

# 美康生物 (300439)

证券研究报告

2018年04月26日

## 业绩增长迅猛，深耕 IVD 检测服务一体化模式

**事件：**2017 年公司业绩突出，营业收入为 18.05 亿元，同比增长 71.1%；归母净利润为 2.14 亿元，同比增长 20.7%；扣非后归母净利润为 1.94 亿元，同比增长 28.5%；主要是由于公司采用“以诊断产品为核心，诊断产品+诊断服务一体化”的商业模式以及渠道外延扩张，使得公司的自产产品、诊断服务和代理产品得以快速增长，带来总体业绩增速提高。

公司同时发布 2017 年利润分配预案，拟以公司股份总数 346,960,900 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 1.25 元（含税），共计派发现金股利 43,370,112.50 元，占 2017 年归属于上市公司股东可分配利润的 20.25%。

### 试剂+仪器+服务，自上而下提供 IVD 一条龙服务

体外诊断试剂销售收入是公司主要的收入来源，2017 年收入为 13.08 亿元，占总收入的 72.5%，同比增长 63.2%，目前公司已取得 148 项体外诊断试剂的产品注册证书和 160 项医疗器械注册证。公司试剂产品结构逐步向多元化扩展，未来将打造涵盖生化诊断试剂、免疫诊断试剂、分子诊断试剂和抗原、抗体、诊断酶以及 POCT 等多种类 IVD 产品的厂商。随着公司产品类型不断增加，未来业绩可期。

再者近几年公司通过打造“区域医学检验共享中心”，在医学诊断服务方面发展迅猛，2017 年收入 2.44 亿，同比增长 105.5%，占总收入的 13.5%，首次超过体外诊断仪器的营业收入。截止 2017 年年底，公司已经在深圳、江西、湖南、河南、杭州、金华等地设立了 30 余家区域检验共享中心。未来公司将建立多层次网络布局，力争成为医学检验集约化系统供应商，逐步实现体外诊断行业一体化。

### 研发营销双管齐下，夯实业务基础

公司注重研发投入，主要以设立研发中心方式进行区域研发，目前在长春、深圳、美国等地均有设立。研发投入除了在试剂、仪器产品方面还有在“美康云”大数据管理平台远程监控慢性病的完善。未来将助力 IVD 一体化的实现。而在营销管理方面，公司有别于传统经销模式，采用以地市级经销商为主，通过与经销商合作成立平台公司，以及有力的售后服务和技术保障，目前已建立了基本覆盖国内市场的营销网络，有利于公司未来进一步深入全国各地销售试剂仪器和提供医学检验服务。

公司采用诊断试剂、仪器和服务一体化战略，跟随政策指向，结合健康大数据，自上而下深耕布局体外诊断行业。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.86、1.10、1.37 元，对应 PE 为 28、22、17 倍，参考同行业可比公司的 PE 水平，2018 年给予公司 35 倍估值，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**研发不及预期、销售不及预期、区域医学检验共享中心构建不及预期、市场开拓不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,055.06	1,805.17	2,519.16	3,341.85	4,247.68
增长率(%)	54.44	71.10	39.55	32.66	27.11
EBITDA(百万元)	286.61	411.67	427.48	525.89	646.13
净利润(百万元)	177.49	214.19	298.63	380.58	476.53
增长率(%)	10.06	20.68	39.42	27.44	25.21
EPS(元/股)	0.51	0.62	0.86	1.10	1.37
市盈率(P/E)	46.72	38.71	27.77	21.79	17.40
市净率(P/B)	5.73	4.94	4.07	3.47	2.92
市销率(P/S)	7.86	4.59	3.29	2.48	1.95
EV/EBITDA	37.02	17.58	20.16	16.79	13.12

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	23.90 元
目标价格	30.10 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	346.96
流通 A 股股本(百万股)	330.58
A 股总市值(百万元)	8,292.37
流通 A 股市值(百万元)	7,900.92
每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	44.03
一年内最高/最低(元)	25.30/16.80

### 作者

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

**杨烨辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516080003  
yangyehui@tfzq.com

**李扬** 联系人  
lyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 17 年业绩同比增长 71.1%，拟派发现金股利 0.43 亿元	3
2. 试剂+仪器+服务，自上而下提供 IVD 一条龙服务	7
2.1. 封闭式系统销售，从专注于成熟生化拓展至多领域	7
2.2. 布局区域检验中心，构建诊断产品服务一体化模式	9
3. 研发营销双管齐下，夯实业务基础	10
3.1. 研发：产品叠加大数据平台，力争基层三甲全覆盖	10
3.2. 营销：独特的经销商整合模式配套完备售后服务，坚固销售网络	10
4. 积极对外投资，拓展事业版图	11
5. 估值与评级	12
财务预测摘要	14

## 图表目录

图 1：公司股权结构	4
图 2：2011-2017 年公司营业收入（百万）、归母净利润（百万）及各自增速（%）	4
图 3：2011-2017 营收（万元）、整体毛利率及 EBITDA 收入比	5
图 4：2011-2017 年公司毛利率、净利率和期间费用率（%）	5
图 5：2011-2017 年公司产品细分领域营业收入（百万）及其增速（%）	5
图 6：2011-2017 年公司营业收入按地区拆分情况	6
图 7：2011-2017 年公司经营活动现金流流入（百万）、净额（百万）及其增速（%）	6
图 8：2011-2017 年期间费用分析（万元）	7
图 9：2014 年中国生化市场系统分布	8
图 10：2011-2014 年体外诊断试剂各细分产品收入（百万）	8
图 11：2011-2014 年体外诊断试剂各细分产品毛利率（%）	8
图 12：2017 年公司区域医学检验共享中心分布情况	9
图 13：2011-2017 研发投入（万元）及研发投入增速（%）	10
表 1：公司发展历程	3
表 2：生化检测系统的分类	7
表 3：2017 年子公司情况汇总	11
表 4：公司业绩预测	13
表 5：同行业公司可比 PE	13

## 1. 17 年业绩同比增长 71.1%，拟派发现金股利 0.43 亿元

公司于 2003 年成立，2004 年取得国家产品注册证后正式投产，经过 10 年发展于 2015 年在深交所创业板成功上市。根据招股说明书，公司主要提供体外诊断试剂、仪器以及第三方医学诊断服务，致力于提供体外诊断上下游一条龙服务。目前公司已获得 148 项体外诊断试剂的产品注册证书，12 项临床检验仪器的产品注册证；还取得了 36 项美国 FDA 认证、5 项韩国 KFDA 认证、144 项欧盟 CE 认证，较好满足客户的需求。

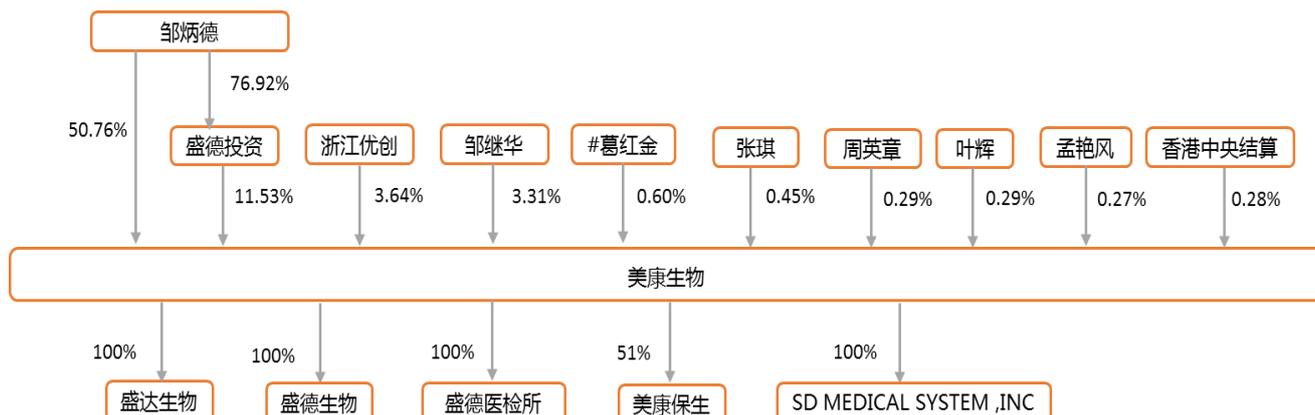
表 1：公司发展历程

年份	事件
2003 年	美康生物成立
2004 年	获得国家产品注册证，正式投产
2006 年	通过 ISO9001:2000 及 ISO13485:2000 国际质量管理体系双认证
2007 年	专利产品酶法糖化血红蛋白被列入国家科技部创新基金项目
2008 年	被评为宁波市首批国家高新技术企业
2010 年	参考实验室参加 IFCC-RELA 实验，成绩合格
2012 年	氧化法总胆红素检测试剂盒荣获国家创新基金重点项目，获得由美国 CDC 颁发的“胆固醇项目国际溯源证书”
2013 年	与中科院上海生化与细胞研究所共建“院士工作站”MS-480 荣获“浙江省装备制造业首台(套)产品”
2015 年	在深圳证券交易所创业板成功上市
2016 年	正式获得 CNAS 医学参考实验室认可

资料来源：公司官网、天风证券研究所

根据 2017 年报，邹炳德先生为公司的控股股东和实际控制人，直接持有公司 50.76% 股份，并通过盛德投资间接控制公司 8.87% 股份，直接和间接控制公司 59.63% 的股份。

图 1：公司股权结构



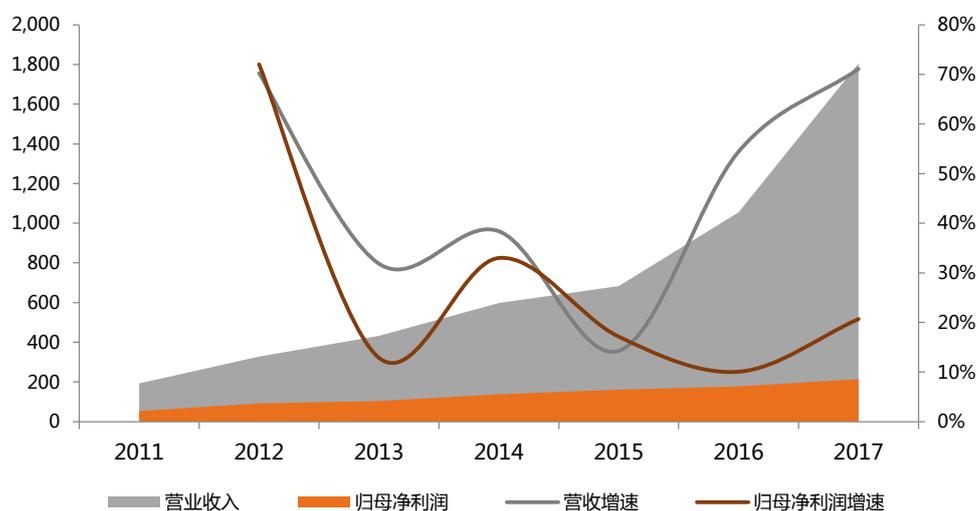
资料来源：公司 2017 年年报、2018 年一季报、天风证券研究所

根据 wind，公司业绩呈现稳步增长的态势，营业收入从 2011 年为 1.93 亿元逐步上升至 2017 年为 18.05 亿元，复合增长率为 45.21%，归母净利润从 2011 年的 0.53 亿元增长至 2017 年为 2.14 亿元，复合增长率为 26.08%。

根据公司年报，2017 年公司业绩突出，营业收入同比增长 71.1%，归母净利润同比增长 20.7%，扣非后归母净利润为 1.94 亿元，同比增长 28.5%；主要是由于公司采用“以诊断产品为核心，诊断产品+诊断服务一体化”的商业模式以及渠道外延扩张，使得公司的自产产品、诊断服务和代理产品得以快速增长，带来总体业绩增速提高。

公司同时发布 2017 年利润分配预案，拟以公司股份总数 346,960,900 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 1.25 元（含税），共计派发现金股利 43,370,112.50 元，占 2017 年归属于上市公司股东可分配利润的 20.25%。

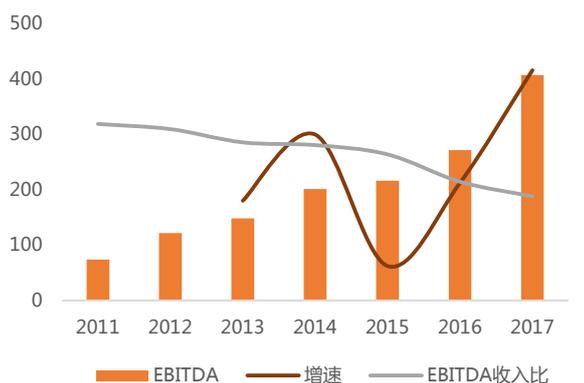
图 2：2011-2017 年公司营业收入（百万）、归母净利润（百万）及各自增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

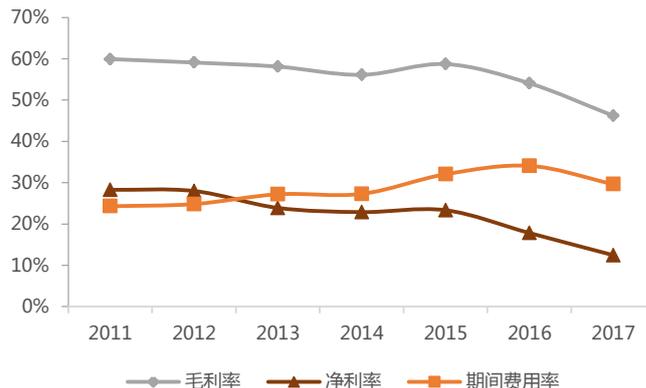
公司 2011-2017 年运营利润不断提高，EBITDA 从 2011 年的 0.74 亿元上升至 2017 年的 4.07 亿元，复合增长率为 32.96%；不过营运效率近 2 年有所下降，2017 年 EBITDA 收入比为 22.6%。在毛利率方面，2017 年公司由于成本有所提高，毛利率较去年略有下降为 46.2%，而费用率为 29.7%，同比减少 13%。

图 3：2011-2017 营收（万元）、整体毛利率及 EBITDA 收入比



资料来源：wind、天风证券研究所

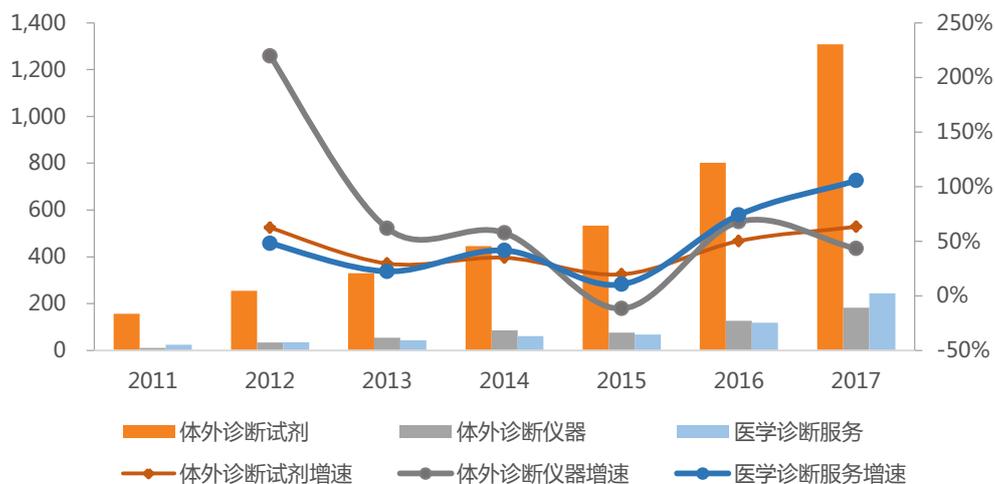
图 4：2011-2017 年公司毛利率、净利率和期间费用率 (%)



资料来源：wind、天风证券研究所

2011 年以来，公司体外诊断试剂销售收入是主要的收入来源，增速逐年提高；2017 年体外诊断试剂收入为 13.08 亿元，占总收入的 72.5%，同比增长 63.2%，增速远远高于体外诊断行业 20%左右的增速。再者近几年公司在医学诊断服务方面发展迅猛，份额在逐步提高，2017 年收入 2.44 亿，同比增长 105.5%，占总收入的 13.5%，首次超过体外诊断仪器的营业收入，占比仅此于体外诊断试剂的收入。

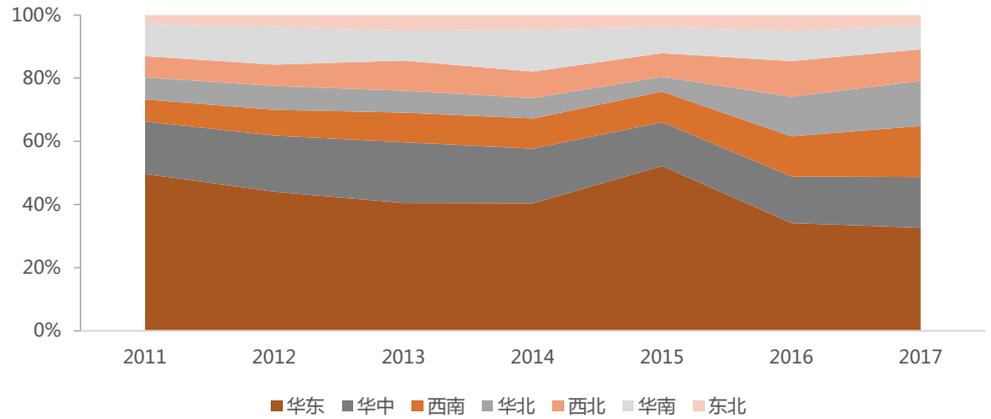
图 5：2011-2017 年公司产品细分领域营业收入（百万）及其增速 (%)



资料来源：wind、天风证券研究所

公司以华东地区为中心，近几年来收入占比有所下降，逐步扩展业务范围。从 2011 年华东地区的收入占总收入的 49.7%到 2017 年占比为 32.6%。而华北和西南地区在迅速地崛起，两个地区从 2011 年占中国大陆的比均仅有 7%扩展至 2017 年华北区域占 14.3%，西南区域占 16.2%；尤其 2017 年增速明显，华北地区销售收入为 2.57 亿元，同比增长 93.4%；增速最快的西南地区收入同比增长达 118.3%。随着公司进一步开拓区域业务发展，未来各个区域发展可期。

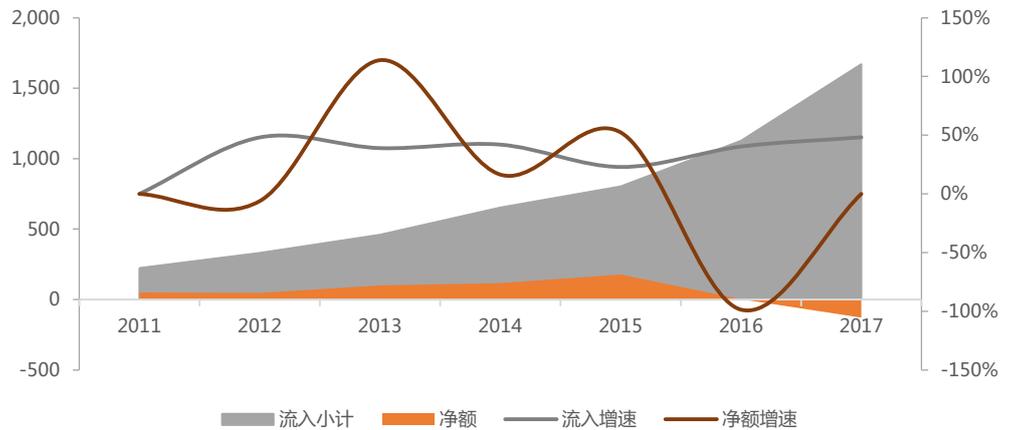
图 6：2011-2017 年公司营业收入按地区拆分情况



资料来源：wind、天风证券研究所

根据公司年报，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为-1.28 亿元，首次出现净额为负值的情况，主要由于终端客户回款周期较长，导致应收账款增加。公司根据此情况在应收账款管理方面做出相应的调控部署：2018 年由董事长牵头成立应收账款管理小组，优化应收账款信息化管理机制，加大应收账款考核力度。同时，公司将搭建集团采购平台，逐步优化库存结构，盘活集团各子公司库存商品的周转，减低损耗。未来应收账款有望减少，公司经营现金流净额有望快速增长。

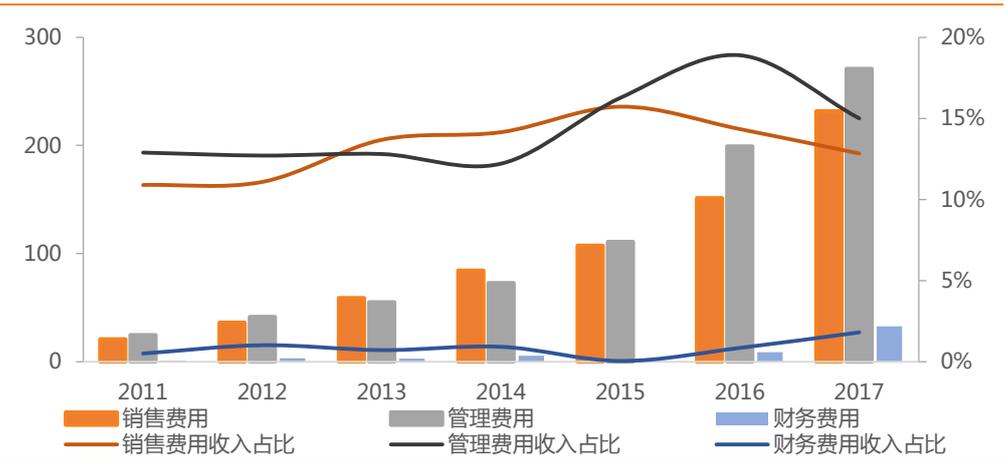
图 7：2011-2017 年公司经营活动现金流流入（百万）、净额（百万）及其增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

近 3 年来，销售、管理和财务费用均有所提高，然而整体费用率是在下降。2017 年，销售费用为 2.32 亿元，同比增加 53.16%，主要是由于销售规模的扩大引起费用的增加；管理费用为 2.71 亿元，同比增长 35.89%；财务费用增长幅度最大，金额为 0.33 亿元增速为 261.5%，主要原因是银行贷款的增加导致支出利息增加。

图 8：2011-2017 年期间费用分析（万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

## 2. 试剂+仪器+服务，自上而下提供 IVD 一条龙服务

### 2.1. 封闭式系统销售，从专注于成熟生化拓展至多领域

公司主要的体外诊断试剂为生化类产品，是 IVD 行业中比较成熟的细分子行业，根据 Kalorama Information 的数据，2015 年临床生化市场容量超过 100 亿，2012-2015 复合增速 14%，未来三年预计保持 15-20% 的增速。然而生化市场份额由于进入门槛低，利润高吸引了很多小厂家但随着行业不断地在整顿以及市场规模比较稳定，慢慢优秀的龙头企业由于各方面优势脱引而出，逐步占领大部分的行业市场。这些龙头企业的收入增速略高于整体放缓的行业增速，美康生物即为其中一个企业。

生化类产品主要包括生化仪、生化试剂和校准品，是基础性常规检查，一般放置在医院检验科、体检中心。根据迈克生物招股说明书，根据其是否是试剂与仪器同属同一厂家可分为封闭系统和开放系统：开放系统是指诊断仪器上可使用不同厂商、不同型号的诊断试剂，封闭系统是指仪器与试剂必须一一对应；而我国生化市场大部分是开放系统。国内生化仪器厂家目前处于空白期，国内厂家主要集中于生产试剂。仪器和试剂同属同一厂家为封闭系统，这块高端市场主要是由国外进口厂商所垄断，而我国内例如迈瑞、科华占据低端市场，美康生物以试剂为主，初步进入仪器研发生产阶段。

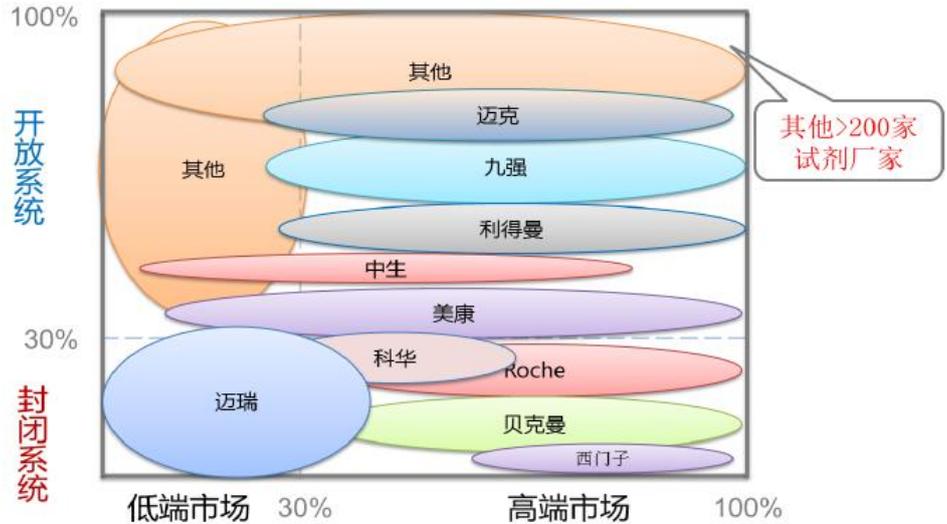
在生化市场中，由于试剂门槛低涌现不少企业进入行业，而由于低高端市场存在收益差距，龙头企业会随着被筛选出来。国产企业只有逐步向进口高端市场迈进，捕捉住商机专注于部分高值项目获取回报才可以走出来。美康生物即不断进行研发突破并配备自主仪器。

表 2：生化检测系统的分类

系统分类	种类	说明	公司
封闭系统	生化系统厂家	既有试剂也有仪器的厂家	进口：罗氏、雅培、贝克曼、西门子； 国产：迈瑞、科华、美康
	生化试剂厂家	只有试剂	国内主要的都集中在这个类别如迈克、利得曼、九强
开放系统	生化仪器厂家	只有仪器	基本为进口企业垄断：日立、东芝
	生化试剂厂家	只有试剂	国内主要的都集中在这个类别如迈克、利得曼、九强

资料来源：各个公司年报、天风证券研究所

图 9：2014 年中国生化市场系统分布



资料来源：各个公司年报、天风证券研究所

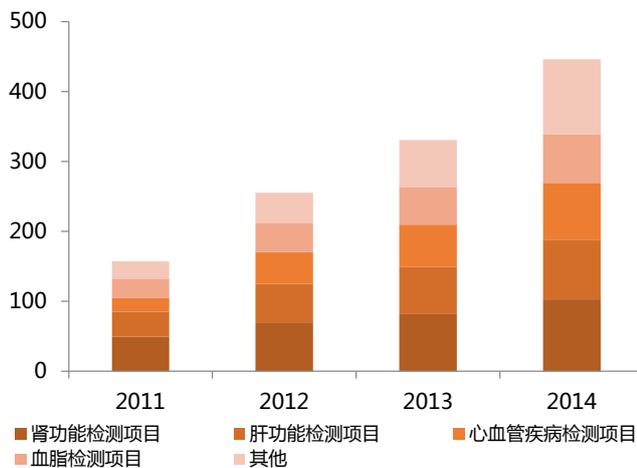
**在仪器方面**，根据公司年报，目前公司拥有全自动生化仪、干式荧光免疫定量分析仪等；同时通过自主研发，已取得包括生化、化学发光、血细胞、POCT 等领域 12 项临床检验仪器的产品注册证，共 160 项医疗器械注册证。未来公司将持续扩充完善市场中有竞争力的产品，投入研发化学发光免疫分析等仪器领域，不断扩展产品线。

**在试剂方面**，根据 17 年公司年报，目前公司已取得 148 项体外诊断试剂的产品注册证书，涵盖肾功能、血脂、心血管、风湿、糖尿病等十一类生化检测项目，是我国体外诊断试剂领域品种最齐全的生产厂商之一；，并且公司也拥有成熟的免疫反应技术。

根据公司招股说明书，2011-2014 年，肾功能、肝功能为公司主要体外诊断试剂的收入，然而占比在逐步下降，而心血管类疾病检测的收入占比逐步提升并维持高增速，从 2011 年占比为 12.6%增加至 2014 年占比为 18.2%仅次于肾功能，并且 2014 年的增速高达 34.1%。

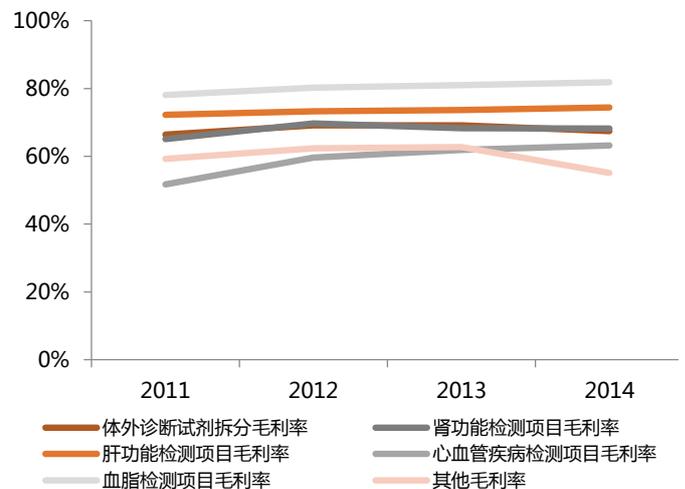
在毛利率方面，体外诊断试剂维持在 67%以上水平，细分领域毛利率近 4 年来均呈现上升趋势。毛利率最高的为血脂检测产品，2014 年达 81.9%。毛利率提升最快的为心血管检测产品，2011 年为 51.7%增长至 2014 年 63.2%，复合增长率为 6.9%。

图 10：2011-2014 年体外诊断试剂各细分产品收入（百万）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 11：2011-2014 年体外诊断试剂各细分产品毛利率（%）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

近几年来，公司逐步从生化向其他体外诊断试剂细分领域开展研发，尤其在血细胞和 POCT 领域。目前公司拥有较为完备的注册产品种类，已覆盖医院检验科 50%左右的项目。根据

公司年报，2017 年公司成功研发出五分类血球仪配套检测试剂新产品，并掌握了几十种试剂盒关键原料生产技术，大大降低产品的生产成本，并且在生化试剂、化学发光试剂、原料酶、抗原抗体、血球仪等方面成功研制出新的产品，向血球、尿液分析等多个领域深入拓展业务。

在 POCT 领域，公司在推出 SMART IV 单机版后，于 2017 年推出 SMART IV 网络版，SMART IV 网络版配套针对“高血压，血脂，糖尿病”等慢病检测项目，实现基层医生对慢病患者的管理和慢病患者对病情的监控，逐步朝着“互联网+医疗”方向布局发展。

未来在心血管领域，公司将逐步美国子公司 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公司。在整个体外诊断试剂的业务上，试剂产品结构逐步向多元化扩展，以高技术含量、高附加值的新产品研发为重点方向，打造涵盖生化诊断试剂、免疫诊断试剂、分子诊断试剂和抗原、抗体、诊断酶以及 POCT 等多种 IVD 产品的厂商。公司逐步从生化体外诊断领域拓展至 POCT 再到其他领域，产品类型不断增加，未来业绩可期。

## 2.2. 布局区域检验中心，构建诊断产品服务一体化模式

根据公司招股说明书，2008 年公司开始设立独立实验室，主要是由于终端客户有将部分诊断项目外包的需求，开启“以诊断产品为核心，诊断产品+诊断服务一体化”的商业模式。

公司的独立第三方医学诊断服务业务有别于传统第三方医学实验室建立，主要采用“区域医学检验共享中心”的形式开展。一方面，公司充分利用自身产品优势和渠道资源，在成熟的市场布局区域医学检验共享中心，并以其为核心，辐射区域内各级乡镇医疗机构、社区服务中心，推动区域内检验报告的互联互通互认，与国家所倡导的分级诊疗与慢病管理不谋而合。根据 17 年年报，公司在深圳、江西、湖南、河南、杭州、金华等地设立了 30 余家区域检验共享中心。另一方面，公司通过合作共建的方式，为客户提供包括诊断产品、诊断服务、管理咨询、集中采购、远程病理、网络信息建设等服务，构建一站式解决方案服务体系。公司通过建立多层次网络布局，力争成为医学检验集约化系统供应商。

并且 2017 年美康“区域医学检验共享中心”模式推向了新的高度，公司签下了一批具有代表性意义的合作客户，其中包括舟山医院、瑞金医院舟山分院、衡阳市人民医院、新余市人民医院、抚州市人民医院、贵港市中医院、五原县人民医院等 19 家市、县级单位。这为公司未来继续在全国加快区域医学检验共享中心的连锁化布局积累了经验。

公司目前主要在华南和华东布局区域医学检验共享中心，辐射范围虽不广，但深入市县基层。目前以“农村包围城市”的战略，比金域等主营第三方医学实验室的更具优势在于试剂自产自销，与终端客户联系紧密，方便快捷建立试剂与客户之间服务的桥梁，同时成本比较低，2017 年已经实现 2.44 亿，增速 105.5%，未来形成连锁化、规模化经营贡献更高的收入可期。

图 12：2017 年公司区域医学检验共享中心分布情况



资料来源：公司年报、公司天风证券研究所

### 3. 研发营销双管齐下，夯实业务基础

#### 3.1. 研发：产品叠加大数据平台，力争基层三甲全覆盖

公司注重研发投入，主要以设立研发中心方式进行区域的研发，目前在长春、深圳、美国等地均有设立。同时 2017 年上半年，公司成立了技术委员会致力于提升研发模块间的协同。根据公司年报，从 2011-2017 年研发投入持续增加，2017 年公司研发投入 9256.84 万元，占营业收入的 5.13%，同比大幅增加了 59.99%。研发投入除了在试剂、仪器产品方面还有在”美康云“大数据管理平台远程监控慢性病的完善。

**在产品方面**，根据公司年报，公司研发投入取得相应的成效：2017 年成功研发出五分类血球仪配套检测试剂新产品，SLO 抗原等试剂盒所需的关键原料，成功掌握了几十种试剂盒关键原料生产技术；在 POCT 领域推出 SMART IV 网络版；以及 FP-100 干式荧光免疫分析仪与配套的感染类 CRP, PCT 两个检测项目。未来公司将持续投入研发化学发光免疫分析，尿液，尿有形成分等新产品的开发，进一步拓展免疫、分子诊断、血球、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。

**在大数据平台方面**，公司依托区域医学检测共享中心，跟随着国家分级诊疗的体系，目前已初步建立多层次网络布局，并完成了 CIMS 仓库系统、供应链协同平台、慢病管理系统的开发完成并试点。近几年来，公司坚持以 “诊断产品+诊断服务+健康大数据” 一体化发展战略。未来公司重点构建体外诊断产品体系、云平台远程诊疗体系、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，使公司的产品进入基层医疗机构和家庭。

图 13：2011-2017 研发投入（万元）及研发投入增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 14：2011-2017 研发投入（万元）及研发投入收入占比（%）

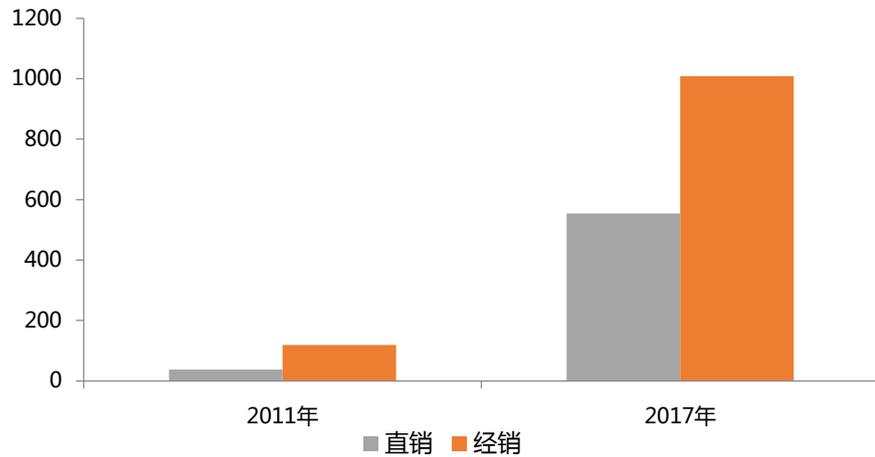


资料来源：wind、天风证券研究所

#### 3.2. 营销：独特的经销商整合模式配套完备售后服务，坚固销售网络

公司与其他体外诊断业务公司有相同的营销模式，即为“经销和直销相结合、经销为主”；其中直销增长幅度略高于经销，并且直销收入占总收入比重逐年提高。直销收入从 2011 年的 0.38 亿元增长至 2017 年的 5.53 亿元，符合增长率为 56.49%；而经销收入从 2011 年 1.19 亿元增长至 2017 年的 10.08 亿元。在占比方面，2011 年直销占比 24%，经销占比 76%；而 2017 年直销占比 35.45%，经销占比 64.55%。再者直销毛利率略高于经销的，17 年直销毛利率为 51.57%，经销毛利率为 48.52%。

图 15：2011 年和 2017 年直销和经销的收入（百万）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

美康营销模式的独特之处在于：

1、公司不是以传统的省级经销商为主的方式，而是以地市级经销商为主。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，以实现提高终端客户的覆盖率的的目标。目前在陕西、江苏等地进行试点已经取得一定的成效。

2、有力的售后服务和技术支持，公司坚持“24 小时响应，48 小时到位”的宗旨，在行业内率先开通了 800 免费客户服务专线。在近几年的发展中，公司力争为客户提供优质高效的技术支持，及时了解并响应客户需求，形成了对市场的快速反应机制。因而公司从注重产品销售转向注重售前与售后服务，在行业内具有较高的综合服务水平，助力销售收入提高。

经过多年的经营，公司目前已建立了基本覆盖国内市场的营销网络：在全国除香港、澳门、台湾和西藏外各省省会、直辖市及重要城市设立营销办事处。2018 年公司将继续优化营销模式，加快完善平台公司模式，继续深度拓展销售区域，提高公司业绩。

#### 4. 积极对外投资，拓展事业版图

公司通过并购、战略品牌合作等方式继续扩充完善市场中有竞争力的产品，不断扩展自己的产品线。根据公司年报，2017 年公司进行多次重大的股权投资，其中通过收购医学检验所开拓医学诊断服务业务，以及通过各子公司分摊区域的销售任务。从 2017 年子公司营收情况来看，子公司为母公司贡献收入 5.86 亿元，占总收入的 32.46%。未来公司也将继续通过对外投资的方式丰富公司产品类型，特别是更大范围的辐射区域医学检验共享中心。

表 3：2017 年子公司情况汇总

公司	持股比例	注册资本 (百万)	营业收入 (百万)	净利润 (百万)	主营业务
宁波美康盛达生物科技有限公司	100%	5	12.19	-4.55	器械试剂销售、研发
宁波美康盛德生物科技有限公司	100%	2	78.30	11.24	器械销售、研发
宁波美康盛德医学检验所有限公司	100%	50	165.1	11.70	医学检验服务
宁波美康保生生物医学工程有限公司	51%	13	161.54	-5.58	试剂销售、研发
SD Medical System, Inc	100%	10 百万美元	0.65	-27.20	新型生物物合成物
新疆伯晶伟业商贸有限公司	51%	20	71.80	6.54	器械销售、研发
宁波生园生物技术有限公司	100%	7.5 百万美元	33.11	-4.37	新型生物物合成物
浙江涌捷医疗器械有限公司	51%	20	92.76	9.04	器械销售
重庆和盛医疗器械有限公司	51%	18	168.24	33.78	器械销售、研发

内蒙古盛德医疗器械有限公司	51%	7	49.13	5.00	器械销售、研发
永城美康盛德医学检验所有限公司	61%	20	32.29	-0.67	医学检验服务
VAP DIAGNOSTICS LABORATORY INC	51%	25 百万美元	5.84	-67.22	医学检验服务
外延汇总			586.22	-22.99	

资料来源：公司年报、天风证券研究所

## 5. 估值与评级

分业务假设：

- 1、体外诊断试剂 18-20 年同比增长分别为 40%、35%、30%，参考 2017 年的毛利率，预测 18-20 年毛利率保持着 55%；
- 2、医学诊断服务 18-20 年同比增长分别为 50%、30%、20%，参考历史和 2017 年的毛利率，预测 18-20 年毛利率提高至 30%；
- 3、体外诊断仪器 18-20 年同比增长分别为 30%、25%、20%，参考 2017 年的毛利率，预测 18-20 年毛利率保持着 15%；
- 4、其他 18-20 年同比增长分别为 20%、15%、10%，参考 2017 年的毛利率，预测 18-20 年毛利率保持着 45%；

表 4: 公司业绩预测

业务收入拆分	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
汇总	683	1,055	1,805	2519	3342	4248
YOY	14%	54%	71%	40%	33%	27%
毛利率	59%	54%	46%	47%	48%	48%
体外诊断试剂	534	801	1,308	1832	2473	3215
YOY	20%	50%	63%	40%	35%	30%
毛利率	69%	62%	55%	55%	55%	55%
医学诊断服务	68	119	244	365	475	570
YOY	10%	74%	105%	50%	30%	20%
毛利率	40%	42%	25%	30%	30%	30%
体外诊断仪器	76	127	182	237	296	355
YOY	-12%	68%	43%	30%	25%	20%
毛利率	5%	17%	15%	15%	15%	15%
其他	6	8	71	85	98	108
YOY	24%	39%	796%	20%	15%	10%
毛利率	60%	41%	44%	45%	45%	45%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司采用诊断试剂、仪器和服务一体化战略, 跟随政策指向, 结合健康大数据, 自上而下深耕布局体外诊断行业。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.86、1.10、1.37 元, 对应 PE 为 28、22、17 倍, 参考同行业可比公司的 PE 水平, 金域医学、迈克生物、九强生物、科华生物 2018 年平均 PE 为 34 倍, 加上艾德生物 2018 年平均 PE 为 41 倍, 艾德生物受益于分子诊断具备一定的估值溢价, 因此我们认为 2018 年 34-41 倍为公司合理的估值水平, 2018 年给予公司 35 倍估值, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 同行业公司可比 PE

代码	公司简称	最新收盘价 (元)	预测 PE (2018)	预测 PE (2019)	预测 EPS (2018)	预测 EPS (2019)
300685.SZ	艾德生物	120.30	72	52	1.66	2.30
603882.SH	金域医学	28.84	49	41	0.58	0.70
300463.SZ	迈克生物	26.20	31	24	0.86	1.09
300406.SZ	九强生物	17.88	27	23	0.66	0.78
002022.SZ	科华生物	13.65	28	25	0.48	0.56

资料来源: Wind, 天风证券研究所 注: 收盘价为 2018 年 4 月 25 日, EPS 均为 wind 一致预期

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	248.83	376.29	201.53	267.35	339.81
应收账款	409.29	824.84	765.43	1,183.41	1,293.67
预付账款	82.53	125.19	109.34	241.19	193.38
存货	257.54	367.71	555.66	673.23	863.90
其他	354.59	60.23	249.37	227.87	190.12
<b>流动资产合计</b>	<b>1,352.79</b>	<b>1,754.25</b>	<b>1,881.32</b>	<b>2,593.05</b>	<b>2,880.88</b>
长期股权投资	277.91	512.39	512.39	512.39	512.39
固定资产	241.24	318.92	398.81	467.48	516.41
在建工程	24.10	181.97	145.18	135.11	111.06
无形资产	210.94	193.79	174.36	154.94	135.51
其他	261.04	289.99	271.88	260.60	250.56
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,015.24</b>	<b>1,497.06</b>	<b>1,502.63</b>	<b>1,530.52</b>	<b>1,525.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,368.02</b>	<b>3,251.31</b>	<b>3,383.95</b>	<b>4,123.57</b>	<b>4,406.82</b>
短期借款	360.00	975.00	477.81	686.33	412.60
应付账款	340.41	246.52	516.92	639.50	713.97
其他	120.01	181.31	172.42	173.44	226.93
<b>流动负债合计</b>	<b>820.42</b>	<b>1,402.83</b>	<b>1,167.15</b>	<b>1,499.27</b>	<b>1,353.50</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	38.52	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.28	28.74	29.36	28.79	28.96
<b>非流动负债合计</b>	<b>28.28</b>	<b>28.74</b>	<b>29.36</b>	<b>67.31</b>	<b>28.96</b>
<b>负债合计</b>	<b>848.70</b>	<b>1,431.57</b>	<b>1,196.51</b>	<b>1,566.57</b>	<b>1,382.46</b>
少数股东权益	71.78	139.58	148.71	166.47	186.71
股本	347.63	346.96	346.96	346.96	346.96
资本公积	559.75	598.95	598.95	598.95	598.95
留存收益	1,193.30	1,425.83	1,691.77	2,043.56	2,490.68
其他	(653.15)	(691.59)	(598.95)	(598.95)	(598.95)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,519.32</b>	<b>1,819.74</b>	<b>2,187.44</b>	<b>2,556.99</b>	<b>3,024.36</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,368.02</b>	<b>3,251.31</b>	<b>3,383.95</b>	<b>4,123.57</b>	<b>4,406.82</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	188.10	225.09	298.63	380.58	476.53
折旧摊销	69.64	116.64	36.33	40.83	44.53
财务费用	10.10	29.84	30.61	25.35	23.65
投资损失	(17.11)	(39.32)	(19.90)	(19.90)	(19.90)
营运资金变动	(279.57)	(172.85)	(21.59)	(511.60)	(77.19)
其它	31.30	(287.79)	9.60	18.07	20.70
<b>经营活动现金流</b>	<b>2.45</b>	<b>(128.40)</b>	<b>333.67</b>	<b>(66.67)</b>	<b>468.32</b>
资本支出	774.37	542.12	59.37	80.57	49.83
长期投资	277.91	234.48	0.00	0.00	0.00
其他	(1,770.15)	(1,169.55)	(99.47)	(140.67)	(79.93)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(717.87)</b>	<b>(392.95)</b>	<b>(40.10)</b>	<b>(60.10)</b>	<b>(30.10)</b>
债权融资	360.00	975.00	477.81	724.84	412.60
股权融资	7.04	6.51	62.03	(25.35)	(23.65)
其他	105.44	(328.61)	(1,008.17)	(506.90)	(754.71)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>472.48</b>	<b>652.90</b>	<b>(468.33)</b>	<b>192.59</b>	<b>(365.75)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(242.94)</b>	<b>131.56</b>	<b>(174.75)</b>	<b>65.82</b>	<b>72.47</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,055.06</b>	<b>1,805.17</b>	<b>2,519.16</b>	<b>3,341.85</b>	<b>4,247.68</b>
营业成本	484.53	970.75	1,328.22	1,750.80	2,206.83
营业税金及附加	9.24	14.11	21.70	28.06	35.16
营业费用	151.31	231.74	347.64	484.57	645.65
管理费用	199.29	270.82	428.26	584.82	743.34
财务费用	9.07	32.78	30.61	25.35	23.65
资产减值损失	8.74	54.51	22.08	28.45	35.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.11	39.32	19.90	19.90	19.90
其他	(34.22)	(96.23)	(39.81)	(39.81)	(39.81)
<b>营业利润</b>	<b>210.00</b>	<b>287.36</b>	<b>360.55</b>	<b>459.70</b>	<b>577.94</b>
营业外收入	18.57	2.22	12.97	11.25	8.81
营业外支出	2.50	1.22	2.16	1.96	1.78
<b>利润总额</b>	<b>226.07</b>	<b>288.35</b>	<b>371.36</b>	<b>468.99</b>	<b>584.97</b>
所得税	37.96	63.26	63.13	70.35	87.75
<b>净利润</b>	<b>188.10</b>	<b>225.09</b>	<b>308.23</b>	<b>398.64</b>	<b>497.23</b>
少数股东损益	10.61	10.90	9.60	18.07	20.70
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>177.49</b>	<b>214.19</b>	<b>298.63</b>	<b>380.58</b>	<b>476.53</b>
每股收益(元)	0.51	0.62	0.86	1.10	1.37

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	54.44%	71.10%	39.55%	32.66%	27.11%
营业利润	19.21%	36.84%	25.47%	27.50%	25.72%
归属于母公司净利润	10.06%	20.68%	39.42%	27.44%	25.21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.08%	46.22%	47.28%	47.61%	48.05%
净利率	16.82%	11.87%	11.85%	11.39%	11.22%
ROE	12.26%	12.75%	14.65%	15.92%	16.79%
ROIC	24.66%	16.00%	14.10%	17.43%	17.47%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	35.84%	44.03%	35.36%	37.99%	31.37%
净负债率	-21.65%	13.18%	3.67%	20.23%	18.99%
流动比率	1.65	1.25	1.61	1.73	2.13
速动比率	1.33	0.99	1.14	1.28	1.49
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.33	2.93	3.17	3.43	3.43
存货周转率	5.68	5.77	5.46	5.44	5.53
总资产周转率	0.55	0.64	0.76	0.89	1.00

每股指标(元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.51	0.62	0.86	1.10	1.37
每股经营现金流	0.01	-0.37	0.96	-0.19	1.35
每股净资产	4.17	4.84	5.88	6.89	8.18

估值比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率	46.72	38.71	27.77	21.79	17.40
市净率	5.73	4.94	4.07	3.47	2.92
EV/EBITDA	37.02	17.58	20.16	16.79	13.12
EV/EBIT	48.43	23.92	22.03	18.20	14.09

资料来源：天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com