

IVD 产品线全方位布局, 外延扩张预期强烈

- **事件:** 公司公告称拟出资 255 万元与甬熙投资共同设立美康基因, 公司持股比例为 51%; 美国全资子公司圣地亚哥美康拟出资 3000 万美元设立美康租赁。
- **基因诊断完善 IVD 产品线布局, 融资租赁提高客户粘性。** 基因诊断能够实现易感基因检测和遗传病筛查, 在全球精准医疗投资热潮的推动下已成为我国 IVD 行业增速最快的子领域之一, 据估计我国分子诊断市场规模约为 30 亿元, 年均复合增速不低于 25%。公司拥有 120 多种生化检测试剂, 是国内生化检测项目最齐全的厂商之一; 自研化学发光仪已完成样机研制, 预计将于 2016 年上市销售; 集成糖尿病、心肌疾病、肾功能和急诊等功能的高性价比 POCT 产品已开始大规模推广; 此次设立美康基因负责国内外基因诊断产品的代理和销售, 补充了公司在 MD 行业的最后一块拼图, 形成了齐全的产品线, 能够满足不同客户的差异化需求, 充分发挥协同作用。融资租赁公司能够为客户提供产品+金融的全方位服务模式, 既缓解了客户资金压力又有利于拓宽公司融资渠道和提高客户粘性, 促进 IVD 产品放量。
- **IVD 产业链不断延伸, 第三方实验室扩张在即。** 公司业务已覆盖 MD 全产业链, 而且仍在不断强化: 1) 上游为 MD 试剂原料, 通过收购宁波生元进一步保证了原材料供应和试剂成本控制; 2) 中游为 MD 仪器和试剂, 通过自产+代理覆盖了生化、免疫 (化学发光在研)、分子和 POCT 产品线; 3) 下游为医疗服务, 盛德医学检验所覆盖了宁波及周边地区的 300 多家医疗机构, 通过收购上饶誉康医学检验所进军江西市场。第三方实验室重点针对地级市进行布局, 市场竞争相对较小, 未来有望通过并购迅速在全国铺开。
- **模式化扩张打造广泛的营销渠道。** 营销渠道是决定 IVD 企业短期现金流和长期可持续发展的核心要素。国外 IVD 巨头罗氏诊断、雅培等都拥有覆盖全球的营销渠道支持, 国内迈克生物、润达医疗等也都在迅速扩张, 营销渠道进入了快速跑马圈地的阶段。公司上市以来通过外延式并购迅速扩大营销渠道, 先后在新疆、宁波和重庆与当地的 IVD 经销商成立了合资公司, 借助经销商丰富的行业资源能够在当地迅速推广和壮大, 三家经销商对 2016 年的净利润承诺合计达 3760 万元, 归属上市公司净利润为 1900 万元, 将显著增厚公司业绩。模式化扩张有助于迅速扩大公司营销渠道, 后续仍然存在强烈的外延式扩张预期。
- **盈利预测及评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.49 元、0.62 元、0.77 元, 对应 PE 分别为 83 倍、66 倍、54 倍。考虑到公司已完成了对 IVD 产品线的全方位布局, 并覆盖了上游试剂原料、中游仪器和试剂及下游第三方实验室, 营销渠道模式化扩张可复制性强, 外延式并购预期强烈。我们看好公司未来发展前景, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 外延并购整合进度或低于预期; 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	168.15	211.02	261.00
增长率	32.99%	22.12%	25.50%	23.69%
每股收益 EPS (元)	0.40	0.49	0.62	0.77
净资产收益率 ROE	32.95%	11.07%	12.55%	13.88%
PE	102	83	66	54
PB	33.67	9.26	8.37	7.48

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

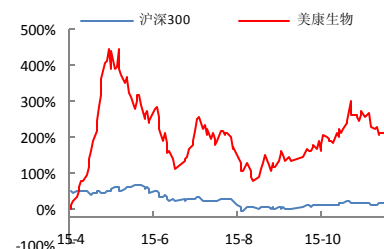
邮箱: cti@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@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)	3.4
流通 A 股(亿股)	0.85
52 周内股价区间(元)	26.2-53.5
总市值(亿元)	139.78
总资产(亿元)	13.94
每股净资产(元)	3.65

相关研究

1. 美康生物 (300439): 全产业链布局的优质 MD 企业 (2015-08-21)

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	167.05	209.65	259.30
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	-0.15	-3.69	-4.03
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	-0.15	-3.69	-4.03	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	145.28	166.24	204.32
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	202.48	255.06	315.91	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	206.18	258.24	319.06	股权融资	0.00	967.01	0.00	0.00
所得税	29.96	39.13	48.59	59.75	支付股利	-30.00	-39.90	-48.72	-61.15
净利润	136.79	167.05	209.65	259.30	其他	-6.97	0.13	3.69	4.03
少数股东损益	-0.89	-1.09	-1.37	-1.70	筹资活动现金流净额	-14.20	826.48	-45.03	-57.12
归属母公司股东净利润	137.68	168.15	211.02	261.00	现金流量净额	10.95	941.76	91.21	117.20
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	108.68	1050.44	1141.64	1258.84	成长能力				
应收和预付款项	202.43	254.09	311.69	382.37	销售收入增长率	38.37%	20.69%	22.63%	23.47%
存货	76.56	84.70	103.12	127.08	营业利润增长率	31.75%	22.88%	25.97%	23.86%
其他流动资产	44.70	53.95	66.16	81.68	净利润增长率	32.47%	22.12%	25.50%	23.69%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.97%	11.98%	22.53%	22.74%
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	145.44	154.33	161.43	166.21	毛利率	56.11%	59.77%	60.06%	60.13%
无形资产和开发支出	37.38	35.51	33.64	31.77	三费率	27.29%	30.48%	30.08%	30.13%
其他非流动资产	6.06	5.84	5.61	5.39	净利率	22.88%	23.15%	23.69%	23.74%
资产总计	621.25	1638.85	1823.30	2053.34	ROE	32.95%	11.07%	12.55%	13.88%
短期借款	100.77	0.00	0.00	0.00	ROA	22.02%	10.19%	11.50%	12.63%
应付和预收款项	93.34	117.39	140.53	171.91	ROIC	36.66%	33.10%	35.77%	38.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.69%	31.26%	31.23%	31.05%
其他负债	12.01	12.18	12.57	13.07	营运能力				
负债合计	206.12	129.57	153.09	184.98	总资产周转率	1.09	0.64	0.51	0.56
股本	85.00	340.02	340.02	340.02	固定资产周转率	4.61	5.07	6.36	7.84
资本公积	0.02	712.01	712.01	712.01	应收账款周转率	3.66	3.51	3.51	3.52
留存收益	328.79	457.04	619.33	819.18	存货周转率	4.09	3.60	3.76	3.78
归属母公司股东权益	413.83	1509.07	1671.36	1871.22	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	107.37%	—	—	—
少数股东权益	1.30	0.21	-1.16	-2.86	资本结构				
股东权益合计	415.13	1509.28	1670.20	1868.36	资产负债率	33.18%	7.91%	8.40%	9.01%
负债和股东权益合计	621.25	1638.85	1823.30	2053.34	带息债务/总负债	48.89%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.21	12.11	11.37	10.60
					速动比率	1.82	11.40	10.65	9.87
					股利支付率	21.79%	23.73%	23.09%	23.43%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.49	0.62	0.77
					每股净资产	1.22	4.44	4.91	5.49
					每股经营现金	0.34	0.43	0.49	0.60
					每股股利	0.09	0.12	0.14	0.18
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	201.40	225.53	276.35	339.19					
PE	101.52	83.13	66.24	53.56					
PB	33.67	9.26	8.37	7.48					
PS	23.38	19.37	15.80	12.80					
EV/EBITDA	17.29	57.30	46.44	37.49					
股息率	0.21%	0.29%	0.35%	0.44%					

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