

POCT 助力基层医疗, 生化发光战略推进



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——基蛋生物 (603387.SH)

❖ 立足心血管和炎症类 POCT, 将充分受益于分级诊疗和急救中心的推进

医院、基层医疗机构、家庭、突发事件是 POCT 产品的主要应用领域。而随着我国分级诊疗政策和五大中心建设的逐步推进, 目前还处于初级阶段的基层医疗市场和急诊中心将成为未来 POCT 在我国的主要应用场景。国内心血管标志物市场近年来保持 30% 左右的快速增长, 预计 2020 市场规模有望超过 50 亿元。作为最早切入心血管类 POCT 领域的国产企业, 公司的心血管和炎症类产品合计占据试剂收入的约 90%, 公司在 2017 年国内心血管 POCT 市场份额约 12%, 位居国产厂商首位。

❖ 新产品逐步导入, 战略布局生化、发光, 成长为实验室诊断的综合供应商

(1) POCT 产品线: 拥有胶体金和免疫荧光两大平台。公司近年推向市场的 Getein1600 是基于荧光法技术平台的全自动仪器, 具有操作简、通量高、无污染的特点。此外, 具备开盖、摇匀及视频识别功能的增强版全自动仪器 Getein1200, 在市场取得初步成功。

(2) 生免产品线: 目前拥有生化免疫和化学发光两大检测平台, 生化免疫平台新推出 CM-800 和 CM-400 两款自主研发的全自动生化免疫分析仪。化学发光平台也推出了新版本 MAGICL 6800 化学发光测定仪。

(3) 血球及其他产品线: 2019 年下半年已推出 BHA-3000 三分类血细胞分析仪并初步获得市场认可, 目前在研产品包含 BHA-5000 五分类血细胞分析仪, BHA-5100 五分类+CRP 一体机等系列产品。分子诊断平台尚处于起步阶段。

❖ 首次覆盖, 予以“增持”评级

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 12.68、16.68、22.04 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 4.49、5.84、7.57 亿元, 对应 EPS 分别为 1.70、2.20、2.85 元/股, 对应市盈率为 19、14、11 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

❖ **风险提示:** 产品研发失败的风险、分级诊疗政策推进不及预期、疫情导致医院门诊量下降的风险。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	9.68	12.68	16.68	22.04
+/-%	44.0%	31.0%	31.5%	32.1%
归属母公司净利润(亿元)	3.40	4.42	5.73	7.43
+/-%	36.1%	30.0%	29.7%	29.6%
EPS(元)	1.30	1.70	2.20	2.85
PE(X)	24.44	18.79	14.49	11.18
PB(X)	5.24	4.08	3.20	2.50

资料来源: 公司 2019 年年报, 预测截止日期 2020 年 3 月 31 日, 川财证券研究所预测

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	医药生物
报告时间	2020/3/31
前收盘价	31.88 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

周豫

证书编号: S1100518090001
010-66495613
zhouyu@cczq.com

👤 联系人

黄心如

证书编号: S1100119110002
021-68416608
huangxinru@cczq.com

📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼, 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层, 518000
成都	中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041



正文目录

一、心血管类 POCT 领军企业.....	5
1. 历史沿革：学术底蕴雄厚，营销网络完善.....	5
2. 财务分析：七年间收入年化复合增速高达 44%.....	6
3. 业务构成：当前以心标及炎症 POCT 为核心业务.....	8
二、精选 POCT 赛道，布局生化、发光.....	10
1. 立足心血管和炎症类 POCT，核心业务快速增长.....	10
1.1 最早切入心血管类 POCT 的国产企业.....	10
1.2 炎症因子类：行业增速约 25%.....	12
2. 分级诊疗、五大中心建设利好 POCT 行业需求.....	13
3. 新产品进入导入期，生化、发光差异化竞争.....	15
3.1 公司现有产品线.....	15
3.2 在研项目.....	18
4. 经销为主直销为辅，充分释放渠道动能.....	19
三、估值评级：首次覆盖给予“增持”评级.....	20
盈利预测.....	22
风险提示.....	23



图表目录

图 1:	股权结构.....	6
图 2:	2012-19 年营业收入及增速.....	6
图 3:	2012-19 年归母净利润及增速.....	6
图 4:	2012-19 年利润率.....	7
图 5:	2012-19 年费用率.....	7
图 6:	2012-19 年经营现金流及其增速.....	7
图 7:	2012-19 年应收账款及其增速.....	7
图 8:	2018-19 年各季度收入（百万元）.....	8
图 9:	2018-19 年季度归母净利润（百万元）.....	8
图 10:	2012-2019 年公司的业务收入构成.....	9
图 11:	2018-19 年公司各产品线收入.....	9
图 12:	2019 年公司按地区划分收入占比.....	9
图 13:	2012-2019 年公司主要业务的毛利率.....	10
图 14:	公司心血管类试剂收入（百万元）.....	11
图 15:	2017 年中国心血管类 POCT 市场格局.....	11
图 16:	全球心血管病 POCT 的市场规模.....	11
图 17:	中国心血管病 POCT 的市场规模.....	11
图 18:	公司炎症类试剂收入（百万元）及其增速、营收占比.....	12
图 19:	我国总诊疗人次与基层医疗机构诊疗人次.....	14
图 20:	公司 POCT 业务线主力仪器.....	16
图 21:	公司化学发光、血球、生化业务线仪器.....	16
图 22:	化学发光相关检测产品.....	19
图 23:	2018-19 年主要子公司的收入（百万元）及其增速.....	20



表格 1.	公司发展沿革及重要事件.....	5
表格 2.	公司产品的主要应用场景.....	13
表格 3.	五大中心建设规划以及预计检测需求.....	14
表格 4.	五大中心建设相关政策文件.....	15
表格 5.	公司已上市的主要仪器产品.....	15
表格 6.	公司近一年新获得注册证的仪器和试剂产品.....	17
表格 7.	公司主要研发项目具体情况.....	18
表格 8.	2014-2017 年公司经销/直销收入占比.....	19
表格 9.	基蛋生物各业务收入、毛利预测.....	21
表格 10.	可比公司估值比较.....	21

一、心血管类 POCT 领军企业

1. 历史沿革：学术底蕴雄厚，营销网络完善

基蛋生物科技股份有限公司成立于 2002 年，前身为南京基蛋生物技术有限公司。公司于 2017 年 7 月在上交所主板上市，始终专注于体外诊断产品的研发、生产、销售和服务，在全国各地设有 20 余家子公司及办事处，产品成功销往欧洲、美洲、亚洲和非洲的 100 余个国家及地区。

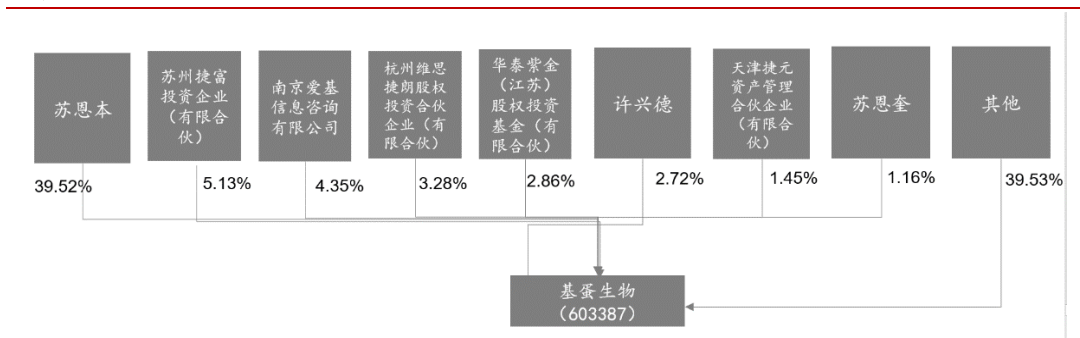
表格 1. 公司发展沿革及重要事件

时间	重要事件
2002	南京基蛋生物技术有限公司成立。
2009	建立 10 万级净化车间； 首项产品心肌钙蛋白 I 检测卡取得产品注册证。
2011	通过欧盟 EN ISO 13485:2009+AC:2009 认证； 4 月，南京基蛋生物医药有限公司成立；
2012	FIA8000 免疫定量分析仪取得产品注册证； Getein1100 荧光免疫定量分析仪取得产品注册证。
2013	1 月，D-二聚体检测试剂盒（干式免疫荧光定量法）取得产品注册证； 1 月，胱抑素 C 检测试剂盒（胶乳增强透射比浊法）取得产品注册证； 10 月，江苏省床边快速诊断仪器工程技术研究中心落户基蛋生物；
2014	3 月，成都基蛋生物科技有限公司成立； 6 月，吉林基蛋生物科技有限公司成立； 11 月，江苏基蛋生物医药有限公司、美国基蛋生物科技有限公司相继成立；
2015	7 月，河南基蛋生物科技有限公司成立； Magicl6800 全自动化学发光测定仪取得产品注册证。
2016	4 月，降钙素原检测试剂盒（化学发光免疫分析法）取得产品注册证； 11 月，山东基蛋医疗器械有限公司成立； 12 月，陕西基蛋生物科技有限公司成立。
2017	1 月，北京基蛋生物科技有限公司成立； 2 月，公司体外诊断仪器及配套试剂产业化项目启动； 7 月，公司于上交所主板首次公开发行 A 股上市。 基蛋生物体外诊断仪器及试剂一期大楼投入使用；
2018	公司第一台 CM-800 全自动生化分析仪顺利发货； 相继与四川广安市政府、鄂东医养集团签订战略合作协议。 基蛋生物体外诊断仪器及试剂产业化正式落成；
2019	黄石医养医学检验有限公司揭牌并接受武大人民医院检验医学专科联盟医联体授牌； CM-400 全自动生化分析仪顺利发货。

资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

公司的实际控制人苏恩本，持股比例为 39.52%。苏恩本博士历任江苏省人民医院的临床医师、主任医师，在老年医学科、心血管内科及中心实验室等部门从事临床与基础研究，主攻心血管临床和心肌损伤诊断指标的研究。现任基蛋生物科技股份有限公司董事长兼总经理、中国医学装备协会现场快速检测（POCT）分会副主任委员、全国生化检测标准化技术委员会委员、全国卫生产业企业管理协会医学检验产业分会常务理事、全国卫生产业企业管理协会实验医学分会常务委员、南京医疗器械管理协会副会长。

图 1： 股权结构

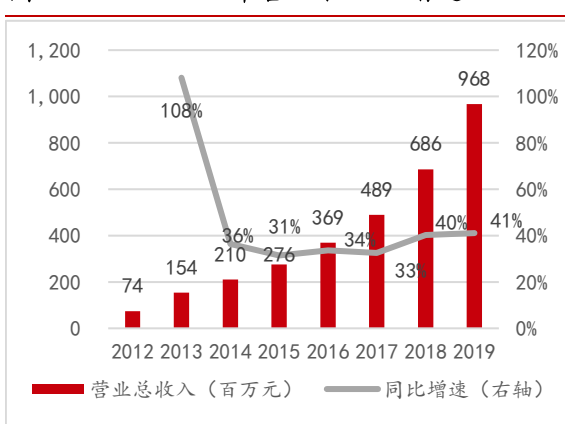


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 财务分析：七年间收入年化复合增速高达 44%

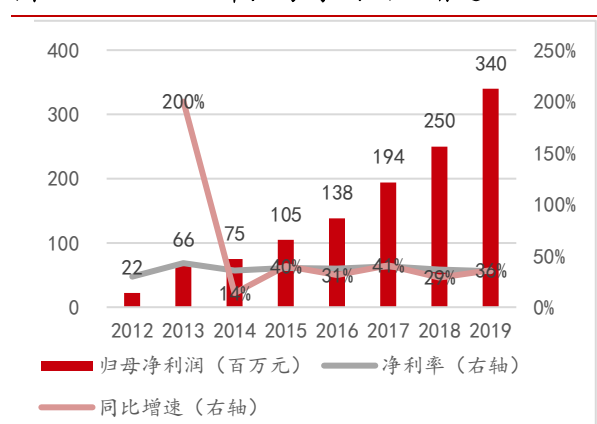
2012-2019 年，公司营收由 7364 万元增长至 9.68 亿元，年化复合增长率高达 44.4%；归母净利润由 2196 万元增长至 3.4 亿元，年化复合增长率高达 47.9%。2019 年公司收入、归母净利润分别为 9.7 亿元、3.4 亿元，同比增长 41%、36%。

图 2： 2012-19 年营业收入及增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 3： 2012-19 年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

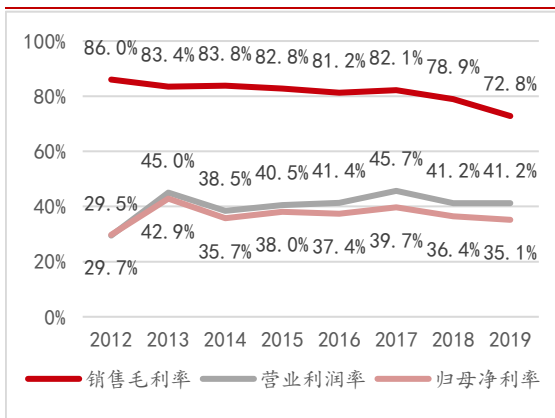


从毛利率来看，2012-2019年公司综合毛利率由86%降至72.8%，毛利率的下降主要由于公司低毛利的代理业务和检测业务规模的扩大，而最为核心的试剂销售毛利率始终维持在86%以上。公司可以自主生产部分所需的各类抗原、抗体、生物活性原料、层析介质、质控品、校准品等常用原料，减少了对进口原料的依赖，该项技术的掌握使公司试剂产品的毛利率历年来保持较高水平。

公司2019年归母净利率为35.1%，近年来维持平稳。2019年销售费用率、管理费用率同比分别降低了4.2、2.4个百分点。

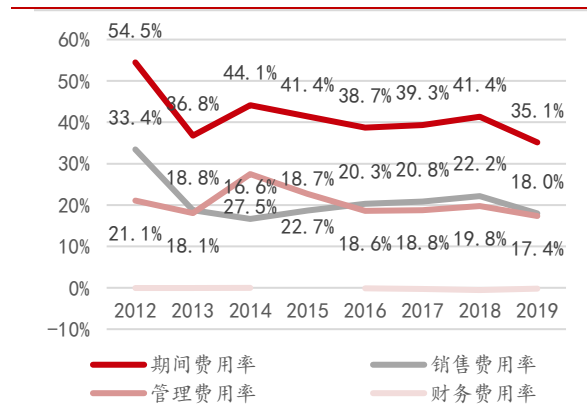
公司2019年经营性现金流为正2.26亿元，同比增长21%，与净利润增长基本匹配。2019年末应收账款为2.28亿元，同比增加200%，应收/总营收占比由11%升至24%，主要是由于公司对新增的医院客户的信用期放宽，账期主要集中在一年以内。

图 4： 2012-19 年利润率



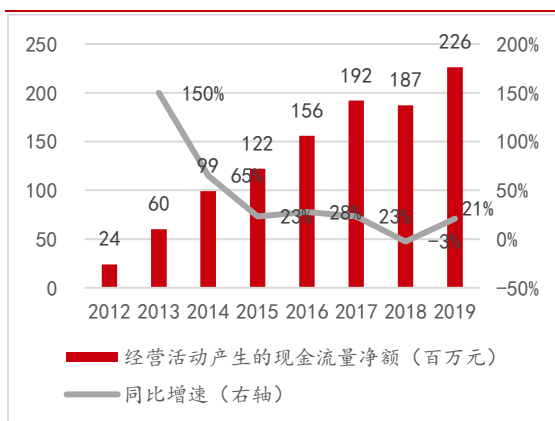
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 5： 2012-19 年费用率



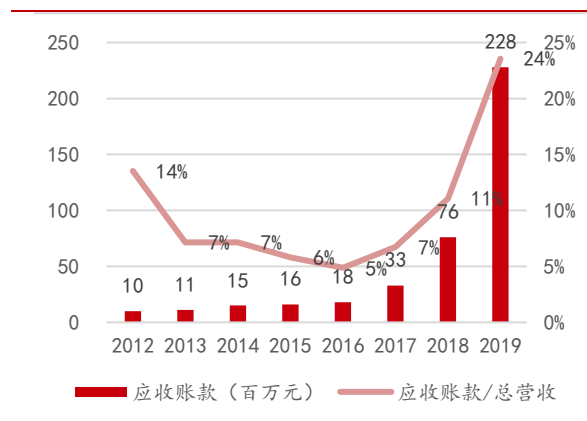
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 6： 2012-19 年经营现金流及其增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

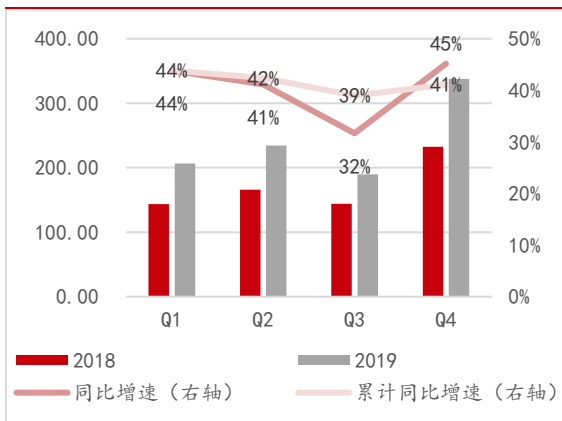
图 7： 2012-19 年应收账款及其增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

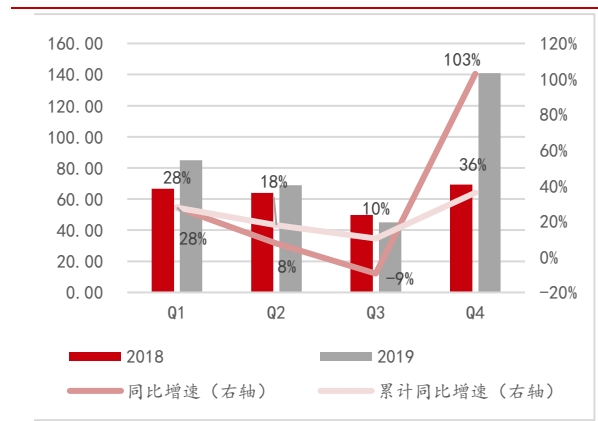
分季度来看，公司 2019 年 Q1-Q4 收入分别为 2.1 亿元、2.3 亿元、1.9 亿元、3.4 亿元，单季度同比增长分别为 44%、41%、32%和 45%，始终保持快速增长。Q1-Q4 归母净利润分别为 8,500 万元、6,885 万元、4,501 万元和 1.4 亿元，单季度同比增长分别为 28%、8%、-9%和 103%，Q2、Q3 的净利润增幅不及收入增速主要系由于当期费用确认较多所致。

图 8： 2018-19 年各季度收入（百万元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 9： 2018-19 年季度归母净利润（百万元）



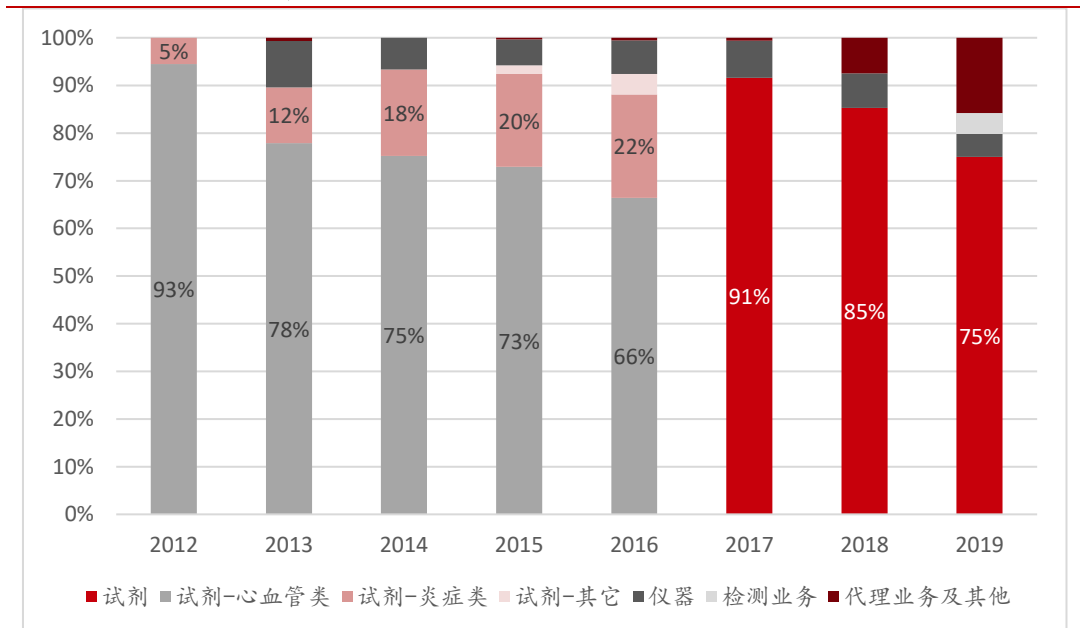
资料来源：公司公告，川财证券研究所

3. 业务构成：当前以心标及炎症 POCT 为核心业务

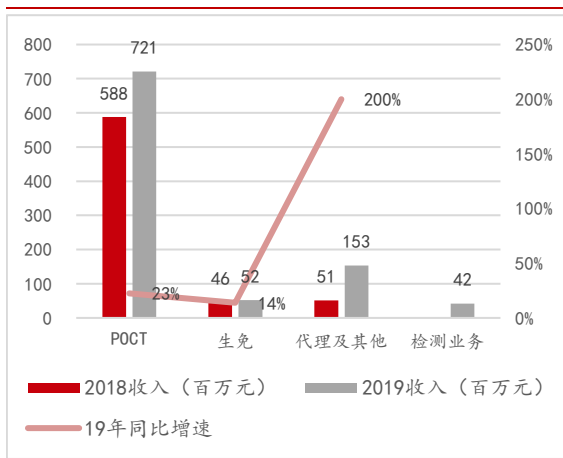
分产品看，公司收入以试剂销售为主，2019 年试剂和仪器的收入占比分别为 75.1%和 4.9%，其中试剂产品以心血管类试剂和炎症类试剂为主。除此之外，检测业务占比 4.3%，代理业务及其它占比 15.8%。

分业务线看，公司 2019 年 POCT 板块收入 7.21 亿元 (+23%)，生免板块收入 5,249 万元 (+14%)，分别占比 74.5%和 5.4%。

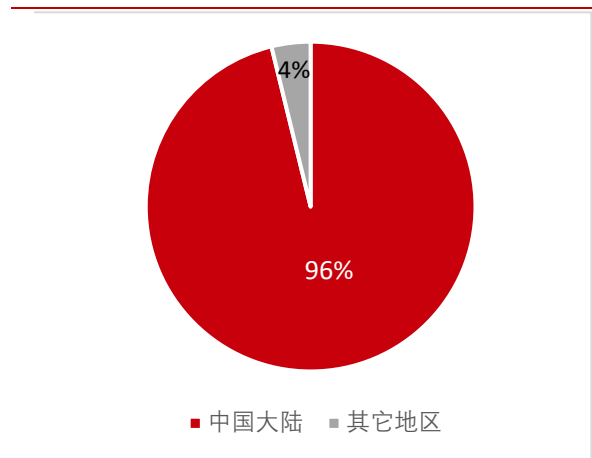
分地域看，公司收入主要源于国内，历年收入占比均在 95%以上。2019 年，公司在中国大陆地区的收入 9.31 亿元，占比 96.2%；海外及其他地区收入占比 3.8%。

图 10： 2012-2019 年公司的业务收入构成


资料来源：公司公告，川财证券研究所

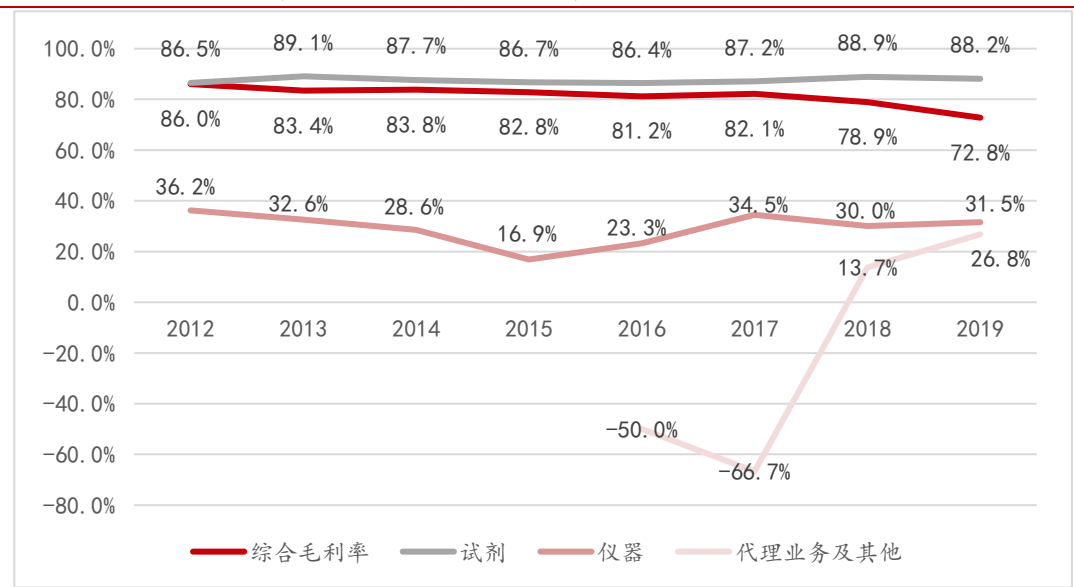
图 11： 2018-19 年公司各产品线收入


资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 12： 2019 年公司按地区划分收入占比


资料来源：公司公告，川财证券研究所

试剂销售作为公司最主要的业务，毛利率始终稳定在较高的水平，2019 年公司试剂产品毛利率 88.2%。由于公司自主生产部分原料，对进口原料的依赖较低，因此公司试剂产品的毛利率历年来保持较高水平。仪器、检测业务、代理及其它业务 2019 年的毛利率分比为 31.5%、19.3%、26.8%。随着公司对代理流通业务的拓展，公司的综合毛利率有所降低。

图 13： 2012-2019 年公司主要业务的毛利率


资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、精选 POCT 赛道，布局生化、发光

1. 立足心血管和炎症类 POCT，核心业务快速增长

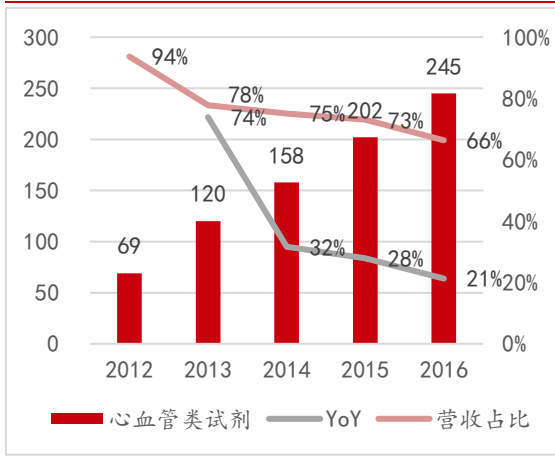
1.1 最早切入心血管类 POCT 的国产企业

心血管疾病检测 POCT 产品主要用于心梗、心衰等疾病的筛查，常见的标志物有肌红蛋白、心肌肌钙蛋白、肌酸激酶-MB、血浆 B 型钠尿肽等。公司的心血管类 POCT 产品主要基于胶体金和免疫荧光平台，从检测技术上看，公司经历了从传统的胶体金法到免疫荧光技术的升级，配套的检测仪器也经过了多次更新换代，包括胶体金法的 FIA 系列仪器及 Getein 系列的荧光免疫定量分析仪。

公司的心血管类 POCT 试剂销售额从 2012 年的 6900 万元增至 2016 年的 2.45 亿元，4 年的年化复合增速为 37%，占公司总营收的比例从 2012 年的 94% 降至 2016 年的 66%。由于 2017 年开始公司不再单独披露心血管类试剂的收入，根据测算，心血管类产品仍然占据试剂收入的 60% 以上，是公司最为重要的收入来源。

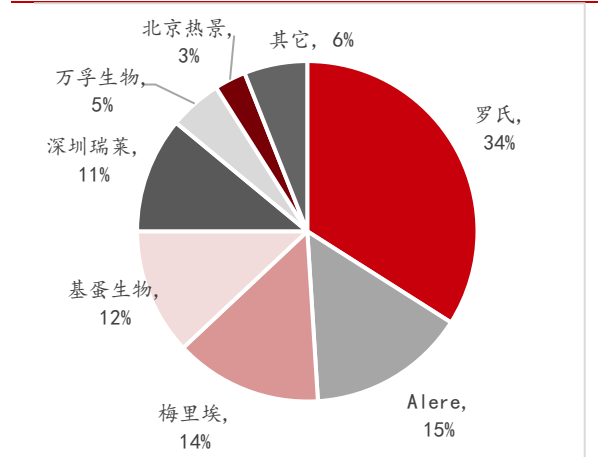
2017 年国内心血管类 POCT 的市场格局中，大型医院市场仍然主要被进口产品占据，以罗氏、Alere、梅里埃等为主，合计占比超过 60%；而国内企业在中、小医院占有率较高，基蛋生物的市场份额约为 12%，是国产企业中的佼佼者。

图 14： 公司心血管类试剂收入（百万元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

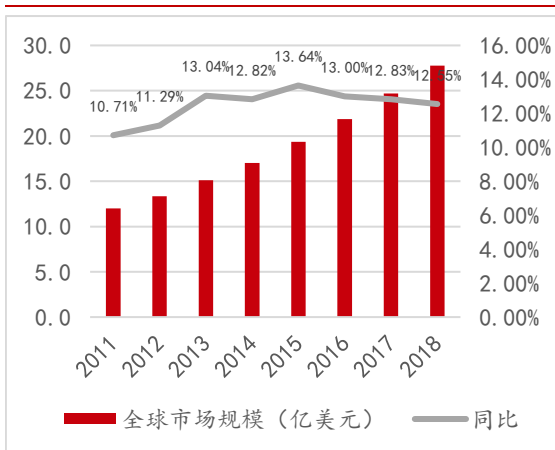
图 15： 2017 年中国心血管类 POCT 市场格局



资料来源：公司公告，川财证券研究所测算

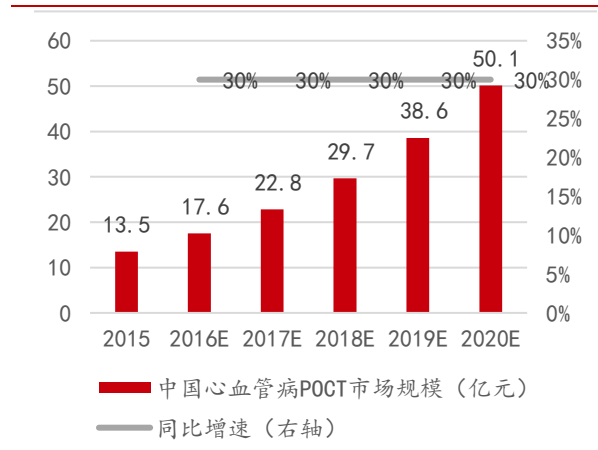
心血管病 POCT 的全球市场规模以 12% 左右的年化增速持续增长，2018 年全球市场规模约 28 亿美元。而根据《中国医疗器械行业发展报告》，2015 年国内心血管标志物市场大约 13.5 亿元，这一市场保持 30% 左右的快速增长，预计 2020 年市场规模有望超过 50 亿元。国内心血管病 POCT 检测产品的市场增速高于全球的增速，主要是由于国内分级诊疗政策的推行、基层医院加大设备采购以及五大中心的建设加快。

图 16： 全球心血管病 POCT 的市场规模



资料来源：观研天下，川财证券研究所

图 17： 中国心血管病 POCT 的市场规模



资料来源：中国医疗器械行业发展报告，川财证券研究所

1.2 炎症因子类：行业增速约 25%

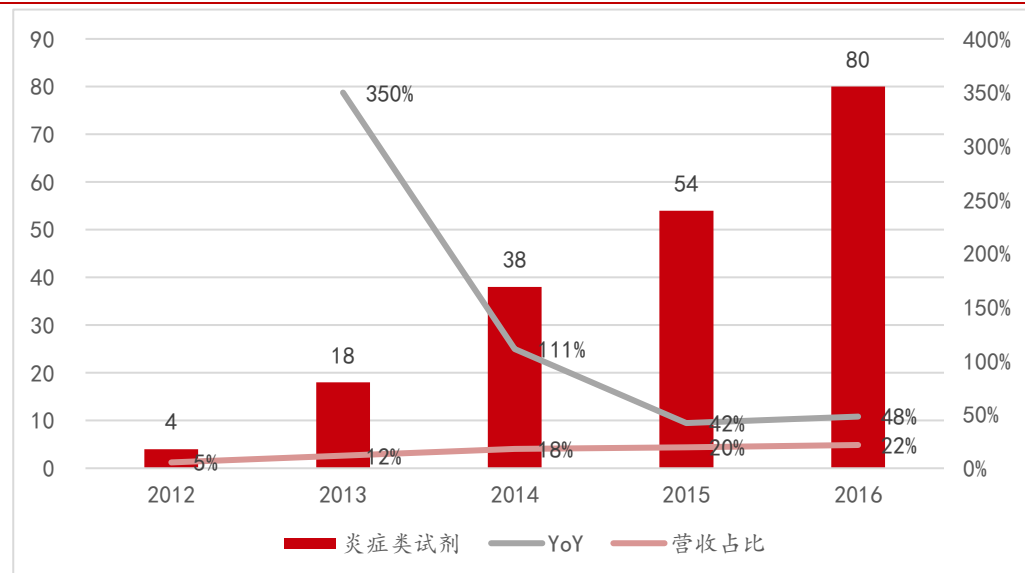
感染因子类 POCT 检测项目主要包括 C-反应蛋白 (CRP) 和降钙素原 (PCT) 等，用来区分细菌性感染和非细菌性感染，指导抗生素的使用。临床上主要用于血液科、麻醉科、儿科等科室。抗生素的限制使用是感染因子类检测快速增长的重要动因之一。

其中 CRP (C-反应蛋白) 是指在机体受到感染或组织损伤时血浆中一些急剧上升的急性期反应蛋白，是一种非特异性的免疫应答组分。CRP 可以激活补体和加强吞噬细胞的吞噬而起调理作用，从而清除入侵机体的病原微生物和损伤、坏死，凋亡的组织细胞，在机体免疫过程中发挥重要的保护作用。CRP 在炎症开始数小时就升高，48 小时即可达峰值，随着病变消退、组织、结构和功能的恢复降至正常水平。此反应不受放疗、化疗、皮质激素治疗的影响。因此，CRP 的检测在临床应用相当广泛，包括急性感染性疾病的诊断和鉴别诊断，手术后感染的监测；抗生素疗效的观察；病程检测及预后判断等。

2012-16 年公司炎症类试剂收入从 400 万元增至 8000 万元，年化复合增速高达 111%，占公司总营收的比例从 2012 年的 5% 提升至 2016 年的 22%。

据估计，目前感染因子检测的国内市场规模约为 10 亿元 (主要是 CRP 和 PCT)，市场增速约 25%。

图 18： 公司炎症类试剂收入 (百万元) 及其增速、营收占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 分级诊疗、五大中心建设利好 POCT 行业需求

医院、基层医疗机构、家庭、突发事件是 POCT 产品的主要应用领域。而随着我国分级诊疗政策和五大中心建设的逐步推进，目前还处于初级阶段的基层医疗市场和急诊中心将成为未来 POCT 在我国的主要应用场景。

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的多，心肌类项目的临床需求特征通常都是紧急、危重，而 POCT 凭借检测速度快的最大特色满足了这一需求。五大中心的建立，为预防危急重病患者的疾病进展，起到即时检测、迅速判断的效果，其中必须检测的项目就包括心标急诊项目。

表格 2. 公司产品的主要应用场景

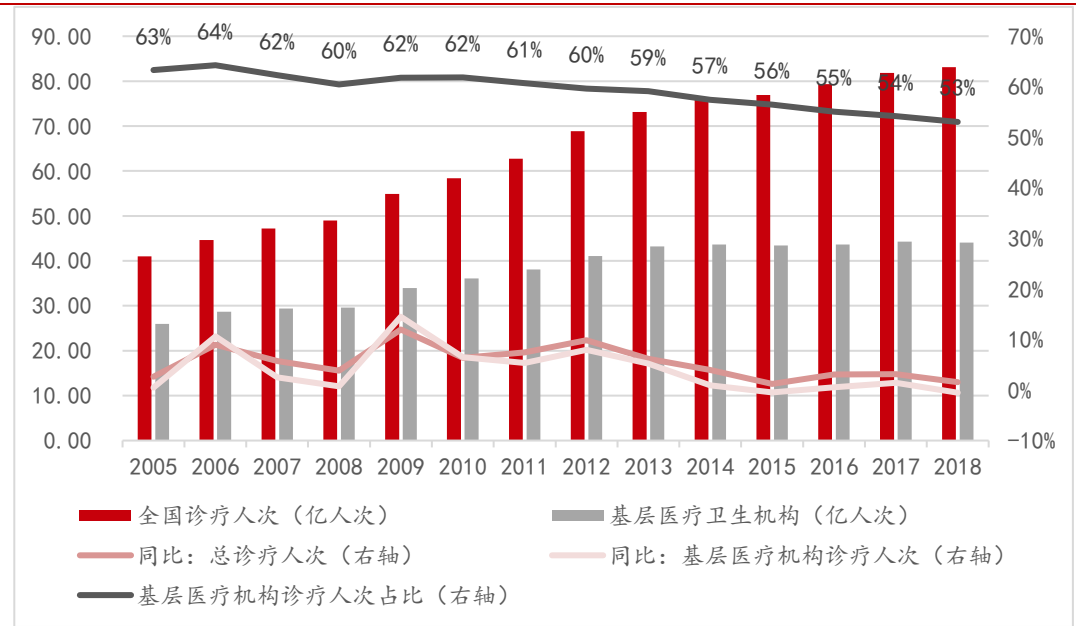
时间	重要事件	
医院	急诊化验室	及时提供抢救患者的检验信息
	医院重症病房	与生理监测器相连提供即时实验室数据
	分科门诊	CRP 检测、心梗心衰检测、血糖检测、孕检等
	检验科	传染病、流感等检测
基层医疗机构	卫生院、社区门诊和医师诊所等	尿液分析、干式生化检测、肝炎检测等
家庭	个人	血压、血糖等各类检测
突发事件	救护车等快速救援	心肌标志物及电解质等项目的检测
临床应用	儿科疾病	CRP 检测、炎症检测等
	心血管疾病	心梗心衰检测
	血液相关疾病	血栓与止血、血红蛋白定量和血细胞计数、血液流变分析、血沉等检验
	感染性疾病	乙肝五项、梅毒、HIV 等的抗原和抗体定性的快速检测
	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
	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

资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

2015 年后分级诊疗相关政策密集出台，主要目的在于实现“基层转诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”四大目标。2015 年 9 月，国务院办公厅印发了《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出了分级诊疗工作考核评价标准，明确了分级诊疗各方面的数据指标，分级诊疗制度建设的部署开始加快。但实际情况仍然不容乐观，2005-2018 年，基层医疗机构的诊疗人次由 25.94

亿人次提高到了 44.06 亿人次，但占比却由 63.3% 下降到了 2018 年的 53%，可见对于医疗资源的使用仍然呈现向头部集中的趋势。我们认为经过此次疫情后，分级诊疗政策有望再度加码。2 月 14 日，中央全面深改委第十二次会议上提出，要健全“全科医生培养、分级诊疗等制度”。

图 19：我国总诊疗人次与基层医疗机构诊疗人次



资料来源: Wind, 卫计委, 川财证券研究所

根据国家政策文件，五大急救中心若达到 2024 年建设规划中的数量规模，将为 POCT 行业带来超过百亿的需求增量。

表格 3. 五大中心建设规划以及预计检测需求

五大中心	截至 2019 年 (家)	2024E (家)	预计检测需求 (亿元)
胸痛中心	1000+	5000-6000	40
卒中中心	500+	3000-4000	5
创伤中心		2000-3000	35
危重孕产妇救治中心		2000-3000	12
危重儿童和新生儿救治中心		2000-3000	10

资料来源: 中国胸痛中心联盟, 国家卒中中心, 川财证券研究所测算

表格 4. 五大中心建设相关政策文件

文件名称	发布时间
《国家卫生健康委医政医管局关于同意开展胸痛中心建设工作的函》	2019 年 10 月
《国家创伤医学中心设置标准》、《国家创伤区域医疗中心设置标准》	2019 年 8 月
《创伤中心建设与管理指导原则（试行）》	2018 年 7 月
《关于进一步加强脑卒中诊疗管理相关工作的通知》	2018 年 4 月
《关于印发进一步改善医疗服务行动计划(2018-2020 年)的通知》	2018 年 1 月
《胸痛中心建设与管理指导原则(试行)》	2017 年 11 月
《国家卫生计生委办公厅关于印发危重孕产妇和新生儿救治中心建设与管理指南的通知》	2017 年 3 月
《2017 年深入落实进一步改善医疗服务行动计划重点工作方案》	2017 年 2 月

资料来源：卫健委，川财证券研究所测算

3. 新产品进入导入期，生化、发光差异化竞争

3.1 公司现有产品线

POCT 产品线：拥有胶体金和荧光法两大技术平台，公司近年推向市场的 Getein1600 是基于荧光法技术平台的全自动仪器，具有操作简、通量高、无污染的特点。此外，公司将具备开盖、摇匀及视频识别功能的增强版全自动仪器 Getein1200 推向市场试用，取得初步成功。

生免产品线：目前拥有生化免疫和化学发光两大检测平台，生化免疫平台新推出 CM-800 和 CM-400 两款自主研发的全自动生化免疫分析仪。化学发光平台也推出了新版本 MAGICL 6800 化学发光测定仪。

血球及其他产品线：2019 年下半年已推出 BHA-3000 三分类血细胞分析仪并初步获得市场认可，目前在研产品包含 BHA-5000 五分类血细胞分析仪，BHA-5100 五分类+CRP 一体机等系列产品。分子诊断平台尚处于起步阶段。

表格 5. 公司已上市的主要仪器产品

技术平台	产品名称	上市时间
胶体金	FIA8000 免疫定量分析仪	2012
	FIA8600 免疫定量分析仪	2014
荧光免疫	Getein1100 荧光免疫定量分析仪	2012
	Getein1600 荧光免疫定量分析仪	2015
	Getein1600 5th 荧光免疫定量分析仪	2018
	Getein1180/1200 荧光免疫定量分析仪	2019
	Getein200/208 便携式生化免疫分析仪	2019
	Getein3200/3208/3600/3608 生化免疫定量分析仪	2020
生化	CM-800 全自动生化分析仪	2018
	CM-400 全自动生化分析仪	2019

化学发光	MAGICL6800 全自动化学发光测定仪	2015
	MAGICL6800 3rd 全自动化学发光测定仪	2018
血球	BHA-3000 全自动血细胞分析仪	2019

资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

图 20：公司 POCT 业务线主力仪器



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 21：公司化学发光、血球、生化业务线仪器



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2019 年度，公司加强新产品研发力度及推进产品上市进度，推出 POCT 领域产品：Getein1200 荧光免疫定量分析仪、Getein1180 荧光免疫定量分析仪、Getein208 便携式生化免疫分析仪及其配套试剂 22 项（包括激素系列 5 项：LH、FSH、AMH、PRL、P/HCG，甲功系列 4 项：TSH（胶体金法+荧光法）、T3、T4，心肌炎症系列 3 项：SAA、SAA/CRP（胶体金法+荧光法），胃功能系列 2 项：HP/FOB（胶体金法）、PG，肿瘤系列 3 项：CEA、AFP、tPSA，骨代谢系列 1 项：25-OH-VD，传染病系列 1 项：HBs-Ag/HIV/TP/HCV 的外贸供货，干式生化 3 项），生化领域产品 CM-400 全自动生化分析仪。

表格 6. 公司近一年新获得注册证的仪器和试剂产品

产品名称	注册证起始日	有效期	分类
生化免疫定量分析仪 Getein3200/3208/3600/3608	2020 年 1 月 10 日	5 年	II 类
便携式生化免疫分析仪 Getein200/208	2019 年 12 月 25 日	5 年	II 类
荧光免疫定量分析仪 Getein1180/1200	2019		
细胞角蛋白 19 片段检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类
糖类抗原 19-9 检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类
糖类抗原 50 检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类
癌抗原 125 检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类
神经元特异性烯醇化酶检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类
癌抗原 15-3 检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类
促甲状腺激素检测试剂盒（干式免疫荧光法）	2020 年 3 月 16 日	5 年	II 类
促甲状腺激素检测试剂盒（胶体金法）	2020 年 3 月 16 日	5 年	II 类
癌胚抗原检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 2 月 14 日	5 年	III 类
血清淀粉样蛋白 A 检测试剂盒（干式免疫荧光法）	2020 年 1 月 10 日	5 年	II 类
总前列腺特异性抗原检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 1 月 8 日	5 年	III 类
甲胎蛋白检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 1 月 8 日	5 年	III 类
葡萄糖/糖化血红蛋白二合一检测试剂盒（干式化学分析法+干式免疫荧光法）	2019 年 10 月 11 日	5 年	II 类
血脂四项/尿酸/心肌三项多联检测试剂盒（干式化学分析法+干式免疫荧光法）	2019 年 10 月 11 日	5 年	II 类
肌酐/微量白蛋白二合一检测试剂盒（干式化学分析法+干式免疫荧光法）	2019 年 10 月 11 日	5 年	II 类
心肾两联检测试剂盒（干式免疫荧光法）	2019 年 6 月 3 日	5 年	II 类
生化免疫定量分析仪 Getein3200/3208/3600/3608	2020 年 1 月 10 日	5 年	II 类
便携式生化免疫分析仪（Getein200、Getein208）	2019 年 12 月 25 日	5 年	II 类
细胞角蛋白 19 片段检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类
糖类抗原 19-9 检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类
糖类抗原 50 检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类
癌抗原 125 检测试剂盒（化学发光免疫分析法）	2020 年 3 月 11 日	5 年	III 类

资料来源：公司公告，川财证券研究所整理

3.2 在研项目

在新产品上市方面，公司预计 2020 年度内将推出 50 余项新产品，其中包括生化免疫定量产品（涵盖心肌炎症、甲功、肿瘤因子、干式生化系列产品）、化学发光产品（主要为肿瘤系列产品）、尿液分析试纸产品、血球试剂等；同时，公司还投资控股了优质凝血产品目标公司，不断丰富扩充产品线。

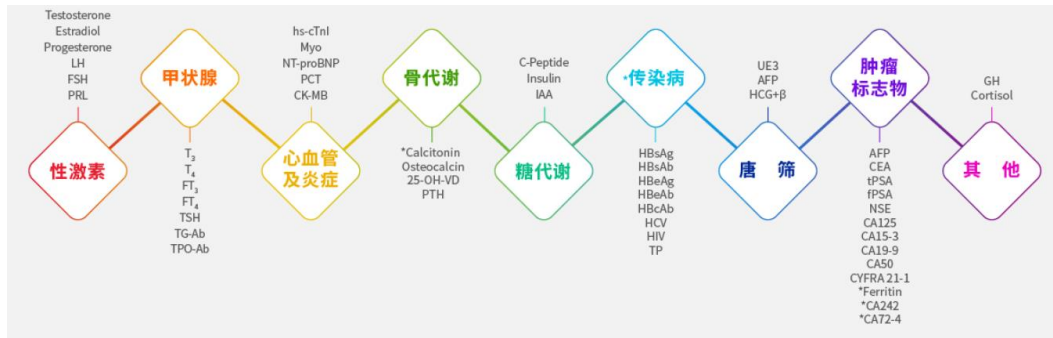
资质认证及知识产权方面，2020 年预计新增国内外专利及软件著作权 40 余项，同时积极准备美国 FDA 510K 产品认证工作，预计将于 2020 年度获得 510K 号；另外公司还将申请 MDSAP 医疗器械单一认证审核，通过后将获得美国、加拿大、澳大利亚、巴西、日本等五国联合质量管理体系认证，为公司全球化发展奠定坚实的基础。

表格 7. 公司主要研发项目具体情况

研发项目	产品基本信息	进展情况	累计研发投入 (万元)
CM-400 全自动生化分析仪	研发过程中的物料及人员等费用	已上市	274.92
Getein3600 生化免疫定量分析仪	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	579.46
Getein3600、Getein3200 配套干式生化试剂	开展 GLU、TG、CHOL、HDL、LDL、Crea、LIA 等 12 个项目	正式生产阶段	390.03
CM2000 高速全自动生化分析仪	原材料及人员费用	试样阶段	1,411.03
磁化学发光免疫分析法检测试剂	10 大类，共计 50 个项目试剂研发	28 项已上市	1,852.03
快速诊断试剂的标记工艺研究	胶体金、荧光等技术平台的改进、产品的扩大生产工艺和自动化研究	胶体金 19 项、荧光 20 项已上市	917.73
乙型肝炎等 7 项传染病核酸诊断试剂	7 项荧光 qPCR 传染病诊断试剂的原料及人员费用	试样阶段	400.88
MAGICL6200 全自动化学发光测定仪	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	401.46
BHA-5000 五分类血细胞分析仪			
BHA-5100 五分类+CRP 一体机			

资料来源：2019 年公司年报，川财证券研究所

图 22： 化学发光相关检测产品



注：“*”为即将推出产品

资料来源：公司官网，川财证券研究所

4. 经销为主直销为辅，充分释放渠道动能

公司重视直接销售与经销两种模式，业务活动以经销为主，同时辅以直销。经销方面，在与经销商达成合作意向后，公司与其签订经销协议，就销售价格、结算方式等销售政策进行约定；直销方面，公司大力培养直销队伍，重点发展各类医疗机构的直接销售业务；境外销售方面，公司设立国际贸易部，负责境外市场的经销商合作、市场开拓等工作，公司境外销售主要依托于境外当地经销商对产品进行销售，公司多项产品取得欧盟 CE 准入，目前公司产品已经销往全球 110 多个国家和地区。

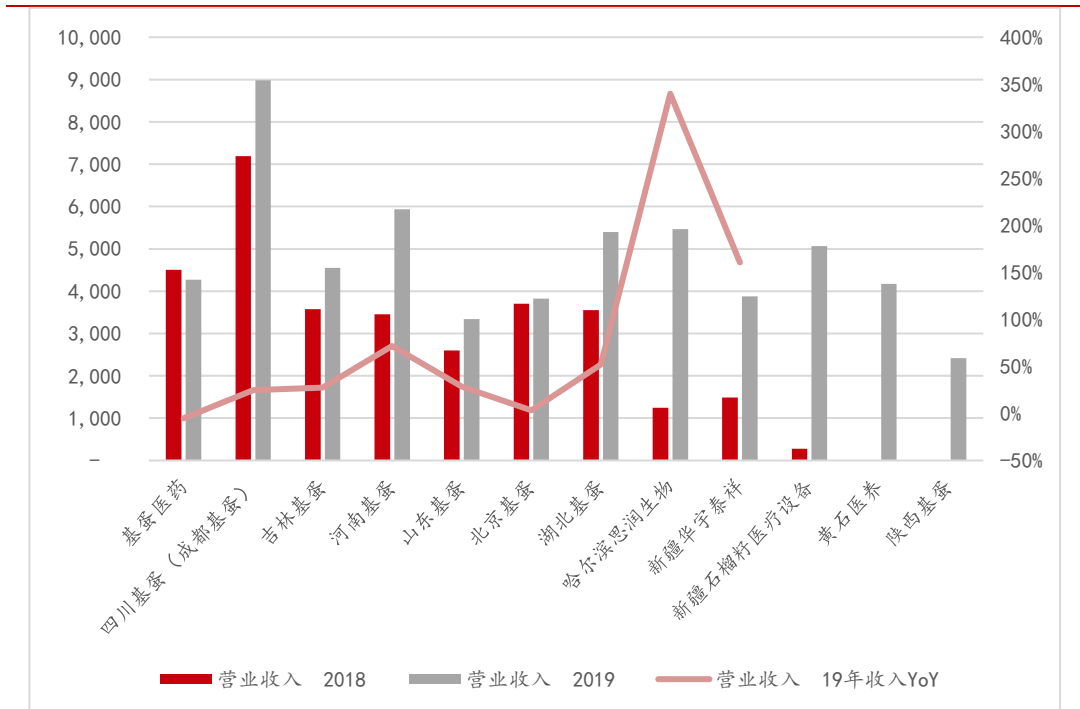
直销模式系生产企业直接向医疗机构销售，优势在于直接接触客户，及时了解并满足客户需求；经销模式系通过经销商销售产品，优势在于扩张速度快、账期较短、对生产企业的资金压力较小。

表格 8. 2014-2017 年公司经销/直销收入占比

收入 (百万元)	2014	2015	2016	2017
经销	210	274	358	470
直销		2	9	19
合计	210	276	368	489

资料来源：公司年报，招股说明书，川财证券研究所

公司主要以建立子公司的形式，充分利用当地经销商渠道、客户和配送资源来开拓区域市场，能最大程度地释放渠道经销商的销售动能。

图 23： 2018-19 年主要子公司的收入（百万元）及其增速


资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、估值评级：首次覆盖给予“增持”评级

关键假设：

收入方面：根据对公司各条业务线的业绩拆分，我们预测公司 2020-2022 年营业收入为 12.68、16.68、22.04 亿元，同比增速分别为 31%、32%、32%；

毛利率方面：由于代理流通类业务的快速拓展，综合毛利率或将稳中略降，我们预计 2020-2022 年毛利率为 71.64%、70.45%、69.10%。

盈利预测：我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 12.68、16.68、22.04 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 4.49、5.84、7.57 亿元，对应 EPS 分别为 1.70、2.20、2.85 元/股。

表格 9. 基蛋生物各业务收入、毛利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (分产品) (单位: 百万元)					
试剂	585	727	930	1,191	1,524
仪器	50	47	58	73	91
检测类		42	50	60	72
代理及其它	52	153	229	344	516
合计	686	968	1,268	1,668	2,204
营业收入同比增速 (%)					
试剂	31%	24%	28%	28%	28%
仪器	31%	-7%	25%	25%	25%
检测类			20%	20%	20%
代理及其它	1458%	196%	50%	50%	50%
合计	40%	41%	31%	32%	32%
毛利率 (%)					
试剂	88.9%	88.2%	88.0%	88.0%	88.0%
仪器	30.0%	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%
检测类		19.3%	19.3%	19.3%	19.3%
代理及其它	13.5%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
合计	78.9%	72.8%	71.6%	70.4%	69.1%

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所预测

相对估值及评级: 基蛋生物专注于体外诊断中的 POCT 产品研发、生产及销售, 我们选取 A 股的体外诊断公司: 万孚生物、安图生物、迈克生物作为可比公司。截止 2020 年 3 月 31 日收盘, 可比公司动态市盈率范围为 30-72 倍, 平均市盈率为 57 倍, 公司动态市盈率为 25 倍, 2019-2021 年业绩对应市盈率为 24、19、14 倍。基蛋生物估值低于体外诊断企业可比公司平均估值, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表格 10. 可比公司估值比较

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (X)				PB (X)
				2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E	
603658.SH	安图生物	116.49	502	1.34	1.70	2.22	2.86	86.93	68.33	52.53	40.66	20.83
300463.SZ	迈克生物	27.83	155	0.80	0.96	1.20	1.51	34.62	29.13	23.13	18.47	5.16
300482.SZ	万孚生物	77.52	266	0.92	1.13	1.56	2.14	84.26	68.37	49.69	36.22	11.95
可比公司平均				1.02	1.26	1.66	2.17	68.92	55.54	41.97	31.91	12.65
603387.SH	基蛋生物	31.88	83	1.34	1.30	1.70	2.20	23.79	24.44	18.79	14.49	8.69

资料来源: wind, 川财证券研究所, 股价为 2020/3/31 收盘价, 基蛋生物、万孚生物数据来自川财预测, 其余可比公司数据来自万得一致预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1567	2104	2781	3643	营业收入	968	1268	1668	2204
现金	659	1035	1570	2123	营业成本	263	360	493	681
应收账款	228	211	300	407	营业税金及附加	11	14	19	25
其他应收款	11	17	23	29	营业费用	174	228	300	396
预付账款	18	34	46	61	管理费用	63	178	217	264
存货	161	257	348	472	财务费用	-2	3	1	2
其他流动资产	490	550	494	551	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	441	350	324	297	公允价值变动收益	4	2	3	3
长期投资	45	23	26	28	投资净收益	24	25	25	25
固定资产	285	255	221	185	营业利润	399	513	666	864
无形资产	36	39	43	47	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	74	33	34	37	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	2008	2454	3105	3940	利润总额	396	512	664	862
流动负债	317	294	359	433	所得税	46	63	81	104
短期借款	95	48	55	59	净利润	350	449	584	757
应付账款	67	70	101	143	少数股东损益	10	7	11	15
其他流动负债	155	177	203	231	归属母公司净利润	340	442	573	743
非流动负债	9	8	8	8	EBITDA	431	557	710	908
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.30	1.70	2.20	2.85
其他非流动负债	9	8	8	8					
负债合计	326	303	368	442					
少数股东权益	57	64	75	89	主要财务比率				
股本	260	260	260	260	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	610	610	610	610	成长能力				
留存收益	773	1215	1788	2531	营业收入	41.1%	31.0%	31.5%	32.1%
归属母公司股东权益	1625	2088	2663	3408	营业利润	41.1%	28.7%	29.8%	29.7%
负债和股东权益	2008	2454	3105	3940	归属于母公司净利润	36.1%	30.0%	29.7%	29.6%
					获利能力				
					毛利率(%)	72.8%	71.6%	70.4%	69.1%
					净利率(%)	4.6%	35.1%	34.8%	34.3%
					ROE(%)	20.9%	21.2%	21.5%	21.8%
					ROIC(%)	61.1%	49.6%	63.4%	68.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.2%	12.3%	11.8%	11.2%
					净负债比率(%)	29.14%	15.69%	15.07%	13.43%
					流动比率	4.94	7.15	7.74	8.40
					速动比率	4.43	6.26	6.76	7.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.57	0.60	0.63
					应收账款周转率	6	5	6	6
					应付账款周转率	6.04	5.25	5.76	5.58
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.30	1.70	2.20	2.85
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.52	2.13	2.14
					每股净资产(最新摊薄)	6.24	8.02	10.23	13.09
					估值比率				
					P/E	24.44	18.79	14.49	11.18
					P/B	5.24	4.08	3.20	2.50
					EV/EBITDA	17	13	11	8

风险提示

现有产品竞争加剧的风险

公司目前较为成熟的胶体金和免疫荧光平台的竞争趋于激烈，存在市占率下降、价格超预期下滑的风险

新产品研发失败的风险

新平台研发失败和新产品市场推广不达预期的风险

分级诊疗政策或五大中心的建设不达预期的风险

若政策推进不达预期，可能造成 POCT 的行业需求承压

商誉减值的风险

疫情导致医院门诊量下降，短期可能波及公司部分产品的检测需求

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004