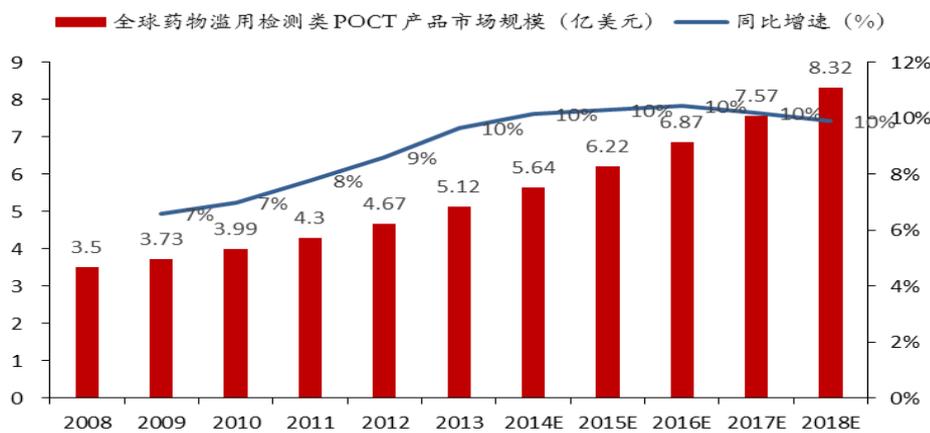
2.3.3 毒品(药物滥用)检测类 POCT 市场

毒品(药物滥用)检测类 POCT 产品广泛适用于戒毒所、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。主要是定性类产品居多，以金标法进行尿液或唾液检测为主，主要特点是快速、使用和携带方便和准确率高。

在全球范围内，目前毒品(药物滥用)每年造成大约 20 万人死亡，15~64 岁的人口中有 2.1 亿人（占该年龄段人口总数的比例接近 5%）在 2009 年至少使用过一次非法药物。虽然可卡因、海洛因和大麻的全球市场缩小或保持稳定，但是新合成毒品的产量和滥用量都有所上升。

据 TriMark 的市场调查,2011 年全球药物滥用检测类 POCT 的消费总额为 4.3 亿美元，预计到 2018 年可达 8.32 亿美元，行业复合增速近 10%。

图 15: 全球毒品（药物滥用）类 POCT 产品市场规模及增速



数据来源：招股说明书、西南证券

2.3.4 慢性疾病检测类 POCT 市场

慢性疾病检测类 POCT 主要用于包括心血管疾病，糖尿病及肿瘤在内的慢病疾病检测，用于早期诊断抢救以及疗效与预后评估。

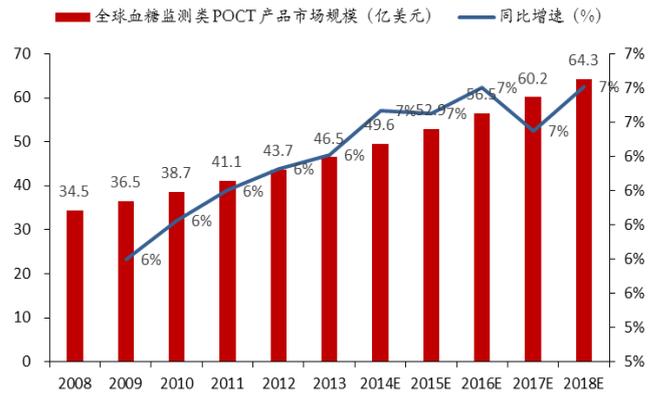
据统计 2008 年约有 1730 万人死于心血管疾病，约占全球死亡人数的 30%。心血管类疾病 POCT 检测产品主要用于常见心血管疾病(心梗、心衰等)的快速定量或定性检测筛查，包括心肌肌钙蛋白 I (CTnI) 检测试剂、肌红蛋白定量检测试剂、心脏型脂肪酸结合蛋白 (H-FABP) 检测试剂、N 末端 B 型钠尿肽原定量检测试剂、D-二聚体 (D-dimer) 定量检测试剂、尿微量蛋白 (MAU) 检测试剂等快速检测试剂及定量分析仪器。根据 TriMark 的市场调查，2011 年全球心血管类疾病检测 POCT 产品的市场容量为 12.4 亿美元，预计到 2018 年可达 28.7 亿美元，年复合增速约 13%。

据国际糖尿病联盟 IDF 统计，2013 年全世界糖尿病患者已达 3.82 亿，2013 年共有 510 万人死于与糖尿病相关的疾病，占有所有死亡人数的 8.39%。血糖检测类 POCT 产品是目前预防和控制糖尿病的主要手段，产品包括：血糖检测系统（仪器及试剂）、糖化血红蛋白定量检测试剂。根据 TriMark 的市场调查,2011 年全球血糖监测类 POCT 产品的市场容量为 41.1 亿美元，预计到 2018 年可达 64.3 亿美元，年复合增速约 7%。

《世界癌症报告》预测全球癌症患者将由 2012 年的 1400 万人，逐年递增至 2025 年的 1900 万人，到 2035 年将达到 2400 万人。肿瘤检测类 POCT 主要为肿瘤标志物的检测，在肿瘤普查、诊断、判断预后和转归、评价治疗疗效和高危人群随访观察等方面都具有较大的实用价值。目前常见的肿瘤标志物检测为甲胎蛋白(AFP)、癌胚抗原(CEA)、前列腺特异性抗原(PSA)检测等。随着发现并确认的肿瘤标志物的增多，肿瘤检测类 POCT 市场有望得到快速发展。

图 16: 全球心血管疾病检测类 POCT 市场规模及增速


数据来源: 招股说明书、西南证券

图 17: 全球血糖监测类 POCT 市场规模及增速


数据来源: 招股说明书、西南证券

3. 公司主要竞争优势

3.1 技术及研发实力雄厚

公司获批建设“自检型快速诊断国家地方联合工程实验室”。2011 年 11 月，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。

丰富的科研项目成果。截至 2015 年 2 月，公司拥有专利 93 项，其中发明专利 16 项，实用新型专利 42 项。凭借领先的技术水平和雄厚的技术研发实力，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。

优秀的研发团队。截至 2014 年末，公司有研发人员 137 名，其中博士 5 人，硕士 41 人，研发人员占员工总人数的 14.62%。在立足自主培养的基础上，公司也不断引进国内外优秀人才，并于 2012 年 8 月获得广东省引进第三批领军人才专项资金支持。

3.2 海外市场拥有先发优势

美国、欧洲等发达国家和地区是世界 POCT 的主要消费地区，其市场监管也最为严格，进入上述市场不仅需要较高的产品质量要求，还需要较长的市场准入资质申请周期。公司自 2004 年开始开拓海外市场，截至 2015 年 2 月已获得 FDA 认证 58 项、CE 认证 88 项、加拿大 MDALL 认证 3 项，产品销往 110 多个国家和地区，形成了较为明显的先发优势。

3.3 产品线丰富，覆盖所有市场渠道

公司自成立以来专注于 POCT 领域，目前已经具备了较为丰富的产品线，取得 51 项二类产品注册证书、28 项三类产品注册证书，横向涵盖了妊娠检测、传染病检测、毒品检测、慢性病检测等应用领域，纵向涵盖了各级医院、社区门诊、卫生院、OTC 药房以及疾病控制中心、公安、军队等特殊渠道，形成了对 POCT 市场全面纵深的覆盖。

3.4 产品质量过硬，通过国际认证

国际先进标准的质量控制体系。公司自 2004 年开始大力开拓国际市场，并以欧洲、美国等发达国家或地区的质量控制标准来指导公司产品生产。

优异的产品性能。凭借国际先进的质量管理体系和领先的技术水平，公司各项产品性能优异，并在多次质量技术评比中排名领先。

4. 未来发展与规划：从产品到服务，实现全过程慢性病健康管理

4.1 业务发展规划

努力将公司打造成 POCT 领域内技术领先、产品一流、营销创新、具有一定国际竞争力的 POCT 产品和服务提供商。未来公司将突破现有的 POCT 行业，定位在糖尿病、心脑血管疾病和呼吸道疾病的全过程管理，整合资源，搭建网络，做慢性病全过程管理的服务商，即对上述三类慢性病实现**从诊断、控制到反馈的全过程个人慢性病健康管理**。

4.2 业务发展目标

未来三年，公司将以现有技术和 POCT 产品线为基础，加大对定性、定量试剂以及诊断仪器的开发、生产与销售，同时加强全球营销网络的建设，创新营销模式，不断扩大公司 POCT 产品在国内国际市场的份额。

同时公司将聚焦在**糖尿病、心脑血管病、呼吸道病**三类慢性疾病的诊断、控制到反馈的全过程个人慢性病健康管理产业，通过该类产品的研发和相关类产品线的资源整合，为未来的慢性病健康管理的业务拓展奠定基础。同时公司将**打造一个电子商务销售平台，以及一个健康管理的信息管理平台**，掌控终端资源，为终端客户提供优质、全面的服务，整体实现万孚健康管理的生态系统。

5. 募投项目分析

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，同时由现有股东公开发售股份，合计发行数量占发行后总股本的比例不低于 25%。本次募集资金投资项目覆盖生产、营销和研发三大领域，预计投资总额为 3.15 亿元，计划使用募集资金投入 3.15 亿元。

表 4: 募投项目一览 (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
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

数据来源: 招股说明书、西南证券

体外快速检测产品扩产和技术升级项目: 通过对现有金标车间进行设备升级, 并改造装备 C 座厂房, 实现规模化扩产。预计项目建成达产后, 单位体外快速诊断试剂的生产能力将增加 3.2 亿条/年, 达到 5.7 亿条/年。增加的产能将主要用于妊娠及优生优育类、毒品(药物滥用)类、传染病类、慢性疾病类和部分其他类体外快速检测产品。项目预计建设期为一年, 建设完成后第三年达产。达产后, 预计年新增销售收入 3.2 亿元。

营销网络扩建项目: 项目建设内容具体包括四个方面: 一是扩建境外营销网络; 二是优化境内营销网络的管理架构; 三是升级营销网络信息化系统平台, 优化供应链管理和财务管理功能; 四是建设电子商务中心和加盟第三方电商平台, 加强网络销售实力。该项目的实施有助于公司快速有效的满足市场需求、提升渠道控制力、提升公司品牌形象和信息化水平。

研发中心和工程实验室能力建设项目: 项目建设内容主要包括: 一、将 C 座现有厂房装修改造成自检型快速诊断国家地方联合工程实验室, 购置先进的研发设备, 提升公司研发的硬件实力; 二、引进高端研发人才, 优化研发人员结构。该项目的实施有助于提高公司自主创新研发的能力、提高公司的产学研一体化水平并丰富公司产品线。

6. 盈利预测与投资建议

经过对公司产品线的市场分析, 我们做出如下预测:

表 5: 公司各产品线收入增速及毛利率预测 (单位: 百万元)

产品线	项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计情况	营业收入	227.35	247.64	365.40	491.0	648.9	830.9
	yoy	23.95%	8.92%	47.55%	34.37%	32.16%	28.05%
	营业成本	111.81	104.51	128.35	171.7	220.9	276.8
	毛利率	50.82%	57.80%	64.87%	65.04%	65.96%	66.69%
毒品(滥用药物)检测	收入	48.22	77.77	115.7	161.98	218.67	284.27
	yoy	43.4%	61.3%	48.8%	40.00%	35.00%	30.00%

产品线	项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
	成本	18.16	32.49	44.89	64.79	87.47	113.71
	毛利率	62.34%	58.22%	61.20%	60.00%	60.00%	60.00%
传染病检测	收入	73.78	69.1	115.15	149.70	194.60	252.98
	yoy	99.4%	-6.3%	66.7%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	34.69	24.65	34.03	44.91	58.38	75.90
	毛利率	52.98%	64.33%	70.45%	70.00%	70.00%	70.00%
妊娠及优生优育检测	收入	84.59	78.66	87.49	96.24	103.94	110.17
	yoy	-9.8%	-7.0%	11.2%	10.00%	8.00%	6.00%
	成本	45.46	36.43	40.29	45.23	49.89	53.99
	毛利率	46.26%	53.69%	53.95%	53.00%	52.00%	51.00%
慢性疾病检测	收入	17.96	20.56	44.87	80.77	129.23	180.92
	yoy	64.2%	14.5%	118.3%	80.00%	60.00%	40.00%
	成本	11.78	10.41	8.65	16.15	24.55	32.56
	毛利率	34.41%	49.37%	80.72%	80.00%	81.00%	82.00%
其他类	收入	2.81	1.57	2.19	2.30	2.41	2.54
	yoy	-64.2%	-44.2%	39.4%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	1.72	0.53	0.49	0.57	0.60	0.63
	毛利率	38.79%	66.24%	77.63%	75.00%	75.00%	75.00%

数据来源: 招股说明书、西南证券

我们预计公司 2015-2017 年营收和净利润复合增速分别为 31%和 29%，净利润分别为 1.25 亿元、1.63 亿元和 2.09 亿元。若考虑本次发行新增 2200 万股股本后，则预计公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 1.42 元、1.86 元和 2.38 元。

我们综合考虑公司的行业地位，成长性、盈利能力以及当前市场对可比公司估值情况，认为给予公司 2015 年 65-70 倍估值较为合理，对应合理股价区间 92.3-99.4 元。

表 6: 可比公司估值情况 (单位: 元)

代码	简称	收盘价	EPS			PE		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
002022.SZ	科华生物	54.83	0.59	0.71	0.88	92.45	77.42	62.04
300289.SZ	利德曼	64.05	0.84	1.00	1.18	76.25	63.92	54.29
300298.SZ	三诺生物	50.79	0.99	0.94	1.16	51.30	53.97	43.80
300439.SZ	美康生物	142.00	1.62	1.59	2.06	87.65	89.46	68.94
300463.SZ	迈克生物	139.03	1.52	1.49	1.82	91.47	93.35	76.34
平均						79.82	75.62	61.08

数据来源: Wind、西南证券、最新股价为 6 月 16 日收盘价

7. 风险提示

经销商管理风险：公司将优势资源集中在产品研发和生产环节，在产品销售环节主要采用经销模式，由经销商负责部分市场区域的开拓和维护。该模式是本行业现阶段普遍采用的销售模式，有利于网点的快速扩张和开发市场盲区，对产品市场推广、提高品牌和市场影响力具有积极的作用。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。

质量控制风险：POCT产品作为快速诊断产品，是否能快速、便捷、准确的提供检测结果是POCT产品质量的主要衡量标准。虽然公司在安全生产、操作流程和质量控制等方面有一系列严格的制度、规定和要求，但由于采购、生产、运输、存储等环节众多，公司仍面临一定的质量控制风险。

劳动力成本上升的风险：近年来，随着我国经济快速发展和物价水平持续上升，国内劳动力成本逐年上升。报告各期内，公司支付给职工以及为职工支付的现金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。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	365.40	490.98	648.85	830.88	净利润	98.36	125.17	163.42	209.09
营业成本	128.35	171.66	220.90	276.79	折旧与摊销	17.78	22.51	27.17	31.04
营业税金及附加	0.90	1.21	1.60	2.05	财务费用	0.67	0.10	-0.20	-0.17
销售费用	83.84	112.93	149.24	191.10	资产减值损失	1.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	62.36	83.47	110.31	141.25	经营营运资本变动	7.85	-19.67	-1.47	-6.73
财务费用	0.67	0.10	-0.20	-0.17	其他	-21.35	0.11	0.11	0.11
资产减值损失	1.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	104.47	128.21	189.04	233.34
投资收益	3.49	0.00	0.00	0.00	资本支出	-9.63	-100.00	-45.00	-20.00
公允价值变动损益	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	其他	-19.77	-0.11	-0.11	-0.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-29.40	-100.11	-45.11	-20.11
营业利润	91.49	121.51	166.90	219.76	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	23.07	23.99	23.69	23.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	114.56	145.50	190.60	243.54	股权融资	0.00	315.00	0.00	0.00
所得税	16.20	20.33	27.18	34.44	支付股利	-26.40	-44.01	-56.00	-73.12
净利润	98.36	125.17	163.42	209.09	其他	0.00	-8.35	0.20	0.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-26.40	262.64	-55.81	-72.95
归属母公司股东净利润	98.36	125.17	163.42	209.09	现金流量净额	48.31	290.74	88.12	140.28
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	152.15	442.89	531.01	671.30	成长能力				
应收和预付款项	29.91	52.83	64.29	82.25	销售收入增长率	47.55%	34.37%	32.16%	28.05%
存货	51.44	69.62	90.25	112.45	营业利润增长率	107.82%	32.81%	37.36%	31.67%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	66.71%	27.25%	30.56%	27.95%
长期股权投资	3.43	3.43	3.43	3.43	EBITDA 增长率	88.41%	31.09%	34.52%	29.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	146.49	225.85	245.55	236.38	毛利率	64.87%	65.04%	65.96%	66.69%
无形资产和开发支出	14.77	12.89	11.02	9.15	三费率	40.20%	40.02%	39.97%	39.98%
其他非流动资产	11.70	11.70	11.70	11.70	净利率	26.92%	25.49%	25.19%	25.17%
资产总计	409.88	819.21	957.25	1126.65	ROE	31.38%	17.64%	20.01%	21.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.54%	24.00%	15.28%	17.07%
应付和预收款项	68.60	87.70	115.67	146.09	ROIC	43.61%	42.58%	44.94%	55.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.09%	29.35%	29.88%	30.16%
其他负债	27.85	22.04	24.69	27.70	营运能力				
负债合计	96.44	109.74	140.36	173.79	总资产周转率	0.98	0.80	0.73	0.80
股本	66.00	88.00	88.00	88.00	固定资产周转率	2.62	3.06	3.48	4.15
资本公积	85.51	378.51	378.51	378.51	应收账款周转率	16.31	15.10	14.07	14.39
留存收益	161.80	242.96	350.38	486.35	存货周转率	2.66	2.84	2.76	2.73
归属母公司股东权益	313.43	709.47	816.89	952.86	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	101.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	313.43	709.47	816.89	952.86	资产负债率	23.53%	13.40%	14.66%	15.43%
负债和股东权益合计	409.88	819.21	957.25	1126.65	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.79	5.83	5.37	5.38
					速动比率	2.18	5.11	4.67	4.68
					股利支付率	26.84%	35.16%	34.27%	34.97%
					每股指标				
					每股收益	1.12	1.42	1.86	2.38
					每股净资产	3.56	8.06	9.28	10.83
					每股经营现金	1.19	1.46	2.15	2.65
					每股股利	0.30	0.50	0.64	0.83
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	109.94	144.12	193.88	250.63					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	-1.42	-3.15	-2.80	-2.73					
股息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn