

## 业绩基本符合预期，试剂延续快速增长态势

### 投资要点

- 事件:**公司公告2016年上半年实现营收3.8亿元，同比23.2%；归母净利润8550万元，同比+27.6%；扣非后归母净利润7051万元，同比+9.4%。经营性现金流量净额2384万元，同比+7.8%；EPS0.25元。
- 业绩基本符合预期，试剂延续快速增长态势。**公司2016H1实现收入3.8亿元，同比+23.2%，从收入结构上看，试剂、仪器和医学诊断服务分别贡献3.2亿元、2878万元和3150万元，同比分别为+28.9%、-14.7%和19.7%。其中公司体外诊断试剂实现收入增速远超迈克生物、九强生物和利德曼等生化试剂不到10%的收入增速，我们认为主要原因有两方面：1)公司主要客户在地市级医院，行业增速相对三甲医院较快；2)公司先后收购或设立了新疆伯晶伟业、江西美康、美康涌元和重庆美康等并表影响，扣除后预计收入增速在10%左右。从盈利能力上看，由于高毛利率的体外诊断试剂占比增加，带动公司毛利率整体提升约1.1个百分点。期间费用率方面，由于并表因素等影响，公司期间费用率整体提升了2.9个百分点。公司实现扣非后归母净利润7051万元，同比+9.4%，主要系募集资金购买理财产品产生1400万左右的投资收益。扣除投资收益后，公司净利润率应同比下降2.4个百分点。考虑到公司还有内蒙古美康、安徽美康、上海日和、山东日和、南京三和及安徽三和等并表，同时也有望带动公司自产产品上量，我们认为公司收入和业绩仍将延续快速增长态势。
- 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、南京和杭州8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年摊薄后EPS分别为0.56元、0.65元、0.80元，对应PE分别为62倍、53倍、43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	194.79	226.41	277.37
增长率	17.13%	20.79%	16.24%	22.50%
每股收益EPS(元)	0.46	0.56	0.65	0.80
净资产收益率ROE	12.39%	12.95%	13.09%	13.82%
PE	74	62	53	43
PB	9.32	8.07	7.01	6.04

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



### 基础数据

总股本(亿股)	3.48
流通A股(亿股)	1.10
52周内股价区间(元)	24.25-97.5
总市值(亿元)	119.93
总资产(亿元)	19.66
每股净资产(元)	3.86

### 相关研究

- 美康生物(300439): 内生+外延，业绩有望保持较快增长 (2016-04-28)
- 美康生物(300439): 补充血球产品，推进全产品线+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): IVD产品线全方位布局，外延扩张预期强烈 (2015-12-08)

**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	192.61	223.88	274.26
营业成本	282.02	342.70	422.26	513.12	折旧与摊销	43.13	30.38	32.75	35.36
营业税金及附加	6.33	7.75	9.39	11.22	财务费用	0.38	1.60	1.94	2.32
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	1.60	1.94	2.32	其他	270.44	-4.00	-5.00	-6.00
资产减值损失	3.00	4.00	5.00	6.00	经营活动现金流净额	177.55	98.42	120.04	157.97
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	投资活动现金流净额	-406.94	-30.00	-30.00	-30.00
<b>营业利润</b>	<b>176.15</b>	<b>225.01</b>	<b>261.16</b>	<b>321.49</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>234.02</b>	<b>271.12</b>	<b>332.04</b>	股权融资	711.99	7.61	0.00	0.00
所得税	32.06	41.42	47.24	57.78	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>159.46</b>	<b>192.61</b>	<b>223.88</b>	<b>274.26</b>	其他	1.19	-2.47	-1.94	-2.32
少数股东损益	-1.81	-2.18	-2.53	-3.11	筹资活动现金流净额	612.41	5.14	-1.94	-2.32
归属母公司股东净利润	161.27	194.79	226.41	277.37	<b>现金流量净额</b>	<b>384.07</b>	<b>73.55</b>	<b>88.11</b>	<b>125.65</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
货币资金	488.28	561.84	649.94	775.59	<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%	27.73%	16.07%	23.10%
其他流动资产	292.17	357.56	433.73	518.17	净利润增长率	16.57%	20.79%	16.24%	22.50%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.07%	16.99%	15.12%	21.40%
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	183.59	184.25	182.30	毛利率	58.72%	59.01%	58.36%	57.65%
无形资产和开发支出	62.37	59.24	56.10	52.96	三费率	32.05%	30.69%	31.19%	29.69%
其他非流动资产	60.14	59.87	59.61	59.34	净利润率	23.34%	23.04%	22.08%	22.64%
<b>资产总计</b>	<b>1446.79</b>	<b>1664.13</b>	<b>1921.39</b>	<b>2235.53</b>	ROE	12.39%	12.95%	13.09%	13.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.02%	11.57%	11.65%	12.27%
应付和预收款项	127.22	144.99	178.06	217.60	ROIC	23.09%	21.18%	21.13%	22.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.15%	30.74%	29.17%	29.64%
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	347.63	347.63	347.63	固定资产周转率	4.42	5.15	6.38	7.78
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	684.84	911.26	1188.62	存货周转率	2.96	2.72	2.74	2.72
归属母公司股东权益	1287.94	1489.46	1715.87	1993.24	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	-2.68	-5.22	-8.32	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1287.43</b>	<b>1486.78</b>	<b>1710.66</b>	<b>1984.92</b>	资产负债率	11.01%	10.66%	10.97%	11.21%
负债和股东权益合计	1446.79	1664.13	1921.39	2235.53	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	流动比率	8.92	9.31	9.03	8.84
EBITDA	219.66	256.99	295.84	359.17	速动比率	8.03	8.36	8.08	7.90
PE	74.37	61.57	52.97	43.24	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	9.32	8.07	7.01	6.04	<b>每股指标</b>				
PS	17.56	14.35	11.83	9.90	每股收益	0.46	0.56	0.65	0.80
EV/EBITDA	50.92	44.26	38.15	31.07	每股净资产	3.70	4.28	4.92	5.71
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.51	0.28	0.35	0.45
					每股股利	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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn