

美康生物(300439.SZ)

借鉴海外经验，加速地域扩张，打造 ICL 连锁平台

 评级：**买入**

 前次：**买入**

目标价(元)：

30—34

分析师

联系人

程娇翼

谢木青

S0740515030003

021-20315179

021-20315302

chengjiy@r.qlzq.com.cn

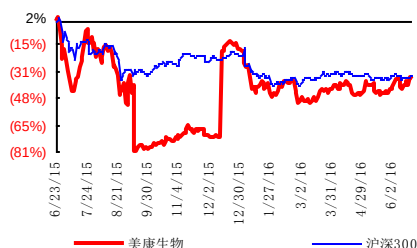
xiemq@r.qlzq.com.cn

2016 年 06 月 23 日

基本状况

总股本(百万股)	340
流通股本(百万股)	110
市价(元)	31.6
市值(百万元)	10,745
流通市值(百万元)	3,483

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	597.85	683.14	790.67	927.52	1,098.3
营业收入增速	38.37%	14.27%	15.74%	17.31%	18.42%
净利润增长率	32.99%	17.13%	17.53%	17.30%	19.22%
摊薄每股收益(元)	1.62	0.47	0.56	0.65	0.78
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	0.00	84.38	48.31	41.19	34.55
PEG	0.00	4.93	2.76	2.38	1.80
每股净资产(元)	4.87	3.79	4.25	4.90	5.68
每股现金流量(元)	1.37	0.52	0.55	0.65	0.76
净资产收益率	33.27%	12.52%	13.13%	13.34%	13.73%
市净率	0.00	10.57	6.34	5.50	4.74
总股本(百万元)	85.00	340.02	340.02	340.02	340.02

投资要点

- **事件:**公司于 2016 年 6 月 22 日通过美国全资孙公司以 1960 万美元收购破产程序中的美国 Atherotech 公司所拥有的经营性资产，并于 6 月 23 日以自有资金 2000 万元，设立全资子公司南昌医检所。
- **点评:**“产品+服务”高质量快速推进，中美联合打造全球化 ICL 连锁平台，重申“买入”。我们一直以来的推荐逻辑是基于公司在产业链延伸和渠道整合加速，中短期看渠道整合带来的利润增厚，长期看公司在全产业链、不同细分领域的平台化布局，继宁波盛德医检所之后，公司陆续在金华、上饶、北京、福建、郑州等地以新设或收购的形式布局连锁医检所，本次新设南昌医检所，国内 ICL 版图面积再度扩大。然而国内 ICL 在发展阶段和运营经验上均落后于美国，此次参与美国专业化 ICL 的收购，有助于公司借鉴美国先进经验，对现有涵盖临检和特检的多家医检所进行管理上的升级，提升国内市场竞争水平，同时将公司的 ICL 连锁化脚步扩展至海外，实现长期 ICL 全球连锁的布局。
- **海外先进心血管检测项目有望引入国内市场，丰富产品菜单。**Atherotech 公司核心技术是 VAP 和 VLP 脂类诊断技术，可准确、全面评估心血管疾病的危险因素。2015 年受美国相关法规变化的影响，Atherotech 公司管理层未采取及时有效的应对措施，导致该公司 2015 年销售收入大幅降低，产生巨额亏损，目前进入破产阶段。本次收购如果顺利，公司有望将国外先进心血管检测项目引入国内，提升公司在心血管领域的竞争力。

- **产品线扩充+代理商并表+区域性医检所复制，2016 年有望实现 20%左右增长。**1) POCT、免疫产品丰富产品线。公司自研的小型 POCT 生化仪已于 2015 年上市，目前仍处于市场投放期，化学发光设备仍在调试中，最快下半年获批；2) 代理商收购加速。2015.7-12 月先后控股新疆、重庆、宁波、内蒙古、日立经销商等区域经销商，预计 2016 年提供并表利润增量有望超过 2000 万元，占 2015 年公司净利润的 14.5%，利润贡献相当可观，同时 2016 年公司将继续复制相关渠道整合，长期提升公司行业地位和增厚利润；3) 普检+特检，区域 ICL 业务持续推进。公司目前普检仅盛德医检所贡献利润，金华、上饶地区仍处于筹建中，预计 2016 年投入运营，泰普生物下北京、福建经营特检项目，短期利润贡献不大，长期有效完善 ICL 业务领域。
- **投资建议：我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 7.91、9.28 和 10.98 亿元，同比增长 15.74%、17.31%、18.42%，归属母公司净利润分别为 1.90、2.22 和 2.65 亿元，同比增长 17.53%、17.30%、19.22%，对应 EPS 分别为 0.56 元、0.65 元、0.78 元。公司目前股价对应 2016 年 57PE，可比公司平均估值 60 倍左右，基于公司业务处于快速扩张期，商业模式极具差异化、扩张性，看好公司后续经销商加速整合、异地连锁化医检服务快速扩张，同时分级诊疗政策加快落地，有利于公司区域性 ICL 发展和 POCT 产品销售，我们给予公司 55-60PE，目标价 30-34 元，维持“买入”评级。**
- **风险提示：生化领域市场增速放缓，经销商整合低于预期，第三方医检异地推广不利**

图表 1：美康生物业务拆分

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
体外诊断试剂								
收入	157.07	255.11	330.45	445.78	533.5	640.2	770.2	930.4
yoy		62.4%	29.5%	34.9%	19.7%	20.0%	20.3%	20.8%
% 总收入	81.7%	78.0%	76.7%	74.9%	78.5%	81.0%	83.0%	84.7%
毛利	104.28	176.47	228.55	300.59	366.8	445.0	533.8	649.4
% 总毛利	90.5%	91.5%	91.4%	90.1%	92.0%	92.6%	93.2%	93.8%
毛利率	66.4%	69.17%	69.16%	67.43%	68.8%	69.5%	69.3%	69.8%
体外诊断仪器								
收入	10.52	33.64	54.42	85.79	75.8	72.0	69.8	69.8
yoy		219.8%	61.8%	57.6%	-11.7%	-5%	-3%	0%
% 总收入	5.5%	10.3%	12.6%	14.4%	11.1%	9.1%	7.5%	6.4%
毛利	1.18	1.05	1.17	2.87	3.54	3.46	3.42	3.49
毛利率	11.2%	3.1%	2.1%	3.3%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%
医学诊断服务								
收入	24.02	35.59	43.55	61.65	68.1	75.9	85.0	95.6
yoy		48.2%	22.4%	41.6%	10.5%	11.50%	11.90%	12.50%
毛利	9.49	14.36	19.5	29.43	27.3	30.8	34.2	38.2
毛利率	39.5%	40.3%	44.8%	47.7%	40.1%	40.5%	40.3%	40.0%
试剂原料								
收入	0.71	2.63	2.68	1.87	2.3	2.5	2.5	2.5
yoy		270.4%	1.9%	-30.2%	23.0%	0	0	0
毛利	0.24	1.04	0.88	0.85	1.1	1.1	1.1	1.1
毛利率	33.8%	39.5%	32.8%	45.5%	45.6%	45.5%	45.5%	45.6%
整体								
收入	192.32	326.97	431.10	595.09	679.72	790.67	927.52	1,098.35
yoy		70.0%	31.8%	38.0%	14.2%	16.3%	17.3%	18.4%
毛利	115.19	192.92	250.10	333.74	398.78	480.32	572.57	692.31
毛利率	59.9%	59.0%	58.0%	56.1%	58.7%	60.7%	61.7%	63.0%

来源：中泰证券研究所

图表 2：美康生物财务报表预测

损益表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	432	598	683	791	928	1,098
增长率	31.83%	38.4%	14.3%	15.7%	17.3%	18.4%
营业成本	-181	-262	-282	-310	-355	-406
% 销售收入	41.9%	43.9%	41.3%	39.3%	38.3%	37.0%
毛利	251	335	401	480	573	692
% 销售收入	58.1%	56.1%	58.7%	60.7%	61.7%	63.0%
营业税金及附加	-5	-5	-6	-7	-9	-10
% 销售收入	1.1%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-59	-85	-107	-130	-156	-187
% 销售收入	13.7%	14.2%	15.7%	16.5%	16.8%	17.0%
管理费用	-55	-73	-111	-128	-153	-183
% 销售收入	12.8%	12.2%	16.3%	16.2%	16.5%	16.7%
息税前利润 (EBIT)	132	173	176	214	255	312
% 销售收入	30.5%	28.9%	25.8%	27.1%	27.5%	28.4%
财务费用	-3	-6	0	6	2	-3
% 销售收入	0.7%	0.9%	0.1%	-0.8%	-0.3%	0.2%
资产减值损失	-4	-3	-3	-2	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	4	4	4
% 税前利润	0.0%	0.0%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%
营业利润	125	165	176	222	258	310
营业利润率	28.9%	27.6%	25.8%	28.1%	27.8%	28.2%
营业外收支	4	2	15	4	6	6
税前利润	129	167	192	226	264	316
利润率	29.9%	27.9%	28.0%	28.6%	28.5%	28.7%
所得税	-26	-30	-32	-39	-45	-54
所得税率	20.0%	18.0%	16.7%	17.4%	17.0%	17.2%
净利润	103	137	159	187	219	261
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-3	-4
归属于母公司的净利润	104	138	161	190	222	265
净利率	24.0%	23.0%	23.6%	24.0%	24.0%	24.1%

现金流量表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	103	137	159	187	219	261
少数股东损益	0	0	0	-3	-3	-4
非现金支出	24	34	46	51	57	64
非经营收益	4	3	-4	-5	-1	8
营运资金变动	-30	-57	-24	-45	-56	-75
经营活动现金净流	100	117	178	185	216	254
资本开支	73	62	87	53	46	45
投资	0	-41	-309	0	0	0
其他	1	12	-11	4	4	4
投资活动现金净流	-72	-91	-407	-50	-42	-41
股权募资	2	0	730	0	0	0
债权募资	11	23	-101	100	200	200
其他	-6	-37	-16	-2	-43	-17
筹资活动现金净流	7	-14	613	98	157	183
现金净流量	35	11	384	233	332	395

资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	93	109	488	724	1,058	1,457
应收款项	157	192	230	270	325	391
存货	52	77	114	123	143	167
其他流动资产	12	55	311	310	312	317
流动资产	315	432	1,144	1,427	1,838	2,332
% 总资产	66.8%	69.6%	79.1%	82.1%	85.6%	88.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	114	145	181	162	135	100
% 总资产	24.3%	23.4%	12.5%	9.3%	6.3%	3.8%
无形资产	5	40	65	92	118	143
非流动资产	156	189	303	312	310	301
% 总资产	33.2%	30.4%	20.9%	17.9%	14.4%	11.4%
资产总计	471	621	1,447	1,739	2,148	2,632
短期借款	78	101	0	100	300	500
应付款项	35	53	63	65	75	87
其他流动负债	45	41	65	103	82	94
流动负债	158	196	128	268	458	681
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	10	31	31	31	31
负债	163	206	159	299	489	712
普通股股东权益	306	414	1,288	1,444	1,666	1,931
少数股东权益	2	1	-1	-3	-6	-10
负债股东权益合计	471	621	1,447	1,739	2,148	2,632

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	2.071	1.620	0.474	0.557	0.654	0.779
每股净资产 (元)	6.123	4.869	3.788	4.246	4.899	5.679
每股经营现金净流 (元)	2.001	1.371	0.522	0.551	0.646	0.757
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	33.82%	33.27%	12.52%	13.13%	13.34%	13.73%
总资产收益率	21.98%	22.16%	11.15%	10.90%	10.35%	10.07%
投入资本收益率	36.00%	34.85%	18.34%	21.68%	23.46%	26.79%
增长率						
营业总收入增长率	31.83%	38.37%	14.27%	15.74%	17.31%	18.42%
EBIT 增长率	16.75%	31.19%	1.89%	21.67%	18.96%	22.30%
净利润增长率	12.86%	32.99%	17.13%	17.53%	17.30%	19.22%
总资产增长率	42.17%	31.92%	132.89%	20.21%	23.51%	22.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.1	106.1	110.2	115.0	118.0	120.0
存货周转天数	98.2	89.2	123.2	145.0	147.0	150.0
应付账款周转天数	52.1	45.4	56.4	56.4	56.4	56.4
固定资产周转天数	87.6	79.2	82.6	69.6	47.7	28.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.01%	-1.90%	-37.93%	-43.29%	-45.70%	-49.83%
EBIT 利息保障倍数	42.2	31.2	463.6	-33.9	-106.1	124.5
资产负债率	34.53%	33.18%	11.01%	17.19%	22.75%	27.04%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。