天风证券 TF SECURITIES

艾德生物（300685）

证券研究报告
2019 年 03 月 26 日

依托“研发双中心”，进一步提升国际竞争力

事件：公司 2018 年全年实现营业收入 4.39 亿元，同比增长 32.89%；归母净利润为 1.27 亿元，同比增长 34.73%；扣非归母净利润为 1.08 亿元，同比增长 35.01%。公司运营效率提升，产成品库存量下降 50.72%，强化成本控制，加大研发投入。公司 2018 年度利润分配拟每 10 股派发现金红利 1.8 元。同时公司发布 2019Q1 业绩预告，预计归属于上市公司股东的净利润 3000-3500 万，同比增长 20.11% - 40.13%。

核心技术造就领先产品，主营业务盈利能力出色

公司拥有国际领先、自主知识产权的 ADx-ARMS® 、Super-ARMS®、ddCapture®技术，基于技术优势，成功研发 22 种肿瘤精准医疗分子诊断试剂，系业内产品种类最为齐全的企业之一。截至报告期末，公司拥有 21 项三类医疗器械注册证（体外诊断试剂）。截止年度报告披露日，公司人类 BRCA1 基因和 BRCA2 基因突变检测试剂盒（可逆末端终止测序法），获批三类医疗器械注册证，该产品填补了国内 BRCA1/2 基因临床合规检测的空白，为公司未来发展注入新动能。公司主营业务中，诊断试剂 2018 年收入 3.88 亿元，同比增长 28.58%，毛利率 92.91%；检测服务 2018 年收入 0.50 亿元，毛利率 77.47%。公司毛利率较高，得益于较强的市场竞争力及“直销为主、经销为辅”的销售模式，直销模式占比 66.42%，毛利率高达 93.24%。

千人计划专家领衔强大研发团队，持续投入加大技术优势

公司创始人暨现任董事长，系“千人计划”国家特聘专家，直接参与研发管理，组建了强大的研发团队。近年来，公司研发投入占营业收入的比重均保持在 15%以上。2018 年公司研发投入 7,833.63 万元，同比增长 54.12%，占营业收入的 17.84%。研发成果亮眼，目前公司获得 29 项国内专利授权，3 项国外发明专利授权。公司已完成上海研发中心的建设及厦门研发中心的改造扩建工作，上海中心通过美国 CAP 认证，达到国际先进水准。公司依托于“研发双中心”，开始布局肿瘤免疫治疗药物相关标志物及数据分析软件的研究工作，面向未来储备产品。

业务网络延伸至海外，增强国际竞争力

公司国内直销网络覆盖全国，产品已进入 400 多家大中型医疗机构。随着 ROS1 伴随诊断试剂盒在韩国、中国台湾获批，公司在大陆以外市场的竞争力进一步增强。公司通过国际展会、电子商务或国外代理商等形式，全力开拓国际市场，2018 年海外业务收入 4,588.29 万元，同比增长 47.24%，基于战略考虑，公司增资入股 Universal Sequencing Technology Corporation，主要从事三代测序的开发。

盈利预测与评级：伴随诊行业持续高景气度，公司依托研发、产品、渠道优势，原有单基因产品逐步替换为多基因产品，同时 2018 年上市了三款重磅产品（ctDNA 检测、NGS 十基因产品、BRAC1/2 检测），未来有望带来业绩增量。我们预计公司 19-21 年 EPS 为 1.18/1.53/1.95 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变动风险；行业竞争加剧风险；毛利率下滑风险；新产品研发注册风险、新产品推广缓慢风险等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	330.37	439.03	598.40	809.04	1,080.87
增长率(%)	30.59	32.89	36.30	35.20	33.60
EBITDA(百万元)	112.16	221.27	199.23	264.49	336.52
净利润(百万元)	94.07	126.74	169.46	220.80	281.40
增长率(%)	40.33	34.73	33.71	30.30	27.45
EPS(元/股)	0.65	0.88	1.18	1.53	1.95
市盈率(P/E)	83.57	62.03	46.39	35.60	27.93
市净率(P/B)	12.11	10.39	8.59	7.05	5.69
市销率(P/S)	23.79	17.91	13.14	9.72	7.27
EV/EBITDA	63.12	25.73	38.10	28.48	22.12

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	54.94 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	144.00
流通 A 股股本(百万股)	91.10
A 股总市值(百万元)	7,911.36
流通 A 股市值(百万元)	5,005.12
每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	11.44
一年内最高/最低(元)	130.86/36.71

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com
李扬 联系人
lyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

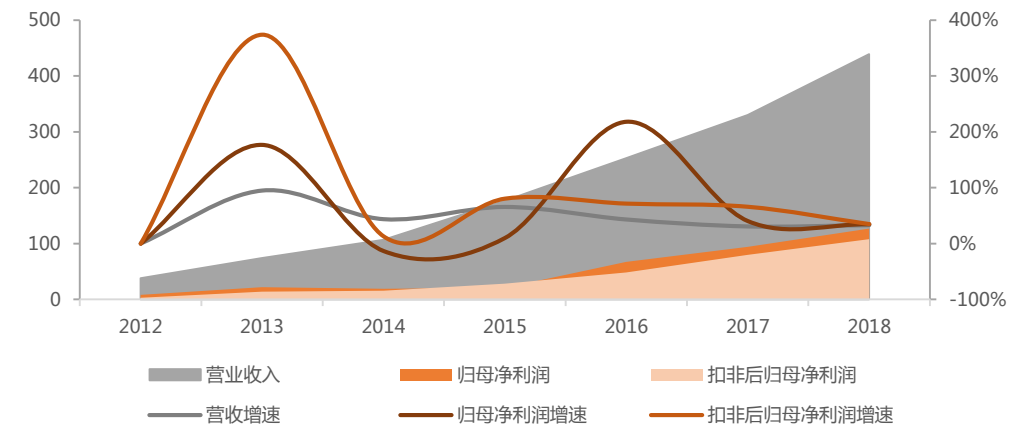
相关报告

1 《艾德生物-公司点评:获批 10 基因 NGS 试剂盒，是现有产品的重要补充》2018-11-21
2 《艾德生物-半年报点评:上半年业绩高速增长，多产品获批丰富产品线》2018-07-29
3 《艾德生物-年报点评报告:产品研发和销售双管齐下，进一步扩大行业优势》2018-04-03

业绩增长符合预期，归母净利润同比增长 34.73%

2018 年公司全年实现营业收入 4.39 亿元，同比增长 32.89%；归母净利润为 1.27 亿元，同比增长 34.73%；扣非归母净利润为 1.08 亿元，同比增长 35.01%。公司成长迅速，连续 3 年保持 30%以上的高增长率。

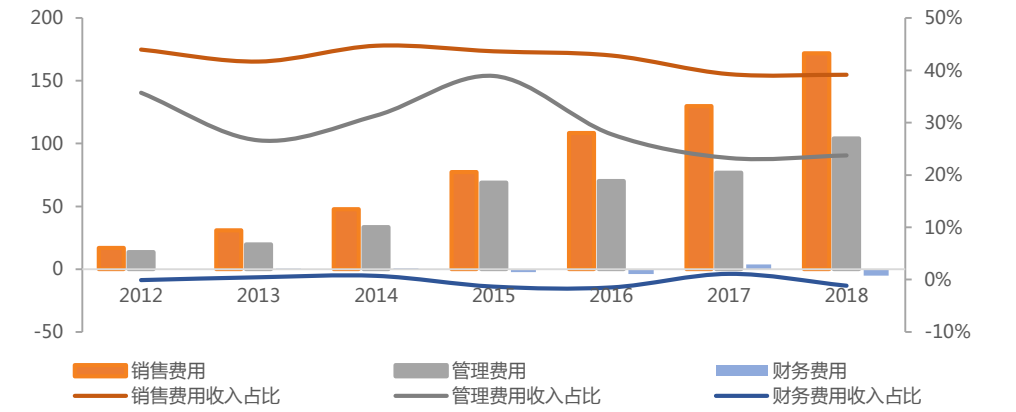
图 1：营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润及各自增速（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

期间费用保持平稳，销售费用、管理费用（含研发费用）分别为 172/104 百万元，占收入比例分别为 39.2%/23.7%，管理费用率（不含研发费用）为 5.87%，占比下降 1.97%。

图 2：各期间费用及占比（百万元）

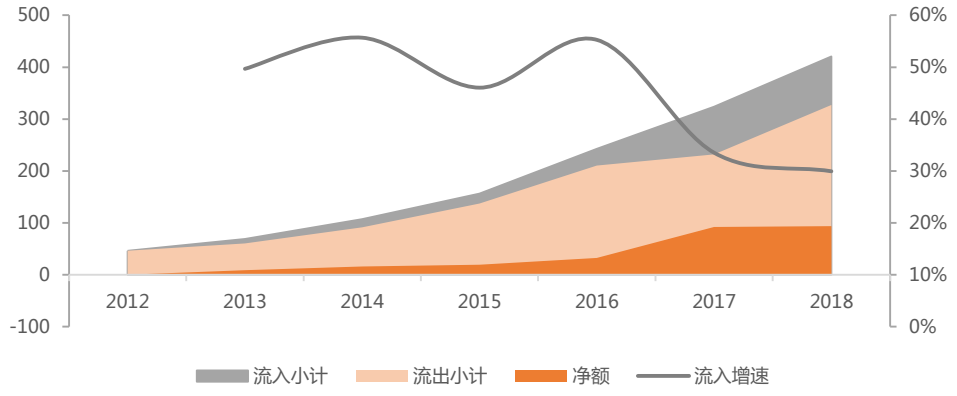


资料来源：wind，天风证券研究所

备注：管理费用包含研发投入

近年来，公司经营活动现金流保持高速增长，2018 年现金流入小计 2.41 亿元，同比增长 30%，经营活动现金流量净额为 0.93 亿元。

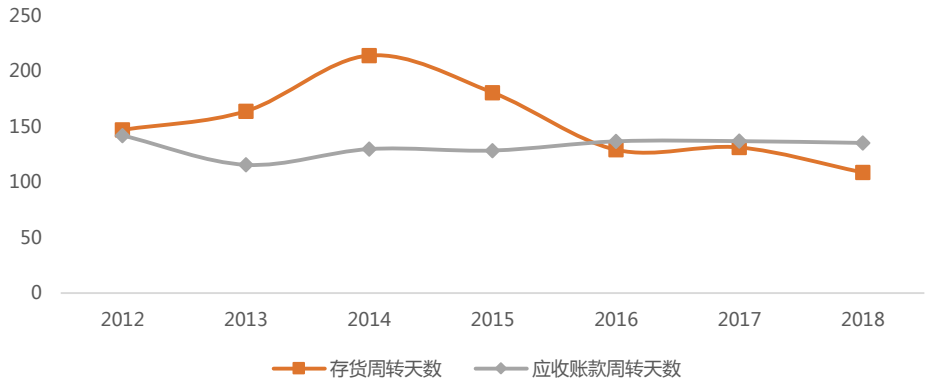
图 3：经营活动现金流情况（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

得益于公司严格执行“控成本、抓质量、提效率”的管理理念，近年来公司运营效率稳步提升，2018 年存货周转率 3.31，应收账款周转率 2.66，均有所提升。产成品库存量下降 50.72%，系公司报告期销售量增加，减少库存积压所致。

图 4：营运周转情况

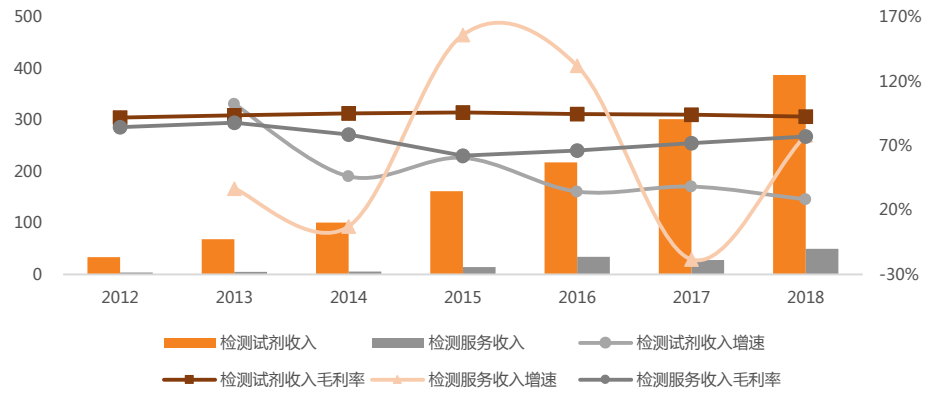


资料来源：wind，天风证券研究所

核心技术造就领先产品，主营业务盈利能力出色

公司拥有国际领先、自主知识产权的 ADx-ARMS® 、Super-ARMS®、ddCapture®技术，基于技术优势，成功研发 22 种肿瘤精准医疗分子诊断试剂，系业内产品种类最为齐全的企业之一。截至报告期末，公司拥有 21 项三类医疗器械注册证（体外诊断试剂）。截止年度报告披露日，公司人类 BRCA1 基因和 BRCA2 基因突变检测试剂盒（可逆末端终止测序法），获批三类医疗器械注册证，该产品填补了国内 BRCA1/2 基因临床合规检测的空白，为公司未来发展注入新动能。公司主营业务中，诊断试剂 2018 年收入 3.88 亿元，同比增长 28.58%，毛利率 92.91%；检测服务 2018 年收入 0.50 亿元，毛利率 77.47%。公司毛利率较高，得益于较强的市场竞争力及“直销为主、经销为辅”的销售模式，直销模式占比 66.42%，毛利率高达 93.24%。

图 5：主营业务收入、增速及毛利率（百万元）

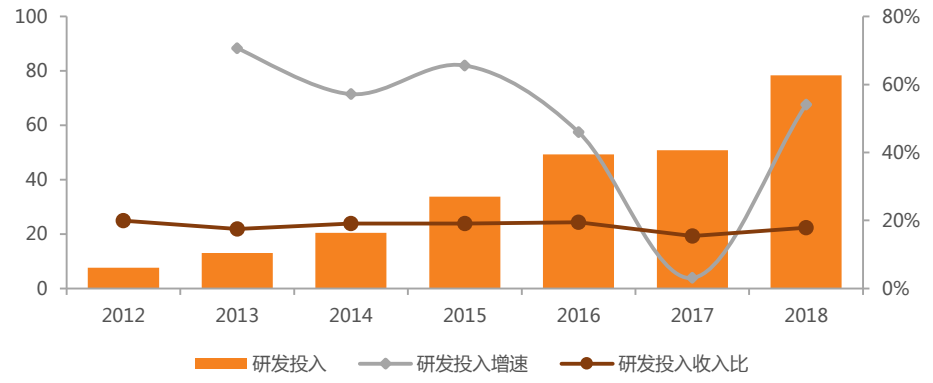


资料来源：Wind，天风证券研究所

千人计划专家领衔强大研发团队，持续投入加大技术优势

公司创始人暨现任董事长，系“千人计划”国家特聘专家，直接参与研发管理，组建了强大的研发团队。近年来，公司研发投入占营业收入的比重均保持在 15%以上。2018 年公司研发投入 7,833.63 万元，同比增长 54.12%，占营业收入的 17.84%。

图 6：研发投入、增速及收入比（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

研发成果亮眼，目前公司获得 29 项国内专利授权，3 项国外发明专利授权。公司已完成上海研发中心的建设及厦门研发中心的改造扩建工作，上海中心通过美国 CAP 认证，达到国际先进水准。公司依托于“研发双中心”，开始布局肿瘤免疫治疗药物相关标志物及数据分析软件的研究工作，面向未来储备产品。

业务网络延伸至海外，增强国际竞争力

公司国内直销网络覆盖全国，产品已进入 400 多家大中型医疗机构。随着 ROS1 伴随诊断试剂盒在韩国、中国台湾获批，公司在大陆以外市场的竞争力进一步增强。公司通过国际展会、电子商务或国外代理商等形式，全力开拓国际市场，2018 年海外业务收入 4,588.29 万元，同比增长 47.24%，基于战略考虑，公司增资入股 Universal Sequencing Technology Corporation。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	167.85	198.24	261.72	318.15	407.13
应收账款	141.45	189.46	265.39	303.71	456.61
预付账款	0.68	1.08	3.85	1.33	5.08
存货	9.70	14.07	14.56	23.50	28.03
其他	189.69	162.10	121.58	157.06	150.63
流动资产合计	**509.36**	**564.95**	**667.10**	**803.74**	**1,047.48**
长期股权投资	32.51	83.27	83.27	83.27	83.27
固定资产	129.87	144.24	160.55	196.94	232.37
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	14.99	15.10	14.56	14.01	13.47
其他	8.11	11.18	7.01	7.07	6.90
非流动资产合计	**185.48**	**253.80**	**301.40**	**370.89**	**407.78**
资产总计	**694.85**	**818.75**	**968.49**	**1,174.64**	**1,455.26**
短期借款	2.00	11.70	0.00	0.00	0.00
应付账款	16.21	16.81	24.63	28.56	41.24
其他	20.89	28.11	23.62	26.23	28.72
流动负债合计	**39.10**	**56.62**	**48.25**	**54.79**	**69.96**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.55	5.39	6.85	6.26	6.17
非流动负债合计	**6.55**	**5.39**	**6.85**	**6.26**	**6.17**
负债合计	**45.65**	**62.01**	**55.10**	**61.05**	**76.13**
少数股东权益	0.00	0.00	(1.28)	(1.85)	(2.83)
股本	80.00	144.00	144.00	144.00	144.00
资本公积	396.88	332.88	332.88	332.88	332.88
留存收益	569.20	612.74	770.67	971.44	1,237.95
其他	(396.88)	(332.88)	(332.88)	(332.88)	(332.88)
股东权益合计	**649.20**	**756.74**	**913.39**	**1,113.59**	**1,379.13**
负债和股东权益总	**694.85**	**818.75**	**968.49**	**1,174.64**	**1,455.26**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**330.37**	**439.03**	**598.40**	**809.04**	**1,080.87**
营业成本	25.24	39.36	41.89	56.63	75.66
营业税金及附加	2.34	2.73	3.68	5.24	6.79
营业费用	129.77	171.90	230.38	299.34	399.92
管理费用	76.72	25.76	134.64	197.00	277.78
财务费用	3.68	(5.18)	(2.75)	(4.12)	(5.15)
资产减值损失	1.73	3.45	2.39	2.52	2.79
公允价值变动收益	0.00	0.09	(0.06)	0.01	0.01
投资净收益	1.19	5.63	5.63	5.63	5.63
其他	(16.64)	51.36	(11.14)	(11.28)	(11.29)
营业利润	**106.35**	**143.92**	**193.74**	**258.05**	**328.72**
营业外收入	0.86	0.11	4.80	1.92	2.28
营业外支出	0.28	1.66	0.76	0.90	1.11
利润总额	**106.93**	**142.38**	**197.78**	**259.08**	**329.89**
所得税	12.87	15.64	29.67	38.86	49.48
净利润	**94.07**	**126.74**	**168.12**	**220.22**	**280.41**
少数股东损益	0.00	0.00	(1.34)	(0.59)	(1.00)
归属于母公司净利润	**94.07**	**126.74**	**169.46**	**220.80**	**281.40**
每股收益（元）	0.65	0.88	1.18	1.53	1.95

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	94.07	126.74	169.46	220.80	281.40
折旧摊销	17.36	20.73	8.24	10.56	12.95
财务费用	4.93	(2.71)	(2.75)	(4.12)	(5.15)
投资损失	(1.19)	(5.63)	(5.63)	(5.63)	(5.63)
营运资金变动	(216.97)	(20.90)	(29.77)	(74.31)	(139.49)
其它	193.69	(24.77)	(1.40)	(0.58)	(0.98)
经营活动现金流	**91.89**	**93.45**	**138.14**	**146.72**	**143.10**
资本支出	51.93	86.12	58.54	80.59	50.09
长期投资	32.51	50.76	0.00	0.00	0.00
其他	(325.08)	(193.15)	(112.78)	(154.98)	(94.49)
投资活动现金流	**(240.63)**	**(56.27)**	**(54.25)**	**(74.39)**	**(44.40)**
债权融资	2.00	11.70	0.00	0.00	0.00
股权融资	243.55	5.18	2.75	4.12	5.15
其他	(6.73)	(26.98)	(23.16)	(20.02)	(14.87)
筹资活动现金流	**238.82**	**(10.11)**	**(20.41)**	**(15.90)**	**(9.72)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**90.08**	**27.07**	**63.48**	**56.43**	**88.99**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	30.59%	32.89%	36.30%	35.20%	33.60%
营业利润	77.41%	35.33%	34.61%	33.20%	27.38%
归属于母公司净利润	40.33%	34.73%	33.71%	30.30%	27.45%
获利能力					
毛利率	92.36%	91.04%	93.00%	93.00%	93.00%
净利率	28.47%	28.87%	28.32%	27.29%	26.03%
ROE	14.49%	16.75%	18.53%	19.80%	20.36%
ROIC	41.71%	25.99%	29.04%	33.48%	34.89%
偿债能力					
资产负债率	6.57%	7.57%	5.69%	5.20%	5.23%
净负债率	-7.22%	-16.41%	-16.20%	-18.55%	-18.64%
流动比率	13.03	9.98	13.83	14.67	14.97
速动比率	12.78	9.73	13.52	14.24	14.57
营运能力					
应收账款周转率	2.62	2.65	2.63	2.84	2.84
存货周转率	35.92	36.94	41.81	42.52	41.95
总资产周转率	0.63	0.58	0.67	0.76	0.82
每股指标（元）					
每股收益	0.65	0.88	1.18	1.53	1.95
每股经营现金流	0.64	0.65	0.96	1.02	0.99
每股净资产	4.51	5.26	6.35	7.75	9.60
估值比率					
市盈率	83.57	62.03	46.39	35.60	27.93
市净率	12.11	10.39	8.59	7.05	5.69
EV/EBITDA	63.12	25.73	38.10	28.48	22.12
EV/EBIT	73.92	28.25	39.75	29.67	23.01

资料来源：公司公告，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