



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 化学发光 IVD 的上升之星

——安图生物（603658）

2016年08月26日

建议申购

安图生物

新股定价

## 摘要:

**我国化学发光体外诊断产品高速发展。**我国免疫诊断市场份额占整个体外诊断份额的 29%，成为体外诊断市场份额最大的细分领域。而化学发光作为免疫诊断最先进的技术之一，2015 年市场规模达 69 亿元，5 年年均复合增长率约 28%。由此可见，化学发光市场尤其是最先进的磁微粒化学发光市场发展潜力巨大。

**产品齐全，化学发光为核心。**经过多年发展，公司形成了以免疫诊断产品为主、微生物检测产品特色发展的格局，产品品种齐全。其中化学发光产品作为公司核心产品快速增长，占总销售额比例从 2013 年的 35% 上升到 51%，带动了公司业绩快速发展。2015 年磁微粒化学发光产品占总营收的 29.6%，仅上市 3 年销售额就超越了微孔板化学发光产品，年均复合增长率高达 417%。

**公司坚持仪器与试剂共同发展。**公司不仅在试剂端产品先进，在仪器端同样持续发力。不仅掌握了全自动仪器开发技术，而且在集成控制，携带污染控制等方面有多年经验。所研发的化学发光免疫分析仪，自动化培养系统等在国内处于领先地位，部分指标达到国际先进水平。

**研发持续投入，营销网络完善。**公司先后承担国家项目 7 项，省级项目 9 项，市区级项目 20 项。在上游生物活性物质的研发生产取得突破，掌握了一整套技术。在国内坚持“经销为主，直销为辅”的销售模式，建成了完善的营销网络。产品已进入二级医院及以上终端用户 4000 多家，其中三级医院 1122 家，占全国三级医院总量的 53.94%。

**公司拥有磁微粒化学发光诊断试剂核心产品，未来将继续坚持试剂与仪器共同发展的理念，发展空间巨大。我们预测 2016、2017、2018 年公司，EPS 分别为 0.88、1.09、1.31 元，参比公司 PE 在 40-80 倍之间。我们按 40-45 倍估值计算公司合理股价为 35.2-39.6 元之间。**

表 1：盈利预测分析

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	563.30	716.49	906.37	1,135.39	1,383.15
(+/-)%	37.60%	27.20	26.50%	25.27%	21.82%
归母净利润	208.22	278.03	368.44	456.53	550.87
(+/-)%	67.82%	33.52%	32.52%	23.91%	20.67%
销售毛利率	73.07%	72.77%	73.70%	73.65%	73.53%
销售净利率	36.96%	38.80%	40.65%	40.21%	39.83%
EPS (元)	0.55	0.74	0.88	1.09	1.31

资料来源：wind, 东兴证券研究所

## 张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

## 常笑

010-66554035

changxiao@dxzq.net.cn

## 询价区间

14.58-14.58

## 上市首日定价区间

## 发行上市资料

总股本 (万股)	42000.00
发行量 (万股)	4200.00
发行日期	2016-08-19
发行方式	网上发行, 网下配售
保荐机构	招商证券股份有限公司
预计上市日期	

## 发行前财务数据 (2015)

每股净资产 (元)	1.90
净资产收益率 (%)	43.36
资产负债率 (%)	24.01

## 主要股东和持股比例

郑州安图实业股份有	74.99%
Z&F International	19.00%
裕龙投资	6.00%

## 目 录

1. 试剂和仪器共同发展，股权结构清晰 .....	4
1.1 产品多样，仪器与试剂共同发展 .....	4
1.2 股权结构清晰，安图实业为控股股东 .....	4
1.3 主营业务持续增长，化学发光产品贡献过半 .....	4
2. 国际体外诊断市场增长稳健，国内快速发展 .....	5
2.1 全球体外诊断市场规模庞大，增长稳健 .....	5
2.2 我国体外诊断试剂市场体量虽小，但快速发展 .....	8
2.3 化学发光将成为免疫诊断的主流方向 .....	9
2.4 微生物诊断市场快速发展 .....	10
3. 以化学发光为核心，仪器与试剂协调发展 .....	11
3.1 化学发光为免疫诊断产品核心，已进入高端市场 .....	11
3.2 微生物检测品种多，成长快 .....	13
3.3 仪器与试剂均衡发展 .....	14
3.4 研发持续加强、营销网络完善 .....	14
4. 募集资金及募投项目 .....	15
5. 盈利预测与估值 .....	15
6. 风险提示 .....	17

## 插图目录

图 1: 公司股权结构图 .....	4
图 2: 公司营收情况（亿元） .....	5
图 3: 公司净利润情况（亿元） .....	5
图 4: 公司营收构成 .....	5
图 5: 公司毛利构成 .....	5
图 6: 体外诊断产业链示意图 .....	6
图 7: 2010-2018 年全球体外诊断市场规模及预测(亿美元) .....	6
图 8: 体外诊断试剂分类 .....	7
图 9: 2013 年全球体外诊断行业市场格局 .....	7
图 10: 2010-2018 年我国体外诊断试剂市场规模（亿元） .....	8
图 11: 我国体外诊断行业各类试剂市场占比 .....	9
图 12: 2013-2018 年我国免疫诊断试剂市场规模（亿元） .....	9
图 13: 2015 年我国化学发光市场规模（亿元） .....	10
图 14: 2015 年我国免疫诊断市场竞争格局 .....	10
图 15: 2015 年我国微生物诊断试剂市场规模（亿元） .....	11
图 16: 公司磁微粒和微孔板化学发光检测试剂销售额（百万元） .....	12
图 17: 2013 年公司营收构成情况 .....	12
图 18: 2015 年公司营收构成情况 .....	12

图 19: 公司综合毛利率和化学发光产品毛利率情况 .....	13
图 20: 微生物检测产品销售额（百万元） .....	14

## 表格目录

表 1: 盈利预测分析 .....	1
表 2: 化学发光和其他免疫诊断技术比较 .....	9
表 5: 公司微生物检测产品 .....	13
表 6: 公司主要 IVD 仪器和软件 .....	14
表 7: 募投资金项目概况(万元) .....	15
表 8: 公司收入拆分及预测 .....	16
表 9: 盈利预测分析 .....	17
表 10: 可比公司估值对比 .....	17

## 1. 试剂和仪器共同发展，股权结构清晰

### 1.1 产品多样，仪器与试剂共同发展

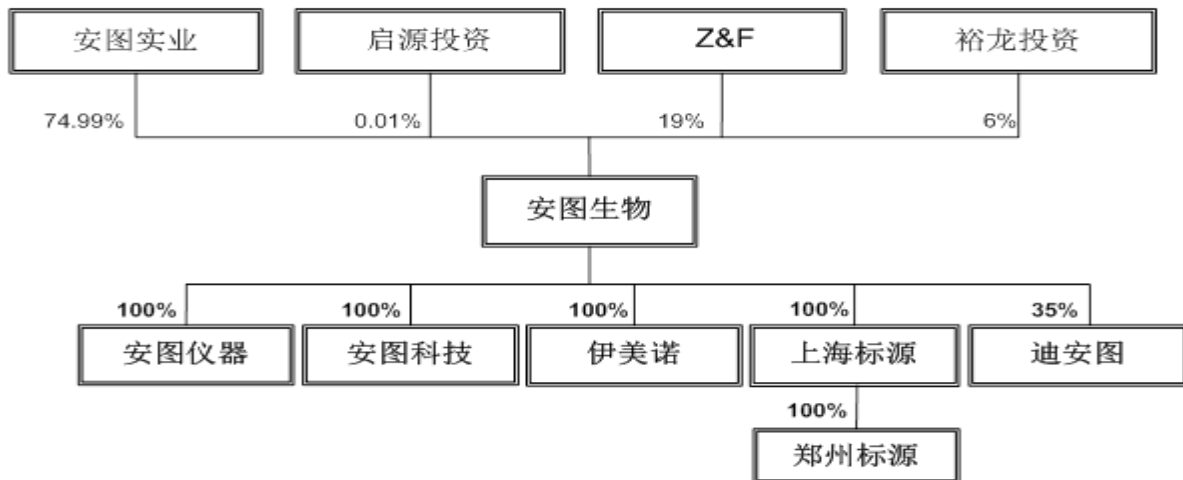
安图生物是一家专业从事体外诊断试剂及仪器的研发、生产和销售的公司，经过多年的发展，形成了以免疫诊断产品为主、微生物检测产品特色发展的格局，产品品种齐全，能够为临床诊断提供一系列解决方案。

公司坚持试剂与仪器共同发展的理念。体外诊断试剂端，产品覆盖了免疫诊断、微生物检测等领域的诸多方向，能够满足终端用户的多种检测需求。试剂品种涉及传染病、肿瘤、生殖内分泌、甲状腺功能、肝纤维化、优生优育、糖尿病、高血压、心脏病、泌尿生殖道疾病、呼吸系统疾病以及细菌分离培养、鉴定和药敏分析等多个检测方向；体外诊断仪器端，相关仪器涵盖了化学发光免疫分析仪、酶标仪、洗板机、联检分析仪、全自动样品处理系统、全自动化学发光测定仪、自动化血培养系统等产品。

经过多年的技术积累，目前公司已获得 285 项产品注册（备案）证书（其中免疫诊断产品 197 项，微生物检测产品 82 项，其他产品 6 项），并取得了 42 项产品的欧盟 CE 认证。

### 1.2 股权结构清晰，安图实业为控股股东

图 1：公司股权结构图



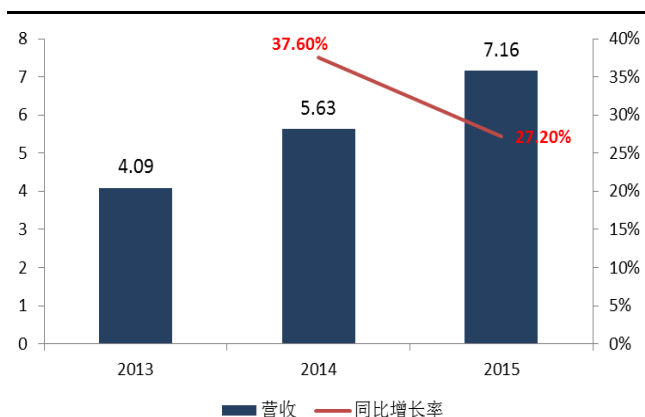
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

截至本招股说明书签署之日，公司股权结构图 1。公司的控股股东为安图实业、Z&F 和裕龙投资。其中，安图实业持有公司 74.99% 的股份，Z&F 持有公司 19% 的股份，裕龙投资持有公司 6.51% 的股份。本次发行前，安图实业持有占公司总股本 74.99% 的股份，为发行人的控股股东。苗拥军持有安图实业 38.14% 的股份，为发行人实际控制人。

### 1.3 主营业务持续增长，化学发光产品贡献过半

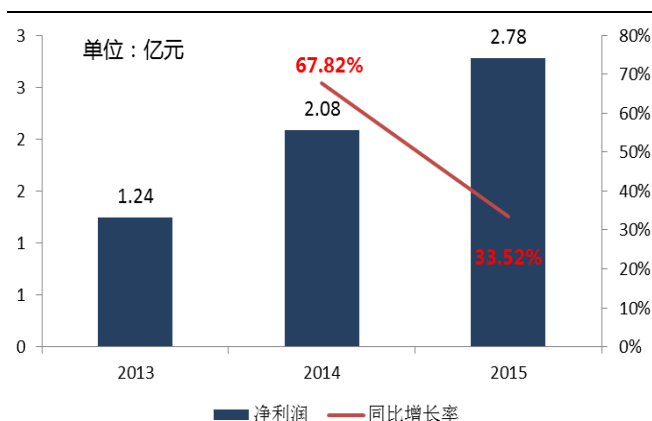
2013-2015 年度公司营业收入分别为 4.09 亿元、5.63 亿元和 7.16 亿元，同比分别增长 28.57%、37.6%和 27.20%，呈现快速增长的态势。净利润分别为 2013 年 1.24 亿元，2014 年 2.08 亿元和 2015 年 2.78 亿元，年均复合增长率 49.73%。主要由于磁微粒化学发光产品在 2014 年放量增长，带动利润快速上升。

图 2：公司营收情况（亿元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

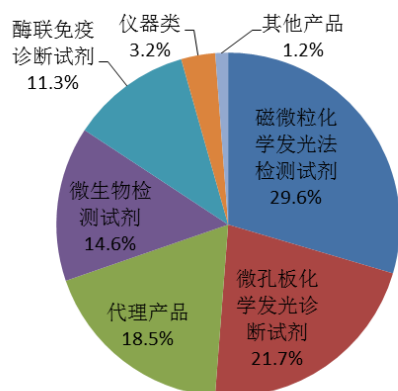
图 3：公司净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

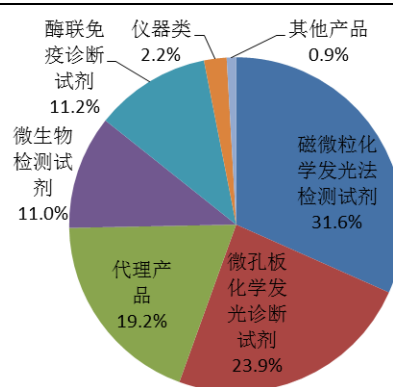
公司主营业务为免疫诊断试剂、微生物诊断试剂和代理试剂三大类。2015 年，化学发光诊断试剂占总营收 51.3%，占总毛利的 55.5%，其中磁微粒化学发光产品占据最大份额，分别占总营收和总毛利的 29.6%和 31.6%。微生物检测试剂分别占总营收和总毛利的 14.6%和 11.0%。仪器产品规模较小，分别占 3.2%和 2.2%。

图 4：公司营收构成



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：公司毛利构成



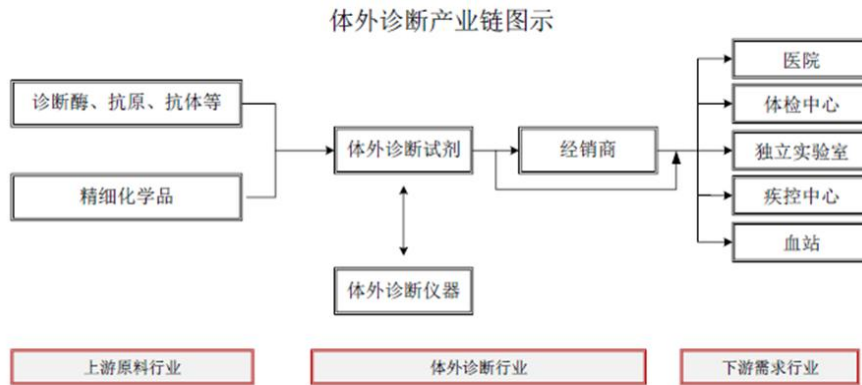
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 2. 国际体外诊断市场增长稳健，国内快速发展

### 2.1 全球体外诊断市场规模庞大，增长稳健

体外诊断是指通过对人体样本（各种体液、细胞、组织样本等）进行检测而获取临床诊断信息，然后对信息进行分析，进而判断疾病的产品和服务，国际上统称 IVD（In Vitro Diagnostic）。在体外诊断行业产业链中，上游的关键原材料主要包括抗原、抗体等，中游主要由体外诊断试剂、仪器、耗材生产组成，下游消费需求主要来自医学检测和血液筛查，包括医院检验科、第三方独立实验室、公立或私立体检中心、疾病预防控制中心等。

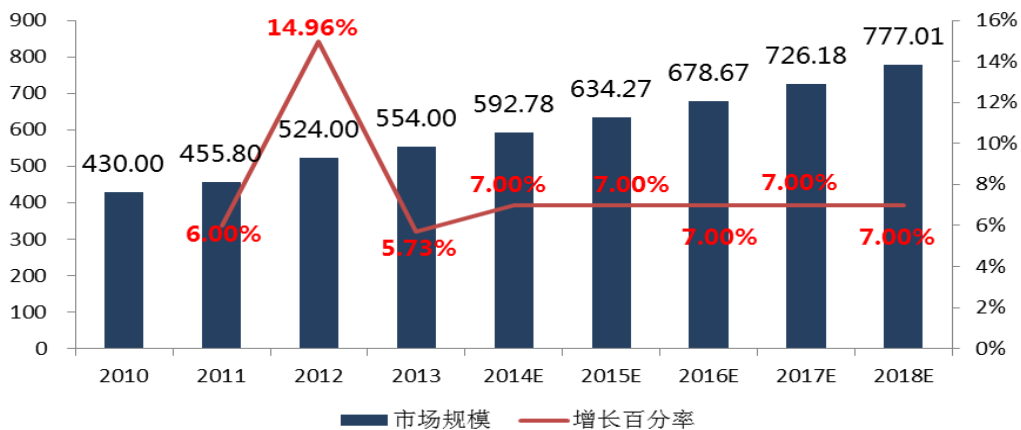
图 6：体外诊断产业链示意图



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

从全球市场规模来看，近年来全球体外诊断市场保持平稳发展态势。2013 年全球体外诊断市场规模达到了 554 亿美元，2015 年全球体外诊断市场规模约为 634.27 亿美元，预计到 2018 年预计可以达到 777.01 亿美元，2015 年到 2018 年期间，年均复合增长率预计为 7%。由于全球较高的人口基数，加上传染病的高发多发和不断增加的慢性病人数量，成为了体外诊断市场发展的主要驱动力。

图 7：2010-2018 年全球体外诊断市场规模及预测(亿美元)

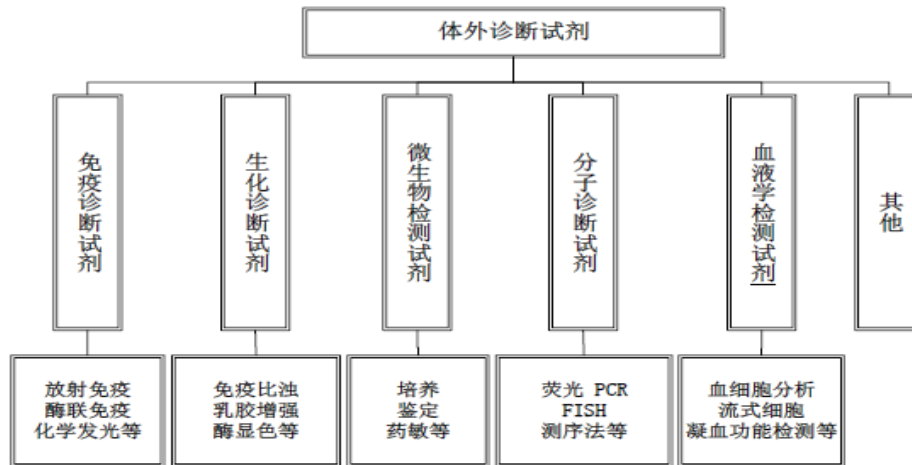


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

从体外诊断产品来看，体外诊断试剂占比最大。体外诊断产品主要由试剂，耗材，仪器组成。由于体外诊断仪器的使用寿命一般超过 5 年，而试剂却是一次性消耗品，目前很多厂家愿意免费提供仪器而带动试剂的持久销售，因此试剂在整个体外诊断市场

中占据着绝大部分的份额。体外诊断试剂主要由生化诊断试剂、免疫诊断试剂和分子诊断试剂，微生物诊断试剂，血液学诊断试剂等组成，前三种试剂是体外诊断领域的主流诊断试剂。

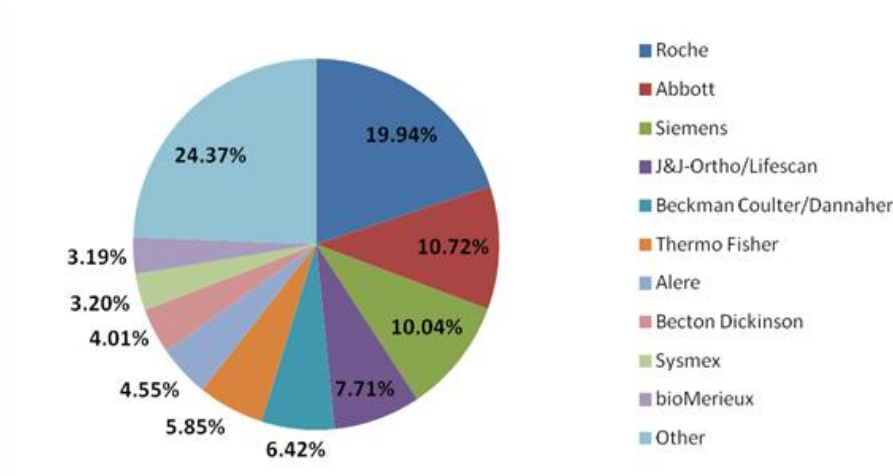
图 8：体外诊断试剂分类



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

从全球体外诊断市场竞争格局来看，行业集中度较高。涌现出包括 Roche（罗氏）、Abbott（雅培）、Siemens（西门子）、bioMerieux（生物梅里埃）、Becton Dickinson（BD）等一批著名跨国企业集团，这些集团依靠其产品质量稳定、技术含量高及设备制造精密的优势，在全球高端体外诊断市场占据大部分市场份额，2013 年前 10 家企业市场份额占全球市场的 75.63%。

图 9：2013 年全球体外诊断行业市场格局



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

而从地区分布来看，全球体外诊断市场分布并不均衡。发达国家占据体外诊断市场主要份额，以 2013 年为例，北美占有全球体外诊断市场的份额达 44.69%，其次是欧盟占 27.47%，日本占 8.79%，共占全球体外诊断市场的 80.95%。然而，由于发达

国家市场已进入一个相对稳定的成熟阶段,其增长已呈现放缓态势,如美国体外诊断市场近年增速在 1-2%左右。而在中国和印度等新兴市场国家,体外诊断市场将保持 10-15%左右的增速。

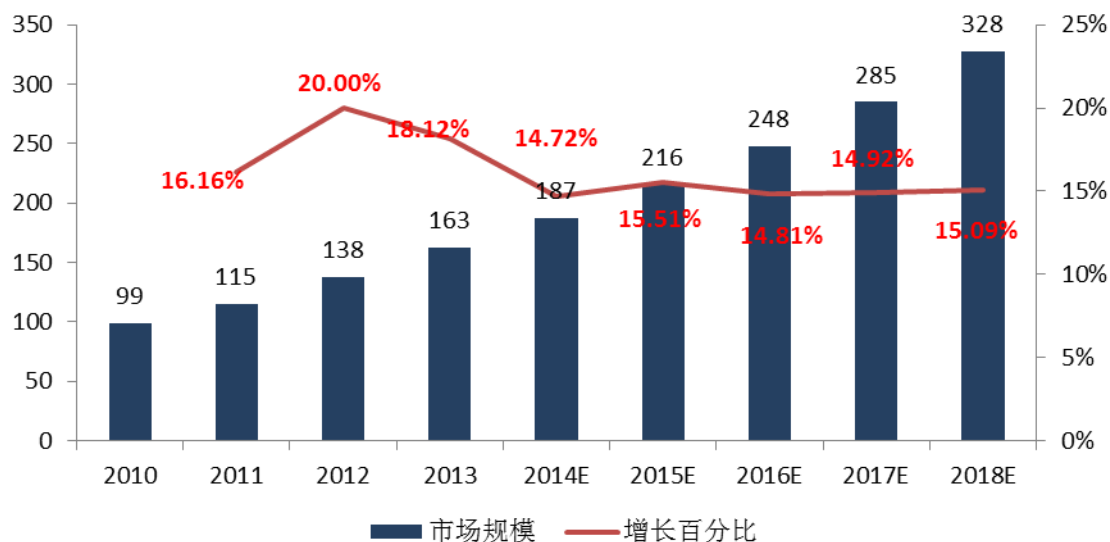
## 2.2 我国体外诊断试剂市场体量虽小,但快速发展

我国体外诊断行业主要经历了以下三个发展历程:第一阶段:产品引进阶段,主要通过引进国外设备和技术;第二阶段:自主生产、规范发展阶段;第三阶段:行业快速成长阶段。

**我国体外诊断试剂市场规模快速扩张。**随着人口老龄化加速,人均医疗支出费用的增加,我国体外诊断作为新兴产业呈现出基数小、增速高的特点。2013 年我国体外诊断整体市场规模 225 亿元,其中诊断试剂市场规模 163 亿元,2015 年我国诊断试剂市场规模约为 216 亿元。

同时也应看到,我国体外诊断人均消费水平仍然很低,发展空间巨大。2013 年我国体外诊断市场规模仅占全球市场 6.56%的份额(按中国人民银行 2013 年美元兑人民币平均汇率 6.1956 元转换),而我国人口占到全球人口的 20%左右,体外诊断市场总量明显偏低。未来,中国在庞大的人口基数及较快增长的经济背景下,将会成为全球体外诊断产业最具发展潜力的区域之一,预计 2015-2018 年我国体外诊断试剂市场将保持 15%的年均增速,到 2018 年我国体外诊断试剂市场规模近 328 亿元。

图 10: 2010-2018 年我国体外诊断试剂市场规模(亿元)

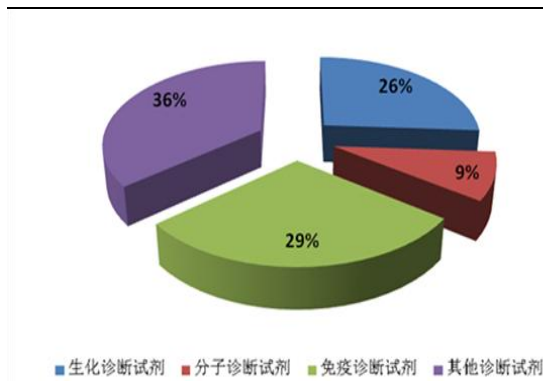


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

**免疫诊断试剂是我国体外诊断试剂最重要组成部分。**2014 年,在我国整个体外诊断试剂市场中,免疫诊断试剂约占 29%,未来随着诊断试剂总体市场的逐年增加,免疫诊断试剂市场的需求也将快速增长。预测未来我国免疫诊断试剂市场的增长率将达到 18%,到 2018 年我国免疫诊断试剂的市场规模将达到 108.14 亿元,市场份额有望上升至 35%,成为我国体外诊断试剂市场最重要的领域。

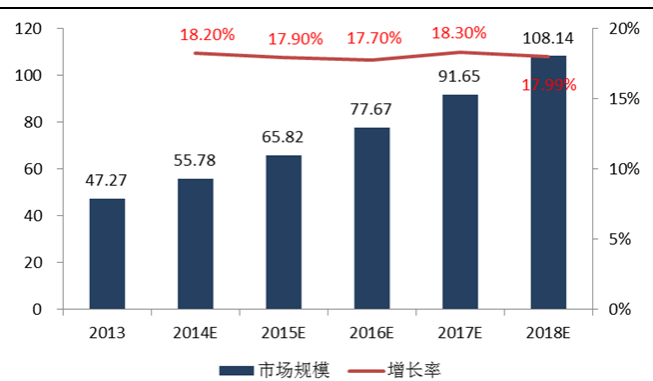


图 11：我国体外诊断行业各类试剂市场占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 12：2013-2018 年我国免疫诊断试剂市场规模（亿元）



### 2.3 化学发光将成为免疫诊断的主流方向

**化学发光免疫诊断技术优势明显。**免疫诊断技术的发展经历了放射免疫分析技术（RIA）、免疫胶体金技术、酶联免疫分析技术（ELISA）、时间分辨荧光免疫分析技术（TRFIA）和化学发光免疫分析技术（CLIA）。酶联免疫法在我国应用较广，一度成为主流的免疫诊断方法。

化学发光免疫分析技术出现后，凭借灵敏度高、特异性好、自动化程度高、精密度好、准确率高等优势在临床应用中迅速推广，成为引领免疫诊断快速发展的主要动力。随着其可提供的检测项目不断增加，将替代放射免疫与酶联免疫分析等技术。与其他主要免疫诊断方法相比较，化学发光在灵敏度，安全性，检测范围等方面具有综合优势，其灵敏度和精确度可与放射免疫法媲美，比酶免法和荧光法高几个数量级，且试剂安全无污染，是最先进的免疫诊断方法。

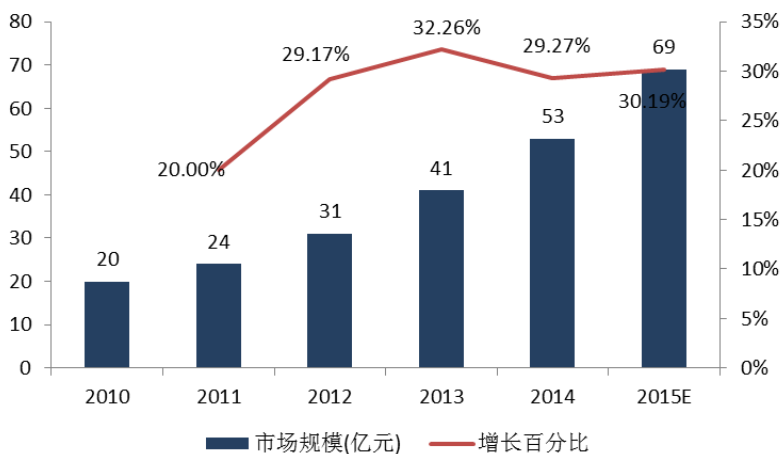
表 2：化学发光和其他免疫诊断技术比较

比较内容	化学发光	酶联免疫	荧光免疫	放射免疫
标记物	化学发光剂	酶	荧光素	放射元素
准确度	很高，比免略低	较高	结果易受干扰	很高
操作简便程度	简便	简便	复杂	复杂
试剂保质期	6-18 个月	12 个月	3-5 天	1 个月
安全性	安全	安全	安全	放射污染

资料来源：网上公开资料整理，东兴证券研究所

**我国化学发光市场快速发展。**在我国由于化学发光起步较晚，市场规模仍然较小，但值得注意的是，我国化学发光市场规模在迅速扩大，化学发光市场规模从 2010 年的 20 亿元左右增长到 2015 年的 69 亿元，年均复合增长率 28%。由于我国目前处于化学方法应用的初期，微孔板化学发光产品仍然是国内化学发光市场的主流，该产品仍将以较低的价格和可大批量操作占据重要市场份额。而磁微粒化学发光技术作为更先进的化学发光技术，未来将逐步替代微孔板式技术。

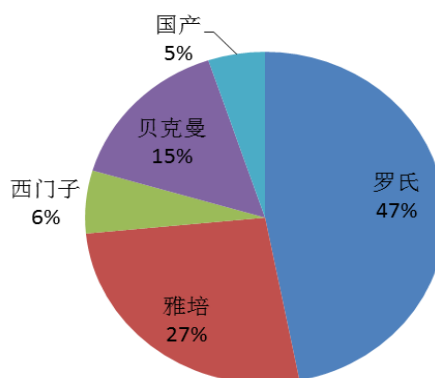
图 13：2015 年我国化学发光市场规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

欧美市场化学发光已成为主流，国内市场被跨国巨头垄断。由于欧美发达国家技术领先，起步较早，目前已完了从传统酶联免疫技术向化学发光技术的升级换代，化学发光免疫诊断技术在发达国家进入成熟期并已成为主流检测方法，占免疫诊断 90% 以上市场份额。

图 14：2015 年我国免疫诊断市场竞争格局



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

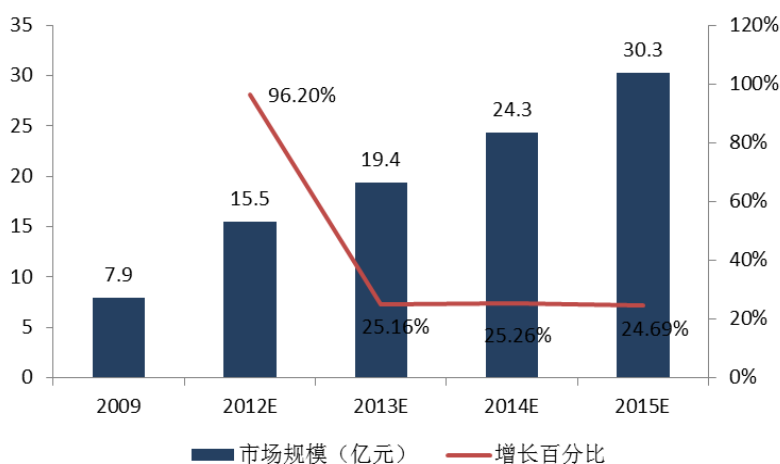
国内市场，以罗氏、雅培、西门子、贝克曼为代表的国际跨国公司利用其产品、技术和服务等各方面的优势在我国体外诊断的高端市场中占据相对垄断地位，尤其在三级医院等高端市场中拥有较高的市场份额；国内体外诊断企业数量众多，但绝大多数规模较小，整体规模效益差。国内企业由于技术水平及整体产品质量相对较低，其用户主要集中在二级医院和基层医院，以及市场空间趋于饱和的临床生化市场。然而我国体外诊断行业近年来不断涌现出本土体外诊断企业，掌握了先进的体外诊断技术，未来将与国际巨头直接竞争，进口替代空间巨大。

## 2.4 微生物诊断市场快速发展

微生物检测技术中最为重要和成熟的部分是微生物培养、鉴定和药敏检测。常规微生物检测是指对以细菌为主的病原体进行培养、分离鉴定以及敏感药物筛选的诊断技术，其作用是帮助人类及早发现和治疗感染，从而大大降低患病率以及提高治愈率。在准确鉴定致病病菌的基础上，药敏检测可以检测细菌的耐药性，预测抗菌药物的临床治疗效果，为临床对症下药，减少抗生素使用提供依据。

**我国微生物检测市场快速发展。**据统计，我国微生物检测试剂（包括培养基与药敏检测试剂）市场规模在 2009 年时已达到 7.9 亿元，未来将以 25% 左右的年增长率迅速发展。到 2015 年我国微生物检测试剂的市场规模将达到 30.3 亿元。

图 15：2015 年我国微生物诊断试剂市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

### 3. 以化学发光为核心，仪器与试剂协调发展

#### 3.1 化学发光为免疫诊断产品核心，已进入高端市场

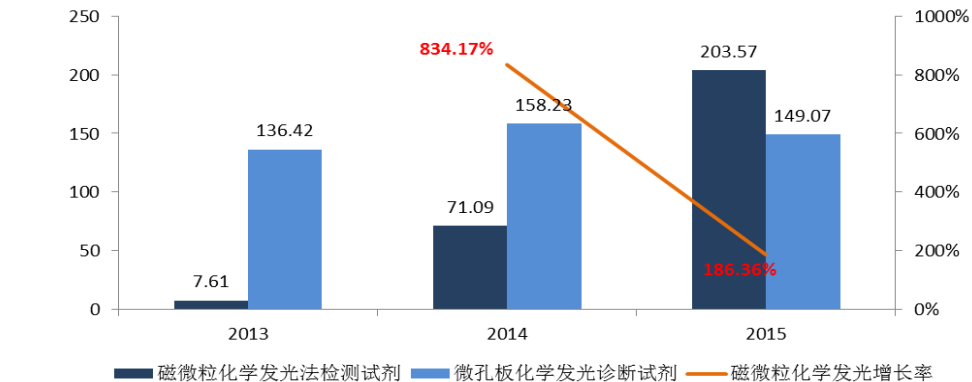
公司是能够提供全面免疫诊断解决方案的企业之一，以化学发光为核心。体外诊断试剂端，经过多年的研究与开发，公司已掌握了酶联免疫、微孔板化学发光、磁微粒化学发光、胶体金等多个免疫诊断技术，其中化学发光产品是公司的核心产品。

安图生物的微孔板免疫诊断产品，由于有质优价廉，批量操作的优势，在国内微孔板化学发光产品市场份额名列前茅。大众对医疗费用的敏感以及医疗改革的公益性方向，使得该系列产品具有广阔的市场空间。在国际先进的主流免疫诊断技术磁微粒化学发光技术方面，经过多年的研究开发，取得了技术突破，进入了国际巨头垄断的高端诊断免疫市场，竞争优势明显。

2013-2015 年期间，公司微孔板式化学发光产品市场份额稳定，持续保持较高的销量，2015 年销售额达 1.5 亿元。2013 年公司磁微粒化学发光诊断试剂上市后，增长迅猛，二年分别强劲增长 834% 和 186%，2015 年销售额达 2.04 亿元，复合增速达 400%，

仅上市 3 年内就超过了微孔板化学发光产品的销售额。

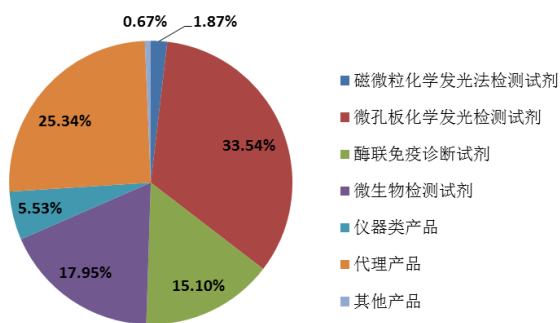
图 16：公司磁微粒和微孔板化学发光检测试剂销售额（百万元）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

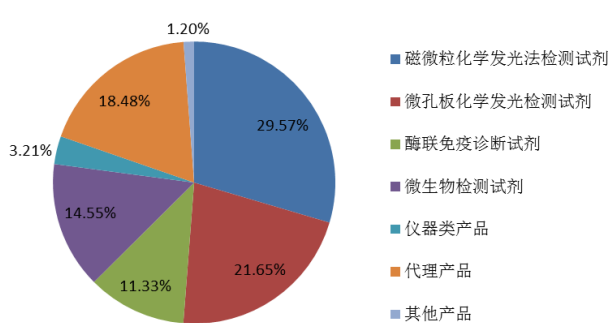
**磁微粒化学发光产品占比迅速逐渐增大。**公司各项产品销售收入占比近 3 年变化较大。2013 年，公司代理进口试剂占总营收 25.34%，到 2015 年，代理进口产品份额下降到 18.48%，表明公司自主研发替代进口产品逐步实施。在自主研发的诊断试剂产品中，磁微粒化学发光法检测试剂占总营收的比重由 2013 年度的 1.87% 增加到 2015 年的 29.57%。微孔板化学发光诊断试剂和酶联免疫诊断试剂绝对销售额虽略有增长，但因增速缓慢，份额分别从 2013 年的 33.54%，15.10% 下降到 2015 年的 21.65% 和 11.33%。

图 17：2013 公司营收构成情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

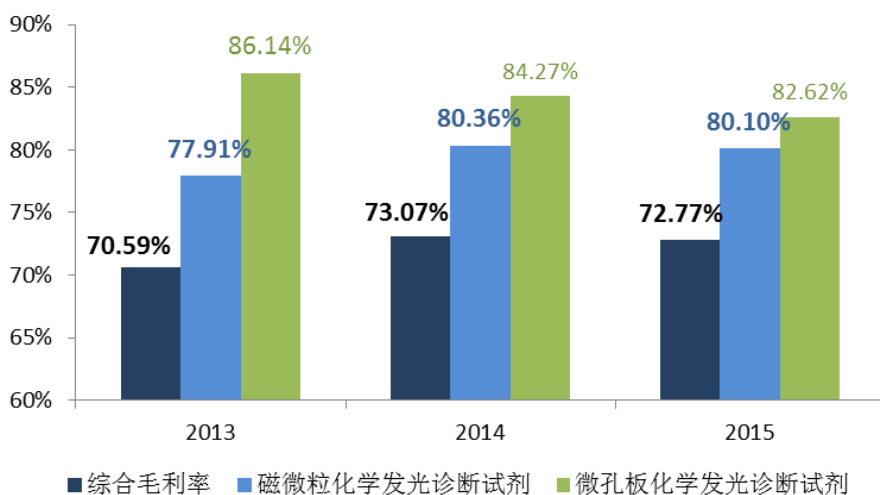
图 18：2015 年公司营收构成情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**化学发光产品毛利率远高于公司综合毛利率。**公司毛利主要来自于磁微粒化学发光检测试剂、微孔板化学发光诊断试剂、酶联免疫诊断试剂、微生物检测试剂和代理产品，合计毛利贡献率在 90% 以上，在公司全部产品中占据主导地位。2013 年度、2014 年度和 2015 年度公司综合毛利率分别为 70.59%、73.07% 和 72.77%。其中化学发光产品的毛利率连续 3 年均在 80% 以上，显著高于公司综合毛利率。同时也应看到，微孔板化学发光虽然目前是毛利率最高的产品，但毛利率呈逐年下降的趋势。

图 19：公司综合毛利率和化学发光产品毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

### 3.2 微生物检测品种多，成长快

公司的微生物检测产品是国内在微生物检测领域产品品种较多、成长较快的企业之一。其中培养基平板系列产品在我国市场份额较高，自动化血培养系统及配套培养瓶强化了公司的市场领先地位；公司较早确定了微生物快速检测发展方向，开发了具有特色的干化学酶法系列产品。

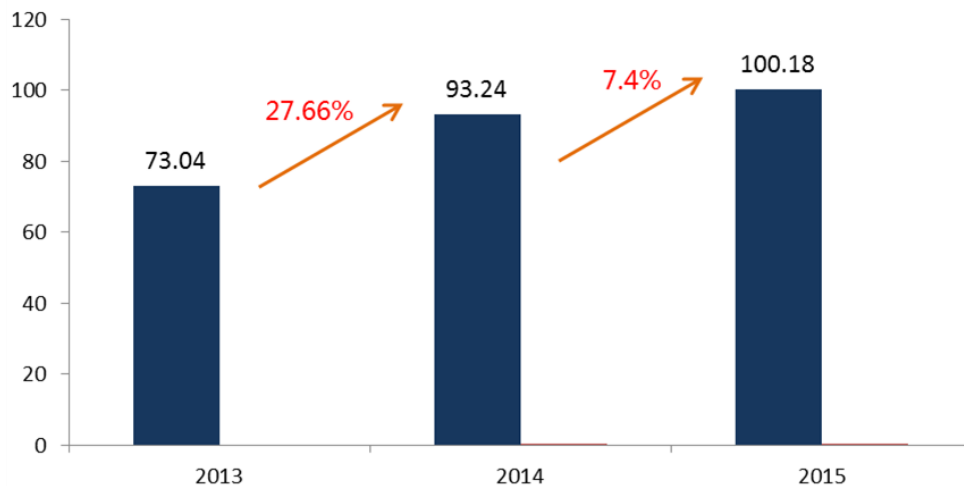
表 3：公司微生物检测产品

检测试剂分类	具体产品	用途
培养类检测试剂	琼脂平板、显色平板、显色培养基、血培养瓶及培养试剂	用于微生物的分离、培养、初步鉴定、计数及配合药敏纸片检测抑菌圈直径等。
药敏类检测试剂	支原体培养鉴定计数药敏、肺炎支原体培养药敏、真菌培养鉴定药敏试剂、结核分枝杆菌药敏试剂、E-test 法定量药敏条	用于测定微生物的抗菌药物敏感度。
快速检测类试剂	淋球菌、细菌性阴道病、生殖道沙眼衣原体、阴道炎五联检试剂	用于生殖道病原体感染的快速检测

资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

公司 2015 年微生物类体外诊断试剂营收达 1.00 亿元，3 年年均复合增长率达到 17%。由于在微生物检测领域产品多样，技术领先，加上国家对抗生素滥用的控制加强，市场对细菌药敏性分析需求快速增长，推动了公司微生物诊断试剂的快速增长。

图 20：微生物检测产品销售额（百万元）



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

### 3.3 仪器与试剂均衡发展

公司一直坚持试剂与仪器共同发展。在仪器方面积累了丰富的研发及技术经验，公司体外诊断仪器和自动化检测系统集成技术水平处于国内领先地位。目前，已掌握了半自动、全自动仪器开发技术，开发出酶标仪、化学发光免疫分析仪、洗板机、全自动样品处理系统、全自动化学发光测定仪、自动化血培养系统等体外诊断试剂仪器，部分产品的主要性能指标都已达到国际先进水平。

表 4：公司主要 IVD 仪器和软件

仪器及软件	2011 年
化学发光免疫分析仪 LUmo	用于对化学发光检测实验结果进行读取和分析。
酶标仪 PHOmo	用于对酶联免疫诊断实验结果进行读取和分析。
洗板机 iWO	用于清洗微孔板，与酶标仪、发光仪配套使用。
洗板机 iWO-960	用于清洗微孔板，与酶标仪、发光仪配套使用。
联检分析仪 woMO	专用于安图生物阴道炎五联检实验结果读取和分析。
产前筛查分析软件	用于对产前筛查试剂实验结果进行分析。
全自动样品处理系统	用于免疫自动化快速检测前期样品和试剂的分配和转移。
全自动化学发光测定仪	与安图生物磁微粒化学发光法试剂配套，用于测定人体病 毒标志物、肿瘤标志物、激素等物质的含量。
化学发光免疫分析仪 LUmo	用于对化学发光检测实验结果进行读取和分析。
酶标仪 PHOmo	用于对酶联免疫诊断实验结果进行读取和分析。
洗板机 iWO	用于清洗微孔板，与酶标仪、发光仪配套使用。

资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

### 3.4 研发持续加强、营销网络完善

(1) 生物活性材料取得突破。抗体、抗原等生物活性材料作为体外诊断产业链上游

的关键原料,是体外诊断产品开发最为困难和关键的环节。历经数年的技术攻坚,公司已掌握了免疫诊断试剂上游生物活性材料(单克隆抗体、多克隆抗体、基因重组抗原及天然抗原)的设计、表达、纯化、标记、筛选、保存、使用等一整套技术。

同时公司继续加强研究,建成了多个体外诊断产品开发平台。公司先后承担国家项目 7 项,省级项目 9 项,市区级项目 20 项,获国家重点新产品证书 4 项,河南省级科技成果鉴定 8 项,已全面参与 59 项行业标准制定。

**(2) 实施“经销为主,直销为辅”的销售策略。**公司的境内销售主要采用“经销为主,直销为辅”的销售模式,大部分销售通过经销商来实现,少部分直接销售给各级医院、体检中心、第三方检测机构等终端客户。2015 年,通过经销商实现销售金额 6.2 亿元,占比 93%。

公司建立了完善的营销网络。经过多年的经营,公司共有千余家经销商,基本形成了覆盖全国的营销网络。公司在全国除西藏外的内地各省省会、直辖市及重要城市派驻了市场营销人员,同时积极跟进高速发展的二、三级医疗机构,确保了产品的销售深度和广度。凭借完善的营销网络和强大的客户服务体系,公司在业内享有较高的品牌影响力。目前公司产品已进入二级医院及以上终端用户 4000 多家,其中三级医院 1122 家,占全国三级医院总量的 53.94%。

## 4. 募集资金及募投项目

根据公司 2015 年年度股东大会决议,公司本次拟向社会公开发行新股 4,200 万股。本次募集资金将投向“安图生物体外诊断产业园项目”,用于做大做强公司现有主业。该项目中的 4 个分项拟用募集资金投资,项目总投资额为 68,223.31 万元,其中拟用募集资金投资金额为 57,464.79 万元,差额部分使用自有资金投入。

表 5: 募投资金项目概况(万元)

检测试剂分类	T+0	T+1	T+2	T+3
微孔板免疫诊断试剂产能扩大项目	11,081.75	4,383.42	2,820.90	18,176.06
微生物检测试剂产能扩大项目	11,038.44	4,316.73	6,165.84	18,797.03
磁微粒化学发光法检测试剂产能扩大项目	9,018.14	3,613.05	-	11,525.06
体外诊断试剂研发中心建设项目	8,116.69	3,408.38	-	-

资料来源:公司招股书,东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

主要预测假设:在人口老龄化加剧、人均收入快速增长的大市场环境下,体外诊断产品及药品行业未来三年将持续快速发展。公司资产结构合理,利润势头良好,盈利能力较强,拥有磁微粒化学发光诊断试剂核心产品,未来将继续加大在体外诊断领域的投入。我们预测 2016、2017、2018 年公司 EPS 分别为 0.88、1.09、1.31 元,参比公司 PE 在 40-80 倍之间。我们按 40-45 倍估值计算公司合理股价为 35.2-39.6 元之

间。

表 6：公司收入拆分及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>磁微粒发光试剂</b>						
收入（百万元）	7.61	71.09	203.57	386.78	599.51	821.33
YOY	-	834.17%	186.36%	90.00%	55.00%	37.00%
毛利	5.93	57.13	163.06	310.20	480.81	658.71
毛利率	77.92%	80.36%	80.10%	80.20%	80.20%	80.20%
<b>微孔板发光试剂</b>						
收入（百万元）	136.42	158.23	149.07	134.16	120.75	108.67
YOY	24.33%	15.99%	-5.79%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利	117.51	133.34	123.15	111.36	100.22	90.20
毛利率	86.14%	84.27%	82.61%	83.00%	83.00%	83.00%
<b>代理产品</b>						
收入（百万元）	103.09	131.85	127.21	115.76	104.18	93.77
YOY	37.12%	27.90%	-3.52%	-9.00%	-10.00%	-10.00%
毛利	64.64	93.84	98.76	90.29	81.26	73.14
毛利率	62.70%	71.17%	77.64%	78.00%	78.00%	78.00%
<b>微生物检测试剂</b>						
收入（百万元）	73.04	93.24	100.18	103.19	104.22	107.34
YOY	26.15%	27.66%	7.44%	3.00%	1.00%	3.00%
毛利	42.26	56.16	56.70	59.85	60.45	62.26
毛利率	57.86%	60.23%	56.60%	58.00%	58.00%	58.00%
<b>酶联免疫诊断试剂</b>						
收入（百万元）	46.72	53.71	57.79	59.47	60.07	60.67
YOY	17.28%	15.81%	9.66%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利	42.26	56.16	56.70	59.85	60.45	62.26
毛利率	76.08%	75.52%	74.10%	75.50%	75.50%	75.50%
<b>其他</b>						
收入（百万元）	27.79	37.77	58.47	87.71	127.17	171.68
YOY	26.32%	35.91%	54.81%	50.00%	45.00%	35.00%
毛利	11.90	17.41	21.91	36.84	53.41	72.11
毛利率	42.82%	46.09%	37.47%	42.00%	42.00%	42.00%
<b>合计</b>						
收入（百万元）	409.36	563.30	716.49	906.37	1,135.39	1,383.15
YOY	28.67%	37.61%	27.20%	26.50%	25.27%	21.82%
毛利	288.96	411.59	521.37	668.00	836.22	1,017.08
毛利率	70.59%	73.07%	72.77%	73.70%	73.65%	73.53%

资料来源：wind、东兴证券研究所



表 7：盈利预测分析

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	563.30	716.49	906.37	1,135.39	1,383.15
(+/-)%	37.60%	27.20%	26.50%	25.27%	21.82%
归母净利润	208.22	278.03	368.44	456.53	550.87
(+/-)%	67.82%	33.52%	32.52%	23.91%	20.67%
销售毛利率	73.07%	72.77%	73.70%	73.65%	73.53%
销售净利率	36.96%	38.80%	40.65%	40.21%	39.83%
EPS（元）	0.55	0.74	0.88	1.09	1.31

资料来源：wind,东兴证券研究所

表 8：可比公司估值对比

公司	PE(TTM 法)	EPS(2015)
美康生物	74.13	0.47
九强生物	24.72	0.98
迈克生物	19.35	1.35

资料来源：wind,东兴证券研究所

## 6. 风险提示

行业政策变化风险、产品更新换代风险。

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 常笑

上海交通大学高分子化学硕士，曾就职于赢创特种化学（上海）有限公司。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医疗器械行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。