

评级：买入(维持)

市场价格：164.00

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

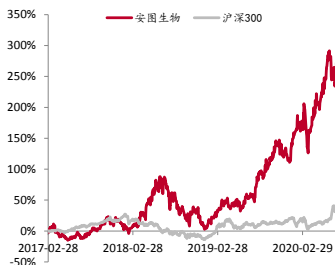
电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	430.60
流通股本(百万股)	430.60
市价(元)	164.00
市值(百万元)	70,618.88
流通市值(百万元)	70,618.88

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 安图生物(603658): 非公开发行进一步巩固研发、生产和营销能力
- 安图生物(603658): 2019年业绩超预期, 2020Q1受疫情短期影响, 发光、流水线加速装机中
- 安图生物(603658): 业绩持续快速增长, 化学发光增长强劲

公司盈利预测及估值

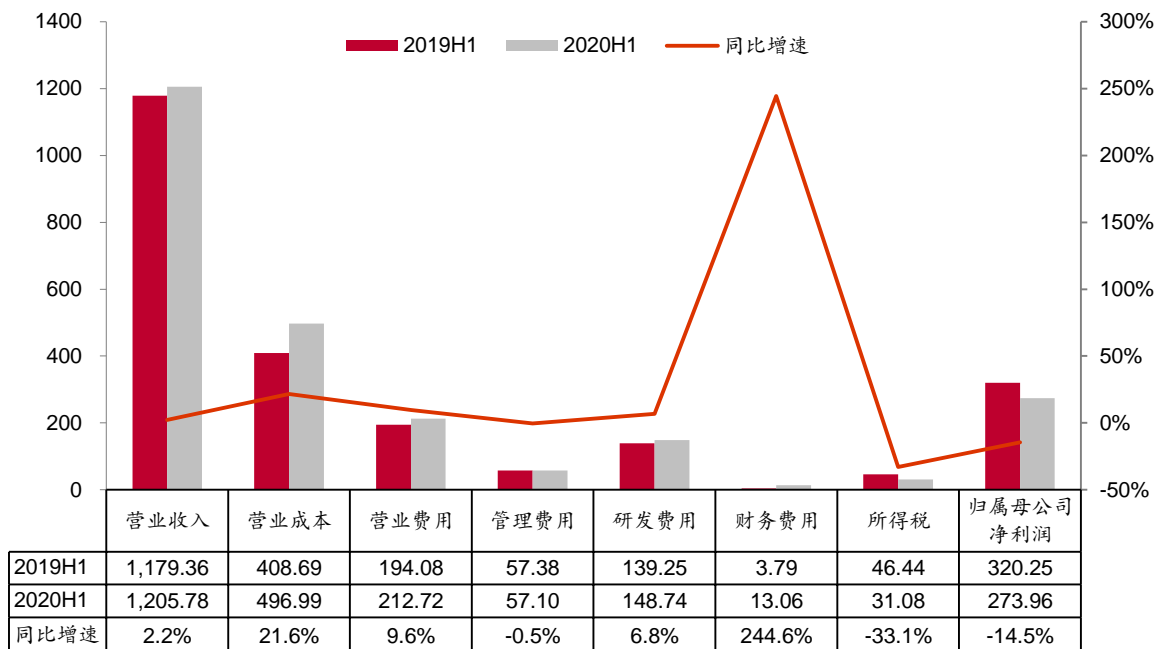
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1929.68	2679.44	2985.57	4519.27	5841.80
增长率 yoy%	37.82%	38.85%	11.43%	51.37%	29.26%
净利润	562.57	774.16	829.08	1285.53	1658.15
增长率 yoy%	25.98%	37.61%	7.09%	55.05%	28.99%
每股收益(元)	1.31	1.80	1.93	2.99	3.85
每股现金流量	1.52	1.96	2.44	2.44	3.45
净资产收益率	29.17%	30.28%	28.78%	29.14%	30.76%
P/E	125.53	91.22	85.18	54.93	42.59
PEG	4.83	2.43	12.01	1.00	1.47
P/B	36.62	27.62	24.51	16.01	13.10

投资要点

- 事件：公司公告 2020 年中报，实现营业收入 12.06 亿元，同比增长 2.24%，归母净利润 2.74 亿元，同比下降 14.45%，扣非净利润 2.35 亿元，同比下降 23.68%。**
- 业绩符合预期，二季度环比改善。**2020Q2 单季度实现营业收入 6.55 亿元，同比增长 3.80%，归母净利润 1.81 亿元，同比下降 9.21%，扣非净利润 1.51 亿元，同比下降 20.14%，较 Q1 环比开始改善，主要是国内疫情二季度开始逐步缓解，各地诊疗人次持续恢复中，有助于公司诊断试剂的销售，考虑到公司发光设备和流水线装机进度受疫情影响不大，随着各地医疗秩序恢复，未来公司试剂销售有望实现快速恢复。盈利能力上短期受疫情影响明显，其中综合毛利率 58.78%，同比下降 6.57pp，主要是试剂销量下降使得单位成本中折旧和摊销增加，仪器占比增加所致；费用率 35.79%，同比提升 2.34pp，其中研发投入 1.49 亿元，占营收比例 12.38%，较往年有进一步提升，净利率 22.86%，同比下降 4.80pp。
- 化学发光试剂受疫情负面影响，单机和流水线装机进一步加速。**2020H1 公司受疫情下诊疗人次下降影响，化学发光试剂销售短期受影响，上半年同比下降约 5-10%，但仪器装机影响较小，上半年预计新增化学发光装机 700+ 台，全国总装机量预计超过 4800 台；重磅品种生化免疫流水线 2020H1 实现装机 20+ 条，简易版小流水线 B1 上半年装机也超过 20 条，未来随着诊疗人次的持续恢复，生化和发光试剂销售增速有望加速回升；此外，公司化学发光法新冠检测试剂盒于 2020 年 6 月获批，未来有望贡献增量。
- 自研+引入海外先进技术，强势布局分子诊断。**公司一方面通过自主研发开发全自动核酸检测设备和试剂，另一方面参股芬兰 Mobidiag，成立郑州安图莫比，负责基于 Novodiag 核酸 POCT 技术平台的呼吸道、肠道及脑膜炎等多靶标核酸全自动 POCT 产品的开发、生产及销售，目前各项工作在稳步推进中。
- 盈利预测与估值：**根据 2020 年中报，我们更新了盈利预测，预计 2020-2022 年公司收入 29.86、45.19、58.42 亿元，同比增长 11.43%、51.37%、29.26%，归母净利润 8.29、12.86、16.58 亿元，同比增长 7.09%、55.05%、28.99%（调整前 23.20%、35.72%、29.44%），对应 EPS 为 1.93、2.99、3.85。目前公司股价对应 2021 年 55 倍 PE，考虑到长期化学发光行业高景气，流水线战略下业绩有望持续快速增长，同时通过自研+合作，不断推出具备高成长性的产品，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品推广不达预期风险，政策变化风险。

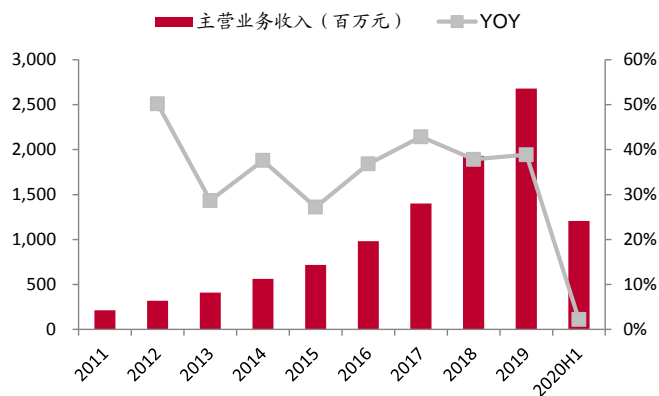
- 2020H1 公司实现营业收入 12.06 亿元, 同比增长 2.24%, 归母净利润 2.74 亿元, 同比下降 14.45%, 扣非净利润 2.35 亿元, 同比下降 23.68%。疫情下短期业绩增速受负面影响, 长期继续看好公司作为国内 IVD 综合龙头的高成长性。

图表 1: 安图生物主要财务指标变化 (百万元)



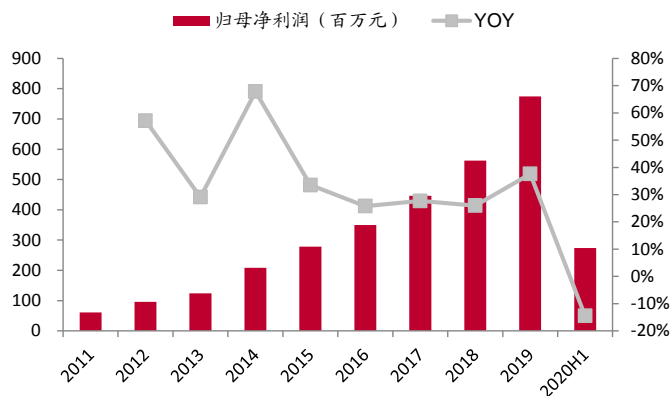
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 安图生物营业收入增长情况



来源: wind, 中泰证券研究所

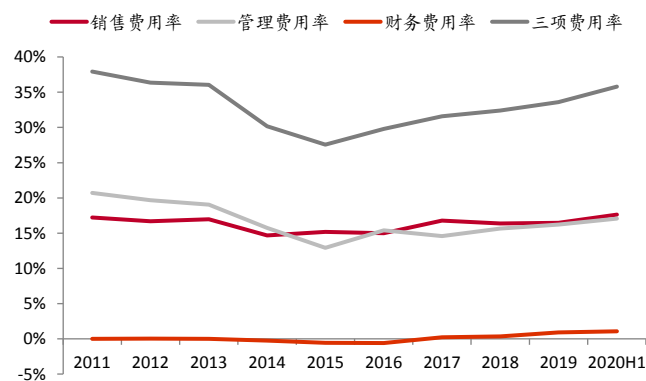
图表 3: 安图生物归母净利润情况



来源: wind, 中泰证券研究所

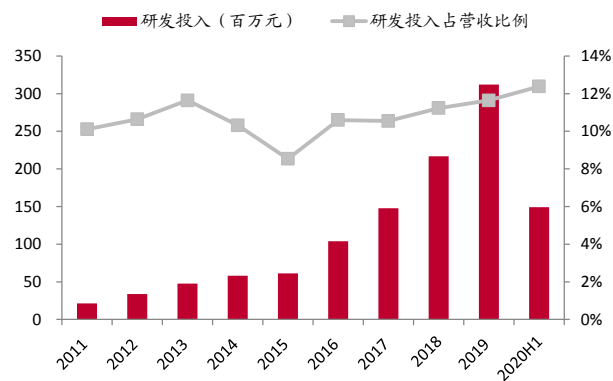
- 疫情下公司盈利能力短期受负面影响。2020H1 公司销售费用率 17.64%，同比提高 1.18pp，管理费用率 17.07%（含费用化研发投入），同比提高 0.40pp，其中研发投入 1.49 亿元，同比增长 7.18%，占营业收入 12.38%，较往年进一步提高；综合毛利率 58.78%，同比下降 6.57pp，主要是试剂销量下降使得单位成本中折旧和摊销增加，仪器占比增加所致；净利率 22.86%，同比下降 4.80pp。

图表 4：安图生物期间费用率小幅上升



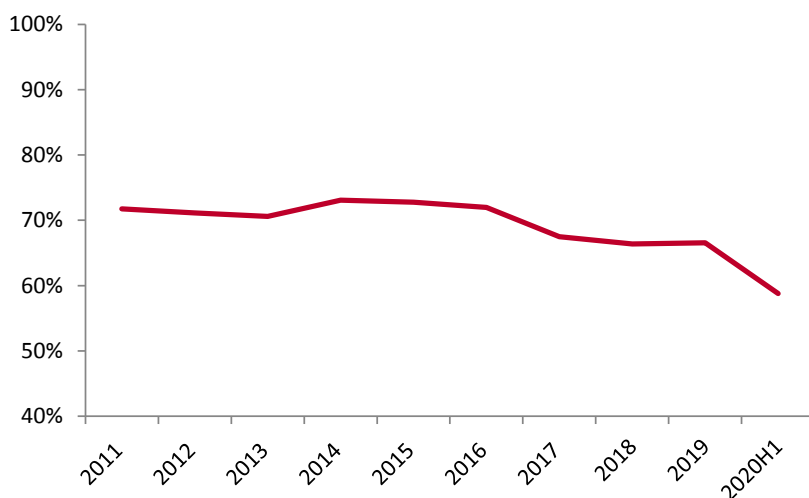
来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：研发投入持续提高



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：安图生物毛利率水平



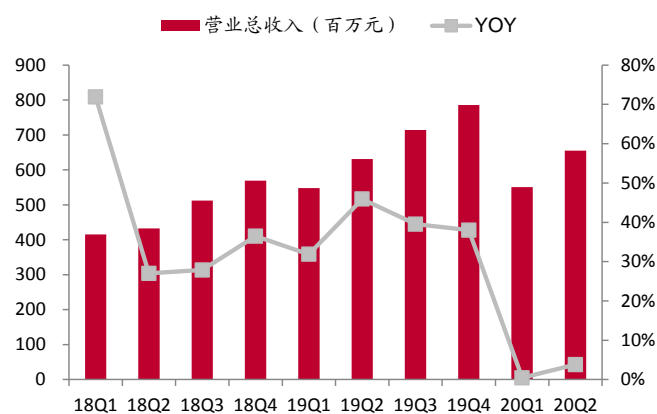
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 分季度看：2020Q2 单季度实现营业收入 6.55 亿元，同比增长 3.80%，归母净利润 1.81 亿元，同比下降 9.21%，扣非净利润 1.51 亿元，同比下降 20.14%，较 Q1 环比开始改善，主要是国内疫情二季度开始逐步缓解，各地诊疗人次持续恢复中，有助于公司诊断试剂的销售，考虑到公司发光设备和流水线装机进度受疫情影响不大，随着各地医疗秩序恢复，未来公司试剂销售有望实现快速恢复。

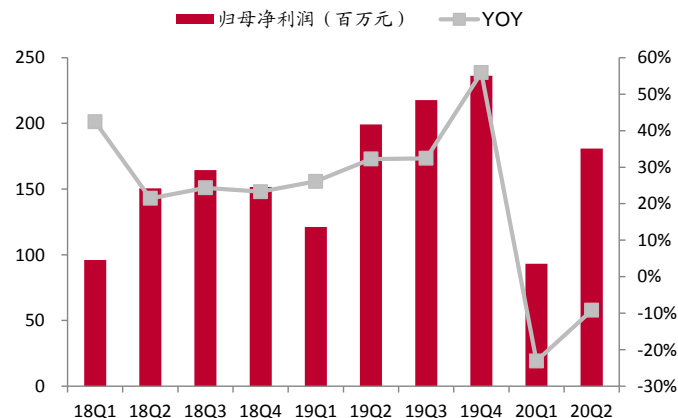
图表 7: 安图生物分季度财务数据 (百万元)

	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q
营业收入	415.60	432.70	511.90	569.47	547.97	631.40	714.26	785.81	550.38	655.40
营收同比增长	71.87%	27.00%	27.86%	36.48%	31.85%	45.92%	39.53%	37.99%	0.44%	3.80%
营收环比增长	-0.40%	4.11%	18.30%	11.25%	-3.78%	15.23%	13.12%	10.02%	-29.96%	19.08%
营业成本	146.89	135.42	169.61	196.89	191.45	217.24	223.05	264.01	231.67	265.32
营业费用	86.40	55.15	72.89	101.86	116.57	77.51	105.85	141.09	117.66	95.07
管理费用	68.05	65.35	76.00	92.73	93.47	103.16	115.04	122.77	96.63	109.21
财务费用	1.55	-0.24	1.22	4.02	2.55	1.24	11.49	9.17	5.10	7.96
营业利润	112.11	174.82	187.07	179.95	138.36	238.32	252.90	264.65	112.09	204.41
利润总额	111.95	176.32	186.76	179.52	137.85	234.79	251.47	261.63	102.42	204.27
所得税	13.96	23.32	20.17	22.10	15.42	31.03	29.56	22.84	10.88	20.20
归母净利润	96.01	150.63	164.37	151.56	121.07	199.18	217.66	236.26	93.12	180.84

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 安图生物分季度营业收入变化


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 安图生物分季度归母净利润变化


来源: wind, 中泰证券研究所

- 化学发光试剂受疫情负面影响, 单机和流水线装机进一步加速。**2020H1 公司受疫情下诊疗人次下降影响, 化学发光试剂销售短期受影响, 上半年同比下降约 5-10%, 但仪器装机影响较小, 上半年预计新增化学发光装机 700+ 台, 全国总装机量预计超过 4800 台; 重磅品种生化免疫流水线 2020H1 实现装机 20+ 条, 简易版小流水线 B1 上半年装机也超过 20 条, 未来随着诊疗人次的持续恢复, 生化和发光试剂销售增速有望加速回升; 此外, 公司化学发光法新冠检测试剂盒于 2020 年 6 月获批, 未来有望贡献增量。

图表 10: 安图生物化学发光业绩测算

		2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
200速	仪器新增量(台)	613	550	730	810	1100	1500	1500	1500
	累计保有量(台)	970	1520	2250	3060	4160	5660	7160	8660
	单产(万元/台)	30.75	31	30	32	34	27	35	37
	试剂销售收入(亿元)	2.04	3.80	5.66	8.40	12.09	13.26	22.44	29.27
	YOY		86.27%	48.95%	48.41%	43.97%	9.62%	69.23%	30.45%
100速	新增数量(台)					10	30	70	90
	累计保有(台)					10	40	110	200
	单台产出(万元/台)					15	17	18	20
	试剂销售收入(亿元)					0.01	0.04	0.14	0.31
	YOY							217.65%	129.63%
流水线发光部分(亿元)						0.207	0.71	2.07	3.47
YOY							240.74%	193.48%	67.63%
合计					8.40	12.31	14.00	24.64	33.05
YOY					48.41%	46.52%	13.79%	75.94%	34.12%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 微生物领域产品线持续丰富。**公司的微生物检测产品拥有 115 项注册证书, 并取得了 69 项产品的欧盟 CE 认证, 试剂品种涉及泌尿生殖道疾病、呼吸系统疾病以及细菌分离培养、鉴定和药敏分析等多个检测方向, 仪器涵盖了联检分析仪、自动化血培养系统、全自动微生物鉴定药敏分析仪、全自动微生物质谱检测系统等产品, 是国内在微生物检测领域产品品种较多、成长较快的企业之一。其中培养基平板系列产品在我国市场份额较高, 自动化血培养系统及配套培养瓶的上市更加奠定公司在国内细菌培养领域的市场地位, 再加上药敏和质谱等高壁垒特色品种, 公司在微生物领域已具备领先地位。
- 自研+引入海外先进技术, 强势布局分子诊断。**公司一方面通过自主研发开发全自动核酸检测设备和试剂, 另一方面参股芬兰 Mobidiag, 成立郑州安图莫比, 负责基于 Novodiag 核酸 POCT 技术平台的呼吸道、肠道及脑膜炎等多靶标核酸全自动 POCT 产品的开发、生产及销售, 目前各项工作在稳步推进中。

风险提示

- 产品推广不达预期风险。**化学发光产品在质量上与进口产品仍有差距, 在三级医院的推广中仍需要时间进行验证, 且随着各企业化学发光设备陆续铺向市场, 竞争更激烈。
- 政策变化风险。**医药行业正处于改革深水区, 体外诊断行业属医疗器械领域, 未来可能紧随药品行业, 在生产、流通和终端服务上出台多项关键政策, 对产业链中各环节产生较影响, 公司产品在行业变革中可能出现降价、销售模式变化的情况, 对公司业绩产生影响。

图表 11: 安图生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2017	2488	4332	5630	营业收入	2679	2986	4519	5842
现金	137	457	1672	2416	营业成本	896	1042	1498	1929
应收账款	634	707	1070	1383	营业税金及附加	27	30	45	58
其他应收款	37	43	68	85	营业费用	441	499	768	964
预付账款	126	138	205	260	管理费用	123	134	208	257
存货	342	405	577	746	财务费用	24	27	13	-3
其他流动资产	740	739	740	740	资产减值损失	-0	-0	-0	-0
非流动资产	2240	2019	1839	1650	公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1
长期投资	27	27	27	27	投资净收益	17	17	17	17
固定资产	1206	1125	976	784	营业利润	894	966	1494	1924
无形资产	272	306	340	374	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	734	560	497	466	营业外支出	10	10	10	10
资产总计	4257	4507	6171	7280	利润总额	886	958	1485	1916
流动负债	987	939	1053	1155	所得税	99	115	178	230
短期借款	292	200	200	200	净利润	787	843	1307	1686
应付账款	181	210	302	389	少数股东损益	13	14	21	28
其他流动负债	514	528	550	565	归属母公司净利润	774	829	1286	1658
非流动负债	635	596	594	594	EBITDA	1149	1248	1781	2207
长期借款	0	-42	-42	-42	EPS (元)	1.84	1.97	2.99	3.85
其他非流动负债	635	638	636	637	主要财务比率				
负债合计	1622	1534	1647	1749	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	78	91	113	140	成长能力				
股本	420	420	431	431	营业收入	38.9%	11.4%	51.4%	29.3%
资本公积	536	536	1205	1205	营业利润	36.7%	8.1%	54.6%	28.8%
留存收益	1411	1862	2691	3642	归属于母公司净利润	37.6%	7.1%	55.1%	29.0%
归属母公司股东权益	2557	2881	4412	5391	获利能力				
负债和股东权益	4257	4507	6171	7280	毛利率(%)	66.6%	65.1%	66.9%	67.0%
					净利率(%)	28.9%	27.8%	28.4%	28.4%
					ROE(%)	30.3%	28.8%	29.1%	30.8%
					ROIC(%)	26.1%	28.4%	39.0%	46.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	38.1%	34.0%	26.7%	24.0%
					净负债比率(%)	17.99%	10.28%	9.58%	9.02%
					流动比率	2.04	2.65	4.11	4.88
					速动比率	1.70	2.22	3.57	4.23
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.68	0.85	0.87
					应收账款周转率	5	4	5	4
					应付账款周转率	6.63	5.33	5.84	5.58
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.80	1.93	2.99	3.85
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	2.44	2.44	3.45
					每股净资产(最新摊薄)	5.94	6.69	10.25	12.52
					估值比率				
					P/E	91.22	85.18	54.93	42.59
					P/B	27.62	24.51	16.01	13.10
					EV/EBITDA	62	57	40	32

现金流量表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	843	1051	1049	1485
净利润	787	843	1307	1686
折旧摊销	230	255	274	286
财务费用	24	27	13	-3
投资损失	-17	-17	-17	-17
营运资金变动	-250	-116	-540	-475
其他经营现金流	69	59	12	9
投资活动现金流	-1235	-65	-65	-65
资本支出	762	10	10	10
长期投资	77	0	0	0
其他投资现金流	-395	-55	-55	-55
筹资活动现金流	471	-666	232	-676
短期借款	247	-92	0	0
长期借款	-42	-42	0	0
普通股增加	0	0	11	0
资本公积增加	0	0	669	0
其他筹资现金流	267	-532	-448	-676
现金净增加额	79	320	1216	744

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。