

2017年08月08日

证券研究报告·新股分析报告

艾德生物 (300685) 医药生物

合理价格区间

55-71元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 受益医保目录调整的国内肿瘤精准诊断龙头

### 投资要点

- **公司为肿瘤精准医疗分子诊断试剂龙头企业。**公司主营业务是肿瘤精准医疗分子诊断产品的研发、生产及销售，并提供相关的检测服务，主要产品分为靶向用药和化疗用药两大类分子诊断试剂产品，目前公司产业链在逐步完善，领跑我国专业化的肿瘤精准医疗分子诊断试剂研发生产企业。
- **分子诊断为体外诊断行业发展最快的细分领域。**分子诊断是体外诊断行业中技术要求较高、发展较快的子行业。从全球视角看，分子诊断行业达64亿美元，近5年复合增速11%，国内市场规模超62亿人民币，近5年同比增速达23.1%，为IVD行业发展最快的细分领域之一。在老龄化加剧、疾病发生率提高以及一系列鼓励政策催化下，我们认为国内分子诊断市场仍处于高速成长期。
- **公司为国内精准医疗肿瘤分子诊断领先企业。**公司检测试剂类主要产品有EGFR、KRAS、ALK、BRAF等，均为我国首批获得医疗器械注册证和欧盟CE认证产品，质量以及诊断效果过硬，检测服务类主要是基于自有产品及信诺佰世的遗传学检测。公司检测产品所针对疾病每年新增市场规模超60亿元，公司为行业领先企业，成长空间巨大。
- **掌握国际领先技术，先发优势有望延续。**公司核心技术突出，PCR、FISH、核酸提取系列技术平台与国际接轨，且在研项目丰富，为公司提供了强大的储备竞争力，营销体系国内逐渐完备，国际市场业务正在布局，公司行业领先地位进一步巩固。
- **盈利预测：**公司主力产品均为多种靶向用药的伴随诊断产品，在多种靶向用药纳入新版国家医保目录的催化下，我们预计公司2017-2019年公司业绩分别为0.88亿元、1.27亿元和1.82亿元，参考可比公司，2017-2019年估值均值分别为48.6倍、37.8倍和29.2倍。我们给予公司2018年35-45倍估值，即公司合理市值为44.5亿-57.2亿，对应合理股价范围为55-71元。
- **风险提示：**行业政策变动风险；行业竞争加剧风险；主营业务收入来源集中风险预期；纳入新版医保目录的靶向用药放量低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	252.99	346.72	494.06	691.54
增长率	43.03%	37.05%	42.50%	39.97%
归属母公司净利润(百万元)	67.03	87.96	126.66	182.18
增长率	217.92%	31.22%	43.99%	43.84%
每股收益EPS(元)	0.84	1.10	1.58	2.28
净资产收益率ROE	21.26%	22.58%	25.42%	27.84%
PE	35	27	18	13
PB	7.60	6.15	4.81	3.66

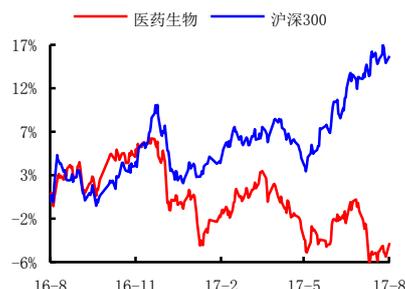
数据来源: Wind, 西南证券

### 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)	6000
本次发行(万股)	2000
发行后总股本(万股)	8000
2016年每股收益(摊薄后)(元)	0.84
2016年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.84

### 主要指标 (2016)年

每股净资产	5.13
毛利率	90.82
流动比	5.60
速动比率	5.36
应收账款周转率	2.63
资产负债率	12.85
净资产收益率	24.43

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司为肿瘤精准医疗分子诊断试剂龙头企业</b> .....	<b>1</b>
<b>2 分子诊断为 IVD 行业发展最快的细分领域之一</b> .....	<b>4</b>
2.1 分子诊断为体外诊断行业发展最快的细分领域之一 .....	4
2.2 肿瘤检测需求推动分子诊断快速发展 .....	4
2.3 多个行业政策助力分子诊断腾飞发展 .....	5
<b>3 公司为国内精准医疗肿瘤分子诊断领先企业</b> .....	<b>6</b>
3.1 检测试剂类产品：肿瘤靶向用药的伴随诊断 .....	6
3.2 检测服务类：肿瘤靶向用药检测服务 .....	7
<b>4 掌握国际领先技术，先发优势有望延续</b> .....	<b>8</b>
4.1 核心技术突出且产品种类齐全，公司为业内龙头 .....	8
4.2 在研项目丰富，后续增长有保障 .....	9
<b>5 募投项目分析</b> .....	<b>9</b>
<b>6 盈利预测与估值</b> .....	<b>10</b>
<b>7 风险提示</b> .....	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发行股权结构图.....	1
图 2: 公司发展历程示意图.....	1
图 3: 公司 2012-2017H1 营业收入及增速.....	2
图 4: 公司 2012-2017H1 归母净利润及增速.....	2
图 5: 公司 2012-2016 年主营业务收入结构.....	2
图 6: 公司 2012-2016 年主营业务毛利结构.....	2
图 7: 公司 2012-2016 分业务毛利率变化情况.....	3
图 8: 公司 2012-2016 三费率变化情况.....	3
图 9: 全球分子诊断市场规模及增速.....	4
图 10: 中国分子诊断市场规模及增速.....	4
图 11: 2010-2015 年中国癌症新发及死亡病例 (单位: 万例).....	4
图 12: 1990-2015 年中国老年人口占比变化情况.....	4
图 13: 2012-2016 年检测试剂类产品占比.....	7
图 14: 2012-2016 年检测试剂类产品毛利率.....	7
图 15: 2012-2016 年检测服务类产品占比.....	7

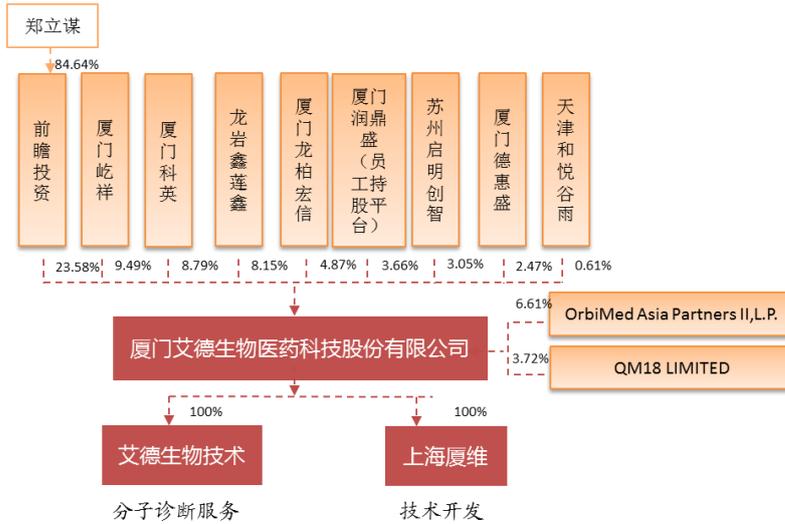
## 表 目 录

表 1: 国内分子诊断行业政策.....	5
表 2: 公司主要产品及用途.....	6
表 3: 公司主要技术平台.....	8
表 4: 公司在研项目.....	9
表 5: 募投项目进展情况 (截至 2016 年 12 月 31 日, 单位: 万元).....	9
表 6: 公司收入分拆及预测.....	10
表 7: 可比公司盈利与估值情况.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

## 1 公司为肿瘤精准医疗分子诊断试剂龙头企业

公司是我国首家专业化的肿瘤精准医疗分子诊断试剂研发生产企业，也是同行业产品种类最为齐全的企业之一。公司控股股东为前瞻投资，其持有公司 31.45% 的股权，实际控制人为 LI-MOU ZHENG（郑立谋），其持有前瞻投资 84.64% 的股权从而间接控制公司。公司拥有 2 家子公司，分别为艾德生物技术（主营业务为肿瘤分子诊断技术服务）和上海厦维（主营业务为技术开发）。

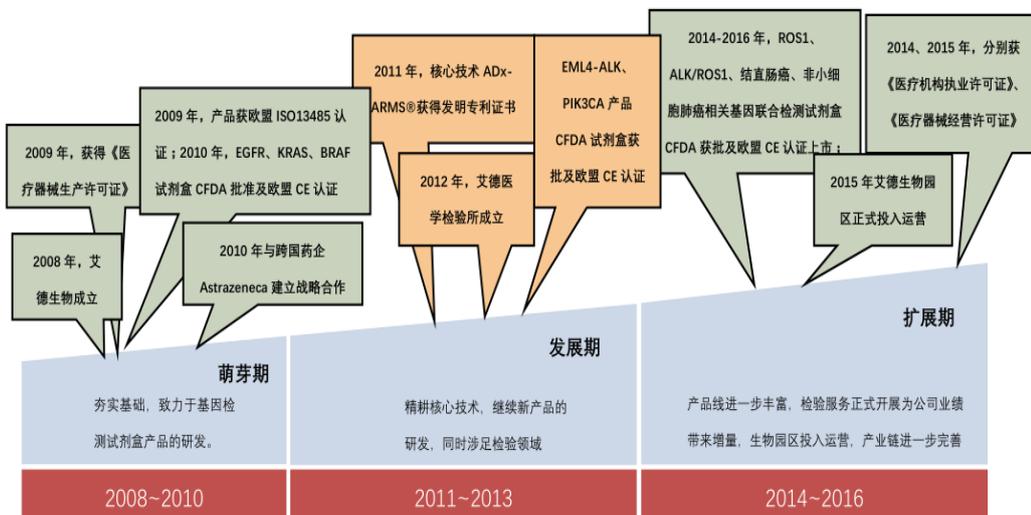
图 1：公司发行股权结构图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司成立于 2008 年，始终致力于基因检测试剂盒产品的研发与销售，2014 年获得《医疗机构执业许可证》开始提供检验服务，此外艾德生物园区于 2015 年正式投入运营，公司产业链正在逐步完善。

图 2：公司发展历程示意图

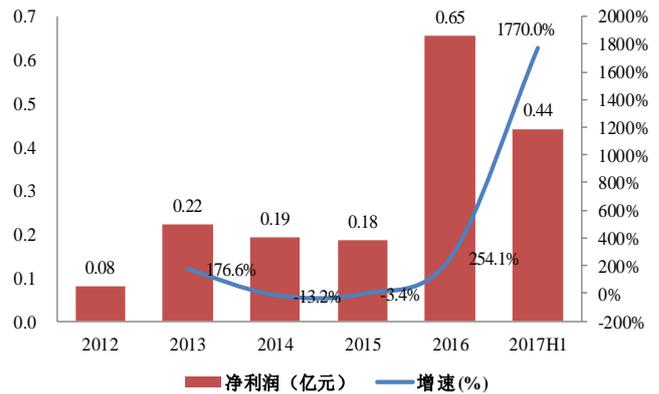


数据来源：公司官网，西南证券整理

2012-2016年,公司营业收入从2012年0.4亿元上升到2016年2.5亿元,近4年复合增长率达60.5%,净利润从2012年0.08亿元增加到2016年0.65亿元,近四年复合增长率高达70.3%。公司2014、2015年净利润有所下滑,主要系股份支付影响,分别减少净利润0.02亿元、0.1亿元。2016年公司盈利能力良好,营业收入及净利润均快速增长,系公司所处的个性化医疗检测行业及检测服务行业发展迅速,且公司作为行业龙头,先发优势明显,其主要产品收入增长明显带动公司整体业绩提升。

**图 3: 公司 2012-2017H1 营业收入及增速**

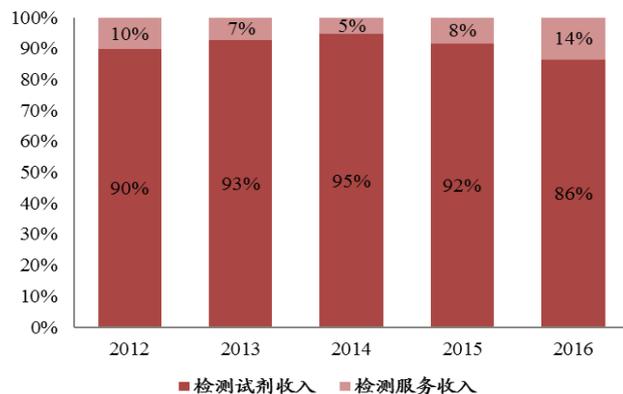

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 4: 公司 2012-2017H1 归母净利润及增速**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**从收入结构看:** 公司营业收入以检测试剂销售收入为主, 2012-2016年, 公司检测试剂销售收入分别为0.3亿元、0.7亿元、1.0亿、1.6亿元和2.2亿元, 占比维持在90%左右水平, 是公司主要收入来源。检测服务主要为公司基于自有产品为患者或医疗科研机构提供的相关检测服务, 近年来此类业务正快速增长, 2012-2016年营业收入分别为390.8万元、534.9万元、574.5万元、1473.7万元和3424.5万元。

**从毛利结构看:** 公司毛利主要来源于高毛利产品检测试剂的销售, 2012-2016年, 检测试剂毛利占比分别为90%左右, 检测服务毛利占比10%左右。

**图 5: 公司 2012-2016 年主营业务收入结构**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 6: 公司 2012-2016 年主营业务毛利结构**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

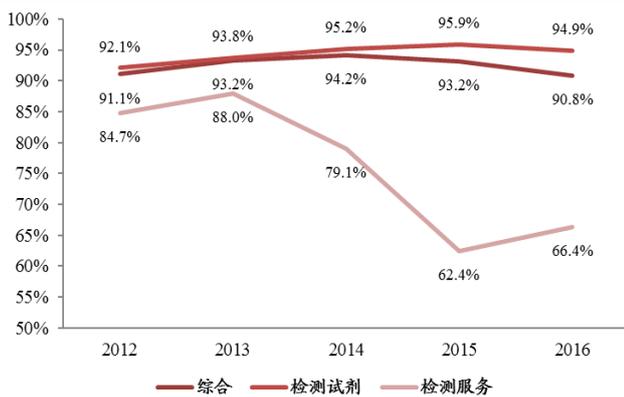
**从毛利率看：**公司 2012-2016 年综合毛利率及其检测试剂产品毛利率始终维持在 90% 以上的高水平，检测服务类毛利率从 2014 年起有所下降，主要原因在于：

1) 公司获得大型制药公司阿斯利康及正大天晴的科研检测服务大额订单，给予了其一定价格优惠，降低了毛利率；

2) 2015 年 6 月至 2016 年 8 月，子公司北京信诺佰世纳入公司合并报表范围，其从事的医学检验业务毛利率低于肿瘤精准医疗分子诊断服务，且固定成本较高，影响了公司检测服务整体毛利率，2016 年 8 月后转让。

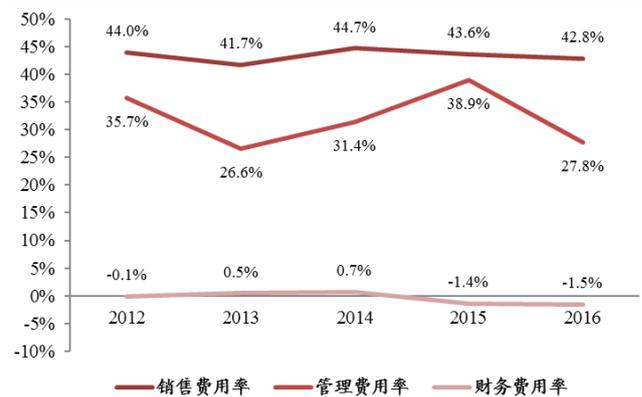
**从期间费用率看：**近三年，公司销售费用率保持平稳下降趋势，主要系公司由原有经销模式向直销模式的逐步转变；2013-2015 年公司管理费用率稳步上升，主要由于 1) 研发投入加大；2) 新厂区投入使用，行政办公用固定资产折旧相应增加；2016 年管理费用率略有下降，主要系：1) 公司收入快速增长，其职工薪酬及其他日常费用占比下降；2) 原老厂区装修费于 2015 年全部摊销，故 2016 年计入管理费用的折旧费用减少；公司财务费用 2015、2016 年有所下降，主要原因系公司出口销售以美元结汇，近两年人民币贬值产生汇兑收益。

**图 7：公司 2012-2016 分业务毛利率变化情况**



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 8：公司 2012-2016 三费率变化情况**



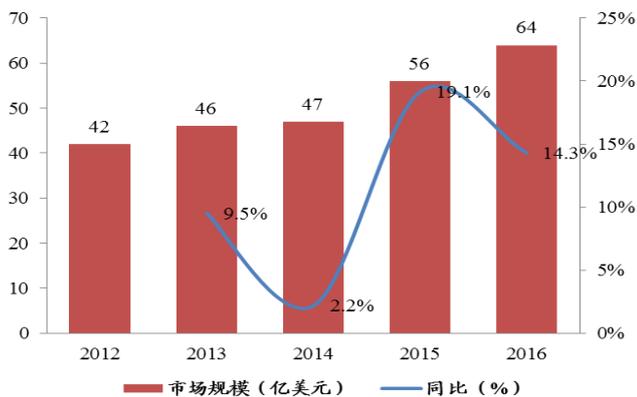
数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 2 分子诊断为 IVD 行业发展最快的细分领域之一

### 2.1 分子诊断为体外诊断行业发展最快的细分领域之一

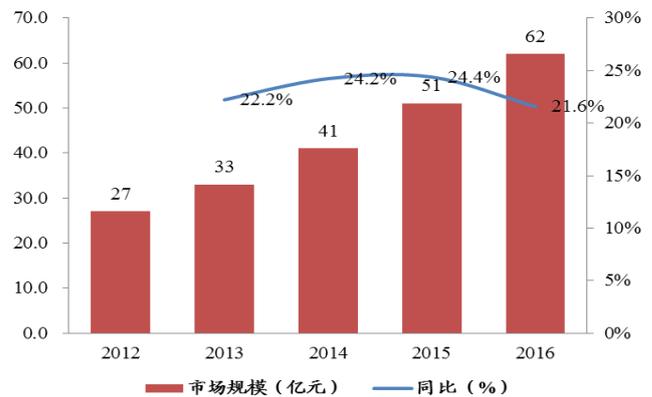
分子诊断是体外诊断 (IVD) 的重要细分领域,也是技术要求较高、发展较快的子行业之一。从全球视角看,分子诊断行业达 64 亿美元,近 5 年复合增速 11%,国内市场规模超 62 亿人民币,近 5 年同比增速达 23.1%,为 IVD 行业发展最快的细分领域之一。

图 9: 全球分子诊断市场规模及增速



数据来源: 观天下数据中心、西南证券整理

图 10: 中国分子诊断市场规模及增速



数据来源: 观天下数据中心、西南证券整理

### 2.2 肿瘤检测需求推动分子诊断快速发展

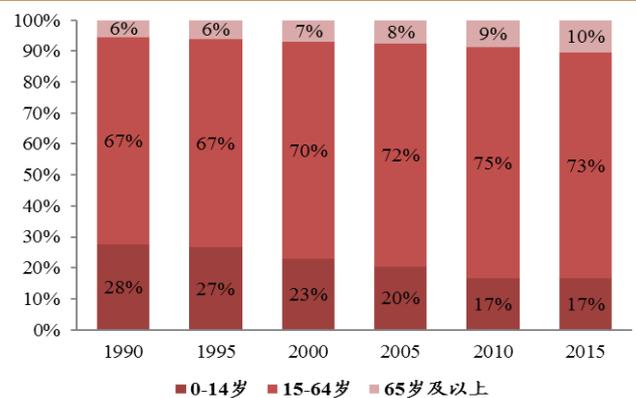
目前肿瘤治疗正向精准诊断和精准治疗发展,分子诊断可提高靶向药物治疗的准确性和有效性,在延长患者生存期、提高生存质量等方面有着显著的作用。据卫生统计年鉴统计,中国 2015 年新增癌症病例 429 万、死亡 281 万,死亡率高达 66%,癌症已成为国内影响最大的疾病。本质上,癌细胞生长是机体老化的结果之一,1990 年我国 65 岁以上老年人口近 0.6 亿,占比约 6%,而 2015 年老年人口已超过 1.4 亿,占比也提高到 10%,这在一定程度上增加了癌症的发生几率。在肿瘤精准检测需求推动下,分子诊断快速增长态势有望延续。

图 11: 2010-2015 年中国癌症新发及死亡病例 (单位: 万例)



数据来源: 《2016 中国卫生统计年鉴》,西南证券整理

图 12: 1990-2015 年中国老年人口占比变化情况



数据来源: 《2016 中国统计年鉴》,西南证券整理

## 2.3 多个行业政策助力分子诊断腾飞发展

分子诊断技术能为医疗保健决策过程提供快速、重要和有效的信息，欧美等发达国家近年来都将分子诊断的发展作为衡量一国医疗水平的重要指标之一。此外近年来，国务院、发改委、卫计委、工信部颁布的一系列重要政策中也明确强调要大力鼓励分子诊断行业的发展。

**表 1：国内分子诊断行业政策**

类别	政策名称	发布部门	主要内容
2010.10	关于加快医药行业结构调整的指导意见	工信部、卫计委、国家食药监局	推进体外诊断试剂产品核心部件及关键技术的国产化，致力于培育拥有自主知识产权、掌握核心技术、达到国际先进水平、销售收入超过 1000 万的先进医疗设备。
2011. 11	医学科技发展“十二五”规划	国科发	重点开展分子诊断、免疫诊断、影像诊断、生物治疗、微创治疗、介入治疗、物理治疗等新型诊疗技术研究，创新临床诊疗技术方法，提高临床诊疗技术水平。
2012.12	生物产业发展规划	国务院	发展高性能医学装备、高质量组织工程介入产品和康复产品、先进体外诊断产品；加快发展分子诊断、生物芯片等新兴技术，加速免疫、生物标志物、精准医疗、病原体等体外诊断产品的产业化
2013.2	产业结构调整指导目录(2013 年修订)	发改委	将“新型诊断试剂的开发和生产”、“新型医用诊断医疗器械”列为第十三类“医药”中的鼓励类项目
2014.6	关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知	卫计委	引导医疗机构合理配置适宜设备，逐步提高国产医用设备配置水平将会加快体外诊断领域的进口替代进程
2015.6	国家发展改革委关于实施新兴产业重大工程包的通知	国家发改委	提到要重点发展基因检测等新型医疗技术，并将在 3 年时间内建设 30 个基因检测技术应用示范中心，快速推进基因检测临床应用以及基因检测仪器试剂的国产化
2016.7	“十三五”国家科技创新规划	国务院	突破微流控芯片、单分子检测、自动化核酸检测等关键技术，开发全自动核酸检测系统、高通量液相悬浮芯片、医用生物质谱仪、快速病理诊断系统等重大产品，研发一批重大疾病早期诊断和精确治疗诊断试剂以及适合基层医疗机构的高精度诊断产品，提升我国体外诊断产业竞争力
2016.10	医药工业发展规划指南	工信部、发改委、科技部、商务部、卫计委、药监局	重点发展高通量生化分析仪、免疫分析仪、血液细胞分析仪、全实验室自动化检验分析流水线 (TLA) 及相关试剂，单分子基因测序仪及其他分子诊断仪器，新型即时检测设备 (POCT)。加强体外诊断设备、检测试剂、信息化管理软件和数据分析系统的整合创新，加快检测试剂标准建立、溯源用标准物质研制和新试剂开发
2016.11	“十三五”国家战略性新兴产业发展规划	国务院	加速发展体外诊断仪器、设备、试剂等新产品，推动高特异性分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病及罕见病等体外快速准确诊断筛查
2016.12	“十三五”生物产业发展规划	国家发改委	加快特异性高的分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病、罕见病等疾病的体外快速准确诊断筛查

数据来源：招股说明书，西南证券整理

我们认为分子诊断行业在国家政策所带来的潜在需求释放的政策红利、市场发展所带来的成长效应、行业盈利水平较高所带来的趋利效应以及国家产业政策所带来的政策拉动效应等多重因素共同驱动下，将蓬勃发展。

### 3 公司为国内精准医疗肿瘤分子诊断领先企业

公司营业收入主要来源于检测试剂销售和检测服务，两块业务近年来收入均迅速增长。

#### 3.1 检测试剂类产品：肿瘤靶向用药的伴随诊断

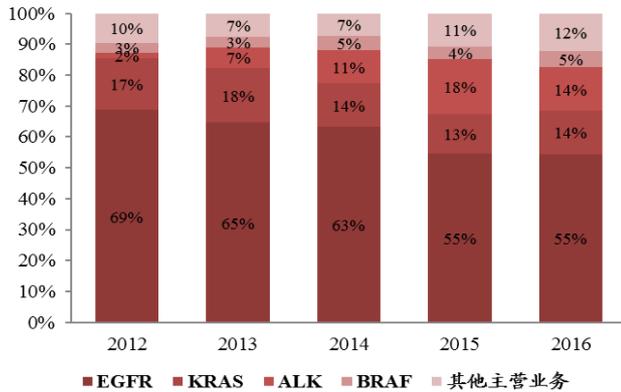
公司检测试剂类产品主要有 EGFR、KRAS、ALK、BRAF 等，均为我国首批获得医疗器械注册证和欧盟 CE 认证产品，质量以及诊断效果过硬。2012-2016 年，公司主要产品销量均取得快速增长，主要原因受益于公司所处的肿瘤精准医疗分子诊断行业的快速发展。

- **EGFR 产品：**占比在 55%以上，2012-2016 年销售收入增长迅速，从 0.2 亿元增长至 1.2 亿元，近 4 年复合增长率达 50.1%，毛利率高达 96.8%；
- **KRAS 产品：**销售收入也增长较快，从 0.06 亿元增长至 0.3 亿元，近 4 年复合增长率达 52.2%，毛利率始终保持在 90%以上的较高水平；
- **ALK 产品：**市场规模迅速增长，占比从 2%提升至 14%，毛利率也有较大的改善，从 84.2%增长至 94.8%；
- **BRAF 产品：**目前占比仅 5%，但其间销售收入大幅增长，从 0.01 亿元增长至 0.1 亿元，年复合增长率为 81.8%，毛利率维持在 95%左右的水平。

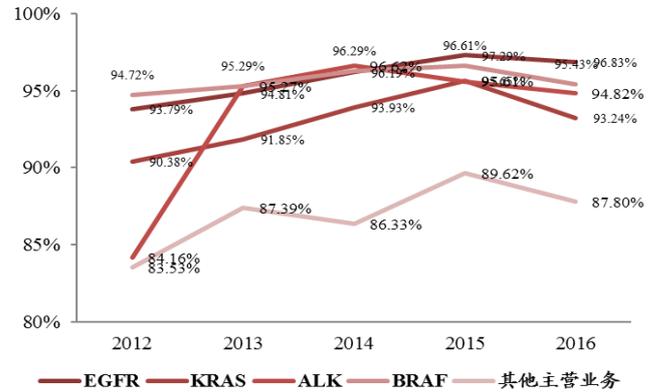
表 2：公司主要产品及用途

类别	产品名称	适用疾病	对应药物
靶向用药	EGFR 基因突变检测	非小细胞肺癌	易瑞沙、特罗凯、凯美纳、阿法替尼等靶向药物
	EML4-ALK 融合基因检测		克唑替尼
	ROS1 基因融合检测		克唑替尼
	EML4-ALK 基因融合和 ROS1 基因融合联合检测		一次性检测 EML4-ALK 基因融合和 ROS1 基因融合。
	EGFR/ALK/ROS1 基因突变联合检测		一次性检测 EGFR/ALK/ROS1 基因突变。
分子诊断试剂	KRAS 基因突变检测	结直肠癌、非小细胞肺癌等	爱必妥、帕尼单抗、易瑞沙、特罗凯等靶向药物。
	NRAS 基因突变检测		爱必妥、帕尼单抗等靶向药物
	KRAS/NRAS/PIK3CA/BRAF 基因突变联合检测		一次性检测 KRAS/NRAS/PIK3CA/BRAF 基因突变。
	KRAS/NRAS 基因突变检测		一次性检测 KRAS/NRAS 基因突变。
	KRAS/NRAS/BRAF 基因突变联合检测	一次性检测 KRAS/NRAS/BRAF 基因突变。	
	BRAF 基因 V600E 突变检测	结直肠癌、黑色素瘤、肺癌等	酪氨酸激酶抑制剂
	HER-2 基因扩增检测	乳腺癌、胃癌等	赫赛汀等靶向药物
PIK3CA 基因突变检测	多种肿瘤	酪氨酸激酶抑制剂	
化疗用药分子诊断试剂	ERCC1 基因表达水平检测	多种肿瘤	铂类化疗药物

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 13: 2012-2016 年检测试剂类产品占比**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

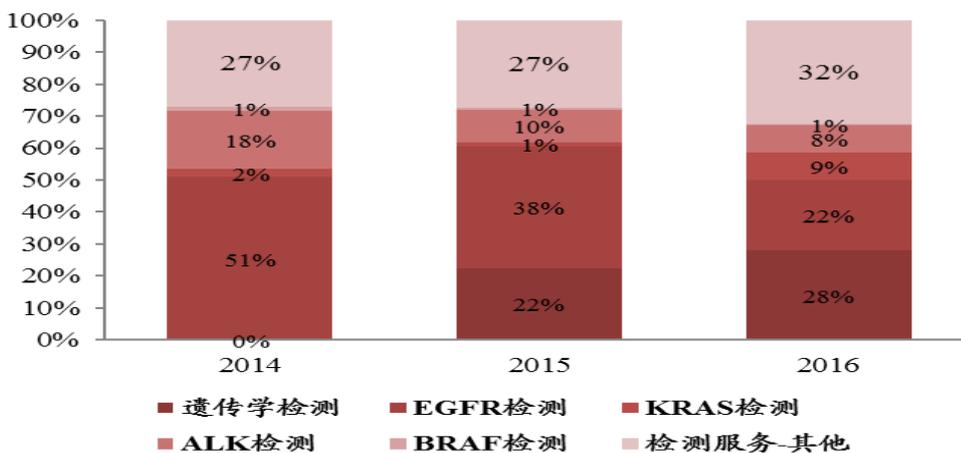
**图 14: 2012-2016 年检测试剂类产品毛利率**


数据来源: BGI 报告, 西南证券整理

### 3.2 检测服务类: 肿瘤靶向用药检测服务

目前公司检测服务类别包括 EGFR 检测、KRAS 检测、ALK 检测、BRAF 检测及信诺佰世开展的遗传学检测。

- 2014-2016 年, EGFR 检测占比从 50.9% 下降到 22.0%, 但销售收入从 292.3 万元增长至 751.8 亿元;
- KRAS 检测占比从 2.5% 提升至 8.8%, 销售收入从 14.3 万元增长至 300.8 万元;
- ALK 检测占比由 18.3% 虽然降至 0.6%, 但收入从 105.1 万元增长至 286.4 万元;
- BRAF 检测占比略有提升, 从 1.2% 提升至 8.4%, 收入从 7.1 万元增长至 19.8 万元;
- 此外, 2015 年新增遗传学检测服务, 2015、2016 年占比分别为 22.4%、27.9%, 营业收入增长较快, 从 330.0 万元增至 956.4 万元, 增长率达 189.8%, 但 2016 年 8 月公司将持有的信诺佰世股权全部转让给原能细胞科技集团。

**图 15: 2012-2016 年检测服务类产品占比**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

根据国家癌症中心数据，我们估计公司检测产品所针对癌症患者数量每年新增约 174 万，其中中国肺癌新增病例约 80 万/年，而非小细胞肺癌约占所有肺癌的 80%左右，按推算约 64 万/年，结直肠癌新增 40 万/年，乳腺癌新增 30 万/年，胃癌新增 40 万/年。目前患者接收检测单次收费在 1560~5600 元之间，我们按均价 3580 元，每名患者检查一次计算，则推算出 EGFR、KRAS、ALK、BRAF 等检测每年新增市场规模约 62.29 亿元。公司 2016 年公司营业收入仅 2.52 亿元，未来公司成长空间巨大。

## 4 掌握国际领先技术，先发优势有望延续

### 4.1 核心技术突出且产品种类齐全，公司为业内龙头

国内首家专业化的肿瘤精准医疗分子诊断试剂研发生产企业，核心技术与国际接轨。公司具有自主知识产权的特异引物双扩增 (ADx-ARMS®) 肿瘤基因突变检测技术，集特异性好、灵敏度高、简便快捷等优点于一体，适合于各种样本检测，并在多重基因高通量检测上也有较好的应用，该技术处国际领先水平。公司掌握的肿瘤组织福尔马林固定石蜡包埋 (FFPE) 样本的核酸纯化技术，具有有效节约肿瘤样本资源，满足临床需求等优点。公司为同行业产品种类齐全的企业之一，其在掌握核心技术的基础上，成功研发出 20 余种肿瘤精准医疗分子诊断试剂，均为我国首批取得国家药监局医疗器械注册证书和通过欧盟 CE 认证的产品，具有先发优势。

表 3: 公司主要技术平台

技术平台	产品名称	用途
PCR	人类 EGFR/ALK/ROS1 基因突变联合检测	选择出可受益于 EGFR TKI 药物或赛可瑞的 NSCLC 患者
	人类 KRAS/NRAS/PIK3CA/BRAF 基因突变联合检测	结直肠癌
	人类 EGFR 基因突变检测	非小细胞肺癌
	人类 EML4-ALK 融合基因检测	NSCLC 患者
	人类 KRAS 基因突变检测	进入个体化靶向治疗疗程之前使用
	人类 BRAF 基因 V600E 突变检测	辅助临床及甲状腺癌患者诊断
	人类 NRAS 基因突变检测	检测人类 NRAS 基因第 2、3、4 外显子热点突变
	人类 KRAS/NRAS 基因突变联合检测	检测人类 KRAS 基因和 NRAS 基因第 2、3、4 外显子热点突变
	人类 KRAS/NRAS/BRAF 基因突变联合检测	结直肠癌
	人类 PIK3CA 基因突变检测	PIK3CA 基因热点突变
	人类 ROS1 基因融合检测 人类 ALK 基因融合和 ROS1 基因融合联合检测	NSCLC 患者在进入靶向治疗之前使用
FISH	人类 HER-2 基因扩增检测	检测乳腺癌、胃癌患者的 HER-2 基因扩增
核酸提取系列	核酸提取试剂 (FFPE DNA&RNA)	多重基因检测和基因分析
	核酸提取试剂 (FFPE DNA)	各种分子生物学实验
	核酸提取试剂 (FFPE RNA)	后续 PCR 扩增、Northern 印记杂交等实验
	核酸提取试剂 (新鲜血液 DNA)	提取得到的 DNA 可用于后续 PCR 扩增、基因型分析、限制性酶切等实验。
	核酸提取试剂 (血清/血浆游离 DNA)	分子生物学实验
	核酸提取试剂 (细胞 DNA)	临床体外检测
	核酸提取试剂 (循环 DNA)	获取高质量核酸，打造最佳的血浆核酸分离解决方案。

数据来源：西南证券整理

国内营销体系逐渐完备，国际市场业务正在布局。公司与国内一些区域的医疗器械分销商建立长期合作关系，产品目前在全国 200 多家大中型医疗机构有应用，营销中心在国内十三个城市有布局，销售团队达 170 余人，由在业界有多年营销经验并曾在国内外大型医药公司供职过的优秀团队组成，目前公司正致力于壮大销售队伍，逐渐完备营销中心全国设点工作。国际方面，公司是跨国药企阿斯利康在中国大陆的靶向诊断合作伙伴，是 Pfizer（辉瑞）靶向药物克唑替尼泛亚太临床试验的配套检测供应商，此外公司积极通过国际展会、电子商务或者国外代理商等形式，正全力开拓国际市场。

## 4.2 在研项目丰富，后续增长有保障

公司近三年研发投入占营业收入比例接近 20%，现有各类技术研发人员近 140 人，并对研发人员有岗位激励、研发成果激励、培训奖励等一系列鼓励创新机制、与厦门大学成立“厦门大学产学研合作基地”，对公司新产品研发起到积极的推动作用。公司重点在研项目泛肿瘤标志物并行检测技术，将为肺癌、结直肠癌、乳腺癌的多重驱动性基因突变并行检测提供了高效、灵敏、可靠的手段，对解决分子诊断领域的难题具有重要意义。

表 4：公司在研项目

序号	开始时间	组织部门	项目名称	项目类型
1	2014 年	国家卫计委	肺癌个体化靶向治疗转化研究和医疗资源优化配置	2014 年度公益性行业科研专项
2	2013 年	国家发改委工信部	肿瘤个体化分子诊断试剂研发及产业化技改项目	产业振兴和技术改造 2013 年中央预算内投资项目
3	2013 年	厦门市科技局	人类 HER-2 基因扩增检测试剂盒的研制与产业化	厦门市重点实验室滚动资助项目
4	2013 年	厦门市经发局	与肺癌相关的多重“驱动性突变基因”联合检测试剂盒的研制与开发	厦门市 2013 年重点技术创新资金项目
5	2015 年	厦门市科技局	结直肠癌多重基因突变联合检测试剂盒的研制及产业化	厦门市重点实验室滚动资助项目
6	2015 年	厦门市科技局	泛肿瘤标志物及其并行检测技术的研制与产业化项目	厦门市重大科技计划项目

数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 5 募投项目分析

公司本次募集资金约 2.91 亿元，募集资金投资项目紧密围绕公司的主营业务，为公司扩大体外诊断试剂的产能规模、改善研发环境，带来新的业绩增长点以及完善营销网络布局，具有重要的战略性意义。

表 5：募投项目进展情况（截至 2016 年 12 月 31 日，单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投入金额
1	分子诊断试剂和二代测序仪产业化项目	12760.79	12760.79
2	研发中心扩建项目	5698.00	5698.00
3	营销网络及信息化建设项目	5635.43	5635.43
4	补充流动资金及偿还银行贷款	5000.00	5000.00
	合计	29094.22	29094.22

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**(1) 分子诊断试剂和二代测序仪产业化项目：**公司预计项目达产后，年均新增销售收入 3.35 亿元，新增税后净利润 0.72 亿元。本项目静态投资回收期 3.43 年，财务内部收益率 44.13%（税后），投资财务净现值（ $i=12\%$ ）为 1.22 亿元，经济效益较好。

**(2) 研发中心扩建项目：**本项目总投资 5698 万元，其中建设投资 5271 万元在项目建设期内投入，4400 万元用于研发设备购买，流动资金 427 万元在建设期结束后，运营期第一年投入。

**(3) 营销网络及信息化建设项目：**项目建设期为 24 个月，总投资 5616.95 万元，其中建设投资 4719.65 万元，流动资金 897.30 万元。项目将在我国七大区域选择市场辐射能力强的 19 个城市成立区域性营销服务中心，以购买方式取得办公用房。

## 6 盈利预测与估值

经过对公司产品线的市场分析，我们做出如下预测：

- **EGFR 产品：**其主要适用的特罗凯（盐酸厄洛替尼片）、凯美纳（盐酸埃克替尼片）和易瑞沙（吉非替尼片）已纳入新版国家医保目录，有望提升用药检测需求。我们预计公司 2017-2019 年检测患者数量增速分别为 35%、40%和 40%，毛利率维持 96%。
- **KRAS 产品：**其主要适用的爱必妥（西妥昔单抗注射液）已纳入新版国家医保目录，有望提升用药检测需求。我们预计 2017-2019 年检测患者数量增速分别为 40%、45%和 45%，毛利率维持 93%。
- **ALK 产品：**我们预计 2017-2019 年检测患者数量增速分别为 45%、35%和 35%，毛利率维持 95%。
- **BRAF 产品：**在低基数上，我们预计 2017-2019 年检测患者数量增速分别为 60%、50%和 40%，毛利率维持 95%。
- **检测服务：**在低基数上，我们预计 2017-2019 年检测患者数量增速分别为 23%、56%和 44%，毛利率分别为 70%、72%和 74%。
- 公司期间费用率基本维持稳定。

**表 6：公司收入分拆及预测**

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计：营业收入	106.8	176.9	253.0	346.7	494.1	691.5
yoy	43.6%	65.6%	43.0%	37.0%	42.5%	40.0%
合计：营业成本	6.2	12.1	23.2	30.2	43.1	58.9
毛利率	94.2%	93.1%	90.8%	91.3%	91.3%	91.5%
<b>检测试剂收入</b>						
收入	100.84	162.13	218.14	304.7	428.3	597.1
yoy	46.4%	60.8%	34.5%	39.7%	40.6%	39.4%
成本	4.83	6.58	11.17	17.5	24.7	34.3

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	95.21%	95.94%	94.88%	94.2%	94.2%	94.3%
<b>其中: EGFR</b>						
收入	63.96	88.71	118.90	160.5	224.7	314.6
yoy	43.6%	38.7%	34.0%	35.0%	40.0%	40.0%
成本	2.44	2.40	3.76	6.4	9.0	12.6
毛利率	96.19%	97.29%	96.83%	96.0%	96.0%	96.0%
<b>其中: KRAS</b>						
收入	14.11	20.48	30.57	42.8	62.1	90.0
yoy	15.1%	45.1%	49.3%	40.0%	45.0%	45.0%
成本	0.86	0.89	2.07	3.0	4.3	6.3
毛利率	93.93%	95.65%	93.24%	93.0%	93.0%	93.0%
<b>其中: ALK</b>						
收入	10.64	29.08	30.47	44.2	59.6	80.5
yoy	132.1%	173.3%	4.8%	45.0%	35.0%	35.0%
成本	0.36	1.28	1.58	2.2	3.0	4.0
毛利率	96.62%	95.61%	94.82%	95.0%	95.0%	95.0%
<b>其中: BRAF</b>						
收入	4.83	6.65	11.80	18.9	28.3	39.7
yoy	105.0%	37.7%	77.5%	60.0%	50.0%	40.0%
成本	0.18	0.23	0.54	0.9	1.4	2.0
毛利率	96.29%	96.61%	95.43%	95.0%	95.0%	95.0%
<b>其中: 其他产品</b>						
收入	7.30	17.22	26.41	38.3	53.6	72.4
yoy	41.4%	135.8%	53.3%	45.0%	40.0%	35.0%
成本	1.00	1.79	3.22	5.0	7.0	9.4
毛利率	86.33%	89.62%	87.80%	87.0%	87.0%	87.0%
<b>检测服务收入</b>						
收入	5.75	14.74	34.24	42.1	65.7	94.4
yoy	7.4%	156.5%	132.4%	22.8%	56.3%	43.7%
成本	1.20	5.54	11.51	12.6	18.4	24.6
毛利率	79.08%	62.44%	66.39%	70.0%	72.0%	74.0%

数据来源: wind、西南证券

我们预计公司 2017-2019 年公司业绩分别为 0.88 亿元、1.27 亿元和 1.82 亿元, 参考可比公司, 2017-2019 年估值均值分别为 48.6 倍、37.8 倍和 29.2 倍。我们给予公司 2018 年 35-45 倍估值, 即公司合理市值为 44.5 亿-57.2 亿, 对应合理股价范围为 55-71 元。

**表 7: 可比公司盈利与估值情况**

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润一致预期 (亿元)				PE				CAGR
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	
300244.SZ	迪安诊断	173	2.6	3.8	5.1	6.9	66.0	46.2	33.9	25.1	38%
300482.SZ	万孚生物	124	1.4	2.0	2.6	3.4	85.8	60.7	47.6	37.0	32%
300639.SZ	凯普生物	39	0.8	0.9	1.1	1.3	50.8	43.3	36.5	30.3	19%
300642.SZ	透景生命	56	1.0	1.3	1.7	2.3	57.7	44.4	33.0	24.4	33%
<b>均值</b>							65.1	48.6	37.8	29.2	

数据来源: wind、西南证券整理

## 7 风险提示

(1) 行业政策变动风险: 体外诊断行业是国家重点支持发展的行业, 但是行业相关的监管政策仍在不断完善、调整, 公司面临经营策略难以适应医疗卫生体制改革的风险。

(2) 行业竞争加剧风险: 未来国内体外诊断市场竞争层次将从价格、资源导向转变为技术、应用导向, 如果公司不能在技术储备、产品布局、检测质量、销售与服务网络等方面持续提升, 将导致公司竞争力减弱, 对公司未来业绩产生不利影响。

(3) 主营业务收入来源集中风险: 人类 EGFR 基因突变检测试剂盒销售收入占公司营业收入比重仍接近 50%, 如果此类产品销售受到市场竞争加剧、替代技术发展等因素影响, 将会对公司未来业绩产生不利影响。

**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	252.99	346.72	494.06	691.54	净利润	65.46	85.91	123.69	177.92
营业成本	23.22	30.16	43.10	58.85	折旧与摊销	16.46	8.03	8.03	8.03
营业税金及附加	1.31	1.75	2.39	3.44	财务费用	-3.82	-5.68	-7.85	-11.10
销售费用	108.37	145.62	207.51	290.45	资产减值损失	1.98	2.00	2.00	2.00
管理费用	70.26	86.68	118.58	159.06	经营营运资本变动	-37.52	-22.32	-57.26	-71.95
财务费用	-3.82	-5.68	-7.85	-11.10	其他	-10.37	-2.00	0.00	-3.00
资产减值损失	1.98	2.00	2.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>32.18</b>	<b>65.93</b>	<b>68.62</b>	<b>101.89</b>
投资收益	8.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-11.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-13.41	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-24.51</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>59.95</b>	<b>86.18</b>	<b>128.33</b>	<b>188.85</b>	短期借款	-0.70	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.11	9.68	9.70	9.69	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>73.05</b>	<b>95.87</b>	<b>138.03</b>	<b>198.54</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	7.59	9.96	14.34	20.63	支付股利	0.00	-13.41	-17.59	-25.33
净利润	65.46	85.91	123.69	177.92	其他	-0.57	5.68	7.85	11.10
少数股东损益	-1.57	-2.06	-2.96	-4.26	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1.27</b>	<b>-17.72</b>	<b>-9.75</b>	<b>-14.23</b>
归属母公司股东净利润	67.03	87.96	126.66	182.18	<b>现金流量净额</b>	<b>10.43</b>	<b>48.21</b>	<b>58.87</b>	<b>87.66</b>
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	82.29	130.49	189.36	277.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	114.84	162.82	230.69	322.04	销售收入增长率	43.03%	37.05%	42.50%	39.97%
存货	8.69	11.29	14.14	21.03	营业利润增长率	210.45%	43.76%	48.91%	47.16%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	254.08%	31.22%	43.99%	43.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	128.09%	21.96%	45.17%	44.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	128.52	122.26	116.01	109.75	毛利率	90.82%	91.30%	91.28%	91.49%
无形资产和开发支出	15.39	13.77	12.15	10.52	三费率	69.10%	65.36%	64.41%	63.39%
其他非流动资产	3.57	3.42	3.26	3.11	净利率	25.88%	24.78%	25.04%	25.73%
<b>资产总计</b>	<b>353.30</b>	<b>444.05</b>	<b>565.61</b>	<b>743.49</b>	ROE	21.26%	22.58%	25.42%	27.84%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.53%	19.35%	21.87%	23.93%
应付和预收款项	25.66	53.58	68.41	92.94	ROIC	21.79%	26.64%	34.41%	41.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.69%	25.53%	26.01%	26.87%
其他负债	9.74	10.07	10.69	11.45	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>45.39</b>	<b>63.65</b>	<b>79.10</b>	<b>104.40</b>	总资产周转率	0.77	0.87	0.98	1.06
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	2.43	3.49	5.30	7.96
资本公积	169.65	149.65	149.65	149.65	应收账款周转率	2.63	2.63	2.66	2.64
留存收益	78.26	152.82	261.88	418.73	存货周转率	2.79	3.02	3.14	3.08
归属母公司股东权益	307.91	382.46	491.53	648.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.99%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-2.06	-5.02	-9.29	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>307.91</b>	<b>380.40</b>	<b>486.50</b>	<b>639.09</b>	资产负债率	12.85%	14.33%	13.99%	14.04%
负债和股东权益合计	353.30	444.05	565.61	743.49	带息债务/总负债	22.03%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.60	5.54	6.16	6.47
					速动比率	5.36	5.33	5.96	6.26
					股利支付率	0.00%	15.24%	13.89%	13.90%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.84	1.10	1.58	2.28
					每股净资产	3.85	4.76	6.08	7.99
					每股经营现金	0.40	0.82	0.86	1.27
					每股股利	0.00	0.17	0.22	0.32
业绩和估值指标									
EBITDA	72.59	88.53	128.52	185.78					
PE	34.90	26.59	18.47	12.84					
PB	7.60	6.15	4.81	3.66					
PS	9.25	6.75	4.73	3.38					
EV/EBITDA	23.15	24.93	16.71	11.09					
股息率	0.00%	0.57%	0.75%	1.08%					

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 20 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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn