

渠道扩张+区域检验中心，驱动公司高速增长

投资要点

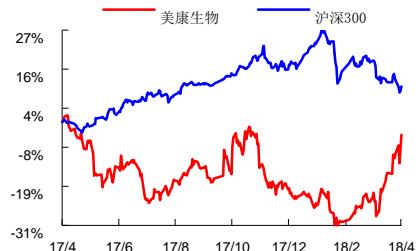
- 业绩总结:**公司2017年实现营业收入18.1亿元,同比增长71.1%;实现归母净利润2.1亿元,同比增长20.7%;实现扣非后归母净利润1.9亿元,同比增长28.5%;EPS为0.62元。同时公司公告2亿元收购邹炳德先生持有美康基金26.92%的财产份额,即对其旗下杭州倚天传奇开始整合及并表。
- 渠道扩张+区域检验中心,驱动公司高速增长:**公司2017年实现收入和归母净利润同比增长分别为71.1%和20.7%,收入高增长的主要原因系渠道扩张和区域医学检验中心带动公司试剂和服务业务高速增长。分产品线看:1)体外诊断试剂实现13.1亿元收入,同比增长63.3%,我们估计其中自产产品收入约7.6亿元,在区域医学检验中心带动下预计增速在35%左右,代理销售和渠道并表带动贡献30%左右的增速。由于代理产品毛利率较低,诊断试剂整体毛利率同比下降7.08pp;2)体外诊断仪器实现1.8亿元收入,同比增长43.3%,毛利率同比下降2.57pp,原因同体外诊断试剂;3)公司体外诊断服务实现收入2.4亿元,同比增长105.5%,主要系公司在深圳、江西、湖南、河南、杭州、金华、杭州等地设立了30余家区域检验共享中心,带动该业务高速增长。考虑到公司将继续拓展新的检测中心和老中心逐渐成熟盈利,我们预计该业务2018年有望实现大幅增长,开始显著为公司贡献利润。从子公司看,公司2017年因海外子公司亏损,商誉减值计提了763万,还原后公司实际增长预计在40%左右,呈快速增长态势。
- 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,积极推进“以诊断产品为核心,诊断产品+诊断服务一体化”的商业模式。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;在渠道方面:公司收购人多家区域经销商并建立了30多家区域检验共享中心,为公司打造医学检验集约化供应商战略奠定了良好基础,也使公司自产产品和公司诊断服务得到快速增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2018-2020年EPS分别为0.87元、1.14元和1.44元,对应PE分别为27倍、21倍和16倍。我们看好公司“产品+服务一体化”商业模式,公司未来几年有望保持快速增长态势,给予行业平均35倍估值,目标价30.45元,给予“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。

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
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) | 3.47 |
| 流通A股(亿股) | 1.99 |
| 52周内股价区间(元) | 16.94-25.09 |
| 总市值(亿元) | 81.81 |
| 总资产(亿元) | 32.51 |
| 每股净资产(元) | 4.84 |

相关研究

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1805.17 | 3147.87 | 4024.10 | 4976.71 |
| 增长率 | 71.10% | 74.38% | 27.84% | 23.67% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 214.19 | 300.80 | 394.07 | 498.98 |
| 增长率 | 20.68% | 40.43% | 31.01% | 26.62% |
| 每股收益EPS(元) | 0.62 | 0.87 | 1.14 | 1.44 |
| 净资产收益率ROE | 12.37% | 14.80% | 16.24% | 17.06% |
| PE | 38 | 27 | 21 | 16 |
| PB | 4.50 | 3.83 | 3.21 | 2.66 |

数据来源: Wind, 西南证券

关键假设：

1) 体外诊断试剂：在渠道扩张和区域检验中心扩张带动下，我们预计 2018-2020 年销量增速维持 25%左右，毛利率维持 55%；

2) 体外诊断仪器：在渠道扩张和区域检验中心扩张带动下，我们预计 2018-2020 年销量增速分别为 20%、10%和 10%，毛利率维持 15%；

3) 体外诊断服务：在新中心开拓和老中心逐渐成熟盈利带动下，我们预计 2018-2020 年销量增速分别为 100%、50%和 30%，毛利率维持 25%；

4) 试剂原材料：我们预计 2018-2020 年销量增速维持 25%左右，毛利率维持 25%

5) 杭州倚天生物：我们预计 2018 年 5 月开始并表，并表比例为 75%，预计 2018-2020 年销量维持 30%增长，毛利率维持 30%左右。

表 1：公司收入拆分及盈利预测

| 单位：百万元 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 合计:营业收入 | 683.14 | 1,055.06 | 1,805.17 | 3,147.87 | 4,024.10 | 4,976.71 |
| yoy | 14.27% | 54.44% | 71.10% | 74.38% | 27.84% | 23.67% |
| 合计:营业成本 | 282.02 | 484.53 | 970.75 | 1,855.31 | 2,382.80 | 2,938.36 |
| 毛利率 | 58.72% | 54.08% | 46.22% | 41.06% | 40.79% | 40.96% |
| 体外诊断试剂 | | | | | | |
| 收入 | 533.54 | 801.42 | 1,308.31 | 1,569.98 | 1,962.47 | 2,453.09 |
| yoy | 19.7% | 50.21% | 63.25% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 成本 | 166.73 | 305.69 | 591.57 | 706.49 | 883.11 | 1,103.89 |
| 毛利率 | 68.75% | 61.86% | 54.78% | 55.00% | 55.00% | 55.00% |
| 体外诊断仪器 | | | | | | |
| 收入 | 75.77 | 127.14 | 182.13 | 218.55 | 240.41 | 264.45 |
| yoy | -11.7% | 67.80% | 43.25% | 20.00% | 10.00% | 10.00% |
| 成本 | 72.23 | 105.19 | 155.37 | 185.77 | 204.35 | 224.78 |
| 毛利率 | 4.67% | 17.26% | 14.69% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 医学诊断服务 | | | | | | |
| 收入 | 68.11 | 118.56 | 243.62 | 487.24 | 730.86 | 950.12 |
| yoy | 10.5% | 74.06% | 105.48% | 100.00% | 50.00% | 30.00% |
| 成本 | 40.78 | 68.93 | 183.80 | 365.43 | 548.14 | 712.59 |
| 毛利率 | 40.13% | 41.86% | 24.55% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 试剂原料 | | | | | | |
| 收入 | 2.32 | 3.25 | 3.97 | 4.77 | 6.20 | 8.05 |
| yoy | 24.0% | 40.15% | 22.05% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 成本 | 1.26 | 2.70 | 2.94 | 3.57 | 4.65 | 6.04 |
| 毛利率 | 45.69% | 17.02% | 25.88% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 其他 | | | | | | |
| 收入 | | 4.68 | 67.14 | 87.28 | 109.10 | 130.92 |

| 单位: 百万元 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|--------|----------|----------|----------|----------|
| yoY | | 37.82% | 1335.32% | 30.00% | 25.00% | 20.00% |
| 成本 | | 2.01 | 37.05 | 48.00 | 60.00 | 72.00 |
| 毛利率 | | 56.98% | 44.81% | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| 杭州倚天生物 | | | | 开始并表 | | |
| 收入 | | | 800.06 | 1,040.08 | 1,300.10 | 1,560.12 |
| yoY | | | | 30.00% | 25.00% | 20.00% |
| 成本 | | | | 728.06 | 910.07 | 1,092.08 |
| 毛利率 | | | | 30.00% | 30.00% | 30.00% |

数据来源: 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 现金流量表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1805.17 | 3147.87 | 4024.10 | 4976.71 | 净利润 | 225.09 | 316.10 | 414.12 | 524.37 |
| 营业成本 | 970.75 | 1855.31 | 2382.80 | 2938.36 | 折旧与摊销 | 116.64 | 49.61 | 57.87 | 63.43 |
| 营业税金及附加 | 14.11 | 24.61 | 31.46 | 38.91 | 财务费用 | 32.78 | 35.21 | 39.49 | 41.58 |
| 销售费用 | 231.74 | 377.74 | 482.89 | 597.21 | 资产减值损失 | 54.51 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 管理费用 | 270.82 | 456.44 | 563.37 | 696.74 | 经营营运资本变动 | -343.32 | -527.69 | -470.78 | -483.77 |
| 财务费用 | 32.78 | 35.21 | 39.49 | 41.58 | 其他 | -214.10 | -15.00 | -15.00 | -15.00 |
| 资产减值损失 | 54.51 | 15.00 | 15.00 | 15.00 | 经营活动现金流净额 | -128.40 | -126.78 | 40.70 | 145.61 |
| 投资收益 | 39.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -370.81 | -30.00 | -30.00 | -30.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -22.14 | 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 | -392.95 | -30.00 | -30.00 | -30.00 |
| 营业利润 | 287.36 | 383.56 | 509.08 | 648.92 | 短期借款 | 615.00 | 130.86 | 116.41 | 21.23 |
| 其他非经营损益 | 0.99 | 8.41 | 7.22 | 6.58 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 288.35 | 391.98 | 516.30 | 655.50 | 股权融资 | 38.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 63.26 | 75.87 | 102.18 | 131.12 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 225.09 | 316.10 | 414.12 | 524.37 | 其他 | -0.63 | -35.59 | -39.49 | -41.58 |
| 少数股东损益 | 10.90 | 15.30 | 20.05 | 25.39 | 筹资活动现金流净额 | 652.90 | 95.28 | 76.92 | -20.35 |
| 归属母公司股东净利润 | 214.19 | 300.80 | 394.07 | 498.98 | 现金流量净额 | 127.46 | -61.50 | 87.62 | 95.26 |
| 资产负债表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 376.29 | 314.79 | 402.41 | 497.67 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 957.77 | 1577.40 | 2049.88 | 2548.72 | 销售收入增长率 | 71.10% | 74.38% | 27.84% | 23.67% |
| 存货 | 367.71 | 702.77 | 902.58 | 1113.02 | 营业利润增长率 | 36.84% | 33.48% | 32.73% | 27.47% |
| 其他流动资产 | 52.49 | 91.53 | 117.00 | 144.70 | 净利润增长率 | 19.67% | 40.43% | 31.01% | 26.62% |
| 长期股权投资 | 512.39 | 512.39 | 512.39 | 512.39 | EBITDA 增长率 | 51.29% | 7.23% | 29.48% | 24.32% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 500.89 | 495.56 | 481.96 | 462.81 | 毛利率 | 46.22% | 41.06% | 40.79% | 40.96% |
| 无形资产和开发支出 | 367.14 | 357.93 | 348.73 | 339.52 | 三费率 | 29.66% | 27.62% | 26.98% | 26.84% |
| 其他非流动资产 | 116.64 | 111.57 | 106.49 | 101.42 | 净利润率 | 12.47% | 10.04% | 10.29% | 10.54% |
| 资产总计 | 3251.31 | 4163.93 | 4921.45 | 5720.26 | ROE | 12.37% | 14.80% | 16.24% | 17.06% |
| 短期借款 | 975.00 | 1105.86 | 1222.27 | 1243.50 | ROA | 6.92% | 7.59% | 8.41% | 9.17% |
| 应付和预收款项 | 269.27 | 590.81 | 731.63 | 894.10 | ROIC | 14.60% | 14.40% | 14.99% | 15.88% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 24.20% | 14.88% | 15.07% | 15.15% |
| 其他负债 | 187.30 | 331.79 | 417.95 | 508.70 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1431.57 | 2028.47 | 2371.86 | 2646.30 | 总资产周转率 | 0.64 | 0.85 | 0.89 | 0.94 |
| 股本 | 346.96 | 346.96 | 346.96 | 346.96 | 固定资产周转率 | 6.45 | 8.89 | 10.02 | 12.02 |
| 资本公积 | 598.95 | 598.95 | 598.95 | 598.95 | 应收账款周转率 | 3.27 | 3.28 | 3.00 | 2.91 |
| 留存收益 | 826.88 | 1127.68 | 1521.75 | 2020.73 | 存货周转率 | 3.11 | 3.47 | 2.97 | 2.92 |
| 归属母公司股东权益 | 1680.16 | 1980.58 | 2374.65 | 2873.63 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 90.26% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 139.58 | 154.89 | 174.94 | 200.33 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1819.74 | 2135.46 | 2549.59 | 3073.96 | 资产负债率 | 44.03% | 48.72% | 48.19% | 46.26% |
| 负债和股东权益合计 | 3251.31 | 4163.93 | 4921.45 | 5720.26 | 带息债务/总负债 | 68.11% | 54.52% | 51.53% | 46.99% |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 流动比率 | 1.25 | 1.34 | 1.48 | 1.64 |
| EBITDA | 436.78 | 468.38 | 606.44 | 753.92 | 速动比率 | 0.99 | 0.99 | 1.10 | 1.22 |
| PE | 38.20 | 27.20 | 20.76 | 16.40 | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| PB | 4.50 | 3.83 | 3.21 | 2.66 | 每股指标 | | | | |
| PS | 4.53 | 2.60 | 2.03 | 1.64 | 每股收益 | 0.62 | 0.87 | 1.14 | 1.44 |
| EV/EBITDA | 19.95 | 19.02 | 14.73 | 11.75 | 每股净资产 | 5.24 | 6.15 | 7.35 | 8.86 |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 每股经营现金 | -0.37 | -0.37 | 0.12 | 0.42 |
| | | | | | 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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告版权归西南证券所有，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 |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@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 |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 机构销售 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| 广深 | 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 |
| | 余燕伶 | 机构销售 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyl@swsc.com.cn |