

定量产品爆发+渠道扩张, 推动公司高速增长

投资要点

- **推荐逻辑:** POCT 是 IVD 发展最快的细分领域之一, 公司为行业国内龙头, 正通过产品和渠道扩张向国际巨头靠齐。在定量产品爆发和渠道扩张带动下, 公司将保持高速增长态势。我们预计未来三年归母净利润 CAGR 有望达 51%, 2019 年归母净利润将达 5 亿元, 市值空间超 200 亿元, 买入评级。
- **POCT 是 IVD 行业发展最快的细分领域, 分级诊疗+技术进步驱动行业快速增长。** POCT (现场即时检测) 具有检测时间短、检测空间不受限制和操作简单等特点, 已成为体外诊断(IVD)发展最快的细分领域。根据 Rncos 报告, 2013-2018 年全球市场规模从 160 亿美元将达到 240 亿美元, CAGR8%。中国市场规模将从 4.8 亿美元达到 14.3 亿美元, CAGR25%左右。我们认为分级诊疗和技术进步将继续驱动行业快速增长。1) 分级诊疗: 新医改核心政策, 将患者向基层导流, 即释放 POCT 终端需求; 2) 技术进步: 从定性走向了定量, 从有创开始走向无创, 技术进步将有效从供给端扩容 POCT 市场。
- **发展定量产品和外延扩张是国际巨头成长重要启示。** 美艾利尔 (Alere) 是国际 POCT 巨头, 2016 年其实现收入达 23.8 亿美元, 是全球 IVD 第七大企业。同其他医疗器械企业一样, POCT 产品主要是按应用场景分类, 不同细分领域和不同技术平台之间壁垒较高, 外延并购是 POCT 企业壮大的重要途径之一。回顾 Alere 发展历史, 有如下启示: 1) 传染病和心脏病是 POCT 领域最重要的应用领域, 毒理 (主要为酒精和毒品检测) 主要集中在美国市场; 2) 外延发展是 POCT 企业成长的重要路径之一。
- **公司为国内非血糖 POCT 绝对龙头, 定量产品爆发+外延扩张, 合力推动公司高速增长, 十年剑指百亿。** 公司是国内非血糖类 POCT 龙头企业, 公司依托最为丰富的产品线, 高强度研发投入, 奠定国内 POCT 龙头地位。从产品端看, 定量产品已成为公司核心增长动力, 随着心血管发病率上升和限抗生素的推动, 我们认为公司慢性病检测和传染病检测业务将持续爆发。从渠道看, 公司自 2016 年中以来持续渠道扩张, 带动公司收入和业绩高速增长, 在公司十年剑指 100 亿的战略目标指引下, 我们认为公司将持续推荐产品和渠道的外延扩张。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年收入和归母净利润复合增速分别为 60%和 51%。从相对估值看, 可比公司 2017-2019 年平均 PE 分别为 56/42/31 倍。公司是国内非血糖 POCT 龙头企业, 在定量产品高速增长和持续外延扩张驱动下, 我们认为公司未来三年业绩将保持高速增长态势, 给予公司 2018 年 50 倍估值, 对应目标价 98.5 元, 给予“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	547.35	1090.67	1655.95	2234.79
增长率	27.65%	99.26%	51.83%	34.95%
归属母公司净利润(百万元)	144.99	209.88	350.46	500.88
增长率	15.66%	44.76%	66.98%	42.92%
每股收益 EPS(元)	0.81	1.18	1.97	2.81
净资产收益率 ROE	17.02%	18.60%	23.70%	25.30%
PE	86	59	35	25
PB	14.54	10.97	8.37	6.25

数据来源: Wind, 西南证券

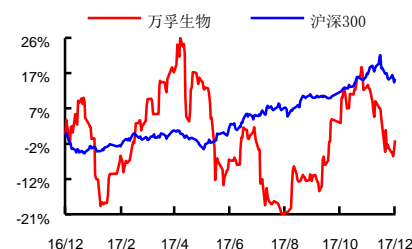
西南证券研究发展中心

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

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.78
流通 A 股(亿股)	1.06
52 周内股价区间(元)	55.58-89.68
总市值(亿元)	124.24
总资产(亿元)	15.88
每股净资产(元)	5.50

相关研究

1. 万孚生物(300482): 业绩基本符合预期, 内生收入增速仍有 50-60% (2017-10-30)
2. 万孚生物(300482): 业绩符合预期, 毒品检测和定量产品高速增长 (2017-08-20)
3. 万孚生物(300482): 业绩略低于预期, 定量产品延续快速增长态势 (2017-03-08)

投资要件

关键假设

1) **定量产品**: 在渠道扩张和新仪器投放带动下, 预计 2017-2019 年传染病和慢病检测销量增速分别为 50%/35%/30%和 65%/45%/40%。

2) **定性产品**: 在营销改革和渠道扩张带动下, 预计 2017-2019 年毒品和妊娠检测销量增速分别为 65%/45%/40%和 35%/35%/35%。

3) **贸易业务**: 根据标的业绩承诺, 预计 2017-2019 年将分别贡献收入 3.0/5.7/8.0 亿元。

4) **汇率**: 人民币对美元汇率不出现大幅超预期贬值的波动。

我们区别于市场的观点

市场认为公司高增长主要依赖并表, 对内生高增长持怀疑态度: 我们在正文中详细分析了公司内生收入和业绩增速, 2017 年前三年季度分别同比为 39.5%和 28.6%, 通过简单测算, 并表带来的收入和净利润增速分别贡献 57.9%和 1.8%。我们认为内生增速从 2017 年开始呈现加速增长态势, 主要系: 1) 公司加大了渠道扩张以销售自产产品, 公司定性和定量产品明显提速, 市场占有率持续提升, 2017H1 公司自产产品收入明显提速, 慢性病和传染病检测产品同比分别 75.4%和 48.3%; 2) 全自动荧光免疫仪器投向市场带动定量产品持续高增长: 公司为国内较少拥有全自动荧光免疫检测仪的公司, 随着投放仪器带动测试卡销售, 对标基蛋生物和明德生物, 公司定量产品有望持续快速增长。

股价上涨的催化因素

新技术平台产品上市; 产品和渠道持续外延扩张; 产品销量超预期。

估值和目标价格

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.18 元、1.97 元和 2.81 元, 归母净利润三年复合增速 51%。通过 FCFF 绝对估值, 公司股价 52.89 元, 考虑到不能充分反映公司价值, 我们采用相对估值。考虑到公司 POCT 高成长性的特性, 选取了 IVD 行业分子诊断和非血糖 POCT 企业作为对标公司 (凯普生物、透景生命、艾德生物和基蛋生物), 行业 2017-2019 年平均 PE 分别为 56/42/31 倍。公司是国内非血糖 POCT 龙头企业, 在定量产品高速增长和持续外延扩张驱动下, 我们认为公司未来三年业绩将保持高速增长态势, 给予公司 2018 年 50 倍估值, 对应目标价 98.5 元, 给予“买入”评级。

投资风险

汇率或大幅波动的风险; 行业竞争加剧导致毛利率下滑的风险; 新产品研发失败或上市进度低于预期的风险; 并购标的业绩或不及预期的风险; 新产品上市销售和渠道扩张或不及预期风险。

目录

1 国内 POCT 产业的领跑者	1
1.1 公司从 2017 年开始高速增长，其中内生收入增长约 40%.....	2
1.2 高毛利定量业务占比上升，国内业务已成收入主要来源.....	3
1.3 自产盈利能力持续提升，贸易业务导致利润增速低于收入增速.....	4
2 POCT 是体外诊断行业发展最快的细分行业之一	5
2.1 POCT 是体外诊断未来发展趋势.....	5
2.2 POCT 市场发展迅猛，传染病、慢病和凝血等高速增长.....	6
2.3 分级诊疗+技术进步，从供需两端推动 POCT 快速增长.....	8
2.4 巨头发展启示：外延是重要手段，传染病和心脏病为重点方向.....	9
3 定量产品爆发+外延扩张，合力推动公司高速增长	10
3.1 丰富产品线+高强度研发投入，奠定国内 POCT 龙头地位.....	10
3.2 心血管发病率上升+限抗生素推动，公司定量产品爆发.....	12
3.3 产品和渠道持续扩张，公司十年剑指 100 亿.....	16
4 盈利预测与估值	17
4.1 主营业务盈利预测.....	17
4.2 绝对估值.....	19
4.3 相对估值.....	20
5 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 2011 年至今收入规模及增速.....	2
图 3: 2011 年至今归母净利润规模及增速.....	2
图 4: 公司内生收入情况.....	2
图 5: 公司内生业绩增速测算.....	2
图 6: 2011-2017H1 公司收入结构情况.....	3
图 7: 2012-2017H1 公司毛利结构情况.....	3
图 8: 公司历年分地区收入及增速情况 (单位: 百万元).....	4
图 9: 2011-2017H1 年毛利率、期间费用率和净利率变化情况.....	4
图 10: 临床专业实验室与 POCT 流程即节约时间对比.....	5
图 11: POCT 产品的主要应用领域.....	6
图 12: 2013 年全球 POCT 市场地域分布.....	7
图 13: 2013-2018 年中国 POCT 市场规模.....	7
图 14: 2016 年国内 POCT 市场企业格局.....	7
图 15: 全球 POCT 市场临床应用占比格局.....	7
图 16: POCT 各细分领域发展情况.....	8
图 17: 分级诊疗三级配置体系.....	8
图 18: POCT 技术发展趋势.....	9
图 19: 历年 Alere 公司收入及增速情况.....	10
图 20: 2016 年 Alere 公司产品收入结构 (单位: 百万美元).....	10
图 21: 公司历年定量和定性自产产品收入及占比情况 (单位: 百万元).....	12
图 22: 历年中国农村居民主要疾病死亡率变化.....	14
图 23: 历年中国城市居民主要疾病死亡率变化 (重新画).....	14
图 24: 公司战略目标.....	17

表 目 录

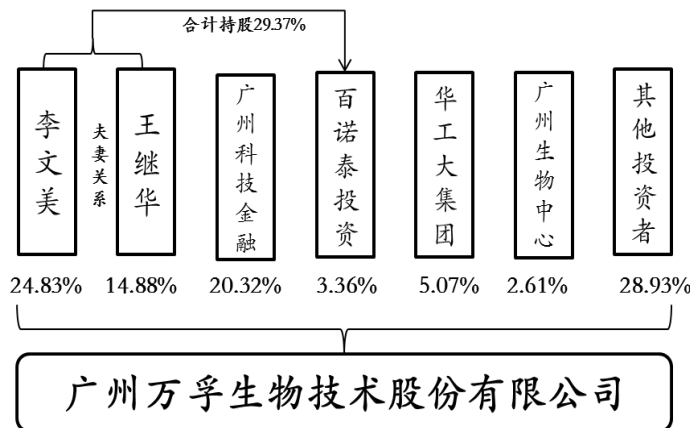
表 1: 公司参控股子公司情况	1
表 2: 公司各项业务毛利率情况	3
表 3: 历年汇兑损益占公司净利润比例情况	4
表 4: POCT 应用领域及举例	5
表 5: 国内各大 POCT 企业技术平台布局	10
表 6: 国内各大非血糖监测类 POCT 企业历年研发费用投入情况 (单位: 百万元)	11
表 7: 国内各大非血糖监测类 POCT 企业历年收入和归母净利润及其增长情况 (单位: 百万元)	11
表 8: 基蛋生物和明德生物核心定量产品增长情况 (单位: 百万元)	13
表 9: 国内四大 POCT 企业定量产品检测项目对比	15
表 10: 公司近两年外延情况及业绩承诺 (单位: 百万元)	16
表 11: 公司收入拆分及盈利预测	18
表 12: 公司期间费用率预测	19
表 13: 绝对估值假设情况	19
表 14: FCFE 模型估值结果	20
表 15: FCFE 估值敏感性分析	20
表 16: 可比公司估值情况	21
附表: 财务预测与估值	22

1 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 多年的不懈努力,公司构建了较为完善的免疫定性、免疫定量、电化学和微型光学检测仪器等四大技术平台,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,公司在医疗诊断和快速检测行业中已脱颖而出,已成为 POCT 行业的领跑者。

目前公司参控股子公司合计达 21 家,其中销售渠道公司 16 家,在国内市场覆盖了华北、西南、华南、西北和华东地区。同时公司旗下参控股了深圳博声(心电产品)、北京莱尔生物(循环肿瘤细胞检测技术)、苏州达成生物(化学发光产品)和广州正孚(第三方检测服务),即形成了上游产品、中游渠道和下游检测服务的全产业链布局。从股权机构看,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: 公司股权结构



数据来源: 西南证券整理

表 1: 公司参控股子公司情况

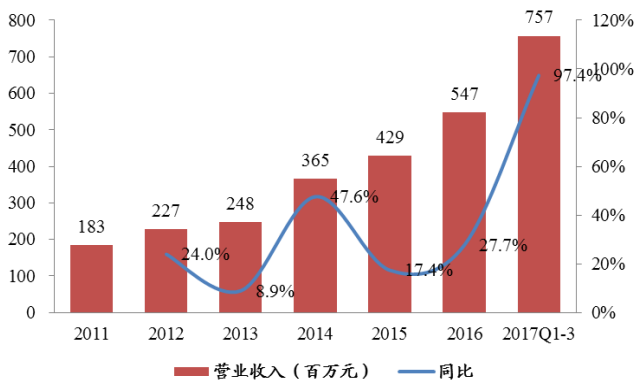
关联公司名称	参控比例	备注	关联公司名称	参控比例	备注
厦门信德科创生物科技	51%	销售渠道	四川瑞坤恒远科技	51%	销售渠道
陕西天心科技	51%	销售渠道	四川欣瑞康医疗器械	51%	销售渠道
广州万孚健康科技	51%	销售渠道	广州众孚医疗科技	100%	销售渠道
北京万孚智能科技	51%	销售渠道	万孚生物(香港)	100%	销售渠道
广西东腾万孚生物工程	51%	销售渠道	美国万孚	100%	销售渠道
万孚(吉林)生物技术	51%	销售渠道	深圳市博声医疗器械	12%	心电产品
四川万孚医疗器械	51%	销售渠道	Atlas Genetics Ltd	15%	分子诊断 POCT 产品
南宁市全迈捷医疗设备	51%	销售渠道	北京莱尔生物医药科技	20%	循环肿瘤细胞 (CTC) 检测技术
广州海孚医疗科技	51%	销售渠道	达成生物科技发展(苏州)	41%	化学发光产品
山东万孚博德生物技术	51%	销售渠道	广州正孚检测技术	100%	第三方检测服务
新疆万孚信息技术	51%	销售渠道			

数据来源: wind, 西南证券整理

1.1 公司从 2017 年开始高速增长，其中内生收入增长约 40%

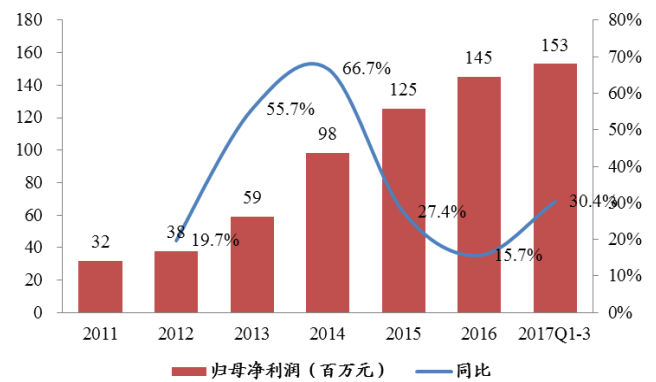
2016 年公司实现营业收入 5.5 亿元，归母净利润 1.5 亿元，同比增速分别为 27.7% 和 15.7%，近年复合增速约 24.6% 和 39.8%。2017 年前三季度公司实现收入和归母净利润分别达 7.6 亿元和 1.5 亿元，同比增速分别为 97.4% 和 30.4%。

图 2：2011 年至今收入规模及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：2011 年至今归母净利润规模及增速



数据来源：wind，西南证券整理

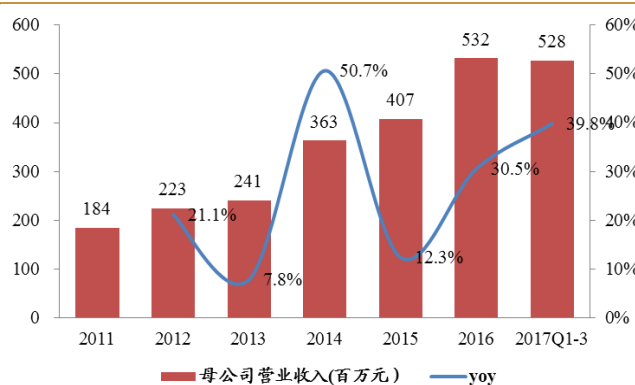
公司收入和归母净利润高速增长，为更加准确反应公司内生增速情况，我们如下拆分：

内生收入增速分析：考虑到母公司为公司原有业务主体，2011-2015 年可反映合并报表 95%-100% 的收入，2017 年渠道外延开始并表，即母公司收入情况可反应公司内生增速。

内生净利润增速分析：在外延方面，公司基本为 51% 控股，外延子公司利润贡献可通过少数股东权益测算，即内生净利润=合并报表净利润-少数股东权益*49%/51%。

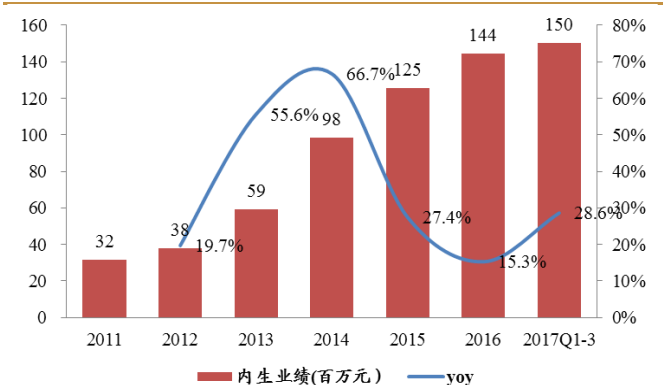
从母公司报表看，公司内生收入从 2016 年开始在新仪器带动下开始提速，2017 年前三季度内生收入增速 39.5%，外延并表贡献收入增速为 97.4%-39.5%=57.9%。从合并报表拆分看，2017 年前三季度内生利润增速 28.6%，并表利润贡献 30.4%-28.6%=1.8%。公司内生收入增速超利润增速主要系，外延扩张很多费用本部承担，且公司研发费用同比增速 50% 以上所致。并表收入增速贡献远超并表净利润增速贡献，主要系很多外延标的为新设公司，初期运营成本极高。考虑到外延渠道的陆续成熟和发力，以及母公司费用率的逐步回归政策，我们预计公司未来业绩将保持高速增长，其中内生收入预计 40% 以上。

图 4：公司内生收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司内生业绩增速测算



数据来源：wind，西南证券整理

1.2 高毛利定量业务占比上升，国内业务已成收入主要来源

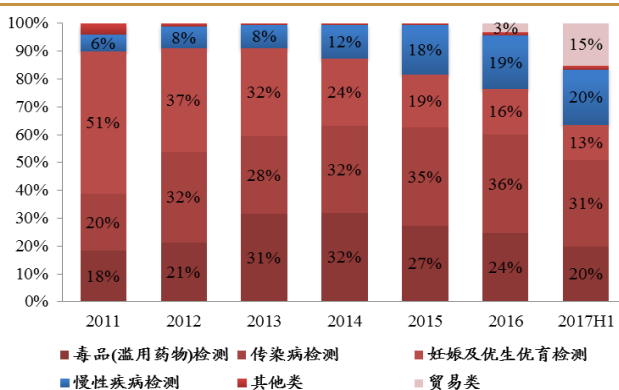
从产品收入和毛利结构上看，公司主要收入和毛利来源于毒品检测、传染病检测、妊娠及优生优育、传染病检测和慢病检测四大自产产品系列，以及新增并表的贸易业务。从历年的结构变化情况上看，由于公司近年来的研发与销售策略逐渐向定量检测产品倾斜，导致报告期内传统的妊娠及优生优育检测类定性检测产品的收入占比有所下降。以传染病和慢病为代表的定量检测产品营收和毛利占比逐年上升，2017年半年报，两者合计收入占比51%，毛利占比60%，为公司业绩增长主要动力。

表 2: 公司各项业务毛利率情况

毛利率	2013A	2014A	2015A	2016A	2017H1
整体	57.80%	64.87%	66.77%	68.49%	64.53%
传染病检测	64.33%	70.45%	70.66%	70.11%	67.25%
慢性疾病预防	49.37%	80.72%	83.90%	89.21%	89.30%
毒品(滥用药物)检测	58.22%	61.20%	61.99%	67.68%	66.37%
妊娠及优生优育检测	53.69%	53.95%	50.55%	47.78%	51.08%
其他类	66.24%	77.63%	66.67%	61.41%	80.78%
贸易类				40.90%	34.51%

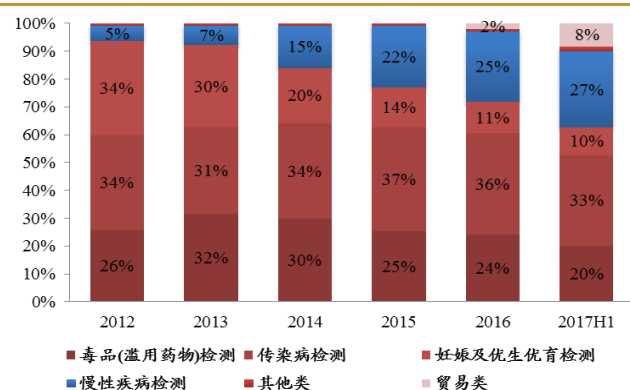
数据来源: wind, 西南证券整理

图 6: 2011-2017H1 公司收入结构情况



数据来源: wind, 西南证券整理

图 7: 2012-2017H1 公司毛利结构情况



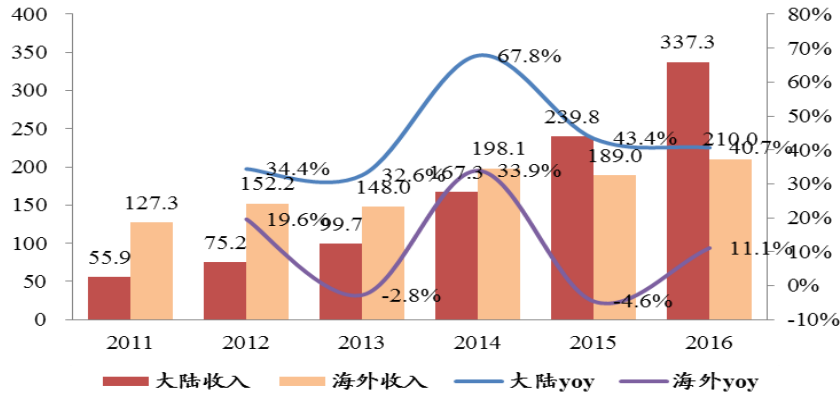
数据来源: wind, 西南证券整理

从公司收入区域结构看，公司早期收入主要来源于向欧美出口妊娠和药物滥用检测产品，出口收入从 2011 年的 1.3 亿元增长到了 2016 年的 2.1 亿元，期间年复合增速 10.5%。自公司推出主要面向国内的定量产品后，公司国内收入高速增长，从 2011 年 5592 万元，快速增长到了 2016 年的 3.4 亿元，期间年复合增速高达 43.3%。从 2014 年开始，国内收入已成公司主要收入来源，海外收入占比已从 2011 年的 69.5% 下降到 2016 年的 38.4%。

虽然海外收入仍占有较高比例，但我们认为汇兑损益已对公司净利润影响较小。根据公司会计政策，公司外币业务采用交易发生日的即期汇率作为折算汇率折合成人民币记账。外币货币性项目余额按资产负债表日即期汇率折算，由此产生的汇兑差额，除属于与购建符合资本化条件的资产相关的外币专门借款产生的汇兑差额按照借款费用资本化的原则处理外，均计入当期损益。同时由于公司海外销售方式主要为经销，结算获批 97% 以上为美元，少量欧元，账期短，可及时结汇，公司对汇率波动导致的汇兑损益控制力强。从近 5 年情况看，

汇兑损益一直对公司净利润的占比很低，随着国内收入占比的进一步，我们认为汇兑损益对公司业绩影响较小。

图 8：公司历年分地区收入及增速情况（单位：百万元）



数据来源：wind，西南证券整理

表 3：历年汇兑损益占公司净利润比例情况

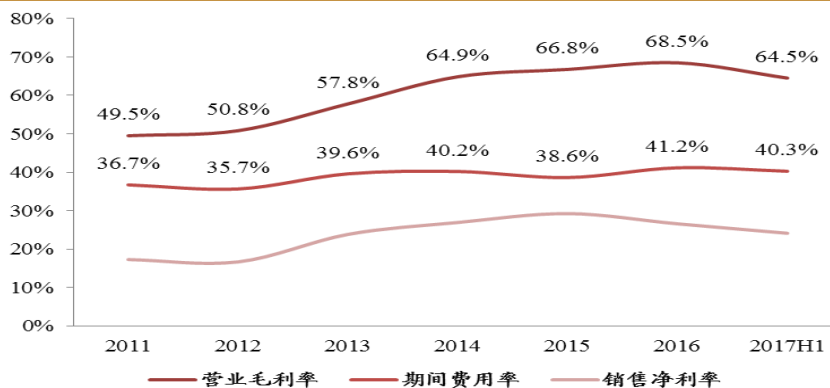
单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017H
汇兑损益	-0.2791	-0.03	-0.4516	5.34	10.86	1.35
公司净利润	37.88	59.00	98.36	125.35	145.51	156.00
占比	-0.7%	-0.1%	-0.5%	4.3%	7.5%	0.9%

数据来源：wind，西南证券整理

1.3 自产盈利能力持续提升，贸易业务导致利润增速低于收入增速

2011-2015 年公司毛利率和净利率逐年上升，毛利率从 49.5% 增长到了 66.8%，净利率从 17.3% 增加到了 29.2%，而期间费用率保持相对平稳。期间主要系高毛利率的定量产品收入快速增长所致。但净利率到 2016 年和 2017H1 略有下滑，主要系从 2016 年下半年开始低毛利率的贸易业务占比从 3% 提升到了 15%，而公司期间费用率方面基本维持平稳。考虑到公司自产产品毛利率基本都维持稳定或略有提升，我们认为公司自产业务盈利能力持续提升向好，渠道扩张带来的贸易业务导致利润增速低于收入增速。

图 9：2011-2017H1 年毛利率、期间费用率和净利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

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。

按检测环境及条件的不同，体外诊断可分为临床专业实验室（中心实验室）和 POCT。与在临床专业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。

图 10：临床专业实验室与 POCT 流程即节约时间对比



数据来源：瑞莱生物官网，西南证券整理

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。

POCT 应用领域十分广泛，从医院到家庭，从突发事件到优生优育，其中医院临床科室、基层医疗机构、家庭、突发事件是 POCT 产品的主要应用领域。

表 4：POCT 应用领域及举例

应用环境	应用领域	主要用途
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	与生理监测器相连提供即时实验室数据
	分科门诊	CRP 检测、心肌梗衰检测、血糖检测、孕检等

应用环境	应用领域	主要用途
	检验科	传染病、流感等检测
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
家庭	个人	血压、血糖等各类检测
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
临床应用	儿科疾病	CRP 检测、炎症检测等
	心血管疾病	心肌梗死检测
	血液相关疾病	血栓与止血、血红蛋白定量和红细胞计数、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 (定量金标检测法检测高敏感 CRP)、胆固醇芯片等
优生优育	孕检	TORCH-IgM 五项快速检测卡
其他	监督执法等	禁毒、酒驾、食品检测等

数据来源：基蛋生物招股说明书，西南证券整理

图 11: POCT 产品的主要应用领域



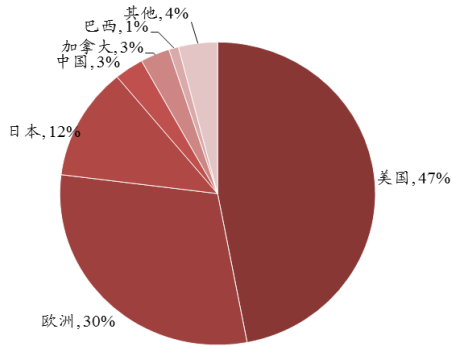
数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 POCT 市场发展迅猛，传染病、慢病和凝血等高速增长

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。

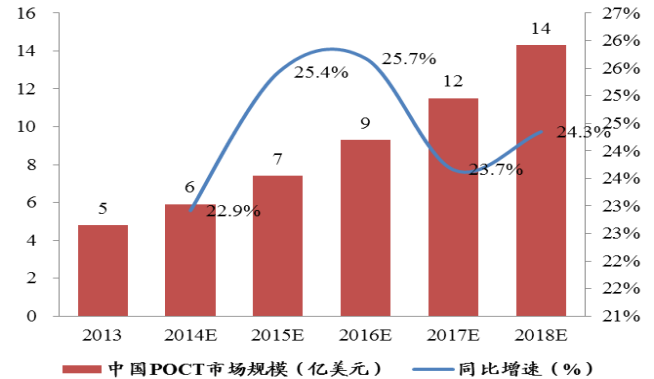
我国 POCT 市场起步较晚，目前市场规模较小，但是拥有全球最快的增长率，市场潜力巨大。根据 Rncos 最新报告，2013 年我国 POCT 市场规模达到了 4.8 亿美元，预计到 2018 年，我国 POCT 市场规模可达 14.3 亿美元。随着医改的推进和在基层卫生建设中政府对 POCT 产品技术的投入，我国 POCT 市场预计在近几年将保持 25% 左右的年复合增长率。

图 12: 2013 年全球 POCT 市场地域分布



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 13: 2013-2018 年中国 POCT 市场规模

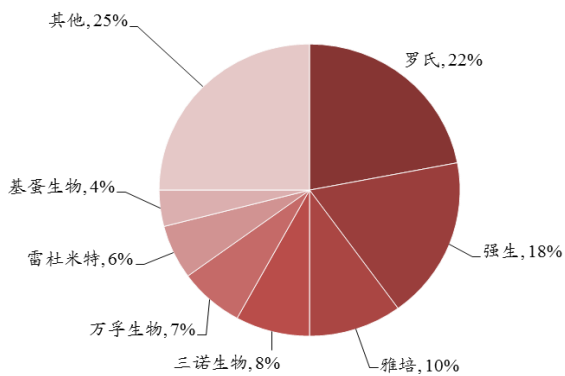


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

从进展格局看, 国内 POCT 市场主要由外资企业主导, 其中罗氏、雅培和强生三家企业占据了近半的市场份额, 罗氏和强生在血糖领域领先, 美艾利尔、雅培和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。国内 POCT 市场最为成熟的是血糖监测, 市场占比近半, 而其中国内企业市场份额占比 35%, 销量占比预计超过 40%。在非血糖仪领域, 国内企业前四甲为万孚生物、基蛋生物、瑞莱生物和明德生物, 合计占国内 POCT 市场在 15%左右, 进口替代空间巨大。

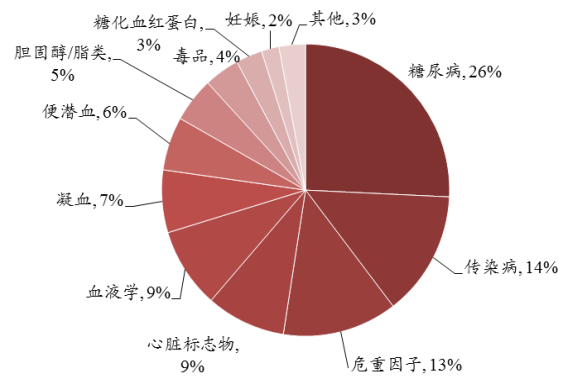
从应用领域看, 全球现阶段 POCT 可检测项目领域主要集中在血糖检测、传染病、血气和电解质分析、快速血凝检测、心脏标志物快速诊断的检测等领域。但由于 POCT 产品的下游需求增长各异和技术的发展成熟度不同, 各细分领域出现了分化。近年来, 血糖检验类 POCT 产品由于技术和商业推广都较为成熟, 需求占比逐步下滑, 心脏标志物、传染性疾病和凝血类 POCT 产品需求占比则逐步上升。

图 14: 2016 年国内 POCT 市场企业格局



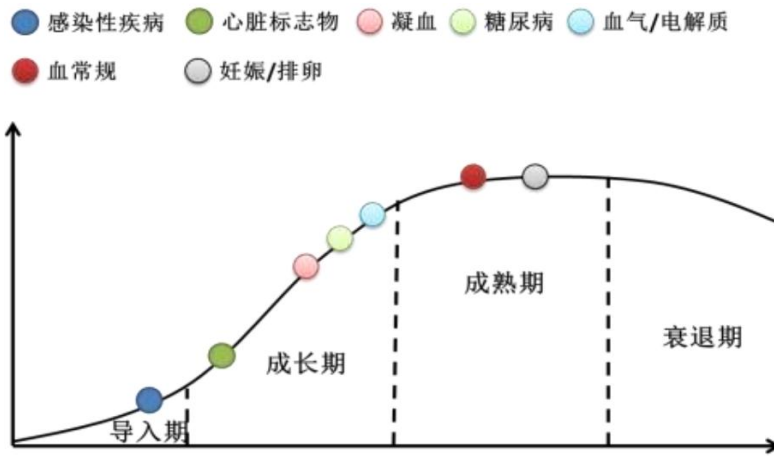
数据来源: 各家年报, 西南证券整理

图 15: 全球 POCT 市场临床应用占比格局



数据来源: Kolarama, 西南证券整理

图 16: POCT 各细分领域发展情况



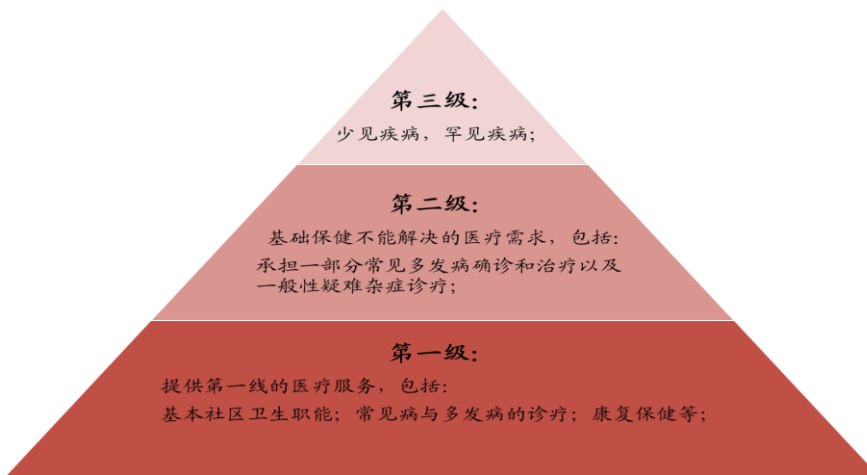
数据来源：基蛋生物招股说明书，西南证券整理

2.3 分级诊疗+技术进步，从供需两端推动 POCT 快速增长

2015 年 9 月，国务院办公厅印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出建立基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式，预计到 2020 年，分级诊疗服务能力将全面提升，基本建立符合国情的分级诊疗制度。

分级诊疗的核心是建立三级诊疗体系，加强二级以下医疗资源建设，向基层导流患者，目标使基层医疗卫生机构建设达标率 $\geq 95\%$ ，基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗量比例 $\geq 65\%$ ，以及县域内就诊率提高到 90%左右，基本实现大病不出县。即分级诊疗的实施将是基层医疗机构的诊断需求大幅提升，考虑到 POCT 的简单和便捷性，未来 POCT 产品将在各级医院中均获得更多机会，从而在分级诊疗建设体系建设中发挥重要的作用，即分级诊疗将释放 POCT 终端需求。

图 17: 分级诊疗三级配置体系



数据来源：西南证券整理

新的平台技术的出现将带动新项目的开发，从而带动市场扩容，如 POCT 技术历经干化学、免疫胶体金、免疫荧光、生物传感器到生物芯片的进步，使得检测从定性走向了定量，微流控技术的出现使 POCT 进一步实现了小型化和精细化，而红外和远红外等技术的出现使 IVD 从有创开始走向无创。国内 POCT 技术主要集中于干化学、胶体金和免疫荧光技术，高端的生物传感器和生物芯片，仅少数企业涉足，而微流控技术和无创检测则更是屈指可数。目前国内已有多家企业涉足新技术领域，即国内技术进步将有效从供给端扩容 POCT 市场。

图 18: POCT 技术发展趋势



数据来源：西南证券整理

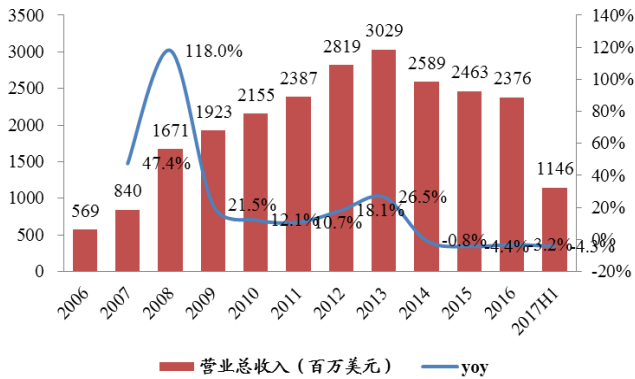
2.4 巨头发展启示：外延是重要手段，传染病和心脏病为重点方向

美艾利尔（Alere）最早是由 Ron Zwanziger 于 1991 年创立，最早叫 SelfCare，2000 年改名为 Inverness。2010 年更名为 Alere，成为知名的 POCT 品牌。公司目前是国际 POCT 巨头，2016 年其实现收入达 23.8 亿美元，是全球 IVD 第七大企业。同其他医疗器械企业一样，POCT 产品主要是按应用场景分类，不同细分领域和不同技术平台之间壁垒较高，外延并购是 POCT 企业壮大的重要途径之一。回顾 Alere 发展历史，公司是典型的通过外延式收购来驱动成长的公司，至今收购了 100 多家公司。其简要发展历程如下：

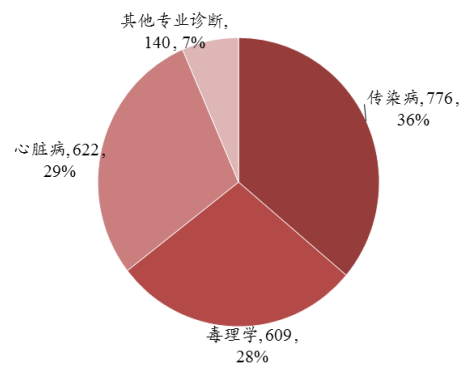
- 1991-2001 年：1996 年将一部分血糖业务 Medisense，以 8.8 亿美元卖给雅培，2001 年又以 13 亿美元将另一部分血糖业务卖给强生。通过这两笔交易，Alere 积累了第一桶金；
- 2001-2006 年：发展一直不温不火，收入在 3-5 亿美元左右；
- 2006 年：收购德国 Clondiag 的基因芯片技术，杭州艾康 Abon 的快速诊断业务；
- 2007 年：从贝克曼手中抢夺出 Biosite，奠定其在毒理学和心肌标志物上的领导地位；同时还收购了健康管理公司 Alere medical 和 Paradigm health；
- 2010 年：收购韩国 Standard Diagnostics 的传染病诊断业务；
- 2011 年：取得 Axis-shield 控制权，全面回归血糖监测领域；
- 2013 年：收购加拿大 Epocal，获得 Epoc 血气分析系统；
- 2014-2015 年，开始瘦身，陆续出售糖尿病和非专业业务如健康管理业务等；
- 2017 年被雅培以 53 亿美元的估值收购。

从上述发展历程看，公司最为成功和重要的收购是 2007 年的 Biosite 和 2010 年的 Standard Diagnostics。两单收购奠定了公司从 2007-2013 年的高速增长，目前传染病、毒理和心脏病合计收入占比达 93%，为公司核心业务。

我们认为巨头发展有如下启示：1) 传染病和心脏病是 POCT 领域最重要的应用领域，毒理（主要为酒精和毒品检测）主要集中在美国市场；2) 外延发展是 POCT 企业成长的重要路径之一。

图 19: 历年 Alere 公司收入及增速情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 2016 年 Alere 公司产品收入结构 (单位: 百万美元)


数据来源: wind, 西南证券整理

3 定量产品爆发+外延扩张，合力推动公司高速增长

3.1 丰富产品线+高强度研发投入，奠定国内 POCT 龙头地位

齐全的产品线是体外诊断和 POCT 巨头成长的必要条件之一。公司技术平台覆盖从定性到定量，从胶体金到免疫层析到电化学再到分子诊断和化学发光等。从目前国内 POCT 企业的产品线布局情况看，公司是最为丰富的企业，奠定国内行业龙头地位。

表 5: 国内各大 POCT 企业技术平台布局

公司	技术平台	详情
万孚生物	上游生物原材料	44 种抗体、34 种抗原、10 种荧光微球和 15 种质控品
	荧光免疫层析技术 (定量)	6 款飞测免疫检测分析仪，含全自动
	胶体金技术 (定性)	覆盖血筛 8 项、肝炎 2 项、心脏标志物 2 项、性病 2 项、呼吸道系列 5 项、消化道 4 项、急性虫媒传染病 5 项、优生优育 2 项、自身免疫 2 项
	药物滥用检测	5 个项目，3 款仪器
	电化学技术	即时血气分析仪 (8 个项目) 和即时凝血分析仪 (5 个项目)
	血糖仪	3 款仪器
	分子诊断 POCT	参股 Atlas Genetics。
	化学发光	参股的苏州达成，4 款仪器，34 个检测项目
医学病理	北京莱尔生物的 Cytel-CTC 检测技术	
基蛋生物	上游生物原材料	34 种抗体、5 种抗原、4 种抗血清、1 种微球、12 种质控品
	荧光免疫层析技术 (定量)	2 款仪器

公司	技术平台	详情
	胶体金免疫层析技术 (半定量)	3 款仪器
	化学发光 (定量)	1 款仪器, 28 个检测项目
	生化检测	74 项试剂
明德生物	胶体金免疫层析技术 (半定量)	2 款仪器, 含全自动
	心电	移动心电图机 1 款
瑞莱生物	荧光免疫层析技术 (定量)	2 款仪器, 含全自动
	胶体金免疫层析技术 (定量)	2 款仪器
璟泓科技	胶体金技术 (定性)	11 项检测项目, 主要覆盖心脏标志物和优生优育
	血糖仪	1 款仪器

数据来源: 各公司官网, 西南证券整理

我们认为公司产品线丰富的背后离不开高强度的研发投入, 公司近几年保持了高强度的研发投入, 研发投入营收占比维持在 10% 左右, 预计 2017 年全年研发投入将超 9000 万元, 近 4 年研发投入复合增速超 32%, 投入力度远超基蛋生物和明德生物等。

表 6: 国内各大非血糖监测类 POCT 企业历年研发费用投入情况 (单位: 百万元)

报告期	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1	2016H1
万孚生物	28.53	27.92	29.66	36.65	45.61	61.72	41.77	27.33
yoy		-2.1%	6.2%	23.6%	24.4%	35.3%	52.8%	
收入占比	15.6%	12.3%	12.0%	10.0%	10.6%	11.3%	9.3%	11.0%
基蛋生物		7.95	14.00	30.00	31.92	39.28	20.36	
yoy			76.2%	114.3%	6.4%	23.1%		
收入占比		10.8%	9.1%	14.3%	11.5%	10.6%	9.6%	
明德生物	0.34	1.00	2.16	3.37	8.74	20.98		
yoy		194.7%	115.4%	56.0%	159.3%	140.1%		
收入占比	27.9%	14.1%	8.3%	5.8%	9.2%	14.9%		

数据来源: wind, 西南证券整理

从收入和归母净利润表现看, 公司已连续多年保持了国内非血糖监测类 POCT 企业第一, 从 2017 年上半年经营情况看, 公司有望借助定量产品发力和外延扩张, 再次拉大与基蛋生物、明德生物和瑞莱生物的差距。

表 7: 国内各大非血糖监测类 POCT 企业历年收入和归母净利润及其增长情况 (单位: 百万元)

报告期	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1	2016H1
广州万孚生物收入	183.42	227.35	247.64	365.40	428.78	547.35	448.44	248.62
yoy		24.0%	8.9%	47.5%	17.3%	27.7%	80.4%	
南京基蛋生物收入		73.64	154.20	210.29	276.42	369.09	211.01	168.83
yoy			109.4%	36.4%	31.4%	33.5%	25.0%	
武汉明德生物收入	1.22	7.10	25.95	57.80	95.34	140.98		
yoy		482.6%	265.7%	122.8%	64.9%	47.9%		
深圳瑞莱生物收入					92.84	138.69		

报告期	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1	2016H1
yoy						49.4%		
广州万孚生物归母净利润	31.67	37.91	59.00	98.36	125.35	144.99	109.25	80.35
yoy		19.7%	55.6%	66.7%	27.4%	15.7%	36.0%	
南京基蛋生物归母净利润		21.96	65.63	75.14	105.07	138.36	89.60	62.88
yoy			198.8%	14.5%	39.8%	31.7%	42.5%	
武汉明德生物归母净利润	0.25	1.40	7.32	21.51	35.60	59.69	-	
yoy		453.6%	422.3%	193.8%	65.5%	67.7%		
深圳瑞莱生物归母净利润					-2.09	38.26		
yoy						1931.0%		

数据来源: wind, 西南证券整理

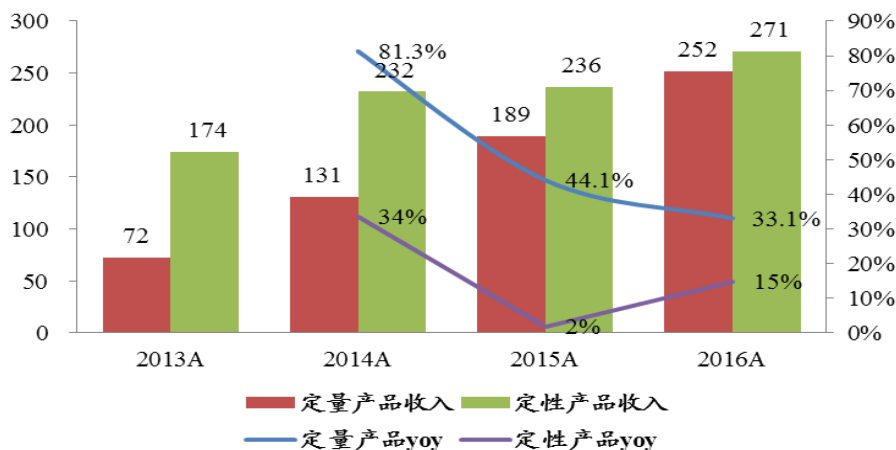
综上, 我们认为: 公司丰富的技术平台和高强度的研发投入是公司成为国内非血糖类 POCT 行业龙头企业的核心原因, 在收入和利润体量上已逐渐拉大了与其他企业的差距。

3.2 心血管发病率上升+限抗生素推动, 公司定量产品爆发

公司目前自产产品按用途可分为四大产品线, 分别为传染病检测 (大部分为定量产品, 主要以检测感染的 CRP 和 PCT 为主)、慢性病检测 (基本全部为定量产品, 其中以 NT-proBNP/cTnl 为主)、毒品 (滥用药物) 检测 (基本全部为定性产品, 主要出口美国市场) 和妊娠及优生优育检测 (全部为定性产品, 胶体金产品)。

在以飞测牌免疫荧光检测仪为核心的定量仪器投放带动下, 定量产品高速增长, 2016 年定量产品超过定性产品成为公司核心增长动力。

图 21: 公司历年定量和定性自产产品收入及占比情况 (单位: 百万元)



数据来源: wind, 西南证券 注: 我们假设传染病业务中 25% 为定性产品测算

3.2.1 行业心脏标志物和炎症类 POCT 产品正高速增长

分析行业可比公司收入增长情况，我们发现基蛋生物炎症类和心血管检测 2016 年收入占比超过 88%，明德生物 2016 年收入占比预计超过 95%。检测具体项目主要集中在心脏标志物的肌钙蛋白 I (cTnI)、肌酸激酶同工酶 (CK-MB)、肌红蛋白 (Myo)、脑钠肽 (BNP)，以及感染类的降钙素原 (PCT) 和 C 反应蛋白 (CRP)。

从国际巨头 Aler 和国内基蛋生物及明德生物的发展看，心血管和炎症类产品在干式免疫荧光层析技术应用的带动下，呈高速增长态势，即定量产品在国内正高速增长。

表 8：基蛋生物和明德生物核心定量产品增长情况 (单位：百万元)

报告期	2012	2013	2014	2015	2016
基蛋生物：心血管类	69.41	120.33	158.27	202.35	245.19
yoy		73%	32%	28%	21%
其中：B 胶体金法 (半定量)			137.11	148.23	143.58
yoy				8%	-3%
其中：A 干式免疫荧光定量法			21.16	54.12	101.61
yoy				156%	88%
基蛋生物：炎症类	3.53	17.94	37.89	54.43	80.41
yoy		408%	111%	44%	48%
明德生物：心脑血管疾病诊断 POCT 试剂		8.48	22.40	49.20	
yoy			164.2%	119.6%	
其中：NT-proBNP 检测试剂盒		4.56	11.95	26.73	
yoy			162.1%	123.7%	
其中：cTnI 单项/联合检测试剂盒		2.53	6.45	13.83	
yoy			154.9%	114.4%	
明德生物：感染性疾病诊断 POCT 试剂		10.34	24.11	37.10	
yoy			133.2%	53.9%	
其中：PCT 检测试剂盒		9.84	22.53	32.99	
yoy			129.0%	46.4%	

数据来源：wind，西南证券整理

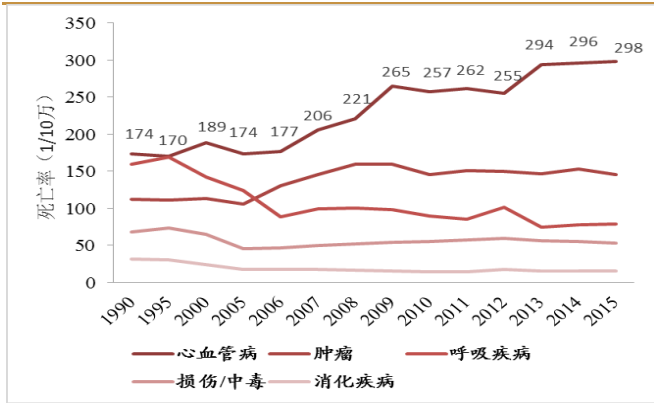
3.2.2 发病率提升+限抗生素使用，推动传染病和慢病检测行业快速增长

心脏标志物检测：患病率提升推动其成为 POCT 发展最快的领域

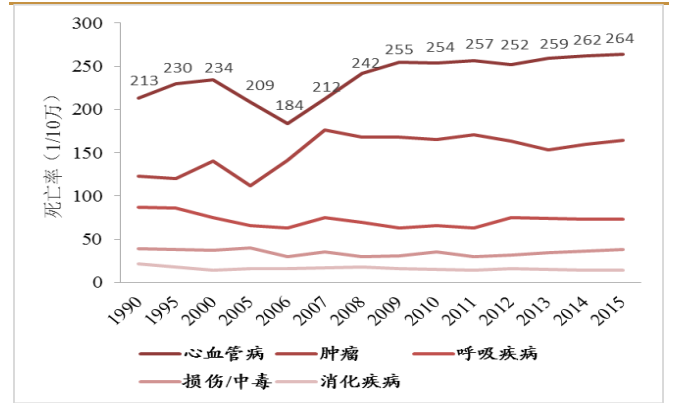
心脏标志物全称为心脏损伤早期标志物，是指心脏损伤后 6 小时内血中水平升高的标志物，是临床中诊断心肌梗死、心肌缺血、心衰等心脏疾病的重要检测指标，主要包括肌酸激酶 MB 同工酶 (CK-MB)、心肌肌钙蛋白 (cTn)、B 型尿钠肽 (BNP) 等。

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，从而实现快速对症治疗。

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,其中高血压 2.7 亿,心肌梗死 250 万,心力衰竭 450 万,肺心病 500 万,风心病 250 万,先心病 200 万,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。根据《中国心血管病报告 2015》的相关数据,报告期内,心血管病死亡占城乡居民总死亡原因的首位,心血管病的疾病负担日渐加重,中国心血管病危险因素流行趋势明显,导致了心血管病的发病人数持续增加,今后 10 年心血管病患者人数仍将快速增长。

图 22: 历年中国农村居民主要疾病死亡率变化


数据来源: 基蛋生物招股书, 西南证券整理

图 23: 历年中国城市居民主要疾病死亡率变化 (重新画)


数据来源: 基蛋生物招股书, 西南证券整理

炎症检测: 限抗令下, 行业趋势向好

炎症类产品主要用于快速定量或定性检测人血清、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, 在轻微感染和重症感染疾病中都有很好的诊断价值。

近年来国内抗生素滥用导致病人的耐药性成为了普遍现象, 易造成非常严重的医疗后果。对患者使用炎症类试剂定量快速检测可以在短时间内判断患者的症状是由病毒还是由细菌引起, 从而在一定程度上避免了抗生素的滥用。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。

3.2.3 先进技术平台+齐全项目, 定量产品将持续爆发

从定量产品技术平台看, 目前荧光免疫层析技术正在逐步取代半定量的胶体金免疫层析技术, 如基蛋生物心血管类产品 B 胶体金法增速已有下滑趋势, 而 A 干式免疫荧光层析正高速增长。公司拥有飞测系列荧光免疫分析平台, 仪器数量达 6 款, 远超其他同类公司数量, 同时其中公司也是国内少数可自主研发全自动检测分析仪的公司。

从项目覆盖看, 公司已布局了炎症、心脏标志物、血糖、肾脏、妊娠和肿瘤标志物等领域, 合计 16 个项目。与基蛋生物相比, 公司产品覆盖基本齐全, 仅比基蛋生物少 1 个项目。与明德生物相比, 虽然检测数量上少了 10 个, 主要集中于健康体检部分, 但公司技术平台更为先进。公司在最主要的炎症 (对应公司传染病检测业务) 和心血管 (对应公司慢性病检测业务) 检测项目布局齐全。

公司定量平台技术领先, 且检测覆盖项目齐全, 实力位于行业前三甲。考虑到 2016 年公司全自动全仪器开始投放市场, 我们认为: 在仪器销售带动下, 公司定量产品延续高速增长态势。

表 9：国内四大 POCT 企业定量产品检测项目对比

公司		万孚生物	基蛋生物		明德生物	瑞莱生物	
技术平台		荧光免疫层析	荧光免疫层析	免疫层析	免疫层析	荧光免疫层析	免疫层析
炎症	全程 CRP	√	√	√	√		√
	hsCRP		√	√			
	PCT	√	√	√	√	√	√
	PCT/CRP	√	√	√	√		
心血管	CK-MB	√				√	√
	Myo	√				√	√
	cTnl	√	√	√	√		√
	H-FABP	√	√	√	√	√	√
	D-Dimer	√	√	√	√	√	√
	NT-proBNP	√	√	√	√	√	√
	S100-β				√		
	Lp-PLA2				√		
	hs-cTnl					√	
	MPO						√
	CK-MB/cTnl/Myo				√		
	NT-proBNP/cTnl	√	√	√			
	CK-MB/NT-proBNP/cTnl		√	√			
	CK-MB/NT-proBNP/H-FABP		√	√			
血糖	HbA1c	√	√	√	√		
	C-Peptide				√		
	INS				√		
肾脏	MAU	√	√	√	√		
	Cys-C	√	√	√	√		
	NGAL		√	√	√	√	√
	β2-微球蛋白		√	√			
妊娠	β-HCG	√	√	√	√		
	PAPP-A				√		
	IGFBP-1				√		
健康体检	脂蛋白 a (Lp(a))				√		
	前列腺特异性抗原 (PSA)	√			√		
	胃蛋白酶原 PGI/PGII				√		
	甲胎蛋白 (AFP)	√			√		
	骨钙素 (BGP)				√		
	铁蛋白 (Fer)				√		
	免疫球蛋白 E (IgE)				√		
合计		16	17	17	26	8	10

数据来源：各公司官网，西南证券整理

3.3 产品和渠道持续扩张，公司十年剑指 100 亿

参考我们的体外诊断行业深度报告中对国外体外诊断巨头发展路径的分析，齐全的产品线和完善的渠道是巨头成长必要条件。从 2016 年以来，公司在产品和渠道扩张方面做了大量工作，截止目前，公司已拓展了 15 个标的，其中销售渠道有 11 个，产品 3 个，下游服务 1 个。11 家销售渠道中，有 10 家有业绩承诺，我们简单假设全年并表，预计 2017-2018 年可并表收入分别为 4.7 亿元、6.8 亿元和 9 亿元，并表净利润为 2100 万元、3100 万元和 4000 万元，根据我们盈利预测，并表占总业绩近 10%，并表占总收入约 30%。**即我们认为：渠道扩张将和定量产品成为公司收入和净利润爆发的核心增长动力。**

表 10：公司近两年外延情况及业绩承诺（单位：百万元）

标的	股比	方式	项目	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	备注	公告日	并表日
河南贝通医院管理	51%	受让+增资	收入			70	120	180	销售渠道	2017/11/28	NA
			净利润			7	12	18			
达成生物科技(苏州)	51%	受让+增资	收入	7.29					化学发光产品	2017/4/26	2017/5/15
			净利润	-17.89							
陕西天心科技	51%	受让	收入		60	80	100		销售渠道	2017/4/26	2017/6/22
			净利润		6	7	8				
四川瑞坤恒远科技	51%	受让	收入		45	60	80		销售渠道	2017/4/26	2017/5/22
			净利润		4.5	6	8				
四川欣瑞康医疗器械	51%	增资	收入		50	65	90		销售渠道	2017/4/26	2017/5/25
			净利润		5	6.5	9				
山东万孚博德生物	51%	新设	收入		13	20	30		销售渠道	2017/4/26	2017/6/1
			净利润		2	3.5	5				
北京莱尔生物医药科技	51%	受让+增资	收入	14.03					循环肿瘤细胞检测技术	2017/4/26	2017/6/1
			净利润	-2.50							
广西东腾万孚生物工程	51%	新设	收入		50	55	61		销售渠道	2017/4/26	NA
			净利润		5	5.5	6.1				
广州海孚医疗科技	51%	新设	收入						销售渠道	2017/2/20	2017/3/12
			净利润								
南宁全迈捷医疗设备	51%	受让	收入		60	80	100		销售渠道	2017/1/18	2017/2/14
			净利润		8	10	12				
万孚(吉林)生物技术	51%	新设	收入		40	53	70		销售渠道	2017/1/18	2017/4/5
			净利润		4.8	6.36	8.4				
Atlas Genetics	14%	认购	收入	5.91					分子诊断产品	2016/12/14	2017/1/20
			净利润	-5.86							
厦门信德科创生物	51%	受让+增资	收入	-	90	120	150		销售渠道	2016/12/14	2016/12/26
			净利润	-4.72							
四川万孚医疗器械	51%	新设	收入	45	60	80	100		销售渠道	2016/6/3	2016/8/31
			净利润	5	6	8	10				
合计并表收入					468	683	901				
合计并表净利润					21	31	40				

数据来源：公司公告，西南证券整理。注：Atlas Genetics 收入和净利润单位为百万欧元；四川外孚和信德科创生物 2019 年为我们预计数据；2017-2019 年业绩承诺一般跨年度业绩承诺

根据公司官网显示,公司将突破 POCT 产业边界,专注心脑血管疾病、糖尿病和呼吸道疾病的全过程管理,整合资源,集成大诊断(包括体外快速诊断、快速病理诊断、医学影像诊断)发展战略,搭建网络,提供从诊断、控制到反馈的全过程个人慢性病健康管理,实现十年一百亿收入的战略目标。参考国际巨头发展历程,我们认为在该战略目标下,公司将持续进行产品和渠道的外延扩张,公司收入和业绩的高增长态势有望延续。

图 24: 公司战略目标



数据来源: 公司官方网站, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 主营业务盈利预测

基于上述分析,我们做出如下假设:

- 1) **传染病检测和慢病检测业务:** 主要为定量产品,核心项目为 PCT/CRP 和心脏标志物,在国内渠道扩张和新的全自动飞测仪器投放带动下,我们预计 2017-2019 年传染病和慢病销量增速分别为 50%/35%/30%和 65%/45%/40%。根据 2017 年中报,我们预计毛利率分别维持 67%和 90%。
- 2) **毒品(药物滥用)和妊娠及优生优育检测:** 主要为定性产品,核心区域为美国市场的毒品检测,国内和欧洲的妊娠检测。毒品检测市场份额提升空间巨大,国内妊娠业务成立了子公司营销改革,我们预计 2017-2019 年毒品检测和妊娠检测销量增速分别为 65%/45%/40%和 35%/35%/35%。根据 2017 年中报,我们预计毛利率分别维持 69%和 51%。
- 3) **贸易业务:** 公司加大了渠道扩张的步伐,根据业绩承诺,我们预计 2017-2019 年将分别增加收入 3.0 亿元、5.7 亿元和 8.0 亿元,毛利率维持 40%。

表 11: 公司收入拆分及盈利预测

单位: 百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计: 营业收入	365.40	428.78	547.35	1,090.67	1,655.95	2,234.79
yoy	47.55%	17.35%	27.65%	99.26%	51.83%	34.95%
合计: 营业成本	128.35	142.48	172.46	415.70	662.13	897.37
毛利率	64.87%	66.77%	68.49%	61.89%	60.02%	59.85%
传染病检测						
收入	115.15	151.25	194.86	292.29	394.59	512.97
yoy	66.7%	31.4%	28.8%	50.00%	35.00%	30.00%
成本	34.03	44.38	58.25	96.46	130.22	169.28
毛利率	70.45%	70.66%	70.11%	67.00%	67.00%	67.00%
慢性疾病检测						
收入	44.87	75.7	105.58	174.21	252.60	353.64
yoy	118.3%	68.7%	39.5%	65.00%	45.00%	40.00%
成本	8.65	12.19	11.39	17.42	25.26	35.36
毛利率	80.72%	83.90%	89.21%	90.00%	90.00%	90.00%
毒品(滥用药物)检测						
收入	115.7	116.57	133.76	193.95	261.84	340.39
yoy	48.8%	0.8%	14.7%	65.00%	45.00%	40.00%
成本	44.89	44.31	43.23	60.13	81.17	105.52
毛利率	61.20%	61.99%	67.68%	69.00%	69.00%	69.00%
妊娠及优生优育检测						
收入	87.49	81.8	88.65	119.68	161.56	210.03
yoy	11.2%	-6.5%	8.4%	35.00%	35.00%	35.00%
成本	40.29	40.45	46.29	58.64	79.17	102.92
毛利率	53.95%	50.55%	47.78%	51.00%	51.00%	51.00%
其他类						
收入	2.19	3.45	5.83	11.66	17.49	22.74
yoy	39.4%	58.1%	68.8%	100.00%	50.00%	30.00%
成本	0.49	1.15	2.25	3.73	5.60	7.28
毛利率	77.63%	66.67%	61.41%	68.00%	68.00%	68.00%
贸易类						
收入			18.68	298.88	567.87	795.02
yoy				1500.00%	90.00%	40.00%
成本			11.04	179.33	340.72	477.01
毛利率			40.90%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源: wind, 西南证券

综上, 我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 10.9 亿元、16.6 亿元和 22.3 亿元, 同比增速分别为 99.3%、51.8%和 35.0%。毛利率分别为 61.9%、60.0%和 59.9%。

在期间费用率方面，我们假设如下：

- 1) 销售费用率：规模效应提升的带动下，我们预计 2017-2019 年销售费用率分别为 23%/21%/19%。
- 2) 管理费用率：规模效应提升的带动下，我们预计 2017-2019 年管理费用率分别为 19%/17%/17%。
- 3) 财务费用率：公司定增已经过会，资金到位后，公司 2018 年开始财务费用率有望降低，我们预计 2017-2019 年财务费用率分别为 -1%/-2%/-2%。

表 12：公司期间费用率预测

项目	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售费用	83.84	47.83	53.27	60.31	68.01	76.46
销售费用率	23%	23%	25%	23%	21%	19%
管理费用	62.36	74.88	102.45	201.77	281.51	368.74
管理费用率	17%	17%	19%	19%	17%	17%
财务费用	0.67	-5.79	-11.56	-12.71	-27.70	-37.88
财务费用率	0%	-1%	-2%	-1%	-2%	-2%
期间费用	146.88	116.92	144.16	249.37	321.82	407.32
期间费用率	40%	39%	41%	40%	36%	34%

数据来源：wind，西南证券

综上所述我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 2.1 亿元、3.5 亿元和 5.0 亿元，同比增速分别为 44.8%、67.0%和 42.9%，三年复合增速 51%。

4.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2) β 系数选用医疗器械（申万分类）行业最近 60 个月 β 值的算术平均；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率；
- 4) 市场组合报酬率 R_m ：12%。

表 13：绝对估值假设情况

绝对估值假设项目	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	3.50%
市场组合报酬率 R_m	12.00%

绝对估值假设项目	数值
无杠杆 β	0.88
有杠杆 β	0.91
债务资本比重 Wd	10.00%
债务资本成本 Kd	5.00%
有效税率 Tx	15.00%

数据来源: wind, 西南证券

表 14: FCFF 模型估值结果

FCFF	2017E
EBIT	215.88
所得税税率	0.15
EBIT*(1-所得税税率)	183.61
折旧与摊销	31.41
营运资金的净变动	(22.18)
资本性投资	(5.00)
FCFF	187.85
PV(FCFF)	169.94
核心企业价值	8359.08
净债务价值	(1058.60)
股票价值	9417.68
每股价值	52.89

数据来源: wind, 西南证券

表 15: FCFF 估值敏感性分析

WACC	9.04%	9.54%	10.04%	10.54%	11.04%	11.54%	12.04%
1.5%	57.12	53.40	50.12	47.22	44.63	42.31	40.22
2.0%	59.80	55.66	52.06	48.89	46.08	43.58	41.33
2.5%	62.88	58.25	54.25	50.77	47.70	44.98	42.56
3.0%	66.47	61.24	56.76	52.89	49.52	46.55	43.92
3.5%	70.71	64.72	59.65	55.32	51.58	48.31	45.44
4.0%	75.80	68.82	63.02	58.12	53.93	50.31	47.14
4.5%	82.00	73.75	67.00	61.39	56.65	52.59	49.08

数据来源: wind, 西南证券

从上述分析结果看, 公司绝对估值 52.89 元。

4.3 相对估值

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.18 元、1.97 元和 2.81 元, 对应当前股价 PE 分别为 59/35/25 倍。考虑到公司 POCT 高成长性的特性, 我们选取了 IVD 行业高增长的分子诊断、化学发光和其他非血糖 POCT 企业作为对标公司 (凯普生物、透景生命、艾德生物、

理邦仪器、安图生物和基蛋生物), 行业 2017-2019 年平均 PE 分别为 56/42/31 倍。若给予公司 2018 年行业平均 42 倍估值, 对应相对估值为 82.74 元。

表 16: 可比公司估值情况

代码	简称	市值 亿元	最新价 格(元)	归母净利润 (百万元)				市盈率				16-19 CAGR
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	
300639.SZ	凯普生物	58	63.88	76	95	121	159	76	62	48	36	28%
300642.SZ	透景生命	57	94.88	98	125	165	221	58	46	35	26	31%
603658.SH	安图生物	219	52.14	350	449	607	799	63	49	36	27	32%
300206.SZ	理邦仪器	50	8.50	26	82	124	188	189	61	40	26	92%
300685.SZ	艾德生物	69	85.68	67	84	110	155	102	82	62	44	32%
603387.SH	基蛋生物	74	55.92	138	185	241	307	53	40	31	24	30%
行业均值								90	56	42	31	
300482.SZ	万孚生物	124	69.8	145	210	350	501	86	59.20	35	25	51%

数据来源: wind, 西南证券整理。注: 可比公司归母净利润来源于 wind 一致预期, 截止时间 2017-12-10

考虑到绝对估值不能充分反映公司价值, 故采用相对估值法。公司是国内非血糖 POCT 龙头企业, 在定量产品高速增长和持续外延扩张驱动下, 我们认为公司未来三年业绩将保持高速增长态势, 近三年归母净利润复合增速达 51%, 给予公司 50 倍估值, 对应目标价 98.5 元, 给予“买入”评级。

5 风险提示

- 1) 公司近 40% 的收入来源于海外, 公司存在汇率波动较大导致业绩低于预期的风险。
- 2) 目前国内很多企业积极开展定量产品平台研发, 公司存在行业竞争加剧导致毛利率下滑的风险。
- 3) 公司储备了分子诊断、微流控等高端 POCT 技术平台, 公司存在新产品研发失败或上市进度或低于预期的风险。
- 4) 并购标的业绩或不及预期的风险。
- 5) 新产品上市销售和渠道扩张或不达预期风险。

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	547.35	1090.67	1655.95	2234.79	净利润	145.51	210.73	351.90	502.87
营业成本	172.46	415.70	662.13	897.37	折旧与摊销	27.68	31.41	31.84	32.29
营业税金及附加	2.28	3.46	5.49	7.62	财务费用	-11.56	-12.83	-27.92	-38.11
销售费用	134.40	250.85	339.47	424.61	资产减值损失	-1.12	3.00	4.00	4.00
管理费用	102.45	201.77	281.51	368.74	经营营运资本变动	-8.50	-22.18	-25.35	-22.69
财务费用	-11.56	-12.83	-27.92	-38.11	其他	-40.01	-3.00	-9.00	-9.00
资产减值损失	-1.12	3.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	112.01	207.13	325.48	469.37
投资收益	10.28	0.00	5.00	5.00	资本支出	-85.84	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	52.85	0.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-33.00	-5.00	0.00	0.00
营业利润	158.72	228.70	396.27	575.56	短期借款	4.00	-4.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.51	19.05	18.42	18.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	174.23	247.75	414.69	593.71	股权融资	0.00	64.00	0.00	0.00
所得税	28.72	37.03	62.79	90.84	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	145.51	210.73	351.90	502.87	其他	-126.16	8.33	27.92	38.11
少数股东损益	0.52	0.75	1.26	1.80	筹资活动现金流净额	-122.16	68.33	27.92	38.11
归属母公司股东净利润	144.99	209.97	350.65	501.07	现金流量净额	-28.39	270.46	353.40	507.48
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	576.67	847.13	1200.53	1708.01	成长能力				
应收和预付款项	70.06	124.40	196.20	266.50	销售收入增长率	27.65%	99.26%	51.83%	34.95%
存货	79.29	191.13	304.43	412.58	营业利润增长率	30.32%	44.09%	73.27%	45.24%
其他流动资产	0.18	0.35	0.53	0.72	净利润增长率	16.08%	44.82%	67.00%	42.90%
长期股权投资	3.78	3.78	3.78	3.78	EBITDA 增长率	27.42%	41.43%	61.83%	42.37%
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	223.77	199.81	175.42	150.59	毛利率	68.49%	61.89%	60.02%	59.85%
无形资产和开发支出	27.80	25.35	22.90	20.45	三费率	41.16%	40.32%	35.81%	33.79%
其他非流动资产	24.20	24.19	24.18	24.18	净利率	26.58%	19.32%	21.25%	22.50%
资产总计	1005.75	1416.15	1927.98	2586.81	ROE	17.02%	18.60%	23.70%	25.30%
短期借款	4.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.47%	14.88%	18.25%	19.44%
应付和预收款项	119.93	251.93	399.53	543.72	ROIC	46.59%	53.74%	79.28%	101.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.94%	22.67%	24.17%	25.49%
其他负债	27.07	31.52	43.85	55.63	营运能力				
负债合计	151.00	283.45	443.38	599.34	总资产周转率	0.61	0.90	0.99	0.99
股本	176.00	178.05	178.05	178.05	固定资产周转率	2.95	5.25	9.04	14.12
资本公积	290.53	352.47	352.47	352.47	应收账款周转率	11.58	13.77	12.80	11.98
留存收益	379.34	589.31	939.96	1441.03	存货周转率	2.69	3.07	2.67	2.50
归属母公司股东权益	842.65	1119.84	1470.49	1971.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.34%	—	—	—
少数股东权益	12.10	12.86	14.11	15.91	资本结构				
股东权益合计	854.75	1132.70	1484.60	1987.47	资产负债率	15.01%	20.02%	23.00%	23.17%
负债和股东权益合计	1005.75	1416.15	1927.98	2586.81	带息债务/总负债	2.65%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.18	4.26	3.93	4.06
					速动比率	4.61	3.56	3.23	3.36
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.81	1.18	1.97	2.81
					每股净资产	4.80	6.36	8.34	11.16
					每股经营现金	0.63	1.16	1.83	2.64
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	174.85	247.29	400.20	569.75					
PE	85.69	59.17	35.43	24.80					
PB	14.54	10.97	8.37	6.25					
PS	22.70	11.39	7.50	5.56					
EV/EBITDA	66.87	46.72	27.99	18.77					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@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
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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