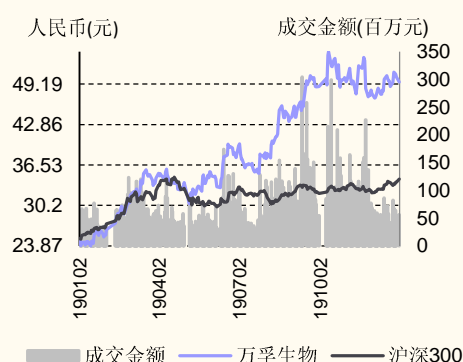


市场价格 (人民币): 49.50 元

产品全面销售强力 POCT 龙头出列

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	3.43
已上市流通 A 股(亿股)	2.39
总市值(亿元)	169.63
年内股价最高最低(元)	51.08/47.02
沪深 300 指数	4082
创业板指	1790



公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.183	0.897	1.180	1.540	1.989
每股净资产(元)	5.78	5.64	6.74	7.98	9.67
每股经营性现金流(元)	0.95	0.72	1.15	1.78	2.30
市盈率(倍)	62.06	28.32	41.96	32.14	24.89
净利润增长率(%)	45.32%	46.06%	31.35%	30.56%	29.16%
净资产收益率(%)	20.48%	15.91%	17.48%	19.28%	20.56%
总股本(百万股)	178.05	342.93	342.69	342.69	342.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司成立于 1992 年, 于 2015 年在创业板上市, 专注于快速诊断试剂、快速检测仪器等 POCT 相关产品的研发、生产与销售。相比 POCT 行业其他上市企业, 公司在销售收入和归母净利润绝对规模方面领先优势突出。
- 公司的领先优势来自于全面且不断更新的产品线: POCT 技术已经成为体外诊断领域发展最快, 创新最活跃, 商业价值最突出的子领域之一。但 POCT 行业子领域众多, 单品市场空间却相对有限, 企业的长期成长不依赖于大市场容量的明星项目, 而在于产品序列的全面性和产品迭代的及时性。公司在 30 年发展历史中, 高强度的研发投入、高素质的研发团队、有效的激励机制, 共同推动公司的产品管线源源不断的推陈出新。公司产品布局全面, 不断迭代更新, 这正是公司保持持久发展动力的关键。
- 强大的销售组织能力和全球化布局渠道: POCT 市场由于品类众多, 客户总量庞大且单个客户产出较低, 对企业渠道建设和销售管理能力提出了很高的要求, 销售组织能力同样是 POCT 企业最重要的核心竞争力。公司由海外业务起家, 产品销往全球 140 多个国家和地区, 在全球建立了覆盖面较广的经销体系; 近年来公司加大国内市场拓展力度, 大力投入建设国内经销网络, 内销在收入贡献中占比迅速提升, 国内市场已经成为公司最大市场。
- 国内分级诊疗、危急重症五大中心建设以及临床科室对 POCT 产品的需求, 将为公司带来增量机会; 也大概率会导致现有存量医院和存量科室的 POCT 使用洗牌, 带来存量置换机会。

投资建议与盈利预测

- 我们看好 POCT 行业未来的快速发展, 公司已经在 POCT 行业建立较大幅度综合优势, 收入利润体量占优, 产品序列和在研品种最为丰富, 销售队伍和经销商资源强大, 公司管理与治理的现代化程度同样优秀。我们看好公司不断扩大行业内领先幅度, 成为 POCT 行业成长的最大受益者。
- 我们对公司未来各产品线收入情况作出预测, 结合费用估计, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.04、5.28、6.82 亿元, 分别同比增长 31%、31%、29%。给予 12 个月内目标价 61.57 元, 给予“买入”评级

风险

- 心血管标志物、感染因子等重点产品竞争趋于激烈, 未来销售增速下行; 品种迭代风险; 流感疫情消退影响流感检测产品销售; 海外贸易形势变化和汇率波动带来的外贸风险; 研发失败风险, 新产品是市场推广和放量不达预期; 医保降价控费风险; 渠道调整带来的冲击超出预期。

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

万孚生物：国内 POCT 诊断龙头 产品布局全面	4
公司的领先优势来自于全面且不断更新的产品线	6
胶体金平台：老树新花，品种叠加	9
免疫荧光技术平台是当前业务增长主力	13
干式生化平台灵活应用于临检与基层医疗机构	15
化学发光平台快速做到全国技术领先	15
分子诊断平台——国内分子 POCT 布局领先者，多平台同时发力	16
强大的销售组织能力和全球化布局渠道	18
海外收入规模国内企业最大，渠道网络遍及全球	20
国内营销划分多个事业部，垂直管理	21
把握分级诊疗和五大中心建设带来的增量机会和洗牌机会，实现国内快速突破	22
分级诊疗促进基层 POCT 放量	22
五大医学中心的建设为 POCT 行业发展带来了市场增量	23
公司启动信息化建设项目，内部管理提升	24
投资建议与盈利预测	24
风险提示	25

图表目录

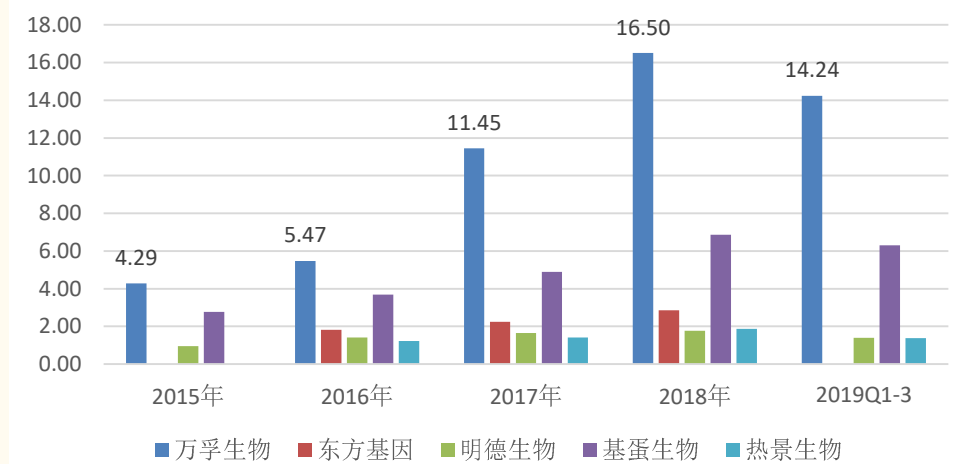
图表 1：POCT 上市/拟上市企业收入规模比较（亿元）	4
图表 2：POCT 上市/拟上市企业归母净利润规模比较（亿元）	4
图表 3：POCT 上市/拟上市企业毛利率比较（%）	5
图表 4：POCT 上市/拟上市企业净利率比较（%）	5
图表 5：公司海外业务毛利率较低（%）	5
图表 6：POCT 行业企业海外收入占比（%）	5
图表 7：行业部分公司应收账款周转次数情况（次/年）	5
图表 8：行业部分公司存货周转次数情况（次/年）	5
图表 9：国内主要 POCT 项目的发展情况	6
图表 10：部分 POCT 企业产品序列比较（按应用领域）	6
图表 11：部分 POCT 企业产品序列比较（按技术平台）	7
图表 12：公司八大技术平台和四大检测领域	7
图表 13：公司目前主要产品应用领域	8
图表 14：万孚生物收入构成变化（亿元）	8
图表 15：妊娠、毒检等品类毛利率较低，慢病、传染病业务毛利率较高	9
图表 16：胶体金免疫层析原理图	10
图表 17：公司传染病检测产品销售情况	11
图表 18：术前四项联检	11

图表 19: 万孚优生优育系列产品营收情况.....	12
图表 20: 金秀儿产品系列	12
图表 21: 人体生物样本现场检测箱.....	13
图表 22: 毛发检测产品.....	13
图表 23: 万孚毒品(滥用药物)检测系列产品营收情况.....	13
图表 24: 以荧光平台为核心的慢病管理产品保持超高速增长	14
图表 25: 荧光平台相关产品是公司业绩支柱(单位: 万元)	15
图表 26: 干式化学分析仪覆盖多领域, 可快速出具检测结果	15
图表 27: 博科斯瑞平台主要特色	18
图表 28: 国内收入占比快速提升, 超过海外收入(亿元)	19
图表 29: 公司国内收入增速远快于海外收入	19
图表 30: 公司与同行业可比企业 2018 年销售人员数量与占比对比.....	20
图表 31: 公司与同行业可比企业销售费用率对比.....	20
图表 32: 海外各地区的收入及增速.....	21
图表 33: 公司部分渠道整合和合作.....	22
图表 34: 公司在区域医学检验中心的布局.....	22
图表 35: 各批次胸痛中心申请和认证情况.....	23
图表 36: 部分参考公司估值情况	24
图表 36: 公司收入预测(灰色部分为估计, 2019 年以后为预测)	25

万孚生物：国内 POCT 诊断龙头 产品布局全面

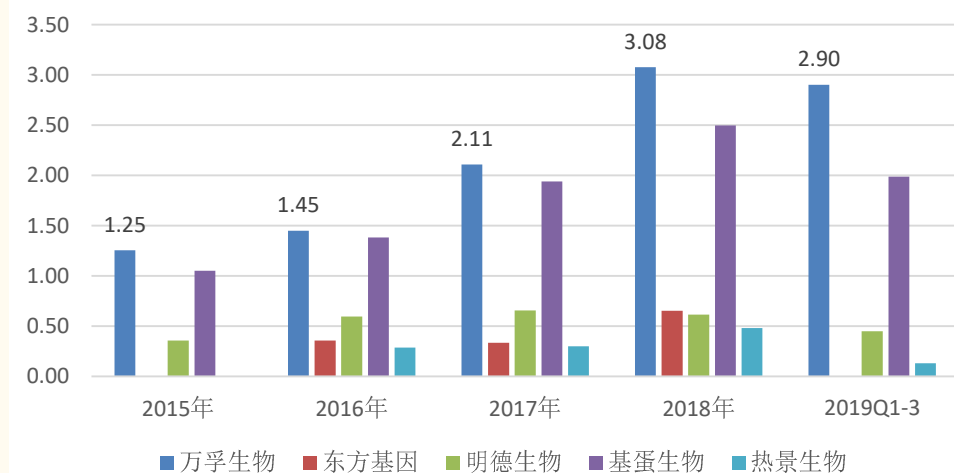
- 公司成立于 1992 年，于 2015 年 6 月 30 日在深圳证券交易所创业板上市，总部位于广州科学城。至 2018 年 12 月 31 日，公司在职工超过 2200 人。
- 公司专注于快速诊断试剂、快速检测仪器等 POCT 相关产品的研发、生产与销售，经过二十多年的发展，公司已构建了较为完善的技术平台和产品线，是国内 POCT 企业中技术平台布局最多、产品线最为丰富的企业。
- 相比 POCT 行业其他上市企业，公司在销售收入和归母净利润绝对规模方面领先优势突出；由于公司外销业务等低毛利业务占比相对较大，公司整体利润水平在行业上市企业中处于中等偏下水平。但正因为品类丰富且覆盖市场广阔，公司成长动力丰富，在行业内最高的基数上仍然实现持续高水平的成长。

图表 1：POCT 上市/拟上市企业收入规模比较（亿元）



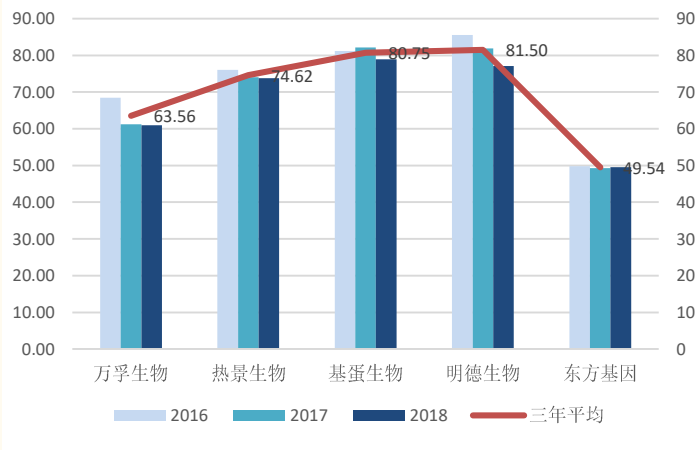
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：POCT 上市/拟上市企业归母净利润规模比较（亿元）



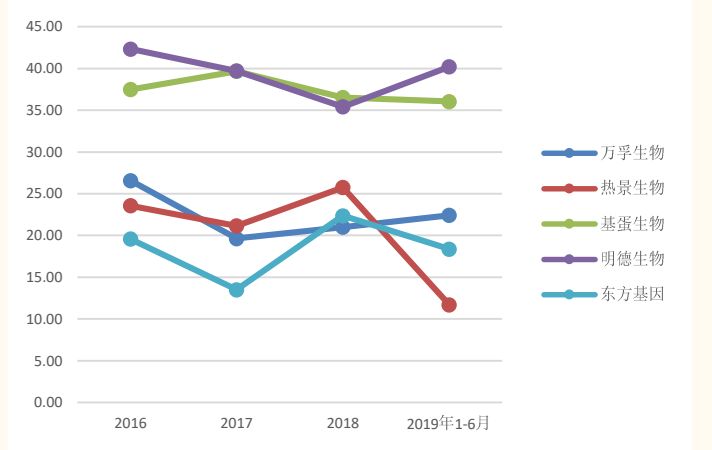
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3: POCT 上市/拟上市企业毛利率比较 (%)



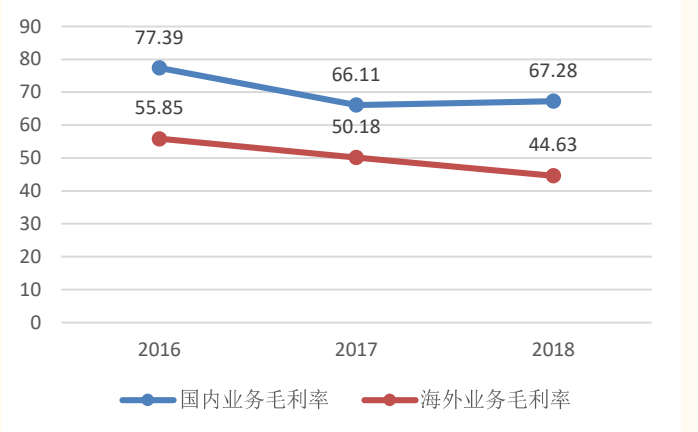
来源: 各公司年报, 东方基因招股说明书, 国金证券研究所

图表 4: POCT 上市/拟上市企业净利率比较 (%)



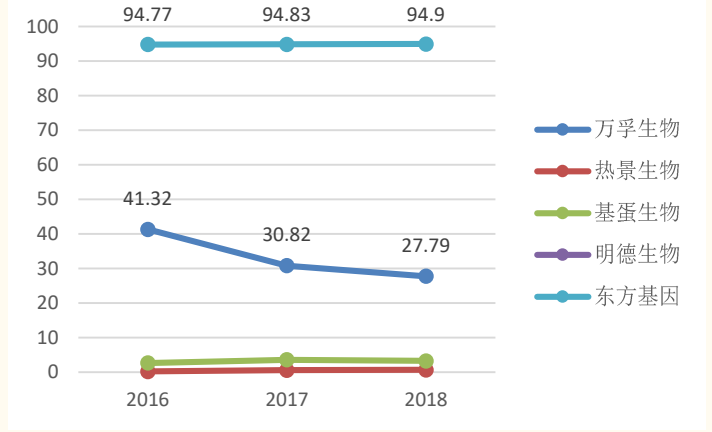
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 公司海外业务毛利率较低 (%)



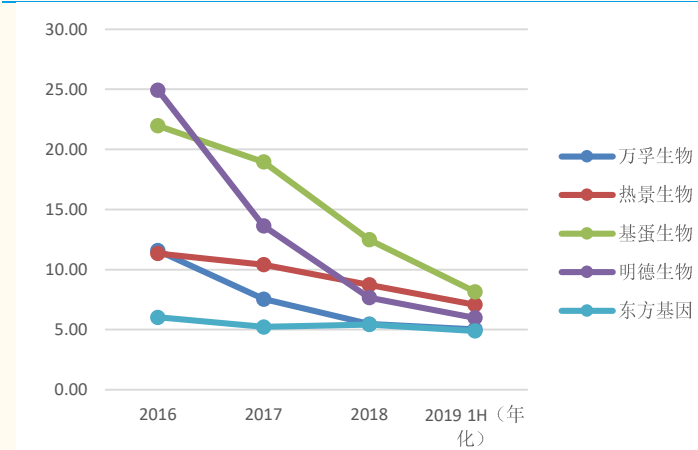
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: POCT 行业企业海外收入占比 (%)



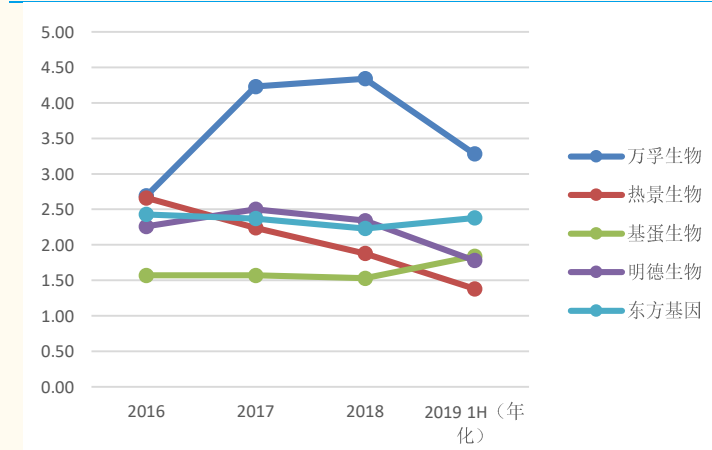
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 行业部分公司应收账款周转次数情况 (次/年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 行业部分公司存货周转次数情况 (次/年)

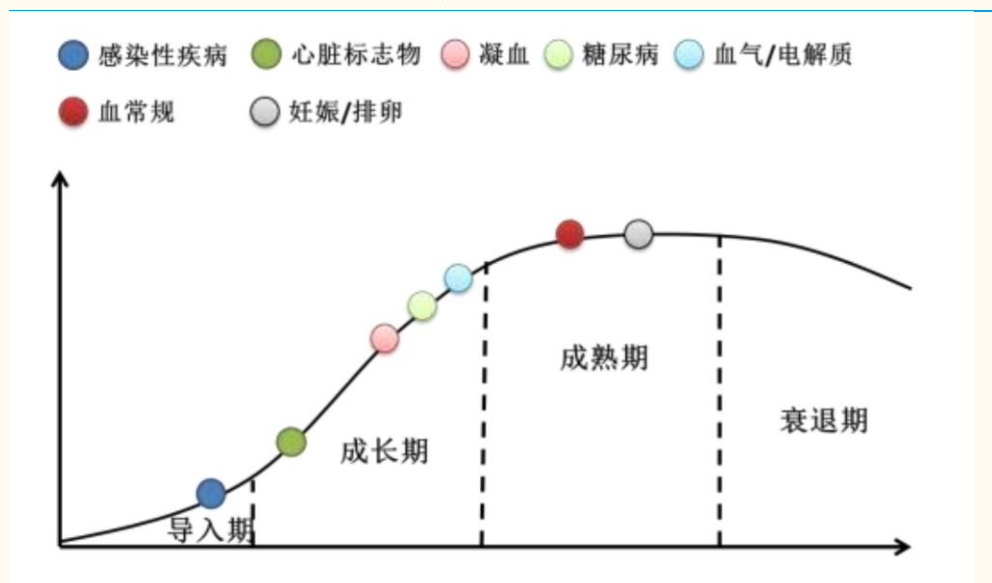


来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司的领先优势来自于全面且不断更新的产品线

- 根据《中国体外诊断行业年度报告（2018版）》，2017年中国体外诊断市场规模超过700亿人民币(折合超过100亿美元)，同比增长15%左右。根据万孚生物公司年报，国内POCT目前整体市场规模约占到体外诊断总体市场的10%以上，增速超过25%。POCT技术已经得到学术界和产业界的高度关注，成为体外诊断领域发展最快，创新最活跃，商业价值最突出的子领域之一。
- 但相比其他体外诊断品类，POCT行业虽然子领域众多，单品市场空间却相对有限，POCT企业的长期成长不依赖于大市场容量的明星项目，而在于产品序列的全面性和产品迭代的及时性；广覆盖且不断升级，打造综合成长能力才是POCT企业长期发展的合理路径。

图表9：国内主要POCT项目的发展情况



来源：基蛋生物招股说明书，国金证券研究所

- 公司成立时间较长，在30年发展历史中广泛涉足外贸市场（需求以毒品检验、传染病检验、生育健康等产品为主）和国内市场（心脏标志物、炎症因子类产品为主），高强度的研发投入、高素质的研发团队、有效的激励机制，共同推动公司的产品管线源源不断的推陈出新。在电化学、干式生化、分子诊断等POCT新兴领域，公司布局同样领先行业。
- 公司产品布局全面，不断迭代更新，这正是公司保持持久发展动力的关键。

图表10：部分POCT企业产品序列比较（按应用领域）

	心脏标志物	感染因子	妊娠生育	毒品/药物滥用	血气	糖化血红蛋白	肿瘤	甲状腺	肝功	肾功
万孚生物	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
东方基因	√	√	√	√		√	√		√	√
明德生物	√	√	√		√	√	√	√		√
基蛋生物	√	√	√			√		√	√	√
热景生物	√	√	√	√			√	√	√	√

来源：公司官网，国金证券研究所

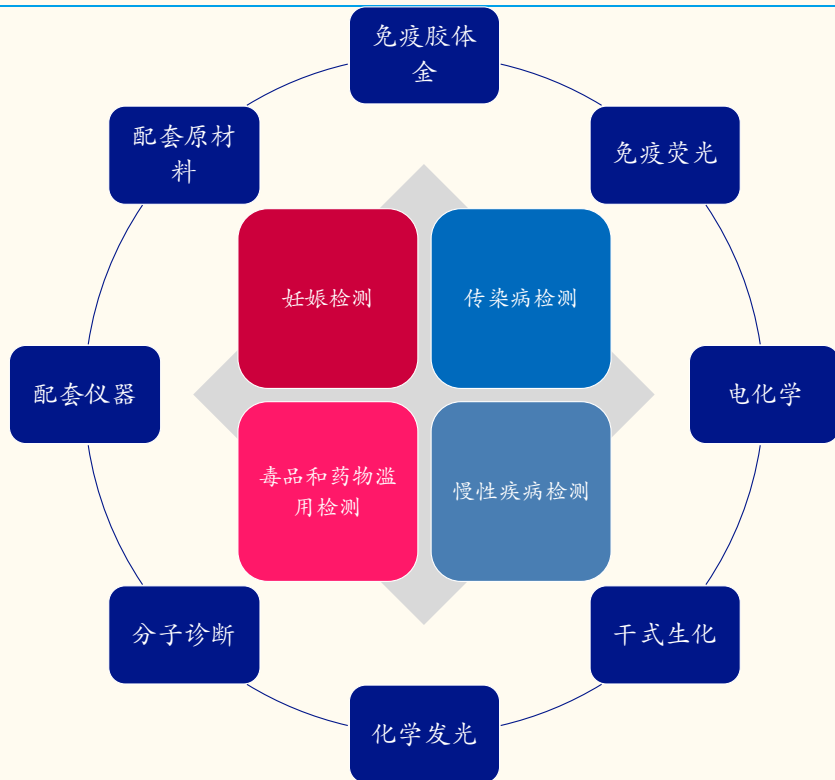
图表 11: 部分 POCT 企业产品序列比较 (按技术平台)

	胶体金	免疫荧光	化学发光	电化学	干式生化	分子诊断	生化液体	液态生物芯片	生物原料	上转发光
万孚生物	√	√	√	√	√	√			√	
东方基因	√	√	√		√	√	√	√	√	
明德生物	√		√		√	√				
基蛋生物	√	√	√		√				√	
热景生物	√		√			√			√	√

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 公司现有免疫胶体金技术平台、免疫荧光技术平台、电化学技术平台、干式生化技术平台、化学发光技术平台、分子诊断技术平台, 以及仪器技术平台和生物原材料平台, 并依托上述八大技术平台形成了心脑血管疾病、炎症、肿瘤、传染病、毒检 (药物滥用)、优生优育等检验领域的丰富产品线, 产品销往全球 140 多个国家和地区, 广泛运用于基层医疗、危急重症、临床检验、疫情监控、血站、灾难救援、现场执法及家庭个人健康管理等领域。

图表 12: 公司八大技术平台和四大检测领域



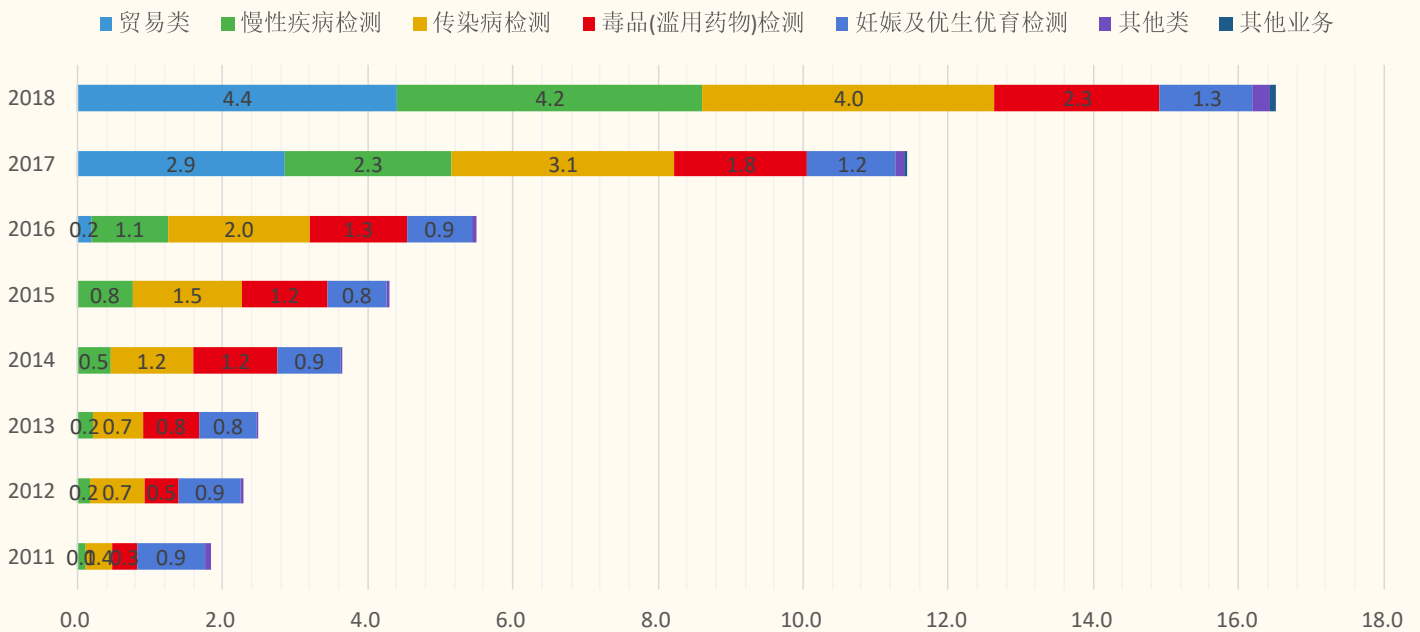
来源: 公司官网及公告, 国金证券研究所

图表 13: 公司目前主要产品应用领域

产品系列	主要用途	主要代表产品	检测方法
妊娠检测	监测排卵周期、诊断是否怀孕等快速检测。	1. 人绒毛膜促性腺激素 (HCG) 检测试剂盒 2. 促黄体激素 (LH) 检测试剂盒	定性检测为主
传染病检测	各种常见传染病的筛查和快速检测, 如艾滋、肝炎、疟疾、流感等。炎症类型的判断的快速检测, 如判断是病毒感染还是细菌感染, 或者混合感染。	1. 人类免疫缺陷病毒抗体 (HIV1/2) 诊断试剂盒 2. 甲型/乙型流感病毒抗原检测试剂盒 3. 全程 C-反应蛋白 (hsCRP+常规 CRP) 定量检测试剂 4. 降钙素原 (PCT) 定量检测试剂盒	定量检测为主
毒品 (药物滥用) 检测	常见毒品和新型毒品的快速检测, 如摇头丸、病毒、K 粉等。	1. 甲基安非他明检测试剂盒 2. 吗啡-甲基安非他明 (MOP-MET) 唾液检测试剂盒	定性检测
慢性疾病检测	常见慢性疾病的快速检测, 如心肌梗心衰、糖尿病等。	1. N 末端 B 型钠尿肽原定量检测试剂盒 2. 心肌肌钙蛋白 I / 肌酸激酶同工酶 / 肌红蛋白定量联检试剂 3. 心脏型脂肪酸结合蛋白 (H-FABP) 定量检测试剂 4. 糖化血红蛋白 (HbA1c) 定量检测试剂盒	定量检测

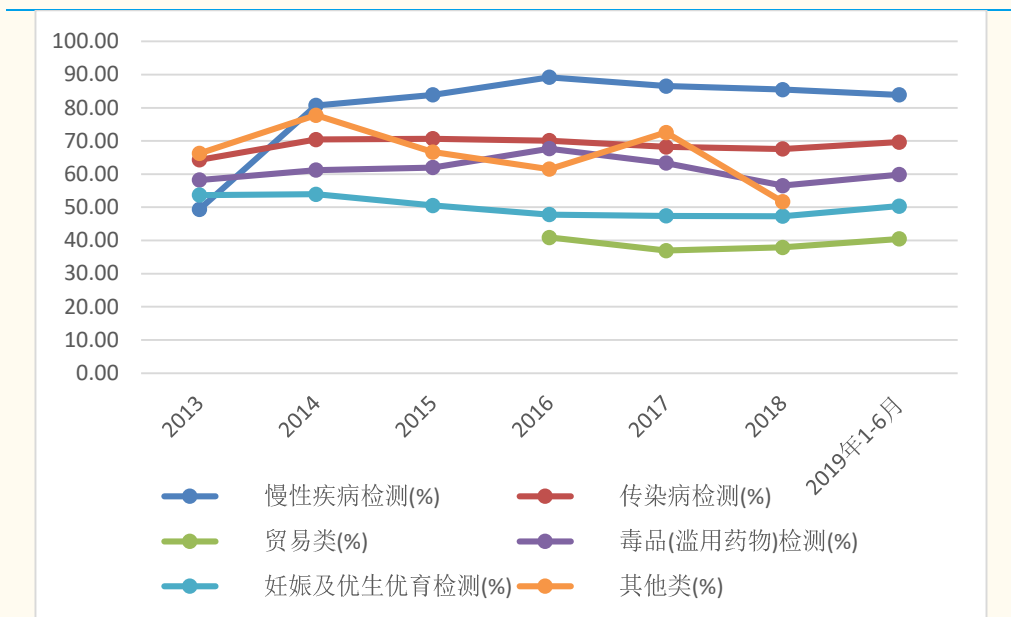
来源: 公司公告及官网, 国金证券研究所

图表 14: 万孚生物收入构成变化 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 妊娠、毒检等品类毛利率较低, 慢病、传染病业务毛利率较高



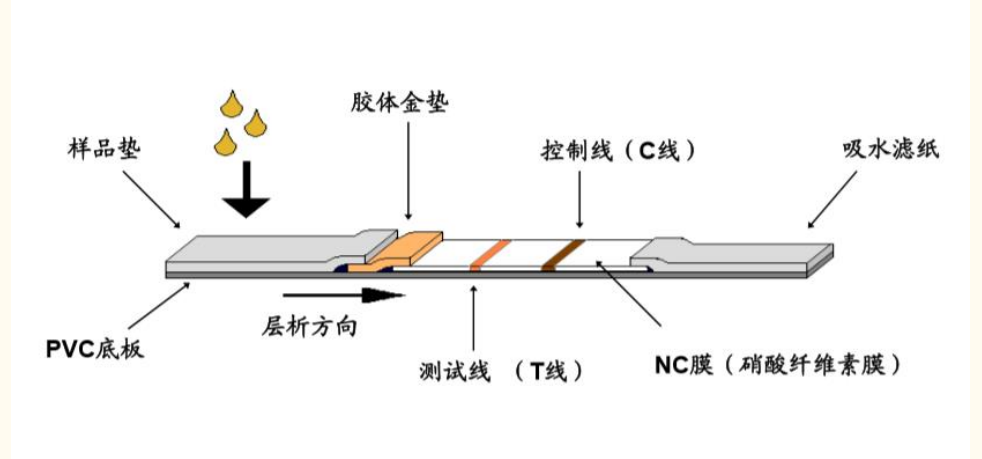
来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 公司 2019 年向市场推出了小型化学发光仪器和包括心标、炎症、肾损伤在内的 10 个检测项目, 生化平台的干式生化仪器及肝功、肾功、心肌酶谱等 16 个检测项目, 电化学平台的血气、凝血。新品的推出将成为短期业务发展和增量的一个重要来源, 也是中长期业绩增长放量的一个潜在的驱动因素。

胶体金平台: 老树新花, 品种叠加

- 免疫胶体金技术(Immune colloidal gold technique) 是以胶体金作为示踪标志物应用于抗原抗体的一种免疫标记技术。胶体金颗粒几乎可标记所有的蛋白分子, 过程简单, 效率高, 用量少, 基本不改变被标记蛋白的活性。免疫胶体金在快速检测试剂中得到了广泛的应用和发展, 相伴随的层析法检测试剂在组成结构、生产用的材料等方面也取得了长足的进步。
- 作为一种经典且得到广泛应用的方法学, 胶体金法的最大优势在于:
 - 检测快速 (3-10 分钟);
 - 极其简便 (不需要仪器, 携带和操作方便, 判读容易);
 - 价格极低 (单个试纸条);
 - 使用灵活, 单个样本单个检测;
 - 稳定性好, 储存条件要求不高。
- 其缺点在于:
 - 精度差, 只能作为定性方法;
 - 检测通量较低。

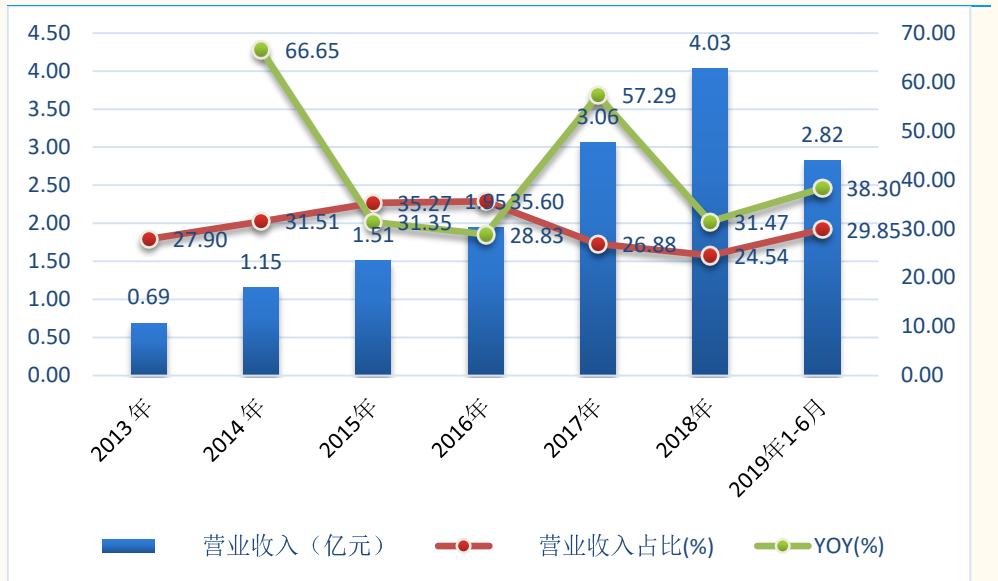
图表 16：胶体金免疫层析原理图



来源：基因有限公司，国金证券研究所

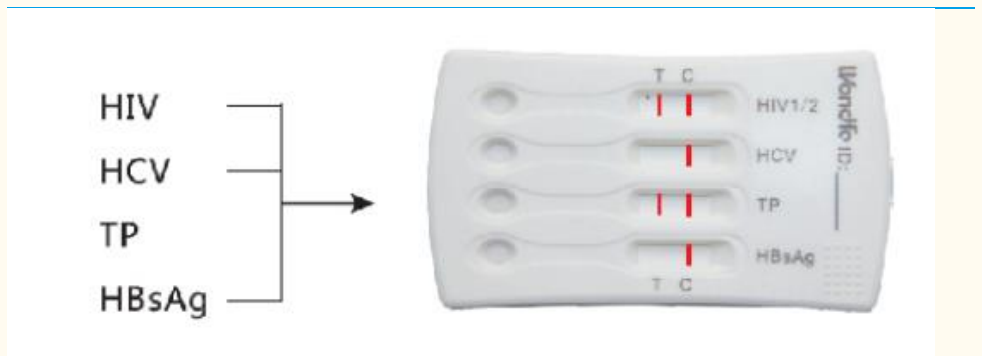
- 胶体金是传统的定性或半定量检测技术，在 POCT 产品中较为常见。目前，公司正推动胶体金技术往数据化方向发展。公司胶体金技术主要运用在三个领域：**传染病检测、优生优育检测、毒品检测。**
- **传染病检测系列：**传染病检测产品主要基于免疫胶体金平台，包括流感、艾滋、梅毒、病毒性肝炎、疟疾、幽门螺旋杆菌等定性检测产品。
 - 传染病检测是公司的传统优势产品线，覆盖疾控中心、各级医院终端、世卫组织、NGO 组织等，能通过对血液、唾液、尿液等体液样本的快速检验提供检测结果，对感染源进行甄别，对常见传染病进行初筛和排查。公司在传染病领域优势产品包括流感、艾滋等。
 - 公司研发生产出了多款明星产品，如**全国唯一流感检测全系列产品**（H7、FluA、FluB、FluA&B）、**国内首创术前四项联检**（HIV+HCV+TP+HBsAg）。
 - 流感检测产品是公司在传染病检测领域的明星产品之一。公司是**全国唯一能提供流感检测全系列产品的厂商**，覆盖项目包括 H7N9、FluA、FluB、FluAB 等，在流感检测领域处于行业领先地位。通过多年来的常规化推广，流感检测产品在越来越多的医院可直接作为流感特效药的用药指导，产品实现了迅速扩张和放量。
 - 公司导入唾液艾滋、幽门螺旋杆菌、轮状病毒、腺病毒等新品，进一步提高产品的丰富度和产品间的协同效应。

图表 17: 公司传染病检测产品销售情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 术前四项联检

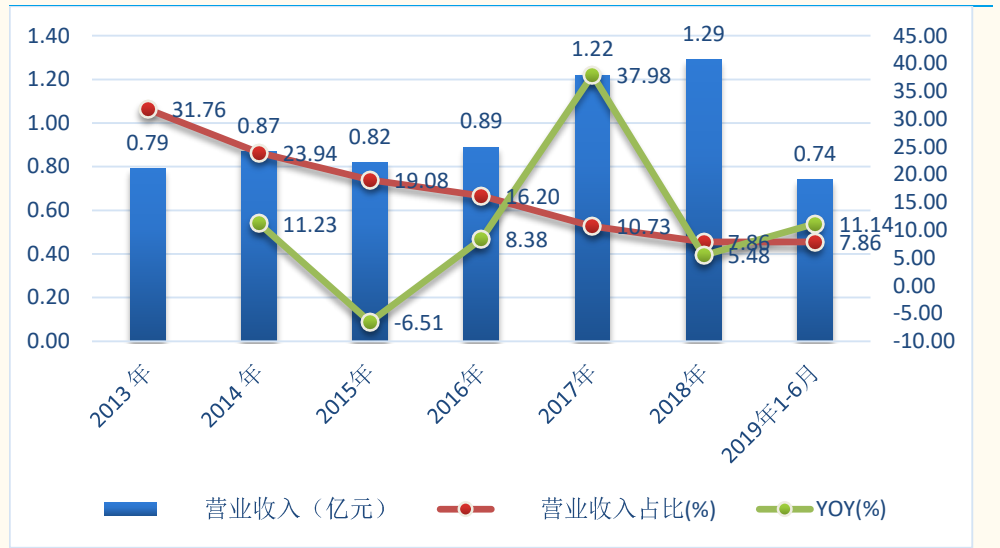


来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **优生优育检测系列:** 优生优育检测业务线主要基于免疫胶体金技术平台, 主要是用于妊娠检测和人口优生优育的早期检测, 代表产品包括促黄体激素 (LH) 半定量检测试剂 (胶体金法)、人绒毛膜促性腺激素 (HCG) 检测试剂、促卵泡激素 (FSH) 检测试剂、精子 SP10 蛋白检测试剂等。

 - 公司在妊娠及优生优育检测业务线拥有“秀儿”、“金秀儿”、“Preview”等子品牌, 产品主要销往欧洲及中国大陆, 通过 OTC 渠道、电商渠道、临床渠道销售。
 - 公司在天猫、京东等互联网平台开设官方自营旗舰店, 销售额逐年攀升, 在排卵检测等产品上优势明显, 品牌影响力在天猫同类品牌中稳居前三。
 - 公司的优生优育业务中国区域业务增长最快, 美洲、亚洲、非洲等发展中国家和区域扩张迅速, 收入占比有明显的提高, 由以往的欧洲一家独大, 逐渐渗透到更多的国家和地区, 销售更为分散化和均衡化。

图表 19: 万孚优生优育系列产品营收情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 金秀儿产品系列



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **毒品 (药物滥用) 检测系列:** 毒品 (药物滥用) 检测依托于免疫胶体金技术平台, 能通过对尿液、唾液、血液等体液的检验提供现场即时定性检测结果, 对吸毒及药物滥用人群进行快速筛查。
 - 公司的毒品 (药物滥用) 检测覆盖项目涵盖了常见毒品及新型毒品的快速筛查, 包括海洛因、吗啡、可卡因、冰毒、氯胺酮、芬太尼、大麻等。美国是公司毒检产品的主要销售地, 毒检产品广泛应用于美国的用工体检、疼痛门诊、司法鉴定等领域。
 - 国内的毒检业务主要是面向公检法等特殊渠道, 针对公安临检、交通管理吸毒筛查、海关边防出入境吸毒筛查、征兵体检、司法鉴定、公共安全等场景。公司毒检产品是中国禁毒基金会推荐使用产品、G20峰会安检采购入围产品。
 - 美国毒检市场相对成熟, 竞争格局较为稳定, 行业整体增速较慢, 对产品升级及业务模式创新的要求越来越高。为了抓取更多的业务发展机会, 公司上半年在中国、欧洲、亚洲、非洲等地扩展新的毒检业务。在毛发毒检、唾液毒检等产品上有较大突破。

图表 21: 人体生物样本现场检测箱



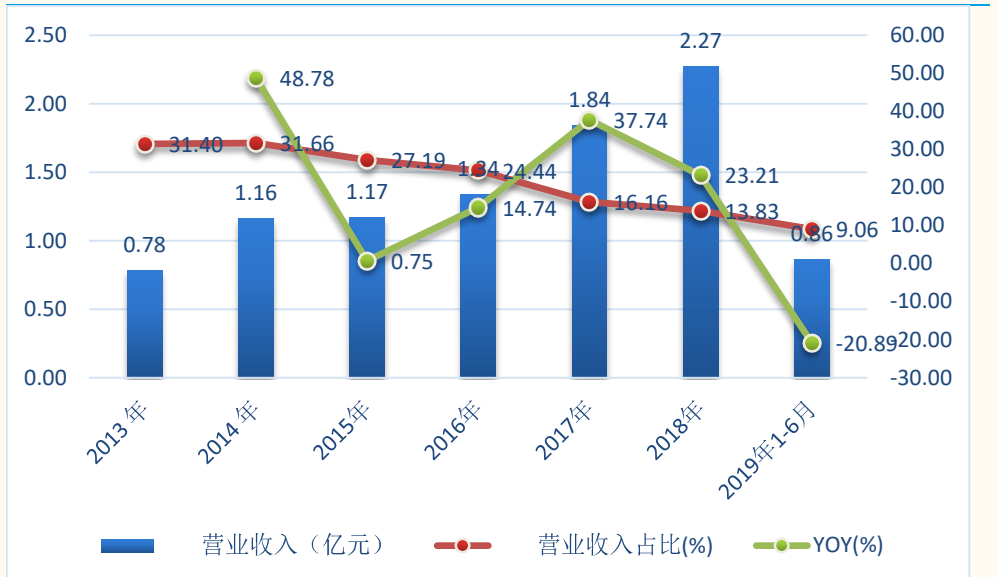
图表 22: 毛发检测产品



来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 23: 万孚毒品(滥用药物)检测系列产品营收情况



来源: 公司官网, 国金证券研究所

免疫荧光技术平台是当前业务增长主力

- 公司免疫荧光平台成立于 2009 年。2011 年公司推出以“全程 C-反应蛋白 (hs-CRP+常规 CRP) 定量检测试剂盒”、“免疫荧光定量仪”为标志的定量荧光检测系统, 主要采用免疫荧光双抗体夹心法定量检测血液中相关标志物的浓度。该平台技术打破了国外产品长期垄断国内市场的局面。
- 公司慢病管理检测产品线主要依托于荧光免疫技术平台, 公司是国内首个突破荧光免疫技术的体外诊断厂商, 在该平台有较为突出的市场优势, 试剂种类覆盖最全, 包括心脏标志物、炎症标志物、颅脑损伤标志物、糖尿病肾病标志物、肿瘤标志物、栓塞标志物等 30 余项。
- 公司的免疫荧光平台产品凭借可配套多种试剂、全血/血浆/血清通用、同时间多项目检测的优势, 广泛应用于检验科、急诊、ICU、心内科等临床场景。目前已实现国内装机数量第一。

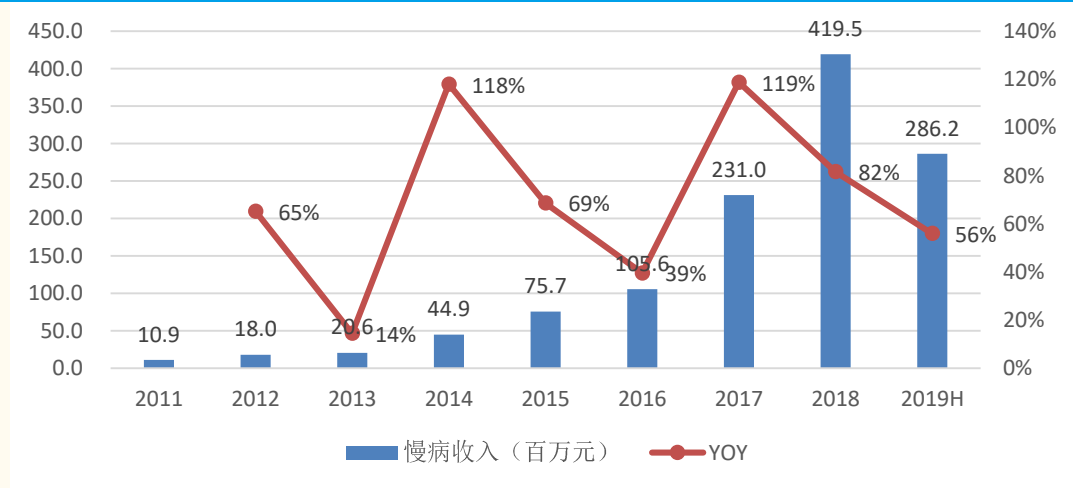
图表 1：免疫荧光平台主要产品及检测标志物数量



来源：公司官网，国金证券研究所

- 其**心脑血管疾病检测**是慢病管理检测线最为重要的品类。公司的心脑血管疾病产品线主要基于荧光免疫技术平台，用于常见心血管疾病（心肌梗塞、心脏衰竭等）的快速定量检测，包括心肌肌钙蛋白 I（CTnI）检测试剂、肌红蛋白（Myo）定量检测试剂、心脏型脂肪酸结合蛋白（H-FABP）检测试剂、N 末端 B 型钠尿肽原定量检测试剂（NT-proBNP）等快速检测试剂。心脑血管疾病检测广泛的运用于检验科、急诊、ICU、心内科、呼吸内科、老干科等科室。
- **炎症因子检测**在医院的各个科室都有广泛的应用。炎症因子检测可以对感染类型进行鉴别，对治疗过程进行监控，指导抗生素的使用，对心血管疾病、恶性肿瘤等疾病的风险进行持续的评估等，具有多维度的临床意义。公司的炎症因子检测产品线依托于荧光免疫技术平台，包括 C-反应蛋白（CRP）定量检测试剂、降钙素原（PCT）检测试剂、血清淀粉样蛋白（SAA）检测试剂等。炎症因子快速检测适用于医院检验科、急诊、ICU、心内科、感染科、儿科等科室。

图表 24：以荧光平台为核心的慢病管理产品保持超高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25: 荧光平台相关产品是公司业绩支柱 (单位: 万元)

	2017	2018	2019H1
慢病管理	23,103	41,953	28,618
yoy		82%	56%
其中: 心血管标志:	18,356	30,104	
		64%	
传染病	30,649	40,296	28,221
yoy		31%	38%
其中: 炎症因子		18,434	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

干式生化平台灵活应用于临检与基层医疗机构

- 2015 年, 公司成立干式生化平台, 主要采用合成膜显色技术与独特的酶稳定技术, 研发出干式生化试剂。平台产品为干式化学分析仪 DC-101 和 DC-201, 具有 2 分钟快速检测、小巧轻便、操作简单及环保无污染的优势。
- 目前产品领域覆盖心脏标记物、肾功、肝功、胰腺炎等, 并将陆续推出阴道微生态、肠道微生态、新生儿黄疸等产品和多款仪器。公司的干式生化平台可以很好的应用在检验科、临床科室、血站、基层医疗卫生机构、体检中心等场景。我们认为公司该平台产品检测项目丰富、适用场景灵活, 随着分级诊疗制度的不断下沉, 能在临检与基层医疗机构受到广泛认可。

图表 26: 干式化学分析仪覆盖多领域, 可快速出具检测结果



来源: 公司官网, 国金证券研究所

化学发光平台快速做到全国技术领先

- POCT 化学发光是将化学发光检测技术应用用于 POCT 检测场景, 能同时结合化学发光灵敏度、准确率高的优势和 POCT 便携式的特点。公司凭借多年 POCT 业务的优势进入化学发光领域。
- 相较于其他布局化学发光领域的企业, 公司进入化学发光领域的时间较晚, 于 2016 年开启仪器与试剂的自主研发。但公司化学发光新品研发迅速, 通过外延式并购达成生物、与深圳雷杜仪器合作, 2019 年已开启第三台仪器、第四批试剂的研发, 同时技术和稳定性国内一流。由于化学发光封闭式系统的特点, 要求企业完成仪器研发的同时, 能兼顾试剂品种的齐全性, 这一领域具有较强壁垒, POCT 化学发光未来有望成为公司新的成长极。

图表 2：公司化学发光平台达到国内一流水平



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司资深研发团队历时 2 年打造国内首创，最小型的全自动化学发光——POC 全自动磁微粒化学发光仪。除了体积小，还具有速度快、操作简、试剂菜单齐全的优势。

图表 3：国内首创，最小型的全自动化学发光仪



来源：公司官网，国金证券研究所

- 该化学发光仪适用于检验科、急诊、ICU、感染科、心内科、肿瘤科等，覆盖心血管标记物、炎症肾功、肿瘤标记物、性激素、甲状腺及糖代谢的检测，能满足急诊、门诊、临床科室日益上涨的需求。

分子诊断平台——国内分子 POCT 布局领先者，多平台同时发力

- 2016 和 2017 年，公司通过持有英国 Atlas Genetics 公司 14.95% 的股份布局分子诊断领域，获得传染病诊断试剂卡与全自动单通道分析仪 io；
- 2018 年，公司持有美国 ICUBATE 约 3% 的股份，获得博科斯瑞（Boxarray）于中国在感染性疾病领域的独家全面授权；
- 同年，通过与比利时 Biocartis 共同出资成立香港合资公司，在中国大陆地区引进 Idylla™（Easegen 弈景）分子诊断平台技术，快速抢占中国分子诊断市场。
- 2019 年，两家合资公司广州万孚倍特生物技术有限公司和广州万孚卡蒂斯生物技术有限公司相继成立，并顺利完成了核心团队的组建。

- 万孚倍特将 iCubate 已获得 FDA 注册证的产品按照中国临床需求进行转化与注册准备，建立 GMP 生产车间与自动化产线，按照计划对新品进行预研和改进。
- 万孚卡蒂斯（与比利时 Biocartis 共同出资）目前正致力转化并优化原有产品，进行本地化市场与生产设计，致力于将更好的体验与性价比带给中国的医院及相关的医疗机构。
- Idylla™ 是基于实时 PCR 技术的全自动一体化分子检测系统，致力于提供优质、精确、便利的诊断及指导癌症用药。可拼接的仪器组装模块可满足不同临床检测需求，同时具有即时检测、操作人员易接受、占地面积小的特点。这些特性将使得 Idylla™ 系统可更加广泛的用于医疗诊断、科研等不同场景。

图表 4: Idylla™ 系统便捷、灵活性强



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司在国内首次把 POCT 理念引入肿瘤精准诊断领域，满足中国大基数肿瘤患者的临床需求。

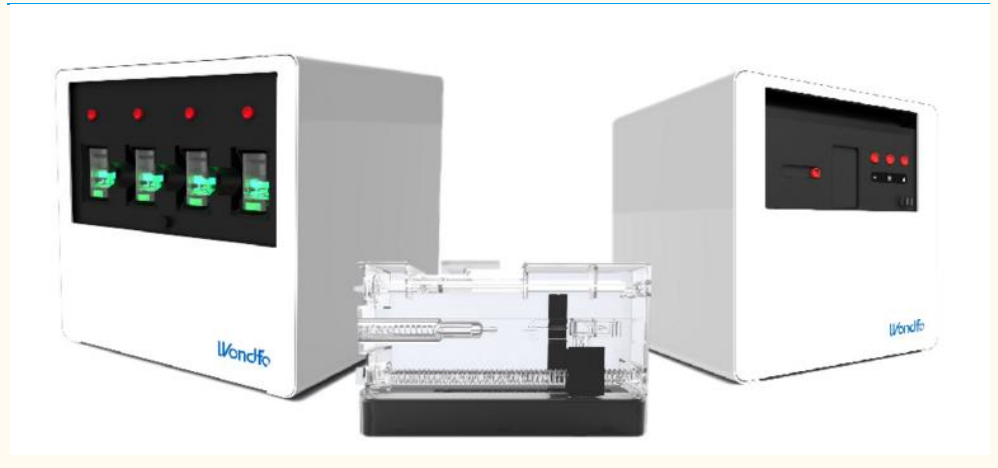
图表 5: Idylla 覆盖多个癌种多个位点

治疗领域	检测基因	检测位点
	KRAS	外显子2/3/4的21种突变检测（密码子12, 13, 59, 61, 117, 146）
	NRAS	外显子2/3/4的18种突变检测（密码子12, 13, 59, 61, 117, 146）
	BRAF	外显子15 V600的5种突变检测
	MSI	7种检测（ACVR2A、BTBD7、D1D01、MRE11、SEC31A、SULF2）
	EGFR	外显子18/19/20/21的51种突变检测
	BRAF	外显子15 V600的7种突变检测

来源：公司官网，国金证券研究所

- 博科斯瑞可进行病原微生物感染全自动多重核酸检测，覆盖了血流感染病原体、呼吸道病原体、胃肠道病原体、脑膜炎病原体、流感分型、虫媒传播感染及定制化检测项目，大大降低分子病原体鉴别诊断技术对微生物检验科室的操作和场地要求，提前 1-3 天获得病人感染的病原体信息指导用药治疗，为挽救病人生命带来显著的临床价值，对我国目前倡导限制、合理使用抗生素有重大的现实意义。

图表 5: 博科斯瑞平台



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 27: 博科斯瑞平台主要特色



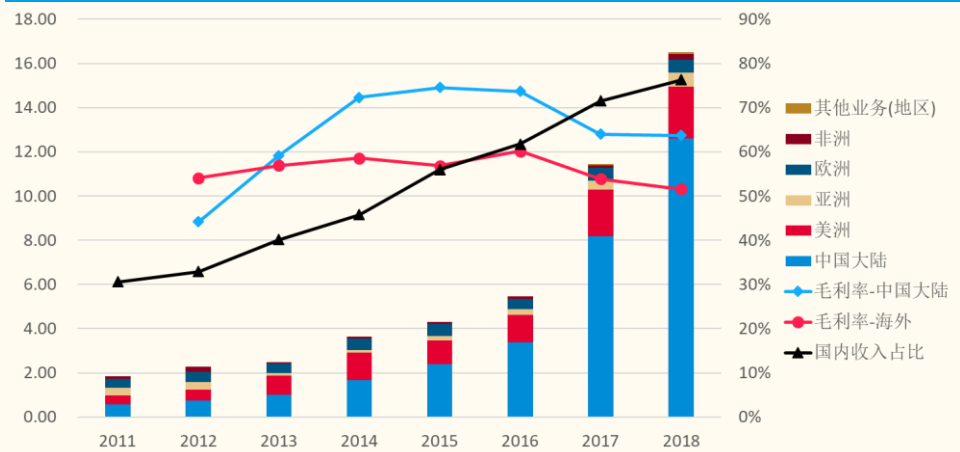
来源: 公司官网, 国金证券研究所

强大的销售组织能力和全球化布局渠道

- POCT 行业的终端客户主要包括各级医院和门急诊检验、医师办公室、疾控中心、执法机关、个人消费者等, 较为分散。
- POCT 市场由于品类众多, 客户总量庞大且单个客户产出较低, 对企业渠道建设和销售管理能力提出了很高的要求, 销售组织能力同样是 POCT 企业最重要的核心竞争力。
- 公司的销售模式主要包括分销和直销两种模式。在中国区域, 公司根据业务特点采用分销和直销共存、分销为主的销售模式; 在海外区域, 公司主要采用分销的模式进行销售。

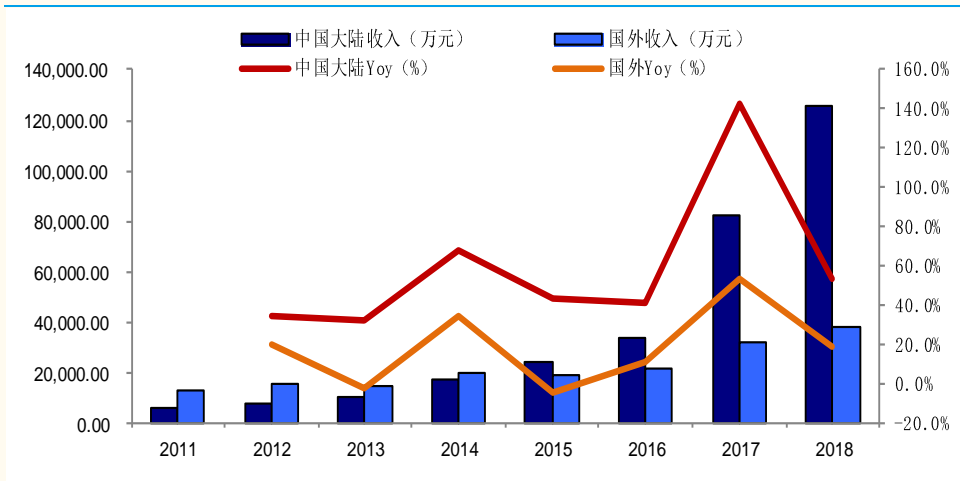
- 在公司的分销体系下，分销商主要负责与终端客户的商务谈判、合同签订、日常关系维护等；而公司则主要负责产品的学术推广、技术支持、持续服务等。
- 按照公司的业务结构，有以下情况涉及到直销模式：1) 自我检测类产品通过在天猫、京东等电商平台的直营店销售产品给个人消费者；2) 传染病检测产品在国内通过各省级疾控中心和血站的招投标进行销售，在海外的非洲、亚洲等地区通过世界卫生组织、盖茨基金会等 NGO 组织的大宗采购进行销售；3) 现场执法类产品通过公安、司法机关等渠道进行销售。
- 公司由海外业务起家（公司上市前海外业务收入贡献超过 50%），自 2004 年开始开拓海外市场。经过 15 年的不懈耕耘，公司产品销往全球 140 多个国家和地区，在全球建立了覆盖面较广的经销体系。
- 近年来公司加大国内市场拓展力度，大力投入建设国内经销网络，内销（以心血管标志物、感染因子等产品为主）在收入贡献中占比迅速提升，国内市场已经成为公司最大市场。

图表 28：国内收入占比快速提升，超过海外收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：公司国内收入增速远快于海外收入

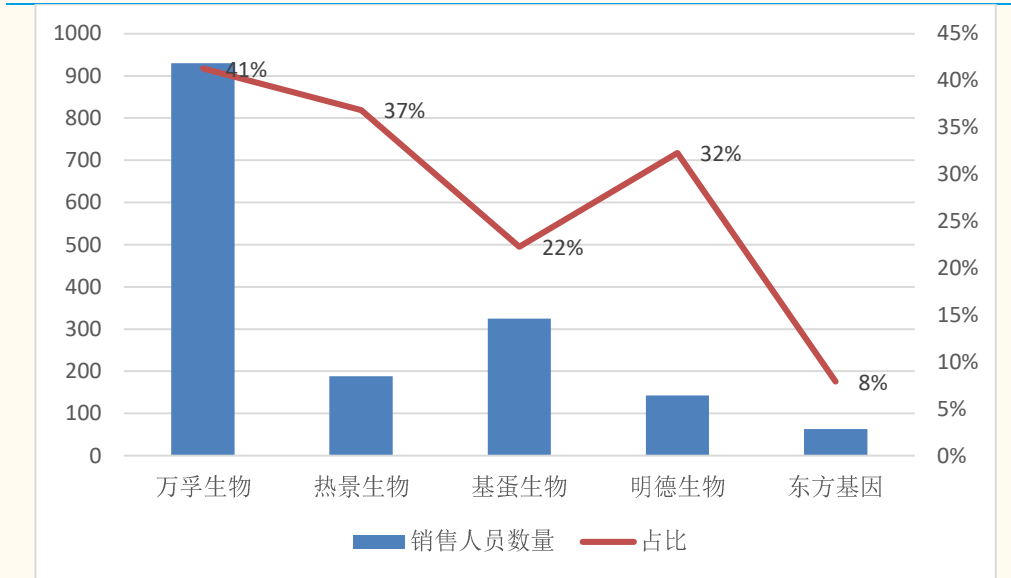


来源：公司公告，国金证券研究所

- 尽管公司大部分业务采取分销，公司销售服务人员仍超过 900 人，销售服务队伍规模在行业中具备较大领先优势。相对于对经销商依赖程度更大的中小 POCT 产品企业，公司规模较大的销售队伍带来公司在学术推广和售

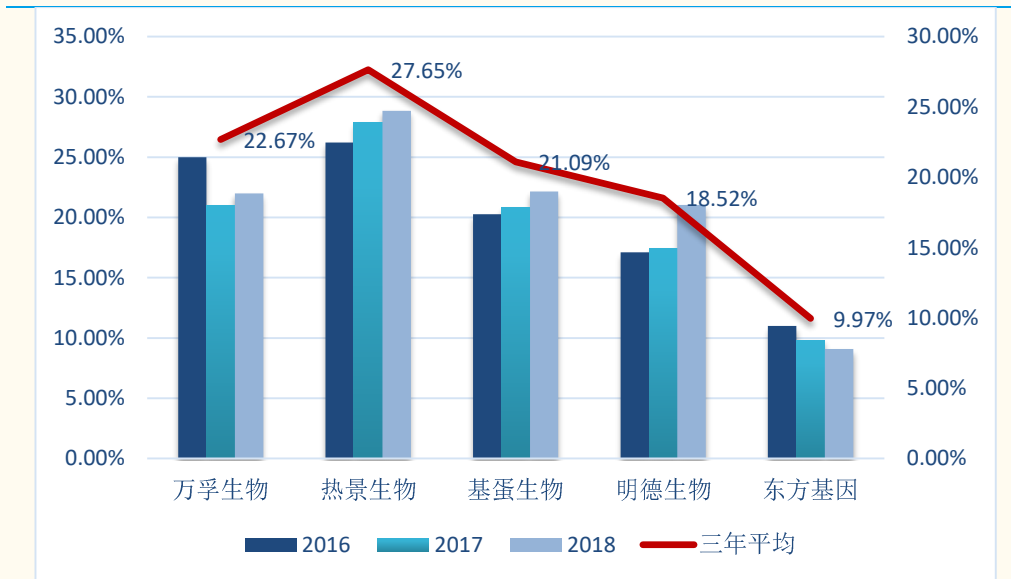
后服务领域的明显优势，我们认为这也是公司近年来增长速度和增长绝对额优于同行业其他企业的重要原因。

图表 30：公司与同行业可比企业 2018 年销售人员数量与占比对比



来源：各公司年报，国金证券研究所

图表 31：公司与同行业可比企业销售费用率对比



来源：各公司年报，东方基因招股说明书，国金证券研究所

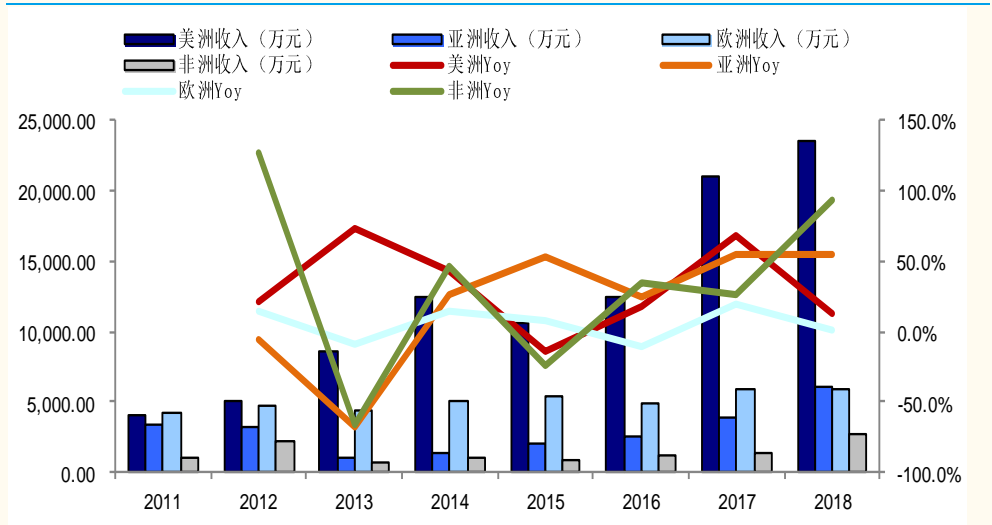
海外收入规模国内企业最大，渠道网络遍及全球

- 公司在海外市场准入、海外渠道建设方面构建起较为突出的优势。在同行业可比公司中，公司在海外市场占据了较强的先发优势，海外业务营业收入最高。
- 公司将国际营销体系划分为亚洲、欧洲、拉美、非洲、中东、俄语及电商共计七大板块，实行大区经理负责制。大区经理负责所管辖区域的公司所有产品的业务，从团队的组建，区域内各国家的分销商的筛选和确定，到

市场推广活动等均需要参与。

- 由于美国市场市场环境和商业习惯相对特殊，公司美国子公司负责北美市场的营销管理。美国子公司内部分为业务开拓团队和客服团队。业务开拓团队以实地市场调研、采访潜在客户、参加区域展会的方式进行市场拓展，客服团队负责订单的管理和发货、客户信息反馈等支持性服务。
- 从海外区域市场来看，早期开发的美国（毒品检验、传染病）、欧盟（妊娠为主）规模较大，但偏存量市场，整体增速较慢，且注册政策趋严，行业壁垒上升，市场向头部和具有先发优势的企业集中；亚洲、非洲新兴市场虽然基数较低，但增长较快，未来收入占比有望提升。

图表 32：海外各地区的收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

国内营销划分多个事业部，垂直管理

- 在中国区域，为激发组织活力，更加有效地推动新品的快速推广，公司划小经营单元，在国内按照产品技术平台设置了金标事业部、荧光事业部、电化学事业部、生化事业部、化学发光事业部五个营销事业部。各个事业部分别设置营销大区，并在每个大区建立了垂直的区域化管理体制，负责对区域内各级分销商和终端客户进行管理和服务。
- 公司深入贯彻“深度营销”的经营理念，通过与分销商的深度战略合作，推动销售的实现。经过多年的不懈努力，公司已经在各级医院、医疗机构建立起良好的用户基础和用户关系，渠道端深植四川、广西、吉林、陕西、山东等地。
 - 前期行业受到国家政策影响较大，加上公司“深度营销”理念，公司与紧密合作的经销商成立合资公司，由公司控股。主要目的在于加强渠道管理，更好地服务客户以及应对政策变化。截止到 2019 年中报，厦门信德、四川万孚、四川瑞坤、吉林万孚等子公司已完成往期业绩承诺。
 - 此外，公司从终端考虑，通过外延式并购河南贝通、与西门子医疗的战略合作等方式，关注区域检验中心的建设。区域检验中心可以把区域内的检验资源进行整合，尤其是分级诊疗制度下的基层医院，在为基层提供良好服务的同时带动产品的销售。
 - 根据公司公开交流记录，随着市场环境的转变，上述合作模式在一定程度上限制了渠道公司的发展，因此公司调整了合作模式，未来有望降低合资公司股权比例。

图表 33：公司部分渠道整合和合作

投资公司	投资时间	股权比例	业绩承诺	投资目的
四川万孚	2016.06.03	51%-60%	2016-17: 营收 4500 万元; 净利润 500 万元; 2017-18: 营收+33%; 净利润+20%; 2018-19: 营收+33%; 净利润+33%。	有利于公司的渠道、产品、服务在四川区域的深化与拓展
厦门信德	2016.12.13	51%	第二期增资: 第一年度金标产品实现营收 6,000 万元; 第三期增资: 第二年度实现营收 12,000 万元。	增强在国内金标市场的渠道拓展能力; 厦门
南宁全迈捷	2017.01.18	51%-60%	2017: 营收不低于 6000 万元; 净利润不低于 800 万元; 2018: 营收不低于 8000 万元; 净利润不低于 1000 万元; 2019: 营收不低于 10000 万元; 净利润不低于 1200 万元。	有利于公司的渠道、产品、服务在广西区域的深化与拓展
吉林万孚	2017.01.18	51%-60%	2017: 营收 4000 万元; 净利润 480 万元; 2018: 营收+32.5%; 净利润+32.5%; 2019: 营收+32%; 净利润+32%。	有利于公司的渠道、产品、服务在吉林区域的深化与拓展
四川瑞坤恒远	2017.04.26	51%-60%	2017: 营收不低于 4500 万元; 净利润不低于 450 万元; 2018: 营收不低于 6000 万元; 净利润不低于 600 万元; 2019: 营收不低于 8000 万元; 净利润不低于 800 万元。	-有利于公司的渠道、产品、服务在四川区域的深化与拓展
陕西天心	2017.04.26	51%-60%	2017: 营收不低于 6000 万元; 净利润不低于 600 万元; 2018: 营收不低于 8000 万元; 净利润不低于 700 万元; 2019: 营收不低于 10000 万元; 净利润不低于 800 万元。	-有利于公司的渠道、产品、服务在陕西区域的深化与拓展。
四川欣瑞康	2017.04.26	51%-60%	2017-18: 营收不低于 5000 万元; 净利润不低于 500 万元; 2018-19: 营收不低于 6500 万元; 净利润不低于 650 万元; 2019-20: 营收不低于 9000 万元; 净利润不低于 900 万元。	-有利于公司的渠道、产品、服务在四川区域的深化与拓展
东腾万孚	2017.04.26	51%-60%	2017-18: 营收不低于 5000 万元; 净利润不低于 500 万元; 2018-19: 营收不低于 5500 万元; 净利润不低于 550 万元; 2019-20: 营收不低于 6100 万元; 净利润不低于 610 万元。	-有利于公司的渠道、产品、服务在广西区域的深化与拓展
山东万孚博德	2017.04.26	51%	2017-18: 营收不低于 1300 万元; 净利润不低于 200 万元; 2018-19: 营收不低于 2000 万元; 净利润不低于 350 万元; 2019-20: 营收不低于 3000 万元; 净利润不低于 500 万元。	有利于公司的渠道、产品、服务在山东区域的深化与拓展

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：公司在区域医学检验中心的布局

投资公司	投资时间	方式	业绩承诺	目的
河南贝通	2017.11.24	持股 51%	第一年: 营收不低于 7000 万元; 净利润不低于 700 万元; 第二年: 营收不低于 12000 万元; 净利润不低于 1200 万元; 第三年: 营收不低于 18000 万元; 净利润不低于 1800 万元;	布局建设河南等地区的区域医学检验中心
西门子医疗	2018.02.08	战略合作	无	有利于支持万孚生物目前布局的区域医学服务体系

来源：公司公告，国金证券研究所

把握分级诊疗和五大中心建设带来的增量机会和洗牌机会，实现国内快速突破

- 正如我们在前期深度报告《即时检测（POCT）行业深度研究：空间不小，壁垒不低，行业被低估》中指出，分级诊疗、危急重症五大中心建设以及临床科室对 POCT 产品的需求，将在行业及政策的层面为公司带来增量机会。

分级诊疗促进基层 POCT 放量

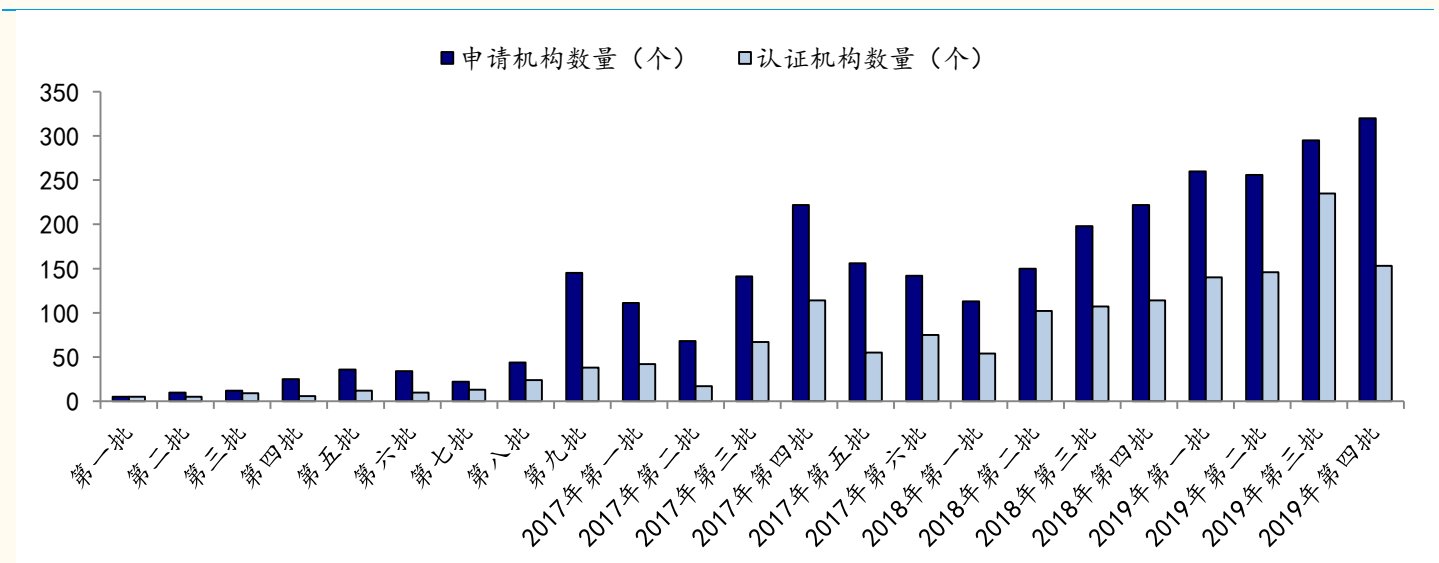
- 2015 年，国务院办公厅印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出建立基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式。此后，全国各地都陆续出台了分级诊疗的相应制度和措施，极大的推动了分级诊疗制度的落地，促使门诊量发生从三级医院向二级以下医院分流的结构变化。
- 2018 年，国家卫健委印发《关于开展“优质服务基层行”互动的通知》，要求在基层开展血气、血凝、糖化血红蛋白、心肌损伤标志物、艾滋、梅毒等项目的检验。分级诊疗的实施和基层医疗卫生服务能力建设为国内的 POCT 行业带来巨大的扩容机会。

- 2019年4月3日，国家卫生健康委颁布《关于印发乡镇卫生院服务能力评价指南（2019年版）和《社区卫生服务中心服务能力评价指南（2019年版）的通知》。通知要求，在基层医疗机构必须配备血球计数仪、尿常规分析仪、急诊生化分析仪、全自动化学发光仪、血凝仪等常规检验设备。
- 2019年4月28日，国家卫生健康委、国家发展改革委、财政部、人力资源社会保障部和国家医保局联合颁布《关于开展促进诊所发展试点的指导意见》。该通知在审批、设立标准、人力资源、定价、医保等方面放开了对诊所的政策约束，将会有力带动基层诊所的快速发展。
- 2019年6月12日，国家卫生健康委发布《社区医院基本标准和医疗质量安全核心制度要点（试行）》，明确社区医院在科室设置方面，必须设置医学检验科（化验室），为社区医院检验设备采购进一步强化了政策依据。
- 国家政策持续引导医疗资源向基层下沉，加大对基层的资源投入。POCT将凭借检验快速、灵活便捷、操作简单等特点，将为乡镇卫生院、诊所、社区医院等基层医疗机构提供多元化的产品组合及整体化的解决方案。

五大医学中心的建设为 POCT 行业发展带来了市场增量

- 2017年11月，国家卫计委办公厅印发《胸痛中心建设与管理指导原则（试行）的通知》，要求二级综合医院或相关专科医院必须建设胸痛中心，同时，要求急诊科能够开展24小时床旁检查、肌钙蛋白和D-二聚体等快速检测。

图表 35：各批次胸痛中心申请和认证情况



来源：胸痛中心总部，国金证券研究所

- 2018年1月3日，国家卫计委发布《进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020年）》。《计划》要求，以危急重症为重点，创新急诊急救服务。在地级市和县的区域内，符合条件的医疗机构建立胸痛中心、卒中中心、创伤中心、危重孕产妇救治中心、危重儿童和新生儿救治中心。
- 危急重症五大医学中心的建设为 POCT 行业发展带来了市场增量。免疫荧光、急诊生化、POCT 血气及 POCT 凝血等产品符合五大医学中心要求快速、床旁、便捷的特点，将随着五大医学中心的建设逐渐实现产品导入。另外，五大中心的建设也加速了 POCT 产品向更高级医院的渗透，为 POCT 企业向上战略覆盖到三级标杆医院，实现医联体内部的示范效应打下良好的基础。
- 此外，五大中心的建设除了带来总体需求增量机会，也大概率会导致现有存量医院和存量科室的 POCT 使用洗牌，带来存量置换机会。

公司启动信息化建设项目，内部管理提升

- 公司从 2018 年下半年开始筹备信息化建设项目。2019 年公司采购了业内顶级的管理软件,聘请全球知名咨询公司开展相关项目的现场实施。
- ERP 项目旨在优化业务流程,建立统一的、具有前瞻性的业务流程模板,为公司的全球化布局奠定坚实的基础;同时,公司将会导入供应商关系管理 SRM 系统,其目的在于打通与上游供应商的协同,提升供应效率及质量,降低供应成本;下一步,公司将会构建灵活、可扩展的 IT 基础架构超融合平台,为公司提供稳定安全可靠的 IT 基础设施。
- 2019 年下半年,上述系统将陆续上线投入使用。在此基础上,公司将按计划启动或升级其它 IT 项目,如客户关系管理 CRM、商务智能 BI 等项目。可以预期,信息化项目的投入将会推动公司在管理精细化、降本增效方面带来显著的提升
- 我们认为 POCT 行业项目繁多、客户复杂、流程众多,对 POCT 产品企业的内部管理能力要求很高。ERP、CRM、SRM、WMS、企业微信等首批信息化工程专项的实施落地,有望优化公司业务流程与生产运营,赋能员工,升级产品实现的技术平台和流通平台。

投资建议与盈利预测

- 我们看好 POCT 行业未来的快速发展,公司作为行业先发企业,已经在 POCT 行业建立综合优势,收入利润体量占优,产品序列和在研品种最为丰富,销售队伍和经销商资源强大,公司管理与治理的现代化程度同样优秀。我们看好公司不断扩大业内领先幅度,成为 POCT 行业成长的最大受益者。
- 我们对公司未来各产品线收入情况作出预测,结合费用估计,预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.04、5.28、6.82 亿元,分别同比增长 31%、31%、29%。
- 由于公司是 POCT 行业龙头,规模、增速优势突出,且部分 POCT 上市企业缺乏 2019、2020 年 EPS Wind 一致预测值,我们参考可比 IVD 上市企业安图生物、迈克生物对应 2019 年和 2020 年估值情况,考虑公司行业地位和未来增长潜力,给予公司对应 2020 年 PE 40 倍,12 个月内目标市值 211.2 亿元,对应 12 个月内目标价 61.57 元,给予“买入”评级。

图表 36: 部分参考公司估值情况

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603658	安图生物	96.38	1.75	2.27	2.94	55.15	42.41	32.76
300463	迈克生物	26.97	0.96	1.19	1.48	28.22	22.69	18.24
	平均值		1.35	1.73	2.21	41.69	32.55	25.50

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37：公司收入预测（灰色部分为估计，2019 年以后为预测）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总计	11.45	16.50	21.09	26.32	32.39
	109%	44%	28%	25%	23%
总计毛利	7.00	10.03	13.40	17.24	21.61
总计毛利率	61%	61%	64%	65%	67%
贸易类	2.85	4.41	5.00	5.50	6.00
	1400%	55%	13%	10%	9%
	37%	38%	39%	40%	40%
非贸易	8.60	12.09	16.09	20.82	26.39
	63%	41%	33%	29%	27%
传染病检测	3.06	4.03	5.64	7.62	9.90
yoy	57%	32%	40%	35%	30%
毛利率	68%	68%	68%	68%	68%
其中炎症感染	1.40	1.84	2.80	3.78	5.03
yoy		31%	52%	35%	33%
其中流感		0.50	1.60	2.40	3.30
			220%	50%	38%
传统传染病					
慢性疾病预防	2.31	4.20	6.20	8.37	11.00
yoy	118%	82%	48%	35%	31%
毛利率	87%	85%	84%	85%	85%
其中心标	1.84	3.01	4.00	5.40	7.02
yoy		64%	33%	35%	30%
毒品(滥用药物)检测	1.84	2.27	2.40	2.76	3.17
yoy	37%	23%	6%	15%	15%
毛利率	63%	57%	60%	60%	60%
妊娠及优生优育检测	1.22	1.29	1.45	1.58	1.72
yoy	37%	6%	12%	9%	9%
毛利率	47%	47%	50%	50%	50%
其他业务	0.16	0.31	0.40	0.50	0.60
yoy	183%	88%	29%	25%	20%
毛利率	73%	52%	60%	60%	60%

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 心血管标志物、感染因子等重点产品竞争趋于激烈，或销售遭遇瓶颈，未来销售增速下行，导致整体业绩承压；
- POCT 品种分散，单品空间有限，如公司不能即使更新品种梯队，不断丰富品种，未来持续成长能力可能不及预期；
- 未来如流感疫情消退，导致流感检测产品销售出现下滑；
- 海外贸易形势变化和汇率波动带来的外贸风险；
- 研发失败风险，新产品是市场推广和放量不达预期；
- 医保政策收紧，降价控费风险；
- 渠道调整带来的冲击超出预期，影响公司收入增速或费用水平。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	547	1,145	1,650	2,109	2,632	3,239	货币资金	577	473	1,090	481	620	1,037
增长率		109.3%	44.0%	27.8%	24.8%	23.1%	应收款项	65	282	409	467	554	641
主营业务成本	-172	-444	-644	-769	-908	-1,079	存货	79	131	166	229	268	315
%销售收入	31.5%	38.8%	39.0%	36.5%	34.5%	33.3%	其他流动资产	6	72	109	735	841	949
毛利	375	701	1,006	1,340	1,724	2,161	流动资产	726	957	1,773	1,912	2,284	2,943
%销售收入	68.5%	61.2%	61.0%	63.5%	65.5%	66.7%	%总资产	72.2%	56.5%	65.9%	60.9%	63.1%	67.4%
营业税金及附加	-2	-6	-9	-12	-14	-18	长期投资	6	170	188	338	338	338
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	224	254	397	454	506	544
营业费用	-134	-238	-358	-464	-599	-761	%总资产	22.2%	15.0%	14.7%	14.4%	14.0%	12.5%
%销售收入	24.6%	20.8%	21.7%	22.0%	22.8%	23.5%	无形资产	28	283	297	344	367	394
管理费用	-102	-202	-281	-352	-440	-541	非流动资产	280	738	918	1,230	1,336	1,426
%销售收入	18.7%	17.6%	17.0%	16.7%	16.7%	16.7%	%总资产	27.8%	43.5%	34.1%	39.1%	36.9%	32.6%
息税前利润 (EBIT)	136	255	358	512	671	841	资产总计	1,006	1,695	2,691	3,142	3,619	4,369
%销售收入	24.8%	22.3%	21.7%	24.3%	25.5%	26.0%	短期借款	12	24	104	97	0	0
财务费用	12	-21	6	12	8	17	应付款项	85	279	321	376	454	548
%销售收入	-2.1%	1.8%	-0.4%	-0.6%	-0.3%	-0.5%	其他流动负债	43	77	99	102	129	160
资产减值损失	1	-8	-5	-9	-12	-13	流动负债	140	380	524	575	582	708
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	114	0	0	0	0
投资收益	10	3	21	0	0	0	其他长期负债	11	10	16	0	0	0
%税前利润	5.9%	1.1%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	151	505	540	575	582	708
营业利润	159	261	412	515	667	845	普通股股东权益	843	1,029	1,934	2,312	2,737	3,316
营业利润率	29.0%	22.8%	25.0%	24.4%	25.3%	26.1%	少数股东权益	12	161	217	255	300	345
营业外收支	16	6	-3	5	7	10	负债股东权益合计	1,006	1,695	2,691	3,142	3,619	4,369
税前利润	174	267	409	520	674	855	比率分析						
利润率	31.8%	23.3%	24.8%	24.7%	25.6%	26.4%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-29	-42	-63	-78	-101	-128	每股指标						
所得税率	16.5%	15.6%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.824	1.183	0.897	1.180	1.540	1.989
净利润	146	225	347	442	573	727	每股净资产	4.788	5.779	5.641	6.743	7.981	9.669
少数股东损益	1	14	39	38	45	45	每股经营现金净流	0.636	0.948	0.722	1.149	1.781	2.303
归属于母公司的净利润	145	211	308	404	528	682	每股股利	0.150	0.500	0.220	0.250	0.300	0.300
净利率	26.5%	18.4%	18.7%	19.2%	20.1%	21.0%	回报率						
							净资产收益率	17.21%	20.48%	15.91%	17.48%	19.28%	20.56%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.42%	12.43%	11.43%	12.86%	14.58%	15.60%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	投入资本收益率	13.08%	16.23%	13.43%	16.33%	18.78%	19.52%
净利润	146	225	347	442	573	727	增长率						
少数股东损益	1	14	39	38	45	45	主营业务收入增长率	27.65%	109.28%	44.05%	27.79%	24.82%	23.06%
非现金支出	27	57	80	81	101	118	EBIT增长率	19.06%	88.14%	40.19%	42.99%	31.02%	25.30%
非经营收益	-25	-3	-17	-54	-24	-25	净利润增长率	15.66%	45.32%	46.06%	31.35%	30.56%	29.16%
营运资金变动	-35	-110	-162	-75	-40	-29	总资产增长率	25.94%	68.51%	58.81%	16.75%	15.19%	20.70%
经营活动现金净流	112	169	248	394	611	790	资产管理能力						
资本开支	-88	-113	-131	-179	-168	-170	应收账款周转天数	31.5	48.4	66.8	75.0	72.0	68.0
投资	45	-329	-98	-774	-100	-100	存货周转天数	135.7	86.2	84.0	110.0	110.0	110.0
其他	10	3	18	0	0	0	应付账款周转天数	90.7	78.6	82.3	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-33	-439	-210	-953	-268	-270	固定资产周转天数	146.7	79.4	81.9	70.5	59.5	47.0
股权募资	5	91	744	59	0	0	偿债能力						
债权募资	2	133	-38	-20	-97	0	净负债/股东权益	-66.10%	-28.13%	-45.87%	-14.94%	-20.42%	-28.33%
其他	-114	-56	-71	-90	-106	-103	EBIT利息保障倍数	-11.7	12.2	-59.8	-42.5	-81.8	-49.0
筹资活动现金净流	-107	168	635	-51	-203	-103	资产负债率	15.01%	29.79%	20.06%	18.30%	16.09%	16.20%
现金净流量	-28	-103	672	-610	139	417							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	5	10
增持	2	2	3	3	8
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.75	1.38	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH