2017 年 7 月 9 日

合理价格区间：50.05-64.35 元

基蛋生物(603387)

发行上市资料	
发行价（元）	22.25
发行市盈率	14.8
参考行业市盈率	40
发行新股数（万股）	3,300
老股东转让数（万股）	0
发行后总股数（万股）	13,200

联系信息	
证券分析师：	沈瑞
SAC 证书编号：	S0160517040001
电话：	0571-87620710
Email：	shenr@ctsec.com

财务指标	2016 年
销售毛利率（%）	81.21%
销售净利率（%）	37.48%
ROE（%）	40.68%
营业收入增幅（%）	33.53%
营业利润增幅（%）	36.50%
净利润增幅（%）	31.68%
资产负债率（%）	17.04%
流动比率	3.27
速动比率	2.70
每股经营性净现金流量	1.58

POCT 领域优质企业　心血管试剂业绩突出

投资要点：

- **POCT是体外诊断黄金细分，增长迅速**

  POCT 行业属于 IVD 行业的细分行业，是近年来 IVD 行业发展最快的细分行业之一。POCT 产品的应用极为广泛，主要应用于 8 大领域 13 大检测项目。2016 年全球 POCT 市场规模超过 200 亿美元，并将保持 8%的复合增长率；我国 POCT 市场发展较晚，目前市场规模较小，但增速高于全球水平，保持在 20%～30%。随着医改的推进和政府在基层卫生建设中对 POCT 产品技术的投入增加，2018 年我国 POCT 市场规模有望达到 100 亿元。

- **心血管类试剂高毛利，经营业绩持续增长**

  公司目前主要产品为自主研发的 POCT 体外诊断试剂及配套仪器。得益于高营收占比的心血管类试剂迅速放量及其高达 93.76%的毛利率，公司经营业绩持续增长，营业收入由 2014 年的 21029.34 万元增长至 2016 年的 36909.04 万元，增幅达 75.51%，复合增长率 32.48%；净利润由 2014 年的 7,513.59 万元增长至 2016 年的 13,835.69 万元，增幅达 84.14%，复合增长率 35.7%。

- **募集资金全部应用于主营业务**

  公司本次拟公开发行3,300万股人民币普通股A股，占发行后总股本的25.00%，发行价格为22.25元。募集资金将用于POCT体外诊断试剂及临床检验分析仪器生产项目、胶乳及质控品类体外诊断试剂产业化项目、基蛋生物研发中心建设项目、基蛋生物营销网络建设项目、总部基地项目以及补充流动资金项目。项目建成后，公司现有产品将实现技术升级与产能扩大，公司主营业务结构将进一步优化，公司的持续盈利能力和整体竞争力将得到增强。

- **盈利预测与投资建议**

  预计公司 2017～2019 年 EPS 分别为 1.43 元、1.87 元、2.43 元，考虑行业可比公司，我们认为公司 PE 应该在 35-45 之间，我们认为公司的合理市值为 66.07～84.94 亿元，对应 2017 年的股价合理区间为 50.05～64.35 元。

- **风险提示**

  公司可能面临市场竞争加剧、营销推广不利以及新产品研发失败的风险。

表 1：公司财务及预测数据摘要	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	276	369	495	653	855
增长率	31.45%	33.53%	34.00%	32.00%	31.00%
归属母公司股东净利润（百万元）	105.07	138.36	189.29	246.83	320.72
增长率	39.84%	31.68%	36.82%	30.40%	29.93%
每股收益（元）	0.80	1.05	1.43	1.87	2.43
市盈率(倍)	28.0	21.2	15.5	11.9	9.2

数据来源：Wind,财通证券研究所

目录

1、公司概况 4
1.1、公司简介 4
1.2、公司股权结构 4
2、POCT——体外诊断黄金细分领域 4
2.1、体外诊断行业发展概况 4
2.2、POCT 行业发展概况 5
2.3、中国 POCT 行业竞争格局 8
3、公司业绩情况 10
3.1、公司收入及增速 10
3.2、公司收入结构 11
4、公司主营业务分析 12
4.1、主要产品或服务的用途 12
4.2、心血管类试剂业务——核心产品迅速放量 13
4.3、炎症类试剂业务——重点发展品种 14
4.4、其他试剂业务——生化试剂快速增长 14
4.5、仪器业务——配合试剂业务相应增长 14
5、募集资金主要用途 15
6、盈利预测与投资建议 16
7、风险提示 16

图目录

图 1：公司股权结构 4
图 2：2013 年-2018 年全球体外诊断市场规模与增速 5
图 3：2013 年-2018 年全球 POCT 市场规模及增速 6
图 4：2011 年-2018 年全球心血管类疾病检测 POCT 产品市场规模及增速 7
图 5：2013 年-2018 年中国 POCT 市场规模及增速 8
图 6：中国 POCT 产品的发展阶段 8
图 7：2012 年-2016 年 POCT 公司营业收入 10
图 8：2012 年-2016 年 POCT 公司毛利率 10
图 9：公司营业收入及增速 11
图 10：公司归母净利润及增速 11
图 11：公司毛利率和净利率 11
图 12：公司期间费用率 11
图 13：2016 年公司主营业务收入结构 12
图 14：2016 年公司主营业务毛利结构 12
图 15：2016 年公司主要产品毛利率 12
图 16：2016 年公司销售收入区域分布 12

表目录

表 1：公司财务及预测数据摘要 1
表 2：POCT 产品应用领域 6

表 3：POCT 公司定量检测平台对比 9
表 4：POCT 公司定量检测项目对比 9
表 5：公司主要产品及用途 12
表 6：2014 年-2016 年心血管类试剂收入与销售情况 13
表 7：2014 年-2016 年炎症类试剂收入与销售情况 14
表 8：2014 年-2016 年仪器收入 15
表 9：公司募集资金主要用途 16
表 10：公司财务报表及指标预测 17

1、公司概况

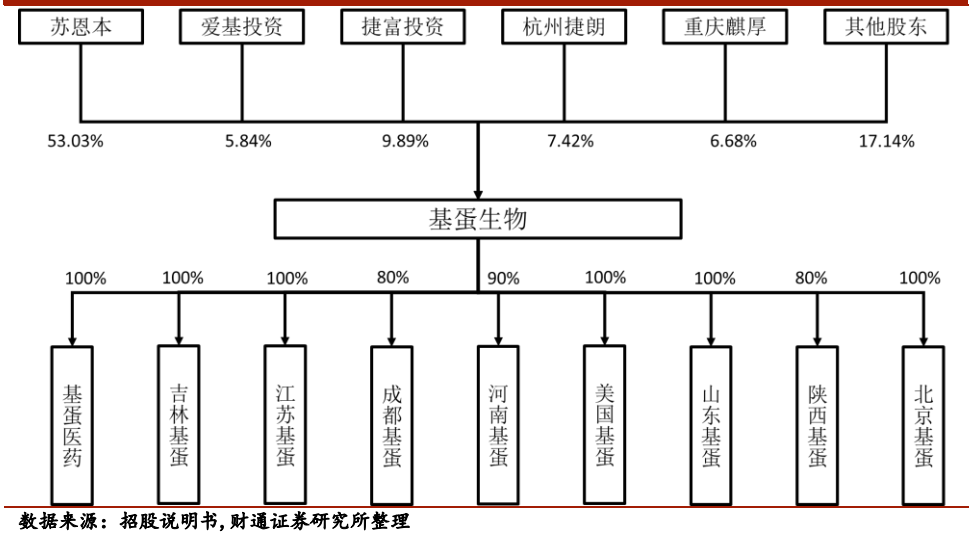
1.1、公司简介

基蛋生物是由基蛋有限整体变更设立的股份有限公司，是国内体外诊断，特别是POCT领域的主要供应商，致力于专业医疗器械和诊断试剂的研发、生产和销售。公司经历十多年的努力研发，突破体外诊断行业全自动、高通量、多指标快速联合检测、小型化、低成本等多个技术瓶颈，产品主要覆盖心血管疾病、肾损伤、传染病等重大疾病领域，广泛应用于各级医院、社区门诊、卫生院、实验室等。近几年来公司发展迅速，构建了完善的营销网络体系；积极开拓国际市场，产品成功销往欧洲、美洲、亚洲和非洲的多个国家。目前，基蛋生物在国内心脏标志物市场占有率处于领先地位。

1.2、公司股权结构

公司董事长兼总经理苏恩本先生是发行人的控股股东、实际控制人，持有发行人5,250万股，占本次发行前公司股份总数的53%。爱基投资是公司为实施员工持股计划而设立的，苏恩本目前仍持有其72.6%股权。公司拥有9家子公司，子公司主要从事体外诊断试剂研发、生产、销售。

图 1：公司股权结构



数据来源：招股说明书，财通证券研究所整理

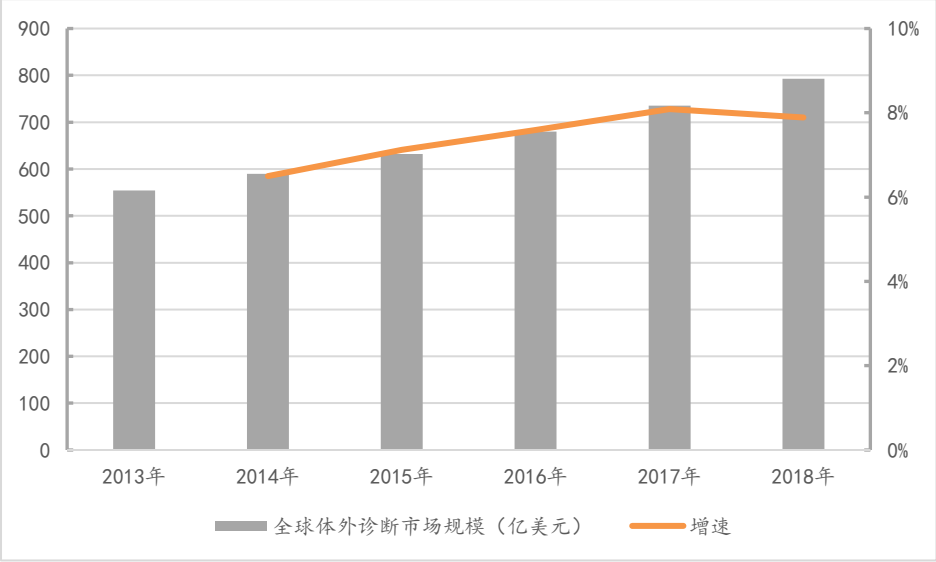
2、POCT——体外诊断黄金细分领域

2.1、体外诊断行业发展概况

2013年全球体外诊断市场规模已经达到554亿美元，预计到2018年可达到793亿美

元。得益于科技的不断进步和市场需求的日益增长，全球体外诊断市场将持续增长，预计在2018年前将保持7%的年复合增长率。

图 2：2013 年-2018 年全球体外诊断市场规模与增速



数据来源：Rncos，中国产业竞争情报网，财通证券研究所整理

2009年，国内体外诊断行业的市场规模约为108亿元，到2015年已增长到440亿元左右。据中国医疗器械协会体外诊断系统专业委员会预计，未来5年我国的体外诊断市场规模年均增幅将在15%-20%之间。

2.2、POCT 行业发展概况

按检测环境及条件的不同，体外诊断可分为专业实验室和POCT。公司当前主营产品为POCT体外诊断试剂及配套仪器，属于体外诊断行业的细分领域。

专业实验室诊断是指在实验室环境下依托设备仪器，不赖于病人在场的专业诊断。专业实验室诊断中，大量时间被耗费在样本运送、前处理、组织、标记、录入、分发等方面，核心反应及分析时间占比较低。

POCT是指在病人旁边进行的快速诊断，是在采样现场即刻进行分析，省去了标本在实验室检验时的复杂处理程序，是快速得到检验结果的一类新方法。与专业实验室诊断相比，POCT仅保留了最核心的“样本收集—样本分析—质量控制—得到有效结果—解释报告”步骤，从而缩短了诊断时间。同时，POCT在样本用量、样本种类、试剂便利性和对操作者要求等多个方面都具有较大优势。

2.2.1、POCT 产品主要应用领域

POCT产品的应用极为广泛，包括以下几个领域。其中，医院、基层医疗机构、家

庭、突发事件是POCT产品的主要应用领域。

表 2：POCT 产品应用领域

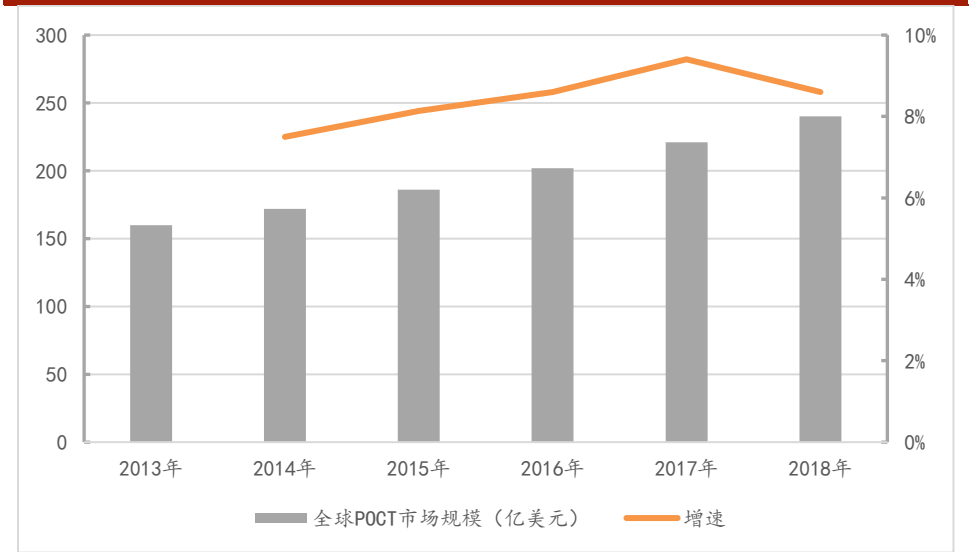
序号	应用环境	应用领域	主要用途
1	医院	急诊化验室	及时提供抢救患者的检验信息
		医院重症病房	与生理检测器相连即时提供实验室数据
		分科门诊	CRP 检测、心梗心衰检测、血糖检测、孕检等
		检验科	传染病、流感等检测
2	基层医疗机构	卫生院、社区门诊和医师诊所等	尿液分析、干式生化检测、肝炎检测等
3	家庭	个人	血压、血糖等各类检测
4	突发事件	救护车等快速救援	心肌标志物及电解质等项目的检测
5	临床应用	儿科疾病	CRP 检测、炎症检测等
		心血管疾病	心梗心衰检测
		血液相关疾病	血栓与失血、血红蛋白定量与血细胞计数、血液流变分析、血沉等检验
		感染性疾病	乙肝五项、梅毒、HIV 等的抗原和抗体定性的快速检测
		内分泌疾病	血糖、糖化血红蛋白与尿微量白蛋白检测
		发热性疾病	血常规和 CRP 联合检测等
		血液生物化学分析	干化学、电解质和血气分析、Hs-CRP、胆固醇芯片等
6	优生优育	孕检	TORCH-IgM 五项快速检测卡
7	其他	监督执法等	禁毒、酒驾、食品检测等

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

2.2.2、POCT 行业市场情况

POCT市场在全球范围内稳定发展，2013年市场规模已达160亿美元，预计2018年市场规模将达240亿美元，在2018年之前将保持8%的年复合增长率。

图 3：2013 年-2018 年全球 POCT 市场规模及增速



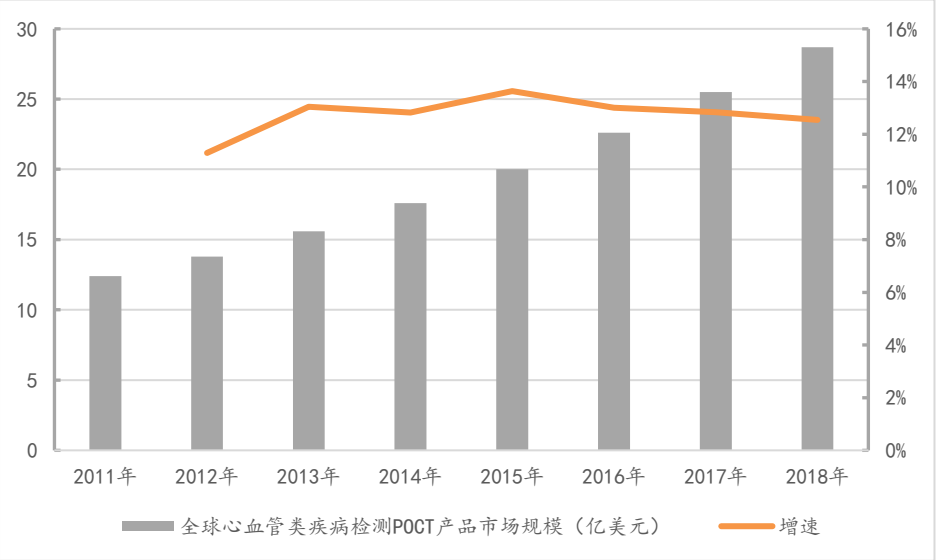
数据来源：Rncos，中国产业竞争情报网，财通证券研究所整理

在产品技术竞争方面，全球POCT市场由跨国巨头主导，如美国Johnson & Johnson（强生）、Roche（罗氏）在血糖领域领先，美国Alere（美艾利尔）、美国Abbott（雅培）、丹麦Radiometer（雷度米特）等则在血气/电解质、心脏标志物等领域居于领先地位。

在产品需求发展方面，由于POCT产品的下游需求增长各异和技术的发展成熟度不同，各细分领域出现了分化。近年来，血糖检验类POCT产品由于技术和商业推广都较为成熟，需求占比逐步下滑；心脏标志物、传染性疾病和凝血类POCT产品需求占比则逐步上升。

2011年全球心血管类疾病检测POCT产品的市场规模为12.4亿美元，预计到2018年可达28.7亿美元，在2018 年之前年均增长率将超过12%。

图 4：2011 年-2018 年全球心血管类疾病检测 POCT 产品市场规模及增速

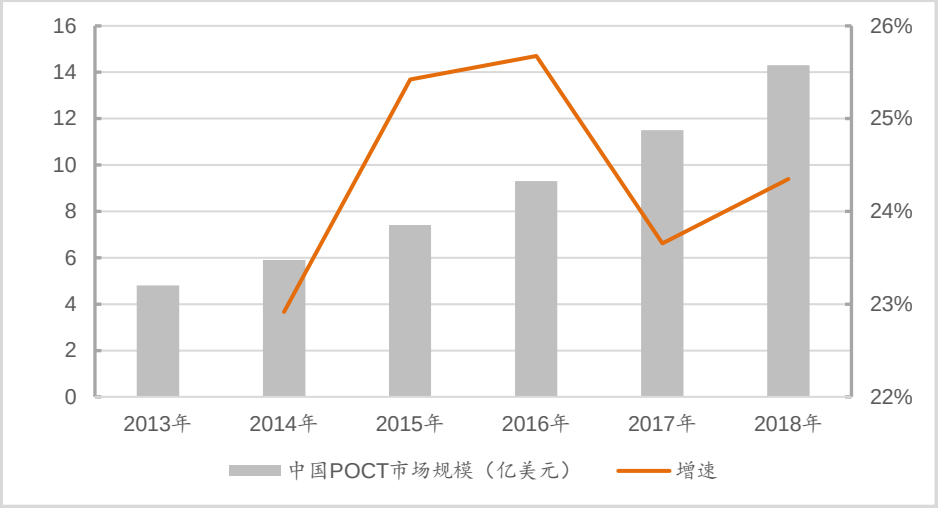


数据来源：TriMark，中为咨询网，财通证券研究所整理

POCT在我国尚处于发展初期，整体市场规模相对美国、欧盟等发达国家依然偏小。我国人口众多，地区发展不均衡，医疗资源差异较大，是POCT潜在的巨大市场。

2013年我国POCT市场规模达到了4.8亿美元，占全球市场的比重由2007年的3% 上升至2013年的7%；预计到2018年，我国POCT市场规模可达14.3亿美元，未来几年将保持20%以上的年复合增长率。

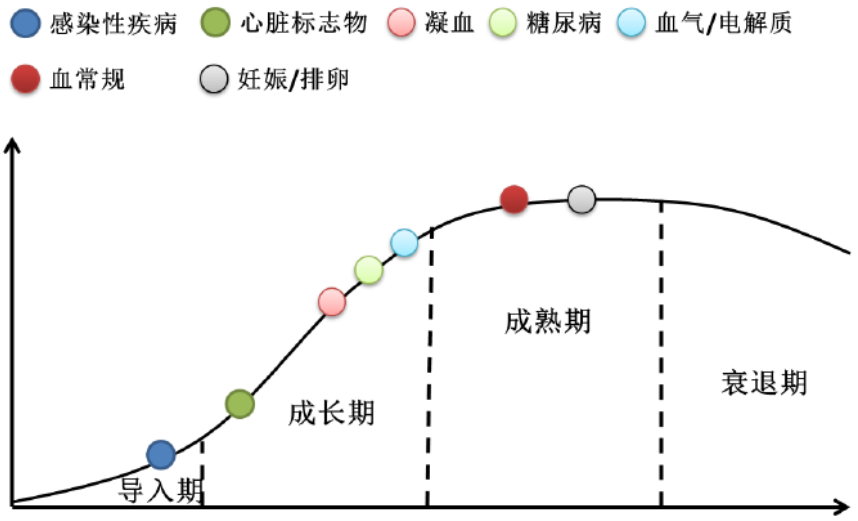
图 5：2013 年-2018 年中国 POCT 市场规模及增速



数据来源：Rncos，中国产业竞争情报网，财通证券研究所整理

在我国，POCT产品主要包括心脏标志物、糖尿病、感染性疾疾病、血气/电解质、妊娠/排卵、凝血、血常规等类别，其中妊娠/排卵和血常规类POCT检测产品发展较为成熟，其他产品还处于导入和成长期。

图 6：中国 POCT 产品的发展阶段



数据来源：中国产业竞争情报网，财通证券研究所整理

2.3、中国 POCT 行业竞争格局

公司主要产品为POCT体外诊断试剂及配套仪器。在国内市场，发行人当前竞争对手主要是万孚生物、明德生物等公司。我国POCT检测平台以定量为主，检测项目集中在心脏标志物和炎症标志物等领域。

从检测平台来看，基蛋生物基本都是定量产品，万孚生物和明德生物则兼有定量和定性产品；从检测方法来看，基蛋生物和万孚生物的定量产品胶体金法和荧光

法均有采用，而明德生物则以胶体金法为主。万孚生物和基蛋生物在检测速度和单次检测样本数量等指标上更具优势。

表 3：POCT 公司定量检测平台对比

技术指标	万孚生物	基蛋生物	明德生物
检测平台	免疫荧光定量检测平台(2 款) 免疫荧光分析仪（1 款）	快速免疫分析仪(3 款) 荧光免疫分析仪(2 款)	免疫定量分析仪
检测原理	胶体金体、荧光法	胶体金体、荧光法	荧光法
检测性能	100-200test/h 同时多项目检测， 同时进样 12-40 个样本 支持 LIS 链接、电脑链接、 外置扫描仪链接	150test/h 可同时检测 48 个样本， 三种不同项目 兼容国内外 LIS、HIS 系统互联	100test/h 同时完成 5 个相同或 不同检测项目 可接入医院 LIS 和 HIS 系统

数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

从检测项目来看，三家公司的定量产品均主要覆盖心脏标志物、炎症标志物、肾脏标志物、妊娠类、糖尿病类、肿瘤标志物等主要领域，产品重合度较高，仅在个别小项目上有所差异，竞争激烈。

表 4：POCT 公司定量检测项目对比

类别	项目	万孚生物	基蛋生物	明德生物
心脏标志物	肌钙蛋白 I	√	√	√
	N-端脑利钠肽前体	√	√	√
	肌酸激酶同工酶	√	√	
	肌红蛋白	√		
	心型脂肪酸结合蛋白	√	√	√
	D-二聚体	√	√	√
	S100-β 蛋白			√
	脂蛋白相关磷脂酶 A2			√
	联合检测试剂盒	√	√	√
炎症标志物	降钙素原	√	√	√
	C-反应蛋白	√	√	√
	联合检测试剂盒	√	√	√
	β2-微球蛋白测定试剂盒		√	
肾脏标志物	胱抑素 C	√	√	√
	微量白蛋白	√	√	√
	中性粒细胞明胶酶相关脂质运载蛋白		√	√
糖尿病	糖化血红蛋白	√	√	√
	C 肽			√
	胰岛素			√
妊娠类	绒毛膜促性腺激素	√	√	√
	妊娠相关血浆蛋白 A			√
肿瘤标志物	脂蛋白 a			√

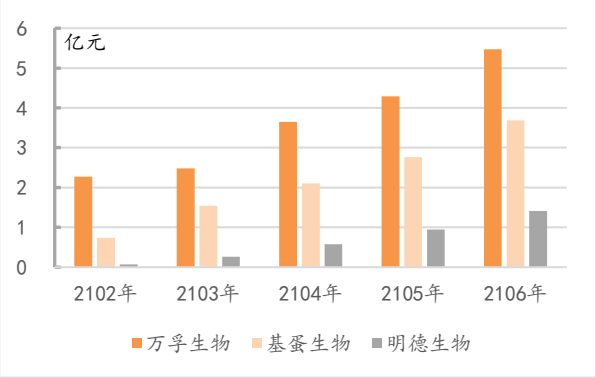
及其他	前列腺特异性抗原	√	√
	胃蛋白酶原		√
	甲胚蛋白	√	√
	骨钙素		√
	铁蛋白		√
	免疫球蛋白 E		√

数据来源：公司公告、财通证券研究所

从公司经营情况来看，万孚生物经过20多年的发展，2016年营收已经超过5亿元，年复合增长率为24.6%；基蛋生物在2012年-2016年收入端持续高速增长，年复合增速为49.4%；明德生物收入体量与前两家相比较小，但发展速度很快，2016年收入突破亿元大关，年复合增速高达112%。

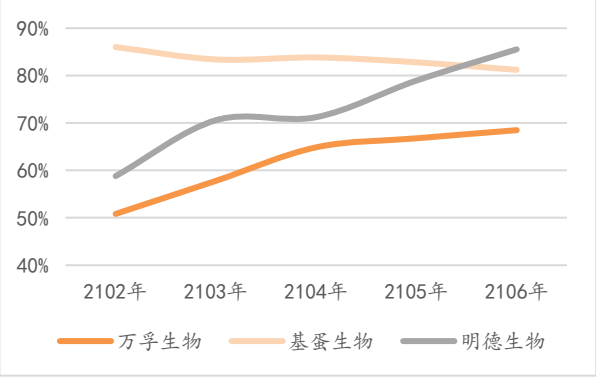
从毛利率来看，专注于定量产品的基蛋生物毛利率一直以来最高，始终稳定在80%以上；明德生物的毛利率逐年提高，2016年首次超过了基蛋生物，达到85.54%；万孚生物毛利率明显低于其他两家公司，但随着定量产品的不断扩增，毛利率也不断提高，目前接近70%。

图 7：2012 年-2016 年 POCT 公司营业收入



数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

图 8：2012 年-2016 年 POCT 公司毛利率



数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

3、公司业绩情况

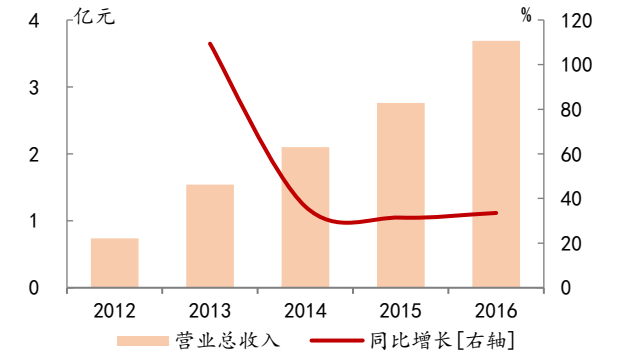
3.1、公司收入及增速

公司主要从事体外诊断产品的研发、生产和销售，是国家火炬计划重点高新技术企业，是国内体外诊断领域（尤其是POCT领域）的主要供应商之一。2014年以来，公司经营业绩持续高速增长，营业收入由2014年的21029.34万元增长至2016年的36909.04万元，增幅达75.51%，复合增长率32.48%；净利润由2014年的7,513.59万元增长至2016年的13,835.69万元，增幅达84.14%，复合增长率35.7%。

公司产品的综合毛利率稳定在80%以上，净利率稳定在35%以上。2014年至2016年，公司期间费用率逐年下降，其中管理费用率下降了8.9个百分点。公司管理

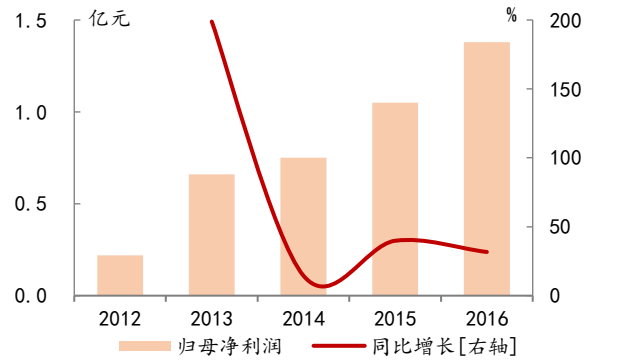
费用率与同业公司相比较高，主要系公司较同行业上市公司相比规模较小，对固定管理费用的摊薄效应较小所致。

图 9：公司营业收入及增速



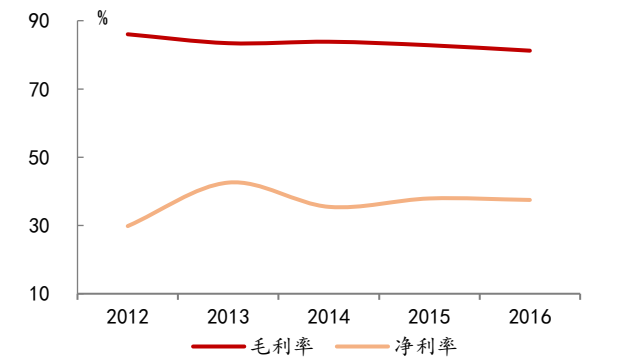
数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

图 10：公司归母净利润及增速



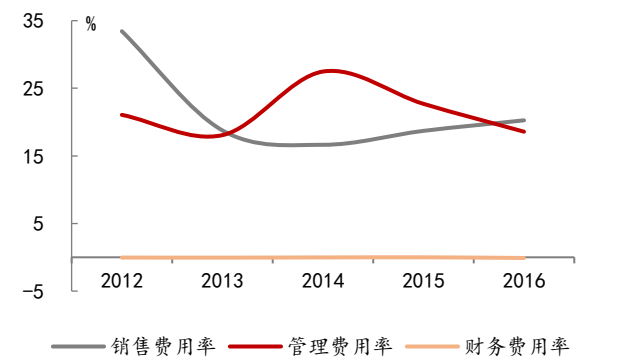
数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

图 11：公司毛利率和净利率



数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

图 12：公司期间费用率



数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

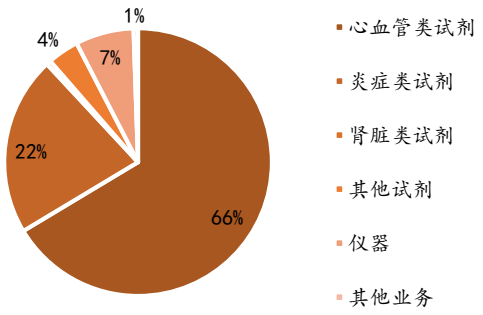
3.2、公司收入结构

从主营业务收入结构看，试剂和仪器占比分别为92.49%和7.08%，其中心血管类试剂和炎症类试剂占比较高，分别为66%和22%。从主营业务毛利结构来看，试剂占比高达98.44%，其中心血管类试剂占比有所提高，达到76%，主要是销量增长所致；炎症类试剂占比为19%，其他产品的毛利占比很小。

毛利率方面，2016年公司产品的综合毛利率为81.21%，处于稳定状态。公司试剂类产品毛利率一直保持较高水平，主要原因是主要产品为心血管类试剂（以心脏标志物为核心检测对象）毛利率较高；以及公司自主生产部分生物原料，从而降低了生产成本。心血管类试剂毛利率高达93.76%，主要原因系高技术含量带来的高定价、市场需求和进口替代带来的议价空间以及部分核心原材料带来的低成本。炎症类试剂毛利率大幅增加至69.2%，主要原因是高毛利率产品干式免疫荧光定量法收入占比提高和胶体金法产品毛利率增长。肾脏类试剂2016年毛利率大幅增长主要是随着业务规模增长，相应产品单价上升，单位成本下降。

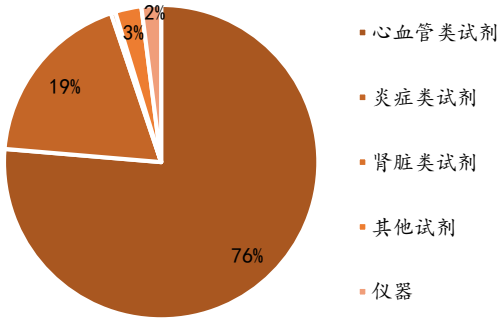
公司销售模式以经销为主，经销商主要集中于华东、西南、华中和华北地区，其中华东地区的销售主要在江苏省，这是由公司销售战略与区位优势所致。

图 13：2016 年公司主营业务收入结构



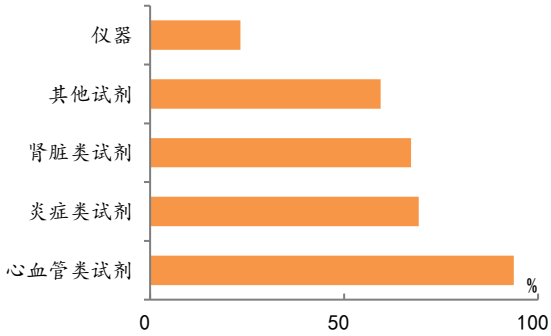
数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

图 14：2016 年公司主营业务毛利结构



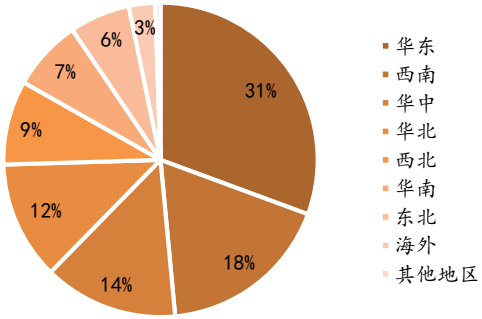
数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

图 15：2016 年公司主要产品毛利率



数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

图 16：2016 年公司销售收入区域分布



数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

4、公司主营业务分析

4.1、主要产品或服务的用途

公司主要从事POCT体外诊断产品的研发、生产和销售，主要产品为POCT体外诊断试剂及配套仪器。

表 5：公司主要产品及用途

产品系列	产品类别	主要用途
诊断试剂	心血管疾病诊断 POCT 试剂	通过检测血液中 NT-proBNP、cTnI、D-dimer 等指标，用于心肌损伤诊断、心脏功能的评估以及静脉血栓的临床辅助诊断
	炎症疾病诊断 POCT 试剂	通过检测血液中 CRP、PCT 等指标，用于不同类型炎症的诊断
	肾脏疾病诊断 POCT 试剂	通过检测血、尿中相关指标，用于肾脏损伤及肾功能疾病的诊断
	血糖检测 POCT 试剂	通过检测血液中的 HbA1c 指标，用于

诊断试剂	优生优育 POCT 试剂	判定糖尿病患者血糖水平控制情况 通过检测血液中 HCG 及β亚单位情况判定孕妇怀孕进程及健康情况
	生化试剂	包含肝功能、肾功能、脂类、其他特定蛋白等多个领域的生化指标检测试剂，与自动生化分析仪器配套使用
诊断仪器	Getein 系列荧光免疫定量分析仪	以荧光免疫层析技术为平台，配套公司心血管、炎症及肾脏 POCT 试剂用于相关指标的定量检测
	FIA 系列免疫定量分析仪	以胶体金免疫层析技术为平台，配套公司心血管、炎症及肾脏 POCT 试剂用于相关指标的定量检测

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

4.2、心血管类试剂业务——核心产品迅速放量

用于心脏标志物检验的心血管类产品主要用于心血管疾病（心梗、心衰等）的快速定量或定性检测筛查，该类产品在国内市场处于成长期，市场需求增长较快。公司经过多年对于该类产品的市场研究、产品研发及生产的积累，已具备国内领先的心脏标志物定量检测产品研发和生产能力，相应公司收入主要来源于心血管类试剂产品 。

POCT快速检测的特点满足了心血管类检测快速诊断需求。由于抢救心血管类病人在时效性上的要求比其他疾病救治高得多，而POCT凭借检测速度快的最大特色满足了这一需求，因此心血管类检测成为POCT发展最快的应用。通过对多种心脏标志物检测，POCT可以快速判断出相应病种的分型，从而实现对症治疗。

心血管类试剂产品根据检验方法可以分为干式免疫荧光定量法和和胶体金法两大类产品。

表 6：2014 年-2016 年心血管类试剂收入与销售情况

	试剂	2014 年	2015 年	2016 年
收入（万元）	干式免疫荧光定量法	2116.07	5411.86	10160.71
	胶体金法	13711.22	14822.74	14357.99
销量（万条）	干式免疫荧光定量法	77.99	185.55	346.22
	胶体金法	466.92	533.56	562.36
单价	干式免疫荧光定量法	27.13	29.17	29.35
	胶体金法	29.37	27.78	25.53

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

A干式免疫荧光定量法产品属于近年来推出的新产品，满足市场对产品使用便捷性、灵敏性等需求，市场接受度逐步提高，市场需求逐步增长，相应该类产品销售价格逐年提高。B胶体金法产品是公司从2008年开始推出的产品，至今已经属于成熟产品，随着市场竞争不断加强，相应销售价格降低。

心血管类产品的业务收入增长，主要是销量增长所致。由于中国的心血管病患病

率持续上升，估计全国有心血管病患者2.9亿人，每5个成人中有1人患心血管病，因此中国POCT心血管类试剂的市场需求巨大。POCT检测大大缩短了检测时间，可以在15分钟内得到多项指标，而传统的检验科需要1-2小时。心脏标志物的检测为制定合理治疗方案提供支持，为心衰及心梗的病人争取宝贵的时间。同时，公司不断研发推出新型产品，进一步带动销量的增长。

4.3、炎症类试剂业务——重点发展品种

炎症类产品主要用于快速定量或性检测人血清、血浆或全血中降钙素原（PCT）和C反应蛋白（CRP）的含量，从而确定全身或局部感染、鉴别细菌和病毒感染并判断细菌感染的严重程度，在轻微感染和重症疾病中都有很好的诊断价值。2011年相关卫生主管部门开始限制抗生素使用，使得炎症类检测市场急剧放量。正是基于上述行业背景，炎症类产品也是公司重点发展的产品之一。

炎症类产品主要由干式免疫荧光定量法产品和胶体金法产品构成。2014年-2106年，两类产品单价基本稳定，销量增长是收入增长的主要因素。

表 7：2014 年-2016 年炎症类试剂收入与销售情况

	试剂	2014 年	2015 年	2016 年
收入（万元）	干式免疫荧光定量法	1,262.48	2,443.65	4,712.86
	胶体金法	2,526.64	2,999.65	3,320.94
	其他	7.53	-	-
销量（万条）	干式免疫荧光定量法	233.14	444.51	917.25
	胶体金法	566.80	654.42	754.85
	其他	1.25	-	-
单价	干式免疫荧光定量法	5.42	5.50	5.14
	胶体金法	4.46	4.58	4.40
	其他	6.01		

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

4.4、其他试剂业务——生化试剂快速增长

2016年其他试剂大幅增长，主要是公司生化试剂业务增长所致。公司2014年6月收购了吉林基蛋，开始从事生化试剂业务，随着吉林基蛋生产规模扩大，凭借公司已经建立的营销网络，生化试剂销售规模逐年增长，由2014年的17.97万元增长到2016年的1,122.21万。

4.5、仪器业务——配合试剂业务相应增长

由于公司出售的仪器大部分为自身试剂产品配套使用，相应上年已经采购过公司仪器的部分客户本年就无需再进行重复采购，会导致各年仪器收入变动。2015年，公司为了拓展新业务，推出生化仪器产品，相应形成销售收入，同时，GETEIN

系列产品也推出相应新型号产品且市场认可度较高从而导致销售收入增长。对于FIA系列仪器而言，由于部分客户无需重复采购导致其销售收入下降。SC-600B仪器只有在2014年销售一台，属于为了满足个别客户的特殊需求。2016年，公司为了配合市场推广策略，试剂收入大幅增长，相应配套的仪器收入也相应增长。

表 8：2014 年-2016 年仪器收入

名称	收入（万元）		
	2014 年	2015 年	2016 年
GETEIN	375.21	509.88	1236.65
FIA	964.97	881.74	1167.09
SC-600B	14.53	-	-
生化仪器	-	71.28	210.43

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

5、募集资金主要用途

公司本次拟公开发行3,300万股人民币普通股A股，占发行后总股本的25.00%，实际募集资金扣除发行费用后按轻重缓急顺序投资POCT体外诊断试剂及临床检验分析仪器生产项目、胶乳及质控品类体外诊断试剂产业化项目、基蛋生物研发中心建设项目、基蛋生物营销网络建设项目、总部基地项目以及补充流动资金项目。

本次募集资金运用计划全部投资于主营业务，是公司基于体外诊断试剂行业的发展现状、客户需求趋势以及企业自身发展需要而制定的。

POCT体外诊断试剂及临床检验分析仪器生产项目是对公司现有产品的技术升级与产能扩大。

胶乳及质控品类体外诊断试剂产业化项目是基于满足现有客户在生化分析仪上进行的专业实验室诊断的体外诊断试剂需求和公司现有产品及应用客户对产品质量控制的需求而规划建设。

基蛋生物研发中心建设项目是在公司现有研发中心基础上，进一步提升公司自主研发能力，建立公司产学研用一体化的研发模式，在满足POCT、生化胶乳等产品升级研发的需求的同时扩展研究领域至化学发光、分子诊断和移动医疗等领域，支持公司未来研发计划的实施。

基蛋生物营销网络建设项目是对公司国内现有营销网络的扩展，是公司为满足胶乳及质控品类体外诊断产品销售对冷链仓储的要求及提高运营管理信息化程度采取的重要举措。

本次募集资金投资项目的实施不会改变公司现有的主营业务，将会进一步优化公司主营业务结构，丰富公司产品类型，增强公司的持续盈利能力和整体竞争力。

表 9：公司募集资金主要用途

序号	项目名称	项目总投资（万元）	本次募集资金投资计划（万元）		
			第一年	第二年	第三年
1	POCT 体外诊断试剂及临床检验分析仪器生产项目	24185	10333	13852	-
2	胶乳及质控品类体外诊断试剂产业化项目	7182	2974	4208	-
3	基蛋生物研发中心建设项目	8730	3924	4806	-
4	基蛋生物营销网络建设项目	6824	1541	2223	3060
5	总部基地项目	6250	5000	1250	-
6	补充流动资金项目	13750	1500	4000	8250
	合计	66921	25272	30339	11310

数据来源：公司公告、财通证券研究所

6、盈利预测与投资建议

预计公司2017～2019年EPS分别为1.56元、1.98元、2.54元，对应2017～2019年PE分别为14.3倍、11.2倍、8.8倍，我们认为公司的合理市值为69.12～78.04亿元，对应2017年的股价合理区间为52.36～59.12元。

7、风险提示

公司经营风险主要包括如下几个方面。第一，市场竞争风险。目前我国体诊断试剂生产企业数量较多，但年销售收入过亿元的企业数量较少，企业普遍规模小、品种少、市场竞争较为激烈。公司若不能尽快在规模效应、产业链延伸、新产品研发和技术创新等方面取得突破，继续强化和提升自身的竞争优势，将可能导致公司产品的竞争力下降，从而影响公司盈利能力。第二，经销商管理风险。公司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。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。第三，新产品开发、试制风险。一种新产品从开发到最终得到客户认可并实现规模化生产、销售，往需要较长时间。新产品的整个研究开发过程受到种种因素影响，公司可能面临新产品研发失败或进展缓慢的风险。

表 10：公司财务报表及指标预测

财务和估值数据摘要

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	369	495	653	855
增长率(%)	34%	34%	32%	31%
归属母公司股东净利润	138.4	189.3	246.8	320.7
增长率(%)	32%	37%	30%	30%
每股收益(EPS)	1.05	1.43	1.87	2.43
每股经营现金流（元）	0.93	1.01	1.43	1.85
销售毛利率(%)	81%	81%	81%	81%
净资产收益率(%)	41%	41%	40%	39%
市盈率(P/E)	21.2	15.5	11.9	9.2
市净率(P/B)	8.6	6.3	4.7	3.5

利润表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	369	495	653	855
营业成本	69	94	124	162
营业税金及附加	7.13	8.90	11.75	15.39
销售费用	74.8	98.9	130.6	171.0
管理费用	68.6	85.1	112.0	146.4
财务费用	-0.4	-0.5	-0.9	-1.9
资产减值损失	-0.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.55	3.00	3.00	3.00
营业利润	152.6	211.2	278.4	364.8
营业外收支净额	9.0	10.0	10.0	10.0
利润总额	161.7	221.2	288.4	374.8
所得税	23.3	31.9	41.6	54.1
净利润	138.3	189.2	246.8	320.6
少数股东损益	0.0	0.0	-0.1	-0.1
归属母公司股东净利润	138.4	189.3	246.8	320.7
每股收益（元）	1.05	1.43	1.87	2.43

资产负债表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	26.3	37.9	85.4	162.1
应收和预付款项	26.2	33.9	44.7	58.6
存货	49.1	73.3	98.0	130.1
其他流动资产	177.6	232.5	306.8	402.0
长期股权投资	0.0	5.0	10.0	15.0
投资性房地产	7.2	7.2	7.2	7.2
固定资产和在建工程	122.5	158.6	192.0	222.3
无形资产和开发支出	25.2	24.2	23.2	22.2
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	434.1	572.6	767.3	1019.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	9.7	17.1	22.9	30.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	5.9	7.9	9.9	11.9
负债合计	91.1	106.6	141.0	184.7
股本	99.0	132.0	132.0	132.0
资本公积	59.9	59.9	59.9	59.9
留存收益	155.6	271.3	431.7	640.2
归属母公司股东权益	340.1	463.1	623.6	832.0
少数股东权益	2.9	2.8	2.8	2.7
股东权益合计	343.0	466.0	626.4	834.8
负债及权益合计	434.1	572.6	767.3	1019.4

现金流量表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	123.2	132.9	188.9	243.9
投资性现金净流量	-37.8	-55.0	-55.0	-55.0
筹资性现金净流量	-70.6	-66.3	-86.4	-112.3
现金流量净额	14.8	11.6	47.5	76.7

数据来源：Wind，财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。