

日期: 2016年05月06日

行业: 新三板



魏贇

021-53686159

weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

杜臻雁

021-53686162

duzhenyan@shzq.com

执业证书编号: S0870115070022

挂牌日期 2016年01月27日

做市日期 2016年01月27日

### 基本数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 当前价格(元)   | 36.30 |
| 总股本(百万股)  | 68.9  |
| 流通股本(百万股) | 8.9   |
| 做市商数      | 6     |

### 主要股东(Y2016M1)

|              |        |
|--------------|--------|
| 上海潇祐投资管理中心   | 26.95% |
| 上海富藤投资管理合伙企业 | 18.50% |
| 上海坤程投资管理有限公司 | 15.67% |

### 收入结构(Y2015)

|        |        |
|--------|--------|
| 医学诊断服务 | 83.78% |
| 医疗设备销售 | 14.81% |
| 试剂销售   | 1.12%  |
| 科研服务   | 0.01%  |

报告编号: DZY16-NSP04

首次报告日期: 2016年05月06日

# 分子诊断领域的优秀企业

## ■ 投资要点

### 公司简介

公司成立于2008年,是国内精准医疗行业的领军企业之一,上海市高新技术企业。主要提供疾病个性化诊疗检测、重大疾病的早期检测和基因诊断、优生优育相关检测、疾病疗效评估等医学诊断服务,拥有PCR技术、循环肿瘤检测技术、基因测序技术等多种核心技术。目前已与国内数十家三甲医院合作建立医学分子诊断中心,提供肿瘤个体化诊疗、遗传疾病筛查、血液病个体化诊断、常用药物个体化用药指导、病原微生物检测、药物及小分子检测等医疗诊断服务。并参与国家863重大项目“生物大数据应用关键技术研究”及上海市重大项目“张江国家创新示范区分子肿瘤医学大数据公共服务平台”,积极打造精准医疗大数据平台。

### 盈利预测

我们预计2016-2017年归母公司净利润增速149.10%和106.26%,相应的稀释后每股收益为0.50元和1.04元。

### 估值与定价分析

公司于2016年1月27日在新三板挂牌上市,采用做市转让方式转让股票。公司2016年1月27日以32.00元/股的价格定向增发233.125万股,募集资金7,460万元。

## ■ 数据预测与估值:

| 至12月31日(¥.百万元) | 2014A   | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E  |
|----------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入           | 18.14   | 83.16   | 234.77  | 424.97  | 629.66 |
| 年增长率           | -20.64% | 358.49% | 182.33% | 81.01%  | 48.17% |
| 归属于母公司的净利润     | -8.06   | 13.89   | 34.61   | 71.38   | 113.15 |
| 年增长率           | -25.33% | 272.26% | 149.10% | 106.26% | 58.53% |
| 每股收益(元)        | -0.12   | 0.20    | 0.50    | 1.04    | 1.64   |

数据来源: Wind 上海证券研究所(按最新股本摊薄)

## 一、行业背景

### 1.1 公司所处的行业及公司简况

公司成立于 2008 年，是国内精准医疗行业的领军企业之一，上海市高新技术企业。主要提供疾病个性化诊疗检测、重大疾病的早期检测和基因诊断、优生优育相关检测、疾病疗效评估等医学诊断服务，拥有 PCR 技术、循环肿瘤检测技术、基因测序技术等多种核心技术。目前已与国内数十家三甲医院合作建立医学分子诊断中心，提供肿瘤个体化诊疗、遗传疾病筛查、血液病个体化诊断、常用药物个体化用药指导、病原微生物检测、药物及小分子检测等医疗诊断服务。并参与国家 863 重大项目“生物大数据应用关键技术研究”及上海市重大项目“张江国家创新示范区分子肿瘤医学大数据公共服务平台”，积极打造精准医疗大数据平台。

### 1.2 行业增长前景

近年来全球精准医疗市场规模快速增长，2015 年市场规模将接近 600 亿美元，在 2005-2015 年期间年复合增速为 12%，预计 2015-2020 年复合增速将达到 15%，是医药行业增速的 3-4 倍。其中细分领域中如分子诊断、即时检验、基因筛查等增速领先。

据 BCC Research 数据，2007 年全球基因测序市场规模为 794.1 万美元，而 2013 年即大幅增长至 45 亿美元，预计 2018 年市场规模将达到 117 亿美元，2013-2018 年的年均复合增长率为 21.2%，未来几年全球市场仍将保持快速增长。Markets and markets 预测显示，亚太地区的基因测序市场增长最快，中国和印度 2012-2017 年期间的年均复合增长率为 20-25%。国内基因测序由于受制于政策原因，近两年才逐渐发展。国内基因测序政策体现了稳中求进的态度。基因测序相关产品和技术“涉及伦理、隐私和人类遗传资源保护、生物安全以及医疗机构开展基因诊断服务技术管理、价格、质量监管等问题”，国家食药监总局和卫计委密集出台政策规范，对市场进行规范。先建立相关标准和规范，是为了让基因测序更安全有效、更科学合理地进入临床。

### 1.3 公司的竞争地位

精准医疗行业在国内目前处于成长期，属于完全竞争行业，目前行业集中度较低，以分散竞争为主。各个经营主体平等竞争，共同发展，行业尚未形成企业品牌垄断竞争的格局，但是相同区域内的产品之间的竞争已经形成。与此同时，精准医疗行业的巨大市场潜力吸引境外企业和资本以多种形式进入中国市场，例如罗氏、赛

默飞等国外精准医疗行业巨头。而国内的主要竞争对手包括达安基因、华大基因、迪安诊断等。

**表 1 国内主要竞争对手情况**

| 序号 | 公司简称 | 所在省份 | 主要产品               |
|----|------|------|--------------------|
| 1  | 达安基因 | 广州   | 基因测序、诊断服务          |
| 2  | 华大基因 | 深圳   | 肿瘤生物治疗、肿瘤基因测序      |
| 3  | 致善生物 | 厦门   | 分子诊断试剂及仪器的研发、生产及销售 |
| 4  | 万孚生物 | 广州   | 快速诊断仪器及试剂的研发、生产及销售 |
| 5  | 迪安诊断 | 浙江   | 基因测序、诊断服务          |
| 6  | 金域检验 | 广州   | 第三方医学诊断服务          |
| 7  | 艾迪康  | 武汉   | 第三方医学诊断服务          |
| 8  | 康圣环球 | 武汉   | 第三方医学诊断服务          |

数据来源：公开转让说明书 上海证券研究所

### 1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有：1) 研发实力强劲，新型诊断服务项目增加迅速：公司引用新型设备，综合国内外生物医药领域最新研究成果，通过与医院合作，采集试验样本，积极开发多种诊断服务项目。同时公司积极投入新老产品的更新换代，保持医疗诊断项目的质量与精确性。2) 独创医学诊断及治疗个性化方案：公司建立疾病诊断数据包，将诊断结果与数据包有效连接，针对不同疾病，归纳出一套个体诊断及治疗方案。3) 建设大数据医疗云服务平台，提高患者体验与医疗服务效率：公司通过各地区分子医学诊断中心，收集诊断数据，建立大数据平台，打破传统的诊断行业模式，实现从诊断行业向精准医疗行业转变。4) 开拓健康体检新领域，实现部分疾病超早期诊断与排查：公司通过其专业的技术团队，对部分恶性疾病及遗传病进行深入研究，同时结合自身的大数据平台分析，成功开发出部分恶性疾病及遗传病的超早期诊断方案。

## 二、公司分析

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司的前身上海宝藤医药科技有限公司成立于2008年，于2015年整体变更为股份有限公司。公司控股股东为上海潇祐投资管理中心（有限合伙），持股 26.95%。楼敬伟通过上海潇祐投资管理中心（有限合伙）持有宝藤生物 26.95%的股权，通过上海坤程投资管理有限公司持有宝藤生物 15.67%的股权，合计控制宝藤生物 42.52%的股权，为公司的实际控制人。

## 2.2 公司主要业务情况

### 分子诊断服务业务

公司立足于精准医疗行业，以各类高新医学诊断技术为基础，通过与各大医院建立合作平台，提供医学诊断服务和医学诊断服务整体解决方案。公司主要提供疾病个性化诊疗检测、重大疾病的早期检测和基因诊断、优生优育相关检测、疾病疗效评估等医学诊断服务。公司诊断项目中以基因诊断项目为主，所诊断的基因数量已经从最初的 40 多种，发展到现在的 400 多种基因，增长倍数 10 倍。在检测项目种类方面，主要包括肿瘤早期筛查、遗传疾病与疾病易感性检测、化疗药物个体化用药检测、靶向药物个体化用药检测、靶向药物继发耐药监控、放疗个体化治疗检测等 30 个大类共 300 多项。

表2 公司主要服务内容

| 服务项目          | 具体内容   |
|---------------|--|
| 疾病个性化治疗       | 肿瘤、传染疾病、心脑血管疾病的个性化诊疗检测，根据对患者基因及其他分子标志物的精确分型，实现对重大疾病的精准治疗提示，这类服务包括：药物敏感性检测、药物毒副作用检测。这类检测主要涵盖：肿瘤（包括血液病）化疗药物、肿瘤（包括血液病）靶向治疗药物、肿瘤放射治疗、传染病微生物分型及用药提示、心脑血管药物、神经疾病药物、代谢疾病药物、疼痛类药物。 |
| 重大疾病诊断（风险评估类） | 通过对重大疾病的患者、患者家属、高危人群的基因分析，判断这类人群患病风险，指导临床干预措置。主要包括：家族遗传性肿瘤、阿尔茨海默病、帕金森综合征。  |
| 优生优育相关检测      | 通过对遗传疾病、新生儿相关遗传代谢病、优生相关感染疾病、孕期优生相关检测，指导孕期保健、降低先天缺陷疾病患儿出生率、先天缺陷疾病患者（新生儿）的早期发现。  |
| 重大疾病早期检测      | 通过对重大疾病早期的分子标志物的精确检测，实现对重大疾病的早期发现，提高患者生存率、延缓疾病进程、提高治疗效果。主要包括：肿瘤早期检测（DNA、蛋白、细胞三个层次）、阿尔茨海默病早期诊断。   |
| 疾病疗效评估        | 通过对疾病疗效相关分子标志物的实时监控，实现对疾病的疗效评估、继发耐药监控、血药浓度监控、复发监控。主要包括：肿瘤的疗效评估、靶向药物继发耐药监控、肿瘤复发/预后评估。   |
| 健康管理类服务       | 通过对疾病风险和发生发展相关分子标志物的检测，实现对疾病风险的评估，提示被检者患病风险，指导营养保健品、药物的使用和生活习惯的调整。主要包括：肿瘤、肥胖、内分泌相关疾病、心脑血管疾病、神经疾病的评估和提示。  |

数据来源：公开转让说明书 上海证券研究所

公司自 2011 年开始与医院合作共同建立分子诊断中心，已经与包括河南、山东、浙江、上海等地区的三甲医院签订合作协议，设立联合分子诊断中心，为患者提供医学诊断服务。2011、2012、2013、

2014 年度与公司合作建设分子诊断中心的医院数量分别为 1 家、2 家、1 家、9 家，2015 年公司又与第二军医大学附属长海医院、长征医院、东方肝胆外科医院，上海市胸科医院、上海市第十人民医院、宁波市第一医院等全国 48 家大型三甲医院签约，建成联合分子医学中心。另外，截至到 2015 年底，公司除已签约医院外，已对接并有强烈意愿的医院有 120 家左右，其中达成初步意向的有 41 家，正在签约中的有 16 家，预计 2016 年签约医院数可突破 150 家。

### 数据平台服务业务

通过与各家医院合作的分子医学中心，公司获得大量数据来源，并搭建精准医疗大数据平台，目前已经建成了四个数据库并在持续更新中，包括：①整合 HGMD, PharmGKB, COSMIC, ClinVAR, CGC, IPA 等数据库而成的医学数据库，包括从 1950 年到当今所有临床试验、科研文献中涉及的有大量文献支持的与疾病发生发展和药物敏感性/毒副作用相关信息 12 亿余条；②专有的中国人群基因突变及表达数据库；③组织样本管理数据库；④病理数据库。并自主开发了 4 个软件系统：①临床样本处理系统；②诊断报告操作系统；③基因表达和突变位点的实时监控和统计系统；④全基因组测序分析系统，包括 mapping、alignment、mutation calling、GO、pathway、遗传性癌症基因诊断软件。

尤为重要的是，通过国家 863 重大项目“生物大数据应用关键技术研究”及上海市重大项目“张江国家创新示范区分子肿瘤医学大数据公共服务平台”建设，公司正在实施包括食管癌、前列腺癌、肝癌、肺癌等重大肿瘤，每个肿瘤逾 1000 例患者重大疾病疾病基因组标准制订的多中心研究项目，藉此建立我国患者特有的疾病基因组图谱、药物靶向数据库及疗效监控数据库等，为临床精准医学实践、疾病防控和药物研发等提供坚实的大数据平台支撑，形成公司的核心战略资源。2015 年 11 月，公司参股公司上海张江转化医学研发中心与复旦大学及其附属中山医院、华山医院及肿瘤医院等联合成立“上海精准医疗大数据中心”，将通过建立全国范围内的分子诊断医学中心网络建设成为上海及全国医学大数据中心。

### 未来业务发展规划

公司未来将继续积极拓展联合分子医学中心建设，2015 年公司在河南、湖南、河北、安徽、江苏等地成立多家子公司，主要负责当地医院分子诊断中心的运营管理以及周边区域的业务拓展。

另外公司新成立宝藤健康管理有限公司，定位于高端客户群体，将开展高端健康管理业务。依托与医院联合的分子医学中心，以精

准医学大数据中心为依托，通过符合国际规范的医学实验室网络，为普通大众提供高端全程健康管理服务，包括重大疾病及遗传疾病的早期风险评估、健康管理指导及定期的个人数据库更新服务，通过省级加盟或直营，直接为终端用户提供基于基因检测分析的全程健康管理服务，并与相关的干预治疗供应商如干细胞治疗、免疫治疗、中中医药及移动医学数据设备厂商建立战略联盟，为用户提供动态、全程健康管理。

未来，公司还将为医药相关企业提供医疗数据和临床研究服务。至 2015 年底，公司已经建立目前全球最大的院内实验室网络，合作医院将拥有超过 1.8 亿的年门诊/住院人数，结合公司承建的国家上海市重大项目医学大数据集成分析引擎的开发和利用，可以为国内外大型医药、诊断公司和众多的生物医药创新创业公司提供包括临床前试验、多中心临床试验和上市后再评价的 CRO 业务，为医药企业的研发和临床验证提供数据和伴随诊断服务，具有广阔的发展空间。

同时，与上海第二军医大学共建的平台“转化医学中心”作为长海医院的高通量测序实验室，获得了国家肿瘤高通量试点单位资质。转化医学中心将面向临床，全面推广高通量测序产品，预计在 2016 年，高通量 panel 系列产品将成为后起之秀，全面占领分子诊断的医疗市场，作为系列产品成为公司销售额中的单独支撑模块。

### 三、财务状况和盈利预测

#### 3.1 公司主营业务突出、业绩增长迅速

2013-2015 年公司营业总收入分别为 2,285.27 万元、1,813.70 万元和 8,315.59 万元，2014 年和 2015 年营业总收入增长率分别为 -20.64% 和 358.49%。2013-2015 年，公司主营业务收入占营业总收入的比例分别为 100.00%、98.75%、99.73%，其中公司提供的医学诊断服务占主营业务的比例分别为 82.63%、76.98%、83.78%，因此公司主营业务突出。

2013-2015 年，公司归属于母公司所有者的净利润分别为 -643.47 万元、-806.45 万元和 1389.22 万元，2014 年和 2015 年归母净利润增长率分别为 -25.33% 和 272.26%。

2015 年公司业绩大幅提升，主要是由于 2015 年公司大量建设分子诊断中心，且前期投入分子诊断中心已经开始正式运营，导致营业收入和利润快速增长。

## 3.2 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

### 综合毛利率波动

公司 2013-2015 年综合毛利率分别为 62.04%、47.78% 和 54.10%，2014 年出现了一定程度的下降，主要系人工成本上升和设备折旧成本增多引起，2015 年有所回升。

### 期间费用率较高

公司期间费用较高，2013-2015 年期间费用合计数占公司营业收入的比例分别为 83.89%、102.95%、41.68%，主要由于公司规模不断扩大，全国各地分子诊断中心的陆续建立，人员薪酬及差旅费增多，以及公司采用积极的销售策略，销售费用持续增高。

### 主要资产周转能力指标良好

2013-2015 年公司应收账款周转率分别为 1.54、1.12、5.43。随着公司对应收款项管理水平的提高，应收账款周转率总体提高。

2013-2015 年公司存货周转率分别为 8.41、7.32、8.23。公司存货主要为原材料，而原材料主要包括实验用各种试剂、耗材等。由于公司主营业务以医学诊断服务为主，因此存货余额不大，总体存货周转率较高。

## 3.3 盈利预测

我们预计 2016-2017 年归属于母公司净利润增速 149.10% 和 106.26%，相应的稀释后每股收益为 0.50 元和 1.04 元。

# 四、风险因素

## 4.1 行业竞争加剧的风险

在市场高速增长的同时，市场竞争程度愈发激烈，国外公司凭借先进的技术、雄厚的资本不断拓展市场空间。由于欧美各国在医疗领域的技术水平处于领先地位，许多国家已经形成了一套较为完善的精准医疗体系，因此当外企进入国内，其通过领先的行业经验可以使其发展速度大大加快。我国体外诊断企业数量众多，规模普遍较小，行业集中度较低。如果公司不能在医疗服务质量、品种结构、研发能力、销售与服务网络等方面持续提升，将导致公司竞争力下降，对公司未来业绩产生不利影响。

## 4.2 技术替代的风险

分子诊断行业具有科技含量高、人员素质要求高、研发及产品注册周期较长、研发风险大等特点，若公司产品研发水平提升缓慢，新产品的推出落后于市场的发展，致使科研与生产不能满足市场的要求，公司目前所掌握的技术可能被同行业更先进的技术所代替，将对未来公司业绩增长产生不利影响。

## 五、估值及定价分析

公司于2016年1月27日在新三板挂牌上市，采用做市转让方式转让股票。公司2016年1月27日以32.00元/股的价格定向增发233.125万股，募集资金7,460万元。



## 六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

| 指标名称                      | 2014A         | 2015A        | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
|---------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>一、营业总收入</b>            | <b>18.14</b>  | <b>83.16</b> | <b>234.77</b> | <b>424.97</b> | <b>629.66</b> |
| <b>二、营业总成本</b>            | <b>29.64</b>  | <b>71.15</b> | <b>199.06</b> | <b>346.00</b> | <b>501.54</b> |
| 营业成本                      | 9.47          | 38.17        | 101.63        | 178.13        | 259.12        |
| 营业税金及附加                   | 0.01          | 0.05         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 销售费用                      | 4.40          | 11.52        | 30.52         | 51.00         | 75.56         |
| 管理费用                      | 13.07         | 22.82        | 63.39         | 110.49        | 157.42        |
| 财务费用                      | 1.27          | 0.32         | 1.17          | 2.12          | 3.15          |
| 资产减值损失                    | 1.41          | -1.73        | 2.35          | 4.25          | 6.30          |
| <b>三、其他经营收益</b>           |               |              |               |               |               |
| 公允价值变动净收益                 | 0.00          | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 投资净收益                     | 0.68          | 1.09         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 汇兑净收益                     | 0.00          | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>四、营业利润</b>             | <b>-10.82</b> | <b>13.10</b> | <b>35.71</b>  | <b>78.97</b>  | <b>128.12</b> |
| 加: 营业外收入                  | 0.62          | 5.18         | 5.00          | 5.00          | 5.00          |
| 减: 营业外支出                  | 0.00          | 0.02         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>五、利润总额</b>             | <b>-10.19</b> | <b>18.26</b> | <b>40.71</b>  | <b>83.97</b>  | <b>133.12</b> |
| 减: 所得税                    | -2.13         | 4.52         | 6.11          | 12.60         | 19.97         |
| 加: 未确认的投资损失               | 0.00          | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>六、净利润</b>              | <b>-8.06</b>  | <b>13.74</b> | <b>34.61</b>  | <b>71.38</b>  | <b>113.15</b> |
| 减: 少数股东损益                 | 0.00          | -0.15        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>归属于母公司所有者<br/>的净利润</b> | <b>-8.06</b>  | <b>13.89</b> | <b>34.61</b>  | <b>71.38</b>  | <b>113.15</b> |
| <b>七、摊薄每股收益(元)</b>        | <b>-0.12</b>  | <b>0.20</b>  | <b>0.50</b>   | <b>1.04</b>   | <b>1.64</b>   |

资料来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                        |
|------|---------------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20% 以上        |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10% 以上        |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10% 以上        |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                            |
|------|-------------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。