

投资评级 优于大市 首次覆盖

POCT 细分领域领头羊

股票数据

06 月 15 日收盘价(元)	94.19
52 周股价波动(元)	34.68-99.40
总股本/流通 A 股(百万股)	343/241
总市值/流通市值(百万元)	32277/22708

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.5	11.2	30.4
相对涨幅(%)	8.5	7.0	28.9

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- **POCT:“即时、即地、便捷”,用于突发急救与个人健康管理等场景。** 医疗器械发展出现两种趋势。一是实验室集成自动化;二是小型化、个性化与信息化。检测快速化、操作简便化、结果及时化的 POCT 产品应运而生,由于能减少样品转送流程,缩短报告时间,得以顺应现代社会快节奏的工作方式并满足个性化的服务需求,应用领域已涵盖临床检验、重大疫情监测、个体健康管理、食品安全监控、现场执法检测和军事与灾难救援等多元化场景。
- **国内 POCT 行业仍处在快速成长期,进口替代潜力大。** 国内 POCT 市场处在展初期,整体规模小,基层渗透率低,增长空间大。2018 年全球 POCT 市场规模约 240 亿美元,年复合增速约 8%;2018 年国内 POCT 市场规模约 14.3 亿美元,我们预计未来几年继续有望保持 25%左右高增速。国产厂家集中度较低,且罗氏、雅培和强生三家外资“巨头”占据市场近半壁江山。我们预计随着分级诊疗促进市场下沉、危急重症“五大中心”建设以及新冠等突发公共卫生事件提升行业认知度,POCT 在未来几年将继续维持强劲的增长活力,基层 POCT 渗透率有望提高,国产企业进口替代潜力巨大。
- **公司是国内技术平台和产品线最丰富的 POCT 行业龙头。** 经过二十多年的发展,公司已成为国内 POCT 行业技术平台布局最多、产品线最为丰富的企业。公司现有免疫胶体金、免疫荧光等八大技术平台,并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。公司产品销往 140 多个国家和地区,2017-2019 年营收和归母净利润 CAGR 分别达到 55.86%和 38.77%。公司收入主要由慢病和传染病检测高增值业务带动,2019 年收入、归母净利润和扣非归母净利润分别达到 20.72 亿元、3.87 亿元和 3.71 亿元。

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@htsec.com

证书:S0850513080005

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1650	2072	2833	3582	4511
(+/-)YoY(%)	44.0%	25.6%	36.7%	26.4%	25.9%
净利润(百万元)	308	387	562	710	926
(+/-)YoY(%)	46.1%	25.9%	45.0%	26.5%	30.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.90	1.13	1.64	2.07	2.70
毛利率(%)	61.0%	65.2%	67.7%	67.8%	68.5%
净资产收益率(%)	15.9%	17.4%	19.6%	19.3%	19.5%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **短期新冠产品贡献业绩弹性，中长期免疫荧光和毒检妊娠业务有望恢复 30%以上增长。**短期看，胶体金平台流感系列产品和新冠胶体金试剂产品共同带动胶体金业务快速增长。尤其是随着新冠胶体金试剂产品陆续获得欧盟 CE 及其他国际市场准入，在海外需求暴增的情况下，新冠胶体金试剂贡献主要业绩弹性。我们从公司 2020Q1 预收账款中高达 4.1 亿中可见一斑。中长期看，公司免疫荧光平台目前国内装机数第一，试剂种类业内最全。我们认为受益于国内心标检测的需求巨大且呈日益增长趋势和近年来危急重症中心的建设，且随着糖尿病、栓塞、激素、肿瘤、颅脑损伤等标志物的市场推广继续加强，我们认为荧光平台未来整体增速可维持在 30%以上。
- **化学发光、分子诊断和电化学平台成为新的业绩增长点。**1) 在化学发光领域，我们假设公司在国内市场份额达到 3%，则稳定收入规模将超过 5 亿元，未来几年具备连续翻倍增长的潜力，化学发光也将成为公司又一个主流平台。2) 在分子诊断领域，公司已成功进入传染病试剂卡和肿瘤 ctDNA 检测等多个领域。2020 年 3 月，公司与 BMS 达成合作，共同推动基于奔景系统的 MSI 检测作为转移性结直肠癌的伴随诊断在中国注册获批，我们预计 2021 年有望获批上市。分子诊断是 IVD 目前增速最快的细分领域之一，CAGR 接近 25%，我们看好该领域长期市场前景。3) 在电化学领域，2019 年公司向市场推广的血气和凝血产品，该领域目前国产占比不足 10%，由于五大危急重症中心的建设要求需要配备血气凝血产品，我们认为万孚等国产品牌加速进口替代迎来良机，国内凝血和血气检测市场或将重新洗牌，我们看好该平台未来几年实现年收入上亿。
- **盈利预测：**预计公司 2020-2022 年收入分别为 28.33 亿元、35.82 亿元、45.11 亿元；预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.62 亿元、7.10 亿元、9.26 亿元，对应 EPS 分别为 1.64 元、2.07 元、2.70 元，参考同行业可比公司估值水平，对应 2020 年估值 50 倍-60 倍 PE，对应合理价值区间为 82.00-98.40 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**产品注册进度不及预期；新产品推广不及预期。

目 录

1. POCT 行业：处于快速成长期的 IVD 细分板块	6
1.1 POCT：“即时、即地、便捷”，用于突发急救与个人健康管理等场景	6
1.2 POCT 行业：国内市场仍处快速成长期，进口替代潜力大	7
1.2.1 欧美占据全球 POCT 市场主导地位	7
1.2.2 国内 POCT 市场处在快速成长期	8
1.3 “分级诊疗”提升基层医疗机构 POCT 渗透率	9
1.4 “五大危急重症中心”建设为 POCT 市场扩容	10
1.5 新冠病毒等突发公共卫生事件提升 POCT 行业认可度	11
2. 万孚生物：技术平台和产品线最丰富的 POCT 行业龙头	12
2.1 李文美、王继华夫妇为公司实际控制人	12
2.2 POCT 全行业技术平台最多，产品线最广	14
2.3 国内外传统业务齐头并进	15
2.3.1 免疫荧光平台：心标快速增长、新品持续放量	16
2.3.2 胶体金平台：“抗疫产品新冠胶体金试剂”为 2020 年带来业绩弹性	17
2.4 新技术平台推出进一步拉动中长期业绩增长	18
2.4.1 化学发光平台未来几年收入具备连续翻倍增长的潜力	18
2.4.2 分子诊断平台伴随诊断产品有望 2021 年上市	19
2.4.3 电化学平台迎来进口替代机遇	20
3. 盈利预测	21
4. 风险提示	21
财务报表分析和预测	24

图目录

图 1	IVD 行业发展的主要趋势	6
图 2	全球 POCT 市场规模增长情况	7
图 3	2018 年全球 IVD 市场产品分布	8
图 4	2018 年全球 POCT 市场各区域份额分布	8
图 5	国内 POCT 市场规模增长情况	8
图 6	中国 POCT 市场份额分布	9
图 7	2018 年中国各级医疗机构就诊人数构成	9
图 8	2018 年中国各级医疗结构构成	9
图 9	分级诊疗模式下 POCT 在各级医疗机构的应用	10
图 10	二、三级医院危急重症 POCT 解决方案	11
图 11	一级医院或乡镇卫生院 POCT 危急重症解决方案	11
图 12	万孚生物主要股东持股	13
图 13	万孚生物 2014 年以来收入营收利润增长情况	13
图 14	公司 2014 年以来主要三项费用率及净利率变化情况	14
图 15	公司主营业务 2014 年以来毛利率变化情况	14
图 16	公司近 5 年 IVD 主要收入分项增长对比	16
图 17	心脑血管等慢病管理检测业务收入占比、毛利率变化情况	16
图 18	1990-2016 年中国城乡居民心血管病死亡率变化	17
图 19	万孚免疫荧光平台主要机型和检测项目	17
图 20	公司近两年胶体金平台主要产品收入	18
图 21	美国子公司收入增长率 2020 年预计恢复到 20%以上	18
图 22	中国 IVD 不同检测方法产品分布	19
图 23	中国化学发光市场份额分布	19
图 24	万孚生物布局 POCT 分子诊断领域	20
图 25	2017 年中国 POCT 血气市场主要企业份额	21

表目录

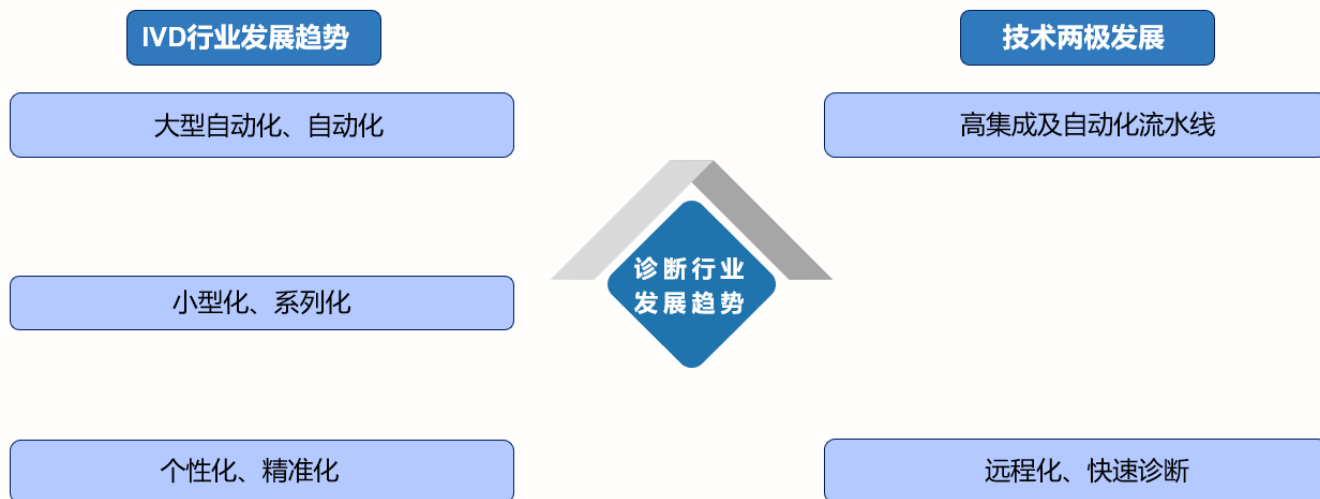
表 1 POCT 与传统实验室特点比较	6
表 2 POCT 目前主要应用场景举例	7
表 3 国家卫健委关于推进危急重症 5 大中心的重要文件	10
表 4 POCT 应用主要体现在三类产品	12
表 5 新冠病毒检测首批 POCT 试剂盒科技部应急通道推荐项目	12
表 6 国内 POCT 主要企业技术平台布局	15
表 7 国内主要 POCT 上市企业在营检测指标	15
表 8 国内主要 POCT 企业化学发光平台代表产品	19
表 9 公司化学发光平台销售收入测算	19
表 10 万孚分子诊断代表产品	20
表 11 收入及成本分项（万元）	22
表 12 自由现金流估值（万元）	23
表 13 可比公司估值	23

1. POCT 行业：处于快速成长期的 IVD 细分板块

1.1 POCT：“即时、即地、便捷”，用于突发急救与个人健康管理等场景

实验室集成自动化和 POCT 即时检测分别代表检验医学两种趋势。实验室集成自动化是检验医学的发展趋势之一，由于国内病人过度集中于大型三级医院，高速、高通量仪器是高端医院的刚需，因此研发此类仪器的能力也是未来进入大型医院的前提要求。随着分级诊疗政策的推广，为满足基层医院需求，未来中国诊断产品也将朝着小型化、个性化、信息化发展，POCT 即时快速检测等领域将获得进一步推动。

图1 IVD 行业发展的主要趋势



资料来源：中国医学装备蓝皮书(2018 版)，海通证券研究所

POCT 是 Point-of-Care Testing 的简称，可翻译为“现场即时检测”，属于体外诊断(IVD)的细分检测种类。POCT 包括三个要素：一是“即时”，即快速检测；二是“即地”，即在采样现场进行，将试剂盒和一些手携设备运送到病人身边，省去标本在实验室检验的复杂处理程序；三是操作者，POCT 的操作者可以是非专业检验师，甚至可以是检测对象本人。

表 1 POCT 与传统实验室特点比较

比较项目	临床实验室	POCT
周转时间	慢	快
标本处理	通常需要	不需要
血标本	血清，血浆	全血
校正	频繁而且烦琐	不频繁并且简单
试剂	需要配制	随时可用
消耗品	相对少	相对多
检测仪	复杂	简单
对操作者的要求	专业人员	非专业人员亦可
实验结果质量	高	接近实验室结果

资料来源：万孚生物招股书，海通证券研究所

POCT 应用范围日益广泛。和传统实验室检验不同，POCT 具有快速简便、现场分析等特点，能减少样品转送流程，缩短报告时间，得以顺应现代社会快节奏的工作方式并满足个性化的服务需求，应用领域已涵盖临床检验、重大疫情监测、个体健康管理、食品安全监控、现场执法检测、军事与灾难救援等。

表 2 POCT 目前主要应用场景举例

序号	应用领域	应用举例
1	医院检验科	肝炎检测、流感检测、CRP 检测等;
2	医院非检验科	CRP 检测、心梗心衰检测、血糖检测等;
3	基层医疗	尿液分析、干式生化检测、肝炎检测等;
4	个人家庭自检与健康管理	排卵、妊娠、血压、血糖的检测等; 甘油三酯和胆固醇等血脂项目的检测;
5	疫情控制	非典、甲流等重大疫情的检测与控制等;
6	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;
7	现场监督执法	公安禁毒检测、交警饮酒驾驶检测等;
8	食品安全监管	瘦肉精、三聚氰胺等的检测;

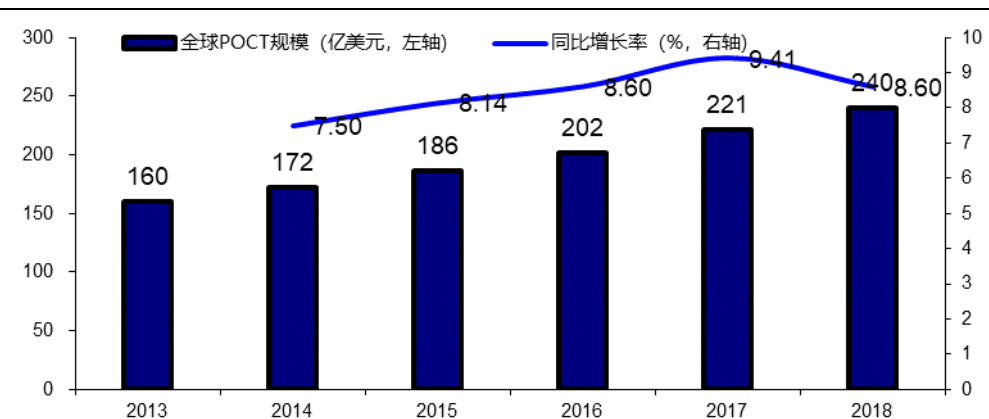
资料来源: 万孚生物招股书, 海通证券研究所

1.2 POCT 行业:国内市场仍处快速成长期, 进口替代潜力大

1.2.1 欧美占据全球 POCT 市场主导地位

POCT 是全球 IVD 最大细分领域。根据《中国医学装备发展状况与趋势》援引 Rncos, 2018 年 POCT 市场规模达到约 240 亿美元, 年复合增长率 CAGR 保持在 8% 左右; 同时 POCT 占据全球 IVD 市场接近 30% 的份额, 占比最高。

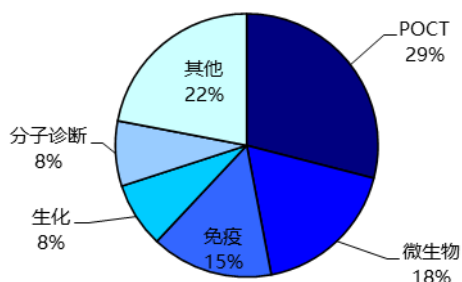
图2 全球 POCT 市场规模增长情况



资料来源: 《中国医学装备发展状况与趋势》赵自林等援引 Rncos, 海通证券研究所

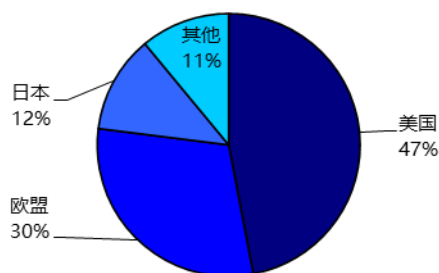
POCT 消费呈现区域性, 欧美市场仍占主导。POCT 区域市场格局方面, 美国地区市场规模占比 47%, 成为全球最大的 POCT 消费区域, 欧盟市场规模占比 30% 位列第二, 日本地区约占 12% 左右; 中国等其他区域市场占比仅 10% 左右, 因此我们认为中国区域存在巨大的发展空间。

图3 2018 年全球 IVD 市场产品分布



资料来源：出版书籍《IVD+大数据智慧诊断》徐建新等，海通证券研究所

图4 2018 年全球 POCT 市场各区域份额分布

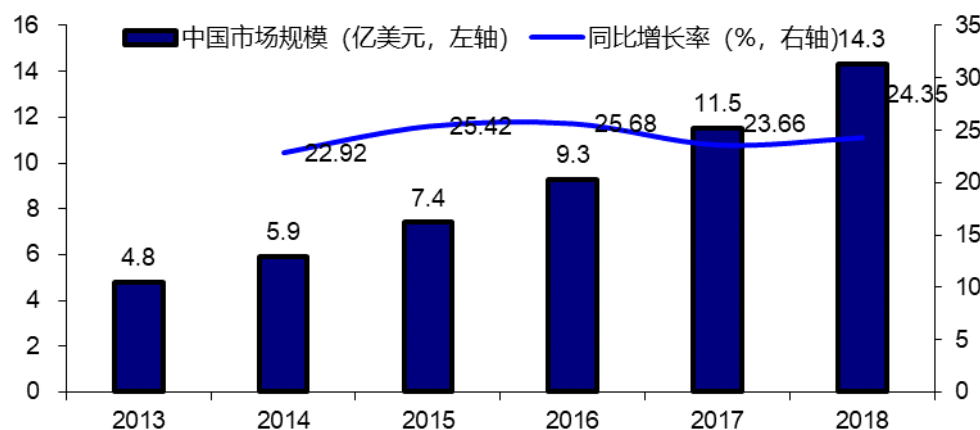


资料来源：《中国医学装备发展状况与趋势》赵自林等，海通证券研究所

1.2.2 国内 POCT 市场处在快速成长期

国内 POCT 市场年复合增长率近 25%。国内 POCT 市场处发展初期，整体市场规模小，医院等终端渗透率较低。根据《中国医学装备发展状况与趋势》，2017 年中国 POCT 市场规模约 11.5 亿美元，年增长率能维持在 20%~30%，远超全球 8%左右的水平。

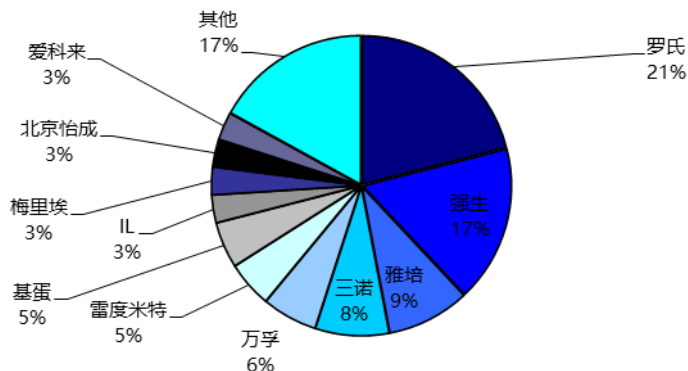
图5 国内 POCT 市场规模增长情况



资料来源：《中国医学装备发展状况与趋势》赵自林等，海通证券研究所

国内 POCT 行业外资企业占据主导地位。国产厂家集中度较低，且大部分为中小企业。2018 年罗氏、强生和雅培三家外资“巨头”占据国内 POCT 市场近一半份额。与之形成鲜明对比的是，以 POCT 产品为主的排名前三的国产厂家，万孚生物、基蛋生物和三诺生物等份额总和不足 20%。国际跨国公司在国内三级以上医院的高端市场中占据相对垄断地位，我们认为随着国产厂家研发、生产技术的不断提高，部分产品已经接近或达到国际先进水平，国产产品的市场份额正逐步扩大。

图6 中国 POCT 市场份额分布



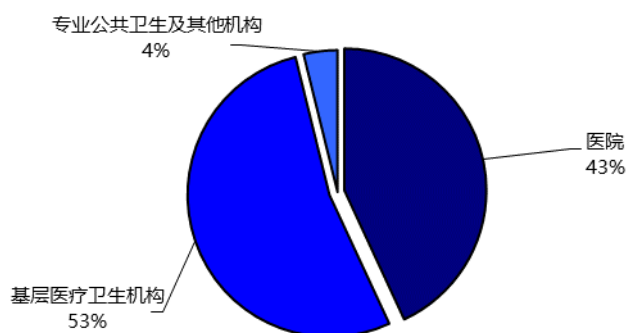
资料来源:《中国医学装备发展状况与趋势》赵自林等,海通证券研究所

外资垄断高端市场,国产厂家专注各自优势领域。国际 IVD 厂商依靠其产品质量、品牌知名度以及国内销售服务商的优质服务,在三级医院等国内高端市场占据主流市场地位,但产品价格普遍高于同类国产产品。我国 IVD 厂商在国内高端市场竞争力相对较弱,但在三级医院以下县域市场、部分体外诊断细分领域和产品成本价格上具有优势,在中低端市场具备一定竞争力,如在传染病、心标和血糖监测等热点领域,国产厂家都占有一席之地。

1.3 “分级诊疗”提升基层医疗机构 POCT 渗透率

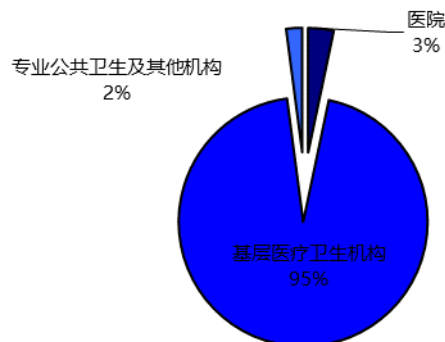
我国基层医疗城乡发展不平衡非常突出。2018 年我国基层医疗机构占比高达 95%,但诊疗人次占比仅为 53%;数量占比仅为 3%的医院,诊疗人数高达 43%。基层医疗机构的检查器材严重不足,床位供给能力、设备先进性不足,基层医疗各类人员中,药、技师占比偏低。集成化、信息化、小型化、便携化及操作简便的 POCT 检验设备,恰恰能够弥补这些方面的不足和缺失,大幅提高基层医疗机构的保健服务能力和医疗质量。

图7 2018 年中国各级医疗机构就诊人数构成



资料来源:2018 年我国卫生健康事业发展统计公报,海通证券研究所

图8 2018 年中国各级医疗结构构成

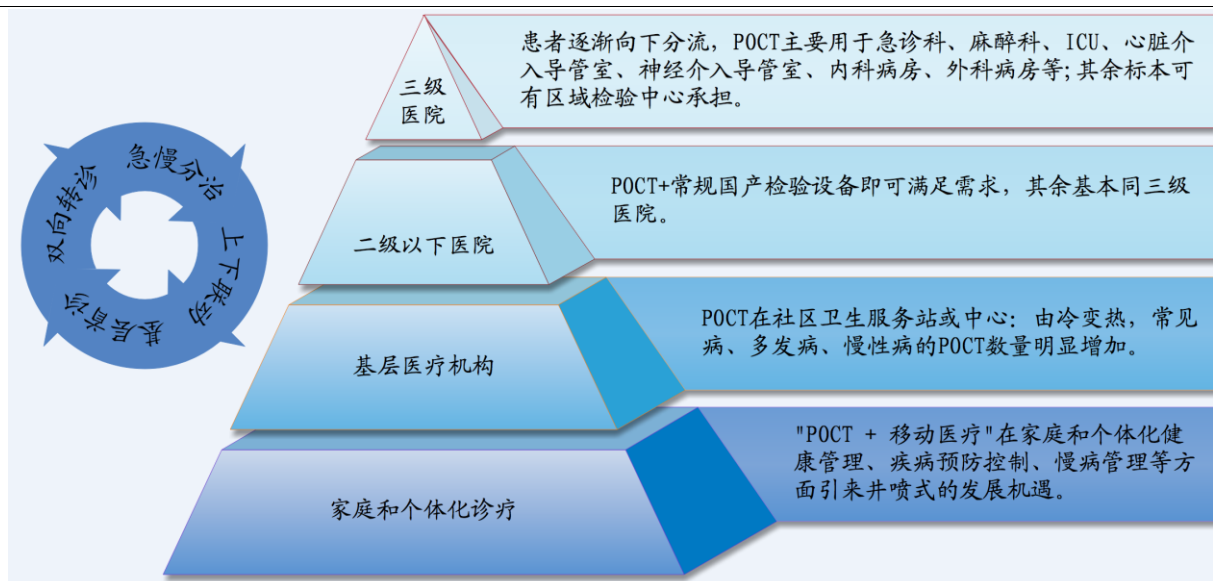


资料来源:2018 年我国卫生健康事业发展统计公报,海通证券研究所

分级诊疗和医疗资源下沉普惠基层,POCT 用范围进一步拓宽。2015 年 9 月,国务院办公厅发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》指出,到 2020 年,基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式将逐步形成。POCT 设备本身小巧便携、不受环境和专业技术人员限制,可以现场检测现场出结果,非常适宜家庭签约医生使用,为家庭病床和上门服务提供了技术支撑,同时也为基层急性心肌梗死早期发现

和农村滥用抗生素等问题提供多元化产品组合及整体化解决方案。

图9 分级诊疗模式下 POCT 在各级医疗机构的应用



资料来源：《POCT 市场现状与发展趋势报告》李文美等，搜狐网，海通证券研究所

1.4 “五大危急重症中心”建设为 POCT 市场扩容

2017 年 11 月至 2018 年 7 月，围绕急危重症开展的五大中心（胸痛中心、卒中中心、创伤中心、危重孕产妇救治中心、危重儿童及新生儿救治中心）相关政策文件全部发布。根据万孚生物 2019 年半年报信息，五大中心建设工作开展顺利，截至 2019 年上半年，胸痛中心、卒中中心、创伤中心已开始规范化运行。

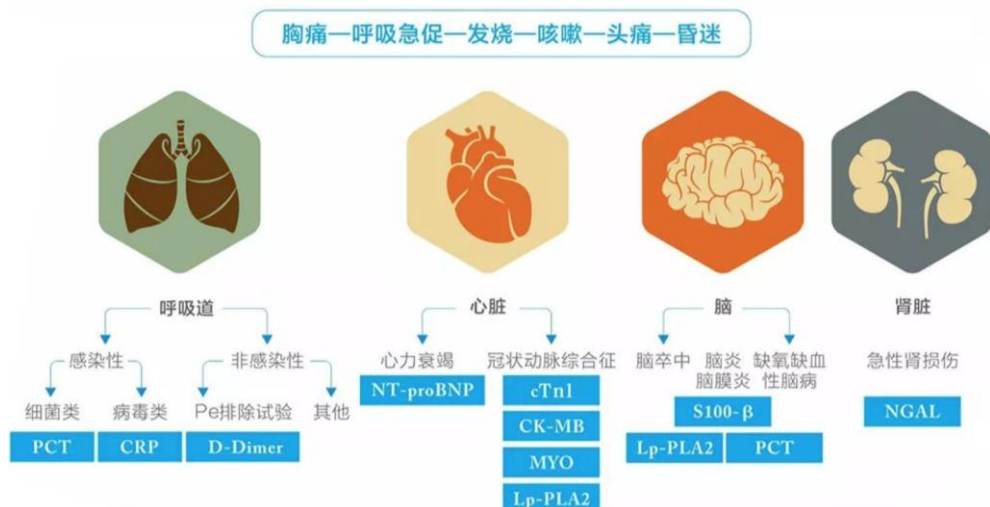
表 3 国家卫健委关于推进危急重症 5 大中心的重要文件

时间节点	出台文件	主要导向
2017 年 11 月	《胸痛中心建设与管理指导原则(试行)》	二级以上医院都要新建建立一个胸痛中心
2018 年 1 月	《关于印发进一步改善医疗服务行动计划(2018-2020 年)的通知》	明确在地级市和县区域内，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
2018 年 3 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》	二级以上综合医院都需要建设危重孕产妇救治中心、危重新生儿救治中心
2018 年 5 月	《关于进一步加强脑卒中诊疗管理相关工作的通知》	地方各级卫生计生行政部门要积极推进基地医院建设和卒中中心建设，推进急诊急救体系建设，强化脑卒中诊疗相关院前急救设备设施配备
2018 年 7 月	《创伤中心建设与管理指导原则(试行)》	二级及以上综合医院要设置创伤中心

资料来源：中国胸痛中心总部官方公众号，海通证券研究所

危急重症五大医学中心建设为 POCT 行业发展带来了市场增量。我们认为免疫荧光、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。

图10 二、三级医院危急重症 POCT 解决方案



资料来源：明德生物官网，海通证券研究所

图11 一级医院或乡镇卫生院 POCT 危急重症解决方案

疾 病	适用项目	临床应用
感染类疾病的诊断	PCT、CRP、PCT-CRP	细菌感染与病毒感染的鉴别、抗生素的合理使用
心脑血管疾病的诊断与预防	NT-proBNP	急性呼吸困难的鉴别诊断、慢性心力衰竭的诊断
	心梗三项、D-Dimer	心肌梗死的诊断与排除、深静脉血栓和肺栓塞的排除
慢性病管理	HbA1c、INS、C肽	控糖方案的评估、糖尿病分型
	CysC、MAU	早期肾损伤的发现与监测、肾功能的监测
	BGP	骨质疏松的早期诊断与治疗效果评估
肿瘤预警和筛查	PG I、PG II	胃癌的早期筛查、复发的监测
	AFP、Fer	原发性肝癌或其他肝病的诊断
	PSA	贫血原因的鉴别诊断、前列腺疾病的筛查
心电诊断	移动心电	诊断心电异常、心电远程医疗

资料来源：明德生物官网，海通证券研究所

基于二、三级医院和一级医院或乡镇卫生院的 POCT 危急重症解决方案的众多相通之处，我们认为基层医疗机构对 POCT 产品的逐渐接纳、普及将加速同类产品向更高级医院渗透，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。

1.5 新冠病毒等突发公共卫生事件提升 POCT 行业认可度

在突发公共卫生事件的应急领域，POCT 已成为先遣急救者首选。非典期间，国产流感 POCT 试剂盒没有研制成功，进口核酸检测与进口抗甲流药物（达菲）的诊疗组合超过 2000 元；相比之下，2009 年甲型 H1N1 防控，我国政府快速反应，集全国之力组织研发，并评比出以万孚生物、万泰生物等优质代表产品。随后乙型流感、H7N9 禽流感等疫情时期，POCT 就都展现了其应用潜力，帮助快速应对大规模疫情爆发。

表 4 POCT 应用主要体现在三类产品

产品类型	检测对象	主要平台	作用效果
基于免疫学的检测试剂	早期轻症和无症状患者的大规模筛查	胶体金	提高疾病检出率
基于核酸的诊断产品	用于病毒病原体鉴定	分子诊断	为患者确诊提供现场快速检测手段
小型化便携式诊断产品	用于酶、蛋白、电解质等指标监控及抗体检测	干式生化、免疫荧光、干式血气、化学发光	为院内确诊病例的治疗与监测提供方案

资料来源：湖南省检验检测产业创新联盟秘书处官方公众号，海通证券研究所

20 年新冠疫情提升 POCT 行业关注度。POCT 检测无需配套检测仪器，15 分钟内出结果，适合疾控中心、二级医院、社区等多种场景，尤其适合院前和院内大面积初筛，可大幅提高基层的筛查能力。国家科技部于 2 月 8 日发布《新型冠状病毒现场快速检测产品研发应急项目申报指南》，面向社会征集新冠病毒 POCT 产品，突破现有检测技术对人员/场所的限制，缩短检测用时，提升便捷程度。2 月 19 日，国务院应对新冠肺炎疫情联防联控机制办公室推荐，POCT 相关 9 项目进入应急审批通道。其中万孚生物独占 2 个，其抗体检测试剂盒（胶体金法）操作简单，15 分钟即可肉眼判读结果。2 月 23 日，万孚生物发布公告称，公司战“疫”新品新型冠状病毒抗体检测试剂盒（胶体金法），通过国家药监局应急审批，正式获得医疗器械注册证，成为首批正式获准上市的新冠病毒抗体现场快速检测试剂。

表 5 新冠病毒检测首批 POCT 试剂盒科技部应急通道推荐项目

申报单位	项目简介	
优思达生物科技	核酸现场快速检测设备及实际研发	核酸现场快速检测
仁度生物	全自动、高通量现场快速核酸检测	
万孚生物	适用于现场的抗原快速检测	抗原快速检测
华科泰生物	抗原检测系统研发	
金沃夫生物	抗原检测试剂盒	
万孚生物	基于荧光微球/胶体金法的快速检测试剂	
和信健康科技	新型冠状病毒现场快速诊断试剂	抗体快速检测
万泰生物	新型冠状病毒现场快速诊断试剂盒	
英诺特生物	IgM/IgG 胶体金联合检测试剂盒	

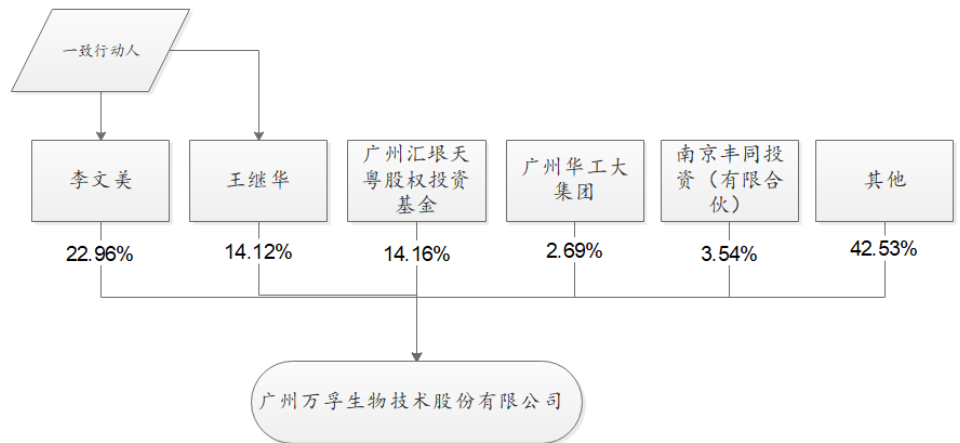
资料来源：天眼查援引商业新知，海通证券研究所

2. 万孚生物：技术平台和产品线最丰富的 POCT 行业龙头

2.1 李文美、王继华夫妇为公司实际控制人

万孚生物属于医疗器械业下的 IVD 行业，是国内 POCT 龙头企业，专业从事 POCT 试剂及配套仪器的研发、制造、营销及服务。经过近三十年的发展，公司已成为国内 POCT 行业技术平台布局最多、产品线最为丰富的企业。公司产品销往 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。

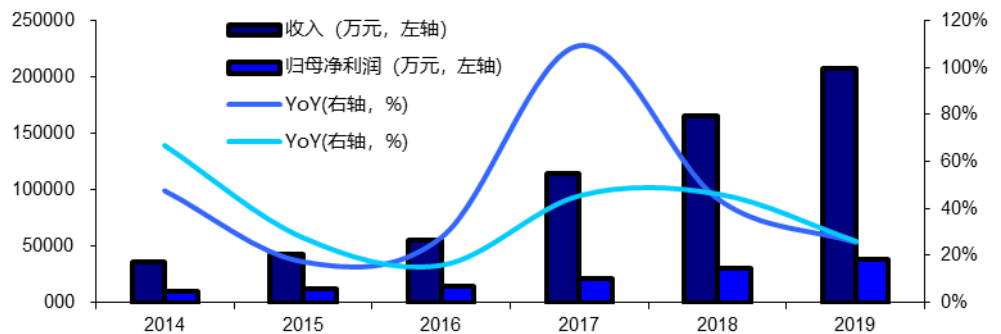
图12 万孚生物主要股东持股



资料来源: wind (截止 2020 年 4 月 28 日或截止 2020 年一季报), 海通证券研究所

李文美、王继华夫妇二人一致行动人, 截至 2020 年 4 月 28 日, 二人共持股占比 37.08%, 为公司的控股股东与实际控制人。其中王继华目前担任公司董事长, 李文美目前担任公司董事和总经理。公司多位董事高管具有生物化学和工程学等其他科学技术背景, 我们认为这为公司持续研发创新, 不断丰富产品管线提供重要支撑。(备注: 李文美、王继华持股情况来自 wind 截至 2020 年 4 月 28 日, 其余股东持股基于 2020 年一季报数据)。

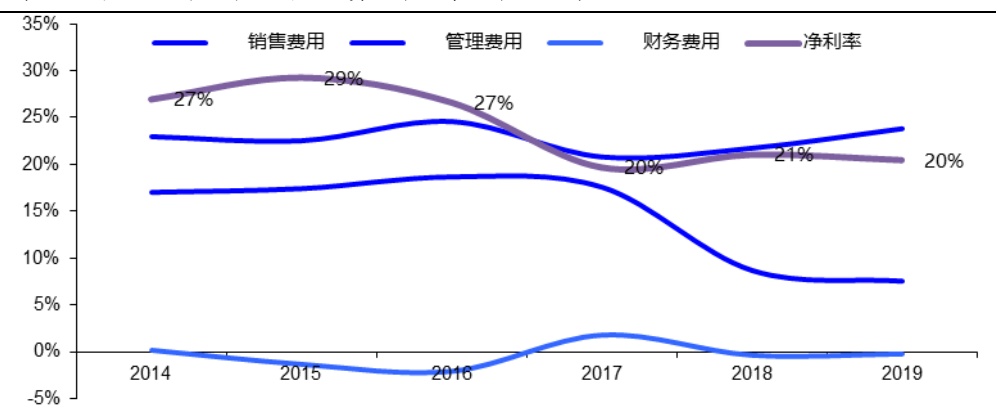
图13 万孚生物 2014 年以来收入营收利润增长情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

我们预计公司未来 3 年营业收入继续维持 30% 以上增速。2017-2019 年公司收入和归母净利润年复合增速分别达到 55.86% 和 38.77%。2019 年公司营业收入 20.72 亿元, 同比增长 25.59%; 归属于上市公司股东的净利润 3.87 亿元, 同比增长 25.90%。若剔除商誉减值的影响, 公司归属于上市公司股东的净利润为 4.25 亿元, 归母扣非净利润同比增长 38.28%。净利润增速明显高于营收增速, 我们认为公司规模效应初显, 未来盈利能力预计将进一步改善。

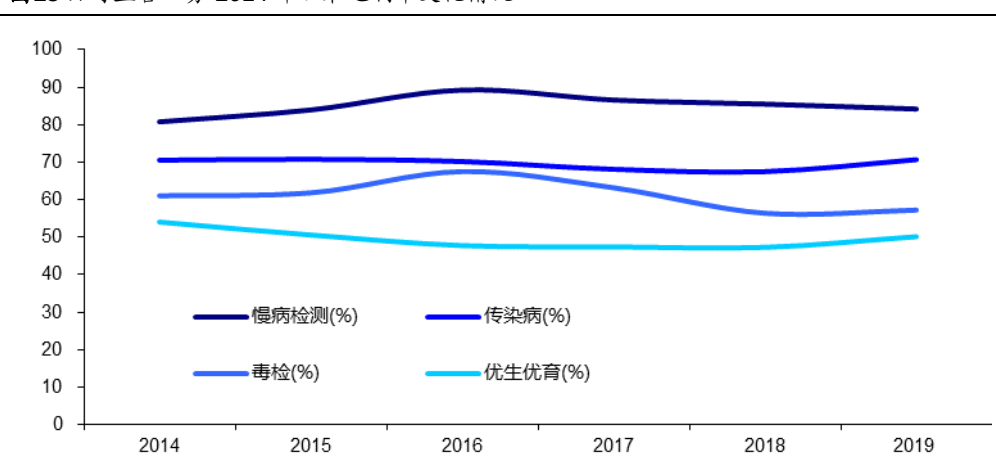
图14 公司 2014 年以来主要三项费用率及净利率变化情况



资料来源：wind，海通证券研究所

三项费用控制合理，净利率有望提升。2014 年以来，公司各项业务毛利率保持稳定：其中慢病管理检测和传染病及炎症因子检测业务毛利率分别维持在 85%和 70%左右。三项主要费用控制合理，管理费用率呈现明显下降趋势。2017 年以来为应对“两票制”可能带来的影响，公司和经销商成立多家子公司加强渠道管理，可能一定程度上影响了母公司盈利能力。2019 年以来，母公司对多家销售渠道子公司进行剥离，我们认为 2020 年随着渠道公司完成剥离后，公司利润率将恢复到 2017 年之前的水平。

图15 公司主营业务 2014 年以来毛利率变化情况



资料来源：wind，海通证券研究所

2.2 POCT 全行业技术平台最多，产品线最广

国内 POCT 企业中技术平台布局最多、产品线最为丰富。公司现有免疫胶体金、免疫荧光等八大技术平台，并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；相比之下，其他主要 POCT 企业如基蛋、明德和热景生物比较注重自身优势平台和检测项目的发展。

表 6 国内 POCT 主要企业技术平台布局

万孚生物	基蛋生物	明德生物	热景生物	东方生物
胶体金	胶体金	胶体金	胶体金	胶体金
化学发光	化学发光	化学发光	化学发光	
免疫荧光	免疫荧光	多重抗体标记	上转发光	免疫荧光
生物原材料	试剂原材料	全血滤过	糖捕获	
电化学				
分子诊断			分子诊断(基因重组)	分子诊断
干式生化	生化胶乳			干式生化
仪器技术				

资料来源：万孚生物 2019 年年报和半年报、热景生物和东方生物招股说明书，基蛋生物和明德生物 2019 年半年报、海通证券研究所

万孚生物覆盖全部常见疾病检测项目，营业收入同行业领先。丰富的产品及技术平台线一方面能帮助公司取得更多的市场份额来分散经营风险，另一方面能更有效、更迅速的切入新的细分业务，为公司抓取持续的增长机会。我们认为基于 POCT 检测项目多而分散的特点，加上近年来 DRGS 按病种付费模式逐渐开始普及推广，多样化的检测指标将使企业盈利能力更加稳定，POCT 行业也将逐渐呈现强者恒强的态势。

表 7 国内主要 POCT 上市企业在营检测指标

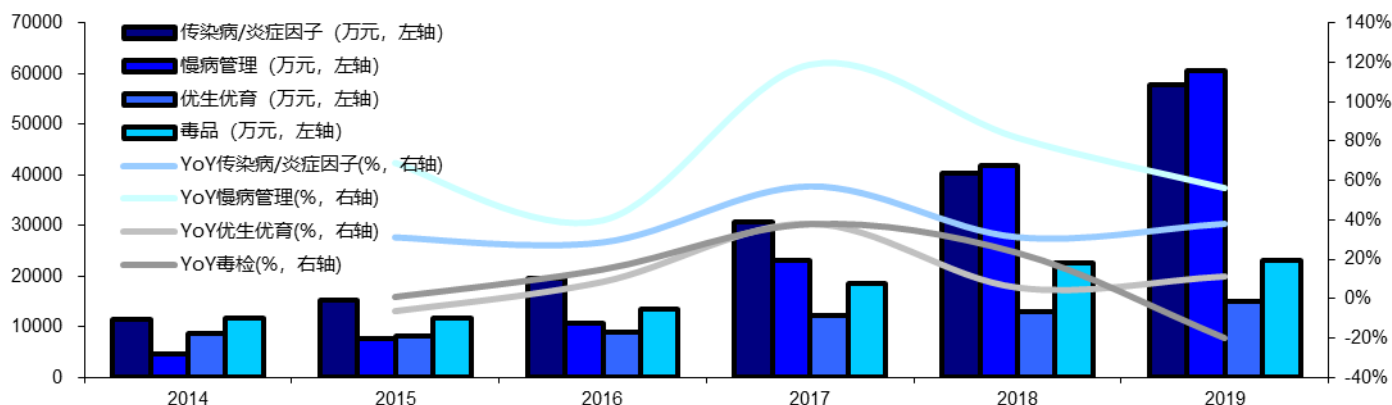
公司名称	万孚生物	基蛋生物	明德生物	热景生物
心脑血管类	√	√	√	√
糖代谢类	√	√	√	√
传染病类	√	√		√
炎症因子类	√	√	√	√
血气分析类	√		√	
凝血类	√			
妊娠	√	√	√	√
药物滥用	√			√
肿瘤标志物类	√	√		√
肝肾病类	√	√	√	√
甲状腺功能类	√	√	√	√
2019 年营业收入 (亿元)	20.72	9.68	1.81	2.10

资料来源：各公司官网，wind，海通证券研究所

2.3 国内外传统业务齐头并进

公司传统主力业务按疾病检测指标分为四个类型：慢病管理、炎症因子及传染病、毒品（药物滥用）和优生优育。其中慢病管理和炎症因子检测项目主要基于免疫荧光平台，传染病、毒品以及优生优育检测项目主要基于胶体金平台。由于高毛利率，近 5 年慢病管理、炎症因子及传染病检测维持高速增长，业务占比逐渐提升。

图16 公司近 5 年 IVD 主要收入分项增长对比

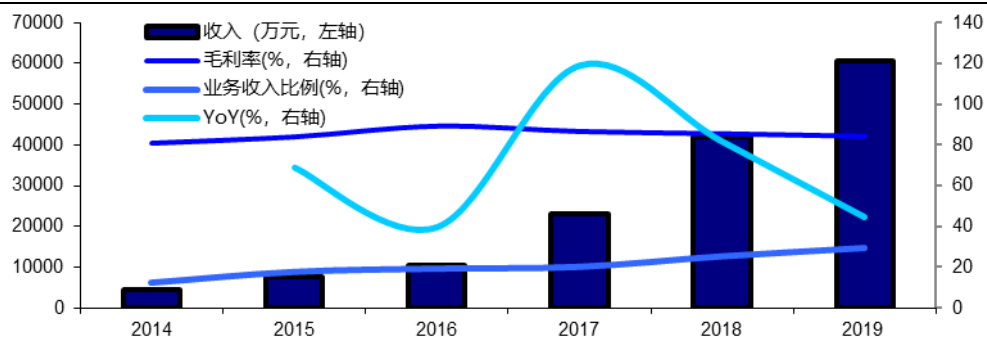


资料来源: wind, 海通证券研究所

2.3.1 免疫荧光平台：心标快速增长、新品持续放量

心脑血管标志物检测仍处在高速增长阶段。心脑血管等慢病管理检测业务在所有检测类型中毛利率最高，业务占比逐年提升。2018、2019 年慢病管理整体收入分别为 4.20 亿元、6.06 亿元，近三年复合增长率高达 79.04%，其中心标检测的高速增长是主要业绩驱动因素。2018 年心标类别收入达到 3.01 亿元，占心标系列产品收入比例超过 70%，同比 2017 年增长 64%。

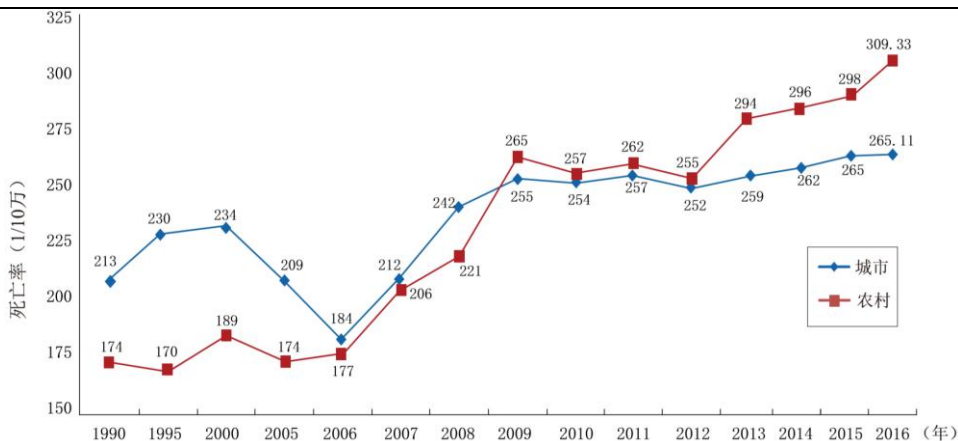
图17 心脑血管等慢病管理检测业务收入占比、毛利率变化情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

国内心标 POCT 检测需求大，具备较长期高速增长的基础。根据《中国心血管病报告 2018》估算预测，中国心血管病(CVD)2018 年患病总人数达 2.9 亿，且患病率仍处于持续上升阶段。2006-2016 年十年间，中国城乡居民心血管病死亡率快速上升，农村、城市居民死亡率分别上升至每年每十万人 309 人和 265 人，居所有死亡构成类型首位。通过 POCT 快速获得确切的诊断信息成为实施有效治疗 CVD 特别是急性 CVD 的前提。我们认为受益于国内“胸痛中心”和“卒中中心”的建设、心内科等临床科室对床旁检测需求的快速上升，心标检测项目未来 3 年有望继续保持 40%以上复合增长率。

图18 1990-2016 年中国城乡居民心血管病死亡率变化



资料来源:《中国心血管病报告 2018》,海通证券研究所

公司注重平台产品结构改善。公司荧光平台国内装机数和检测试剂种类在业内处于领先地位。平台采用免疫荧光双抗夹心法定量检测人体血液中相关标志物的浓度,围绕心标、炎症因子、性激素、甲功和代谢等疾病相继推出了 30 余项试剂和仪器产品。

图19 万孚免疫荧光平台主要机型和检测项目



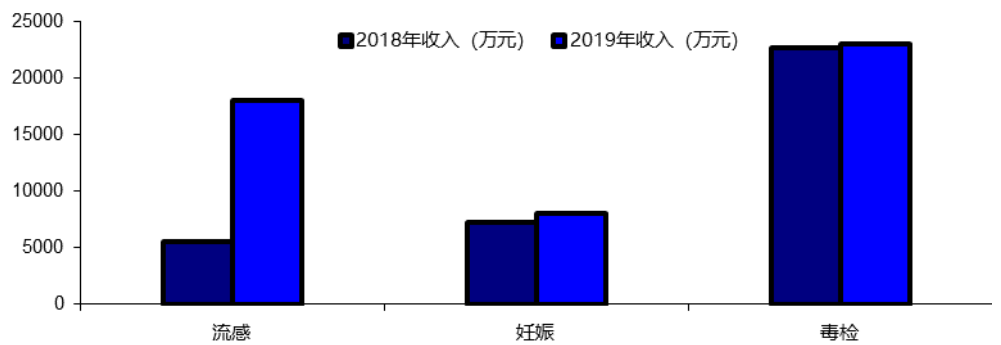
资料来源:公司官网,海通证券研究所

炎症因子和优生优育新检测项目将成为平台新的增长点。2018 年炎症因子检测收入 1.84 亿元;2019 年上半年,公司在原有的 C-反应蛋白 (CRP) 和降钙素原 (PCT) 基础上导入血清淀粉样蛋白 (SAA) 和白介素-6 (IL-6),使得公司在炎症标志物项目覆盖度上国内领先。我们认为炎症因子将在新品的带动下实现新一轮增长。此外,公司近年推出针对临床院线的人绒毛膜促性腺激素 β (β -HCG)、促卵泡素 (FSH)、黄体生成素 (LH) 等优生优育检测项目,在国内国外同步推广,收入规模增长明显。

2.3.2 胶体金平台:“抗疫产品新冠胶体金试剂”为 2020 年带来业绩弹性

流感胶体金检测试剂保持快速增长。万孚拥有全国唯一流感检测全系列产品,系列快筛产品在 2017 年已跃居国内销量第一。2019 年流感疫情强度上升使得全年系列产品呈现爆发式增长:收入突破 1.8 亿元,2020 年 1 月流感产品销售收入继续同比增长 160%。我们认为主要原因在于:在新冠肺炎疫情影响发展初期检测方法不全时,流感检测在早期筛查鉴别方面有重要作用。流感是人类呼吸道感染中常见且流行范围最广的疾病之一。流感不仅对易感和高危人群造成严重威胁,同时也对公共卫生造成重要影响。流感病毒感染的快速、准确诊断对于及时给予特异的抗病毒治疗、有效控制疫情、降低季节性流行和大流行期间与流感病毒感染有关的发病率和病死率至关重要。我们预计该系列产品未来三年将继续保持 30% 左右增长势头。

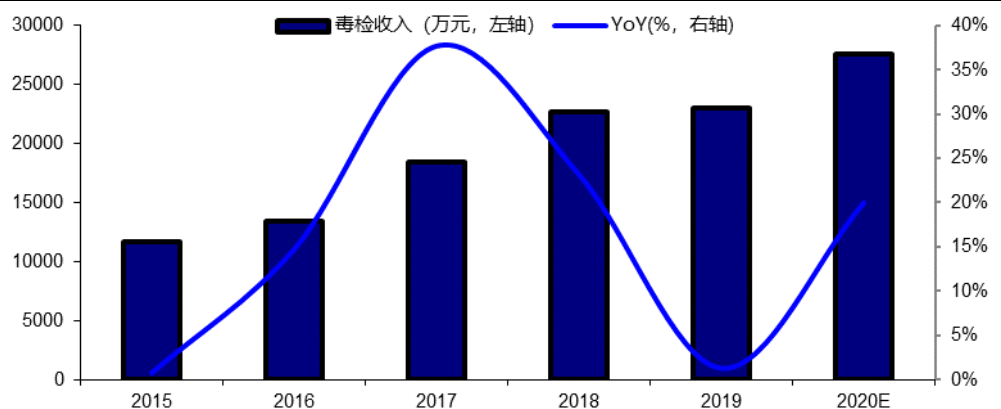
图20 公司近两年胶体金平台主要产品收入



资料来源: wind, 万孚生物调研活动信息公告 20200212; 海通证券研究所

“抗疫产品新冠胶体金试剂”为 2020 年带来业绩弹性。2月23日,万孚生物发布公告称,公司战“疫”新品新型冠状病毒抗体检测试剂盒(胶体金法),通过国家药监局应急审批,成为首批正式获准上市的新冠病毒抗体现场快速检测试剂。3月5日,公司三个新冠抗体检测试剂获欧盟 CE 准入,成为全球拥有最多新冠抗体检测试剂获批上市的企业之一,公司完全符合 3月31日商务部、海关总署及国家药品监督管理局共同发布关于有序开展医疗物资出口的公告中对出口企业及相关产品的规定。我们认为获批相关胶体金产品将继续在疾病诊断方面发挥积极作用,我们观察到 2020 年 Q1 公司预收账款高达 4.13 亿,创下历史新高,预计和海外需求暴增有关。我们预计 2020 年胶体金平台将贡献较大业绩弹性。

图21 美国子公司收入增长率 2020 年预计恢复到 20%以上



资料来源: wind, 海通证券研究所测算

美国毒检业务恢复, 预计未来有望实现 30%左右的增速。2019 年上半年美国子公司收入较上年同期下滑了 20.89%。主要原因是该地区主业务毒检行业整体增速较慢, 对产品升级及业务模式创新的要求越来越高。从二季度开始, 公司对美国毒检业务在组织化建设方面、销售策略方面和业务形态方面进行调整。从业务端上来看, 2019 年公司毒检业务收入 2.30 亿元, 较 2018 年同期增长 1.29%, 逆转了上半年同期下滑的趋势, 实现稳健增长。我们预计正常情况下, 未来毒检业务有望实现 20%以上的增速。

2.4 新技术平台推出进一步拉动中长期业绩增长

2.4.1 化学发光平台未来几年收入具备连续翻倍增长的潜力

公司化学发光平台试剂菜单齐全, 产品文号数国内领先。万孚自主研发的 FC-302 是目前国内体积最小的全自动化学发光免疫分析仪, 截至 2019 年底, 44 个化学发光试剂项目取得了注册证, 初步形成覆盖心标、炎症标志物、肾功能标志物、肿瘤标志物、性激素、血栓标志物等多领域的检测项目清单, 在研产品和在注册产品也进入了批量导

入阶段。

表 8 国内主要 POCT 企业化学发光平台代表产品

	主要产品机型	是否 POCT 化	仪器/平台特点
万孚生物	FC-302	是	“小、快、准、全”，国内首创最小型的全自动化学发光仪
明德生物	CF10	是	可对受试者的全血、血清、血浆标本进行分析
基蛋生物	MAGICL6800	否	广泛用于医院众多临床甲状腺，传染病，性激素，心血管，糖代谢，肿瘤标志物等
热景生物	MQ60	是	仪器小型化，性能稳定、操作简单、全血检测、单人份包装

资料来源：各公司官网，海通证券研究所

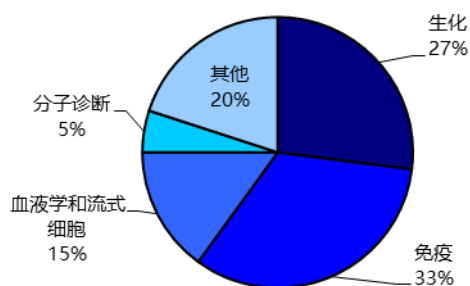
表 9 公司化学发光平台销售收入测算

国内 IVD 行业市场规模预计 (2020 年预计数据)	800 亿元		
免疫检测占 IVD 行业的比重	33%		
化学发光占免疫检测的比重	70%		
公司生物化学发光国内市场稳定市占率	1%	2%	3%
公司化学发光检测平台稳定销售额	1.85 亿元	3.70 亿元	5.54 亿元

资料来源：万孚生物公告《公开发行 A 股可转换公司债券方案的论证分析报告》，海通证券研究所测算

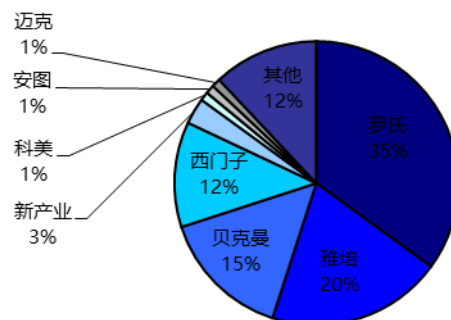
公司化学发光平台具备连续收入翻倍的潜力，成为数亿元级别的重磅平台。根据万孚生物公告《公开发行 A 股可转换公司债券方案的论证分析报告》援引《中国体外诊断行业年度报告 2018 版》，国内化学发光发展迅速，2018 年在免疫诊断市场占比超过 70%。我们认为万孚等国产化学发光厂商与外资产品的在灵敏度、特异性、项目覆盖度等方面的技术差距在逐步缩小。我们认为未来几年化学发光的整体国产占有率有望达到 30% 以上，公司正迎来历史性的发展机遇。我们假设公司在国内化学发光领域市占率达到 3%，则未来稳定收入规模将超过 5 亿元。随着未来几年公司将化学发光将作为重点建设平台，我们认为该平台也将进入快速增长期。

图 22 中国 IVD 不同检测方法产品分布



资料来源：《IVD+大数据智慧诊断》徐建新等，海通证券研究

图 23 中国化学发光市场份额分布

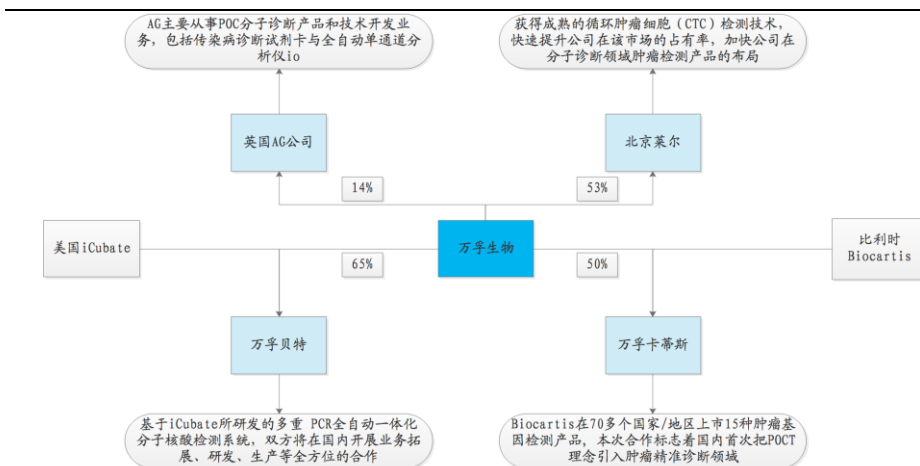


资料来源：《IVD+大数据智慧诊断》徐建新等，海通证券研究

2.4.2 分子诊断平台伴随诊断产品有望 2021 年上市

公司率先布局市场前景良好的分子诊断领域。公司从 2016 年就开始布局分子诊断领域，是同行业最早的企业之一。通过参股英国 AG 和北京莱尔，万孚分别进入了传染病分子诊断试剂卡和肿瘤循环细胞检测领域；通过和美国 iCubate、比利时 Biocartis 设立合资公司，万孚在等肿瘤精准诊断领域不断完善产品管线。根据万孚生物公告《公开发行 A 股可转换公司债券方案的论证分析报告》援引《中国体外诊断行业年度报告 2018 版》，预计 2020 年国内分子诊断市场规模将超过 120 亿，当前年复合增速维持在 20-25%，市场前景良好。

图24 万孚生物布局 POCT 分子诊断领域



资料来源：对外投资北京莱尔的公告，投资美国 iCubate 及设立合资公司的公告，与比利时 Biocartis 共同成立合资公司的公告，Wind，万孚生物 2019 年年报，海通证券研究所

万孚倍特和卡蒂斯业务进展迅速，新品上市可期。万孚倍特在 2019 年将 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。2020 年 3 月，公司的战略合作伙伴 Biocartis（卡蒂斯）与 BMS 达成战略合作，共同推动 Idylla™（弈景）MSI 检测作为转移性结直肠癌(mCRC)的伴随诊断（CDx）在中国注册，而万孚卡蒂斯作为 Biocartis 与万孚生物的合资公司，在 Idylla™（弈景）MSI 获得监管机构的批准后，将负责在中国的商业运营，我们预计该产品 2021 年有望获批上市。

表 10 万孚分子诊断代表产品

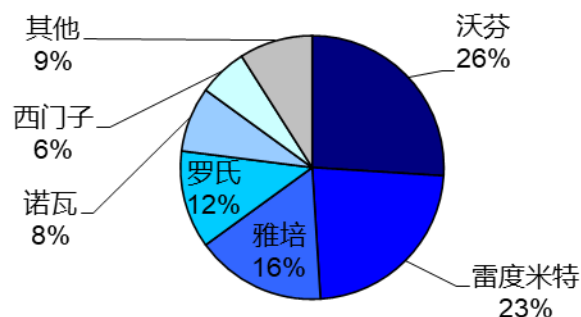
分子诊断 POCT 解决方案	主要产品机型	产品类型
Easegen(弈景)	国内首家全自动(从样本裂解到数据分析)一体化分子检测平台，可拼接组装模块	仪器系统
BoxArray(博科斯瑞)	全封闭、全自动、多重靶标定制化 Panel 服务	仪器系统
结直肠癌检测试剂盒	国内首个应用于结直肠癌液体活检的试剂盒，覆盖 6 基因 109 种突变	检测试剂
新型冠状病毒核酸检测试剂盒	多重实时荧光 PCR 平台	检测试剂

资料来源：公司官网，海通证券研究所

2.4.3 电化学平台迎来进口替代机遇

万孚电化学平台血气凝血检测领域迎来进口替代机遇。2017 年血气电解质类 POCT 产品中国市场规模约 10 亿元，行业增速在约 25%；同时 2019 年中国凝血市场容量约 27 亿元，两个检测领域头部外企合计市场份额都超过 90%。2017 年公司完成血气类、凝血类一期产品投产，2018 年构建电化学事业部营销运营，2019 年向市场推广电化学平台的血气、凝血产品。

图25 2017 年中国 POCT 血气市场主要企业份额



资料来源：立鼎产业研究中心，海通证券研究所

血气、血凝产品国产占比较低，而五大危急重症中心的建设要求需要配备血气血凝的产品，我们认为国产品牌加速进口替代迎来良机，国内凝血和血气检测市场或将重新洗牌，我们看好公司电化学平台产品未来几年实现快速放量。

3. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 28.33 亿元、35.82 亿元、45.11 亿元，分别同比增长 36.71%、26.44%、25.94%；1) 其中体外诊断主要产品 2020-2022 年收入分别为 23.25 亿元、29.97 亿元、38.68 亿元，分别同比增长 48.64%、28.94%、29.05%；2) 贸易和其他服务类 2020-2022 年保持 10%左右复合增速。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.62 亿元、7.10 亿元、9.26 亿元，对应 EPS 分别为 1.64 元、2.07 元、2.70 元，参考同行业可比公司估值水平，对应 2020 年估值 50 倍-60 倍 PE，对应合理价值区间为 82.00-98.40 元，给予“优于大市”评级。

4. 风险提示

行业竞争加剧，产品研发不及预期，产品推广不及预期等风险。

表 11 收入及成本分项 (万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
一、体外诊断主要产品				
营收 (万元)	156404	232472	299744	386828
同比增速	32.71%	48.64%	28.94%	29.05%
毛利率	71.94%	72.78%	72.37%	72.55%
营业成本 (万元)	43885	63273	82826	106180
1. 慢性疾病检测				
营收 (万元)	60593	72712	94526	122883
同比增速	44.43%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	84.15%	87.00%	87.00%	87.00%
营业成本 (万元)	9604	9453	12288	15975
2. 传染病检测				
营收 (万元)	57854	115708	150420	195546
同比增速	43.57%	100.00%	30.00%	30.00%
毛利率	70.59%	71.00%	70.00%	70.00%
营业成本 (万元)	17015	33555	45126	58664
3. 毒品(滥用药物)检测				
营收 (万元)	22993	27591	35869	46629
同比增速	1.29%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	57.37%	58.00%	57.00%	57.00%
营业成本 (万元)	9802	11588	15424	20051
4. 妊娠及优生优育检测				
营收 (万元)	14964	16461	18930	21769
同比增速	15.98%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	50.12%	47.29%	47.24%	47.21%
营业成本 (万元)	7464	8677	9988	11491
二、贸易类				
营收 (万元)	45667	45667	52518	57769
同比增速	3.63%	0.00%	15.00%	10.00%
毛利率	42.05%	42.00%	42.00%	42.00%
营业成本 (万元)	26464	26487	30460	33506
三、其他服务类				
营收 (万元)	5160	5160	5934	6528
同比增速	67.05%	0.00%	15.00%	10.00%
毛利率	66.05%	65.05%	65.00%	65.00%
营业成本 (万元)	1752	1803	2077	2285
合计				
营收 (万元)	207232	283300	358196	451125
同比增速	25.59%	36.71%	26.44%	25.94%
毛利率	65.21%	67.68%	67.79%	68.53%
营业成本 (万元)	72101	91564	115363	141971

资料来源: 万孚生物 2018、2019 年年报, 海通证券研究所

表 12 自由现金流估值 (万元)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Terminal year
营收增速	36.7%	26.4%	25.94%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	3.00%
营业收入	283300	358196	451125	563907	704883	881104	1101380	1376725	1720906	2151133	2215667
经营利润率	23.52%	24.48%	25.59%	25.59%	25.59%	25.59%	25.59%	25.59%	25.59%	25.59%	25.59%
EBIT	66632	87677	115425	144281	180352	225440	281800	352250	440312	550390	566902
有效税率	15.11%	15.11%	15.11%	15.11%	15.11%	15.11%	15.11%	15.11%	15.11%	15.11%	15.11%
税后 EBIT	56564	74429	97985	122482	153102	191377	239222	299027	373784	467230	481247
- 再投资额	45795	45090	55946	67898	84872	106090	132612	165765	207207	259008	72187
公司自由现金流	10770	29339	42039	54584	68230	85288	106609	133262	166577	208222	409060
营业净亏损 (NOL)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本成本	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%	11.07%	10.17%	9.26%	8.35%	7.44%	7.44%
折现因子	0.8930	0.7974	0.7121	0.6359	0.5679	0.5112	0.4641	0.4247	0.3920	0.3649	
PV (FCFF)	9617.17	23396.21	29936.26	34709.97	38744.62	43602.04	49473.15	56601.66	65300.38	75973.08	
期末现金流	409059.91										
期末值	9213060.98										
营运资产价值	3790235.67										
- 负债	483.45										
- 少数股东权益	237.22										
+ 现金及等价物	881.05										
股权价值	3790396.04										
总股本 (百万股)	342.6802										
内涵股价 (元)	110.61										
收盘价	94.19										
溢价空间	17.43%										

资料来源: 万孚生物 2018、2019 年年报, 海通证券研究所

表 13 可比公司估值

上市公司	收盘价 (元)		每股收益 (元)		市盈率 (X)		
	2020/6/15	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
安图生物	165.92	1.84	2.23	3.02	90.02	74.48	54.95
迈克生物	54.8	0.94	1.20	1.48	58.19	45.53	36.95
基蛋生物	36.08	1.30	1.70	2.20	27.66	21.25	16.40
迈瑞医疗	282.71	3.85	4.73	5.73	73.43	59.76	49.36
平均						50.26	

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2072	2833	3582	4511
每股收益	1.13	1.64	2.07	2.70	营业成本	721	916	1154	1420
每股净资产	6.49	8.36	10.77	13.87	毛利率%	65.2%	67.7%	67.8%	68.5%
每股经营现金流	0.90	1.27	1.86	2.58	营业税金及附加	9	13	16	20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	498	708	895	1128
P/E	75.67	52.20	41.27	31.67	营业费用率%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
P/B	13.19	10.23	7.95	6.17	管理费用	158	255	322	406
P/S	14.15	10.35	8.19	6.50	管理费用率%	7.6%	9.0%	9.0%	9.0%
EV/EBITDA	26.43	40.48	31.66	23.90	EBIT	526	658	836	1086
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-5	-25	-27	-41
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.9%	-0.8%	-0.9%
毛利率	65.2%	67.7%	67.8%	68.5%	资产减值损失	-37	0	0	0
净利率	18.7%	19.8%	19.8%	20.5%	投资收益	-1	6	7	9
净资产收益率	17.4%	19.6%	19.3%	19.5%	营业利润	509	731	924	1204
资产回报率	13.2%	14.9%	14.8%	15.1%	营业外收支	-6	-2	-2	-2
投资回报率	18.1%	17.6%	17.5%	17.6%	利润总额	503	729	923	1202
盈利增长 (%)					EBITDA	638	706	893	1157
营业收入增长率	25.6%	36.7%	26.4%	25.9%	所得税	76	110	140	182
EBIT 增长率	47.0%	25.0%	27.1%	29.9%	有效所得税率%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润增长率	25.9%	45.0%	26.5%	30.3%	少数股东损益	40	57	73	95
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	387	562	710	926
资产负债率	16.4%	16.0%	15.6%	14.9%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	3.93	3.69	3.95	4.47	货币资金	881	766	1042	1680
速动比率	3.33	3.10	3.36	3.87	应收账款及应收票据	419	575	727	916
现金比率	1.99	1.36	1.47	1.92	存货	224	283	357	440
经营效率指标					其它流动资产	217	453	671	866
应收帐款周转天数	73.73	74.00	74.00	74.00	流动资产合计	1741	2078	2798	3901
存货周转天数	113.19	113.00	113.00	113.00	长期股权投资	159	159	159	159
总资产周转率	0.70	0.75	0.75	0.74	固定资产	426	765	969	1101
固定资产周转率	4.87	3.70	3.69	4.10	在建工程	80	266	383	460
					无形资产	156	158	180	212
					非流动资产合计	1203	1684	2007	2228
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2944	3763	4805	6130
净利润	387	562	710	926	短期借款	4	0	0	0
少数股东损益	40	57	73	95	应付票据及应付账款	156	201	253	311
非现金支出	162	47	57	70	预收账款	42	57	72	90
非经营收益	4	-4	-6	-8	其它流动负债	241	306	383	472
营运资金变动	-283	-229	-199	-200	流动负债合计	443	563	708	873
经营活动现金流	310	434	636	883	长期借款	0	0	0	0
资产	-179	-450	-267	-155	其它长期负债	40	40	40	40
投资	-178	-100	-100	-100	非流动负债合计	40	40	40	40
其他	25	6	7	9	负债总计	483	603	748	913
投资活动现金流	-332	-545	-360	-246	实收资本	343	343	343	343
债权募资	14	-4	0	0	归属于母公司所有者权益	2223	2865	3690	4754
股权募资	26	0	0	0	少数股东权益	237	295	367	462
其他	-156	0	0	0	负债和所有者权益合计	2944	3763	4805	6130
融资活动现金流	-116	-4	0	0					
现金净流量	-137	-115	276	637					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 15 日
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑琴 医药行业
余文心 医药行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华兰生物,片仔癀,通策医疗,透景生命,天坛生物,长春高新,济川药业,我武生物

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zkw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业		煤炭行业		电力设备及新能源行业	
陈 平(021)23219646	cp9808@htsec.com	李 淼(010)58067998	lm10779@htsec.com	张一弛(021)23219402	zyc9637@htsec.com
尹 岑(021)23154119	yl11569@htsec.com	戴元灿(021)23154146	dyc10422@htsec.com	房 青(021)23219692	fangq@htsec.com
谢 磊(021)23212214	xl10881@htsec.com	吴 杰(021)23154113	wj10521@htsec.com	曾 彪(021)23154148	zb10242@htsec.com
蒋 俊(021)23154170	jj11200@htsec.com	联系人		徐柏乔(021)23219171	xbq6583@htsec.com
联系人		王 涛(021)23219760	wt12363@htsec.com	陈佳彬(021)23154513	cjb11782@htsec.com
肖隽翀 021-23154139	xjc12802@htsec.com				
基础化工行业		计算机行业		通信行业	
刘 威(0755)82764281	lw10053@htsec.com	郑宏达(021)23219392	zhd10834@htsec.com	朱劲松(010)50949926	zjs10213@htsec.com
刘海荣(021)23154130	lhr10342@htsec.com	杨 林(021)23154174	yl11036@htsec.com	余伟民(010)50949926	ywm11574@htsec.com
张翠翠(021)23214397	zcc11726@htsec.com	于成龙 ycl12224@htsec.com		张峥青(021)23219383	zzq11650@htsec.com
孙维容(021)23219431	swr12178@htsec.com	黄竞晶(021)23154131	hjj10361@htsec.com	张 戈 01050949962	zy12258@htsec.com
李 智(021)23219392	lz11785@htsec.com	洪 琳(021)23154137	hl11570@htsec.com	联系人	
				杨彤昕 010-56760095	ytx12741@htsec.com
非银行金融行业		交通运输行业		纺织服装行业	
孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com	虞 楠(021)23219382	yun@htsec.com	梁 希(021)23219407	lx11040@htsec.com
何 婷(021)23219634	ht10515@htsec.com	罗月江 (010) 56760091	lj12399@htsec.com	盛 开(021)23154510	sk11787@htsec.com
李芳洲(021)23154127	lfz11585@htsec.com	李 轩(021)23154652	lx12671@htsec.com	联系人	
联系人		陈 宇 cy13115@htsec.com		刘 溢(021)23219748	ly12337@htsec.com
任广博(010)56760090	rgb12695@htsec.com				
建筑建材行业		机械行业		钢铁行业	
冯晨阳(021)23212081	fcy10886@htsec.com	余炜超(021)23219816	swc11480@htsec.com	刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com
潘莹练(021)23154122	pyl10297@htsec.com	周 丹 zd12213@htsec.com		周慧琳(021)23154399	zh11756@htsec.com
申 浩(021)23154114	sh12219@htsec.com	联系人			
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com	吉 晟(021)23154653	js12801@htsec.com		
颜慧菁 yhj12866@htsec.com					
建筑工程行业		农林牧渔行业		食品饮料行业	
张欣劼 zxx12156@htsec.com		丁 频(021)23219405	dingpin@htsec.com	闻宏伟(010)58067941	whw9587@htsec.com
李富华(021)23154134	lfh12225@htsec.com	陈 阳(021)23212041	cy10867@htsec.com	唐 宇(021)23219389	ty11049@htsec.com
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com	联系人		颜慧菁 yhj12866@htsec.com	
		孟亚琦(021)23154396	myq12354@htsec.com	张宇轩(021)23154172	zyx11631@htsec.com
				联系人	
				程碧升(021)23154171	cbs10969@htsec.com
军工行业		银行行业		社会服务行业	
张恒晖 zhx10170@htsec.com		孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com	汪立亭(021)23219399	wanglt@htsec.com
张高艳 0755-82900489	zgy13106@htsec.com	解巍巍 xww12276@htsec.com		陈扬扬(021)23219671	cyy10636@htsec.com
联系人		林加力(021)23154395	lj12245@htsec.com	许樱之 xyz11630@htsec.com	
刘砚菲 021-2321-4129	lyf13079@htsec.com	谭敏沂(0755)82900489	tmy10908@htsec.com		
家电行业		造纸轻工行业			
陈子仪(021)23219244	chenzy@htsec.com	衣桢永(021)23212208	zy12003@htsec.com		
李 阳(021)23154382	ly11194@htsec.com	赵 洋(021)23154126	zy10340@htsec.com		
朱默辰(021)23154383	zmc11316@htsec.com				
刘 璐(021)23214390	ll11838@htsec.com				

研究所销售团队

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队	
蔡铁清(0755)82775962	ctq5979@htsec.com	胡雪梅(021)23219385	huxm@htsec.com	殷怡琦(010)58067988	yyq9989@htsec.com
伏财勇(0755)23607963	fcy7498@htsec.com	朱 健(021)23219592	zhuj@htsec.com	郭 楠 010-5806 7936	gn12384@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022	gulj@htsec.com	李唯佳(021)23219384	jiwj@htsec.com	张丽莹(010)58067931	zlx11191@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933	liujj4900@htsec.com	黄 毓(021)23219410	huangyu@htsec.com	杨羽莎(010)58067977	yys10962@htsec.com
饶 伟(0755)82775282	rw10588@htsec.com	漆冠男(021)23219281	qgn10768@htsec.com	何 嘉(010)58067929	hj12311@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160		胡宇欣(021)23154192	hyx10493@htsec.com	李 婕 lj12330@htsec.com	
oymc11039@htsec.com		黄 诚(021)23219397	hc10482@htsec.com	欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com	
巩柏合 gbh11537@htsec.com		毛文英(021)23219373	mwy10474@htsec.com	郭金珪(010)58067851	gjy12727@htsec.com
		马晓男 mxn11376@htsec.com			
		杨祎昕(021)23212268	yyx10310@htsec.com		
		张思宇 zsy11797@htsec.com			
		王朝领 wcl11854@htsec.com			
		邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com			
		李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com			

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com