

## 业绩基本符合预期, 内生收入增速仍有 50-60%

### 投资要点

- **事件:** 公司公告三季报, 实现收入 7.6 亿元, 同比+97.4%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比+30.4%; 扣非后归母净利润 1.3 元, 同比+30.3%; 经营性现金流净额 2388.0 万元, 同比-71.8%; EPS0.87 元。
- **业绩基本符合预期, 内生收入增速仍有 50-60%。** 公司前三季度收入和归母净利润增速分别为 97.4%和 30.4%, 整体符合预期, 从单季度看, 2017Q3 公司收入和归母净利润分为 128.7%和 18.2%。公司前三季度利润增速远低于收入增速主要有如下原因: 1) 公司并表了 1 亿左右的低毛利贸易业务, 拉低了公司整体毛利率约 6.7pp; 2) 公司人力成本增加, 同时加大了对渠道的投入, 从而使期间费用率增加了 1.2pp, 其中销售、管理和财务费用率分别变动-2.1pp、+0.8pp 和+2.5pp。公司整体净利润率下降了 10.4pp。分产品线看: 公司各产品线增长均延续中报的高增长态势, 扣除并表因素影响, 我们预计公司内生增速 50%-60%, 延续高速增长态势。考虑到公司定量检测仪器单产提升和全自动定量检测系统的开始投放, 未来三年定量产品有望延续 40%-60%的复合增速。
- **公司延续高强度研发投入, 公司 POCT 产业龙头地位稳固。** 公司每年研发投入占营收比例稳定在 10%-11%, 处于同类公司前列, 公司在前沿技术方面布局了微流控技术、多重标记技术、核酸 POCT 检测技术(生物芯片、基因扩增)和液相微量定量检测技术。报告期内公司研发投入达 4177 万元, 同比增速达 52.8%。POCT 是 IVD 行业增速最快的细分领域, 2018 年我国 POCT 行业有望达到 90 亿元, 2013-2018 年复合增速有望保持在 25%左右。公司专注于 POCT, 技术实力雄厚, 从收入规模及产品种类看, 公司已发展成为国内非血糖仪领域 POCT 龙头企业。公司充分享受 POCT 市场扩容带来的红利, 发展前景广阔。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计未来三年归母净利润将保持 36%的复合增长率, 2017-2019 年 EPS 分别为 1.16 元、1.59 元、2.08 元, 对应当前股价 PE 分别为 71 倍、51 倍和 39 倍, 考虑到 POCT 行业广阔的前景, 公司的市场稀缺性, 或存外延预期, 我们看好公司中长期发展前景, 维持“增持”评级。

- **风险提示:** 行业竞争或加剧; 汇率波动或超预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	547.35	936.79	1398.68	1829.14
增长率	27.65%	71.15%	49.31%	30.78%
归属母公司净利润(百万元)	144.99	203.82	280.25	366.73
增长率	15.66%	40.58%	37.50%	30.86%
每股收益 EPS(元)	0.82	1.16	1.59	2.08
净资产收益率 ROE	17.02%	19.25%	20.93%	21.50%
PE	99	71	51	39
PB	16.84	13.55	10.71	8.41

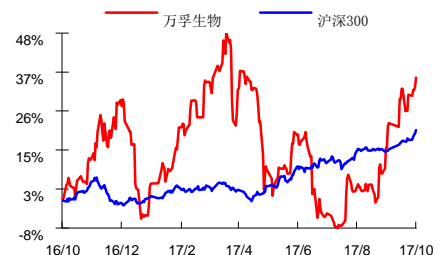
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.76
流通 A 股(亿股)	1.06
52 周内股价区间(元)	55.58-89.68
总市值(亿元)	143.93
总资产(亿元)	13.57
每股净资产(元)	5.26

### 相关研究

1. 万孚生物(300482): 业绩符合预期, 毒 品检测和定量产品高速增长 (2017-08-20)
2. 万孚生物(300482): 业绩略低于预期, 定量产品延续快速增长态势 (2017-03-08)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	547.35	936.79	1398.68	1829.14	净利润	145.51	204.55	281.25	368.04
营业成本	172.46	325.61	504.33	651.35	折旧与摊销	27.68	31.41	31.84	32.29
营业税金及附加	2.28	2.97	4.63	6.23	财务费用	-11.56	-1.81	-2.75	-3.92
销售费用	134.40	215.46	321.70	420.70	资产减值损失	-1.12	3.00	5.00	6.00
管理费用	102.45	176.12	258.76	338.39	经营营运资本变动	-8.50	-14.65	-20.02	-15.82
财务费用	-11.56	-1.81	-2.75	-3.92	其他	-40.01	-9.00	-11.00	-12.00
资产减值损失	-1.12	3.00	5.00	6.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>112.01</b>	<b>213.51</b>	<b>284.32</b>	<b>374.60</b>
投资收益	10.28	6.00	6.00	6.00	资本支出	-85.84	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	52.85	6.00	6.00	6.00
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>-33.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>158.72</b>	<b>221.44</b>	<b>313.01</b>	<b>416.38</b>	短期借款	4.00	-4.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.51	19.05	18.42	18.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>174.23</b>	<b>240.49</b>	<b>331.44</b>	<b>434.53</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	28.72	35.94	50.18	66.49	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	145.51	204.55	281.25	368.04	其他	-126.16	-2.69	2.75	3.92
少数股东损益	0.52	0.73	1.00	1.31	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-122.16</b>	<b>-6.69</b>	<b>2.75</b>	<b>3.92</b>
归属母公司股东净利润	144.99	203.82	280.25	366.73	<b>现金流量净额</b>	<b>-28.39</b>	<b>207.82</b>	<b>288.07</b>	<b>379.52</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	576.67	784.49	1072.56	1452.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	70.06	105.87	163.99	215.53	销售收入增长率	27.65%	71.15%	49.31%	30.78%
存货	79.29	149.71	231.88	299.47	营业利润增长率	30.32%	39.52%	41.35%	33.02%
其他流动资产	0.18	0.30	0.45	0.59	净利润增长率	16.08%	40.58%	37.50%	30.86%
长期股权投资	3.78	3.78	3.78	3.78	EBITDA 增长率	27.42%	43.58%	36.27%	30.01%
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	223.77	199.81	175.42	150.59	毛利率	68.49%	65.24%	63.94%	64.39%
无形资产和开发支出	27.80	25.35	22.90	20.45	三费率	41.16%	41.61%	41.30%	41.29%
其他非流动资产	24.20	24.19	24.18	24.18	净利率	26.58%	21.84%	20.11%	20.12%
<b>资产总计</b>	<b>1005.75</b>	<b>1293.51</b>	<b>1695.17</b>	<b>2166.67</b>	ROE	17.02%	19.25%	20.93%	21.50%
短期借款	4.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.47%	15.81%	16.59%	16.99%
应付和预收款项	119.93	203.97	315.44	411.54	ROIC	46.59%	56.57%	72.43%	87.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.94%	26.80%	24.46%	24.32%
其他负债	27.07	27.01	35.96	43.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>151.00</b>	<b>230.99</b>	<b>351.40</b>	<b>454.85</b>	总资产周转率	0.61	0.81	0.94	0.95
股本	176.00	176.00	176.00	176.00	固定资产周转率	2.95	4.51	7.64	11.56
资本公积	290.53	290.53	290.53	290.53	应收账款周转率	11.58	12.99	12.72	11.82
留存收益	379.34	583.16	863.41	1230.14	存货周转率	2.69	2.84	2.64	2.45
归属母公司股东权益	842.65	1049.69	1329.93	1696.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.34%	—	—	—
少数股东权益	12.10	12.83	13.84	15.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>854.75</b>	<b>1062.52</b>	<b>1343.77</b>	<b>1711.82</b>	资产负债率	15.01%	17.86%	20.73%	20.99%
负债和股东权益合计	1005.75	1293.51	1695.17	2166.67	带息债务/总负债	2.65%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.18	4.72	4.31	4.43
					速动比率	4.61	4.04	3.63	3.76
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	174.85	251.05	342.11	444.76	每股收益	0.82	1.16	1.59	2.08
PE	99.27	70.62	51.36	39.25	每股净资产	4.86	6.04	7.64	9.73
PB	16.84	13.55	10.71	8.41	每股经营现金	0.64	1.21	1.62	2.13
PS	26.30	15.36	10.29	7.87	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	78.95	54.11	38.87	29.04					
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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn