



心血管类 POCT 领先企业，“试剂+生物原料+仪器”

协同发展助高成长

2019.4.7

唐爱金(分析师) 谭紫媚(研究助理)
电话: 020-88836115 020-88836115
邮箱: tangaij@gzgzhs.com.cn tan.zimei@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001

- 公司为国内心血管类 POCT 领先企业，我国心血管类 POCT 处于成长期，POCT 产品“时间+空间+操作”优势突出，受益国家分级诊疗政策迎发展机遇

POCT 产品在“时间+空间+操作”方面具备优势，应用场景丰富。受益于分级诊疗推动基层扩容、临床科室需求精细化、胸痛中心打开增量市场，我国 POCT 市场高速发展。心血管类 POCT 产品处于成长期，发展前景好；罗氏、Alere、梅里埃三大外资企业占据 64% 的市场份额，公司为国产领先，市占率为 12%。

- 公司“试剂+生物原料+仪器”协同发展，全国营销网络布局完善，研发创新蓄能储备力

(1) 公司心血管类 POCT 产品可检测项目齐全，在国内市场规模领先，历年收入增速超 20%；其中干式免疫荧光定量法产品满足市场对产品使用便捷性、灵敏性等需求，市场接受度较高、需求不断增长，收入占比不断提升：由 2013 年 3.31% 提升至 2017 年 41.44%。公司炎症类 POCT 产品，受益于限抗令影响，近三年收入增速持续超 40%。

(2) 生物原料在体外诊断试剂生产中用量较大，成本占比较高，同时影响产品质量；但是由于生物原料研发生产难度大，国内企业的生物原料大多依赖进口。公司通过自主生产生物原料，保证产品质量稳定性及降低生产成本，心血管产品毛利率约 93% 左右，远高于其他同行上市公司的相关产品毛利率。

(3) 2013-2016 年公司的仪器收入来源主要以自产产品 FIA 系列和 GETEIN 系列为主，并通过不断推出新的型号产品而开拓新的市场。2017 年和 2018 年相继推出了 MAGICL6800 全自动化学发光测定仪、CM-800 全自动生化分析仪和 GETEIN3200 生化免疫定量分析仪，产品线日益丰富，有望协同试剂产品一起逐步替代进口品牌。此外，Getein3600 生化免疫定量分析仪及其系列配套试剂、Getein200 便携式生化免疫分析仪及其系列配套试剂公司计划在今年推入市场。

(4) 公司逐步搭建覆盖全国的经销商体系，销售人员由 2014 年末的 195 人增加到 2018 年末的 500 多人，经销商由 2014 年末的 600 多家增加到 2018 年末的近 5,000 家。同时重视创新研发，研发费用由 2012 年 795 万元增加到 2017 年 5404 万元，期间复合增速为 47%；研发费用在营业收入中的占比超 10%。由于公司不断自主研发，目前已经建立了胶体金免疫层析、荧光免疫层析、生化胶乳试剂、化学发光和诊断试剂原材料开发五大技术平台。

- **盈利预测与估值：**根据公司现有业务情况，我们测算 18-20 年 EPS 分别为 1.34/1.71/2.14 元，对应 29/21/18 倍 PE。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**产品价格下降风险、市场竞争风险、医改和监管政策变化风险、核心技术失密风险。

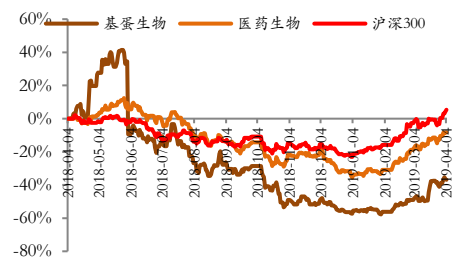
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	488.58	688.49	882.50	1119.54
同比(%)	32.37%	40.92%	28.18%	26.86%
归属母公司净利润	193.99	249.11	317.98	397.69
同比(%)	40.21%	28.41%	27.65%	25.07%
每股收益(元)	1.04	1.34	1.71	2.14
P/E	26.20	28.75	22.52	18.01
P/B	4.44	5.37	4.63	3.91
EV/EBITDA	5.74	22.38	17.20	13.38

强烈推荐(首次)

现价: 38.50
目标价: 47
股价空间: 22%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
基蛋生物	21.30	47.92	-11.68
医药生物	11.01	42.53	7.02
沪深 300	7.07	37.01	18.13

基本资料

总市值(亿元)	71.61
总股本(亿股)	1.86
流通股比例	49.51%
资产负债率	10.11%
大股东	苏恩本
大股东持股比例	39.51%

相关报告



目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1. 基蛋生物：心血管类 POCT 产品的领军企业.....	4
1.1 专注于 POCT 领域，心血管类产品全国领先	4
1.2 董事长苏恩本持股 39.51%，主攻心血管研究方向	4
1.3 公司营收复合增速高达 45.14%，毛利率稳定在 80% 以上	5
2. POCT 行业增速达 24%，心血管类产品处于成长期	6
2.1 POCT 产品在“时间+空间+操作”具备优势，应用场景丰富	6
2.2 POCT 市场增速约 24%，外资品牌占据国内市场半壁江山	7
2.3 我国心血管类 POCT 处于成长期，符合分级诊疗趋势迎高速发展.....	8
3. 公司心血管类产品国内领先，“试剂+生物原料+仪器”协同发展.....	9
3.1 心血管类 POCT 产品在国内规模领先，收入增速超 20%	9
3.2 限抗令影响持续，炎症类 POCT 产品收入增速超 40%	10
3.3 自产生物原料，保证产品质量稳定性及降低生产成本.....	11
3.4 自产仪器与试剂产品协同，逐步实现进口替代.....	11
4. 营销布局冲锋陷阵，研发创新储能蓄力	12
5. 业务拆分与盈利预测	13
6. 风险提示	15



图表目录

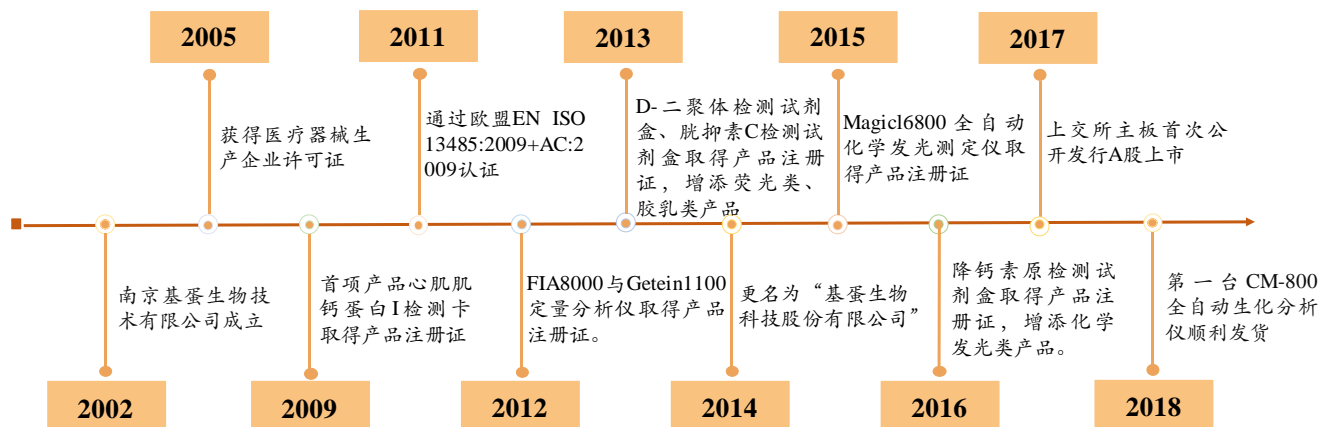
图表 1.	基蛋成立于 2002 年，逐渐发展成体外诊断细分行业龙头.....	4
图表 2.	形成以苏恩本董事长为核心的管理团队，且公司逐步形成完整的医药全产业链.....	4
图表 3.	12-18 年营业收入复合增速 45.14%.....	5
图表 4.	12-18 年归母净利润复合增速 49.90%.....	5
图表 5.	心血管类试剂收入占比均在 60%以上.....	5
图表 6.	收入以国内为主，占比在 95%以上.....	5
图表 7.	心血管类试剂毛利率较高且逐年上升.....	6
图表 8.	销售费用率和管理费用率趋于稳定.....	6
图表 9.	POCT 具备检测时间短、空间不受限制和操作简单三大特色.....	6
图表 10.	POCT 被广泛应用于检验实验室以外的多个场景.....	7
图表 11.	全球 POCT 市场发展稳定，GAGR 约 8%.....	7
图表 12.	我国 POCT 市场增速快，GAGR 约 24%.....	7
图表 13.	心标在全球 POCT 市场中占比约 9%.....	8
图表 14.	2017 年我国心血管类 POCT 市场构成.....	8
图表 15.	POCT 行业显著受益于分级诊疗医疗政策.....	8
图表 16.	从产品种类看，感染、心标、肿标等处于成长期.....	9
图表 17.	我国城市居民心血管病死亡率不断上升.....	9
图表 18.	2018 年全球心血管类 POCT 约 29 亿美元.....	9
图表 19.	上市公司心血管 POCT 产品检测项目比较.....	10
图表 20.	上市公司心血管类产品收入增速可观.....	10
图表 21.	荧光定量法心血管产品收入占比不断提升.....	10
图表 22.	心血管产品不同方法学的单价（元/条）.....	10
图表 23.	基蛋炎症类产品近年收入增速在 40%以上.....	11
图表 24.	免疫荧光法炎症类产品收入占比过半.....	11
图表 25.	原材料在试剂生产成本中占比超 60%.....	11
图表 26.	基蛋生物成本优势明显.....	11
图表 27.	公司自产仪器收入逐年增加（单位:万元）.....	12
图表 28.	近年推出新品生化 and 化学发光仪器.....	12
图表 29.	从 2016 年 POCT 上市公司地区分布看，基蛋国内略高于万孚.....	12
图表 30.	基蛋研发费用 12-17 年复合增长率 47%.....	13
图表 31.	基蛋生物研发支出的营收占比超 10%.....	13
图表 32.	基蛋生物业绩拆分及预测.....	13

1. 基蛋生物：心血管类 POCT 产品的领军企业

1.1 专注于 POCT 领域，心血管类产品全国领先

基蛋生物成立于 2002 年，2017 年登陆 A 股市场，目前主要产品为自主研发的 POCT 体外诊断试剂及配套仪器。公司近几年迅速发展，构建了完善的营销网络体系，全国设有 20 余家子公司及办事处，并积极开拓国际市场，产品销往欧洲、美洲、亚洲和非洲的 100 余个国家及地区。

图表1. 基蛋成立于 2002 年，逐渐发展成体外诊断细分行业龙头

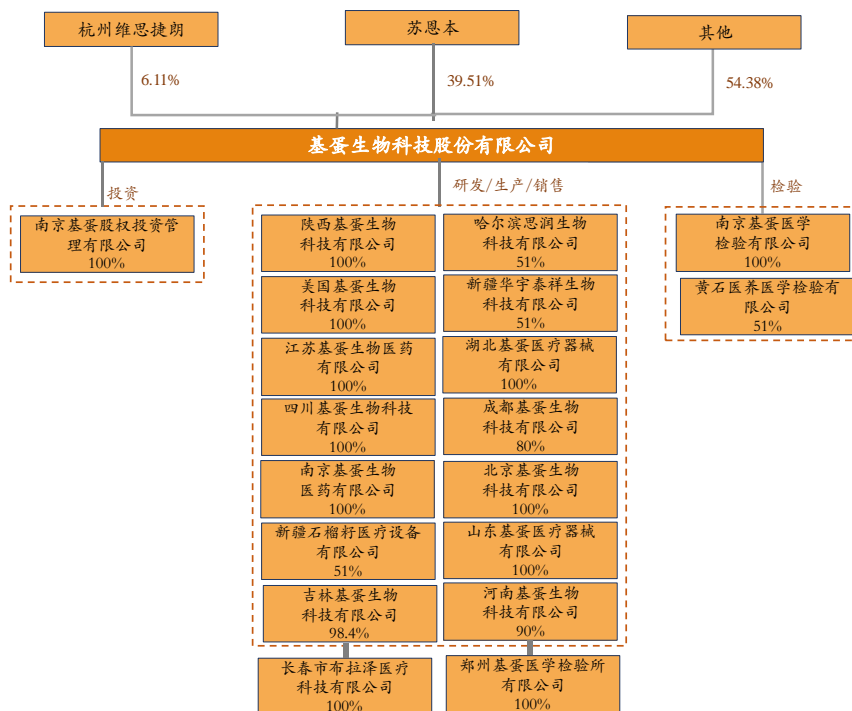


资料来源：公司官网、广证恒生

1.2 董事长苏恩本持股 39.51%，主攻心血管研究方向

公司大股东为苏恩本（持股 39.51%），是公司的实际控制人，曾先后在省中医院医学科、心血管内科及中心实验室等部门工作，主攻研究心血管临床和心肌损伤诊断指标。

图表2. 形成以苏恩本董事长为核心的管理团队，且公司逐步形成完整的医药全产业链

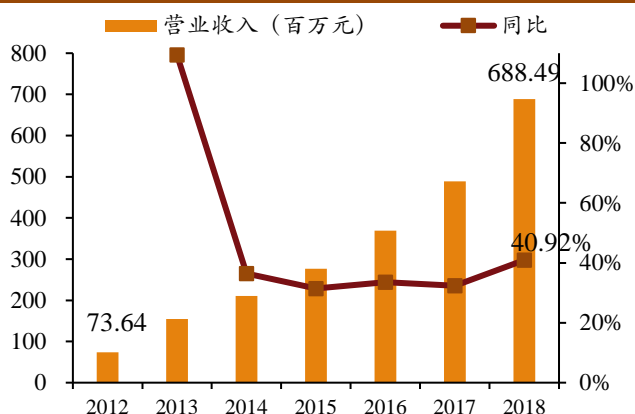


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

1.3 公司营收复合增速高达 45.14%，毛利率稳定在 80% 以上

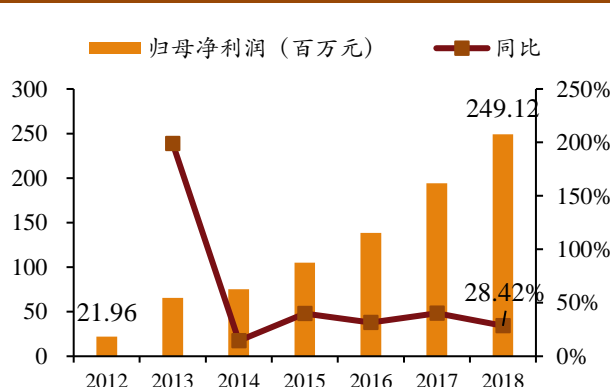
经营业绩分析:公司营业收入从 2012 年的 7364 万元增长到 2018 年 6.88 亿元,年复合增长约 45.14%;归母净利润从 2012 年的 0.22 增长到 2017 年的 2.49 亿元,年复合增长约为 49.90%。其中 2018 年业绩快报显示营业收入和归母净利润分别为 6.88 亿元和 2.49 亿元,同比增长分别为 40.92%和 28.42%。

图表3. 12-18 年营业收入复合增速 45.14%



资料来源:公司公告、Wind、广证恒生

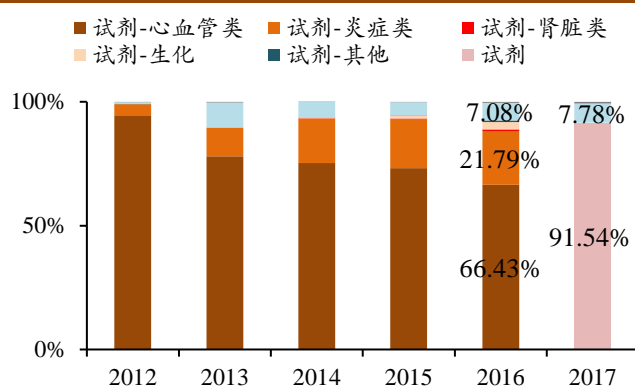
图表4. 12-18 年归母净利润复合增速 49.90%



资料来源:公司公告、Wind、广证恒生

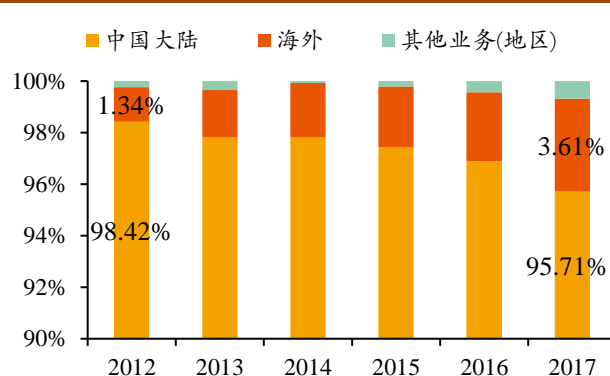
营收构成分析:分产品看,公司收入以试剂为主,2017 年试剂和仪器的营收占比分别为 91.54%和 7.78%,2016 年心血管类试剂、炎症类试剂、肾脏类试剂的营收占比分别为 66.43%、21.79%、3.71%;2017 年试剂和仪器收入占比分别为 91.54%、7.78%。分地域看,公司收入主要源于国内,历年收入占比均在 95%以上;近年随着海外市场的拓展,海外收入占比从 2012 年 1.35%增长到 2017 年 3.61%。

图表5. 心血管类试剂收入占比均在 60% 以上



资料来源:公司公告、Wind、广证恒生

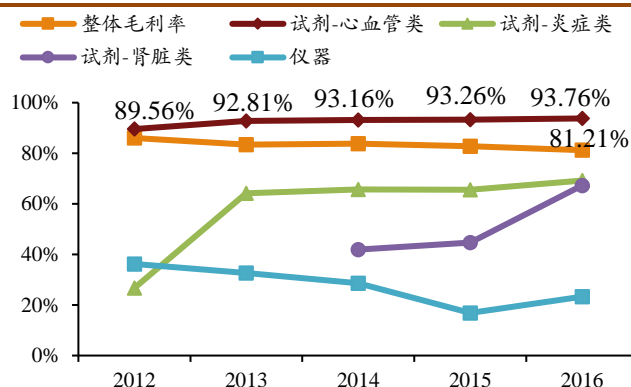
图表6. 收入以国内为主, 占比在 95% 以上



资料来源:公司公告、Wind、广证恒生

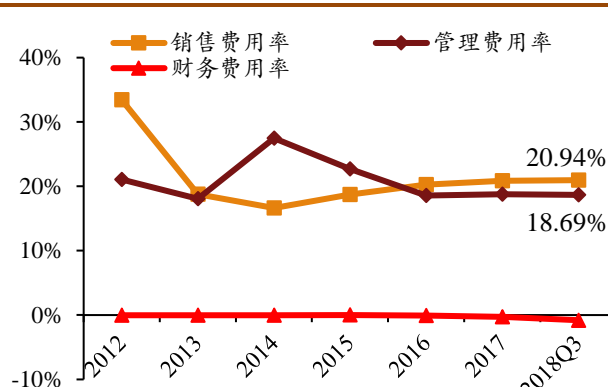
盈利能力分析:公司试剂产品毛利率基本维持在 80% 以上,其中收入占比较大的心血管类试剂自 2013 年起毛利率稳定在 90% 以上,且呈现逐年上升趋势,主要是因为干式免疫荧光定量法产品作为免疫诊断领域中的新产品,价格逐年上升;2014-2016 年占心血管类实际产品的收入比例分别为 13.37%、26.75%、41.44%。炎症类和肾脏类试剂收入规模较小,毛利率也在逐年提升,2016 年在 67% 左右。仪器产品的毛利率则波动较大。公司管理费用率和销售费用率趋于稳定,2018 年三季度分别为 18.69%和 20.94%。

图表7. 心血管类试剂毛利率较高且逐年上升



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表8. 销售费用率和管理费用率趋于稳定



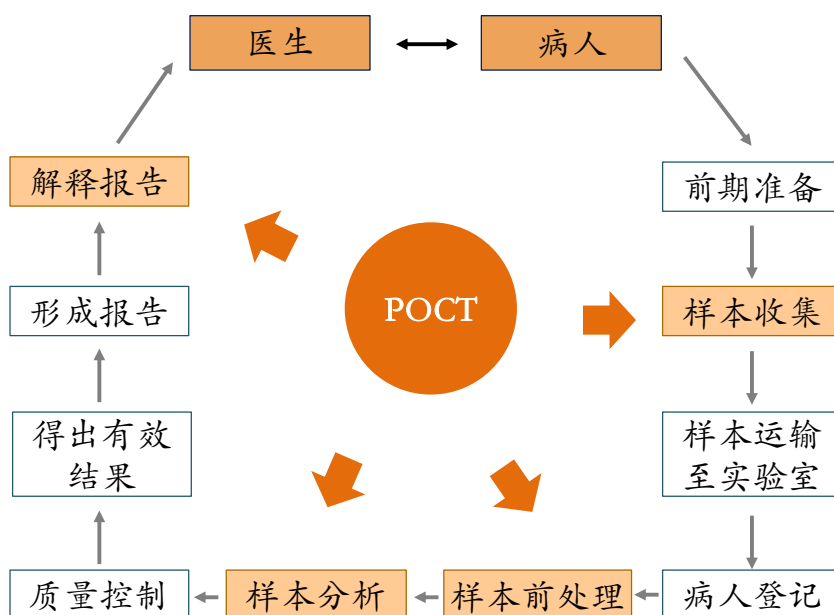
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

2. POCT 行业增速达 24%，心血管类产品处于成长期

2.1 POCT 产品在“时间+空间+操作”具备优势，应用场景丰富

POCT(point-of-care testing) 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。其作为传统检验实验室检验方法的补充，具备检测时间短、空间不受限制和操作简单三大特色，被广泛应用于检验实验室以外的多个场景。

图表9. POCT 具备检测时间短、空间不受限制和操作简单三大特色



资料来源：公开资料、广证恒生

图表10. POCT 被广泛应用于检验实验室以外的多个场景

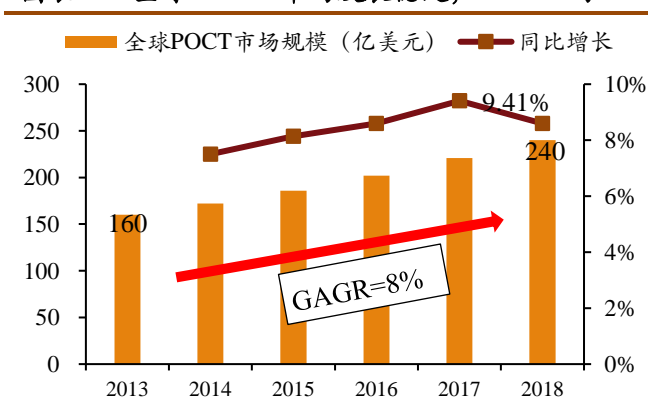
应用环境	应用领域	主要用途
医院	急诊化验室	及时提供抢救患者的检验信息
	医院重症病房	与生理监测器相连提供即时实验室数据
	检验科	传染病、流感等检测
分科门诊	儿科疾病	CRP 检测、炎症检测等
	妇科疾病	孕检、排卵等
	心血管疾病	心梗心衰检测
	血液相关疾病	血栓与止血、血红蛋白定量和血细胞计数、血液流变分析、血沉等检验
	感染性疾病	乙肝五项、梅毒、HIV 等的抗原和抗体定性的快速检测
	内分泌疾病	血糖、糖化血红蛋白与尿微量白蛋白检测
	发热性疾病	血常规和 CRP 联合检测等
基层医疗	血液生物化学分析	干化学、电解质和血气分析、Hs-CRP、胆固醇芯片等
	卫生院、社区门诊和医师诊所等	尿液分析、干式生化检测、肝炎检测等
家庭	个人自检与健康管理	排卵、妊娠、血压、血糖的检测，甘油三酯和胆固醇等血脂项目的检测
突发事件	疫情控制	非典、甲流等重大疫情的检测与控制等
	军事医学与灾难救援	CRP 检测、血气和电解质分析、快速凝血检测、疟疾等
其他	监督执法、食品安全等	公安禁毒检测、交警饮酒驾驶检测等；瘦肉精、三聚氰胺等的检测

资料来源：公开资料、广证恒生

2.2 POCT 市场增速约 24%，外资品牌占据国内市场半壁江山

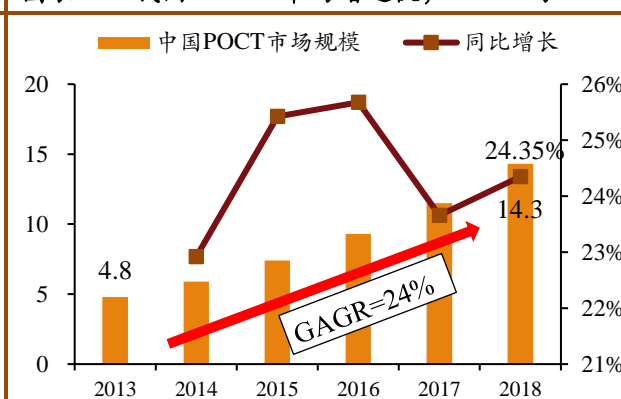
我国 POCT 市场起步晚、规模小，2018 年约 14.3 亿美元，全球达 240 亿美元。但是我国 POCT 仍处于发展初期、增速较快，2018 年同比增速约为 24%，远超全球 8.6% 水平。

图表11. 全球 POCT 市场发展稳定，GAGR 约 8%



资料来源：Rncos、广证恒生

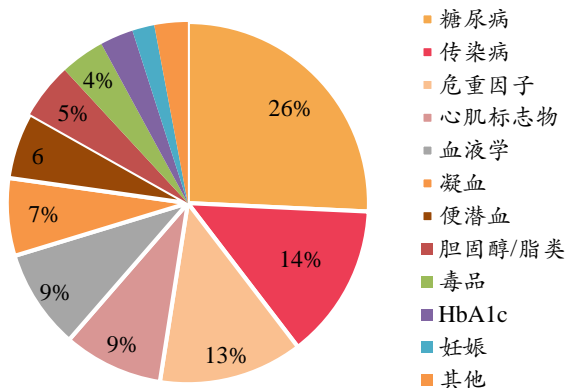
图表12. 我国 POCT 市场增速快，GAGR 约 24%



资料来源：Rncos、广证恒生

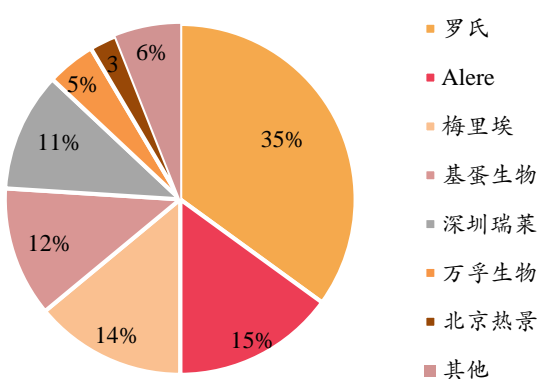
POCT 产品品类丰富，从检测项目来分，主要集中在血糖、血气和电解质、血凝、心脏标志物、传染病、血常规、妊娠/排卵等，其中心肌标志物市场占比约在 9%。从竞争格局来看，国内 POCT 市场仍由罗氏、强生、雅培占据了半壁江山。其中在心血管类 POCT 市场，罗氏、Alere、梅里埃占据 64% 的市场份额，基蛋、瑞莱为国产第一梯队，份额占比分别为 12%、11%。

图表13. 心标在全球 POCT 市场中占比约 9%



资料来源：公开资料、广证恒生

图表14. 2017 年我国心血管类 POCT 市场构成

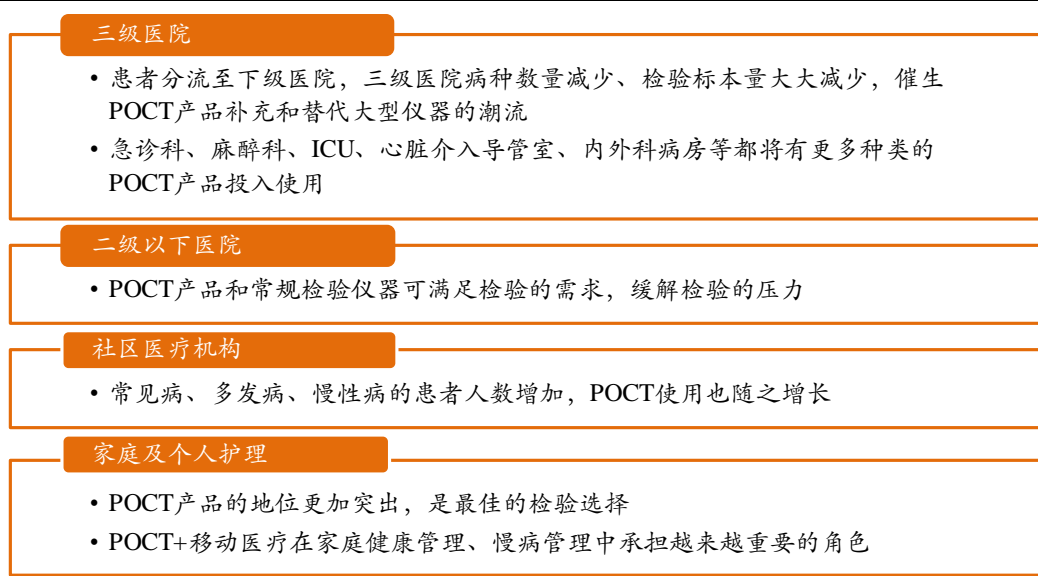


资料来源：公开资料、广证恒生

2.3 我国心血管类 POCT 处于成长期，符合分级诊疗趋势迎高速发展

由于 POCT 产品在样本用量、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，既能满足医疗机构检验需求，又能减少仪器设备购进的经费投入，符合国家分级诊疗政策的大趋势。有望乘着分级诊疗制度的东风，获得全新的发展机遇。

图表15. POCT 行业显著受益于分级诊疗医疗政策

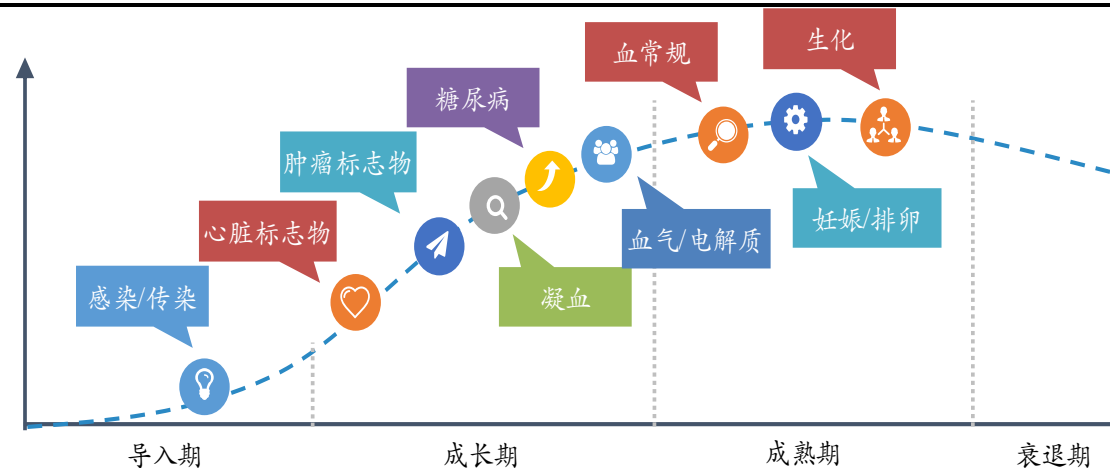


资料来源：POCT 产业发展论坛、广证恒生

■ 心血管类 POCT 处于市场成长期

从 POCT 的产品品类来看，感染/传染、心脏标志物、肿瘤标志物、凝血等 POCT 产品都处于导入期或者成长期，发展前景较好。而血常规、妊娠/排卵、生化等品类则已经处于成熟期，市场饱和、竞争激烈、发展较为缓慢。血气/电解质在国际市场上的发展技术已经趋于成熟，但是在国内还处于成长期，市场主要品牌包括雅培、雷度米特等，国产品牌占比较小。

图表16. 从产品种类看，感染、心标、肿标等处于成长期

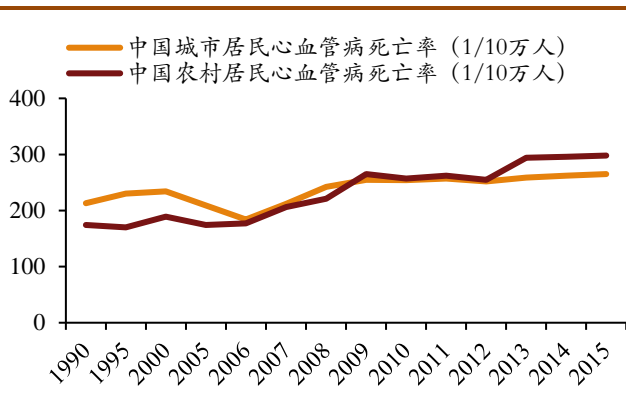


资料来源：公开资料、广证恒生

■ 心血管类 POCT 满足心血管类疾病临床及时性要求，在分级诊疗推进下持续高速增长

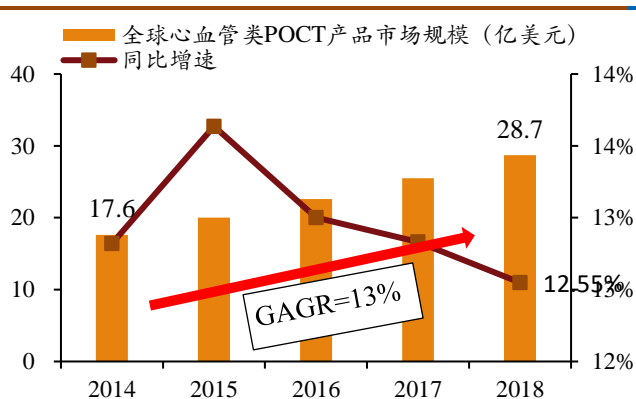
1990 年以来，我国居民心血管病的死亡率持续上升，其中农村居民的死亡率升高明显，接近甚至超过城市居民。心血管类 POCT 主要用于常见心血管疾病（心梗、心衰等）的快速定量或定性检测筛查。由于抢救心血管类病人在时效性上的要求比其他疾病救治高，而 POCT 凭借检测速度快的最大特色满足了这一需求，因此心血管类检测产品近年来一直保持较高的增速：全球心血管类 POCT 市场 2013-2018 的年复合增速约 13%，2018 年市场规模约 29 亿美元。受益于分级诊疗持续刺激各级医疗机构对 POCT 产品的需求，心血管类 POCT 产品有望持续快速增长。

图表17. 我国城市居民心血管病死亡率不断上升



资料来源：国家心血管病中心、广证恒生

图表18. 2018 年全球心血管类 POCT 约 29 亿美元



资料来源：TriMark、广证恒生

3. 公司心血管类产品国内领先，“试剂+生物原料+仪器”协同发展

3.1 心血管类 POCT 产品在国内规模领先，收入增速超 20%

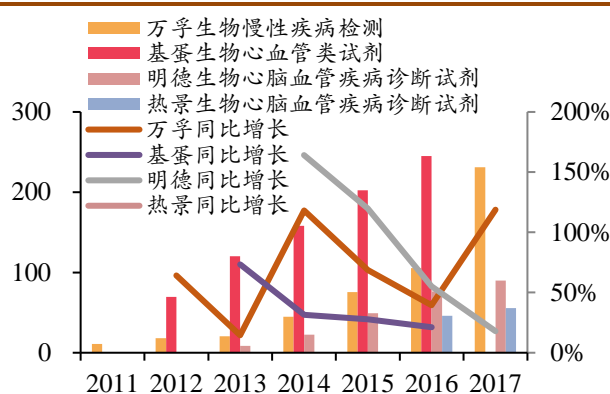
万孚生物、基蛋生物、明德生物都有心血管类 POCT 产品，近几年心血管产品相关项目的收入增速在 20%-50% 之间。基蛋生物在心血管市场处于国产领先地位，布局广、规模大，同时保持 20% 以上的收入增速；万孚生物慢病产品基数小、增长相对较高；明德生物的收入增速波动情况较大。

图表19. 上市公司心血管 POCT 产品检测项目比较

公司	产品分类	检测项目
基蛋生物	心血管类	CK-MB、cTnI、BNP、Myo、D-dimer
万孚生物	慢性疾病检测	cTnI/CK-MB/Myo、H-FABP、NT-proBNP、HbA1c
明德生物	心脑血管疾病	NT-proBNP、cTnI、D-Dimer、H-FABP、Lp-PLA2、S100-β
热景生命	心脑血管疾病	NT-proBNP、cTnI、Lp-PLA2

资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

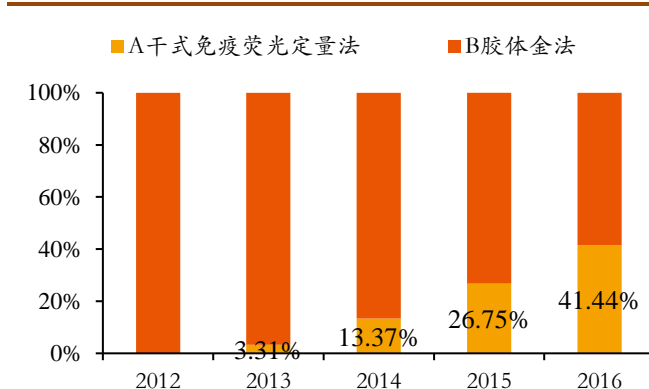
图表20. 上市公司心血管类产品收入增速可观



资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

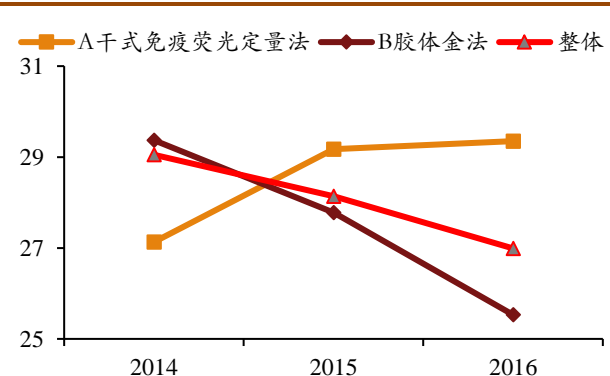
公司心血管类产品包括了干式免疫荧光定量法和胶体金法两大类产品。胶体金法在 2008 年开始推出，随着技术日趋成熟、市场竞争加剧，相应销售价格降低。公司近年来推出干式免疫荧光定量法产品，满足市场对产品使用便捷性、灵敏性等需求，市场接受度较高、需求不断增长，销售价格的毛利率也略高于胶体金法产品。由于干式免疫荧光定量法产品的收入占比不断提升，由 2013 年 3.31% 提升至 2016 年 41.44%，在一定程度上对冲了胶体金法产品价格下降对公司带来的影响。

图表21. 荧光定量法心血管产品收入占比不断提升



资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

图表22. 心血管产品不同方法学的单价（元/条）



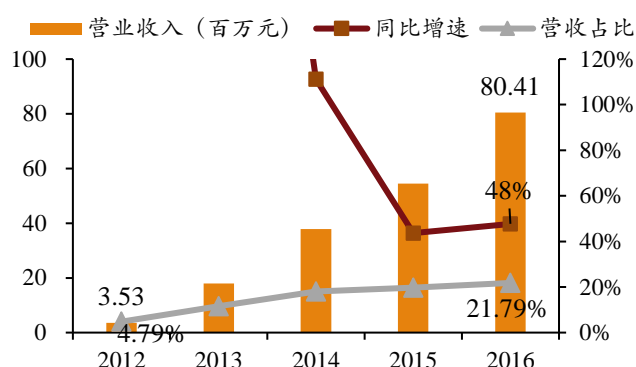
资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

3.2 限抗令影响持续，炎症类 POCT 产品收入增速超 40%

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。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，而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。

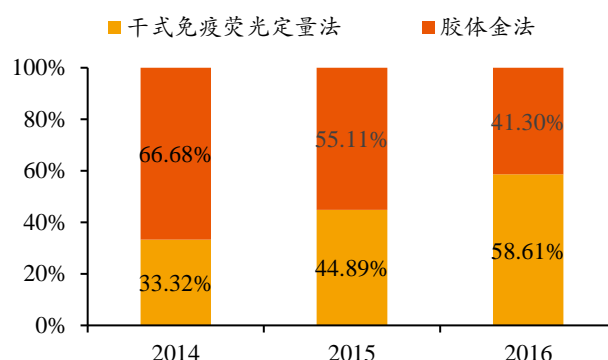
基蛋生物的炎症类 POCT 产品得益于限抗令的影响及产品的市场拓展，近几年收入增速较快均在 40% 以上，在公司整体营收中的占比也由 2012 年的 4.79% 提升至 2016 年的 21.79%。从方法学来看，干式免疫荧光定量法产品的收入占比逐渐提升，2016 年首次超过胶体金法产品收入。

图表23. 基蛋炎症类产品近年收入增速在 40% 以上



资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

图表24. 免疫荧光法炎症类产品收入占比过半



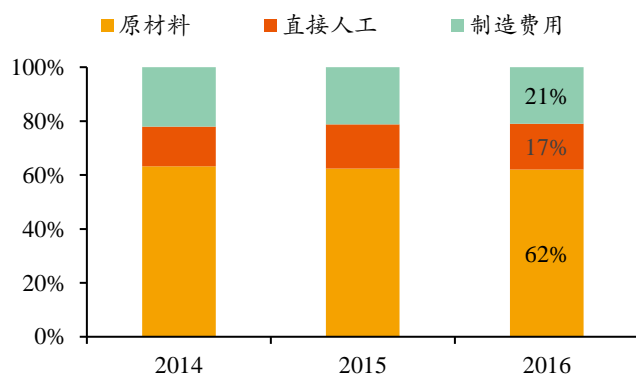
资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

3.3 自产生物原料，保证产品质量稳定性及降低生产成本

诊断酶、抗体、抗原等生物原料在体外诊断试剂生产中用量较大，成本占比较高，同时影响着产品质量。由于生物原料研发生产难度大，国内企业的生物原料大多依赖进口，仅有少数企业能够自行生产。

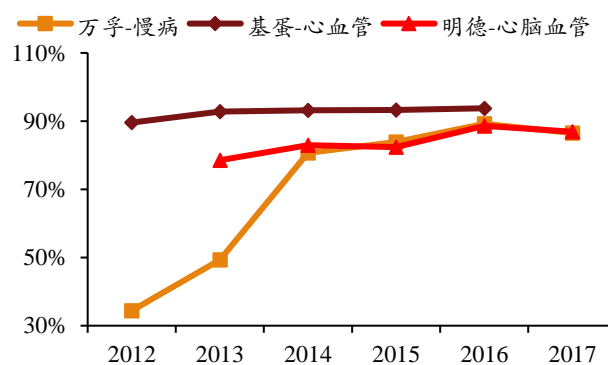
公司通过自主研发，掌握了基因工程技术、单/多克隆抗体制备技术、小分子全合成技术等重要技术，可以自主生产部分所需的各类抗原抗体、生物活性原料、层析介质、质控品、校准品等常用原料，减少了对进口原料的依赖，大幅降低了产品的生产成本。近几年公司的心血管产品毛利率都在 93% 左右，高于其他同行上市公司的相关产品毛利率。

图表25. 原材料在试剂生产成本中占比超 60%



资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

图表26. 基蛋生物成本优势明显



资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

3.4 自产仪器与试剂产品协同，逐步实现进口替代

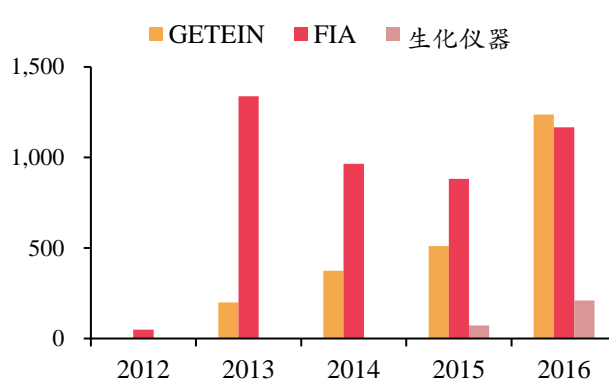
随着临床检测对精度、低样本含量、即时性要求不断提高，新技术不断涌现，更高测速、稳定性的仪器成为市场主流。公司通过产品不断升级实现仪器收入增长，2013-2016 年仪器的收入来源主要以自产产品 FIA 系列和 GETEIN 系列为主，并不断推出新的型号产品而持续开拓市场。

2017 年和 2018 年相继推出了 MAGICL6800 全自动化学发光测定仪及其配套试剂、CM-800 全自动生化分析仪及系列配套试剂和 GETEIN3200 生化免疫定量分析仪，产品线日益丰富。2015 年开始公司为了拓展生化试剂市场，外购贝克曼生化仪器进行销售；CM-800 推出后与公司生化试剂产品形成较强的协同效应，有望协同试剂产品一起逐步替代进口品牌。

此外，Getein3600 生化免疫定量分析仪及其系列配套试剂、Getein200 便携式生化免疫分析仪及其系列

配套试剂公司计划在今年推入市场。

图表27. 公司自产仪器收入逐年增加(单位:万元)



资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

图表28. 近年推出新品生化 and 化学发光仪器

仪器系列	仪器型号
免疫定量分析仪	FIA8000、FIA8100、FIA8600
荧光免疫定量分析仪	GETEIN1100、GETEIN160、
生化免疫定量分析仪	GETEIN3200
全自动化学发光测定仪	MAGICL6800
全自动生化分析仪	CM-800

资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

4. 营销布局冲锋陷阵，研发创新储能蓄力

公司采取经销为主，直销为辅的销售模式，通过不断引进和培养专业营销队伍，对覆盖全国的经销商体系的布局，从而实现公司产品的销售增长:销售人员由2014年末的195人增加到2018年末的500多人，经销商由2014年末的600多家增加到2018年末的近5,000家。同时，公司设立了专业的售后服务队伍，在线上及线下高效、多维度对经销商、医院等客户提供产品培训、疑难问题解答和售后回访等链条式全面服务，与客户建立良好的关系。

从收入分布来看，虽然公司的产品线较万孚生物的少，总收入相对较少，主要因为重点布局国内市场，因此海外市场收入较少。但就国内收入而言，公司略高于万孚生物，远高于明德生物，显示了公司产品与渠道的竞争力。分地区来看，终端客户主要集中在四川、江苏、河南、浙江、广东等人口众多、经济较为发达的省份。与同行比较来看，华东、西南为公司的优势领域；其中华东地区增速最快，2014-2016年每年收入增速均超30%；西南、华中、华北的收入增速也均在10%以上。

图表29. 从2016年POCT上市公司地区分布看，基蛋国内略高于万孚

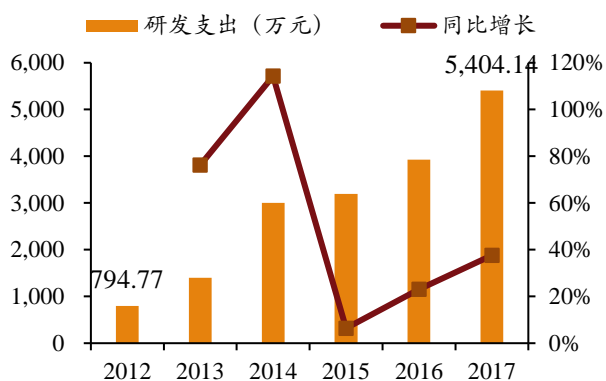
单位: 百万元	万孚生物	基蛋生物	明德生物
总收入	547.35	367.51	140.98
中国大陆	337.32	357.65	140.18
华南	67.76	27.19	20.24
西南	56.80	66.34	22.18
西北	20.98	32.06	13.49
华中	62.25	50.69	36.51
华东	64.16	113.38	32.16
华北	49.21	45.01	8.53
东北	16.16	22.97	7.07
海外	210.03	9.86	0.79

资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

公司重视创新研发，研发费用由2012年795万元增加到2017年5404万元，期间复合增速为47%；

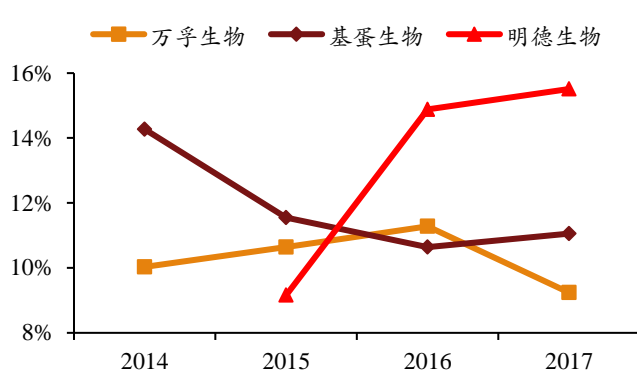
研发费用在营业收入中的占比超 10%。由于公司不断自主研发，目前已经掌握了多项原材料制备技术、免疫层析标记技术、多色荧光免疫层析蛋白芯片技术、自动化样本前处理和加样技术等多项体外诊断产品生产技术，从而建立了胶体金免疫层析、荧光免疫层析、生化胶乳试剂、化学发光和诊断试剂原材料开发五大技术平台。

图表30. 基蛋研发费用 12-17 年复合增长率 47%



资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

图表31. 基蛋生物研发支出的营收占比超 10%



资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

5. 业务拆分与盈利预测

根据对公司各项业务的分析，我们对公司盈利预测的核心假设如下：

1. 试剂收入：心血管类、炎症类、肾脏类及其他试剂收入仍保持快速增长，我们假设 18-20 年试剂产品收入增速分别为 39.54%、24.11%、23.26%；就方法学而言，胶体金法因逐步被新技术替代因而收入增速逐步放缓，假设 18-20 年心血管类胶体金法试剂收入同比增速分别为-3.5%、-3%、-3%，炎症类胶体金法试剂收入同比增速分别为 8%、5%、4%；干式荧光免疫定量法产品收入依旧保持快速增长，假设 18-20 年心血管类免疫定量法试剂收入同比增速分别为 56%、27%、23%，炎症类免疫定量法试剂收入同比增速分别为 78%、40%、38%。

2. 仪器收入：公司于 2017 年推出 MAGICL6800 全自动化学发光测定仪，我们预计当年产生收入 199 万元；我们假设未来三年收入增速分别为 150%、80%、60%；2018 年公司推出 CM-800 全自动生化分析仪，我们预计当年生化仪器收入增速 120%；2018 年底公司推出 GETEIN3200 生化免疫定量分析仪，从而有望带动 GETEIN 系列产品 2019 年的收入增速提升，预计 18-20 年收入增速分别为 60%、100%、70%。综合测算公司仪器 18-20 年收入增速分别为 56.79%、69.92%、55.74%。

图表32. 基蛋生物业绩拆分及预测

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	488.58	688.49	882.50	1,119.54
同比增长	32.37%	40.92%	28.18%	26.86%
营业成本	87.33	135.56	180.20	235.66
毛利率	82.13%	80.31%	79.58%	78.95%
试剂收入	447.23	624.05	774.49	954.62
同比增长	31.01%	39.54%	24.11%	23.26%
毛利率	87.15%	85.99%	85.20%	84.70%
心血管类	298.38	383.46	447.09	516.38
同比增长	21.69%	28.51%	16.59%	15.50%
毛利率	94.07%	93.73%	93.42%	93.54%



干式免疫荧光定量法	160.54	250.45	318.07	391.23
同比增长	58.00%	56.00%	27.00%	23.00%
毛利率	94.50%	94.31%	94.12%	94.12%
胶体金法	137.84	133.01	129.02	125.15
同比增长	-4.00%	-3.50%	-3.00%	-3.00%
毛利率	93.57%	92.63%	91.70%	91.70%
炎症类	121.03	190.10	252.46	334.43
同比增长	50.52%	57.06%	32.80%	32.47%
毛利率	69.69%	69.71%	69.63%	69.77%
干式免疫荧光定量法	84.83	151.00	211.41	291.74
同比增长	80.00%	78.00%	40.00%	38.00%
毛利率	70.56%	70.42%	70.28%	70.28%
胶体金法	36.20	39.09	41.05	42.69
同比增长	9.00%	8.00%	5.00%	4.00%
毛利率	67.67%	66.99%	66.32%	66.32%
肾脏类	4.16	7.90	11.07	14.39
同比增长	100.00%	90.00%	40.00%	30.00%
毛利率	67.40%	67.27%	67.14%	67.14%
其他(试剂)	23.66	42.58	63.87	89.42
同比增长	72.80%	80.00%	50.00%	40.00%
毛利率	92.71%	92.52%	92.34%	92.34%
仪器收入	38.03	59.63	101.32	157.80
同比增长	45.49%	56.79%	69.92%	55.74%
仪器成本	24.90	39.29	62.62	84.60
毛利率	34.52%	34.10%	38.20%	46.39%
仪器-GETEIN	18.56	29.69	59.38	100.94
同比增长	50.00%	60.00%	100.00%	70.00%
毛利率	31.44%	33.01%	39.62%	49.52%
仪器-FIA	15.17	19.87	24.84	30.31
同比增长	30.00%	31.00%	25.00%	22.00%
毛利率	42.58%	42.15%	41.73%	42.07%
仪器-生化仪器	2.31	5.08	8.13	12.20
同比增长	10.00%	120.00%	60.00%	50.00%
毛利率	12.35%	12.60%	18.90%	32.13%
仪器-MAGICL	1.99	4.99	8.97	14.36
同比增长		150.00%	80.00%	60.00%
毛利率	27.66%	30.43%	36.51%	45.64%
其他业务收入	3.32	4.81	6.69	7.13

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生



6. 风险提示

- 产品价格下降风险
- 市场竞争风险
- 医改和监管政策变化风险
- 核心技术失密风险



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1050.86	1206.54	1385.41	1648.38	营业收入	488.58	688.49	882.50	1119.54
现金	301.03	407.88	535.44	739.00	营业成本	87.33	135.56	180.21	235.66
应收账款	33.45	35.54	54.39	59.05	营业税金及附加	7.69	10.62	13.34	16.59
其它应收款	4.10	13.20	8.94	19.17	营业费用	101.85	144.23	185.80	236.89
预付账款	9.15	12.66	17.51	22.60	管理费用	91.75	129.36	165.89	210.55
存货	62.29	96.43	128.30	167.73	财务费用	-1.49	-9.56	-24.07	-34.56
其他	640.84	640.84	640.84	640.84	资产减值损失	2.03	2.24	3.14	3.87
非流动资产	215.75	237.93	261.91	279.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	8.25	6.68	7.20	7.03
固定资产	142.47	164.30	183.70	199.81	营业利润	223.10	282.71	365.40	457.57
无形资产	25.55	26.31	26.59	27.02	营业外收入	0.89	3.81	2.84	3.17
其他	47.74	47.33	51.62	52.41	营业外支出	0.03	-0.66	0.16	0.18
资产总计	1266.61	1444.48	1647.33	1927.63	利润总额	223.95	287.19	368.08	460.55
流动负债	111.73	153.88	198.70	250.62	所得税	30.17	39.62	50.38	63.21
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	193.78	247.55	317.70	397.35
应付账款	11.00	17.68	23.23	30.49	少数股东损益	-0.21	-0.20	-0.28	-0.34
其他	100.73	136.20	175.47	220.12	归属母公司净利润	193.99	249.11	317.98	397.69
非流动负债	7.14	6.57	6.66	6.75	EBITDA	241.87	302.00	385.52	480.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（摊薄）	1.04	1.34	1.71	2.14
其他	7.14	6.57	6.66	6.75					
负债合计	118.87	160.45	205.36	257.36	主要财务比率				
少数股东权益	4.26	4.06	3.78	3.44	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	132.00	186.01	186.01	186.01	成长能力				
资本公积	696.28	643.48	593.87	544.27	营业收入增长率	32.37%	40.92%	28.18%	26.86%
留存收益	315.11	504.82	766.99	1099.58	营业利润增长率	46.18%	26.72%	29.25%	25.22%
归属母公司股东权益	1143.39	1334.31	1546.88	1829.86	归属于母公司净利润增长	40.21%	28.41%	27.65%	25.07%
负债和股东权益	1266.61	1498.83	1756.02	2090.66	获利能力				
					毛利率	82.13%	80.31%	79.58%	78.95%
现金流量表					净利率	39.66%	35.96%	36.00%	35.49%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	26.03%	20.04%	22.01%	23.50%
经营活动现金流	191.90	248.47	305.19	378.91	ROIC	16.61%	18.21%	20.14%	21.26%
净利润	193.78	249.11	317.98	397.69	偿债能力				
折旧摊销	22.43	20.15	24.52	29.11	资产负债率	9.39%	11.11%	12.47%	13.35%
财务费用	-1.49	-9.56	-24.07	-34.56	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-8.25	-6.68	-7.20	-7.03	流动比率	940.54%	784.08%	697.24%	657.73%
营运资金变动	-16.56	-6.23	-4.98	-6.33	速动比率	884.79%	721.42%	632.67%	590.81%
其它	1.99	1.68	-1.05	0.03	营运能力				
投资活动现金流	-519.28	-93.80	-96.04	-95.29	总资产周转率	57.46%	50.79%	57.09%	62.63%
资本支出	-61.35	-42.98	-46.11	-45.07	应收账款周转率	1896.16%	1996.04%	1962.75%	1973.84%
长期投资	467.06	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	845.46%	945.64%	881.16%	877.39%
其他	-924.99	-50.82	-49.92	-50.22	每股指标（元）				
筹资活动现金流	602.84	-47.82	-81.60	-80.06	每股收益(最新摊薄)	104.29%	133.92%	170.94%	213.80%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流(最新摊薄)	145.38%	133.58%	164.07%	203.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	866.20%	717.32%	831.60%	983.73%
普通股增加	33.00	54.01	0.00	0.00	估值比率				
资本公积金增加	636.41	-52.80	-49.60	-49.60	P/E	26.20	28.75	22.52	18.01
其他	-66.57	-49.03	-32.00	-30.46	P/B	4.44	5.37	4.63	3.91
现金净增加额	275.46	106.86	127.55	203.56	EV/EBITDA	5.74	22.38	17.20	13.38

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。