

2016年04月28日

证券研究报告·2015年年报暨2016年一季报点评

美康生物(300439) 医药生物

买入(维持)

当前价: 26.93元

目标价: 一一元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 内生+外延, 业绩有望保持较快增长

- 业绩总结:** 2015年公司实现营业收入6.8亿, 同比增长14.3%; 归母净利润1.61亿, 同比增长17.1%; 扣非归母净利润1.46亿元, 同比增长7.5%; 经营性现金流量净额1.78亿, 同比增长52.4%; EPS 0.52元。分配方案为: 每10股派发现金1元(含税); 2016Q1公司实现营收1.72亿元, 同比增速17.1%; 归母净利润3888万元, 同比增速17.5%; 扣非后归母净利润3529万元, 同比增速7.15%; EPS 0.11元。业绩基本符合预期。
- 内生+外延, 业绩有望保持较快增长。** 2015年公司营收实现6.8亿元, 同比+14.27%。分产品线看, 试剂、仪器、服务以及原料分别同比增长19.69%、-11.68%、10.48%和23.98%, 其中公司核心的试剂业务实现了5.34亿元, 同比增速达19.7%, 远超10%左右的行业增速, 这反映了公司渠道下沉效果显著和二级及以下医院市场潜力巨大, 我们认为公司试剂有望保持近20%的增速。公司年报及季报收入增速均超过扣非归母净利润增幅, 主要原因有两点: 1) 研发投入加大, 2015年支出近4000万元, 同比增长65%; 2) 销售投入加大, 导致2015年费用率增长近2个百分点。考虑到公司内生业绩增速较快且2015年收购及设立了4家医学检验所以及收购了7个区域渠道商, 未来还将有持续外延并购预期, 我们认为2016年公司收入和利润保持20%以上增长确定性较强。
- 发展“产品+服务一体化”的商业模式, 打造专业医学检验集约化系统供应商。** 公司为体外诊断行业中发展最为迅猛的新秀之一, 销售能力和执行能力显著。公司上市后进行了大量的资本运作, 在产品线方面: 通过自研+外延, 布局了生化、免疫、分子、血球等产品线; 在第三方诊断服务方面: 除了德盛检验所外, 公司通过外延取得了上饶、金华、北京和福州四家检验所; 在渠道方面: 公司先后收购了新疆、重庆、宁波、上海、山东、安徽和南京7个区域的渠道商; 在检验科整体打包模式刚刚兴起的行业机遇下, 公司提出发展产品+服务一体化, 通过上述布局, 公司为打造医学检验集约化供应商战略奠定了良好基础。
- 盈利预测及评级:** 预计公司2016-2018年EPS分别为0.58元、0.67元、0.82元, 对应PE分别为47倍、40倍、33倍。考虑到公司在IVD全产业链和全产品线的战略布局, 致力于打造诊断产品+诊断服务一体化的商业模式, 且从一季报公告显示出公司还存股权融资并积极外延并购预期, 预计下半年催化剂较多, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 外延渠道并购及整合进度或低于预期; POCT及新产品产品放量速度或低于预期。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	683.14	836.04	1014.13	1211.57
增长率	14.27%	22.38%	21.30%	19.47%
归属母公司净利润(百万元)	161.27	196.12	228.03	279.30
增长率	17.13%	21.61%	16.27%	22.48%
每股收益EPS(元)	0.47	0.58	0.67	0.82
净资产收益率ROE	12.39%	13.10%	13.22%	13.93%
PE	57	47	40	33
PB	7.11	6.18	5.37	4.62

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

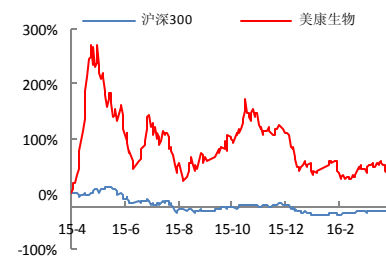
邮箱: cti@swsc.com.cn

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)	1.1
52周内股价区间(元)	23.53-53.5
总市值(亿元)	91.57
总资产(亿元)	13.94
每股净资产(元)	3.65

### 相关研究

- 美康生物(300439): 补充血球产品, 推进全产业链+全产业链布局 (2016-01-26)
- 美康生物(300439): 第三方实验室全国性扩张, 试水高端健康体检 (2015-12-20)
- 美康生物(300439): MD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MD企业 (2015-08-21)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	683.14	836.04	1014.13	1211.57	净利润	159.46	193.92	225.48	276.17
营业成本	282.02	342.70	422.26	513.12	折旧与摊销	43.13	19.92	22.29	24.90
营业税金及附加	6.33	7.75	9.39	11.22	财务费用	0.38	0.00	0.00	0.00
销售费用	107.40	133.77	167.33	181.74	资产减值损失	3.00	4.00	5.00	6.00
管理费用	111.14	121.23	147.05	175.68	经营营运资本变动	-298.87	-126.17	-138.52	-153.97
财务费用	0.38	0.00	0.00	0.00	其他	270.44	-4.00	-5.00	-6.00
资产减值损失	3.00	4.00	5.00	6.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>177.55</b>	<b>87.68</b>	<b>109.25</b>	<b>147.11</b>
投资收益	3.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-74.44	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-332.50	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-406.94</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>176.15</b>	<b>226.61</b>	<b>263.10</b>	<b>323.81</b>	短期借款	-100.77	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.37	9.02	9.96	10.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>191.52</b>	<b>235.62</b>	<b>273.05</b>	<b>334.35</b>	股权融资	711.99	0.00	0.00	0.00
所得税	32.06	41.70	47.57	58.18	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	159.46	193.92	225.48	276.17	其他	1.19	-0.87	0.00	0.00
少数股东损益	-1.81	-2.20	-2.55	-3.13	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>612.41</b>	<b>-0.87</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
归属母公司股东净利润	161.27	196.12	228.03	279.30	<b>现金流量净额</b>	<b>384.07</b>	<b>56.81</b>	<b>79.25</b>	<b>117.11</b>
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	488.28	545.09	624.34	741.44	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	249.45	303.73	367.35	440.09	销售收入增长率	14.27%	22.38%	21.30%	19.47%
存货	113.81	138.30	170.41	207.08	营业利润增长率	6.90%	28.64%	16.10%	23.08%
其他流动资产	292.17	357.56	433.73	518.17	净利润增长率	16.57%	21.61%	16.27%	22.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.07%	12.23%	15.76%	22.19%
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	180.56	193.87	204.81	213.14	毛利率	58.72%	59.01%	58.36%	57.65%
无形资产和开发支出	62.37	59.41	56.45	53.49	三费率	32.05%	30.50%	31.00%	29.50%
其他非流动资产	60.14	59.87	59.61	59.34	净利率	23.34%	23.20%	22.23%	22.79%
<b>资产总计</b>	<b>1446.79</b>	<b>1657.84</b>	<b>1916.69</b>	<b>2232.75</b>	ROE	12.39%	13.10%	13.22%	13.93%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.02%	11.70%	11.76%	12.37%
应付和预收款项	127.22	144.99	178.06	217.60	ROIC	23.09%	21.05%	20.81%	22.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.15%	29.49%	28.14%	28.78%
其他负债	32.14	32.37	32.67	33.01	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>159.36</b>	<b>177.36</b>	<b>210.73</b>	<b>250.61</b>	总资产周转率	0.66	0.54	0.57	0.58
股本	340.02	340.02	340.02	340.02	固定资产周转率	4.42	5.00	5.81	6.68
资本公积	456.99	456.99	456.99	456.99	应收账款周转率	3.52	3.65	3.60	3.59
留存收益	490.05	686.17	914.21	1193.51	存货周转率	2.96	2.72	2.74	2.72
归属母公司股东权益	1287.94	1483.18	1711.22	1990.52	销售商品提供劳务收到现金营业收入	112.44%	—	—	—
少数股东权益	-0.50	-2.70	-5.25	-8.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1287.43</b>	<b>1480.49</b>	<b>1705.97</b>	<b>1982.14</b>	资产负债率	11.01%	10.70%	10.99%	11.22%
负债和股东权益合计	1446.79	1657.84	1916.69	2232.75	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.92	9.19	8.88	8.69
					速动比率	8.03	8.25	7.93	7.74
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	219.66	246.53	285.39	348.71	每股收益	0.47	0.58	0.67	0.82
PE	56.78	46.69	40.16	32.78	每股净资产	3.79	4.35	5.02	5.83
PB	7.11	6.18	5.37	4.62	每股经营现金	0.52	0.26	0.32	0.43
PS	13.40	10.95	9.03	7.56	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	39.20	34.70	29.70	23.97					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn