

2016年10月29日

公司研究·证券研究报告

# 美康生物 (300439.SZ)

## 公司快报

### 业绩超预期增长，持续布局各地医检所

#### 投资要点

- ◆ **三季度超预期增长，战略布局进入收获阶段**：公司发布 2016 年三季报，公司 2016 年前三季度实现营业收入 6.71 亿元，同比上升 36.63%，归母净利润 1.43 亿元，同比上升 25.45%。其中公司 2016 年第三季度实现营业收入 2.87 亿元，同比上升 59.96%，归母净利润 5733 万元，同比上升 22.39%。公司三季度实现业绩的高速增长，一方面是由于前期的收购的渠道商市场拓展效果开始显示，带来了试剂业务的快速增长；另一方面是因为多家医检所拉动了公司服务业的高增长，从而进一步带动了公司业绩的超预期。
- ◆ **自研+收购，产品线逐渐丰富**：目前公司已取得 129 项体外生化诊断试剂的产品注册证书，5 项全自动生化分析仪器的产品注册证书，涵盖肾功、肝功、血脂、心血管、风湿、糖尿病等十一类生化检测项目，同时公司小型 POCT 生化仪也已上市。与此同时，公司积极通过投资和外延收购的方式丰富产品线。今年 1 月，公司拟通过增资的方式持有帝迈生物（主要产品涵盖体外诊断设备、家用呼吸机、特种蛋白分析仪等）13.33%的股权；今年 5 月，公司设立全资子公司南京美康基因，主要研究基因诊断相关产品，补充分子诊断产品线；6 月公司购买美国 Atherotech 公司资产，为公司心血管疾病检测方面技术升级和业务拓展发挥积极作用。
- ◆ **收购各地渠道商，渠道布局不断深入**：今年以来，公司积极进行渠道方面的布局，今年 1 月，公司签署协议拟收购上海日和、山东日和、南京三和、安徽三和共四家公司各 30% 的股权，这四家公司是日立全自动生化分析仪及试剂等多个类型产品在上海、山东、江苏、安徽四个地区的总代理；10 月份，公司收购上饶市新安略科技有限公司 100% 以持有武汉美康 56% 的股权，加强湖北区域的渠道布局。通过不断收购各地渠道商，公司不断扩大业务范围，销售能力持续提升。
- ◆ **充分发挥“诊断产品+诊断服务一体化”商业模式，积极布局独立医检所**：公司目前投入运营的医检所主要还是宁波盛德医院所，上饶、金华、合肥、郑州、南昌、赣州、杭州的医检所还处于建设过程中，我们认为公司未来还会在各地积极布局医检所，未来各地医检所的开业将进一步提升公司第三方医学诊断服务，充分发挥“诊断产品+诊断服务一体化”商业模式，有望为公司带来业绩上的增长点。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.61、0.74 和 0.90 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 36.5 元，相当于 2016 年 60 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：研发不达预期，经销商整合不达预期，竞争加剧。

医药 | 医疗器械 III

**增持-A(首次)**

投资评级

6 个月目标价

36.5 元

股价(2016-10-28)

32.75 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	11,384.78
流通市值 (百万元)	3,609.73
总股本 (百万股)	347.63
流通股本 (百万股)	110.22
12 个月价格区间	23.53/53.50 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.42	-0.16	-0.34
绝对收益	2.57	0.31	-15.89

#### 分析师

徐曼  
SAC 执业证书编号：S0910516020001  
xuman@huajinsec.cn  
021-20655643

#### 报告联系人

郑巧  
zhengqiao@huajinsec.cn  
021-20655738

#### 相关报告

## 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	597.8	683.1	874.4	1,100.0	1,375.0
同比增长(%)	38.4%	14.3%	28.0%	25.8%	25.0%
营业利润(百万元)	164.8	176.2	275.8	331.1	402.7
同比增长(%)	31.8%	6.9%	56.6%	20.0%	21.6%
净利润(百万元)	137.7	161.3	213.7	256.5	312.4
同比增长(%)	33.0%	17.1%	32.5%	20.0%	21.8%
每股收益(元)	0.40	0.46	0.61	0.74	0.90
PE	82.7	70.6	53.3	44.4	36.4
PB	27.5	8.8	7.7	6.7	5.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	597.8	683.1	874.4	1,100.0	1,375.0	年增长率					
减:营业成本	262.4	282.0	341.0	440.0	550.0	营业收入增长率	38.4%	14.3%	28.0%	25.8%	25.0%
营业税费	4.8	6.3	8.3	9.8	12.7	营业利润增长率	31.8%	6.9%	56.6%	20.0%	21.6%
销售费用	84.6	107.4	126.9	162.8	206.4	净利润增长率	33.0%	17.1%	32.5%	20.0%	21.8%
管理费用	73.0	111.1	120.3	154.9	202.2	EBITDA 增长率	35.9%	9.0%	44.3%	17.5%	19.3%
财务费用	5.5	0.4	-	-	-	EBIT 增长率	32.9%	3.6%	56.3%	20.0%	21.6%
资产减值损失	2.7	3.0	3.1	2.9	3.0	NOPLAT 增长率	36.3%	5.2%	40.7%	20.0%	21.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	57.5%	84.2%	-21.9%	22.2%	9.9%
投资和汇兑收益	-	3.3	1.1	1.5	1.9	净资产增长率	34.6%	210.1%	14.2%	15.1%	15.2%
营业利润	164.8	176.2	275.8	331.1	402.7						
加:营业外净收支	2.0	15.4	7.1	8.2	10.2	盈利能力					
利润总额	166.8	191.5	283.0	339.2	412.9	毛利率	56.1%	58.7%	61.0%	60.0%	60.0%
减:所得税	30.0	32.1	70.7	84.8	103.2	营业利润率	27.6%	25.8%	31.5%	30.1%	29.3%
净利润	137.7	161.3	213.7	256.5	312.4	净利润率	23.0%	23.6%	24.4%	23.3%	22.7%
						EBITDA/营业收入	33.6%	32.1%	36.1%	33.7%	32.2%
						EBIT/营业收入	28.5%	25.8%	31.5%	30.1%	29.3%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	33.2%	11.0%	8.3%	9.2%	9.0%
货币资金	108.7	488.3	859.1	955.6	1,134.5	负债权益比	49.7%	12.4%	9.0%	10.1%	9.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.21	8.92	11.66	10.92	11.60
应收帐款	191.0	225.0	294.4	359.9	464.1	速动比率	1.82	8.03	10.98	9.78	10.66
应收票据	0.9	5.2	2.1	4.1	4.7	利息保障倍数	30.72	464.33			
预付帐款	10.5	19.3	18.3	26.0	31.9	营运能力					
存货	76.6	113.8	79.6	174.3	159.3	固定资产周转天数	78	81	60	35	17
其他流动资产	44.7	292.2	112.3	149.7	184.7	流动营业资本周转天数	111	199	189	156	162
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	225	415	517	497	478
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	105	110	107	107	108
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	39	50	40	42	44
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	329	545	628	567	525
固定资产	145.2	164.1	125.1	86.2	47.3	投资资本周转天数	197	300	271	210	194
在建工程	0.3	16.5	16.5	16.5	16.5						
无形资产	37.4	62.4	61.1	59.9	58.7	费用率					
其他非流动资产	6.1	60.1	34.7	32.5	41.0	销售费用率	14.2%	15.7%	14.5%	14.8%	15.0%
资产总额	621.2	1,446.8	1,603.3	1,864.7	2,142.7	管理费用率	12.2%	16.3%	13.8%	14.1%	14.7%
短期债务	100.8	-	-	-	-	财务费用率	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应付帐款	41.3	48.2	50.3	76.3	87.6	三费/营业收入	27.3%	32.0%	28.3%	28.9%	29.7%
应付票据	1.1	-	1.7	0.6	2.0	投资回报率					
其他流动负债	52.5	80.1	65.1	75.9	81.1	ROE	33.3%	12.5%	14.5%	15.1%	16.0%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	22.0%	11.0%	13.2%	13.6%	14.5%
其他非流动负债	10.4	31.1	15.3	18.9	21.8	ROIC	54.9%	36.6%	28.0%	43.0%	42.9%
负债总额	206.1	159.4	132.5	171.8	192.4	分红指标					
少数股东权益	1.3	-0.5	-1.9	-3.9	-6.6	DPS(元)	-	0.10	0.10	0.09	0.15
股本	85.0	340.0	347.6	347.6	347.6	分红比率	0.0%	21.1%	16.7%	12.6%	16.8%
留存收益	328.8	947.0	1,125.1	1,349.3	1,609.2	股息收益率	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%
股东权益	415.1	1,287.4	1,470.8	1,693.0	1,950.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	136.8	159.5	213.7	256.5	312.4	EPS(元)	0.40	0.46	0.61	0.74	0.90
加:折旧和摊销	31.1	43.1	40.2	40.2	40.2	BVPS(元)	1.19	3.70	4.24	4.88	5.63
资产减值准备	2.7	3.0	-	-	-	PE(X)	82.7	70.6	53.3	44.4	36.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	27.5	8.8	7.7	6.7	5.8
财务费用	5.8	2.2	-	-	-	P/FCF	816.9	-41.0	30.3	88.5	47.0
投资损失	-	-3.3	-1.1	-1.5	-1.9	P/S	19.0	16.7	13.0	10.3	8.3
少数股东损益	-0.9	-1.8	-1.4	-2.1	-2.7	EV/EBITDA	13.8	48.3	33.2	28.0	23.0
营运资金的变动	-71.1	-293.2	147.3	-165.8	-118.6	CAGR(%)	23.0%	24.8%	27.1%	23.0%	24.8%
经营活动产生现金流量	116.5	177.5	398.6	127.3	229.3	PEG	3.6	2.9	2.0	1.9	1.5
投资活动产生现金流量	-91.4	-406.9	1.1	1.5	1.9	ROIC/WACC	5.2	3.5	2.7	4.1	4.1
融资活动产生现金流量	-14.2	612.4	-28.9	-32.3	-52.4						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn