

2017年08月30日

公司研究·证券研究报告

美康生物 (300439.SZ)

公司快报

渠道布局持续展开，医检所前期高投入短期拖累业绩增长

投资要点

◆ **事件**：公司发布 2017 年半年度报告，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 7.23 亿元，同比上升 88.04%，实现归母净利润 9,457.00 万元，同比上升 10.60%，实现扣非后归母净利润 8,749.01 万元，同比上升 24.08%。

◆ **毛利率下降拖累净利增速，期间费用控制良好**：2017 年上半年公司营业收入同比增长 88.04%，增速较快，一方面由于公司自产产品和独立医学实验室快速发展，另一方面由于公司渠道外延扩张带来的代理产品的增长也为公司贡献业绩。其中，公司体外诊断试剂实现收入 5.80 亿元，同比上升 80.35%；体外诊断仪器实现收入 4,102 万元，同比上升 42.51%；医学诊断服务实现收入 8,823 万元，同比上升 180.08%。但 2017 年上半年归母净利润仅同比上升 10.60%，远低于收入增速，主要受限于公司毛利率的大幅下滑。公司报告期毛利率 50.39%，同比下降 12.32PCT，降幅明显。主要由于公司诊断服务前期高投入拉低诊断服务业务毛利率水平，报告期医学诊断服务毛利率水平 12.31%，同比下降 21.50PCT，拉低公司整体毛利率水平。反应到净利率端，报告期公司净利率 14.63%，同比下降 7.43PCT。期间费用方面，公司报告期销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 14.74% (-3.66PCT)、16.91% (-2.19PCT) 和 1.86% (+1.39PCT)，在公司业务迅速扩张的情况下，公司期间费用控制良好。

◆ **产品线不断丰富，渠道布局持续展开**：公司自 2015 年上市以来，积极利用资本市场优势，围绕 IVD 主业持续进行业务扩充。在原有以生化产品为主的基础上，不断丰富产品线。截止目前，公司已取得 145 项体外诊断试剂的产品注册证书，涵盖生化、血细胞、POCT 几大领域，并通过自主研发取得包括生化、血细胞、POCT 等多个领域十余项检验仪器产品注册证。作为 IVD 生产商，公司较早的意识到渠道资源的重要性，从 2015 年下半年开始，就积极开始渠道的整合布局，截止目前，已经整合了新疆、重庆、宁波、内蒙古、上海、山东、江苏、安徽、湖北等地的渠道商，近日公司公告设立江西广盛源、福建广盛源和浙江广盛源三家全资子公司，进一步加强渠道布局。根据半年报的数据，新疆、浙江、重庆、内蒙古四家渠道商实现营业收入 1.76 亿元，净利润 2,900 万元，提升公司整体业绩水平。

◆ **医检所仍在建设期，前期高投入短期拖累公司毛利**：公司通过收购和自建的方式积极布局各地医检所，报告期内公司新增深圳、衡阳、新余等多家医检所，医检所的布局仍在持续推进中。报告期内，公司医学诊断服务实现收入 8,823 万元，同比上升 180.08%，医检所在收入端的贡献已经逐步体现，但由于公司医检所仍处于建设期，前期需要投入大量的人力物力，带动了成本的上升，短期拖累毛利率水平。但随着新建医检所的逐渐发展成熟，在利润端的贡献也将逐渐体现。我们认为，在分级诊疗的大趋势下，独立第三方检验机构可以有效的解决基层医院节省成本、提高服务能力的痛点，是分级诊疗政策下最确定收益的投资机会。而公司作为较早布局

医药 | 医疗器械 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 22.50 元

股价(2017-08-29) 20.66 元

交易数据

总市值 (百万元) 7,189.99

流通市值 (百万元) 2,280.71

总股本 (百万股) 348.02

流通股本 (百万股) 110.39

12 个月价格区间 18.19/36.30 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.98	-3.86	-23.3
绝对收益	6.6	0.23	-39.78

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsec.cn
021-20377088

报告联系人

郑巧
zhengqiao@huajinsec.cn
021-20377052

相关报告

美康生物：业绩超预期增长，持续布局各地医检所 2016-10-29

第三方检验的企业，有望在行业变革中首先受益。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.59、0.80 和 1.05 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 22.50 元，相当于 2017 年 38 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**研发不达预期，经销商整合不达预期，医检所运营不达预期，竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	683.1	1,055.1	1,579.1	2,134.5	2,720.4
同比增长(%)	14.3%	54.4%	49.7%	35.2%	27.5%
营业利润(百万元)	176.2	210.0	262.0	359.1	476.5
同比增长(%)	6.9%	19.2%	24.8%	37.1%	32.7%
净利润(百万元)	161.3	177.5	203.7	279.2	366.5
同比增长(%)	17.1%	10.1%	14.7%	37.1%	31.3%
每股收益(元)	0.46	0.51	0.59	0.80	1.05
PE	44.6	40.5	35.3	25.8	19.6
PB	5.6	5.0	4.2	3.7	3.2

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

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	683.1	1,055.1	1,579.1	2,134.5	2,720.4
减:营业成本	282.0	484.5	797.4	1,075.8	1,365.6
营业税费	6.3	9.2	13.7	19.0	23.9
销售费用	107.4	151.3	232.7	318.7	399.1
管理费用	111.1	199.3	261.3	346.9	442.1
财务费用	0.4	9.1	13.8	18.5	17.8
资产减值损失	3.0	8.7	4.8	5.5	6.4
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	3.3	17.1	6.8	9.1	11.0
营业利润	176.2	210.0	262.0	359.1	476.5
加:营业外净收支	15.4	16.1	11.1	14.2	13.8
利润总额	191.5	226.1	273.2	373.3	490.3
减:所得税	32.1	38.0	46.9	63.1	83.1
净利润	161.3	177.5	203.7	279.2	366.5

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	488.3	248.8	394.8	533.6	680.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	225.0	409.3	533.7	752.2	880.7
应收票据	5.2	9.5	4.1	18.2	11.7
预付帐款	19.3	82.5	24.3	136.9	87.9
存货	113.8	257.5	251.9	333.8	387.0
其他流动资产	292.2	345.1	227.3	288.2	286.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	277.9	301.0	301.0	301.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	164.1	241.2	286.4	302.9	310.9
在建工程	16.5	24.1	52.1	60.1	68.1
无形资产	62.4	210.9	205.5	199.9	194.0
其他非流动资产	60.1	261.0	268.0	274.8	265.1
资产总额	1,446.8	2,368.0	2,549.2	3,201.7	3,473.5
短期债务	-	360.0	350.8	483.5	407.5
应付帐款	48.2	340.4	213.3	352.8	460.7
应付票据	-	-	2.9	1.3	1.4
其他流动负债	80.1	120.0	94.2	128.7	129.6
长期借款	-	-	48.1	121.6	-
其他非流动负债	31.1	28.3	23.3	27.5	26.4
负债总额	159.4	848.7	732.5	1,115.5	1,025.6
少数股东权益	-0.5	71.8	94.4	125.4	166.2
股本	340.0	347.6	348.0	348.0	348.0
留存收益	947.0	1,193.3	1,374.3	1,612.7	1,933.7
股东权益	1,287.4	1,519.3	1,816.7	2,086.2	2,447.9

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	161.3	177.5	203.7	279.2	366.5
加:折旧和摊销	43.1	69.6	45.3	54.1	62.9
资产减值准备	3.0	8.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	2.2	10.1	13.8	18.5	17.8
投资损失	-3.3	-17.1	-6.8	-9.1	-11.0
少数股东损益	-1.8	10.6	22.6	31.0	40.7
营运资金的变动	-293.2	-279.6	-99.5	-318.0	-7.4
经营活动产生现金流量	177.5	2.5	179.0	55.8	469.5
投资活动产生现金流量	-406.9	-717.9	-129.3	-63.9	-62.0
融资活动产生现金流量	612.4	472.5	96.2	147.0	-261.0

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	14.3%	54.4%	49.7%	35.2%	27.5%
营业利润增长率	6.9%	19.2%	24.8%	37.1%	32.7%
净利润增长率	17.1%	10.1%	14.7%	37.1%	31.3%
EBITDA 增长率	9.0%	30.9%	12.0%	34.4%	29.1%
EBIT 增长率	3.6%	24.1%	25.9%	36.9%	30.9%
NOPLAT 增长率	5.2%	24.0%	25.4%	37.3%	30.8%
投资资本增长率	84.2%	111.4%	11.7%	18.9%	1.3%
净资产增长率	210.1%	18.0%	19.6%	14.8%	17.3%
盈利能力					
毛利率	58.7%	54.1%	49.5%	49.6%	49.8%
营业利润率	25.8%	19.9%	16.6%	16.8%	17.5%
净利润率	23.6%	16.8%	12.9%	13.1%	13.5%
EBITDA/营业收入	32.1%	27.2%	20.3%	20.2%	20.5%
EBIT/营业收入	25.8%	20.8%	17.5%	17.7%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	11.0%	35.8%	28.7%	34.8%	29.5%
负债权益比	12.4%	55.9%	40.3%	53.5%	41.9%
流动比率	8.92	1.65	2.17	2.13	2.34
速动比率	8.03	1.33	1.79	1.79	1.95
利息保障倍数	464.33	24.16	19.99	20.42	27.81
营运能力					
固定资产周转天数	81	69	60	50	41
流动营业资本周转天数	199	200	157	150	140
流动资产周转天数	415	426	318	295	291
应收帐款周转天数	110	108	107	108	108
存货周转天数	50	63	58	49	48
总资产周转天数	545	651	561	485	442
投资资本周转天数	300	393	377	322	276
费用率					
销售费用率	15.7%	14.3%	14.7%	14.9%	14.7%
管理费用率	16.3%	18.9%	16.6%	16.3%	16.3%
财务费用率	0.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%
三费/营业收入	32.0%	34.1%	32.2%	32.0%	31.6%
投资回报率					
ROE	12.5%	12.3%	11.8%	14.2%	16.1%
ROA	11.0%	7.9%	8.9%	9.7%	11.7%
ROIC	36.6%	24.7%	14.6%	18.0%	19.8%
分红指标					
DPS(元)	0.10	0.06	0.06	0.12	0.13
分红比率	21.1%	11.7%	10.9%	14.6%	12.4%
股息收益率	0.5%	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.46	0.51	0.59	0.80	1.05
BVPS(元)	3.70	4.16	4.95	5.63	6.56
PE(X)	44.6	40.5	35.3	25.8	19.6
PB(X)	5.6	5.0	4.2	3.7	3.2
P/FCF	-25.9	-25.2	121.5	46.3	50.8
P/S	10.5	6.8	4.6	3.4	2.6
EV/EBITDA	29.6	25.5	22.5	16.9	12.6
CAGR(%)	24.8%	29.4%	18.3%	24.8%	29.4%
PEG	1.8	1.4	1.9	1.0	0.7
ROIC/WACC	3.6	2.4	1.4	1.8	2.0

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

华金证券股份有限公司（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股份有限公司（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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn