

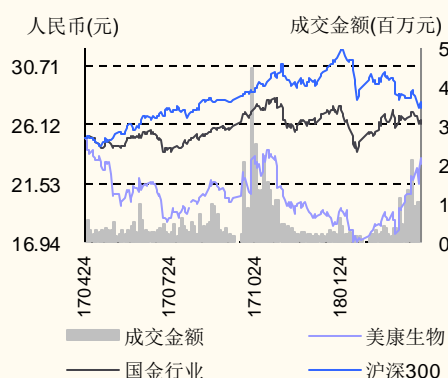
## 美康生物 (300439.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 23.90 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	137.79
总市值 (百万元)	8,292.37
年内股价最高最低 (元)	25.00/16.94
沪深 300 指数	3828.70



## 具备产品和服务双线竞争力的优秀体外诊断企业

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.511	0.617	0.875	1.249	1.678
每股净资产 (元)	4.16	4.84	6.35	7.60	9.28
每股经营性现金流 (元)	0.00	-0.39	1.02	0.05	0.92
市盈率 (倍)	59.13	30.89	25.51	17.86	13.29
行业优化市盈率 (倍)	27.09	27.09	27.09	27.09	27.09
净利润增长率 (%)	10.06%	20.68%	41.67%	42.79%	34.38%
净资产收益率 (%)	12.26%	12.75%	13.77%	16.43%	18.09%
总股本 (百万股)	347.63	346.96	346.96	346.96	346.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **从单一业务到多产品线 再到产品+渠道+服务:** 公司由生化诊断试剂业务起家, 经过不断发展和业态延伸, 目前业务集体外诊断产品的研发、生产和销售于一体, 并提供第三方医学诊断服务, 致力于实现“诊断产品+诊断服务+健康大数据”一体化发展战略。
- **流通和服务端布局有前瞻性, 模式不断升级:** 公司积极延伸布局产业中下游检验科集采业务和区域医学检验共享中心业务, 具备多方面协同优势, 成功实现快速发展和扩张。
- 从短期看, 由于 IVD 产品和集约化服务的行业属性存在差别, 随着公司检验集约化服务业务的占比提升, 公司整体利润水平将有所下滑, 资金压力也将有所上升, 这是行业的客观规律所决定的。但从长期看, 我们认为这是公司做出的正确判断, 也将极大提升公司的潜在价值和发展空间。

## 投资建议

- 公司是国内规模和质量领先的生化诊断产品企业, 考虑到公司强大的销售能力和渠道网络, 以及公司通过研发和外延不断发展充实产品线, 提升产品质量, 公司在体外诊断产品端的竞争力有望不断增强;
- 公司在加强产品端的同时, 积极展开外延股权合作和渠道商整合, 并通过区域检验共享中心等模式迅速提升公司在流通和服务领域的市场份额, 我们看好这一战略决策的前景。我们看好公司发展壮大成为医学检验集约化系统供应商的成长价值。
- 公司将检验集约化和区域检验中心业务定位基层, 是一个出色的、符合自身条件的选择。分级诊疗, 患者向基层下沉会是相当长时期内国内医疗发展的主要旋律之一, 公司有望成功把握这一机遇窗口, 实现跨越性发展。
- 基于相关假设, 预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.88、1.25、1.68 元, 同比增长 42%、43%、34%。我们看好 IVD 行业商业模式升级的趋势, 公司围绕行业发展方向进行积极布局, 未来具备成长潜力, 给予“增持”评级。

## 风险提示

- 渠道和服务业务高速拓展带来的资金周转压力和利润率下降风险; 并购标的亏损和商誉减值风险; 生化试剂业务竞争加剧, 利润水平下降和市场份额提升受阻的风险; 新产品的研发不达预期风险; 两票制在体外诊断领域落地给并购渠道企业带来的发展风险; 体外诊断收费标准下调带来的定价压力。
- 公司 2018 年 4 月 23 日有 2707 万股限售股解禁可上市流通。

袁维 联系人  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 内容目录

从生化试剂业务到多产品线 再到产品+渠道+服务 .....	3
体外诊断产品：品种齐全、销售能力突出、研发后劲足 .....	5
品种齐全：从生化到多产品线.....	5
销售能力突出：扁平化的销售网络.....	5
研发后劲足：产品端维持高投入节奏.....	6
与日立联手进一步补强仪器竞争能力 .....	8
体外诊断流通和服务业务：布局有前瞻性 模式不断升级 .....	8
从独立实验室到区域医学检验共享中心和检验科集采托管.....	8
中下游业务比例提升短期影响财务指标，但长期为公司打开产业空间 .....	11
投资建议 .....	12
风险提示 .....	13

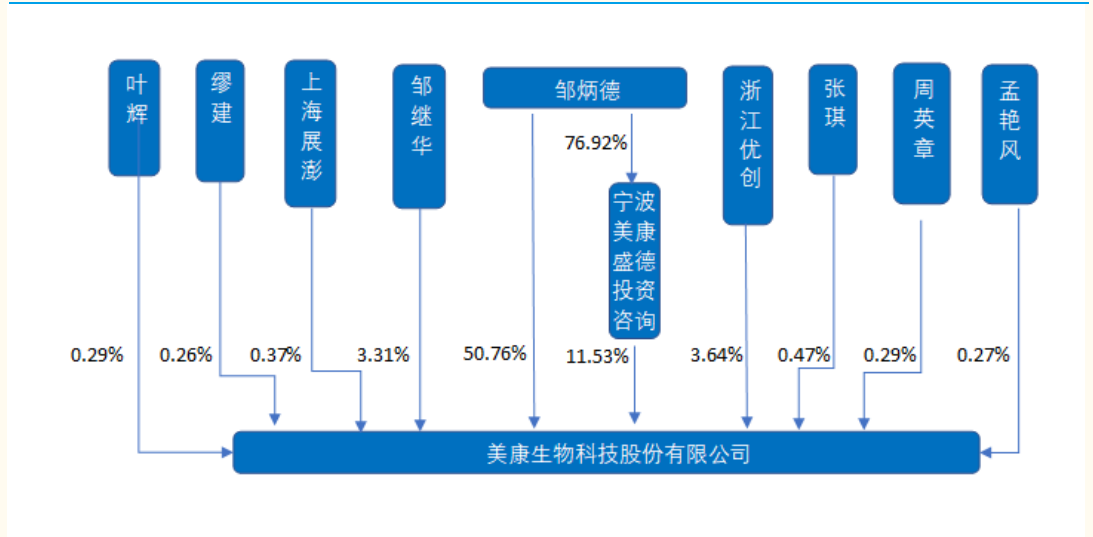
## 图表目录

图表 1：美康生物股权结构.....	3
图表 2：公司发展历程.....	3
图表 3：公司营业收入（万元） .....	4
图表 4：公司归母净利润（万元） .....	4
图表 5：公司收入构成（单位：百万元） .....	4
图表 6：公司毛利构成（单位：百万元） .....	4
图表 7：公司主要产品线.....	5
图表 8：2016 年第一季度检验科生化试剂市场占有率估计.....	6
图表 9：公司生化试剂销售收入增长情况.....	6
图表 10：公司研发投入情况（万元） .....	7
图表 11：公司研发人员及经费情况.....	7
图表 12：主要国际生化试剂和生化仪器厂商的合作.....	8
图表 13：国内部分独立医学实验室企业情况（收入单位：亿元） .....	9
图表 14：宁波盛德医学检验所收入利润情况（万元） .....	9
图表 15：公司医学诊断服务收入快速提升（万元） .....	10
图表 16：公司部分检验所公司设立情况.....	11
图表 17：公司存货、应收和经营性现金流情况.....	11
图表 18：公司总体利润水平.....	12
图表 19：公司未来收入预测（亿元） .....	13

### 从生化试剂业务到多产品线 再到产品+渠道+服务

- 公司创立于 2003 年，总部位于宁波，2015 年在深交所创业板成功上市，实际控制人为董事长邹炳德先生，持股比例高，公司股权结构稳定。

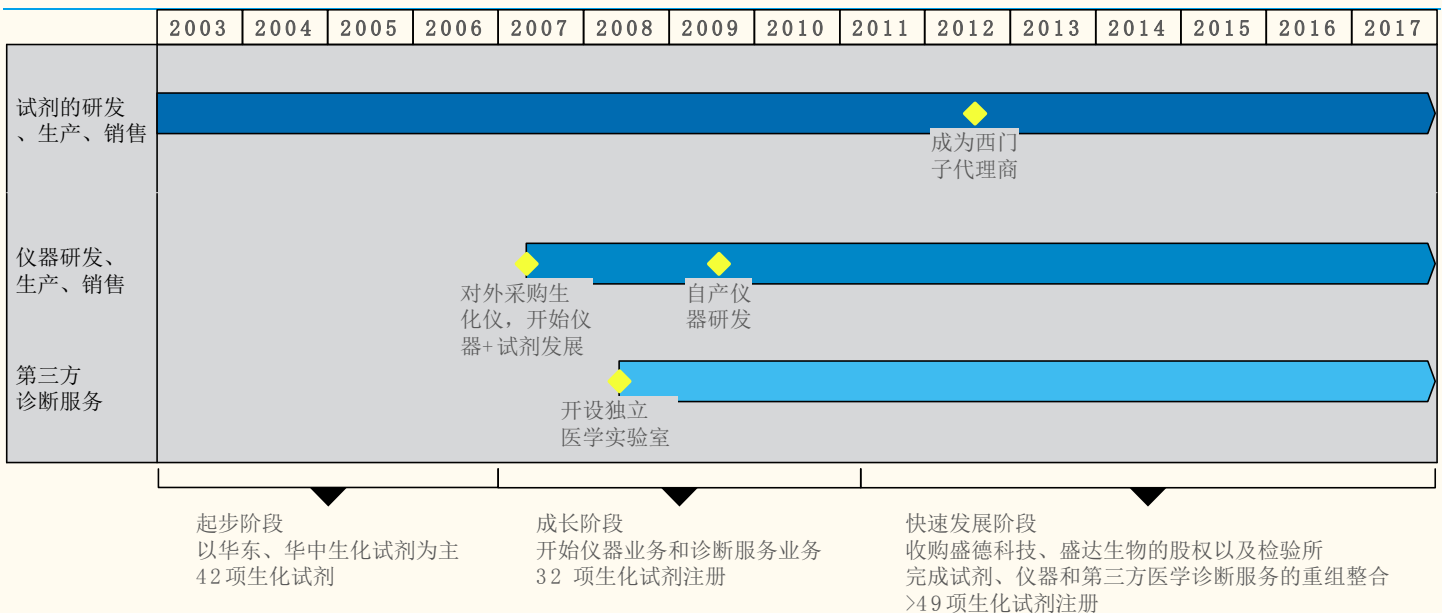
图表 1：美康生物股权结构



来源：公司年报，国金证券研究所

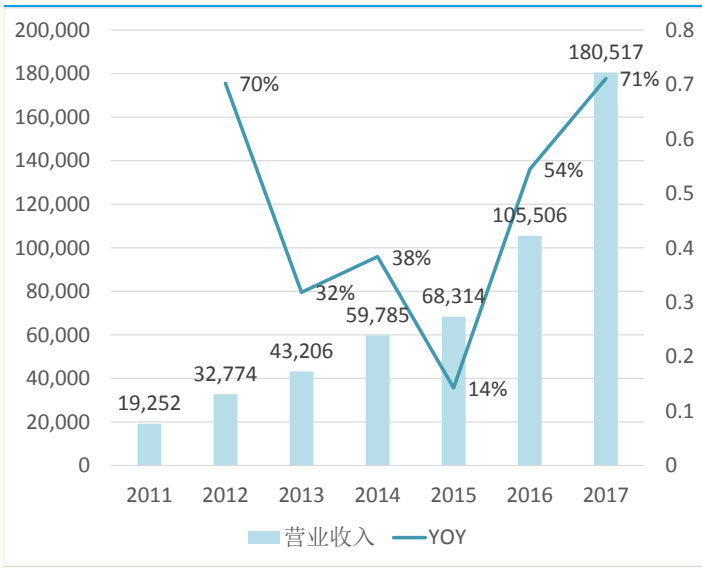
- 公司由生化诊断试剂业务起家，经过不断发展和业态延伸，目前业务集体外诊断产品（在现有生化、POCT、血球、尿检等基础上，进一步拓展免疫、分子诊断、血球、尿液分析、大便分析、高通量基因测序、微流控生物芯片等产品线品种和类别）的研发、生产和销售于一体，并提供第三方医学诊断服务，致力于实现“诊断产品+诊断服务+健康大数据”一体化发展战略。
- 公司重点构建体外诊断产品体系、云检测平台、医学检验服务体系，架构覆盖于基层医疗和家庭的诊疗网络，大力开展区域医学检验中心和医院检验科的集采，打造托管业务，真正成为医学检验集约化系统供应商。

图表 2：公司发展历程



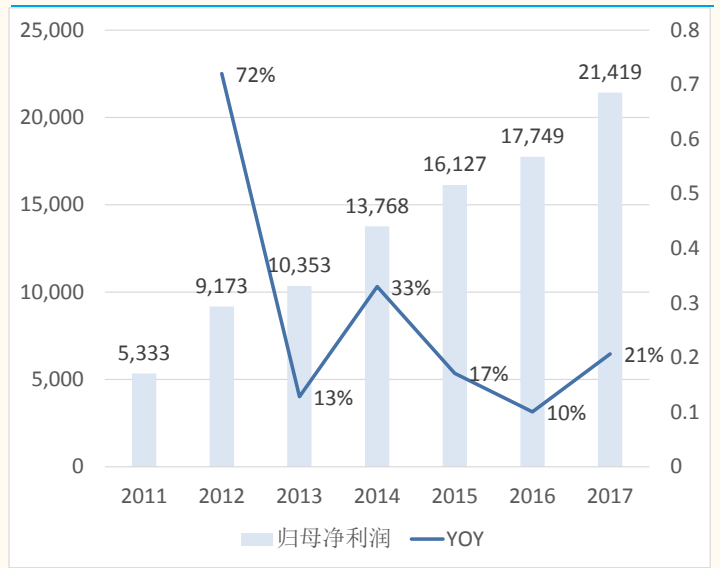
来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司营业收入（万元）



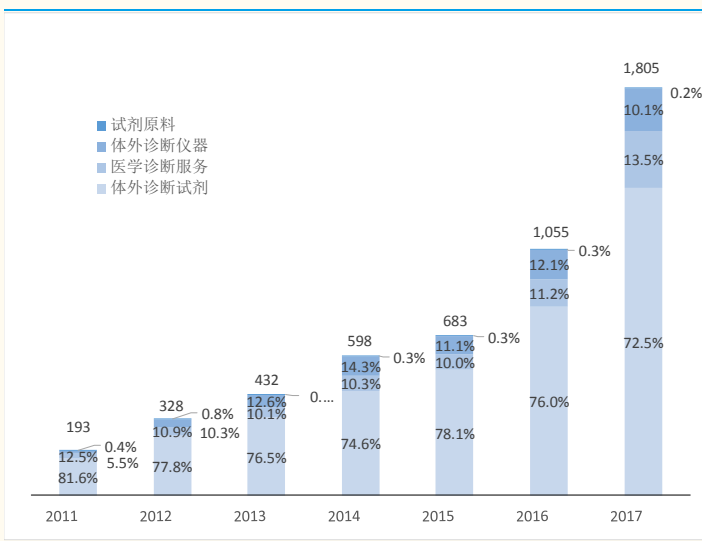
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司归母净利润（万元）



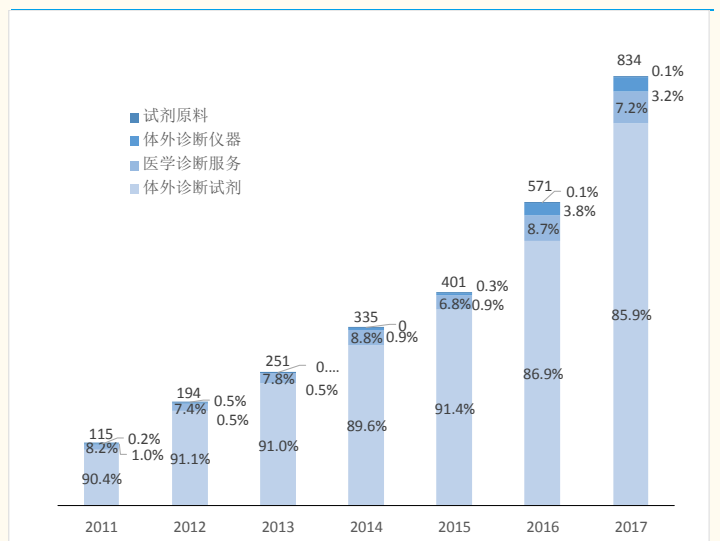
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司收入构成（单位：百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司毛利构成（单位：百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7: 公司主要产品线

生化	生化试剂
	生化分析仪（自产/日立代理）
血球	五分类血液细胞分析仪
	配套检测试剂
	三分类血液细胞分析仪
POCT	SMART IV单机版/网络版 生化仪
	干式荧光免疫分析仪
在研	化学发光免疫分析仪
	尿液分析
	大便分析
	微生物诊断
	分子诊断

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为公司开始由传统生化试剂生产企业向体外诊断上下游一体化企业转型是重要的战略决定，这一转型不仅打破了生化市场整体增速放缓带来的增长瓶颈，也顺应了目前体外诊断领域快速展开的流通渠道转型和产业链价值重构的行业大趋势，成功把握这一趋势将获得加速成长机遇。

### 体外诊断产品：品种齐全、销售能力突出、研发后劲足

#### 品种齐全：从生化到多产品线

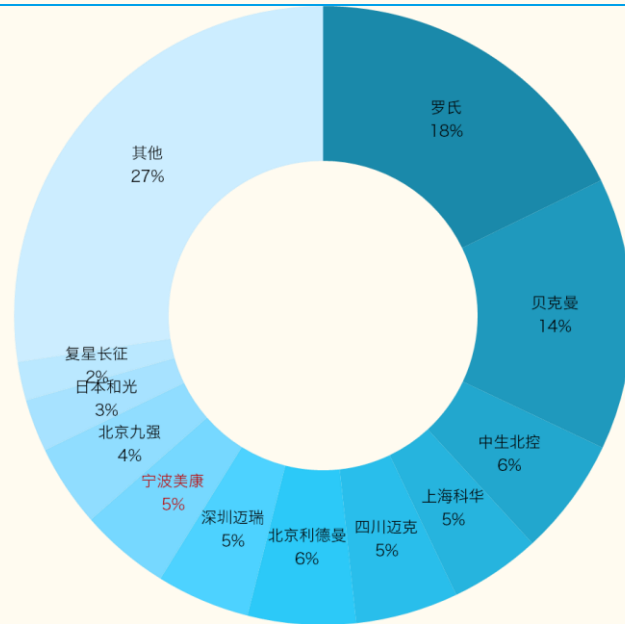
- 公司上市前主要产品为体外生化诊断试剂，目前已经取得近 150 项生化诊断试剂的产品注册证书，涵盖多个领域，是我国生化诊断试剂领域品种最齐全的生产厂商之一，市场份额位居国产厂商前列。公司生产的生化试剂中有 40 余项采用免疫反应技术，公司已经掌握了比较成熟的免疫反应技术。
- 公司通过内生研发和外延不断丰富品种，拥有较为完备的注册产品种类，涵盖肾功、肝功、血脂、心血管、风湿、糖尿病等生化、尿液、血细胞、POCT 等几大领域，已覆盖医院检验科 50% 左右的项目。
- 在现有品类基础上，公司正在进一步谋求拓展免疫、分子诊断、血球、尿液分析、大便分析、高通量基因测序、微流控生物芯片等产品线品种和类别，完善公司产品线的布局
- 此外公司正推进将美国子公司 VAP 公司掌握的核心技术 VAP 和 VLP 脂类诊断技术引进国内，填补在国内心血管疾病检测方面的空白。

#### 销售能力突出：扁平化的销售网络

- 与其他 IVD 企业类似，公司营销采用“经销和直销结合，经销为主”模式。但不同于体外诊断行业传统的省级经销商为主的模式，公司经销商以地市级经销商为主，至 2015 年底已在 30 个省级地区发展了超过 900 家经销商
- 目前公司已经建立了基本覆盖国内市场的营销网络，公司初步建立了售前售后服务体系，对客户进行培训和技术支持，能快速了解和响应用户需求。

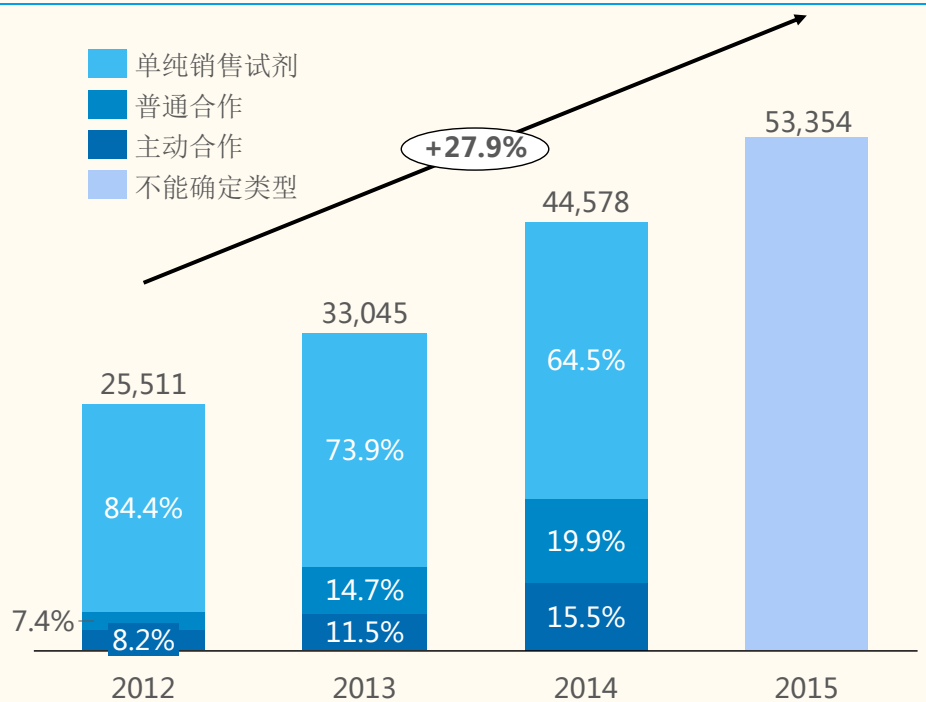
凭借渠道网络优势，公司市场拓展得力，销售增长突出，2012 年-2015 年公司生化试剂业务复合增速达到 27.9%，发展速度远高于行业平均增速（据我们草根调研估计，不超过 10%）

图表 8：2016 年第一季度检验科生化试剂市场占有率估计



来源：检验医学网，国金证券研究所

图表 9：公司生化试剂销售收入增长情况



来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

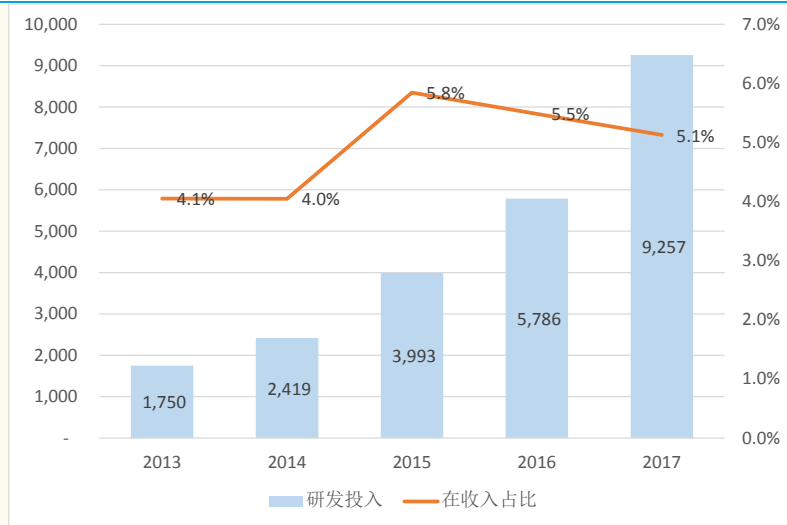
- 公司在与经销商合作的过程中逐步探索出经销渠道整合的方式，通过与经销商合作成立平台公司，进一步加快了公司营销渠道的布局，2017 年在陕西、江苏等地进行试点已经取得一定的成效。

#### 研发后劲足：产品端维持高投入节奏

- 公司高度重视研发，近几年在保持渠道高速扩张的节奏下依然大力投入研发，2017 年投入研发费用 9257 万元，同比增长 60%，且全部费用化。即

使流通服务端资金需求较大，公司在研发端一直保持着 IVD 行业一流工业企业的投入水平。

图表 10：公司研发投入情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：公司研发人员及经费情况

	2015年	2016年	2017年
研发人员数	204	210	255
研发投入金额（元）	39,930,813	57,857,610	92,568,410
研发投入占营业收入比例	5.85%	5.48%	5.13%
研发支出资本化的金额（元）	0	0	0

来源：公司公告，国金证券研究所

- 原料方面，公司成功研发并能批量生产多种试剂盒所需的关键诊断酶、抗原和抗体，大大降低公司生产成本，提升利润空间。
- 质量控制方面，2017年4月，公司参考实验室顺利通过 CNAS 监督及扩项评审，认可项目扩至酶学、代谢物和电解质等 15 个项目，其中电解质项目国内首次被 CNAS 认可。2017年7月，经检验医学溯源联合委员会执行委员会(JCTLM Executive Committee)批准，公司正式成为检验医学溯源联合委员会利益相关成员(JCTLM Stakeholder Member)，也是国内首家成为 JCTLM Stake holder Member 的体外诊断厂商。2017年7月，公司在国际参考实验室室间质量评价活动 IFCC-RELA 活动中，参考实验室参加 20 个项目，成绩全部合格，为公司产品溯源提供有力保障。
- 2017年，公司参与 SAC/TC136 全国医用临床检验实验室和体外诊断系统标准化技术委员会行业标准起草 7 项，其中，以第一起草单位制定行业标准一项《血清电解质（钾钠钙镁）参考测量程序（离子色谱法）》。
- 同时在强研发推动下，新品不断上市，为公司开展检验集约化服务和区域医学检验共享中心服务奠定了产品基础。

### 与日立联手进一步补强仪器竞争能力

- 公司拥有五项全自动生化分析仪的产品注册证书，是国内体外诊断行业中能够同时提供诊断试剂产品和诊断仪器产品的少数生产厂商之一。同时，公司亦从日立、西门子、贝克曼等品牌仪器厂商外购生化分析仪等设备，既用于生化试剂的**主动合作销售**，也从事**仪器直接销售**。
- 2016年，公司与日立诊断签订合作协议书，取得日立生化仪代理权。协议同时规定公司不得同时销售其他品牌生化仪（参与招标过程中，医院招标要求中指定连接生化免疫流水线的除外），同时日立诊断拥有美康生产的LABOSPECT品牌系统配套试剂的全国销售权，可根据市场需求随时向乙方采购试剂。
  - 日立是全球顶级的IVD仪器供应商，其生化仪性能优秀，在国内市占率名列前茅，且在全球市场与试剂龙头罗氏有长期合作。公司与日立实现仪器和试剂合作，将帮助公司进一步巩固市场地位，扩大生化试剂销售（特别是更好打开高等级医院市场）。
  - 罗氏和日立合作近40年，双方在生化分析仪、免疫分析仪、实验室检验流水线合作共同开发，并由日立负责仪器代工。2014年，罗氏和日立续签了10年的合作合同。我们认为这一合作是仪器与试剂厂商合作的典范之作。由于生化试剂和生化仪器在产品属性上有着巨大的差异，仪器商与试剂商的合作有利于发挥各自特长，弥补短板，实现业务跨越式发展。
- 随着公司在自主生化分析仪研发和国际大品牌合作等方面不断取得进展，公司有望不断推动自产生化仪和合作日立生化仪的销售，加强仪器和试剂的绑定关系，形成协同进一步锁定终端客户收入。

图表 12：主要国际生化试剂和生化仪器厂商的合作

生化试剂	仪器代工	合作类型	合作起始年份
罗氏	日立	长期合作	1978年
丹纳赫（贝克曼）	奥利巴斯	收购检验业务	2009年
雅培	东芝	长期合作	1997年
西门子	JEOL(日本电子)	长期合作	不晚于2011

来源：各公司官网，新闻资料，国金证券研究所

### 体外诊断流通和服务业务：布局有前瞻性 模式不断升级

- 公司是一家产品企业，但对于体外诊断流通及服务业务有着高度敏感性，上市后不断在产业中下游展开探索和布局。
- 上市后，公司积极开展股权合作，合作方多为专业从事体外诊断产品的综合服务商，具备业务网络、品牌资源、医疗机构资源和丰富行业经验，这些合作进一步提升了公司在终端的竞争力，为公司在当地进一步推广检验集约化业务提供了资源和能力支持。

### 从独立实验室到区域医学检验共享中心和检验科集采托管

- 尽管国内大部分医疗机构都设置了检验科和病理科等诊断科室，但由于体外诊断和医学检验的复杂性，医院开展部分检验项目的经济性不佳，中小型医院也没有条件设置齐全的检验科目，市场存在检验服务外包需求。
- 第三方医学诊断服务机构又称独立医学实验室，为各级医院、社区卫生服务中心、乡镇卫生院、体检中心、疾控中心等提供的医学诊断检测服务。公司通过独立医学实验室盛德医检所面向各级医疗机构开展病理、生化、免疫、微量元素、基因、染色体、微生物检测等医学诊断服务。



- 第三方实验室可以实现样本集中，因此很多在终端医院因样本稀少而缺乏经济效益的项目可以在第三方实验室集中开展，实现盈利；
- 第三方实验室可以提供远多于单个医院检验科的检验项目（如上海中山医院属于国内顶级三甲医院，可开展检验项目 500 余项，而大型独立医学实验室可开展上千项检测），为不同层次医疗机构检验能力建设提供有益补充；
- 独立医学实验室具备较大试剂采购量，且往往拥有专门采购通道，诊断产品采购价格低于医院。同时通过规模摊薄仪器设备、人员费用、质量控制等固定成本，单次检验的边际成本进一步降低。
- 独立医学实验室由于规模大，水平高，管理规范，在检验质量控制和检验时效性上也有较大优势
- 本世纪以来，随着医改不断深化，国家医疗改革的覆盖面和力度持续加大，公立医院在降低成本、改变收入结构、降低检验费用占比等方面的压力越来越大，与第三方医学实验室合作的需求越来越凸显。但相比美国，我国独立医学实验室仍处于起步阶段，未来持续发展空间可观。

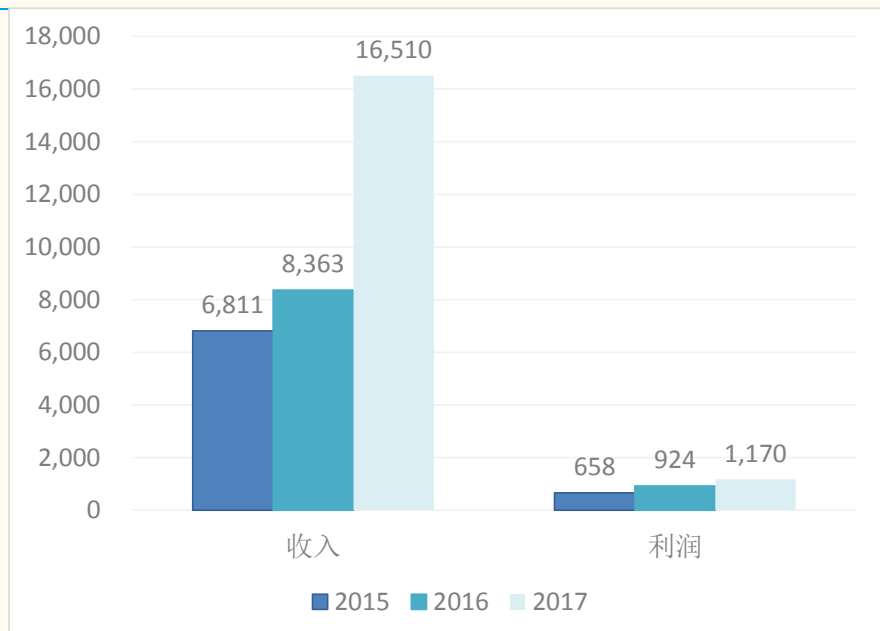
图表 13：国内部分独立医学实验室企业情况（收入单位：亿元）

	检验所分布	检验项目	服务医疗机构数目	2017年第三方医学诊断收入
金城检验	37	2500	>20000	35.89
艾迪康	>20	>2000	>10000	
迪安诊断	38	>2000	>12000	19.06
兰卫检验	12			1.16(半年报)
康盛环球	3	>3000	>3000	

来源：公司公告及官网信息，国金证券研究所

- 2015 年公司成功上市后，公司的医学诊断服务已经由宁波及周边地区向全国多个省份扩张，先后在多地设置医检所公司。

图表 14：宁波盛德医学检验所收入利润情况（万元）



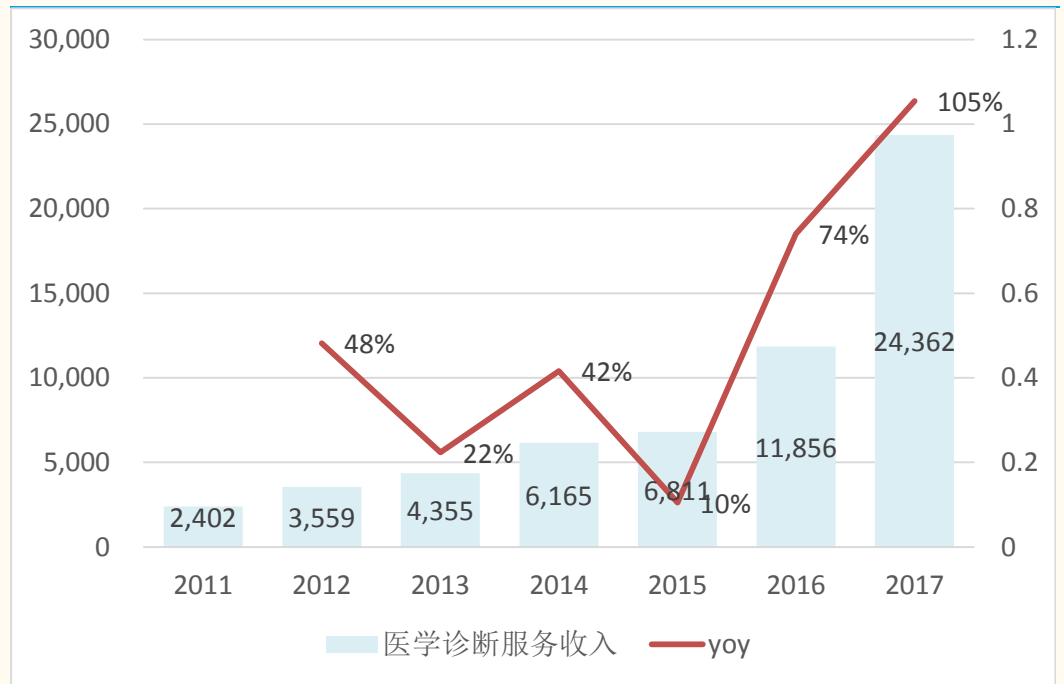
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司宁波运营盛德医检所已有多多年，具备相关经验、技术和人才储备。同时公司积极升级业务模式，从简单的独立实验室收样业务，转向服务属性

更强，客户粘性更好，合约更稳定的区域检验共享中心模式和医院检验科集采/托管模式。

- 公司的“区域医学检验共享中心”正是按照《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》的要求，在目标区域内卫计委领导下，整合目标区域内二级以上医疗机构的检验检查资源和其它社会资源而组建成立的医学检验实验室，向目标区域内乡镇（街道）、村（社区）等基层医疗机构、慢性病医疗机构开放，提升区域内医学检验质量，实现区域内检验结果互联、互通、互认。其优势包括：
  - 降低政府财政投入
  - 结果互认减少重复检查
  - 便于分级诊疗
  - 提高基层检验项目数量和质量
  - 提高检验科经营效率，改善医院和医生收入
- 同时对于采购规模较大的医院、医联体等机构，公司采用检验科集采/托管来实现业务扩展。
- 在上述布局的驱动下，公司实现检验服务业务快速发展，至 2017 年末，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。

图表 15：公司医学诊断服务收入快速提升（万元）



来源：公司年报，招股说明书，国金证券研究所

- 值得注意的是，公司区域在检验中心和检验科集采托管的重点拓展区域一般选择美康生化试剂市场开发较成功的地区，试剂销售和第三方检验服务存在协同作用：
  - 检验服务增加自产试剂销售
  - 自产试剂降低检验服务成本
  - 自产试剂和检验服务共用渠道，提高资源利用效率，降低费用

图表 16: 公司部分检验所公司设立情况

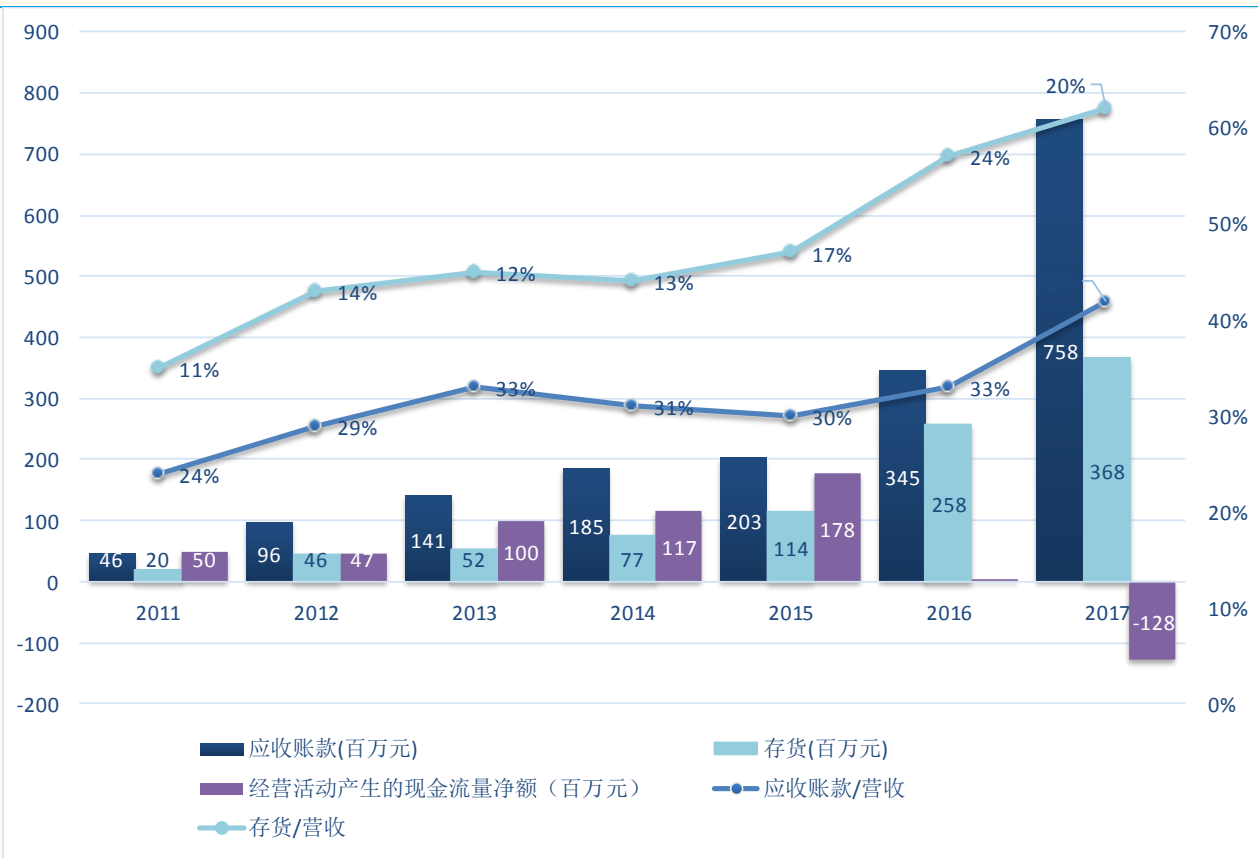
公司	医检所	医检所设置地点	事件	出资万元	占股
宁波美康盛德医学检验所有限公司	盛德医检所	浙江宁波	2011.12	5000	100%
金华市美康盛德医学检验所有限公司	金华医检所	浙江金华	2015.12	3000	51%
永城美康盛德医学检验所有限公司	永城医检所	河南永城	2016.05	2000	61%
郑州美康盛德医学检验所有限公司	郑州医检所	河南郑州	2016.05	2000	100%
南昌美康盛德医学检验所有限公司	南昌医检所	江西南昌	2016.06	2000	100%
上饶美康盛德医学检验所有限公司	上饶医检所	江西上饶	2016.08	362.5	52%
杭州美康盛德医学检验实验室有限公司	杭州医检所	浙江杭州	2016.10	5000	100%
赣州美康盛德医学检验所有限公司	赣州医检所	江西赣州	2016.08	2000	55%
抚州美康盛德医学检验所有限公司	抚州医检所	江西抚州	2016.12	2000	100%
宁波康健医学检验实验室有限公司	康健医检所	浙江宁波	2016.11	1000	60%
衡阳美康盛德医学检验所有限公司	衡阳医检所	湖南衡阳	2017.02	2000	74%
深圳美康盛德医学检验实验室	深圳医检所	深圳	2017.03	2000	100%
湖州美康盛德医学检验实验室有限公司	湖州美康	浙江湖州	2017.10	3000	100%
贵港美康盛德医学检验实验室有限公司	贵港美康	广西贵港	2017.01	2000	100%
新余美康盛德医学检验实验室有限公司	新余医检所	江西新余	2017.03	2000	100%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

中下游业务比例提升短期影响财务指标, 但长期为公司打开产业空间

- 从短期看, 由于 IVD 产品和流通服务业的行业属性存在一定差别, 随着公司检验科集采和区域检验共享中心业务的做大做强和占比提升, 公司整体利润水平将有所下滑, 资金压力也将有所上升, 这是行业的客观规律所决定的。

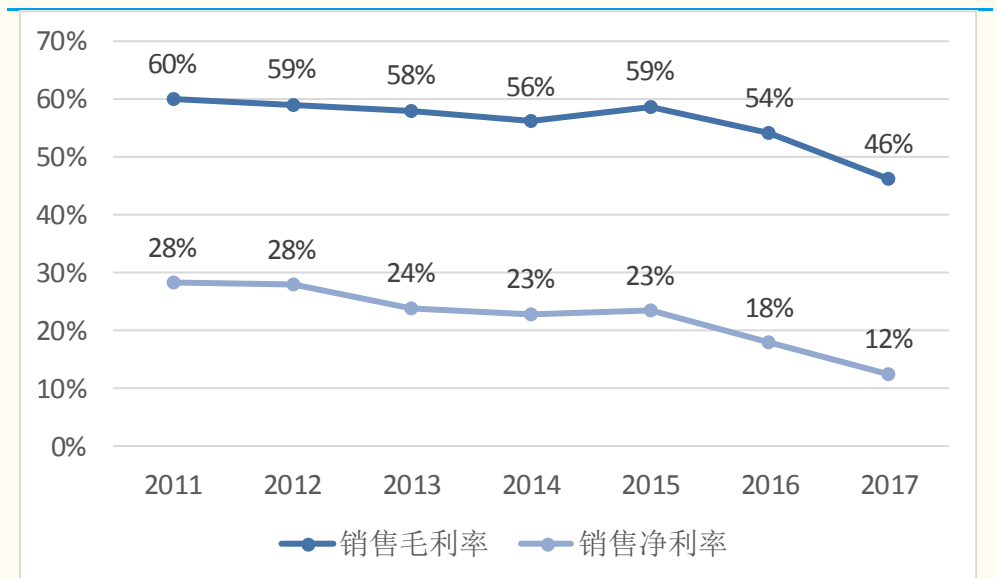
图表 17: 公司存货、应收和经营性现金流情况



来源: Wind, 国金证券研究所

- 但从长期看，我们认为这是公司做出的正确决断，也将极大提升公司的潜在价值和发展空间，原因在于：
  - 体外诊断工业企业未来发展的趋势是加强终端控制力，如果不投入新服务模式的竞争，固守制造业的高利润，则自身代理体系必然不断中下游大型企业蚕食和削弱，公司对终端的掌控力必然越来越弱。因此，行业内优秀工业企业，如美康生物、安图生物、迈克生物等，均在积极布局渠道中下游集约化服务，这一战略是行业有识之士的共同选择。
  - 区域检验中心和检验科集采业务的发展速度远高于存量工业产品业务，有望提升整体业绩增速。
  - 上游工业和下游流通服务的协同效应将赋予公司独特竞争优势，低成本高质量的自产试剂和设备使公司在服务端拥有更大利润空间和议价能力，而服务端业务的开展也能拉动自产产品销售。
  - 公司集约化服务业务经过前期密集扩张和投入期后，随着业务逐步成熟和每年增量业务对资金的边际影响的递减，经营性现金流和盈利水平有望大幅改善。
  - 公司当前估值较低，安全边际较大，随着集约化业务带来的成长性提升，公司未来市值有较大向上空间。

图表 18：公司总体利润水平



来源：Wind，国金证券研究所

## 投资建议

- 公司是国内规模和质量领先的生化诊断产品企业，考虑到公司强大的销售能力和渠道网络，以及公司通过研发和外延不断发展充实产品线，提升产品质量，公司在体外诊断产品端的竞争力有望不断增强；
- 公司在加强产品端的同时，积极展开外延股权合作和渠道商整合，并通过区域检验共享中心等模式迅速提升公司在流通和服务领域的市场份额，我们看好这一战略决策的前景。
- 因此，公司是一家 IVD 工业企业，但在渠道和流通服务方面的布局是长时间、大力度的，这形成了公司的特质和独特的竞争力：相对一般工业企业，公司在渠道方面更敏感，更成熟，终端控制力更强，也拥有丰富的人才和客户储备，符合产业未来方向；相对于流通和服务企业，公司的自产产品业务和集采/区域检验业务中心形成了很好的上下游协同，增厚利润（上游利润水平远高于中下游），补贴流通服务庞大的资本开支，降低运营杠杆和整体风险。

- 公司将检验集约化和区域检验中心业务定位基层，一方面与国产产品的主要客户群体有很好的匹配，另一方面也与现有流通服务巨头一定程度上实现了错位竞争。阻力小，利益也切合，是一个出色的、符合自身条件的选择。分级诊疗，患者向基层下沉会是相当长时期内国内医疗发展的主要旋律之一，目前基层的检验力量十分薄弱，资源分配也不尽合理，社会资本的参与和模式的创新势在必行。公司有望成功把握这一机遇窗口，实现跨越性发展。
- 根据公司目前发展形势，我们假设公司自产试剂业务继续维持稳健增长，杭州倚天与 2018 年内实现并表（按照 60%并表比例进行估计），区域检验共享中心和检验科集采合同未来持续签约并保持合理落地节奏，我们对公司收入做如下估计：

图表 19：公司未来收入预测（亿元）

	2017	2018E	2019E	2020E
试剂和其他	13.8	18.2	23.1	28.2
服务	2.4	4.0	6.0	9.0
仪器	1.8	2.4	3.1	4.0
杭州倚天	未并表	3.8	10.4	11.9
总计	18.1	28.4	42.5	53.1

来源：国金证券研究所

- 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88、1.25、1.68 元，同比增长 42%、43%、34%。我们看好 IVD 行业商业模式升级的趋势，公司围绕行业发展方向进行积极布局，未来具备成长潜力，给予“增持”评级。

## 风险提示

- 渠道和服务业务高速拓展带来的资金周转压力和利润率下降风险；
- 并购标的亏损和商誉减值风险；
- 生化试剂业务竞争加剧，利润水平下降和市场份额提升受阻的风险；
- 新产品的研发不达预期风险；
- 两票制在体外诊断领域落地给并购渠道企业带来的发展风险；
- 体外诊断收费标准下调带来的定价压力。
- 公司 2018 年 4 月 23 日有限售股解禁，本次可解除限售股份数量 229,627,500 股，占总股本的 66.18%；实际可上市流通限售股份数量为 27,073,249 股，占总股本的 7.80%。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>683</b>	<b>1,055</b>	<b>1,805</b>	<b>2,840</b>	<b>4,250</b>	<b>5,310</b>	货币资金	488	249	376	300	400	500
增长率		54.4%	71.1%	57.3%	49.6%	24.9%	应收账款	230	419	833	1,042	1,606	2,145
主营业务成本	-282	-485	-971	-1,580	-2,510	-3,160	存货	114	258	368	476	756	952
%销售收入	41.3%	45.9%	53.8%	55.6%	59.1%	59.5%	其他流动资产	311	428	178	175	265	317
毛利	401	571	834	1,260	1,740	2,150	流动资产	1,144	1,353	1,754	1,993	3,027	3,914
%销售收入	58.7%	54.1%	46.2%	44.4%	40.9%	40.5%	%总资产	79.1%	57.1%	54.0%	56.6%	66.1%	71.5%
营业税金及附加	-6	-9	-14	-24	-36	-45	长期投资	0	278	513	543	573	593
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	181	265	501	506	486	442
营业费用	-107	-151	-232	-369	-531	-637	%总资产	12.5%	11.2%	15.4%	14.4%	10.6%	8.1%
%销售收入	15.7%	14.3%	12.8%	13.0%	12.5%	12.0%	无形资产	65	418	418	407	414	434
管理费用	-111	-199	-271	-398	-553	-664	非流动资产	303	1,015	1,497	1,526	1,554	1,558
%销售收入	16.3%	18.9%	15.0%	14.0%	13.0%	12.5%	%总资产	20.9%	42.9%	46.0%	43.4%	33.9%	28.5%
息税前利润 (EBIT)	176	211	318	469	620	804	<b>资产总计</b>	<b>1,447</b>	<b>2,368</b>	<b>3,251</b>	<b>3,519</b>	<b>4,581</b>	<b>5,472</b>
%销售收入	25.8%	20.0%	17.6%	16.5%	14.6%	15.1%	短期借款	0	360	975	524	777	717
财务费用	0	-9	-33	-42	-35	-40	应付款项	63	371	273	408	623	769
%销售收入	0.1%	0.9%	1.8%	1.5%	0.8%	0.7%	其他流动负债	65	89	155	201	312	469
资产减值损失	-3	-9	-55	-35	-30	-30	流动负债	128	820	1,403	1,134	1,712	1,955
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	3	17	39	40	50	65	其他长期负债	31	28	29	0	0	0
%税前利润	1.7%	7.6%	13.6%	9.3%	8.3%	8.1%	<b>负债</b>	<b>159</b>	<b>849</b>	<b>1,432</b>	<b>1,134</b>	<b>1,712</b>	<b>1,956</b>
营业利润	176	210	287	432	605	799	普通股股东权益	1,288	1,448	1,680	2,204	2,637	3,219
营业利润率	25.8%	19.9%	15.9%	15.2%	14.2%	15.0%	少数股东权益	-1	72	140	182	232	297
营业外收支	15	16	1	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,447</b>	<b>2,368</b>	<b>3,251</b>	<b>3,519</b>	<b>4,581</b>	<b>5,472</b>
税前利润	192	226	288	432	605	799							
利润率	28.0%	21.4%	16.0%	15.2%	14.2%	15.0%	<b>比率分析</b>						
所得税	-32	-38	-63	-86	-121	-152		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	16.7%	16.8%	21.9%	20.0%	20.0%	19.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	159	188	225	345	484	647	每股收益	0.474	0.511	0.617	0.875	1.249	1.678
少数股东损益	-2	11	11	42	50	65	每股净资产	3.788	4.164	4.843	6.351	7.600	9.278
归属于母公司的净利润	<b>161</b>	<b>177</b>	<b>214</b>	<b>303</b>	<b>433</b>	<b>582</b>	每股经营现金净流	0.520	0.001	-0.392	1.023	0.051	0.917
净利率	23.6%	16.8%	11.9%	10.7%	10.2%	11.0%	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.52%	12.26%	12.75%	13.77%	16.43%	18.09%
净利润	159	188	225	345	484	647	总资产收益率	11.15%	7.50%	6.59%	8.62%	9.46%	10.64%
少数股东损益	-2	11	11	42	50	65	投入资本收益率	11.39%	9.30%	8.86%	12.90%	13.61%	15.38%
非现金支出	45	76	164	135	150	171	<b>增长率</b>						
非经营收益	-4	-14	-17	7	-7	-16	主营业务收入增长率	14.27%	54.44%	71.10%	57.33%	49.65%	24.94%
营运资金变动	-24	-250	-508	-132	-609	-484	EBIT增长率	1.89%	19.54%	50.81%	47.62%	32.21%	29.64%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>177</b>	<b>0</b>	<b>-136</b>	<b>355</b>	<b>18</b>	<b>318</b>	净利润增长率	17.13%	10.06%	20.68%	41.67%	42.79%	34.38%
资本开支	-87	-292	-387	-136	-147	-156	总资产增长率	132.89%	63.67%	37.30%	8.24%	30.15%	19.47%
投资	-309	-437	-32	-31	-30	-20	<b>资产管理能力</b>						
其他	-11	12	26	40	50	65	应收账款周转天数	103.6	94.8	111.5	120.0	125.0	135.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-407</b>	<b>-718</b>	<b>-393</b>	<b>-127</b>	<b>-127</b>	<b>-111</b>	存货周转天数	123.2	139.9	117.5	110.0	110.0	110.0
股权募资	730	142	101	0	0	0	应付账款周转天数	56.4	47.2	31.4	27.0	26.0	25.0
债权募资	-101	360	615	-475	253	-58	固定资产周转天数	87.7	83.5	64.5	39.7	24.0	15.8
其他	-16	-26	-67	171	-43	-49	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>613</b>	<b>476</b>	<b>649</b>	<b>-304</b>	<b>210</b>	<b>-108</b>	净负债/股东权益	-37.93%	7.32%	32.90%	9.40%	13.14%	6.21%
<b>现金净流量</b>	<b>383</b>	<b>-241</b>	<b>120</b>	<b>-76</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	EBIT利息保障倍数	463.6	23.2	9.7	11.1	17.5	20.2
							资产负债率	11.01%	35.84%	44.03%	32.23%	37.37%	35.75%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	3	3	3
增持	0	0	1	1	3
中性	1	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>2.00</b>	<b>1.67</b>	<b>1.60</b>	<b>1.83</b>	<b>1.88</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH