

# 美康生物 (300439.SZ)

## 静待渠道及终端布局落地, 17 年或为业务转型关键年

### 核心观点:

- **16 年年报净利润 1.77 亿元, 同比增长 10%**

公司 2016 年实现营业收入 10.55 亿元, 同比增长 55.0%, 归属母公司净利润 1.77 亿元, 同比增长 10%, 16 年收入增速符合预期, 净利润则略微低于市场预期。同时, 公司发布一季报: 实现收入 3.17 亿元, 同比增长 84.6% (收入增长超预期), 归母净利润 4414 万元, 同比增长 13.5%。一季度净利润增速略低于市场预期。主要原因在于去年收购的美国商业化实验室 Atherotech 今年一季度亏损未能如期收窄。我们估计 Atherotech 一季度对母公司净利润拖累约为 1500 万元人民币, 该公司全年预计亏损约 3000 万元。

- **16 年各项业务加大投入影响当期业绩, 17 年或为转型关键年**

16 年公司加大营销投入 (与日立合作试剂推广促销、区域医学检验中心各地推广), 销售费用同比增长 41%; 管理费用同比增长约 80%, 其中研发投入 5800 万元, 同比增长 45%, 占营收比重达 5.48%。全年收入增速大幅快于净利润增速, 主要原因有两方面, 一方面公司在医院检验科集约化供应业务方面拓展迅速, 该业务中大量收入为代理收入 (利润率相对较低, 公司年报显示毛利率下滑 6.9% 系由此造成), 收入虽快速增长, 但对净利润弹性贡献较小。另一方面, 公司医学检验服务业务快速扩张, 鉴于公司 2016 年才逐步布局该项业务, 目前大多数医检所还处在培育期 (有收入贡献, 但利润端亏损)。

- **业务结构已发生改变, 17 年关注巨头日立合作及区域检验中心持续落地。**

16 年公司 IVD 试剂收入 8.01 亿元, 同比增长 50.2%; 受集约化供应及与世界巨头日立合作的影响, 自产生生化试剂增速仍然保持在 20% 以上, 大幅快于行业增长 (约 8%), 试剂业务在整体业务中的占比也从早期的 90% 以上, 下降至当前的 76%, 检验服务收入提升至 11.2%; 医学检验服务贡献收入 1.19 亿元, 同比大幅增长 74.1%, 对应毛利率亦有所提升 (+1.73pp), 至 41.9%。目前公司在全国范围内持续开展检验科集约化供应及区域检验中心业务, 前者目前开展医院家数超过 30 家, 其中包括天津医科大学总医院等大学三甲医院, 后者以目前经营及中标情况来看, 17 年全年预计将有约 20 家区域检验中心在全国落地。

- **盈利预测与投资评级**

预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.68/0.91/1.14 元, 对应 PE 分别为 37/27/22 倍。公司为目前 IVD 板块少有的从上游原料、产品研发生产、到渠道整合、终端服务布局的 IVD 企业, 且整合渠道及终端的战略路径清晰可行, 有望享受估值溢价。考虑到公司发展路径清晰且自身战略执行力强, 维持“买入”评级。

- **风险提示**

区域医学检验中心落地进度低于预期; 生化试剂存在降价压力。

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	683.14	1,055.06	1,373.77	1,805.20	2,151.44
增长率 (%)	14.27%	54.44%	30.21%	31.41%	19.18%
EBITDA (百万元)	219.39	280.34	361.72	470.80	582.39
净利润 (百万元)	161.27	177.49	237.31	317.54	396.09
增长率 (%)	17.13%	10.06%	33.70%	33.81%	24.74%
EPS (元/股)	0.474	0.511	0.683	0.913	1.139
市盈率 (P/E)	84.38	59.13	36.62	27.37	21.94
市净率 (P/B)	10.57	6.81	4.89	4.15	3.49
EV/EBITDA			21.93	16.37	12.78

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	25.00 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-26

### 相对市场表现



分析师: 罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

### 相关研究:

美康生物 (300439.SZ) 16 年业绩符合预期, 期待 17 年进一步转型 IVD 检验综合服务商	2017-02-28
美康生物 (300439.SZ) 业绩基本符合预期, 政策助力区域检验中心布局	2016-11-01
美康生物 (300439.SZ) 携手世界巨头日立诊断, 深度发力生化诊断系统	2016-11-01

联系人: 马帅 075588286935

mashuai@gf.com.cn

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1144	1353	1719	2123	2550
货币资金	488	249	1082	1273	1537
应收及预付	249	501	493	661	792
存货	114	258	145	188	221
其他流动资产	292	345	0	0	0
<b>非流动资产</b>	303	1015	845	936	1010
长期股权投资	0	278	278	278	278
固定资产	164	241	214	175	122
在建工程	16	24	35	44	54
无形资产	65	418	318	439	556
其他长期资产	57	54	0	0	0
<b>资产总计</b>	1447	2368	2564	3059	3560
<b>流动负债</b>	128	820	782	947	1039
短期借款	0	360	322	291	287
应付及预收	128	460	459	656	752
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	31	28	20	22	23
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	28	20	22	23
<b>负债合计</b>	159	849	802	969	1062
股本	340	348	348	348	348
资本公积	457	560	560	560	560
留存收益	490	634	871	1188	1584
归属母公司股东权	1287	1541	1778	2096	2492
少数股东权益	-1	72	77	87	100
<b>负债和股东权益</b>	1447	2368	2564	3059	3560

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	683	1055	1374	1805	2151
营业成本	282	485	599	789	932
营业税金及附加	6	9	12	16	19
销售费用	107	151	232	300	342
管理费用	111	199	246	323	385
财务费用	0	9	11	5	4
资产减值损失	3	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	17	5	6	8
<b>营业利润</b>	176	210	279	378	477
营业外收入	18	19	16	17	17
营业外支出	3	2	3	3	3
<b>利润总额</b>	192	226	293	393	492
所得税	32	38	50	66	83
<b>净利润</b>	159	188	243	327	409
少数股东损益	-2	11	6	9	13
<b>归属母公司净利润</b>	161	177	237	318	396
EBITDA	219	280	362	471	582
EPS (元)	0.47	0.51	0.68	0.91	1.14

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	178	2	790	395	437
净利润	159	188	243	327	409
折旧摊销	43	70	77	93	109
营运资金变动	-24	-250	466	-15	-69
其它	-1	-5	4	-10	-12
<b>投资活动现金流</b>	-407	-718	95	-163	-160
资本支出	-87	-292	90	-170	-168
投资变动	-306	-418	5	6	8
其他	-14	-7	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	613	476	-52	-40	-14
银行借款	15	420	-38	-31	-4
债券融资	-115	-60	-3	2	1
股权融资	730	142	0	0	0
其他	-16	-26	-12	-11	-10
<b>现金净增加额</b>	384	-239	833	191	263
<b>期初现金余额</b>	109	488	249	1082	1273
<b>期末现金余额</b>	493	249	1082	1273	1537

## 主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	14.3	54.4	30.2	31.4	19.2
营业利润增长	6.9	19.2	32.8	35.7	26.2
归属母公司净利润增长	17.1	10.1	33.7	33.8	24.7
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	58.7	54.1	56.4	56.3	56.7
净利率	23.3	17.8	17.7	18.1	19.0
ROE	12.5	11.5	13.3	15.2	15.9
ROIC	18.4	12.1	28.9	34.0	37.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	11.0	34.5	30.2	30.8	29.1
净负债比率	-0.4	0.1	-0.4	-0.5	-0.5
流动比率	8.92	1.65	2.20	2.24	2.46
速动比率	7.88	1.23	1.93	1.94	2.13
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.55	0.56	0.64	0.65
应收账款周转率	3.52	3.85	3.69	3.69	3.69
存货周转率	2.96	2.61	4.29	4.29	4.29
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.47	0.51	0.68	0.91	1.14
每股经营现金流	0.52	0.01	2.27	1.14	1.26
每股净资产	3.79	4.43	5.12	6.03	7.17
<b>估值比率</b>					
P/E	84.4	59.1	36.6	27.4	21.9
P/B	10.6	6.8	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA			21.9	16.4	12.8

## 广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 冯鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 马帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。