

## 19Q1 恢复快速增长, 新品放量可期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年一季度业绩预告, 2019Q1 实现归母净利润 4488.4—5178.9 万元, 同比增长 30%-50%, 非经常性损益预计 74 万元。
- **19Q1 业绩加速增长, 奠定全年快速增长基础。**报告期内, 公司业绩稳步增长, 主要系市场拓展不断推进, 产品销售结构持续优化, 生化分析、尿有形成分分析等产品呈现良好增长趋势。18Q1 公司非经常性损益为 231.3 万元, 若扣除非经常性损益影响, 19Q1 增速为 37.0%—58.5%, 中位数为 47.7%。2018Q1-Q4 公司归母净利润增速分别为 25.94%、5.14%、28.12%、17.5%, 19Q1 归母净利润增速中位数高达 40%, 较 2018 年业绩增长显著加速, 为公司全年恢复快速增长奠定良好开端。
- **新品放量可期, 丰富产品线布局前景可期。**2018 年公司推出全自动妇科分泌物分析系统 GMD-S600、全自动化学发光免疫分析仪 CM-180 等新品, GMD-S600 可有效替代“人工镜检+半自动干化学分析”的传统检测方式, 市场销售推广进展顺利, CM-180 采用了国际主流吡啶酯标记化学发光检测技术, 与国际领先企业的临床样本测值达到了高度相关性, 已开始逐步形成销售。公司长期注重研发创新, 仪器研发能力处于国内领先地位, 目前产品线已涵盖生化分析、尿液分析、尿有形成分分析、血细胞分析、妇科分泌物分析、化学发光免疫分析六大领域, 多款升级产品亦在持续研发中, 丰富的产品线将为公司长期持续增长奠定坚实基础。
- **估值相对处于低位, 股份回购凸显发展信心。**公司目前动态估值为 25 倍, 根据我们预测 2019 年估值仅为 19 倍, 处于历史相对低位。2018 年 9 月公司发布股份回购预案, 回购金额为 1000 万至 5000 万元, 截止到目前公司已回购 191 万股, 占公司总股本的 0.7%, 支付金额为 2510 万元, 预计仍有望持续回购, 凸显了公司对自身发展前景的信心。
- **盈利预测与评级。**我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72 元、0.95 元和 1.20 元, 对应当前股价估值分别为 25 倍、19 倍和 15 倍。公司仪器研发能力处于行业前列, 产品线布局持续丰富, 未来成长空间大, 目前公司 19 年估值仅为 19 倍, 处于历史较低水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价 23.8 元。
- **风险提示:** 新产品研发速度或不及预期; 产品市场推广或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	867.69	933.41	1108.03	1329.10
增长率	14.37%	7.57%	18.71%	19.95%
归属母公司净利润(百万元)	167.39	198.29	262.57	331.66
增长率	33.77%	18.46%	32.42%	26.31%
每股收益 EPS(元)	0.61	0.72	0.95	1.20
净资产收益率 ROE	14.93%	15.44%	17.14%	18.13%
PE	29	25	19	15
PB	3.45	3.02	2.58	2.19

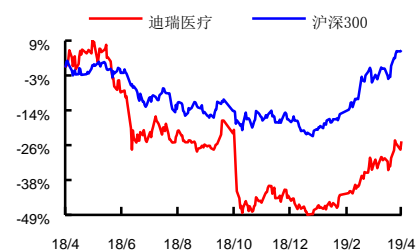
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

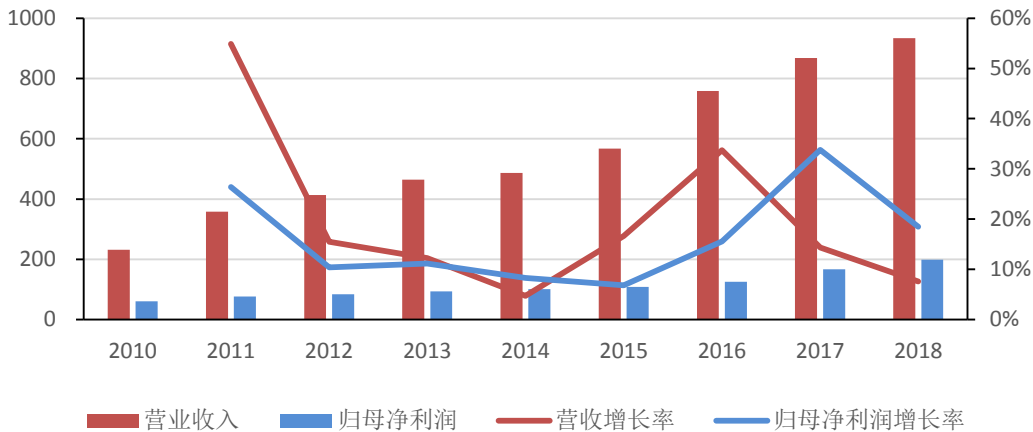
总股本(亿股)	2.76
流通 A 股(亿股)	2.47
52 周内股价区间(元)	11.88-46.3
总市值(亿元)	48.75
总资产(亿元)	19.89
每股净资产(元)	4.91

### 相关研究

## 1 公司概况

公司主营业务是医疗检验仪器及配套试纸试剂的研发、生产与销售，主要产品包括尿液分析、尿有形成分、生化、血细胞、化学发光免疫分析、妇科分泌物分析系统六大系列。2010年至2018年公司营业收入由2.3亿元增长至9.3亿元，年均复合增长率为19.1%，归母净利润由0.6亿元增长至2.0亿元，年均复合增长率为16.0%。

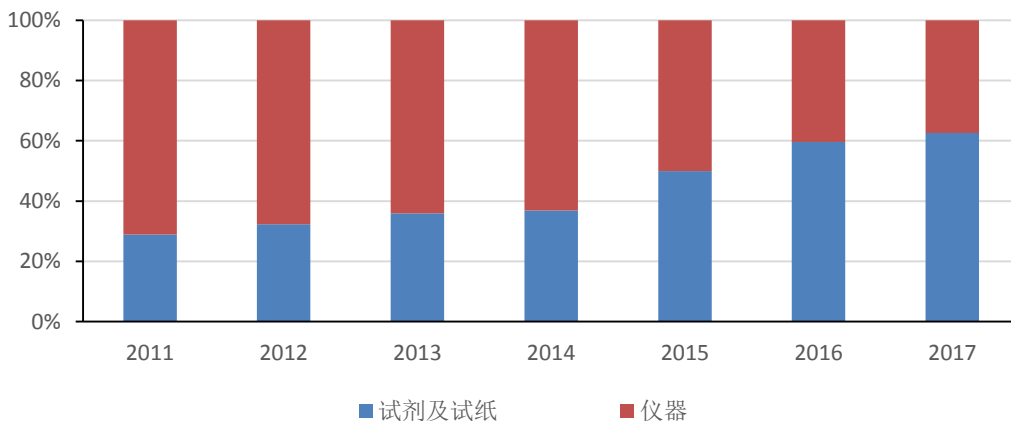
图 1：2010-2018 年公司营业收入与归母净利润及增速（百万元）



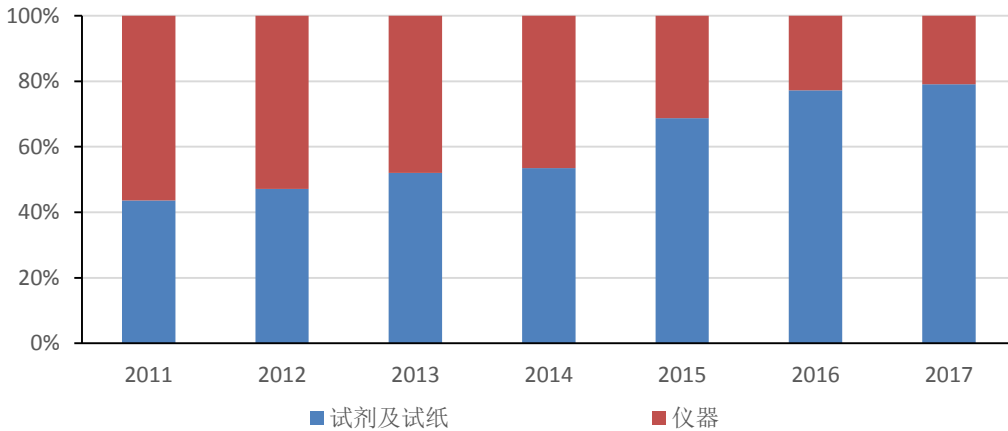
数据来源：wind，西南证券整理

公司产品收入结构主要来源于于检验仪器和试剂及试纸，公司仪器和试剂试纸有较大的配套关系，仪器装机量的持续提升将为公司试剂试纸的销售奠定基础，随着公司仪器装机量持续提升，试剂试纸的联动销售将更为明显，已成为公司主要的毛利来源。2011年以来，公司试剂及试纸销售占比持续提升，2017年试剂及试纸占比高达63%。由于试剂及试纸的毛利率高于检验仪器，试剂及试纸的毛利占比较收入占比更高，2017年试剂及试纸的毛利占比高达79%以上。

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: 2011-2017 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

假设 1: 仪器预计 2018-2020 年销量增速分别为 0%、7%、9%，平均单价维持稳定，毛利率分别为 35%、35%、35%；

假设 2: 试剂试纸预计 2018-2020 年销量增速分别为 12%、25%、25%，平均单价维持稳定，毛利率分别为 81.5%、81.5%、81.5%。

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
<b>营业总收入</b>	<b>867.69</b>	<b>933.41</b>	<b>1,108.03</b>	<b>1,329.10</b>
yoy	14.37%	7.57%	18.71%	19.95%
成本	309.90	323.13	365.97	421.36
毛利率	64.28%	65.38%	66.97%	68.30%
<b>仪器</b>	<b>323.44</b>	<b>323.44</b>	<b>346.09</b>	<b>377.23</b>
yoy	5.71%	0.00%	7.00%	9.00%
成本	207.22	210.24	224.96	245.20
毛利率	35.93%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>试剂试纸</b>	<b>541.55</b>	<b>606.54</b>	<b>758.17</b>	<b>947.71</b>
yoy	19.92%	12.00%	25.00%	25.00%
成本	100.80	112.21	140.26	175.33
毛利率	81.39%	81.50%	81.50%	81.50%

数据来源: wind, 西南证券

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72 元、0.95 元和 12.0 元，2019-2020 年归母净利润将保持 29% 的复合增长速度。

我们选取公司所在细分领域的两家公司迈克生物和九强生物对比相对估值参考，可比公司平均估值 2019 年为 21.4 倍 PE，考虑到公司未来两年利润增速高于可比公司增长速度，我们给予公司 2019 年 25 倍估值，对应目标价 23.8 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 (百万元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300463.SZ	迈克生物	121	374.1	443.1	568.5	717.4	32.1	27.1	21.1	16.7
300406.SZ	九强生物	88	300.7	350.6	405.3	464.1	29.3	25.1	21.7	19.1
平均							30.7	26.1	21.4	17.9

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	867.69	933.41	1108.03	1329.10	净利润	211.13	249.42	324.16	404.46
营业成本	309.90	323.13	365.97	421.36	折旧与摊销	64.22	77.65	77.65	77.65
营业税金及附加	13.30	14.00	16.62	19.94	财务费用	10.92	-1.87	0.00	0.00
销售费用	151.00	159.61	177.28	210.00	资产减值损失	3.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	176.89	186.68	210.53	249.87	经营营运资本变动	93.40	-49.51	-49.34	-73.93
财务费用	10.92	-1.87	0.00	0.00	其他	-152.48	-5.04	-5.34	-4.93
资产减值损失	3.77	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>230.96</b>	<b>270.65</b>	<b>347.12</b>	<b>403.25</b>
投资收益	12.78	6.01	5.00	5.00	资本支出	10.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	其他	14.58	5.97	4.96	4.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>25.14</b>	<b>5.97</b>	<b>4.96</b>	<b>4.96</b>
<b>营业利润</b>	<b>229.46</b>	<b>257.82</b>	<b>342.59</b>	<b>432.90</b>	短期借款	-64.00	-36.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.30	29.00	30.00	32.00	长期借款	-85.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>242.76</b>	<b>286.82</b>	<b>372.59</b>	<b>464.90</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	31.63	37.40	48.44	60.44	支付股利	-30.67	-41.03	-48.60	-64.35
净利润	211.13	249.42	324.16	404.46	其他	-63.08	-55.73	0.00	0.00
少数股东损益	43.74	51.13	61.59	72.80	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-242.75</b>	<b>-132.75</b>	<b>-48.60</b>	<b>-64.35</b>
归属母公司股东净利润	167.39	198.29	262.57	331.66	<b>现金流量净额</b>	<b>11.15</b>	<b>143.87</b>	<b>303.49</b>	<b>343.87</b>
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	193.33	337.20	640.69	984.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	201.76	244.09	278.03	332.73	销售收入增长率	14.37%	7.57%	18.71%	19.95%
存货	185.65	192.75	219.10	252.66	营业利润增长率	49.08%	12.36%	32.88%	26.36%
其他流动资产	160.22	172.34	204.54	245.30	净利润增长率	34.03%	18.14%	29.96%	24.77%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	42.15%	9.52%	25.97%	21.49%
投资性房地产	24.50	24.50	24.50	24.50	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	305.68	264.81	223.93	183.05	毛利率	64.28%	65.38%	66.97%	68.30%
无形资产和开发支出	700.72	664.03	627.33	590.64	三费率	39.05%	36.90%	35.00%	34.60%
其他非流动资产	79.15	79.07	79.00	78.92	净利率	24.33%	26.72%	29.26%	30.43%
<b>资产总计</b>	<b>1851.01</b>	<b>1978.78</b>	<b>2297.12</b>	<b>2692.36</b>	ROE	14.93%	15.44%	17.14%	18.13%
短期借款	36.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.41%	12.60%	14.11%	15.02%
应付和预收款项	170.77	178.94	206.21	241.28	ROIC	15.53%	17.40%	23.60%	29.72%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.10%	35.74%	37.93%	38.41%
其他负债	229.90	184.70	200.21	220.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>436.67</b>	<b>363.63</b>	<b>406.42</b>	<b>461.55</b>	总资产周转率	0.47	0.49	0.52	0.53
股本	153.35	276.03	276.03	276.03	固定资产周转率	2.78	3.27	4.53	6.53
资本公积	409.95	287.27	287.27	287.27	应收账款周转率	5.56	5.32	5.42	5.53
留存收益	665.32	822.58	1036.54	1303.85	存货周转率	1.79	1.68	1.75	1.76
归属母公司股东权益	1236.21	1385.88	1599.85	1867.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.94%	—	—	—
少数股东权益	178.13	229.26	290.85	363.66	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1414.34</b>	<b>1615.14</b>	<b>1890.70</b>	<b>2230.81</b>	资产负债率	23.59%	18.38%	17.69%	17.14%
负债和股东权益合计	1851.01	1978.78	2297.12	2692.36	带息债务/总负债	8.24%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.01	3.20	3.96	4.61
					速动比率	1.50	2.55	3.32	3.97
					股利支付率	18.32%	20.69%	18.51%	19.40%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.61	0.72	0.95	1.20
					每股净资产	5.12	5.85	6.85	8.08
					每股经营现金	0.84	0.98	1.26	1.46
					每股股利	0.11	0.15	0.18	0.23
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	304.60	333.60	420.24	510.55					
PE	29.12	24.58	18.57	14.70					
PB	3.45	3.02	2.58	2.19					
PS	5.62	5.22	4.40	3.67					
EV/EBITDA	8.04	13.15	9.71	7.32					
股息率	0.63%	0.84%	1.00%	1.32%					

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