

## 第三方实验室全国性扩张，试水高端健康体检

- **事件:**公司公告称拟出资1530万元收购金华医学检验所、1020万元设立金华美康国宾、2340.9万元设立美康泰普；公司对上述投资标的持股比例均为51%。
- **第三方实验室全国性外延扩张。**此次收购是公司今年8月收购江西上饶誉康医学检验所之后，第三方实验室外延扩张进一步提速。通过收购金华医学检验所，公司第三方医疗服务已布局了浙江宁波和金华两大经济强市，而且两市距离较近，能够对周边城市形成交叉覆盖，充分发挥协同效应。公司与泰普生物合资设立的美康泰普将以9000万元收购泰普生物旗下的北京和福州两家医学检验所的100%股权，业务范围进一步扩大到北京和福建。随着医保控费政策趋严，医院出于成本考虑会将更多检测服务外包给第三方实验室，第三方实验室市场迎来快速扩张。我国第三方实验室市场规模约为40亿元左右，仅占医学诊断服务市场的2%左右。而美国第三方实验室的市场规模已超过200亿美元，市场占比高达35%，可见我国第三方医学实验室还有巨大的发展空间。参照美国第三方实验室龙头Quest和Labcorp的发展经验，规模越大成本越低，竞争力越强，大规模连锁型实验室将发展成行业龙头。公司自上市以来不断扩大第三方实验室版图，已完成在浙江、江西、北京和福建的初步布局，未来继续向全国延伸的外延式扩张预期十分强烈。
- **首次试水高端健康体检。**据估计2014年我国健康体检市场规模高达750亿元，同比增长27%左右。随着健康意识和收入水平提高，越来越多的人会选择健康体检，市场规模将保持高速增长。公司此次设立金华美康国宾健康管理有限公司，重点瞄准高端体检市场，市场进入壁垒低，利润率较高，行业还处于跑马圈地的扩张期，市场竞争格局较好。我们认为此次公司首次试水高端健康体检市场，主要优势在于：1)全方位布局的IVD产品线能够有效降低体检成本，市场竞争力强；2)未来有望遍布全国的第三方实验室将为体检服务提供优质的样本检测，在准确性和快捷性方面领先其他竞争对手。依托第三方实验室的迅速扩张，公司的健康体检业务未来也有望迎来爆发性增长。
- **IVD产品线全方位布局，营销渠道全国性复制。**参考国外IVD龙头企业的发展趋势，我们认为齐全产品线和广泛的营销渠道是决定IVD企业发展空间的核心要素。公司通过自产+代理已经覆盖了生化、免疫、分子和POCT产品，而且还形成了上游试剂原料、中游仪器和试剂、下游第三方实验室+健康体检的全产业链布局。另外公司还通过外延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经销商成立合资公司，借助经销商丰富的资源能够在当地迅速推广和壮大。这种模式操作简单，未来将迅速复制到全国。
- **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85倍、68倍、55倍。考虑到公司在IVD全产业链和全产品线的战略布局，营销渠道、第三方实验室和健康体检都还存在强烈的外延式扩张预期，催化剂众多，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	104	85	68	55
PB	34.61	9.52	8.60	7.69

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

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)	143.69
总资产(亿元)	13.94
每股净资产(元)	3.65

### 相关研究

- 美康生物(300439): IVD产品线全方位布局，外延扩张预期强烈 (2015-12-08)
- 美康生物(300439): 全产业链布局的优质IVD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
<b>营业利润</b>	<b>164.78</b>	<b>202.48</b>	<b>255.06</b>	<b>315.91</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>166.75</b>	<b>206.18</b>	<b>258.24</b>	<b>319.06</b>	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
<b>净利润</b>	<b>136.79</b>	<b>167.05</b>	<b>209.65</b>	<b>259.30</b>	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	<b>现金流量净额</b>	10.95	941.76	91.21	117.20
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
货币资金	108.68	1050.44	1141.64	1258.84	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>资产总计</b>	<b>621.25</b>	<b>1638.85</b>	<b>1823.30</b>	<b>2053.34</b>	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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>206.12</b>	<b>129.57</b>	<b>153.09</b>	<b>184.98</b>	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	销售商品提供劳务现金营业收入	107.37%	—	—	—
少数股东权益	1.30	0.21	-1.16	-2.86	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>415.13</b>	<b>1509.28</b>	<b>1670.20</b>	<b>1868.36</b>	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%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	2.21	12.11	11.37	10.60
EBITDA	201.40	225.53	276.35	339.19	速动比率	1.82	11.40	10.65	9.87
PE	104.36	85.46	68.09	55.05	股利支付率	21.79%	23.73%	23.09%	23.43%
PB	34.61	9.52	8.60	7.69	<b>每股指标</b>				
PS	24.03	19.92	16.24	13.15	每股收益	0.40	0.49	0.62	0.77
EV/EBITDA	17.78	59.04	47.85	38.64	每股净资产	1.22	4.44	4.91	5.49
股息率	0.21%	0.28%	0.34%	0.43%	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

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