

## 业绩增长稳健, 持续高增长可期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预告, 2019年一季度实现归母净利润6622.6万元-7450.4万元, 同比增长20%-35%, 其中非经常性损益影响为600万左右, 主要来自于政府补助和投资收益。
- **19Q1业绩增长稳健:** 19Q1公司归母净利润增速为20%-35%, 中位数为27.5%, 若扣除非经常性损益, 19Q1扣非净利润为6022.6万-6850.4万元, 同比增长23.1%-40.0%, 中位数为31.5%。分季度看, 2018Q1-Q4扣非净利润增速分别为57.04%、44.26%、37.71%、47.3%, 2018年全年增速45.9%, 考虑到18年有并表因素, 公司19Q1业绩增速表现较为稳健。
- **深化销售渠道布局, 高研发投入奠定增长基础。** 公司持续推进销售渠道的深度布局, 通过构建分销管理体系和专业化学术推广体系加强代理商的合作关系, 完善终端客户的服务体系建设, 国际营销方面, 公司深耕常规渠道, 探索新模式比如合作建厂、国际组织合作、跨境电商等。研发方面, 公司通过持续高强度研发投入, 引导技术平台和检测项目的推陈出新, 不断丰富产品线并优化产品结构, 2018年公司取得多个化学发光POCT试剂盒注册证, 同时血气类、凝血类二期研发加快进行, 持续的研发投入不断丰富公司产品线, 将推动业绩持续增长。
- **国内POCT行业方兴未艾, 公司作为龙头有望持续受益。** 国内POCT市场规模持续快速增长, 公司作为行业龙头, 深耕市场二十余年, 现拥有免疫诊断平台、生化诊断平台、电化学诊断平台、分子诊断平台、生物原材料开发平台、仪器开发平台等六大诊断技术平台和妊娠检测、感染及传染病检测、毒品检测、心血管、糖尿病等慢性病检测四大产品线, 是同行业中技术平台最多、产品线最为丰富的公司, 随着公司产品的持续丰富以及销售网络的不断优化, 公司未来成长空间非常可期。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.90元、1.26元和1.71元, 对应当前股价估值分别为40倍、28倍和21倍。我们认为公司行业地位稳固, 竞争优势显著, 持续增长确定性较强, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新品研发或不及预期; 渠道拓展或不及预期; 市场竞争加剧。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1145.48	1641.98	2181.05	2864.88
增长率	109.28%	43.34%	32.83%	31.35%
归属母公司净利润(百万元)	210.70	307.32	431.68	585.85
增长率	45.32%	45.86%	40.47%	35.71%
每股收益EPS(元)	0.61	0.90	1.26	1.71
净资产收益率ROE	18.91%	22.14%	24.43%	25.71%
PE	58	40	28	21
PB	10.29	8.29	6.51	5.05

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: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
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

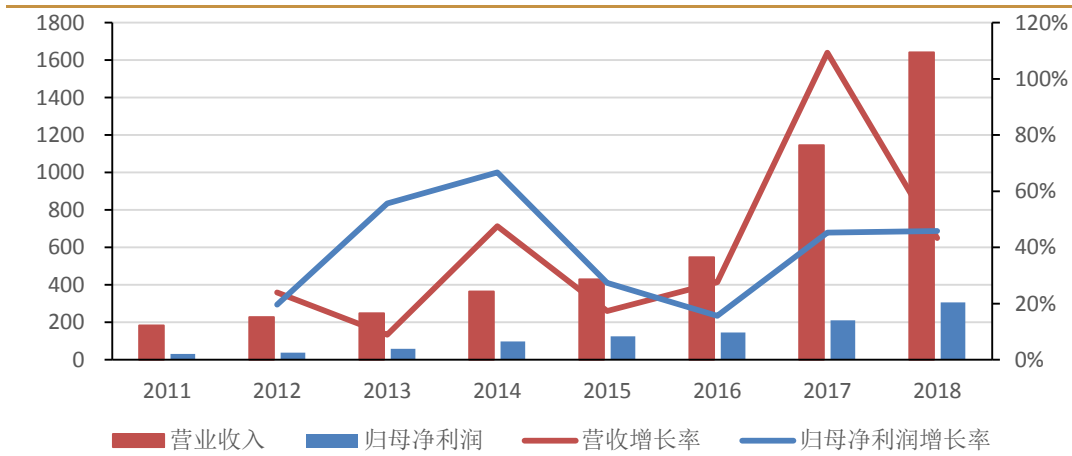
总股本(亿股)	3.43
流通A股(亿股)	2.24
52周内股价区间(元)	24.03-81.26
总市值(亿元)	122.40
总资产(亿元)	25.22
每股净资产(元)	5.42

### 相关研究

## 1 公司概况

公司主要从事快速诊断试剂、快速检测仪器等 POCT 相关产品的研发、生产和销售，产品销往全球 110 多个国家和地区，是国内 POCT 行业的龙头企业之一，主要产品包括妊娠检测、感染及传染病检测、毒品（药物滥用）检测、心血管和糖尿病等慢性病检测等。2011 年至 2018 年公司营业收入由 1.8 亿元增长至 16.4 亿元，年均复合增长率为 36.8%，归母净利润由 0.3 亿元增长至 3.1 亿元，年均复合增长率为 38.4%。

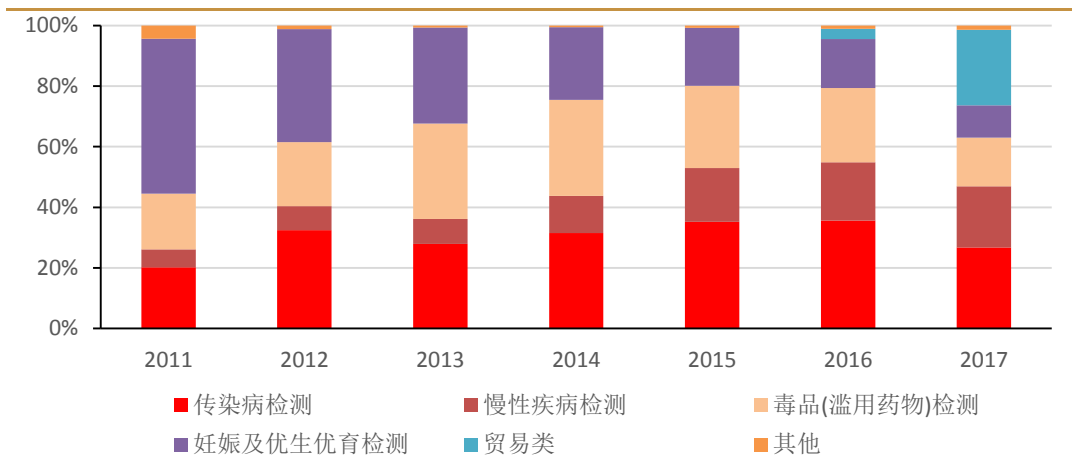
图 1：2011-2018 年公司营业收入与归母净利润及增速（百万元）



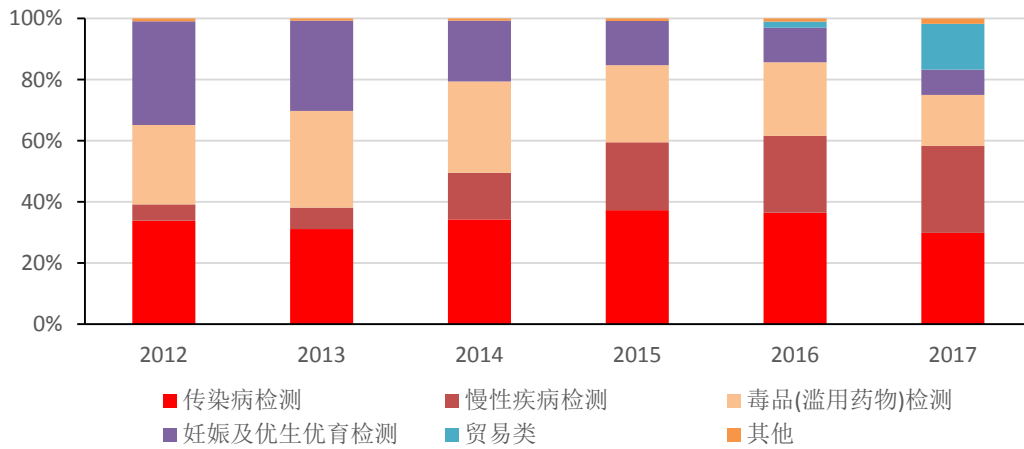
数据来源：wind，西南证券整理

公司产品收入结构较为丰富，各产品线收入占比较为均匀，2017 年传染病检测、慢性病检测、毒品检测、妊娠及优生优育检测、贸易类收入占比分别为 26.8%、20.2%、16.1%、10.7%、24.9%。毛利方面，由于贸易类业务毛利率低于产品类，2017 年传染病检测、慢性病检测、毒品检测、妊娠及优生优育检测、贸易类毛利占比分别为 29.8%、28.5%、16.6%、8.3%、15.0%。

图 2：2011-2017 年公司主要产品收入结构



数据来源：wind，西南证券整理

**图 3: 2012-2017 年公司主要产品毛利结构**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设:

假设 1: 传染病检测类预计 2018-2020 年销量增速分别为 39%、35%、32%，平均单价维持不变，毛利率分别为 68%、68%、68%。

假设 2: 慢性病检测类预计 2018-2020 年销量增速分别为 60%、50%、45%，平均单价维持不变，毛利率分别为 86%、86%、86%。

假设 3: 毒品检测类预计 2018-2020 年销量增速分别为 25%、20%、18%，平均单价维持不变，毛利率分别为 63%、63%、63%。

假设 4: 妊娠及优生优育检测预计 2018-2020 年销量增速分别为 14%、12%、10%，平均单价维持不变，毛利率分别为 47%、47%、47%。

假设 5: 贸易类预计 2018-2020 年销量增速分别为 60%、30%、30%，平均单价维持不变，毛利率分别为 37%、37%、37%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,145.48	1,641.98	2,181.05	2,864.88
yoy	109.28%	43.34%	32.83%	31.35%
成本	444.44	644.51	832.96	1,069.03
毛利率	61.20%	60.75%	61.81%	62.68%
传染病检测	306.49	426.02	575.13	759.18
yoy	57.3%	39.00%	35.00%	32.00%
成本	97.48	136.33	184.04	242.94
毛利率	68.19%	68.00%	68.00%	68.00%

单位: 百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>慢性病检测</b>	<b>231.03</b>	<b>369.65</b>	<b>554.47</b>	<b>803.98</b>
yoy	118.8%	60.00%	50.00%	45.00%
成本	31.10	51.75	77.63	112.56
毛利率	86.54%	86.00%	86.00%	86.00%
<b>毒品检测</b>	<b>184.24</b>	<b>229.38</b>	<b>275.25</b>	<b>324.80</b>
yoy	37.7%	24.50%	20.00%	18.00%
成本	67.55	84.87	101.84	120.17
毛利率	63.34%	63.00%	63.00%	63.00%
<b>妊娠及优生优育检测</b>	<b>122.32</b>	<b>139.45</b>	<b>156.18</b>	<b>171.80</b>
yoy	38.0%	14.00%	12.00%	10.00%
成本	64.30	73.91	82.78	91.05
毛利率	47.43%	47.00%	47.00%	47.00%
<b>贸易类</b>	<b>284.97</b>	<b>455.95</b>	<b>592.74</b>	<b>770.56</b>
yoy	1425.5%	60.00%	30.00%	30.00%
成本	179.64	287.25	373.43	485.45
毛利率	36.96%	37.00%	37.00%	37.00%

数据来源: wind, 西南证券

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.90 元、1.26 元和 1.71 元, 2018-2020 年归母净利润增速分别为 45.9%、40.5%、35.7%。

考虑到公司是 POCT 领域龙头, 我们选取医疗器械细分领域的龙头企业迈瑞医疗和安图生物作相对估值比较, 可比公司 2019 年平均估值为 37 倍, 考虑到公司 2019 年归母净利润增速要高于可比公司, 我们给予公司 2019 年 40 倍估值, 对应目标价 50.4 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值情况**

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300760.SZ	迈瑞医疗	1582	25.9	37.2	45.5	55.8	61.1	42.5	34.8	28.4
603658.SH	安图生物	284	4.5	5.6	7.3	9.5	63.7	50.4	38.8	29.9
平均							62.4	46.4	36.8	29.1

数据来源: wind, 西南证券整理。注: wind 一致预期截止 2019-4-9

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1145.48	1641.98	2181.05	2864.88	净利润	225.07	326.94	459.23	623.24
营业成本	444.44	644.51	832.96	1069.03	折旧与摊销	49.04	50.20	53.35	57.30
营业税金及附加	5.93	7.08	9.98	13.14	财务费用	20.97	-8.21	2.18	2.86
销售费用	237.94	337.39	436.21	572.98	资产减值损失	8.43	12.00	13.00	14.00
管理费用	201.75	284.23	370.78	487.03	经营营运资本变动	-114.48	67.42	-54.25	-59.10
财务费用	20.97	-8.21	2.18	2.86	其他	-20.18	-15.00	-18.00	-21.00
资产减值损失	8.43	12.00	13.00	14.00	经营活动现金流净额	168.85	433.36	455.52	617.30
投资收益	2.86	3.00	5.00	7.00	资本支出	-189.92	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-249.10	3.00	5.00	7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-439.02	-47.00	-45.00	-43.00
<b>营业利润</b>	<b>260.60</b>	<b>367.97</b>	<b>520.95</b>	<b>712.83</b>	短期借款	15.50	-19.50	0.00	0.00
其他非经营损益	6.11	18.94	23.83	25.79	长期借款	114.35	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>266.71</b>	<b>386.91</b>	<b>544.78</b>	<b>738.62</b>	股权融资	60.98	0.00	0.00	0.00
所得税	41.65	59.97	85.54	115.38	支付股利	-26.40	-38.36	-55.96	-78.60
净利润	225.07	326.94	459.23	623.24	其他	7.73	1.91	-2.18	-2.86
少数股东损益	14.37	19.62	27.55	37.39	筹资活动现金流净额	172.16	-55.96	-58.14	-81.47
归属母公司股东净利润	210.70	307.32	431.68	585.85	现金流量净额	-102.51	330.40	352.38	492.83
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	473.00	803.40	1155.78	1648.61	成长能力				
应收和预付款项	311.28	328.22	465.51	622.75	销售收入增长率	109.28%	43.34%	32.83%	31.35%
存货	130.63	189.43	244.82	314.21	营业利润增长率	64.19%	41.20%	41.57%	36.83%
其他流动资产	42.11	60.36	80.17	105.31	净利润增长率	54.68%	45.26%	40.47%	35.71%
长期股权投资	3.87	3.87	3.87	3.87	EBITDA 增长率	89.09%	24.00%	40.62%	34.09%
投资性房地产	41.85	41.85	41.85	41.85	获利能力				
固定资产和在建工程	254.12	266.72	276.17	281.68	毛利率	61.20%	60.75%	61.81%	62.68%
无形资产和开发支出	274.94	262.92	250.91	238.90	三费率	40.21%	37.36%	37.10%	37.10%
其他非流动资产	162.97	162.18	161.39	160.60	净利率	19.65%	19.91%	21.06%	21.75%
<b>资产总计</b>	<b>1694.77</b>	<b>2118.95</b>	<b>2680.47</b>	<b>3417.77</b>	ROE	18.91%	22.14%	24.43%	25.71%
短期借款	19.50	0.00	0.00	0.00	ROA	13.28%	15.43%	17.13%	18.24%
应付和预收款项	245.53	357.04	468.27	602.04	ROIC	43.77%	39.98%	54.81%	65.79%
长期借款	114.35	114.35	114.35	114.35	EBITDA/销售收入	28.86%	24.97%	26.43%	26.98%
其他负债	125.44	170.93	217.93	276.82	营运能力				
<b>负债合计</b>	<b>504.82</b>	<b>642.31</b>	<b>800.55</b>	<b>993.21</b>	总资产周转率	0.85	0.86	0.91	0.94
股本	178.05	342.93	342.93	342.93	固定资产周转率	4.88	6.72	9.15	12.07
资本公积	349.45	184.57	184.57	184.57	应收账款周转率	7.54	6.53	7.00	6.68
留存收益	563.64	832.59	1208.31	1715.56	存货周转率	4.23	4.03	3.84	3.82
归属母公司股东权益	1028.99	1296.07	1671.79	2179.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.66%	—	—	—
少数股东权益	160.96	180.58	208.13	245.53	资本结构				
<b>股东权益合计</b>	<b>1189.95</b>	<b>1476.65</b>	<b>1879.92</b>	<b>2424.56</b>	资产负债率	29.79%	30.31%	29.87%	29.06%
负债和股东权益合计	1694.77	2118.95	2680.47	3417.77	带息债务/总负债	26.51%	17.80%	14.28%	11.51%
					流动比率	2.52	2.67	2.88	3.10
					速动比率	2.17	2.30	2.52	2.74
					股利支付率	12.53%	12.48%	12.96%	13.42%
					每股指标				
					每股收益	0.61	0.90	1.26	1.71
					每股净资产	3.47	4.31	5.48	7.07
					每股经营现金	0.49	1.26	1.33	1.80
					每股股利	0.08	0.11	0.16	0.23
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	330.61	409.97	576.48	772.99					
PE	58.11	39.84	28.36	20.90					
PB	10.29	8.29	6.51	5.05					
PS	10.69	7.46	5.61	4.27					
EV/EBITDA	17.36	27.50	18.94	13.49					
股息率	0.22%	0.31%	0.46%	0.64%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn