

公司研究

基蛋生物（603387）

医药生物/医疗器械 II / 医疗器械 III

主要数据(截至 11 月 24 日收盘):

当前股价	34.80 元
投资评级	增持
评级变动	首次覆盖
总股本	2.60 亿股
流通股本	2.60 亿股

——国内 POCT 领先企业，积极布局大检验

主要观点：

◆国内 POCT 领先企业，业绩快速增长。1) 公司专注从事体外诊断产品的研发、生产和销售，主要产品为体外诊断试剂及配套仪器。公司产品线涵盖 POCT、生免、血球、血凝、血气等多个技术领域，覆盖心血管、炎症、肾脏、甲功、激素、糖代谢、肿瘤、血细胞、血凝等多个检测领域，广泛应用于临床检验、基层医疗、急诊等领域。2) 业绩快速增长，盈利能力强。公司近几年业绩保持快速增长，营收方面，2016-2019 年 CAGR 为 37.91%；归母净利润方面，2016-2019 年的 CAGR 为 34.90%。受新冠疫情影响，2020 年上半年公司业绩有一定程度下滑，随着二季度国内疫情开始好转，医院诊疗服务逐步恢复，公司业绩明显改善，第三季度公司营收及归母净利润均实现同比高速增长，分别同比增长 102.01%、124.78%。2016-2019 年，公司收入核心来源的试剂业务毛利率一直维持在 86% 以上，盈利能力强。3) 建立七大技术平台，初步实现全产业链布局。公司目前已建立了胶体金免疫层析开发平台、荧光免疫层析开发平台、生化检测试剂开发平台、化学发光免疫分析开发平台、分子诊断开发平台、校准品、质控品开发平台和诊断原材料开发平台在内的七大技术平台，初步实现全产业链布局，同时，通过吸收外部团队，涉足血细胞检测领域，形成了完善的研发体系，已经具备系统化的仪器、试剂、校准品、质控品、生物原材料的研发和生产能力，确保公司的市场竞争优势。

◆全球体外诊断市场增长稳定。近年来全球体外诊断市场增长稳定，Allied Market Research 数据显示，全球体外诊断行业市场规模从 2013 年 533 亿美元上升至 2018 年 684 亿美元，并将以约 5% 的年均复合增长率保持增长，预计在 2022 年达到 840 亿美元。从市场结构来看，2018 年全球体外诊断市场（包括仪器与试剂）主要由即时诊断（POCT）、免疫诊断、生化诊断、微生物学诊断、分子诊断、血液学诊断及组织细胞学诊断等构成，其中即时诊断（POCT）和免疫诊断市场占比最高，分别达 27% 及 24%，生化诊断市场占比为 13%，位列第三。

◆我国体外诊断行业快速发展，免疫、生化诊断占比较大。

长城国瑞证券研究所

分析师：

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：0592-5161109

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



《2019 年中国体外诊断行业报告》显示，2019 年末我国体外诊断生产企业接近 1200 家，流通企业达 24,000 多家，汇总国内外有关中国体外诊断市场信息，去除非工业口径的数据，2019 年中国体外诊断市场规模在 900 亿人民币（折合超过 128 亿美元），同比增长 15% 左右，未来有望达千亿人民币规模。其中进口产品占比达 55% 左右。Frost&Sullivan 报告显示，2020-2023 年中国体外诊断行业规模将以 19% 左右的年均复合增速持续增长，在 2023 年行业规模将达到 1730 亿元人民币，其中，免疫诊断、生化诊断、血液学及液体诊断市场规模占比排名前三，分别为 33.18%、16.82%、14.22%，POCT 诊断位居第四，占比为 14.16%。

◆POCT 诊断未来发展潜力大。Rncos 数据显示，POCT 全球市场规模在 2016 年为 202 亿美元，2021 年预计达到 355 亿美元，2016 至 2021 年间将保持 12% 年复合增长率，远高于全球整个体外诊断行业的增长速度。Frost&Sullivan 报告显示，2014 年我国 POCT 市场规模仅为 35 亿元，2023 年市场规模预计可达 245 亿元，年均复合增长率高达 24%，其增长速度远高于全球整体水平。由于我国人口基数大，老龄化现象严重，医疗资源地区发展不均衡，POCT 未来发展潜力大。同时，随着我国分级诊疗政策、医疗改革体制、五大中心建设的逐步推进，POCT 将迎来更大的市场空间。

◆以 POCT 为核心，初步形成大检验布局。1) 国内心血管 POCT 龙头企业。POCT 产品线作为公司的主要收入来源（2019 年营收占比超过 70%），拥有胶体金和荧光法两大技术平台，主要覆盖心血管、炎症、肾脏等检测领域。公司是国内最早成功开发并生产心血管类试剂的企业之一，公司的心脑血管标志物产品一直稳定处于国内同类产品领先地位。POCT 快速检测的特点满足了心血管类检测快速诊断需求。中国产业信息数据显示，2016 年中国心血管标志物市场约为 16 亿元，预计 2020 年市场规模有望达到 48 亿元，年均复合增长率为 30%，增速超过全球 POCT 市场的增速。2) 积极发展生免、血球等其他产品线，大检验布局初现雏形。除 POCT 产品线外，公司还积极发展其他产品线，包括生免、血球、血凝、血气等多个技术领域，目前已初步形成大检验布局。公司的生免产品线目前拥有生化免疫和化学发光两大检测平台。其中，生化免疫平台推出了 CM-800 和 CM-400 两款自主研发的全自动生化免疫分析仪，是国内为数不多的拥有自产生化免疫仪器能力的企业。化学发光平台经过多年的攻坚克难，于 2019 年隆重推出了新版本 MAGICL 6800 化学发光测定仪，采用国际主流的吡啶酯直接发光技术，结合磁纳米微球快速分离技术实现 280 测试/小时的国内先进水平。目前化学发光平台已推出甲状腺功能、性激素、心肌标志物、炎症



感染、肿瘤标志物、骨代谢及糖代谢等应用于多个领域的 30 多项检测项目，其中以超敏肌钙蛋白 (hs-cTnI) 为主的心肌系列产品，利用公司多年来积累的研发经验，实现技术瓶颈突破，检测限最低至 1pg，达到国际领先水平。2019 年公司实现生免产品线收入 5,248.93 万元，同比增长 13.85%。血球及尿液产品线方面，2019 年孙公司长春布拉泽推出的 BHA-3000 三分类血细胞分析仪初步获得市场认可。长春布拉泽自主研发的干化学 BUA 系列全自动尿液分析仪已处于中试阶段。今年上半年收到的景川诊断长期致力于止血与血栓等系列产品的研发和生产，其自主研发的产品主要有 BCA 系列全自动血凝仪、XN06 系列、GDC 系列、BCS 系列血凝仪、全自动 C 反应蛋白测定仪、TD 系列特定蛋白仪，以及具备纤维蛋白原、凝血酶时间测定、活化部分凝血活酶时间测定、凝血酶原时间测定、D-二聚体测定检测试剂盒等 50 多项产品。3) 精细化营销助力五大中心建设。公司心脑血管标志物产品一直稳定处于国内同类产品领先地位，精细化营销配合国家建设胸痛中心、卒中中心、心衰中心等项目的有利契机，将为公司心脑血管标志物产品的稳步增长奠定基础。

投资建议：

我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 3.66/4.72/6.11 亿元，EPS 分别为 1.41/1.81/2.35 元，当前股价对应 P/E 分别为 25/19/15 倍。目前医疗器械 III P/E(TTM) 中位数为 52 倍，考虑公司作为国内 POCT 领先企业，积极布局生免、血球等其他技术领域、大检验布局初现雏形，精细化营销助力胸痛中心、卒中中心、心衰中心等建设，我们首次覆盖给予其“增持”投资评级。

风险提示：

产品需求不及预期，产品研发不及预期，医改等国家政策不确定。

主要财务数据及预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	968.20	1,078.45	1,459.49	1,847.74
增长率(%)	41.09%	11.39%	35.33%	26.60%
归母净利润（百万元）	339.67	366.13	471.88	611.14
增长率(%)	36.08%	7.79%	28.88%	29.51%
EPS（元）	1.30	1.41	1.81	2.35
毛利率	72.79%	70.32%	71.89%	73.13%
净资产收益率（摊薄）	20.90%	19.30%	21.00%	22.63%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



目 录

1 国内 POCT 领先企业，业绩快速增长	7
1.1 公司情况简介.....	7
1.2 业绩快速增长，盈利能力强.....	8
1.3 建立七大技术平台，初步实现全产业链布局.....	12
2 全球体外诊断市场增长稳定，我国 POCT 诊断未来发展潜力大	14
2.1 全球体外诊断市场增长稳定.....	14
2.2 我国体外诊断行业快速发展，免疫、生化诊断占比较大.....	18
2.3 POCT 诊断未来发展潜力大	19
3 以 POCT 为核心，初步形成大检验布局	21
3.1 国内心血管 POCT 龙头企业	21
3.2 积极发展生免、血球等其他产品线，大检验布局初现雏形.....	24
3.3 精细化营销助力五大中心建设.....	26
4 盈利预测	28



图目录

图 1: 公司股权架构 (截止 2020 年前三季度)	8
图 2: 公司 2016-2020 年前三季度营业收入	9
图 3: 公司 2016-2020 年前三季度归母净利润	9
图 4: 2019-2020 年公司单季度营收情况	9
图 5: 2019-2020 年公司单季度归母净利润情况	9
图 6: 2012-2019 年公司主营产品收入构成 (单位: %)	10
图 7: 2014-2019 年公司主营产品毛利构成 (单位: %)	10
图 8: 公司 2016-2020 年前三季度期间费用率情况	11
图 9: 公司 2016-2020 年前三季度销售毛利率及净利率	11
图 10: 2012-2019 年公司产品毛利率	11
图 11: 2018-2019 年公司各产品线收入	12
图 12: 公司 2016-2020 年前三季度 ROE	12
图 13: 2015-2019 年公司国内外业务占比	12
图 14: 公司 2016-2020 年前三季度研发投入及研发强度	13
图 15: 全球体外诊断行业市场规模及预测 (单位: 亿美元)	15
图 16: 2018 年全球体外诊断市场构成及地区分布	18
图 17: 中国体外诊断市场规模	19
图 18: 2018 年 (左图) 及 2020 年中国体外诊断行业结构分布	19
图 19: POCT 产品各类应用领域所处阶段情况	20
图 20: 全球 POCT 市场规模 (单位: 亿美元)	21
图 21: 我国 POCT 市场规模情况	21
图 22: 中国城市居民主要疾病死亡率变化 (单位: 单位: 1/10 万)	22
图 23: 中国农村居民主要疾病死亡率变化 (单位: 单位: 1/10 万)	22
图 24: 全球及中国心血管 POCT 市场规模	23
图 25: 2012 至 2016 年公司炎症类试剂产品收入情况	24
图 26: POCT 产品主要的应用领域	27

表目录

表 1：公司主要产品	7
表 2：公司主要研发项目情况	13
表 3：体外诊断分类（按照检测原理）及主要应用领域.....	15
表 4：专业实验室诊断和 POCT 诊断的比较	17
表 5：盈利预测（单位：百万元）	28

1 国内 POCT 领先企业，业绩快速增长

1.1 公司情况简介

基蛋生物科技股份有限公司成立于 2002 年，2017 年 7 月在上交所主板上市，是国内一家 POCT 领域主板上市企业。公司专注从事体外诊断产品的研发、生产和销售，主要产品为体外诊断试剂及配套仪器。公司产品线涵盖 POCT、生免、血球、血凝、血气等多个技术领域，覆盖心血管、炎症、肾脏、甲功、激素、糖代谢、肿瘤、血细胞、血凝等多个检测领域，广泛应用于临床检验、基层医疗、急诊等领域。同时，公司适时发展检测业务及代理业务。

公司拥有丰富的市场管理经验和渠道管理能力，为产品经销商及终端客户提供完善的专业化服务。近几年来公司发展迅速，构建了完善的营销网络体系，全国各地设有 20 余家子公司及办事处；积极开拓国际市场，产品成功销往欧洲、美洲、亚洲和非洲的 110 多个国家及地区。

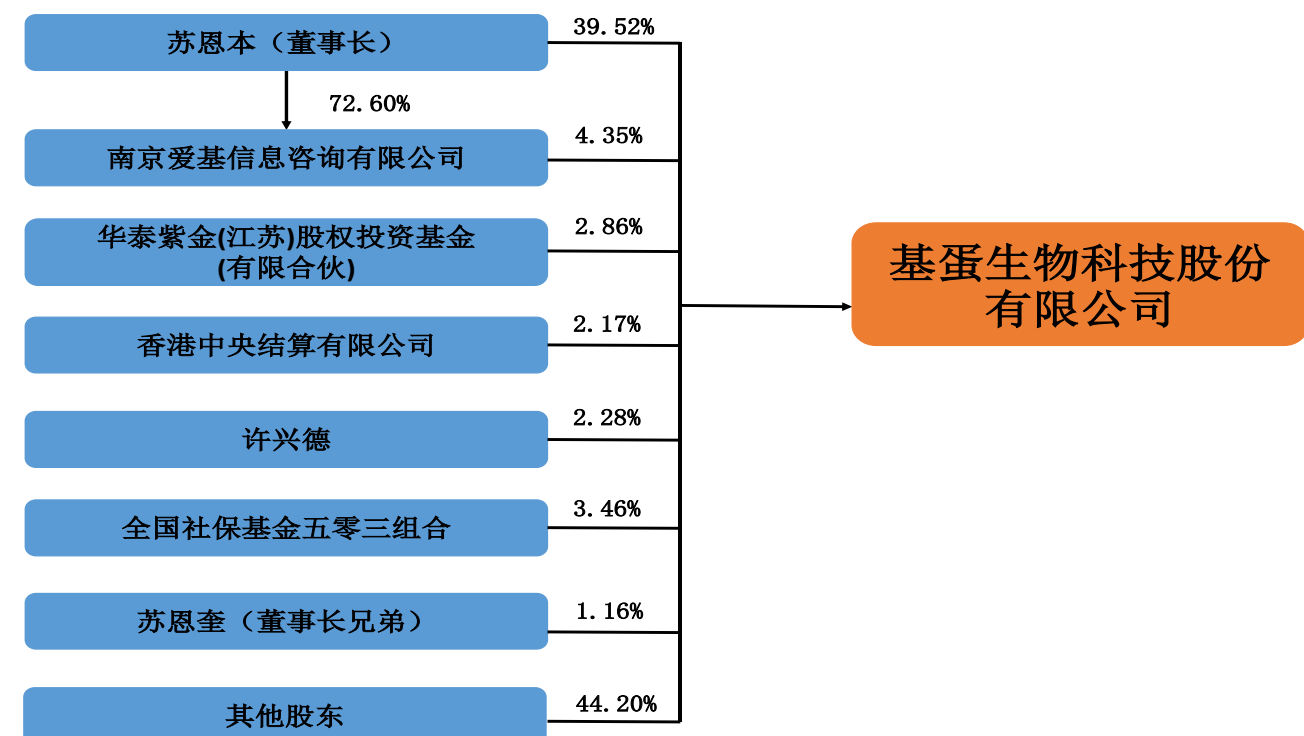
表 1：公司主要产品

诊 断 试 剂	POCT 系列配套试剂	心肌系列	心肌肌钙蛋白 I (cTnI)、D-二聚体 (D-Dimer)、N-端脑利钠肽前体 (NT-proBNP)、肌酸激酶同工酶/心肌肌钙蛋白 I/肌红蛋白三合一 (CK-MB/cTnI/Myo)
		心肾系列	心肾两联 (NT-proBNP/NGAL)
		肾脏系列	微量白蛋白 (mAlb)、 β 2-微球蛋白 (β 2-MG)、抑素 C (CysC)
		炎症系列	高敏 C 反应蛋白 (hs-CRP)、超敏 C 反应蛋白 (hs-CRP)、降钙素原 (PCT)、全量程 C 反应蛋白 (hs-CRP+CRP)、降钙素原/C 反应蛋白二合一 (PCT/CRP)
		糖尿病系列	糖化血红蛋白 (HbA1c)
		优生优育系列	人绒毛膜促性腺激素 (HCG)
		甲功系列	促甲状腺激素 (TSH)、三碘甲状腺原氨酸 (T3)
	化学发光系列配套试剂	肿瘤标志物 (10 项)、心血管/炎症类 (5 项)、性激素类 (6 项)、甲状腺类 (7 项)、传染病类 (8 项)、骨代谢类 (4 项)	
	生化系列配套试剂	血脂及心血管类测定试剂、微量元素及电解质测定试剂、胰腺炎测定试剂、肝功类测定试剂、糖代谢类测定试剂、特种蛋白及风湿四项测定试剂、肾功类测定试剂、血栓与止血测定试剂、心肌酶测定试剂、胃功能测定试剂	
	血细胞	血细胞分析用溶血剂、血细胞分析用关机液、血细胞分析用稀释液	
诊 断 仪 器	止血与血栓系列配套试剂	凝血酶原时间测定试剂盒、活化部分凝血活酶时间测定试剂盒、凝血酶时间测定试剂盒、纤维蛋白原含量测定试剂盒、纤维蛋白 (原) 降解产物测定试剂、D-二聚体 (D-Dimer) 测定试剂盒	
	POCT	Getein 1600、Getein 3600、Getein 1180、Getein 1100、Getein 1200、FIA 8600	
	化学发光	MAGICL 6800	
	生化	CM 800、CM 400	
	血细胞	BHA 3000	
	凝血	BCA 710	

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

截止 2020 年前三季度，公司前 10 大股东持股合计占比 59.24%。公司控股股东、实际控制人均为董事长苏恩本先生。

图 1：公司股权架构（截止 2020 年前三季度）



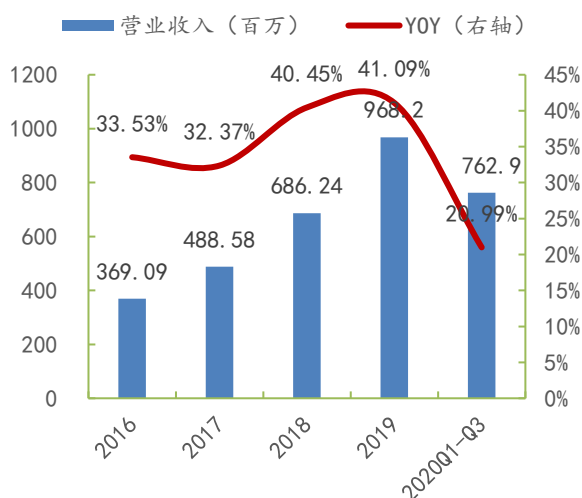
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

1.2 业绩快速增长，盈利能力强

公司近几年业绩保持快速增长，营收方面，2016-2019 年 CAGR 为 37.91%；归母净利润方面，2016-2019 年的 CAGR 为 34.90%。受新冠疫情影响，2020 年上半年公司业绩有一定程度下滑，随着二季度国内疫情开始好转，医院诊疗服务逐步恢复，公司业绩明显改善，第三季度公司营收及归母净利润均实现同比高速增长。分季度看，公司营收同比由二季度的-28.27%转正为三季度的 102.01%，归母净利润同比由一季度的-49.12%转正为三季度的 124.78%，第三季度营收和归母净利润环比增长分别为 65%、92%。2020 年前三季度，公司实现营业收入 7.63 亿元，同比增长 20.99%，实现归母净利润 1.97 亿元，同比下降 0.88%。

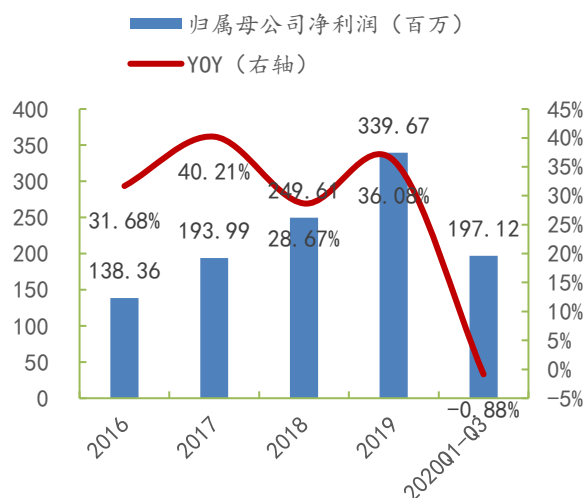


图 2：公司 2016-2020 年前三季度营业收入



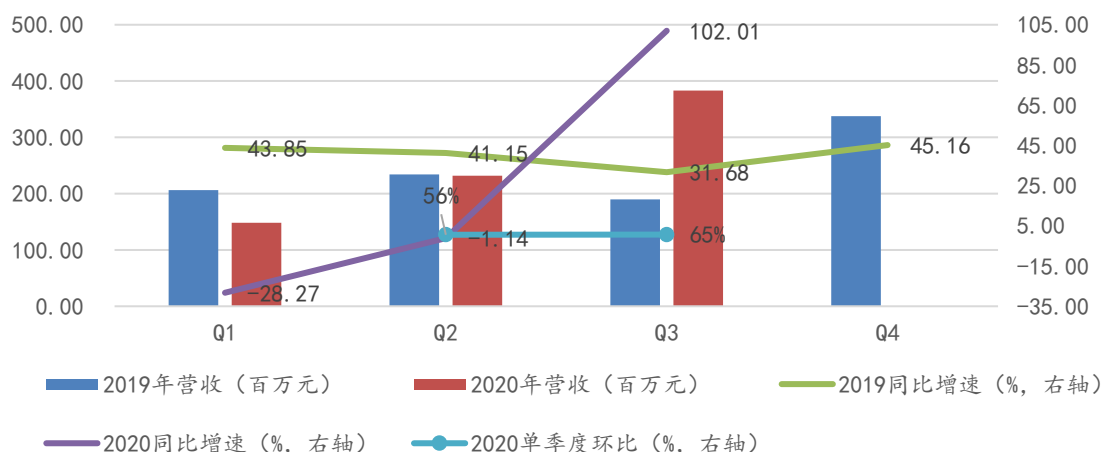
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 3：公司 2016-2020 年前三季度归母净利润



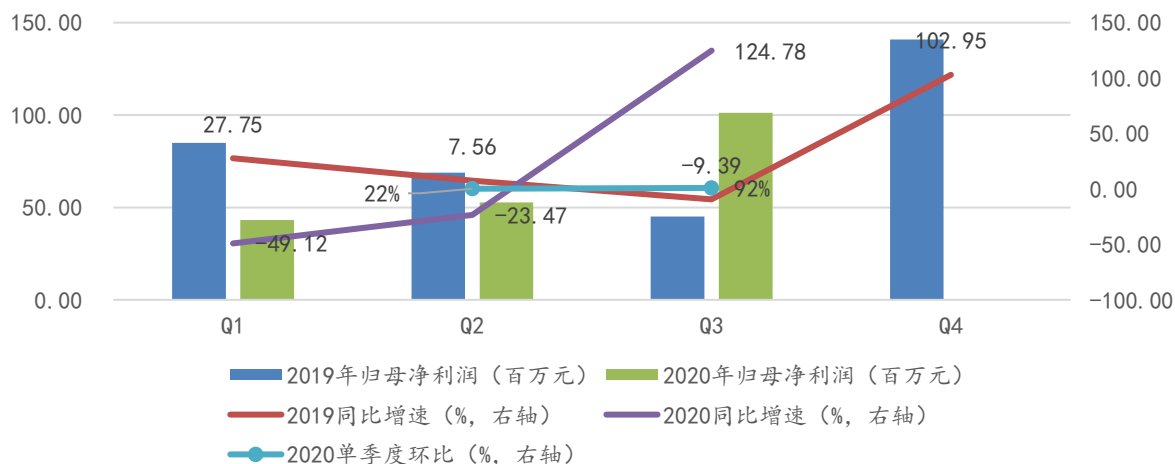
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 4：2019-2020 年公司单季度营收情况



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 5：2019-2020 年公司单季度归母净利润情况

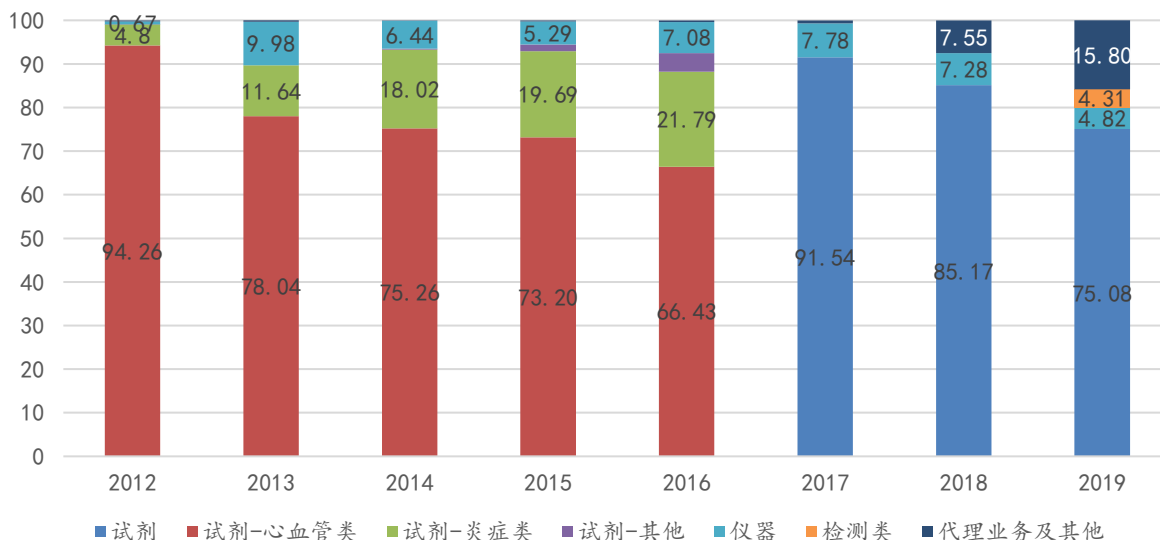


数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



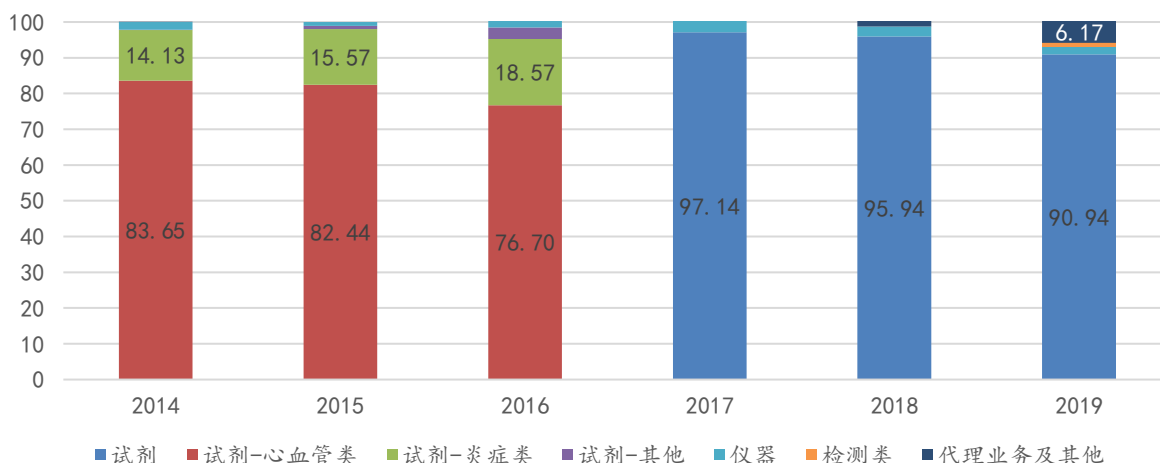
公司的收入及毛利主要来自于试剂销售。收入方面，2012年至2017年试剂销售收入占比一直保持在90%以上，近两年占比虽有所下降（主要是检测及代理业务增加，2019年检测、代理业务的收入占比分别为4.31%、15.80%），但仍然保持在75%以上；毛利方面，试剂销售贡献占比一直维持在90%以上，主要原因为：一是试剂销售占比较大，二是试剂毛利率高且一直稳定在86%以上。

图6：2012-2019年公司主营产品收入构成（单位：%）



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图7：2014-2019年公司主营产品毛利构成（单位：%）



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

毛利率方面，2016-2019年公司综合毛利率由81.21%降至72.79%，主要是因为公司低毛利率的检测业务、其他代理业务收入占比提升。公司收入核心来源的试剂业务毛利率一直维持在86%以上，公司已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多项重

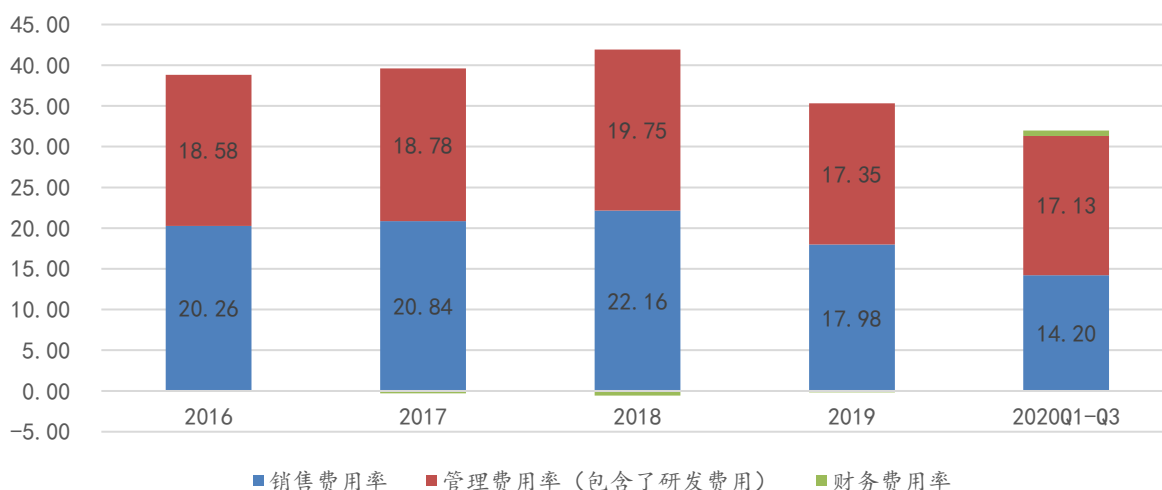


要技术，可以自主生产部分所需的各类抗原、抗体、生物活性原料、层析介质、质控品、校准品等常用原料，减少了对进口原料的依赖，使公司试剂产品的毛利率历年保持较高水平，盈利能力较强。

2020 年前三季度公司毛利率下滑至 62.82%，主要是受疫情影响，公司收入结构有所变动，代理类业务增加，该类业务成本较高，进而导致营业成本有所增长。

近年来公司净利率较为稳定，维持在 36% 以上。2020 年前三季度公司净利率下滑至 29.08%，主要是受公司综合毛利率下降的影响。期间费用率方面，2020 年前三季度公司销售费用率为 14.20%，较 2019 年底下降 3.78PCT，管理费用率（包含研发费用）、财务费用率分别为 17.13%、0.68%。

图 8：公司 2016-2020 年前三季度期间费用率情况



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 9：公司 2016-2020 年前三季度销售毛利率及净利率

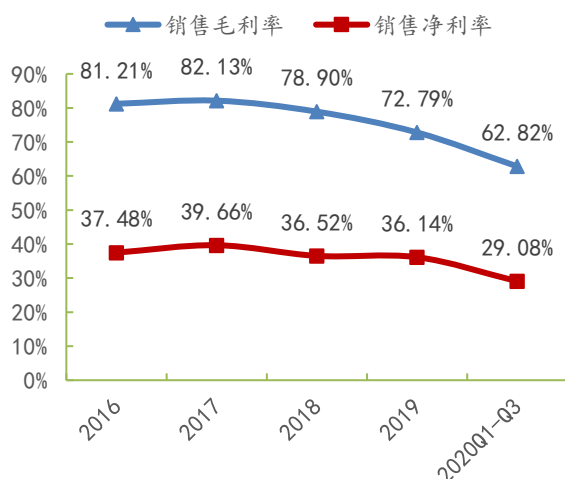
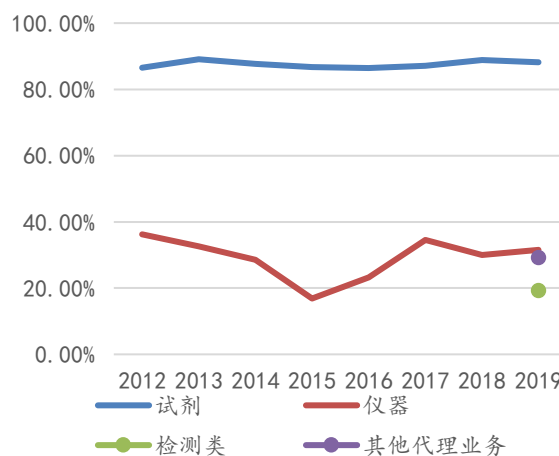


图 10：2012-2019 年公司产品毛利率





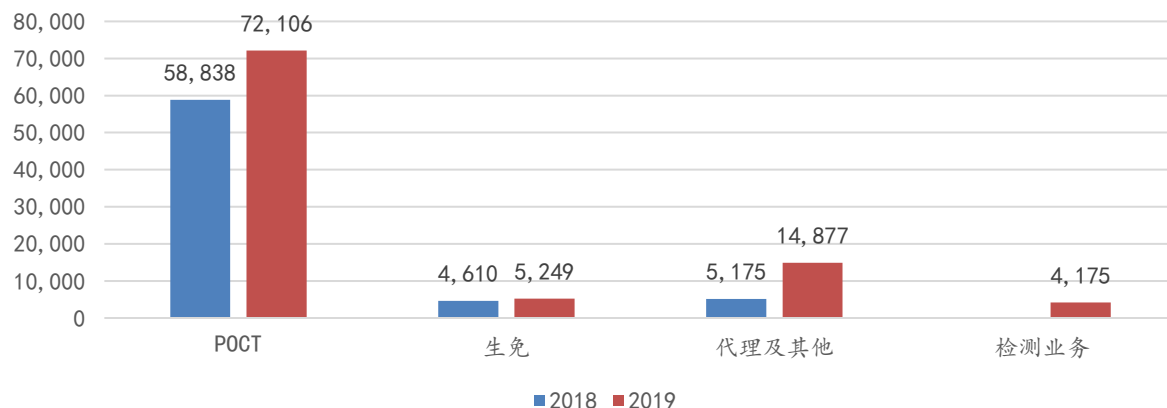
数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

从产品线看, POCT 产线收入占比最大。2019 年 POCT 产品线收入为 72,106 万元(同比+22.55%), 生免产品线收入为 5,249 万元(同比+13.85%), 占比分别为 74.5%、5.4%。

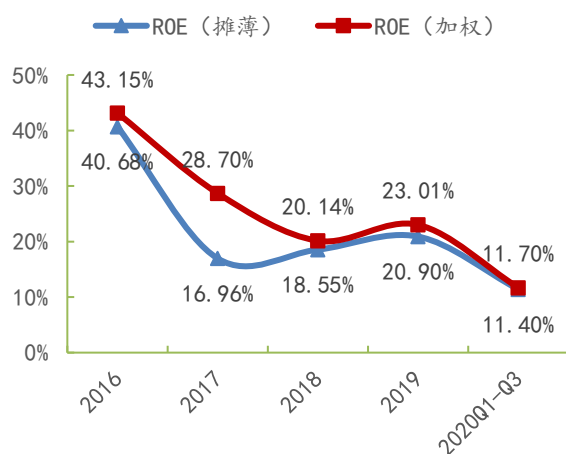
分区域看, 公司收入主要来自国内, 国内收入占比一直保持在 95%以上。

图 11: 2018-2019 公司各产品线收入



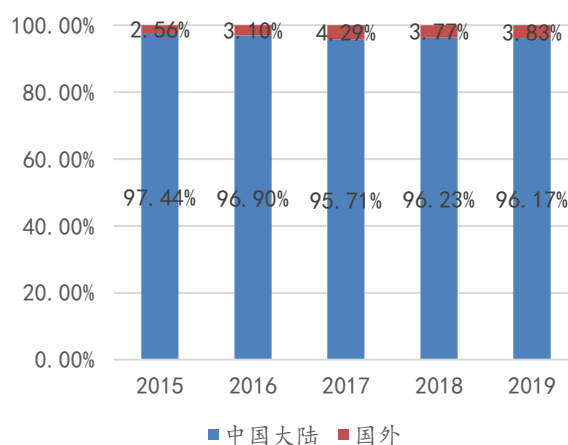
数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

图 12: 公司 2016-2020 年前三季度 ROE



数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

图 13: 2015-2019 年公司国内外业务占比



数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

1.3 建立七大技术平台, 初步实现全产业链布局

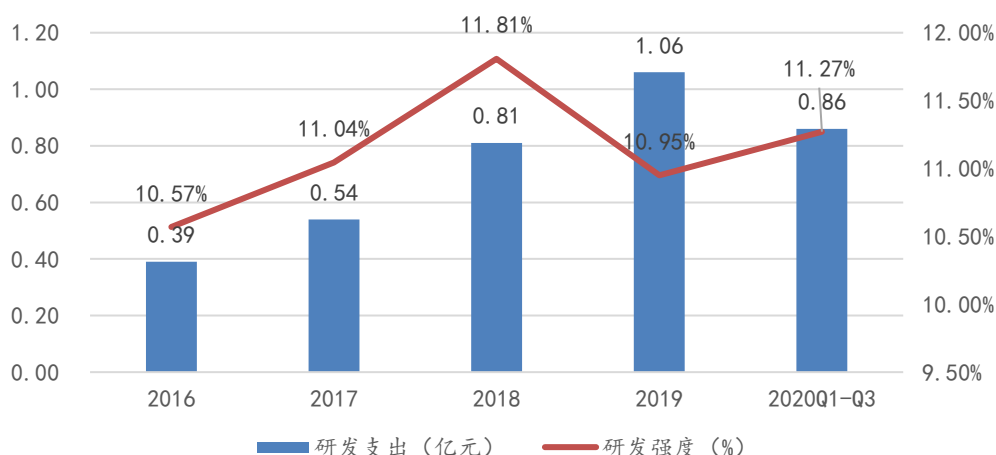
公司通过自行研发, 涉足不同细分领域, 目前已建立了胶体金免疫层析开发平台、荧光免疫层析开发平台、生化检测试剂开发平台、化学发光免疫分析开发平台、分子诊断开发平台、校准品、质控品开发平台和诊断原材料开发平台在内的七大技术平台, 初步实现全产业链布局, 同时, 通过吸收外部团队, 涉足血细胞检测领域, 形成了完善的研发体系, 目前已经具备系统化的仪器、试剂、校准品、质控品、生物原材料的研发和生产能力, 确保公司的市场竞争优势。



经过多年的发展，目前公司已建立一支高素质的研发团队，2020 年上半年度公司不断扩充研发人员队伍，有针对性地引进高端人才。同时为适应快速发展的市场、产品和技术需求，公司高度重视对研发的投入，2020 年前三季度，研发投入为 0.86 亿元，研发强度达到 11.27%。

公司历来重视知识产权申报以及研发投入，截止 2020 年上半年，公司拥有有效授权国内专利 104 件，国际授权专利 5 件，软件著作权授权 25 件。2020 年上半年度，公司加强新产品研发力度及推进产品上市进度，推出了 POCT 领域产品（包括促甲状腺激素（TSH）检测试剂盒（胶体金法和干式免疫荧光法）、血清淀粉样蛋白 A（SAA）检测试剂盒（干式免疫荧光法），化学发光领域产品 12 项（包括肿瘤系列十项：tPSA、AFP、fPSA、CEA、CA19-9、CA50、CA15-3、CA125、CYFRA21-1、NSE、糖代谢两项：INS、CP）；获得产品注册证合计 42 个，其中新增国内产品注册证 23 个，欧盟 CE 产品注册证 19 个，失效注册证 1 个。截止 2020 年上半年，公司累计获得产品注册证合计 333 个，其中国内产品注册证 238 个，欧盟 CE 产品注册证 95 个，公司已在海外市场 28 个国家地区拥有累计 758 项产品入境许可。

图 14：公司 2016-2020 年前三季度研发投入及研发强度



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

表 2：公司主要研发项目情况

序号	研发项目	产品基本信息	进展情况	累计研发投入 (元)
1	磁化学发光免疫分析法检测试剂的研发	10 大类, 共计 50 个项目试剂研发	磁发光 28 项取得注册证并上市, 有 4 项待取注册证 (2020 年第一季度), 目前还有 9 个项目在注册中	18,520,328.89

2	快速诊断试剂的标记工艺研究	(1) 胶体金、荧光等技术平台的改进 (2) 胶体金、荧光等技术平台的产品的扩大生产工艺研究 (3) 胶体金、荧光等技术平台生产的自动化研究	胶体金 19 项取得注册证并上市, 荧光 20 项取得注册证并上市, 荧光有 1 项待取注册证 (2020 年 1 月) 其他产品在不断优化工艺, 提高产品性能, 目前还有 5 个项目在注册中	9,177,319.72
3	CM2000 高速全自动生化分析仪的研发	2000 速生化分析仪原材料及人员费用	试样阶段	14,110,250.93
4	Getein3600、Getein3200 配套干式生化试剂研发	开展 GLU、TG、CHOL、HDL、LDL、Crea、LIA 等 12 个项目	正式生产阶段	3,900,272.61
5	CM-400 全自动生化分析仪研发	项目研发过程中的物料及人员等相关费用	已上市	2,749,179.25
6	Getein3600 生化免疫定量分析仪的研发	具备多色荧光, 干式检测 (干化学分析) 等功能的全自动仪器	已上市	5,794,571.63
7	乙型肝炎等 7 项传染病核酸诊断试剂的研发	7 项荧光 qPCR 传染病诊断试剂的原料及人员费用	试样阶段	4,008,754.86
8	MAGICL6200 全自动化学发光测定仪的研发	小型全自动化学发光仪, 后期增加加入胶乳、湿式荧光检测的费用	试样阶段	4,014,579.14

资料来源: 公司 2019 年年报, 长城国瑞证券研究所

2 全球体外诊断市场增长稳定, 我国 POCT 诊断未来发展潜力大

2.1 全球体外诊断市场增长稳定

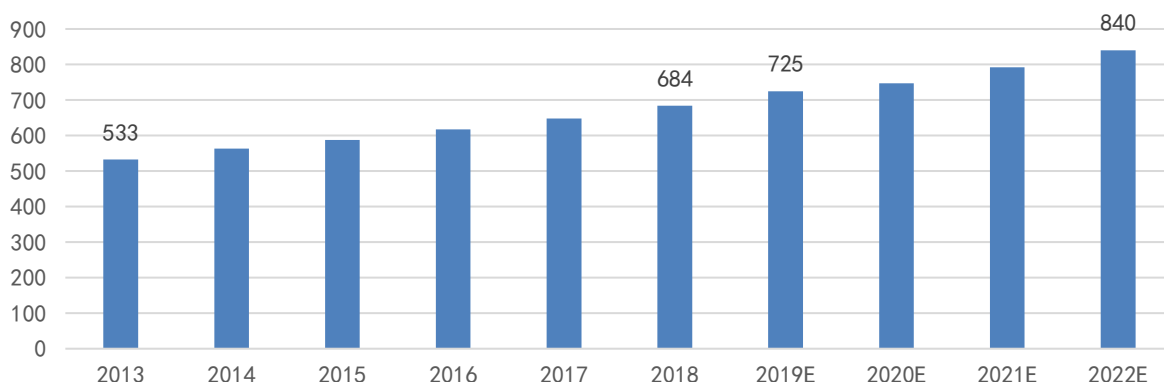
体外诊断 (In Vitro Diagnostics, 简称 IVD), 属于医疗器械行业的细分行业, 是指在人体之外通过对人体的样品 (如血液、体液、组织等) 进行检测而获得诊断信息的一种技术, 原理是通过试剂和体内物质在外的反应强度或速度来判断体内物质的性质和数量, 进而判断人体的生理状态, 具有快速、便捷和有效性的优点。体外诊断对疾病的预防、诊断、治疗监测、预后观察、健康评价以及遗传性疾病的预测具有重要作用。临床诊断信息的 80% 左右来自体外诊断, 目前已经成为人类进行疾病预防、诊断、治疗所必不可少的手段。

体外诊断产品包括诊断仪器和诊断试剂以及相关的校准质控品等。其中体外诊断仪器属于医疗器械二级分类下的临床检验分析仪器, 而诊断试剂则属于生物医药制品中的生物制品大

类。由于体外诊断仪器的使用寿命一般为 5 年，而试剂是一次性消耗品，因此体外诊断试剂在整个体外诊断市场中占据着绝大部分的份额。

近年来全球体外诊断市场增长稳定，Allied Market Research 数据显示，全球体外诊断行业市场规模从 2013 年 533 亿美元上升至 2018 年 684 亿美元，并将以约 5% 的年均复合增长率保持增长，预计在 2022 年达到 840 亿美元。随着体外诊断技术的不断改进，新技术不断出现直接促进了体外诊断行业的发展。此外全球人口基数持续增长，各种传染病、慢性病的高发成为了体外诊断市场未来规模将继续保持增长的主要驱动力。

图 15：全球体外诊断行业市场规模及预测（单元：亿美元）



数据来源：Allied Market Research，长城国瑞证券研究所

◆**体外诊断按照检测方法分类。**主要分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液和体液学诊断等诊断方法，不同诊断方法的检测原理和技术手段不同，应用领域也存在较大差异，各类技术均由相应的仪器与试剂组成完整的诊断系统。其中生化诊断、免疫诊断是基于小分子物质化学反应或者蛋白类物质抗原抗体结合的原理检测标志物，分子诊断是在基因水平检测，具有更高的灵敏度和特异性。

表 3：体外诊断分类（按照检测原理）及主要应用领域

类别	细分	检测原理	主要应用领域
生化诊断	干化学		临床急诊生化项目的检测
	其他	通过各种生物化学反应测定体内酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类、无机元素类等生化指标	用于医院的常规检测如血常规、尿常规、肝功能、肾功能等
免疫诊断	化学发光	将抗原或抗体同样本结合，由微孔板或磁珠等捕捉反应物，再加入发光促进剂，最后用发光信号测定仪进行发光测定	传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物检测、血型等
	酶联免疫	将抗原或抗体同样本结合，标记物上的酶与底物反应，依据底物颜色变化程度确定结果	传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物检测、血型等



	胶体金	胶体金标记,实质上是蛋白质等高分子被吸附到胶体金颗粒表面的包被过程,聚合物聚集后肉眼可见	乙肝、HIV、标志物、妊娠、毒品等
	乳胶比浊	抗体或抗原吸附在胶乳颗粒上,与抗原或抗体发生交联反应,形成抗原抗体复合物,胶乳颗粒发生凝聚	特定体液蛋白质
	荧光免疫	免疫学方法与荧光标记技术结合起来研究特异蛋白抗原在细胞内分布的方法	细菌、病毒等,皮肤活性
	时间分辨荧光	根据镧系元素螯合物发光特点,用时间分辨技术测量荧光,同时检测波长和时间两个参数进行信号分辨	激素、病毒性肝炎标志物、肿瘤、多肽
	放射免疫	将放射性同位素测量的高度灵敏性、精确性和抗原抗体反应的特异性相结合的体外测定技术	激素、微量蛋白、肿瘤标志物和药物微量物质测定
分子诊断	聚合酶链式反应(PCR)	DNA 高温变成单链,低温互补配对链合成	病毒、细菌、遗传病基因、肿瘤相关基因、肝病、性病、肺感染性疾病、优生优育等检测
	荧光原位杂交(FISH)	标记的已知顺序核酸为探针与细胞或组织切片中核酸进行杂交,从而对特定核酸顺序进行精确定量定位的过程	基因图谱、病毒检测
	基因芯片	测序原理是杂交测序方法,在一块基片表面固定了序列已知的靶核苷酸的探针,互补匹配确定序列	药物筛选、新药开发、疾病诊断
	基因测序	从血液或唾液中分析测定基因全序列,预测罹患多种疾病的可能性	基因图谱、唐筛等
微生物诊断	药敏试验	体外测定药物抑菌或杀菌能力的试验	实验室检验
	培养+形态观察	对细菌培养观察菌落	细菌、真菌
	全自动微生物分析系统	细菌鉴定的生化反应	细菌、真菌
血液诊断	涂片+镜检	异型血溶血现象	血型检验等



血细胞分析	通过仪器检测对红细胞、白细胞等进行分析	红细胞、白细胞、血小板等检测
流式细胞术	以高速分析上万个细胞,并能同时从一个细胞中测得多个参数	红细胞、白细胞、血小板等检测

资料来源：华科泰生物招股说明书，长城国瑞证券研究所

◆**体外诊断按照检测环境及条件的不同分类。**可分为专业实验室诊断（专业实验室主要包括等级医院的检验科、中心实验室以及独立第三方检验中心等）和即时诊断（Point-of-care testing, 简称POCT）诊断（主要应用于急诊科检验、部分临床科室和基层医疗机构以及其他检测机构等）。

专业实验室诊断是指在检验科或独立实验室使用自动化和高通量的仪器进行大样本量的检测，需由专业人员完成，耗时较长，但检测结果质量较高。即时诊断（POCT）则是在采样现场进行的、利用便携式分析仪器及配套试剂快速得到检测结果的一种检测方式。POCT的操作者可以是非专业检验师，甚至是被检测对象本人。由于POCT无需中心实验室，可直接在患者身旁进行检测，能快速进行诊疗、护理、病程观察，进而提高医疗质量，故在ICU、手术、急诊、诊所及患者家中渗透率均逐步提高。POCT即时诊断作为新兴诊断领域近年来发展迅速，未来发展前景广阔。

表 4：专业实验室诊断和 POCT 诊断的比较

异同点	专业实验室诊断	POCT 诊断
周转时间	慢	快
样本鉴定	复杂	简单
样本处理	通常需要	不需要
校准	频繁且复杂	不频繁且简单
耗材	多	少
检测仪器	大型、自动化、高通量、复杂	小型、一般手动、低通量、简单
对操作者的要求	受过专业训练	不需要专业训练
检测灵敏度	高	低
成本	高	低
准确度	定量	定性/半定量/定量

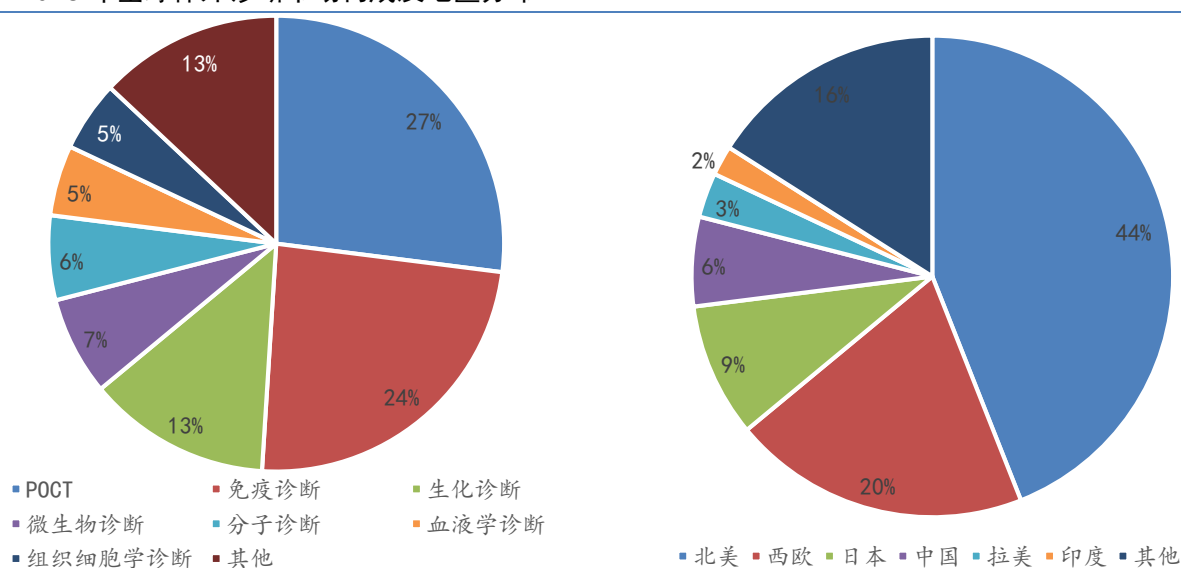
资料来源：热景生物招股说明书，长城国瑞证券研究所

从市场结构来看，2018 年全球体外诊断市场（包括仪器与试剂）主要由即时诊断（POCT）、免疫诊断、生化诊断、微生物学诊断、分子诊断、血液学诊断及组织细胞学诊断等构成，其中

即时诊断（POCT）和免疫诊断市场占比最高，分别达 27%及 24%，生化诊断市场占比为 13%，位列第三。

从地区分布来看，截至 2018 年末，北美占有全球体外诊断市场的份额为 44.00%，西欧为 20.00%，日本为 9.00%，合计占全球体外诊断市场的 73.00%。目前，发达国家市场已进入相对稳定的成熟阶段，其增长已呈现放缓态势。在发展中国家，体外诊断作为新兴产业呈现出基数小、增速高的特点，Kalorama Information 预计以中国、拉美、印度等为代表的新兴市场占全球体外诊断市场的份额将从 2018 年的 15%增长至 2023 年的 19%，其中中国体外诊断试剂市场 2018 年至 2023 年年复合增长率将达 15%，从 2018 年的 36 亿美元增长至 2023 年的 65 亿美元。

图 16：2018 年全球体外诊断市场构成及地区分布



数据来源：Kalorama Information，长城国瑞证券研究所

2.2 我国体外诊断行业快速发展，免疫、生化诊断占比较大

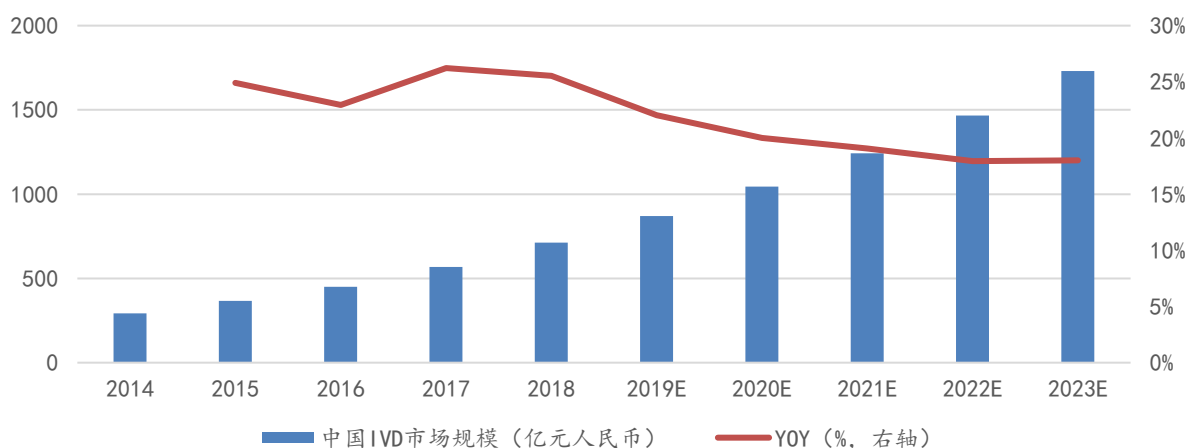
我国体外诊断行业起步于 20 世纪 80 年代，随着国家的改革开放，体外诊断产品逐渐进入了产业化进程。在此期间，大量国外先进技术进入中国，涌现了一大批生产体外诊断产品的厂家，到 20 世纪 90 年代初期，生产生化试剂和免疫试剂的厂家众多，市场竞争激烈，极大地推动了我国体外诊断产品临床应用水平的提高。目前，我国的体外诊断行业正处于快速发展时期。在临床应用比较广泛的项目上如免疫诊断试剂中的传染病、肿瘤等系列，生化诊断试剂中的酶类、脂类、肝功能、血糖、尿检等系列，基因检测中的 PCR 技术系列的生产技术均已基本达到国际先进水平。

《2019 年中国体外诊断行业报告》显示，2019 年末我国体外诊断生产企业接近 1200 家，流通企业达 24,000 多家，汇总国内外有关中国体外诊断市场信息，去除非工业口径的数据，

2019 年中国体外诊断市场规模在 900 亿人民币（折合超过 128 亿美元），同比增长 15% 左右，未来有望达千亿人民币规模。其中进口产品占比达 55% 左右。

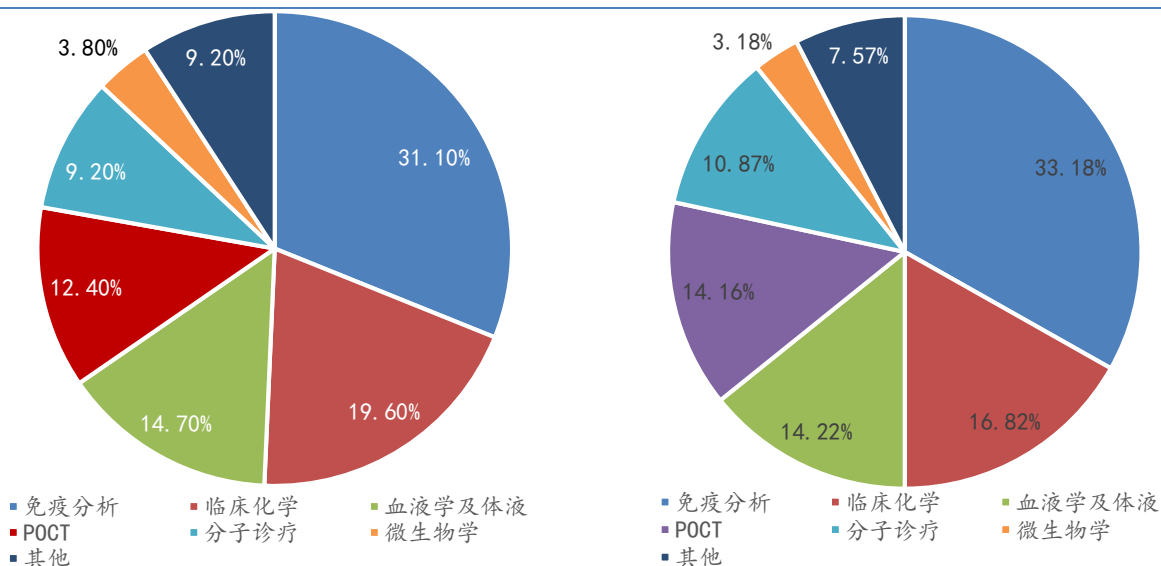
Frost&Sullivan 报告显示，2020-2023 年中国体外诊断行业规模将以 19% 左右的年均复合增速持续增长，在 2023 年行业规模将达到 1730 亿元人民币，其中，免疫诊断、生化诊断、血液学及液体诊断市场规模占比排名前三，分别为 33.18%、16.82%、14.22%，POCT 诊断位居第四，占比为 14.16%。

图 17：中国体外诊断市场规模



数据来源：Frost&Sullivan，长城国瑞证券研究所

图 18：2018 年（左图）及 2020 年中国体外诊断行业结构分布



数据来源：Frost&Sullivan，长城国瑞证券研究所

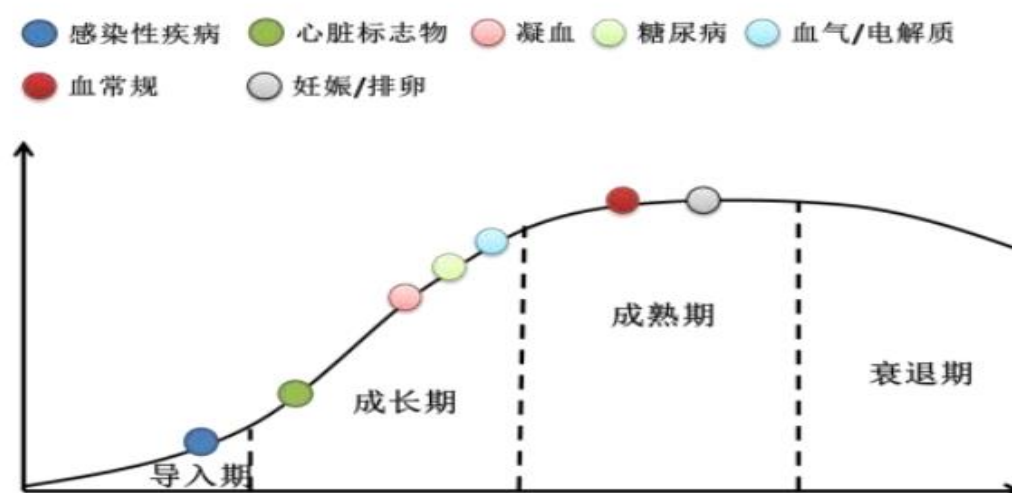
2.3 POCT 诊断未来发展潜力大

与专业实验室诊断相比，POCT 仅保留了最核心的“样本收集——样本分析——质量控制——

——得出有效结果——解释报告”步骤，从而大大缩短了诊断时间。POCT 的核心发展目标是能够满足临床治疗或家用监护的快速诊断需求，以快速、即时得到可信赖的诊断结果，从而与传统诊断实现互补。

POCT 领域主要包括生化诊断的血糖、血气检测以及免疫诊断领域（主要是免疫层析技术）的相关检测，免疫诊断常见的检测指标包括炎症、传染病（病毒和细菌）、心脑血管、特种蛋白、肿瘤标志物、妊娠、毒品等。其中，炎症、心脑血管、特种蛋白、肿瘤标志物主要是定量检测，传染病、毒品、妊娠等主要是定性检测。POCT 产品按照应用场景划分可广泛应用于医院、基层医疗机构、家庭、突发事件、临床应用、优生优育等各个环境。

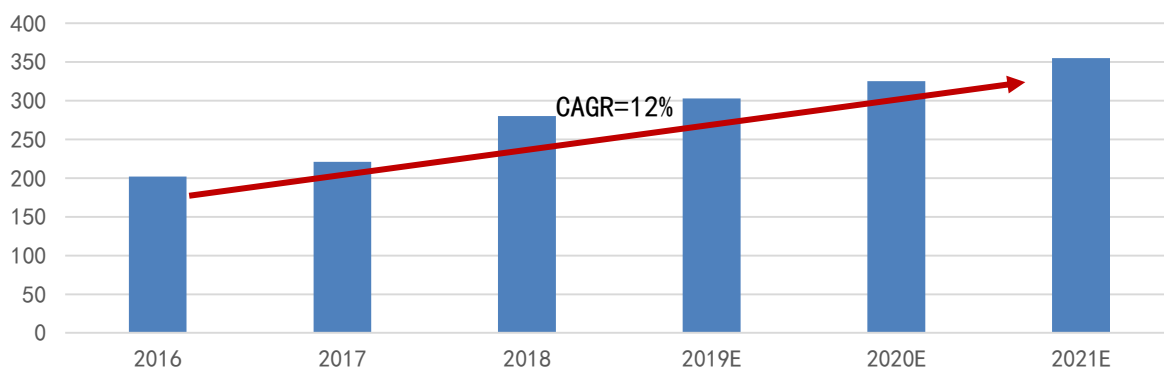
图 19：POCT 产品各类应用领域所处阶段情况



数据来源：公司招股说明书、中国产业竞争情报网，长城国瑞证券研究所

Rncos 数据显示，POCT 全球市场规模在 2016 年为 202 亿美元，2021 年预计达到 355 亿美元，2016 至 2021 年间将保持 12% 年复合增长率，远高于全球整个体外诊断行业的增长速度。随着全球体外诊断市场持续增长，POCT 作为其中最具有发展潜力的领域之一，也处于快速发展阶段，并仍将是未来体外未来诊断行业重要的发展方向和趋势。

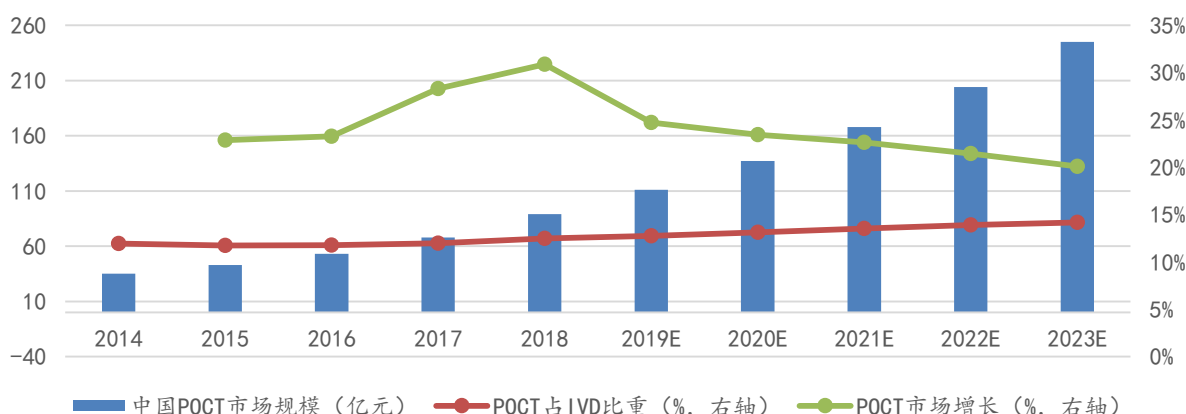
图 20：全球 POCT 市场规模（单位：亿美元）



数据来源：Rncos，长城国瑞证券研究所

Frost&Sullivan 报告显示，2014 年我国 POCT 市场规模仅为 35 亿元，2023 年市场规模预计可达 245 亿元，年均复合增长率高达 24%，其增长速度远高于全球整体水平。由于我国人口基数大，老龄化现象严重，医疗资源地区发展不均衡，POCT 未来发展潜力大。同时，随着我国分级诊疗政策、医疗改革体制、五大中心建设的逐步推进，POCT 将迎来更大的市场空间。

图 21：我国 POCT 市场规模情况



数据来源：Frost&Sullivan，长城国瑞证券研究所

3 以 POCT 为核心，初步形成大检验布局

3.1 国内心血管 POCT 龙头企业

POCT 产品线作为公司的主要收入来源（2019 年营收占比超过 70%），拥有胶体金和荧光法两大技术平台，主要覆盖心血管、炎症、肾脏等检测领域。

◆ 心血管类

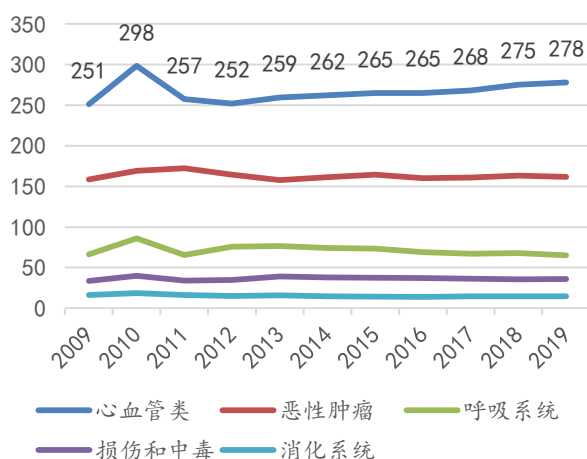
公司是国内最早成功开发并生产心血管类试剂的企业之一，2014 至 2016 年，公司心血管



类试剂收入占比在 70%以上，2017 年后为公司不再单独披露该项试剂收入情况。心血管类试剂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，是检测心脏标志物的试剂产品。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。公司的心脑血管标志物产品一直稳定处于国内同类产品领先地位。

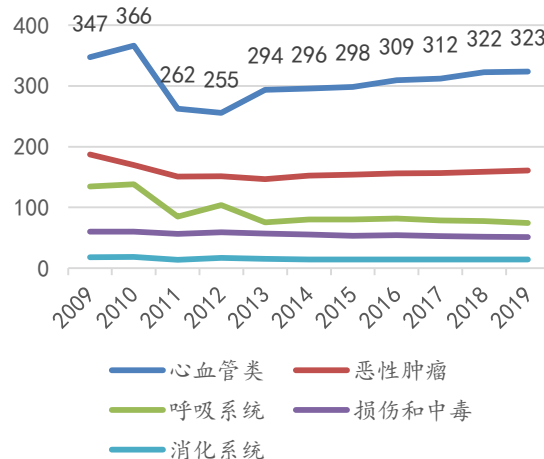
《中国心血管健康与疾病报告》显示，总体上看，中国心血管病患病率及死亡率仍处于上升阶段，推算心血管病现患人数 3.30 亿，其中脑卒中 1300 万，冠心病 1100 万，肺原性心脏病 500 万，心力衰竭 890 万，风湿性心脏病 250 万，先天性心脏病 200 万，下肢动脉疾病 4530 万，高血压 2.45 亿。目前，心血管病死亡占城乡居民总死亡原因的首位，农村为 45.91%，城市为 43.56%。因此中国 POCT 心血管类试剂的市场需求巨大。

图 22：中国城市居民主要疾病死亡率变化（单位：单位：1/10 万）



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 23：中国农村居民主要疾病死亡率变化（单位：单位：1/10 万）



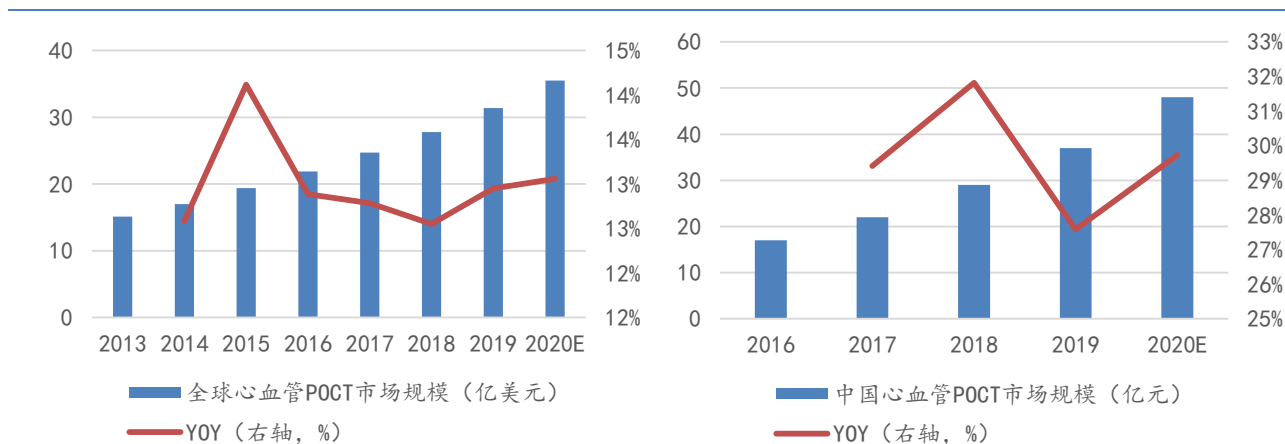
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

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。

中国产业信息网数据显示，全球心血管病 POCT 的市场规模在 2018 年为 27.8 亿美元，预计 2020 年将达到 35.5 亿美元，年均复合增长率为 13%。2016 年中国心血管标志物市场约为 16 亿元，预计 2020 年市场规模有望达到 48 亿元，年均复合增长率为 30%，增速超过全球 POCT 市场的增速，主要是由于国内分级诊疗政策的推行、基层医院加大设备采购以及胸痛中心的建设加

快。

图 24：全球及中国心血管 POCT 市场规模



数据来源：中国产业信息网，长城国瑞证券研究所

2017 年我国心血管标志物检测市场国内大医院心血管 POCT 市场主要被进口产品占据，罗氏、Alere、梅里埃占据 64% 的市场份额，基蛋生物、深圳瑞莱生物、万孚生物为国产第一梯队，份额占比分别为 12%、11%、5%。

◆ 炎症类

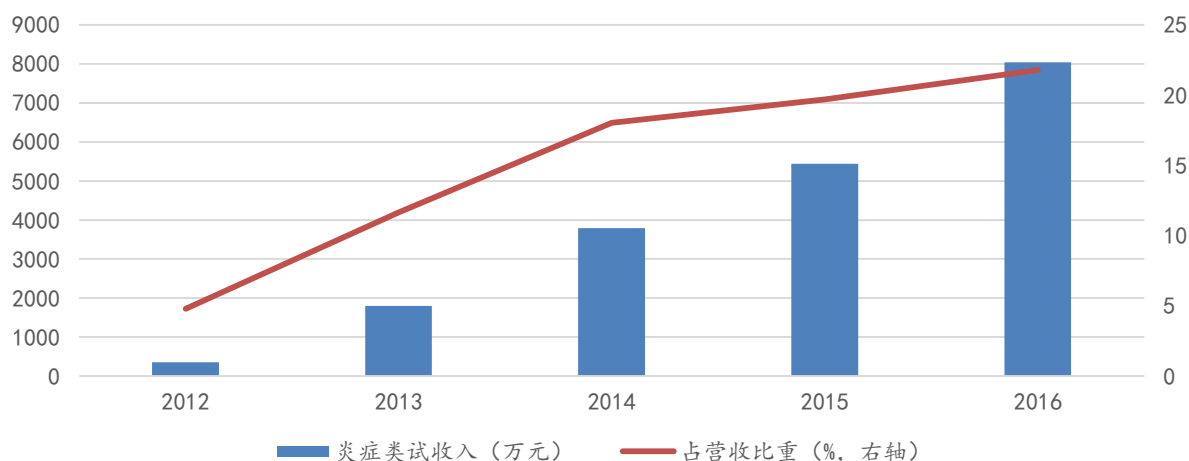
炎症类产品主要用于快速定量或定性检测人血清、血浆或全血中降钙素原 (PCT) 和 C 反应蛋白 (CRP) 的含量，从而确定全身或局部感染、鉴别细菌和病毒感染并判断细菌感染的严重程度，在轻微感染和重症感染疾病中都有很好的诊断价值。

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。

2012 年至 2016 年公司炎症类试剂收入从 353 万元增长至 8041 万元，年均复合增长率超过 100%，占公司营收比重从 2012 年的 5% 提升至 2016 年的 22%。

中国产业信息数据显示，目前感染因子检测的国内市场规模超过 20 亿元，市场增速超过 25%。

图 25：2012 至 2016 年公司炎症类试剂产品收入情况



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

3.2 积极发展生免、血球等其他产品线，大检验布局初现雏形

除 POCT 产品线外，公司还积极发展其他产品线，包括生免、血球、血凝、血气等多个技术领域，目前已初步形成大检验布局。

◆生免产品线

公司的生免产品线目前拥有生化免疫和化学发光两大检测平台。其中，生化免疫平台推出了 CM-800 和 CM-400 两款自主研发的全自动生化免疫分析仪，是国内为数不多的拥有自产生化免疫仪器能力的企业。在试剂研发方面，除已涵盖的糖代谢类、血脂及心血管类、肝功类、微量元素及电解质、胰腺炎测定试剂外，今年上半年生化试剂新推出用于胃癌早期筛查的胃蛋白酶原 I/II 指标，以及糖化白蛋白、甘胆酸等五个市场应用前景广阔的试剂，可以为客户提供更多的产品选择。

化学发光平台经过多年的攻坚克难，于 2019 年隆重推出了新版本 MAGICL 6800 化学发光测定仪，采用国际主流的吖啶酯直接发光技术，结合磁纳米微球快速分离技术实现 280 测试/小时的国内先进水平。目前化学发光平台已推出甲状腺功能、性激素、心肌标志物、炎症感染、肿瘤标志物、骨代谢及糖代谢等应用于多个领域的 30 多项检测项目，其中以超敏肌钙蛋白（hs-cTnI）为主的心肌系列产品，利用公司多年来积累的研发经验，实现技术瓶颈突破，检测限最低至 1pg，达到国际领先水平。今年上半年肿瘤标志物检测菜单的不断丰富使公司化学发光现有检测平台的试剂菜单应用场景进一步扩大，特别是体检中心对于常规肿瘤标志物的检测需求。

随着公司生化以及化学发光产品线的设备以及检测菜单的不断完善和扩充，将进一步加强公司在生化诊断和化学发光领域的竞争优势，使公司成为可以助力医疗机构标准化实验室建设的集约化产品服务商，为公司大检验布局做好铺垫。2019 年公司实现生免产品线收入 5,248.93

万元，同比增长 13.85%。

◆血细胞及尿液产品线

2017 年底，公司通过旗下子公司吉林基蛋收购了长春市布拉泽医疗科技有限公司 100% 股权。通过此次收购，公司弥补了自身在仪器研发生产方面的不足，同时进军血球和尿液分析仪等细分领域。长春布拉泽的 HA 系列全自动血细胞分析仪、SH 系列全自动生化分析仪及 NY 系列全自动尿液分析仪技术指标均达到国际同类产品先进水平。2019 年长春布拉泽推出的 BHA-3000 三分类血细胞分析仪初步获得市场认可。目前在研产品包括：BHA-5000 五分类血细胞分析仪，用于五分类血常规检验；BHA-5100 全自动血细胞分析仪，可以用于联机的五分类血细胞分析仪，除了自身联机增加检测通量，更可以与增强版全自动仪器 Getein1200 互联，一次性完成血细胞常规检验和荧光免疫定量分析，极大丰富产品的临床应用场景；BHA-5000CRP 全自动血细胞分析仪，该机型为血细胞五分类和 CRP 检测一体机，满足中端市场对血常规和 C 反应蛋白联合一体测试的需求。在研产品还包括布局血细胞检测高端市场的 BHA-7 系列，可实现无人值守全自动，高速度，多项目联合检测，有助于公司未来在血细胞检测领域竞争高端市场。

尿液产品线方面，长春布拉泽自主研发的干化学 BUA 系列全自动尿液分析仪已处于中试阶段，该产品性能稳定，首创隐藏免维护工作台，其中 BUA-800 全自动尿液分析仪支持 12、13、14 项试纸的检验；尿有形 BUS 系列全自动尿液分析系统，采用平面流式图像技术，基于智能神经网络识别算法，高清晰度的细胞图像识别结果更准确，测试速度行业领先；尿分流水线 BUL-6000 全自动尿液分析系统，干化学+尿有形组合配置灵活，可桌、可立、可扩展，根据用户需求定制。全自动尿分产品(仪器、试纸、试剂)的日益完善有效的填补了公司在尿分产品领域的空白，增加了产业竞争力及覆盖范围。

◆凝血产品线

今年上半年，公司完成对新三板挂牌企业武汉景川诊断技术股份有限公司的收购。景川诊断长期致力于止血与血栓等系列产品的研发和生产，其自主研发的产品主要有 BCA 系列全自动血凝仪、XN06 系列、GDC 系列、BCS 系列血凝仪、全自动 C 反应蛋白测定仪、TD 系列特定蛋白仪，以及具备纤维蛋白原、凝血酶时间测定、活化部分凝血活酶时间测定、凝血酶原时间测定、D-二聚体测定检测试剂盒等 50 多项产品。

◆质控品线

公司质控品线以“为客户提供质量控制解决方案”为目标。目前质控品覆盖心肌系列、免

疫激素系列、甲功系列、特种蛋白系列、生化复合系列及生化脂类系列，覆盖公司所有仪器及试剂产品，为医院、临床、研究机构、临检中心等提供质量评价服务。同时，公司的质控品还可以用于第三方质量控制，适用于国内外多种主流机型，除此之外，公司还拥有不断创新的质控数据管理系统和专业的质控售后服务支持。

◆原料产品线

公司销售原材料包括抗原抗体等各类生物活性原料、层析介质、纳米微球、荧光染料、体外诊断质控物质、标准物质和化学原料等，产品系列包括心肌标志物、肾功能、肿瘤标志物、传染病系列、自身免疫疾病系列。公司生产销售的多种原料现已成功应用于胶体金免疫层析法、荧光免疫层析法、化学发光免疫分析法、免疫比浊法和酶联免疫分析法等多种不同方法学的体外诊断试剂产品中，为体外诊断产品生产厂家提供全面服务和高质量的原材料。

◆其他产品线

公司参股企业武汉博科国泰信息技术有限公司致力于向医院及医共体提供医疗信息化产品及解决方案。博科的产品已在武汉市中心医院、基蛋生物自身的第三方医学检验平台——黄石医养集团等医疗机构投入使用，其产品涵盖医疗试剂 HSCM 应用系统、医疗耗材 SPD 供应链管理系统、区域检验中心管理系统、县域医共体解决方案等。产品通过信息化智能化的手段，可帮助医疗机构客户进一步提升管理能力和运营效率。

3.3 精细化营销助力五大中心建设

POCT 诊断具有以下三个主要特点：第一，实验仪器小型化；第二，操作方法简单化；第三，检查速度快、结果报告及时化。因此其应用范围及其广泛，可应用于医院、医疗机构、家庭、突发事件等领域。

图 26：POCT 产品主要的应用领域



数据来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

POCT 诊断凭借其检测速度快、结果报告及时化的特点，可以满足临床心血管类检测快速诊断需求。近年来，公司继续加强品牌建设力度，持续参加国内外体外诊断领域的各类高端会议，如 CMEF、CACLP、POCT 年会及国外 AACC、Medica、Medlab 等会议，进一步提升品牌知名度。同时，公司也更加注重“精细化营销”策略，策划组织省市级、地区级学术沙龙及研讨会、产品推广会等近百场，建立起一批合作专家为后续产品推广蓄力。针对不同应用场景，公司组织专门的策划项目，提供有针对性的综合解决方案，打造出一批胸痛中心、卒中中心、心衰中心等项目的综合解决方案。

公司心脑血管标志物产品一直稳定处于国内同类产品领先地位，精细化营销配合国家建设胸痛中心、卒中中心、心衰中心等项目的有利契机，将为公司心脑血管标志物产品的稳步增长奠定基础。

4 盈利预测

表 5：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	968.20	1,078.45	1,459.49	1,847.74	货币资金	597.73	1,003.24	1,114.32	1,801.57
减:营业成本	263.41	320.11	410.19	496.51	应收和预付款项	266.14	-13.55	351.65	72.69
营业税金及附加	10.84	12.07	16.34	20.68	存货	160.68	228.23	270.13	333.11
营业费用	174.10	161.77	262.71	332.59	其他流动资产	480.54	480.54	480.54	480.54
管理费用	63.22	70.42	95.30	120.66	长期股权投资	45.15	44.15	43.15	42.15
研发费用	104.73	118.63	160.54	203.25	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1.84	-4.98	-8.16	-10.86	固定资产和在建工程	296.75	257.72	218.70	179.67
信用资产减值损失*	-8.78	-3.00	-3.00	-3.00	无形资产和开发支出	37.37	33.01	28.66	24.31
资产减值损失*	-1.49	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	53.52	47.59	41.67	41.67
投资收益	24.09	-1.00	-1.00	-1.00	资产总计	1,937.89	2,080.94	2,548.81	2,975.70
公允价值变动	4.33	4.00	5.00	5.00					
其他经营损益	6.49	10.00	10.00	10.00	短期借款	95.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	398.91	532.05	697.11	902.16	应付和预收款项	159.47	114.71	218.07	172.88
其他非经营损益	-2.94	16.00	16.00	16.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	395.97	548.05	713.11	918.16	其他负债	1.76	1.76	1.76	1.76
所得税	46.02	49.21	63.41	82.28	负债合计	256.23	116.47	219.83	174.64
净利润	349.95	498.84	649.70	835.88	股本	260.38	260.38	260.38	260.38
少数股东损益	10.27	11.08	14.27	18.49	资本公积	591.10	591.10	591.10	591.10
归母净利润	339.67	366.13	471.88	611.14	留存收益	773.50	1,045.24	1,395.47	1,849.06
					归母股东权益	1,624.97	1,896.72	2,246.95	2,700.54
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	少数股东权益	56.68	67.76	82.03	100.52
经营活动现金流	225.18	572.78	206.43	815.79	股东权益合计	1,681.66	1,964.47	2,328.98	2,801.06
投资活动现金流	261.76	18.14	19.14	19.14	负债和股东权益	1,937.89	2,080.94	2,548.81	2,975.70
融资活动现金流	25.94	-185.41	-114.49	-147.69					
现金流量净额	513.68	405.51	111.08	687.25					

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所
说明：*损失以“-”号填列

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对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，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。