

新产品不断获批, 推动公司快速成长

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 国家药品监督管理局(NMPA)公布公司“人类BRCA1基因和BRCA2基因突变检测试剂盒(可逆末端终止测序法)”产品获得第三类体外诊断试剂获得医疗器械注册证。
- **新产品不断获批, 不断丰富肿瘤精准诊断产品线。** BRCA基因突变与卵巢癌、乳腺癌、胰腺癌在内的多种肿瘤的发生、进展等密切相关, 可加强公司在以上肿瘤精准检测的业务拓展力度; 该产品也填补了国内BRCA1/2基因临床合规检测的空白, 为公司未来发展提供新动能。此外, 该产品是公司第二个获NMPA批准的二代测序产品(NGS产品), 产品线不断得到充实。自2018年以来, 公司已经获批4个肿瘤精准检测产品, 未来仍将深耕肿瘤精准诊断领域, 随着新的靶点药物发展, 新的检测产品会不断涌现。
- **收入和业绩符合预期, 保持快速增长。** 根据公司2018年业绩快报, 实现营业收入4.4亿元, 同比增长32.9%, 归属上市公司股东净利润为1.3亿元, 同比增长34.6%。公司2018年归母净利润为1.3亿元, 同比增速为34.6%; 其中, Q4实现0.31亿元归母净利润, 同比增长19.2%。公司连续多年实现收入与业绩的快速增长, 2013-2018年, 公司营业收入由0.74亿快速增长至4.4亿元, 复合增速为42.8%; 公司归母净利润由0.22亿快速增长至1.3亿元, 复合增速为42.0%。
- **受益于靶向治疗的普及, 做国内肿瘤精准诊断龙头。** 随着更多靶向药物被纳入医保目录, 以及海外靶向创新药进入国内速度的加快, 势必带动国内肿瘤精准诊断市场的快速发展。作为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, 公司凭借研发实力、销售渠道优势和品牌产品优势, 把握住了肿瘤精准医疗伴随诊断市场快速发展的契机。公司持续推进创新产品上市, 产品检测范围不断扩大, 将推动公司快速成长, 巩固行业龙头地位。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.88元、1.18元、1.56元, 未来三年归母净利润复合增速为33.7%。参考同行公司3年业绩平均复合增速和2019年平均PE, 我们认为公司3年业绩复合增速高于行业平均水平; 考虑到公司业绩高成长性和小市值溢价, 给予公司19年55倍PE, 对应目标价为65元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品研发进展与销售低于预期, 肿瘤精准检测产品竞争加剧风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	330.37	438.99	579.78	760.79
增长率	30.59%	32.88%	32.07%	31.22%
归属母公司净利润(百万元)	94.07	126.57	169.23	224.79
增长率	40.33%	34.55%	33.70%	32.83%
每股收益EPS(元)	0.65	0.88	1.18	1.56
净资产收益率ROE	14.49%	16.82%	18.35%	19.59%
PE	77	57	43	32
PB	11.17	9.29	7.59	6.10

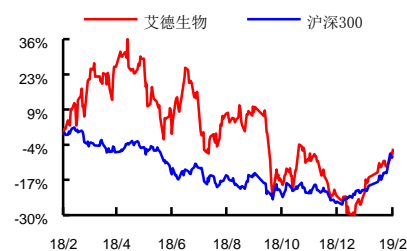
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进
执业证号: S1250517100002
电话: 021-68416017
邮箱: cj@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)	1.44
流通A股(亿股)	0.88
52周内股价区间(元)	37.11-130.28
总市值(亿元)	72.50
总资产(亿元)	8.20
每股净资产(元)	5.04

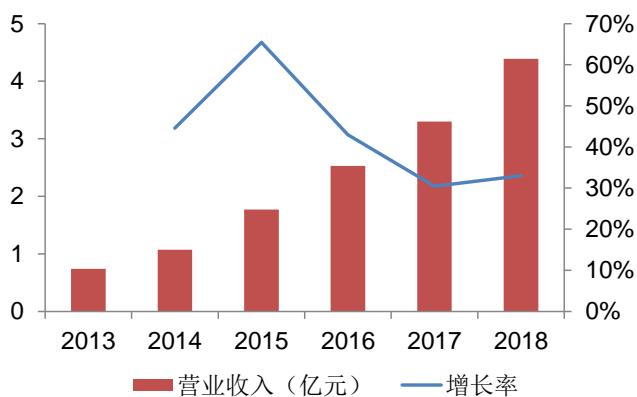
相关研究

1 公司主营：肿瘤精准医疗分子诊断试剂龙头

公司主营业务系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。公司产品主要用于检测肿瘤患者相关基因状态，为肿瘤靶向药物的选择和个体化治疗方案制定提供科学依据。

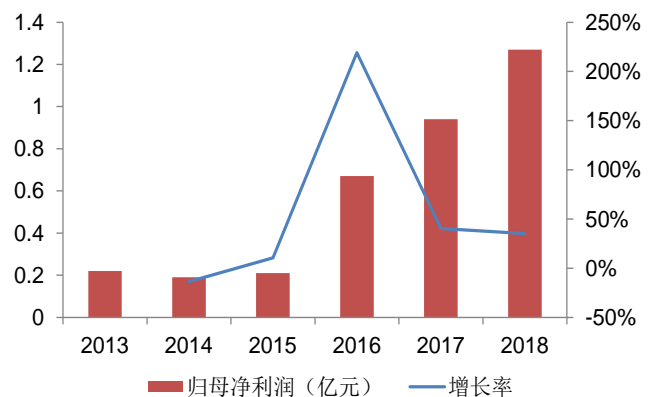
2013-2018年，公司营业收入由0.74亿元快速增长至4.4亿元，复合增速为42.8%；2013-2018年，公司归母净利润由0.22亿元快速增长至1.3亿元，复合增速为42.0%。2018年，公司全年业绩为4.4亿元，同比增长32.9%，保持稳定增长趋势。公司正处于发展上升阶段，未来仍将有望保持快速增长势头。

图 1：2013-2018 公司营收及增速



数据来源：wind，西南证券整理

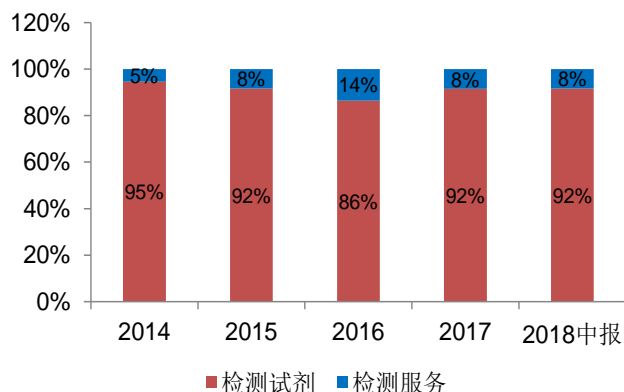
图 2：2013-2018 归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

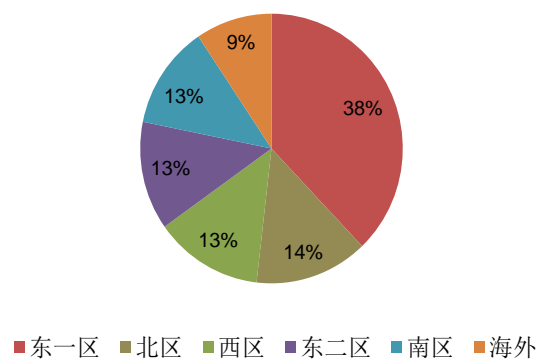
公司主营业务结构：公司的主营业务收入包括肿瘤精准医疗分子诊断试剂销售收入和检测服务收入。其中诊断试剂主要为肿瘤精准医疗靶向用药分子诊断试剂和肿瘤化疗用药分子诊断试剂两大类。肿瘤精准医疗分子诊断试剂销售收入对主营业务收入的贡献率维持在85%以上；公司主要营业收入来自于东一区销售。

图 3：2014-2018 中报公司主营业务收入按产品类别构成情况



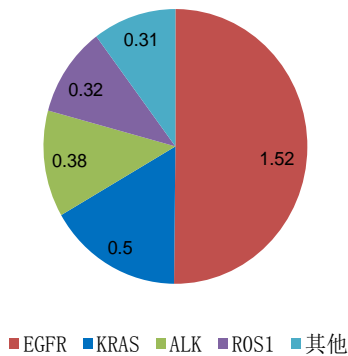
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2017 年公司主营业务收入（亿元）按地区构成情况

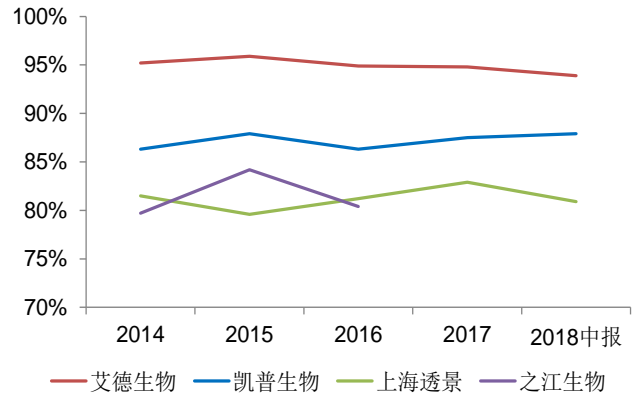


数据来源：wind，西南证券整理

肿瘤精准医疗分子诊断试剂按试剂类别分为 EGFR、KRAS、ALK、ROS1 和其他试剂，2017 年这些基因系列试剂产品销售收入分别为 1.52 亿元、0.5 亿元、0.38 亿元、0.32 亿元和 0.31 亿元。公司主要诊断试剂产品均保持较高的毛利率水平，均保持 90% 以上毛利率，2018 年中报显示毛利率为 93.9%，明显高于传统 IVD 试剂产品毛利率。

图 5：2017 年公司诊断试剂按产品类别构成情况


数据来源：wind，西南证券整理

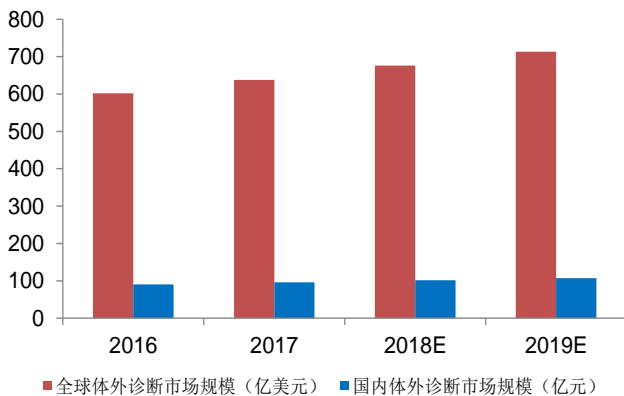
图 6：2014-2018H1 公司试剂与传统 IVD 企业毛利率比较


数据来源：wind，西南证券整理

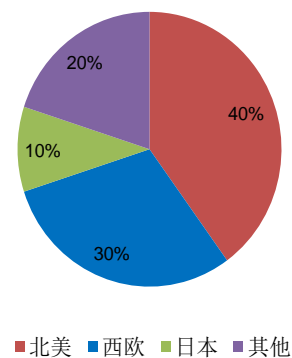
2 经营环境：国内体外诊断行业基数小、增速快

体外诊断行业近年来已成为医疗市场最活跃、发展速度最快的领域之一，2016 年全球体外诊断市场规模为 602.2 亿美元，预计到 2021 年，全球体外诊断市场将达 787.4 亿美元，年复合增长率为 5.5%。在亚太地区，中国是体外诊断行业增长最快的国家，也是除日本之外最大的体外诊断产品生产国。预计 2019 年国内体外诊断市场将达到 107 亿美元，预计增速保持在 18% 的高增速。

从全球体外诊断行业的市场份额来看，美国是全球最大的体外诊断市场，北美市场占全球 40% 的市场份额；西欧占 30% 的市场份额；日本占 10% 的市场份额；在亚太地区，中国是体外诊断市场增长最快的国家，也是除日本之外最大的体外诊断产品生产国。中国占世界人口比例近 20%，在全球体外诊断市场的份额仅为 5%，具有很大的增长空间。

图 7：2016-2019E 国内外体外诊断市场规模


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：全球体外诊断市场份额


数据来源：wind，西南证券整理

公司产品的竞争对手主要为华大基因、贝瑞基因、益善生物、源奇生物、利德曼、达安基因、九强生物、美康生物等，这些企业的基本信息如下：

表 1：可比企业信息

企业	核心业务	2018 净利润 (亿元)
艾德生物	肿瘤精准医疗分子诊断产品的研发、生产及销售、相关的检测服务	1.3 (全年)
益善生物	肿瘤患者个体化的靶标检测服务、医院建设个体化医疗靶标检测实验室技术咨询服务	亏损
华大基因	主营通过基因检测与分析等手段，为医疗机构、科研机构、企事业单位等提供基因组学类的检测和研究服务。	4.0 (全年)
贝瑞基因	主营通过基因检测与分析等手段，为医疗机构、科研机构、企事业单位等提供基因组学类的检测和研究服务。	2.4 (Q3)
利德曼	生化诊断试剂	0.6 (Q3)
达安基因	临床检验试剂和仪器的研发、生产、销售以及独立实验室临床检测服务	1.0 (全年)
九强生物	体外诊断产品的研究、生产、销售和服务	2.0 (Q3)
美康生物	体外诊断产品的研发、生产和销售、第三方医学诊断服务	2.0 (Q3)

数据来源：wind，西南证券整理

3 发展前景：最新第三类肿瘤精准诊断试剂获批、产品线不断丰富

2019 年 2 月 27 日，公司又一个第三类体外诊断试剂（BRCA1 基因和 BRCA2 基因突变检测试剂盒）获得医疗器械注册证。公司将以此为契机，持续加大卵巢癌、乳腺癌、胰腺癌等癌种检测的市场开拓力度，进一步促进公司肿瘤精准医疗检测业务的发展。此产品填补了国内 BRCA1/2 基因临床合规检测的空白，为公司未来发展提供了新动能。

公司致力于肿瘤精准医疗分子诊断业务，自公司成立以来在该领域取得技术创新上的重大突破。公司重视产品研发，近年来研发投入占比营业收入都在 19% 以上，公司拥有一支实力雄厚的研发团队，其中硕士、博士近 80 名，约占职工总人数的 20%。ADx-ARMS® 技术为公司自主研发的专利授权技术，在此基础上公司陆续获得医疗器械注册证，产品线不断丰富。下表为 2018 年以来公司陆续获得的医疗器械注册证。

表 2：2018 年以来获得的医疗器械注册证

产品名称	注册分类	预期用途
BRCA1 基因和 BRCA2 基因突变检测试剂盒	第三类体外诊断试剂	体外定性检测上皮性卵巢癌患者外周血样本 DNA 中 BRCA1 基因和 BRCA2 基因全编码区及外显子内含子连接区、UTR 区（非翻译区）和启动子区的点突变和插入缺失突变
人类 10 基因突变联合检测试剂盒	第三类体外诊断试剂	定性检测非小细胞肺癌（NSCLC）、结直肠癌（CRC）患者经中性福尔马林固定的石蜡包埋（FFPE）的组织样本中 EGFR/ALK/ROS1/RET/KRAS/NRAS/PIK3CA/BRAF/HER2/MET 基因变异
5 种突变基因检测试剂盒	第三类体外诊断试剂	体外定性检测非小细胞肺癌（NSCLC）患者组织 DNA/RNA 样本中人类 EGFR、ALK、ROS1、KRAS、BRAF 突变基因
人类 EGFR 基因突变检测试剂盒	第三类体外诊断试剂	体外定性检测晚期非小细胞肺癌（NSCLC）患者血浆 DNA 样本中人类 EGFR 突变基因

数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测

公司各分子砌块业务相对均匀，没有非常突出的分子砌块种类，经过对公司业务板块分析，我们做出如下预测：

- **检测试剂业务**：2018-2020 年，我们预计公司检测试剂订单增速分别为 35%、33%、32%，毛利率维持 94%。
- **检测服务业务**：2018-2020 年，我们预计公司芳香杂环类砌块订单增速分别为 12%、20%、20%，毛利率维持 70%。
- 公司期间费用率基本维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 3：公司收入分拆及预测

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计：营业总收入	176.88	252.98	330.38	439.00	579.79	760.81
yoy		43.02%	30.60%	32.88%	32.07%	31.22%
合计：营业总成本	12.1	22.7	25.2	33.9	43.8	56.5
毛利率	93.15%	91.03%	92.38%	92.28%	92.44%	92.57%
检测试剂						
收入	162.13	218.14	301.94	407.619	542.13327	715.615916
yoy		34.55%	38.42%	35.00%	33.00%	32.00%
成本	6.58	11.17	17.35	24.46	32.53	42.94
毛利率	95.94%	94.88%	94.25%	94.00%	94.00%	94.00%
检测服务						
收入	14.74	34.24	28.02	31.38	37.66	45.19
yoy		132.29%	-18.17%	12.00%	20.00%	20.00%
成本	5.54	11.51	7.82	9.41	11.30	13.56
毛利率	62.42%	66.38%	72.09%	70.00%	70.00%	70.00%

数据来源：wind、西南证券

5 估值与评级

参考同行业公司估值情况，行业平均复合增速为 29.5%，估值 2019 年为 41.1 倍。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88 元、1.18 元和 1.56 元，3 年业绩复合增速为 33.7%，当前 PE 42.8 倍。我们认为公司是国内肿瘤精准诊断龙头企业，随着国内靶向治疗药物临床应用的不断普及，肿瘤精准诊断试剂与服务业务仍将保持快速增长，3 年业绩复合增速高于行业平均水平，考虑到公司业绩高成长性和小市值溢价，给予公司 19 年 55 倍 PE，对应目标价为 65 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：相关可比公司盈利及估值情况

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润一致预期 (亿元)				PE				三年
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	复合增速
300676.SZ	华大基因	320	4.0	4.0	5.9	7.5	80.0	80.0	54.2	42.7	23.3%
603658.SH	安图生物	249	4.5	5.8	7.5	9.7	55.3	42.9	33.2	25.7	29.2%
000710.SZ	贝瑞基因	154	2.3	3.3	4.3	5.8	67.0	46.7	35.8	26.6	36.1%
均值							67.4	56.5	41.1	31.7	29.5%

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

新产品研发进展与销售低于预期，肿瘤精准检测产品竞争加剧风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	330.37	438.99	579.78	760.79	净利润	94.07	131.29	175.37	232.94
营业成本	25.24	33.87	43.82	56.49	折旧与摊销	17.36	17.77	17.77	17.77
营业税金及附加	2.34	2.57	3.56	4.72	财务费用	3.68	-0.91	-1.55	-2.19
销售费用	129.77	155.84	208.14	275.40	资产减值损失	1.73	1.50	1.50	1.50
管理费用	76.72	96.58	124.65	159.77	经营营运资本变动	-20.33	3.68	-57.29	-65.22
财务费用	3.68	-0.91	-1.55	-2.19	其他	-4.62	-1.50	-1.50	-1.50
资产减值损失	1.73	1.50	1.50	1.50	经营活动现金流净额	91.89	151.84	134.30	183.31
投资收益	1.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-18.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-222.20	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	-240.63	0.00	0.00	0.00
营业利润	106.35	149.54	199.64	265.10	短期借款	-8.00	-2.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.58	-0.28	-0.29	-0.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.93	149.26	199.35	264.81	股权融资	247.23	0.00	0.00	0.00
所得税	12.87	17.96	23.99	31.87	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	94.07	131.29	175.37	232.94	其他	-0.41	0.91	1.55	2.19
少数股东损益	0.00	4.73	6.14	8.15	筹资活动现金流净额	238.82	-1.09	1.55	2.19
归属母公司股东净利润	94.07	126.57	169.23	224.79	现金流量净额	85.56	150.75	135.85	185.50
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	167.85	318.60	454.44	639.94	成长能力				
应收和预付款项	143.82	192.05	253.18	332.33	销售收入增长率	30.59%	32.88%	32.07%	31.22%
存货	9.70	13.02	16.84	21.71	营业利润增长率	77.41%	40.60%	33.51%	32.78%
其他流动资产	188.00	249.81	329.93	432.93	净利润增长率	43.69%	39.58%	33.57%	32.83%
长期股权投资	32.51	32.51	32.51	32.51	EBITDA 增长率	75.51%	30.62%	29.73%	30.02%
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	129.87	112.66	95.45	78.25	毛利率	92.36%	92.28%	92.44%	92.57%
无形资产和开发支出	14.99	14.65	14.31	13.96	三费率	63.61%	57.29%	57.13%	56.91%
其他非流动资产	8.11	7.89	7.67	7.45	净利率	28.47%	29.91%	30.25%	30.62%
资产总计	694.85	941.18	1204.34	1559.08	ROE	14.49%	16.82%	18.35%	19.59%
短期借款	2.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.54%	13.95%	14.56%	14.94%
应付和预收款项	30.50	45.04	55.55	72.65	ROIC	35.27%	45.91%	56.85%	63.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.56%	37.91%	37.23%	36.89%
其他负债	13.15	53.84	51.00	52.70	营运能力				
负债合计	45.65	98.88	106.55	125.34	总资产周转率	0.63	0.54	0.54	0.55
股本	80.00	144.00	144.00	144.00	固定资产周转率	2.84	3.62	5.57	8.76
资本公积	396.88	332.88	332.88	332.88	应收账款周转率	2.63	2.67	2.67	2.66
留存收益	172.32	298.89	468.12	692.91	存货周转率	2.74	2.98	2.94	2.93
归属母公司股东权益	649.20	775.77	945.00	1169.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.32%	—	—	—
少数股东权益	0.00	4.73	10.86	19.02	资本结构				
股东权益合计	649.20	780.50	955.86	1188.81	资产负债率	6.57%	10.51%	8.85%	8.04%
负债和股东权益合计	694.85	879.37	1062.41	1314.15	带息债务/总负债	4.38%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	13.03	8.38	10.54	12.01
					速动比率	12.78	8.24	10.38	11.83
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.65	0.88	1.18	1.56
					每股净资产	4.51	5.42	6.64	8.26
					每股经营现金	0.64	1.05	0.93	1.27
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	127.40	166.40	215.87	280.68					
PE	77.08	57.28	42.84	32.25					
PB	11.17	9.29	7.59	6.10					
PS	21.95	16.52	12.51	9.53					
EV/EBITDA	30.27	41.62	31.45	23.53					
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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn