

2017年04月14日

证券研究报告·新股分析报告

透景生命 (300642) 医药生物

合理价格区间

74.55-95.85 元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

IVD 行业新秀，国内肿瘤检测先锋

投资要点

- **公司为国内肿瘤领域的行业先锋。**公司主要从事自主品牌的体外诊断产品的研发、生产和销售。在免疫诊断领域，目前已开发了 20 种肿瘤标志物的临床检测产品，是目前国内乃至国际上肿瘤标志物临床检测领域产品最齐全的公司之一。近年来公司保持高速发展态势，2012-2016 年期间营收复合增速 47.6%，净利润复合增速 63.7%。
- **国内体外诊断产业快速发展，肿瘤诊断为 IVD 发展最为迅速的细分领域。**与欧美市场相对成熟不同，体外诊断试剂行业在我国起步较晚，属于较新兴产业。无论是从市场规模还是增长率来看，我国 IVD 行业都还存在巨大的成长空间。随着肿瘤整体患病率的和早期筛查普及度的提高、医生和患者对肿瘤标志物认知度的提升以及政策的不断支持，肿瘤早期检测和管理将会成为未来患者消费趋势之一，肿瘤标志物检测领域未来的市场上升空间较大。
- **肿瘤标志物和 HPV 分型为公司核心业务，竞争优势明显，成长后劲十足。**公司建立了基于高通量流式荧光技术平台和化学发光免疫诊断平台，以及已荧光定量 PCR 的分子诊断技术平台。分别用于肿瘤标志物检测和 HPV 分型，2016 年分别实现收入 1.5 亿元和 0.6 亿元，同比增速分别为 42.8%和 35.0%。依托可靠技术平台，公司已成为目前国内乃至国际上肿瘤标志物临床检测领域产品最齐全的公司之一。公司产品目前已覆盖全国 30 个省市 457 家医疗机构，其中三级以上医院 318 家，占比达 86.9%，得到了市场主要医疗机构的高度认可。考虑到肿瘤标志物和 HPV 检测出厂口径市场空间分别在 200 亿和 50 亿量级，公司产品梯队强大，我们认为公司成长动力十足。
- **募投项目：达产后公司产能瓶颈有望解除。**目前公司分子诊断和免疫诊断产能利用率已接近饱和，预计募集资金所投资项目的落实将有效提升体外诊断试剂的产能，并进一步扩大公司市场影响力，为未来发展奠定良好的基础，实现可持续发展。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.13 元、2.85 元和 3.77 元，归母净利润年复合增长率 32%。可比公司 2017 年估值均值 65 倍，以最低的迈克生物和安图生物看，均值也达 37 倍。考虑公司的成长性，我们给予公司 2017 年 35-45 倍市盈率，对应合理价格区间为 74.55 元-95.85 元。
- **风险提示：**行业竞争加剧或导致公司核心产品销量和价格下滑的风险；或有发生的医疗诊断事故或导致的政策风险；募投项目进展低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	231.22	306.40	407.14	541.66
增长率	36.51%	32.52%	32.88%	33.04%
归属母公司净利润(百万元)	97.77	127.87	171.23	226.37
增长率	48.63%	30.80%	33.90%	32.20%
每股收益 EPS(元)	1.63	2.13	2.85	3.77
净资产收益率 ROE	33.87%	27.81%	27.51%	27.05%

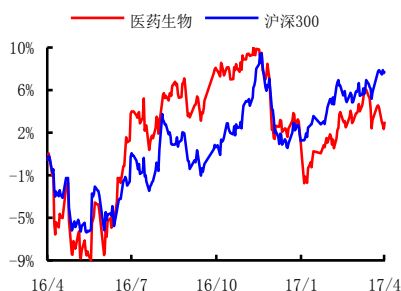
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
 执业证号: S1250516100001
 电话: 023-67909731
 邮箱: ctl@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	4500
本次发行(万股)	1500
发行后总股本(万股)	6000
2016 年每股收益(摊薄后)(元)	2.17
2016 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	2.09

主要指标 (2016)

每股净资产	6.41
毛利率	80.69
流动比率	6.95
速动比率	4.98
应收账款周转率	7.89
资产负债率	15.23
净资产收益率	41.04

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司为国内肿瘤检测领域的行业先锋	1
2 肿瘤诊断为 IVD 发展最为迅速的细分领域	2
2.1 发达国家 IVD 市场成熟，国内市场增长潜力巨大.....	2
2.2 HPV 检测为预防宫颈癌关键手段，市场空间有望超 50 亿元.....	3
2.3 发病率上升催动肿瘤检测快速发展，市场空间在 200 亿量级.....	4
3 公司 HPV 检测和肿瘤诊断正高速增长	5
3.1 分子诊断—HPV 检测为核心业务.....	5
3.2 免疫诊断—流式荧光为核心技术.....	6
4 流式荧光+全系列肿瘤标志物布局成就高三级医院占比	7
4.1 技术平台优势.....	7
4.2 产品布局优势.....	8
4.3 客户资源优势.....	8
5 募投项目分析	9
6 盈利预测与估值	9
7 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司发行前股权结构.....	1
图 2: 2016 年公司营收构成情况.....	1
图 3: 2016 年公司毛利润构成情况.....	1
图 4: 2012-2016 年公司营收及增速情况.....	2
图 5: 2012-2016 年公司净利润及增速情况.....	2
图 6: 2009-2017 年全球体外诊断市场规模增长趋势.....	2
图 7: 2009-2017 年中国体外诊断市场规模增长趋势.....	2
图 8: 2000-2016 年中国妇女宫颈癌患病率变化情况 (单位: 1/10 万人).....	3
图 9: 2009-2013 年中国新发肿瘤发病率及死亡率增长趋势.....	4
图 10: 2012-2016 年分子诊断试剂收入及增速情况.....	6
图 11: 2014-2016 年分子诊断试剂产能利用情况.....	6
图 12: 2012-2016 年免疫诊断试剂收入及增速情况.....	7
图 13: 2014-2016 年免疫诊断试剂产能利用情况.....	7

表 目 录

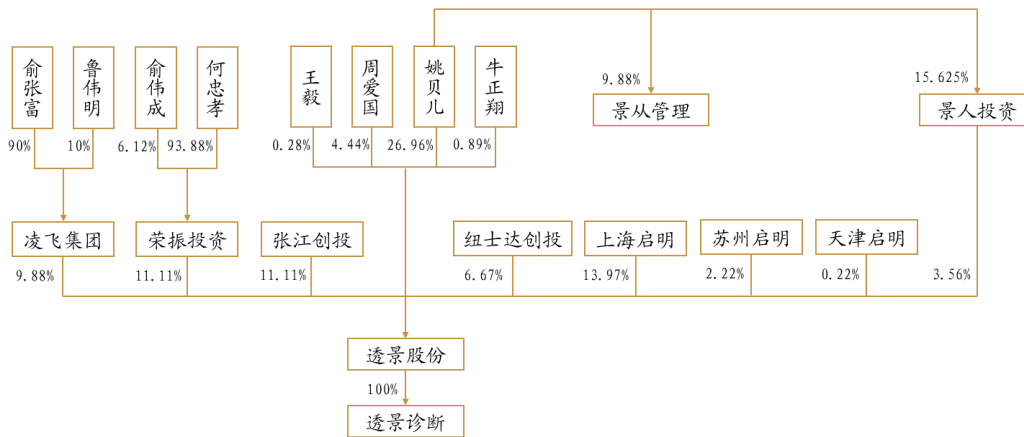
表 1: 我国和全球体外诊断细分领域市场比较.....	3
表 2: 主流免疫技术的优劣势比较.....	7
表 3: 公司募投项目情况 (单位: 万元).....	9
表 4: 透景生命收入和毛利率预测.....	10
表 5: 可比公司市值及估值情况.....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

1 公司为国内肿瘤检测领域的行业先锋

上海透景生命科技股份有限公司成立于 2003 年，主要从事自主品牌的体外诊断产品的研发、生产和销售。公司专注于肿瘤标志物临床检测解决方案的开发应用，已开发了 20 种肿瘤标志物的临床检测产品，是目前国内乃至国际上肿瘤标志物临床检测领域产品最齐全的公司之一。得益于优良的产品质量、先进的技术水平，公司产品目前已覆盖全国 30 个省市 457 家医疗机构；其中三级以上医院 318 家，占比达 86.9%，得到了市场主要医疗机构的高度认可。

从股权结构看，持有公司 5% 以上股份的主要股东为姚贝儿、凌飞集团、上海启明、张江创投、荣振投资及纽士达创投；其中姚贝儿控股 30.5%，是发行人的控股股东及实际控制人。

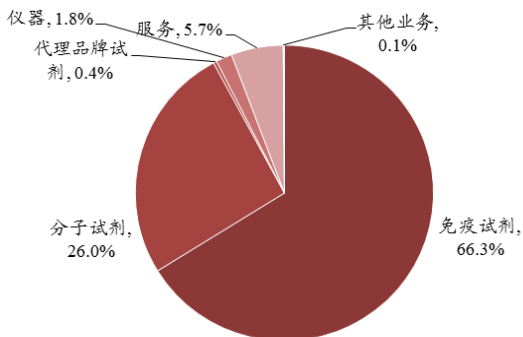
图 1：公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书、西南证券整理

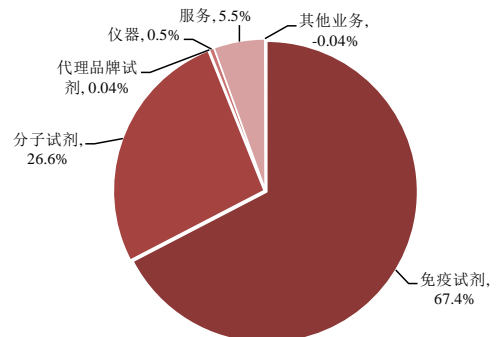
2016 年两大类产品免疫诊断试剂和分子诊断试剂营业收入占比分别为 66.3% 和 26.0%；毛利占比分别为 67.4% 和 26.6%，为公司的收入和毛利的主要来源。

图 2：2016 年公司营收构成情况



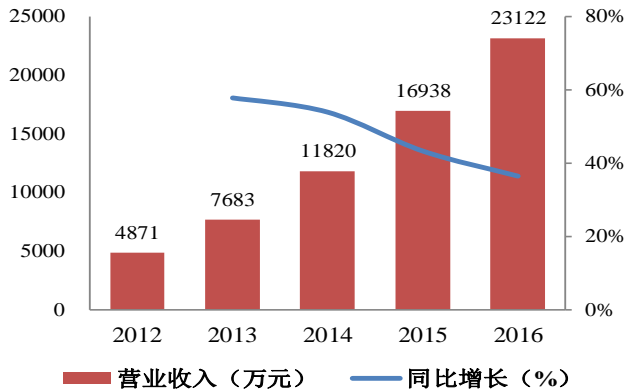
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2016 年公司毛利润构成情况

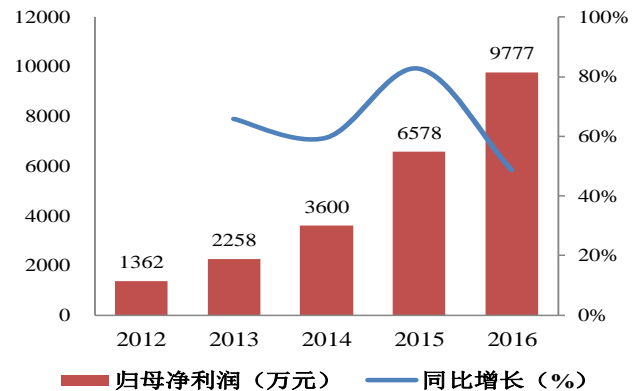


数据来源：公司公告，西南证券整理

近年来公司保持高速发展，2012-2016 年期间营收复合增速 47.6%，归母净利润复合增速达 63.7%。2016 年全年实现营收 2.3 亿元，同比增长 36.5%；归母净利润 9777 万元，同比增长 48.6%。公司主营业务收入保持快速增长主要得益于我国体外诊断试剂市场的快速发展、公司长期积累的技术优势和营销渠道的不断拓展。

图 4：2012-2016 年公司营收及增速情况


数据来源：WIND，西南证券整理

图 5：2012-2016 年公司净利润及增速情况


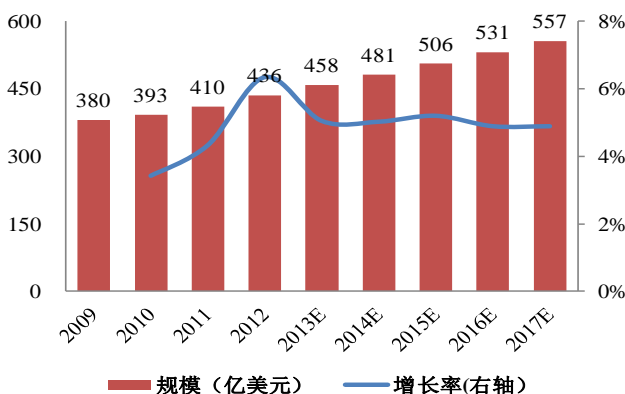
数据来源：WIND，西南证券整理

2 肿瘤诊断为 IVD 发展最为迅速的细分领域

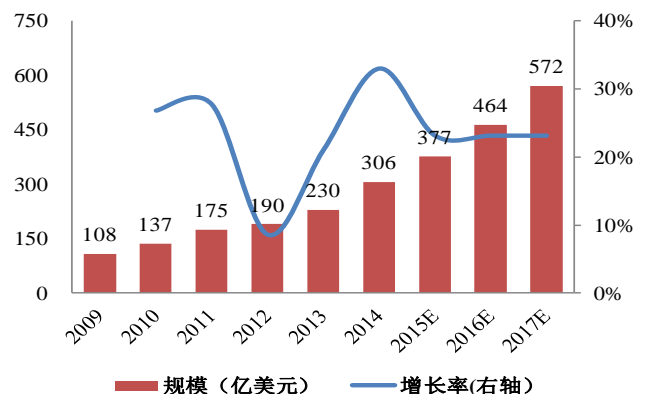
体外诊断，即 IVD(In Vitro Diagnosis)，是指在人体之外，通过对人体样本(血液、体液、组织等)进行检测而获取临床诊断信息，进而判断疾病或机体功能的产品和服务。IVD 在现代社会中扮演着越来越重要的角色，它在疾病预防、诊断、监测以及指导治疗的全过程中，发挥着极其重要的作用。目前临床上 80% 以上的疾病诊断都依靠体外诊断实现，它是现代疾病与健康管理的不可或缺的工具，也被誉为“医生之眼”。

2.1 发达国家 IVD 市场成熟，国内市场增长潜力巨大

与欧美市场相对成熟不同，体外诊断试剂行业在我国起步较晚，属于较新兴产业。无论是从市场规模还是增长率来看，我国 IVD 行业都还存在巨大的成长空间。

图 6：2009-2017 年全球体外诊断市场规模增长趋势


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：2009-2017 年中国体外诊断市场规模增长趋势


数据来源：Kalorama Information，西南证券整理

从市场规模看，2012 年全球 IVD 市场规模为 436 亿美元，预计 2017 年将达到 557 亿美元并保持 3%-6% 的年平均增长率。2012 年我国 IVD 市场规模为 190 亿元，预计 2017 年将达到 572 亿元并保持 21% 左右的年平均增长率，远高于全球平均水平。

表 1：我国和全球体外诊断细分领域市场比较

细分领域	全球市场		中国	
	2015 市场规模 / 份额	增长率	2015 试剂市场规模 / 份额	增长率
IVD 合计	506 亿美元	3-6%	316 亿元	~15%
生化诊断	86 亿美元/17%	2%	61 亿元/32%	8%
免疫诊断	116 亿美元/23%	6%	95 亿元/35%	>15%
酶联免疫	6 亿美元/5%	0%	16 亿元/17%	5%
化学发光	104 亿美元/90%	6%	69 亿元/73%	30%
分子诊断	56 亿美元/11%	11%	12 亿元/5%	>25%
POCT 合计	100 亿美元/20%	8%	78 亿元/--	~20%
独立医学实验室	--	--	50 亿元	~40%

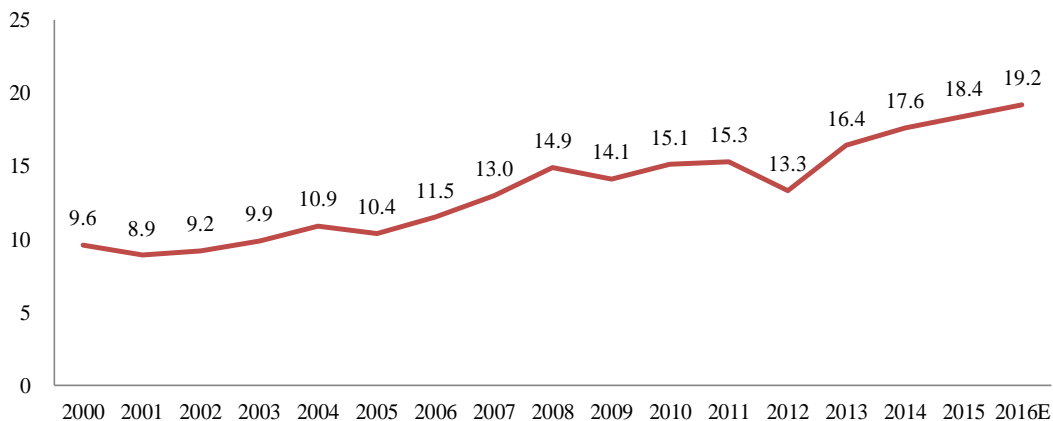
数据来源：行业调研、西南证券整理

从细分领域看，免疫诊断、生化诊断和分子诊断占据了全球大部分的市场份额。而在我国，占据大部分市场份额的细分领域为免疫诊断和生化诊断。但从增长率角度看，我国免疫诊断和分子诊断的 2015 年增长率均超过 25%，是 IVD 行业发展最快的细分领域。

2.2 HPV 检测为预防宫颈癌关键手段，市场空间有望超 50 亿元

人乳头瘤病毒 (Humanpapillomavirus, 简称 HPV) 是一种属于乳多空病毒科的乳头瘤空泡病毒 A 属，是球形 DNA 病毒，能引起人体皮肤黏膜的鳞状上皮增殖，表现为寻常疣、生殖器疣 (尖锐湿疣) 等症状，也是引起宫颈癌的主要病因。HPV 广泛存在于自然界，据统计 70%-80% 的女性在其一生中会有至少一次的 HPV 感染。由于我国人群总体预防保健意识不高，医疗卫生发展不平衡，我国感染性疾病患病率逐年增加。据《中国卫生年鉴》数据显示，2000-2015 年，我国妇女宫颈癌患病人数从 9.6/10 万人增长至 18.4/10 万人次，复合增长率为 4.4%，患病率成波动上涨态势，并有年轻化的倾向。

图 8：2000-2016 年中国妇女宫颈癌患病率变化情况 (单位：1/10 万人)



数据来源：国卫生统计年鉴，西南证券整理

研究统计表明,从 HPV 感染到发展成为宫颈癌一般要经历数年到 10 年左右的时间,提早检测高危型 HPV 进而积极治疗将有助于清除女性生殖道的持续感染,防止其向宫颈癌演变,同时还可以早期发现宫颈癌,从而降低宫颈癌的发生率和死亡率。在诊断法方面,传统上主要采用巴氏涂片的细胞学检测方法,临床敏感性仅为 80%。而分子诊断由于直接对病毒基因进行检测,因此结果更加客观准确,临床敏感性接近 100%。

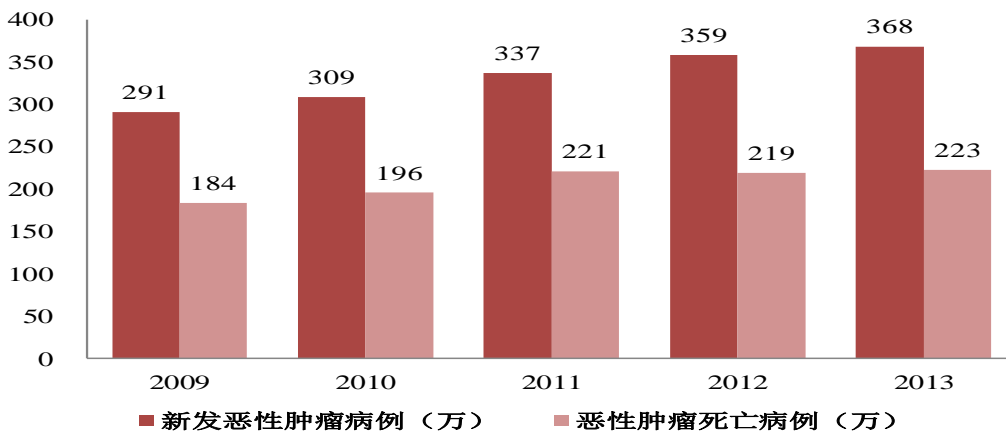
目前行业暂时没有关于 HPV 分型诊断的行业规模数据,从凯普生物 2016 年 HPV 检测试剂收入 3.3 亿,均价 100 元/人份反向推算,我们保守估计目前国内 HPV 分型检测出厂口径市场规模约 10-15 亿元,覆盖人群 1000 万-1500 万人,考虑到 15-44 岁女性人口占比 23% 左右,即适用女性人群 3.2 亿人,即目前渗透率约 3-5%,即便考虑每三年复查一次,目前的渗透率也仅 10%-15%,未来提升空间巨大。

子宫颈癌和乳腺癌是两大严重危害女性生命的健康杀手,我国政府近年也高度重视妇女两癌的预防筛查工作。从 2009 年开始,国家对妇女“两癌”筛查出台了若干政策。未来,随着妇女宫颈癌发病率逐年增多、我国对妇女健康日益重视以及 HPV 分子检测的普及,分子诊断产品在 HPV 领域的普及速度将逐步加快,市场规模将进一步扩大,假设每三年复查一次,渗透率达到 50%,则测算出厂口径市场空间约 50 亿元。

2.3 发病率上升催动肿瘤检测快速发展,市场空间在 200 亿量级

肿瘤标志物又称肿瘤标记物,是指特征性存在于恶性肿瘤细胞,或由恶性肿瘤细胞异常产生的物质,或是宿主对肿瘤的刺激反应而产生的物质,并能反映肿瘤发生、发展,监测肿瘤对治疗反应的一类物质。肿瘤标志物存在于肿瘤患者的组织、体液和排泄物中,能够用免疫学、生物学及化学的方法检测到。

图 9: 2009-2013 年中国新发肿瘤发病率及死亡率增长趋势



数据来源: 中国肿瘤登记年报, 西南证券整理

近年来,全国癌症发病形势严峻,发病率与死亡率呈持续上升趋势。根据全国肿瘤登记中心近 5 年监测数据分析可得,2009 年至 2013 年全国新发恶性肿瘤病例约从 291 万例增长至 368.2 万例,年复合增长率为 6.1%;恶性肿瘤死亡率从 183.6 万例增长至 222.9 万例,年复合增长率为 5%。其中,2013 年全国恶性肿瘤发病率为 270.6/10 万,中国人口标化发病率为 190.2/10 万,世界人口标化发病率为 186.2/10 万;全国恶性肿瘤死亡率为 163.8/10

万，中国人口标化死亡率为 110.0/10 万，世界人口标化死亡率为 109.0/10 万；中国恶性肿瘤发病率与死亡率均略高于世界平均水平。

目前中国约 50% 的新发病例为肿瘤晚期，死亡率较高。及早发现与治疗仍然是目前治疗癌症最有效的手段，因此癌症的早期检测对于提高癌症患者生存率具有重大意义。传统的癌症诊断方法主要根据病史、症状、体征和各种辅助检查等宏观途径，而早期癌症患者一般无明显症状，难以检测。临床研究证实，肿瘤标志物的检测能比 CT、核磁共振等物理检查手段更早地发现肿瘤，为临床治疗赢得宝贵时间。

目前暂无确定行业数据，我们通过行业调研保守预计行业出厂口径国内市场规模约 50-60 亿元左右，即占免疫诊断和分子诊断行业的 1/4。考虑到随着肿瘤整体患病率的和早期筛查普及度的提高，医生和患者对肿瘤标志物认知度的提升以及政策的不断支持，肿瘤早期检测和管理将会成为未来患者消费趋势之一，预计肿瘤标志物检测市场未来的上升空间将进一步扩大。考虑到肿瘤已成国内对生命健康影响最大的疾病，我们认为肿瘤标志物检测有望成为过年内 IVD 行业最大市场。考虑到目前没有准确的行业数据，我们简单假设 2020 年 IVD 市场达到 800 亿元，年复合增速 15%，肿瘤市场占比达到 25%，则肿瘤市场规模有望达到 200 亿元。

3 公司 HPV 检测和肿瘤诊断正高速增长

公司主要产品为体外诊断试剂，从检测原理分类，主要分为免疫诊断产品和分子诊断产品两大类。公司综合运用高通量流式荧光技术、化学发光免疫分析技术、多重多色荧光 PCR 技术等多个技术平台开发诊断试剂，形成了“以肿瘤全病程临床检测产品为主，其他领域检测产品为辅”的丰富的产品线，涵盖肿瘤“未病筛查—辅助诊断—个性化用药—预后及疗效检测”全病程的各个环节，广泛应用于临床诊断领域。截至本招股说明书签署日，公司及子公司拥有医疗器械注册证 114 项，其中医疗器械三类注册证 52 项。

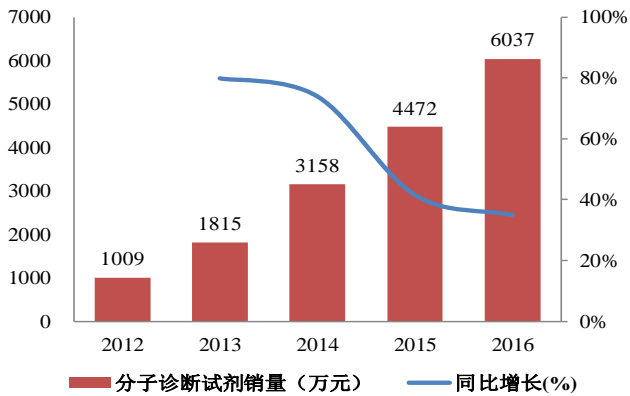
3.1 分子诊断—HPV 检测为核心业务

在分子诊断领域，公司重点布局宫颈癌筛查、优生优育、个性化用药等领域临床检测产品的开发。公司基于高通量流式荧光技术平台和多重多色荧光 PCR 平台，开发出一系列人乳头瘤病毒 (HPV) 检测产品，为不同客户提供 HPV 核酸检测全面解决方案。

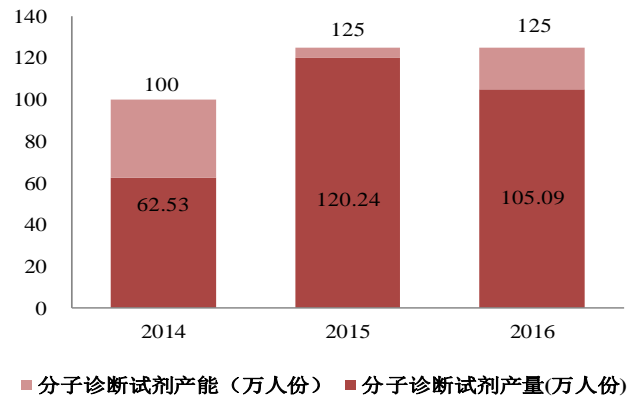
- **27 型 HPV 分型检测试剂盒：**能通过一次检测精确区分 27 种 HPV 分型，对于妇女宫颈癌早期筛查以及尖锐湿疣辅助诊断具有很重要的临床指导意义；
- **“5+9”型 HPV 分型检测试剂盒：**对引发中国 90% 宫颈癌的前五种感染型别 HPV16/18/58/52/33 以及其他 9 种型别进行分型检测，尤其适用于中国妇女宫颈癌早期筛查。

从收入角度看：分子诊断试剂销售收入从 2012 年的 1008.7 万元提升至 2016 年的 6037.4 万元，复合增长率为 56.4%；2016 年公司分子诊断收入同比增速 35%，已发展成为公司第二大收入来源和业绩增长点，预计其未来业绩将继续稳固上升。

从产能角度看：报告期内公司分子诊断产品产能利用率从 62.5% 逐步提高至 84.1%，并有趋于饱和的态势，主要原因系公司生产的体外诊断试剂系列产品技术含量高、质量稳定，市场需求逐年增长。随着市场需求的进一步扩张，分子诊断试剂业务有望继续保持高速增长。

图 10：2012-2016 年分子诊断试剂收入及增速情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 11：2014-2016 年分子诊断试剂产能利用情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

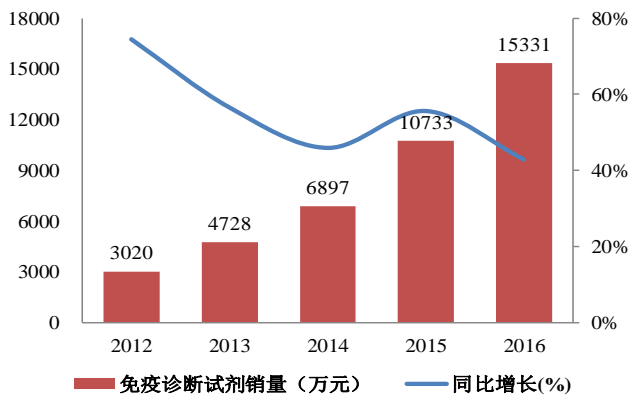
3.2 免疫诊断—流式荧光为核心技术

在免疫诊断领域，公司专注于肿瘤标志物临床检测解决方案的开发应用。公司应用高通量流式荧光技术平台和化学发光免疫分析技术平台，已开发了 20 种肿瘤标志物的临床检测产品，是目前国内乃至国际上肿瘤标志物临床检测领域产品最齐全的公司之一。

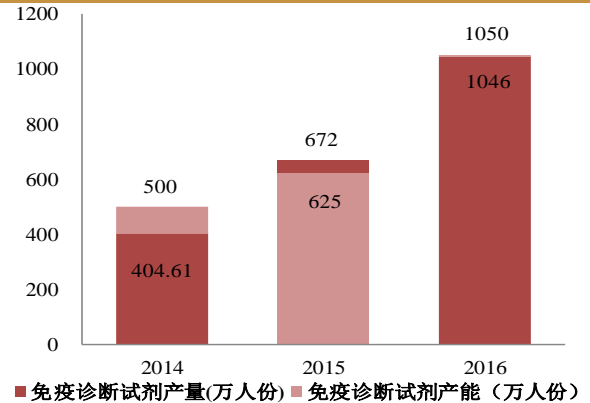
由于同一种肿瘤可有一种或几种肿瘤标志物异常，而同一种肿瘤标志物也会在不同的肿瘤中出现，因此，合理选择几项灵敏度、特异性能有效互补的肿瘤标志物组成最佳组合，进行联合检测具有重要的临床意义。公司在形成单个肿瘤标志物临床检测产品线的基础上，经过科学分析和严格筛选，推出了多项肿瘤标志物多指标联合检测产品，有效地提高了肿瘤标志物的临床辅助诊断价值。

从收入角度看：目前公司免疫诊断试剂销售收入从 2012 年的 3020 万元提升至 2016 年的 1.5 亿元，年复合增长率为 50.1%；2016 年收入同比增速仍然维持 42.8%，延续高速增长态势。

从产能角度看：2014 年至 2016 年公司免疫诊断产品产能利用率从 80.9% 逐步提高至 99.8%，并在 2015 年满负荷生产，产能已趋于饱和。本次募投项目顺利实施后，公司将每年将新增 1100 万人份的免疫诊断产品、150 万人份的分子诊断产品的产能，大幅提高供货能力。未来，随着公司产能问题的解决、业务规模的不断扩大和产品种类的增加，公司的生产能力和生产水平将显著提升，业务规模有望继续保持高速发展。

图 12: 2012-2016 年免疫诊断试剂收入及增速情况


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 13: 2014-2016 年免疫诊断试剂产能利用情况


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

4 流式荧光+全系列肿瘤标志物布局成就高三级医院占比

4.1 技术平台优势

公司立足于自主创新, 以平台化建设为研发首要任务, 构建了高通量流式荧光杂交技术平台、高通量流式免疫荧光技术平台、多重多色荧光 PCR 技术平台、化学发光免疫分析技术平台等多个技术平台。高通量流式荧光技术与目前市场主流的化学发光、电化学发光等技术同属于发光类技术, 具有灵敏度高、重复性好、线性范围广等优点, 代表了临床免疫检测的应用趋势。市场上主要免疫检测技术性能指标比较如下表所示:

表 2: 主流免疫技术的优劣势比较

性能指标	高通量流式荧光技术	化学发光 /电化学发光技术	固态 (膜基) 芯片法	酶联免疫法
检测指标数/次	单次检测最多可测 100 个指标, 不同指标可以按需组合	单个指标	多个指标, 不能自由组合	单个指标
检测速度	最快可达 120-4000 测试/小时	80-240 测试/小时	较快	反应时间长, 检测速度慢
检测速度	最快可达 120-4000 测试/小时	80-240 测试/小时	较快	反应时间长, 检测速度慢
灵敏度、准确性	高	高	低	低
重复性	重复性好 每个指标分析 100 次取均值	重复性好 每个指标分析 1 次	重复性较差 每个指标分析 1 次	重复性较差 每个指标分析 1 次
首报告时间	15-30 分钟, 检测指标不同, 反应时间不同	18-25 分钟	1 小时以上	1 小时以上

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

公司现有技术平台互为补充, 各有所长。

在免疫检测领域：公司将重心集中在高通量流式荧光技术平台上，该平台具有一次检测多种指标、并行检测通量高、检测速度快等显著优势，可以广泛应用于多指标联检产品的开发。对于部分待检物分子较小不能使用高通量流式荧光技术平台的情况，公司运用化学发光技术平台弥补流式荧光技术的短板。化学发光技术平台具有灵敏度高、特异性强、线性范围宽、自动化程度高等优势，适用于单指标免疫诊断产品的开发。两个平台在功能上相互补充，可覆盖几乎所有的免疫检测项目。

在分子检测领域：公司采用高通量流式荧光技术平台和多重多色荧光 PCR 技术平台，开发出一系列产品，满足不同客户的需求。

4.2 产品布局优势

基于多样化的技术平台，公司建立了丰富、完善的产品体系，形成了“肿瘤全病程临床检测产品为主，其他临床检测领域为辅”的产品格局，涵盖了肿瘤“未病筛查—辅助诊断—个性化用药—预后及疗效检测”全病程的各个环节。

针对肿瘤全病程的各个环节，公司已经开发出多个对应产品：

- **针对宫颈癌筛查指标 HPV 核酸的检测**，公司开发出一系列产品，为不同客户提供 HPV 核酸检测全面解决方案。
- **针对肿瘤辅助诊断以及肿瘤预后和疗效检测**，公司已成功开发了 20 种肿瘤标志物的临床检测产品，是目前国内乃至国际上肿瘤标志物临床检测领域产品最齐全的公司之一。
- **针对个性化用药的临床辅助诊断**，公司开发出 EGFR、B-RAF、K-ras 等重要基因位点的突变检测试剂盒，可作为非小细胞肺癌、结直肠癌等的临床辅助诊断以及靶向用药指导。
- 同时，公司开发出“Y 染色体微缺失检测试剂盒”以及“弓形虫、风疹病毒、巨细胞病毒、单纯疱疹病毒抗体检测试剂盒”用于优生优育临床辅助诊断。

丰富、齐全的产品线将有助于公司全方位的满足市场需求，增强公司的抗风险能力，提高市场竞争力。

4.3 客户资源优势

领先的技术水平、丰富的产品线、优异的产品性能和覆盖全国的营销网络为公司赢得了大量优质客户资源。发行人产品广泛应用于国内各级医院、体检中心、独立实验室等医疗卫生机构。

2016 年公司终端医院客户 366 家，主要为综合性大医院，其中三级以上医院 318 家，占比达 86.9%。公司产品被解放军总医院第一附属医院、首都医科大学附属北京天坛医院、首都医科大学附属北京胸科医院、浙江大学医学院附属第二医院、复旦大学附属华山医院、第四军医大学西京医院、四川大学华西医院、上海交通大学医学院附属仁济医院、第二军医大学附属长征医院、上海交通大学附属胸科医院等大型医院广泛使用，并取得了良好的效果。经过多年发展，“透景”品牌在行业内已享有较高的市场知名度和认可度。

5 募投项目分析

本次募投项目的实际资金需要量为 6.1 亿元，若募集资金不能满足项目资金需求，公司将通过自筹方式解决，以保证项目的顺利实施；在本次募集资金到位前，公司可根据项目实际情况使用自筹资金先行投入，在募集资金到位后再对先前投入的自筹资金进行置换。公司体外诊断医疗器械产业化项目正在进行厂房主体框架结构施工，截至 2016 年底已累计投入 1259.9 万元。

表 3：公司募投项目情况（单位：万元）

序号	项目名称		项目投资额	建设期	项目备案文件	项目环评文件
1	体外诊断医疗器械产业化项目	生产能力提升项目	19191.32	3 年	沪临地管委备 [2015]126 号	沪奉环保（临港地区）许评[2015]10 号
		研发能力提升项目	11786.21	1.5 年		
2	营销与服务网络建设项目		24014.58	--	沪自贸管张外备 [2015]50 号	--
3	其他与主营业务相关的营运资金		6000.00	--	--	--
合计			60992.11	--	--	--

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

本次募集项目拟在自有土地上新建厂房，通过扩大生产场地、优化生产流程、增加生产设备来扩大体外诊断试剂产能，解决现有产能瓶颈。项目完全达产后将新增免疫类产品生产能力 1100 万人份，基因类产品 150 万人份，大大提高公司生产能力，从而进一步提升公司体外诊断试剂的市场占有率，具体而言影响主要如下：

生产能力提升项目：公司招股说明书披露项目建设期为 3 年，完全达产后，将新增免疫类（肿标）产品 1100 万人份，基因类（HPV）产品 120 万人份，基因类（Y6）30 万人份。项目完全达产后可实现年销售收入 35390.2 万元、项目税后内部收益率为 37.6%，税后（静态）投资回收期为 5.96 年，税后财务净现值（ $i=12\%$ ）29547.8 万元，经济效益良好。

6 盈利预测与估值

公司主要收入来源于肿瘤标志物检测和 HPV 分型诊断，为 IVD 行业发展最为迅速的细分领域之一，我们对公司主要业务做如下假设：

假设 1：肿瘤标志物诊断试剂业务即免疫诊断试剂：公司主要平台为流式荧光技术平台，在国内技术相对独特，降价压力较小，我们预计公司 2017-2019 年销量增长有望保持 35% 左右，略高于行业平均增速，毛利率方面维持在 82% 左右。

假设 2：HPV 分型业务即分子诊断试剂：HPV 分型试剂目前国内批文厂商已达 30 家左右，有一定的降价压力，从同行业凯普生物看，降价压力影响 2%-3%。考虑到行业的快速成长和国内 HPV 疫苗上市推广的患者教育，我们预计分子诊断试剂销量增速有望保持 30% 多增速，整体收入增速维持 30% 左右，预计 2017-2019 年毛利率为 82%、81% 和 80%。

表 4: 透景生命收入和毛利率预测

单位: 百万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计: 营业收入	48.71	76.83	118.20	169.38	231.22	306.40	407.14	541.66
yoy		57.72%	53.85%	43.30%	36.51%	32.52%	32.88%	33.04%
合计: 营业成本	10.31	14.63	21.90	31.46	44.65	58.69	77.16	101.80
毛利率	78.84%	80.95%	81.47%	81.43%	80.69%	80.85%	81.05%	81.21%
体外诊断试剂								
收入	40.5	65.65	100.73	152.18	213.83	285.60	381.58	509.98
yoy	0.0%	62.1%	53.4%	51.1%	40.5%	33.56%	33.61%	33.65%
成本	6.67	9.49	16.32	25.97	38.37	51.46	68.74	91.85
毛利率	83.53%	85.54%	83.80%	82.93%	82.06%	81.98%	81.99%	81.99%
免疫诊断试剂								
收入	30.2	47.28	68.97	107.33	153.31	206.97	279.41	377.20
yoy	0.0%	56.6%	45.9%	55.6%	42.8%	35.00%	35.00%	35.00%
成本	5.37	6.66	11.94	18.84	27.51	37.25	50.29	67.90
毛利率	82.22%	85.91%	82.69%	82.45%	82.06%	82.00%	82.00%	82.00%
分子诊断试剂								
收入	10.09	18.15	31.58	44.72	60.37	78.48	102.03	132.63
yoy	0.0%	79.9%	74.0%	41.6%	35.0%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	1.25	2.7	4.28	7.07	10.78	14.13	18.36	23.87
毛利率	87.61%	85.12%	86.45%	84.19%	82.14%	82.00%	81.00%	80.00%
其他诊断试剂								
收入	0.22	0.22	0.18	0.12	0.15	0.15	0.15	0.15
yoy	0.0%	2.1%	-18.8%	-31.9%	20.0%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.05	0.13	0.1	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08
毛利率	77.27%	40.91%	44.44%	41.67%	46.67%	45.00%	45.00%	45.00%
服务收入								
收入	3.28	4.9	10.46	12.51	13.05	16.75	21.51	27.63
yoy	0.0%	49.3%	113.5%	19.5%	4.4%	28.36%	28.40%	28.45%
成本	0.24	0.76	1.36	2.17	2.82	4.19	5.38	6.91
毛利率	92.68%	84.49%	87.00%	82.65%	78.39%	75.00%	75.00%	75.00%
仪器服务收入								
收入			6.98	6.54	8.77	11.40	14.82	19.27
yoy				-6.4%	34.1%	30.00%	30.00%	30.00%
科研服务收入								
收入			3.48	5.97	4.28	5.35	6.69	8.36
yoy				71.5%	-28.2%	25.00%	25.00%	25.00%
仪器业务								
收入	4.81	6.22	6.71	4.35	4.05	4.05	4.05	4.05
yoy		29.4%	7.9%	-35.2%	-6.9%	0.00%	0.00%	0.00%

单位: 百万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成本	3.31	4.35	4.02	2.93	3.11	3.04	3.04	3.04
毛利率	31.19%	30.06%	40.09%	32.64%	23.21%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源: wind、西南证券

根据以上说明和假设,我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 306.4 百万元、407.1 百万元和 541.7 百万元,归属母公司所有者的净利润分别为 127.9 百万元、171.2 百万元和 226.4 百万元, EPS 分别为 2.13 元、2.85 元和 3.77 元。

目前 A 股缺乏严格可比公司,同类的凯普生物刚刚上市,还未达到估值均衡状态。从免疫诊断看,我们选取了化学发光代表安图生物和迈克生物,分子诊断选取了达安基因,选取了先进技术代表万孚生物。可比公司 2017 年估值均值 65 倍,以最低的迈克生物和安图生物看,均值也达 37 倍。考虑公司的成长性,我们给予公司 2017 年 35-45 倍市盈率,对应合理价格区间为 74.55 元-95.85 元。

表 5: 可比公司市值及估值情况

代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
603658.SH	安图生物	188	4.59	6.00	7.49	41	31	25
300463.SZ	迈克生物	128	3.92	4.85	6.00	33	26	21
002030.SZ	达安基因	153	1.43	1.87	1.79	108	82	86
300482.SZ	万孚生物	154	2.00	2.53	3.13	77	61	49
均值						65	50	45

数据来源: wind、西南证券整理 注: 盈利预测来源于 wind 一致预期中位数, 截止时间 2017 年 4 月 12 日

7 风险提示

- 1) 行业竞争加剧或导致公司核心产品销量和价格下滑的风险;
- 2) 或有发生的医疗诊断事故或导致的政策风险;
- 3) 募投项目进展低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	231.22	306.40	407.14	541.66	净利润	97.77	127.87	171.23	226.37
营业成本	44.65	58.69	78.18	104.45	折旧与摊销	19.63	16.20	16.20	16.20
营业税金及附加	1.51	2.11	2.74	3.65	财务费用	0.30	-2.75	-6.34	-8.95
销售费用	45.53	60.34	80.18	106.67	资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00
管理费用	33.61	44.54	59.18	78.74	经营营运资本变动	-32.13	-26.38	-28.71	-41.38
财务费用	0.30	-2.75	-6.34	-8.95	其他	12.46	0.60	0.05	0.26
资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	98.42	115.54	152.43	192.50
投资收益	0.67	0.00	0.00	0.00	资本支出	-35.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-28.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-64.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	105.90	143.48	193.21	257.10	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.11	5.35	5.80	5.87	长期借款	4.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	113.01	148.82	199.01	262.97	股权融资	3.06	50.00	0.00	0.00
所得税	15.24	20.95	27.78	36.61	支付股利	-4.50	-6.69	-8.75	-11.71
净利润	97.77	127.87	171.23	226.37	其他	3.75	1.35	6.34	8.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	6.49	44.66	-2.41	-2.76
归属母公司股东净利润	97.77	127.87	171.23	226.37	现金流量净额	40.69	160.21	150.02	189.73
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	116.18	276.39	426.41	616.14	成长能力				
应收和预付款项	35.49	53.87	69.60	92.75	销售收入增长率	36.51%	32.52%	32.88%	33.04%
存货	59.92	78.75	104.90	140.15	营业利润增长率	46.19%	35.48%	34.66%	33.07%
其他流动资产	0.21	0.28	0.37	0.49	净利润增长率	48.63%	30.80%	33.90%	32.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	45.36%	24.71%	29.41%	30.18%
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	108.02	94.16	80.31	66.45	毛利率	80.69%	80.85%	80.80%	80.72%
无形资产和开发支出	11.15	9.54	7.94	6.34	三费率	34.36%	33.33%	32.67%	32.58%
其他非流动资产	9.56	8.82	8.07	7.32	净利率	42.28%	41.73%	42.06%	41.79%
资产总计	340.53	521.81	697.60	929.65	ROE	33.87%	27.81%	27.51%	27.05%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	28.71%	24.51%	24.55%	24.35%
应付和预收款项	22.68	32.16	42.67	56.30	ROIC	52.38%	55.52%	67.45%	79.24%
长期借款	13.97	13.97	13.97	13.97	EBITDA/销售收入	54.42%	51.22%	49.88%	48.81%
其他负债	15.22	15.84	18.64	22.42	营运能力				
负债合计	51.88	61.97	75.28	92.69	总资产周转率	0.81	0.71	0.67	0.67
股本	45.00	60.00	60.00	60.00	固定资产周转率	2.77	3.46	5.45	8.91
资本公积	65.51	100.51	100.51	100.51	应收账款周转率	7.79	7.95	7.75	7.81
留存收益	178.14	299.33	461.80	676.46	存货周转率	1.02	0.85	0.85	0.85
归属母公司股东权益	288.65	459.84	622.32	836.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.09%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	288.65	459.84	622.32	836.97	资产负债率	15.23%	11.88%	10.79%	9.97%
负债和股东权益合计	340.53	521.81	697.60	929.65	带息债务/总负债	26.93%	22.55%	18.56%	15.08%
					流动比率	6.95	10.08	11.15	11.91
					速动比率	4.98	8.14	9.21	9.95
					股利支付率	4.60%	5.23%	5.11%	5.17%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	125.84	156.93	203.07	264.36	每股收益	1.63	2.13	2.85	3.77
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.81	7.66	10.37	13.95
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.64	1.93	2.54	3.21
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.08	0.11	0.15	0.20
EV/EBITDA	-0.82	-1.69	-2.04	-2.29					
股息率	NA	NA	NA	NA					

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 15 楼

邮编：200120

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn