

全产业链布局的优质IVD企业

- 事件:** 2015H1公司实现营收和扣非后净利润分别为3.1亿元、6443万元,同比+19.3%和+14.5%; 2015Q2公司营收为1.7亿元,同比+10.8%,扣非后净利润为3150万元,同比+13.9%。利润分配预案为每10股转增20股。
- 体外诊断试剂表现靓丽,期间费用拖累利润增速。**(1) 2015年上半年,体外诊断试剂实现营业收入2.5亿元,同比增长25.0%,占总收入的比例提升到80.3%,毛利率也提升了2.1个百分点,主要原因在于公司加大了对试剂的营销力度,推动产品放量。体外诊断仪器收入同比减少6.9%,毛利率下滑1.6个百分点,主要原因在于生化诊断仪器市场逐渐饱和且竞争压力加大,整个生化仪器行业都出现一定下滑。(2)公司销售费率和管理费率与去年同期相比分别提升了4.8和4.1个百分点,主要原因在于公司进一步加大了产品推广力度,导致销售费用同比增长61.9%;另外公司还加大了研发投入,导致管理费用同比增长57.9%。
- 全产业链覆盖,协同效应明显。**公司业务覆盖体外诊断全产业链,包括上游的体外诊断试剂原料——充分保障原材料供应;中游的试剂和仪器研发、生产及销售——试剂种类多达127项,是国内生化检测项目最齐全的厂商之一,同时代理及自产配套全自动生化分析仪,有望通过仪器带动试剂销售;下游的第三方诊断服务——德胜医学检验所为宁波及周边地区的300多家医疗机构提供诊断服务,随着规模扩大存在强烈的外延式扩张预期。公司业务覆盖体外诊断全产业链,成本优势和协同效应明显。
- 推出集成式POCT产品,布局基层健康管理。**便携式、傻瓜式的POCT产品是体外诊断发展的必然趋势之一,未来将逐步走向千家万户,目前市场规模近百亿元,年均复合增长率在20%以上,未来发展空间巨大。公司推出了集成糖尿病、心肌疾病、肾功能和急诊等功能的POCT产品,性价比高,定位基层医疗机构。在此基础上,公司还推出了基层慢性病诊疗管理系统,实现了从医院端向患者端的延伸,把握入口优势,提前布局千亿健康管理蓝海市场。
- 盈利预测及评级:**预计公司2015-2017年EPS分别为1.48元、1.86元、2.30元,对应PE分别为70倍、55倍、45倍。考虑到公司在体外诊断行业的全产业链布局,其第三方诊断服务存在强烈的外延式扩张预期,且公司还迈进了市场前景广阔的POCT和健康管理蓝海市场,未来发展空间巨大,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:**生化诊断收入增速或低于预期;POCT产品放量速度或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	597.85	721.52	884.81	1092.46
增长率	38.37%	20.69%	22.63%	23.47%
归属母公司净利润(百万元)	137.68	167.82	210.37	260.35
增长率	32.99%	21.89%	25.35%	23.76%
每股收益EPS(元)	1.21	1.48	1.86	2.30
净资产收益率ROE	32.95%	13.00%	14.49%	15.77%
PE	85	70	55	45
PB	28.11	9.10	8.09	7.11

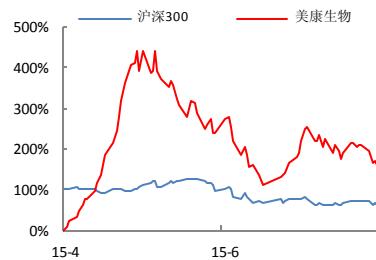
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.13
流通A股(亿股)	0.28
52周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	116.71
总资产(亿元)	6.03
每股净资产(元)	5.26

相关研究

关键假设:

1、体外诊断试剂在 2015-2017 的收入增速分别为 25%、25%、25%，毛利率分别为 70.00%、69.00%、68.00%；

2、医学诊断服务在 2015-2017 的收入增速分别为 20%、25.00%、30.00%，毛利率分别为 48.00%、48.00%、48.00%。

表 1：美康生物业务分拆盈利预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	327.74	432.06	597.85	721.52	884.81	1,092.46
yoy	70.24%	31.83%	38.37%	20.69%	22.63%	23.47%
营业成本	134.11	181.02	262.42	290.30	353.44	435.56
毛利率	59.08%	58.10%	56.11%	59.77%	60.06%	60.13%
体外诊断试剂						
收入	255.11	330.45	445.78	557.23	696.53	870.66
yoy	62.4%	29.5%	34.9%	25.00%	25.00%	25.00%
成本	78.64	101.91	145.19	167.17	215.92	278.61
毛利率	69.17%	69.16%	67.43%	70.00%	69.00%	68.00%
体外诊断仪器						
收入	33.64	54.42	85.79	87.51	91.88	96.48
yoy	219.6%	61.8%	57.6%	2.00%	5.00%	5.00%
成本	32.59	53.25	82.92	83.13	87.29	91.65
毛利率	3.12%	2.15%	3.35%	5.00%	5.00%	5.00%
医学诊断服务						
收入	35.59	43.55	61.65	73.98	92.48	120.22
yoy	48.2%	22.4%	41.6%	20.00%	25.00%	30.00%
成本	21.24	24.05	32.22	38.47	48.09	62.51
毛利率	40.32%	44.78%	47.74%	48.00%	48.00%	48.00%
试剂原料						
收入	2.63	2.68	1.87	2.81	3.93	5.11
yoy	271.8%	1.8%	-30.1%	50.00%	40.00%	30.00%
成本	1.59	1.8	1.02	1.53	2.14	2.78
毛利率	39.54%	32.84%	45.45%	45.50%	45.50%	45.50%

数据来源: 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	597.85	721.52	884.81	1092.46	净利润	136.79	166.73	209.00	258.66
营业成本	262.42	290.30	353.44	435.56	折旧与摊销	31.07	23.20	24.99	27.31
营业税金及附加	4.83	5.83	7.14	8.82	财务费用	5.54	0.25	-2.90	-3.23
销售费用	84.60	119.05	145.99	180.26	资产减值损失	2.66	3.00	3.00	3.00
管理费用	73.01	101.01	123.87	152.94	经营营运资本变动	-88.59	-44.82	-64.71	-78.27
财务费用	5.54	0.25	-2.90	-3.23	其他	29.03	-3.00	-3.00	-3.00
资产减值损失	2.66	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	116.51	145.36	166.39	204.47
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-31.15	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-60.22	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-91.37	-30.00	-30.00	-30.00
营业利润	164.78	202.08	254.26	315.11	短期借款	22.77	-100.77	0.00	0.00
其他非经营损益	1.97	3.70	3.18	3.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	166.75	205.78	257.44	318.26	股权融资	0.00	740.33	0.00	0.00
所得税	29.96	39.05	48.44	59.60	支付股利	-30.00	-39.90	-48.63	-60.96
净利润	136.79	166.73	209.00	258.66	其他	-6.97	-0.26	2.90	3.23
少数股东损益	-0.89	-1.09	-1.37	-1.69	筹资活动现金流净额	-14.20	599.40	-45.73	-57.73
归属母公司股东净利润	137.68	167.82	210.37	260.35	现金流量净额	10.95	714.76	90.65	116.74
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	108.68	823.44	914.09	1030.83	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应收和预付款项	202.43	254.09	311.69	382.37	成长能力				
存货	76.56	84.70	103.12	127.08	销售收入增长率	38.37%	20.69%	22.63%	23.47%
其他流动资产	44.70	53.95	66.16	81.68	营业利润增长率	31.75%	22.64%	25.82%	23.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	32.47%	21.89%	25.35%	23.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.97%	11.98%	22.53%	22.74%
固定资产和在建工程	145.44	154.33	161.43	166.21	获利能力				
无形资产和开发支出	37.38	35.51	33.64	31.77	毛利率	56.11%	59.77%	60.06%	60.13%
其他非流动资产	6.06	5.84	5.61	5.39	三费率	27.29%	30.53%	30.17%	30.20%
资产总计	621.25	1411.85	1595.74	1825.33	净利率	22.88%	23.11%	23.62%	23.68%
短期借款	100.77	0.00	0.00	0.00	ROE	32.95%	13.00%	14.49%	15.77%
应付和预收款项	93.34	117.39	140.53	171.91	ROA	22.02%	11.81%	13.10%	14.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	36.66%	33.10%	35.77%	38.14%
其他负债	12.01	12.18	12.57	13.07	EBITDA/销售收入	33.69%	31.26%	31.23%	31.05%
负债合计	206.12	129.57	153.09	184.98	营运能力				
股本	85.00	113.34	113.34	113.34	总资产周转率	1.09	0.71	0.59	0.64
资本公积	0.02	712.01	712.01	712.01	固定资产周转率	4.61	5.07	6.36	7.84
留存收益	328.79	456.71	618.45	817.84	应收账款周转率	3.66	3.51	3.51	3.52
归属母公司股东权益	413.83	1282.07	1443.80	1643.19	存货周转率	4.09	3.60	3.76	3.78
少数股东权益	1.30	0.21	-1.15	-2.84	销售商品提供劳务现金营业收入	107.37%	—	—	—
股东权益合计	415.13	1282.28	1442.65	1640.35	资本结构				
负债和股东权益合计	621.25	1411.85	1595.74	1825.33	资产负债率	33.18%	9.18%	9.59%	10.13%
					带息债务/总负债	48.89%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	2.21	10.21	9.78	9.29
EBITDA	201.40	225.53	276.35	339.19	速动比率	1.82	9.49	9.05	8.56
PE	84.76	69.54	55.48	44.83	股利支付率	21.79%	23.77%	23.12%	23.41%
PB	28.11	9.10	8.09	7.11	每股指标				
PS	19.52	16.18	13.19	10.68	每股收益	1.21	1.48	1.86	2.30
EV/EBITDA	43.40	48.08	38.91	31.36	每股净资产	3.66	11.31	12.73	14.47
股息率	0.26%	0.34%	0.42%	0.52%	每股经营现金	1.03	1.28	1.47	1.80
					每股股利	0.26	0.35	0.43	0.54

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼
邮编：200120
邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼
邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn