

定量产品为业绩动力, 慢病管理为发展方向

- **业绩总结:** 2015H1 公司实现营收 1.9 亿元(+8.4%);扣非后净利润 5202 万元(+24.1%); 2015Q2 公司营收 1.1 亿元, 扣非后净利润 3424 万元(+38.1%)。利润分配预案:每 10 股派发现金 3 元。
- **定量类产品为公司业绩主要动力, 推动业绩稳健增长。** (1) 2015H1, 应用于传染病和慢性病检测的高毛利定量类产品为公司重点, 营收同比增速分别为 32.6% 和 37.3%, 远超行业平均增速, 合计约占公司总收入的 50%, 推动公司收入实现增长。(2) 公司利润增速高于营收增速, 原因在于毛利率提升和三费率下降。传染病和慢性检测产品的毛利率分别提升了 1.2 和 5.0 个百分点, 综合毛利率提升 2.0 个百分点, 另外三费率也下降 1.1 个百分点, 使得净利率提高 1.5 个百分点。总体来看, 公司收入和利润都处于上升通道, 全年业绩值得期待。
- **公司在国内 POCT 产业中处于领先地位。** POCT 是体外诊断行业发展最快的细分领域, 2018 年我国 POCT 市场规模有望达到 90 亿元, 2013-2018 年期间的年均复合增长率有望保持在 25% 左右。公司专注于 POCT 产品, 技术实力雄厚, 2011 年获批建设“自检型快速诊断国家地方联合工程实验室”, 已开发出妊娠、传染病、毒品(药物滥用)、慢性病检测等多个产品系列, 凭借质量和成本优势, 借助经销商渠道销往全球 110 多个国家和地区, 充分享受 POCT 市场扩容带来的红利, 未来发展前景广阔。
- **全过程慢病健康管理有望打开成长新空间。** POCT 产品直接采集患者数据, 能够把握终端患者数据, 在慢性病管理方面具有天然优势。据中报披露, 公司正在进行移动医疗系统的研发。招股说明书披露, 公司计划在未来 3 年里打造覆盖糖尿病、心脑血管病和呼吸道病的诊断、控制和反馈的全过程健康管理产业链。另外公司还将打造电子商务销售平台和健康管理信息平台, 发展线上线下渠道, 抓住终端客户资源, 提供全方位健康管理服务。我们认为: 随着渠道打通, 公司将从 POCT 产品延伸到下游健康管理服务, 有望打开公司成长新空间。
- **盈利预测及评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.28 元、1.52 元和 1.85 元, 对应 PE 分别为 50 倍、42 倍和 35 倍。考虑到 POCT 行业广阔的前景, 公司的市场稀缺性和在慢病管理领域的布局, 我们看好公司中长期的发展前景。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争或加剧; 健康管理产业链整合或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	365.40	408.39	491.41	594.52
增长率	47.55%	11.77%	20.33%	20.98%
归属母公司净利润(百万元)	98.36	112.50	134.18	162.37
增长率	66.71%	14.37%	19.27%	21.02%
每股收益 EPS(元)	1.12	1.28	1.52	1.85
净资产收益率 ROE	31.38%	27.86%	27.52%	27.52%
PE	57	50	42	35
PB	17.95	13.93	11.53	9.53

数据来源: Wind, 西南证券

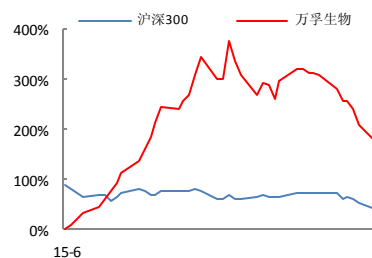
西南证券研究发展中心

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

联系人: 周平
电话: 023-67909731
邮箱: zp@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林
电话: 023-67909731
邮箱: cti@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)	0.88
流通 A 股(亿股)	0.22
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	56.25
总资产(亿元)	7.45
每股净资产(元)	7.51

相关研究

1. 万孚生物(300482): 国内 POCT 产业的领跑者 (2015-06-17)

关键假设:

1、毒品(滥用药物)检测产品在 2015-2017 的收入增速分别为 -5%、10%、10%，毛利率分别为 63%、62%、61%；

2、传染病检测产品在 2015-2017 的收入增速分别为 30%、30%、30%，毛利率分别为 71%、71%、71%。

3、妊娠及优生优育检测产品在 2015-2017 的收入增速分别为 -5%、6%、8%，毛利率分别为 50%、50%、50%。

4、慢性疾病检测产品在 2015-2017 的收入增速分别为 40%、35%、30%，毛利率分别为 80%、81%、82%。

表 1: 万孚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	227.35	247.64	365.40	408.39	491.41	594.52
yoy	23.95%	8.92%	47.55%	11.77%	20.33%	20.98%
合计:营业成本	111.81	104.51	128.35	139.25	163.59	193.75
毛利率	50.82%	57.80%	64.87%	65.90%	66.71%	67.41%
毒品(滥用药物)检测						
收入	48.22	77.77	115.7	109.92	120.91	133.00
yoy	43.4%	61.3%	48.8%	-5.00%	10.00%	10.00%
成本	18.16	32.49	44.89	40.67	45.94	51.87
毛利率	62.34%	58.22%	61.20%	63.00%	62.00%	61.00%
传染病检测						
收入	73.78	69.1	115.15	149.70	194.60	252.98
yoy	99.4%	-6.3%	66.7%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	34.69	24.65	34.03	43.41	56.44	73.37
毛利率	52.98%	64.33%	70.45%	71.00%	71.00%	71.00%
妊娠及优生优育检测						
收入	84.59	78.66	87.49	83.12	88.10	95.15
yoy	-9.8%	-7.0%	11.2%	-5.00%	6.00%	8.00%
成本	45.46	36.43	40.29	41.56	44.05	47.58
毛利率	46.26%	53.69%	53.95%	50.00%	50.00%	50.00%
慢性疾病检测						
收入	17.96	20.56	44.87	62.82	84.80	110.25
yoy	64.2%	14.5%	118.3%	40.00%	35.00%	30.00%
成本	11.78	10.41	8.65	12.56	16.11	19.84
毛利率	34.41%	49.37%	80.72%	80.00%	81.00%	82.00%
其他类						
收入	2.81	1.57	2.19	2.85	2.99	3.14

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
yoy	-64.2%	-44.2%	39.4%	30.00%	5.00%	5.00%
成本	1.72	0.53	0.49	1.05	1.05	1.10
毛利率	38.79%	66.24%	77.63%	63.00%	65.00%	65.00%

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	365.40	408.39	491.41	594.52	净利润	98.36	112.50	134.18	162.37
营业成本	128.35	139.25	163.59	193.75	折旧与摊销	17.78	22.51	27.17	31.04
营业税金及附加	0.90	1.01	1.21	1.47	财务费用	0.67	0.96	1.06	0.99
销售费用	83.84	89.85	108.11	130.79	资产减值损失	1.16	1.00	1.00	1.00
管理费用	62.36	69.43	83.54	101.07	经营营运资本变动	7.85	-14.53	1.38	-3.88
财务费用	0.67	0.96	1.06	0.99	其他	-21.36	-0.89	-0.89	-0.89
资产减值损失	1.16	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	104.47	121.55	163.89	190.63
投资收益	3.49	0.00	0.00	0.00	资本支出	-9.63	-100.00	-45.00	-20.00
公允价值变动损益	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	其他	-19.77	-0.11	-0.11	-0.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-29.40	-100.11	-45.11	-20.11
营业利润	91.49	106.79	132.79	165.34	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	23.07	23.99	23.69	23.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	114.56	130.77	156.49	189.12	股权融资	0.00	22.00	0.00	0.00
所得税	16.20	18.27	22.31	26.75	支付股利	-26.40	-44.01	-50.34	-60.03
净利润	98.36	112.50	134.18	162.37	其他	0.00	-9.22	-1.06	-0.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-26.40	-31.23	-51.39	-61.02
归属母公司股东净利润	98.36	112.50	134.18	162.37	现金流量净额	48.31	-9.78	67.39	109.51
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	152.15	142.37	209.75	319.26	成长能力				
应收和预付款项	29.91	43.83	48.58	58.72	销售收入增长率	47.55%	11.77%	20.33%	20.98%
存货	51.44	55.81	65.57	77.65	营业利润增长率	107.82%	16.72%	24.36%	24.51%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	66.71%	14.37%	19.27%	21.02%
长期股权投资	3.43	3.43	3.43	3.43	EBITDA 增长率	88.41%	18.48%	23.61%	22.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	146.49	225.85	245.55	236.38	毛利率	64.87%	65.90%	66.71%	67.41%
无形资产和开发支出	14.77	12.89	11.02	9.15	三费率	40.20%	39.24%	39.21%	39.17%
其他非流动资产	11.70	11.70	11.70	11.70	净利率	26.92%	27.55%	27.30%	27.31%
资产总计	409.88	495.87	595.60	716.29	ROE	31.38%	27.86%	27.52%	27.52%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	24.00%	22.69%	22.53%	22.67%
应付和预收款项	68.60	71.77	86.35	103.07	ROIC	43.61%	38.78%	38.31%	45.55%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.09%	31.90%	32.77%	33.20%
其他负债	27.85	20.30	21.61	23.23	营运能力				
负债合计	96.44	92.07	107.96	126.30	总资产周转率	0.98	0.90	0.90	0.91
股本	66.00	88.00	88.00	88.00	固定资产周转率	2.62	2.54	2.63	2.97
资本公积	85.51	85.51	85.51	85.51	应收账款周转率	16.31	14.08	13.47	14.03
留存收益	161.80	230.29	314.13	416.47	存货周转率	2.66	2.60	2.70	2.71
归属母公司股东权益	313.43	403.80	487.64	589.98	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	101.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	313.43	403.80	487.64	589.98	资产负债率	23.53%	18.57%	18.13%	17.63%
负债和股东权益合计	409.88	495.87	595.60	716.29	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.79	3.05	3.40	4.01
					速动比率	2.18	2.35	2.72	3.33
					股利支付率	26.84%	39.12%	37.52%	36.97%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	109.94	130.26	161.02	197.37	每股收益	1.12	1.28	1.52	1.85
PE	57.19	50.00	41.92	34.64	每股净资产	3.56	4.59	5.54	6.70
PB	17.95	13.93	11.53	9.53	每股经营现金	1.19	1.38	1.86	2.17
PS	15.39	13.77	11.45	9.46	每股股利	0.30	0.50	0.57	0.68
EV/EBITDA	36.96	42.00	33.56	26.82					
股息率	0.47%	0.78%	0.89%	1.07%					

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

zhhy@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