

中信证券研究部



田加强
 首席医药分析师
 S1010515070002



孙晓晖
 医药分析师
 S1010518110003

核心观点

公司 2019 年三季度报业绩快速增长持续，符合市场预期，其中化学发光业务继续维持 45% 以上的较高增长，流水线和质谱业务稳健推进，长期发展前景广阔。维持公司 2019-2021 年 EPS 预测为 1.73/2.22/2.84 元，对应 PE 58/45/35 倍，维持“买入”评级。

业绩快速增长持续，符合市场预期。2019 年前三季度公司营业收入 18.94 亿元，同比增长 39.22%，归母和扣非净利润 5.38 亿和 5.20 亿，同比增长 30.87% 和 31.32%；其中 2019Q3 单季度营业收入 7.14 亿元，同比增长 39.53%，归母和扣非净利润为 2.18 亿和 2.12 亿，同比增长 32.42% 和 32.36%。整体来看，报告期内公司发光业务继续维持较高增长，流水线及质谱业务稳健推进，业绩快速增长持续，符合市场预期。

化学发光继续维持超 45% 的较高增速。分业务来看，预计 2019 年前三季度公司：化学发光试剂收入约 8 亿，同比增长 45%-50%，化学发光装机量超 700 台，全年 1000 台以上装机的目标不变，预计至 2019 年底公司累计装机量将达到 4000-4100 台；预计微孔板和酶免业务继续呈下滑态势；预计微生物业务收入规模约 1.5 亿，同比增长超 20%；预计前三季度生化仪收入同比增长超 20%，生化试剂同比增长超 40%；预计代理的呼吸道九联检产品收入规模约 2 亿，同比增长超 30%。整体来看，公司已形成免疫检测、微生物检测和生化检测产品共同发展的良好格局，且化学发光业务增长势头强劲，整体竞争实力不断提高。

流水线和微生物质谱推广顺利，长期前景广阔。Autolas A-1 是国内真正意义上的首套国产全自动生化免疫流水线，截至到 2019 年三季度末公司已完成装机验收 10 条流水线，预计 2019 年全年有望验收装机 10-20 条流水线项目，且预计到年底公司流水线的接单量有望达到 50-60 条（含已装机验收的）公司在国产流水线市场的布局领先，有望凭借较好的产品质量和服务获取更高的单机产出和市场份额。微生物质谱仪是公司的另一大战略产品，预计前三季度装机台数已达到 30 台。整体来看，公司流水线和质谱仪的销售推广顺利，长期成长前景良好。

研发投入持续，应收账款有所增加。2019 年前三季度公司研发投入 2.26 亿元，同比增长 56.83%，占比营业收入的 11.92%。报告期内公司整体期间费用率同比提升 1.76 个百分点，主要系研发及财务费用率分别同比提高了 1.34 和 0.62 个百分点，前三季度公司继续保持了较高的研发投入，因计提可转债利息及银行借款利息费用增加当期财务费用增长明显。截至 2019 年三季度末公司应收账款 5.55 亿元，同比增长 60.58%，主要系公司销售收入增加及回款周期相对较长的整体服务业务应收款增加所致。前三季度公司经营活动现金净流量 5.34 亿元，同比增长 23.02%，现金流保持良好。

风险因素：研发进度低于预期，IVD 产品招标降价，市场竞争加剧。

投资建议：公司 2019 年三季度报业绩快速增长持续，符合市场预期，其中化学发光业务继续维持 45% 以上的较高增长，流水线和质谱业务稳健推进，长期发展前景广阔。维持公司 2019-2021 年 EPS 预测为 1.73/2.22/2.84 元，对应 PE 58/45/35 倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,400.14	1,929.68	2,511.58	3,211.45	4,082.37
营业收入增长率 YoY	43%	38%	30%	28%	27%
净利润(百万元)	446.56	562.57	727.29	932.35	1,191.05
净利润增长率 YoY	28%	26%	29%	28%	28%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.06	1.34	1.73	2.22	2.84
毛利率	67%	66%	66%	66%	66%
净资产收益率 ROE	26.78%	29.17%	31.35%	33.85%	35.70%
每股净资产 (元)	3.97	4.59	5.52	6.56	7.94
PE	94	75	58	45	35
PB	25	22	18	15	13

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 28 日收盘价

安图生物	603658
评级	买入（维持）
当前价	100.10 元
总股本	420 百万股
流通股本	420 百万股
52 周最高/最低价	100.25/46.08 元
近 1 月绝对涨幅	12.59%
近 12 月绝对涨幅	98.70%

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,400	1,930	2,512	3,211	4,082
营业成本	455	649	858	1,086	1,376
毛利率	67.49%	66.38%	65.82%	66.17%	66.29%
营业税金及附加	19	24	35	45	57
销售费用	235	316	417	530	673
营业费用率	16.77%	16.39%	16.60%	16.50%	16.50%
管理费用	204	89	116	145	180
管理费用率	14.60%	4.63%	4.63%	4.50%	4.40%
财务费用	3	7	1	(4)	(10)
财务费用率	0.22%	0.34%	0.02%	-0.13%	-0.25%
投资收益	19	14	11	14	13
营业利润	506	654	837	1,075	1,378
营业利润率	36.15%	33.89%	33.31%	33.48%	33.76%
营业外收入	10	3	9	7	7
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	515	655	844	1,081	1,383
所得税	65	80	110	136	174
所得税率	12.69%	12.15%	13.02%	12.62%	12.60%
少数股东损益	3	12	7	12	18
归属于母公司股东的净利润	447	563	727	932	1,191
净利率	31.89%	29.15%	28.96%	29.03%	29.18%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	27	58	184	399	743
存货	194	256	331	437	543
应收账款	225	346	424	545	705
其他流动资产	468	448	477	517	566
流动资产	914	1,107	1,415	1,898	2,557
固定资产	560	863	919	957	968
长期股权投资	17	18	18	18	18
无形资产	228	212	190	168	146
其他长期资产	469	456	472	487	502
非流动资产	1,274	1,549	1,599	1,630	1,634
资产总计	2,187	2,657	3,015	3,528	4,191
短期借款	1	45	0	0	0
应付账款	69	90	112	152	188
其他流动负债	357	476	458	485	513
流动负债	428	611	570	638	701
长期借款	34	42	42	42	42
其他长期负债	36	38	38	38	38
非流动性负债	70	80	80	80	80
负债合计	498	691	650	718	780
股本	420	420	420	420	420
资本公积	535	536	536	536	536
归属于母公司所有者权益合计	1,667	1,929	2,320	2,754	3,336
少数股东权益	22	37	44	56	74
股东权益合计	1,689	1,966	2,364	2,810	3,410
负债股东权益总计	2,187	2,657	3,015	3,528	4,191

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	515	655	844	1,081	1,383
所得税支出	-65	-80	-110	-136	-174
折旧和摊销	123	172	120	129	136
营运资金的变化	-95	-73	-162	-207	-263
其他经营现金流	3	-21	-25	-12	-12
经营现金流合计	482	654	667	854	1,069
资本支出	-455	-410	-170	-160	-140
投资收益	19	14	11	14	13
其他投资现金流	316	51	0	0	1
投资现金流合计	-121	-346	-159	-145	-127
发行股票	6	3	0	0	0
负债变化	114	67	-45	0	0
股息支出	-302	-336	-336	-498	-609
其他融资现金流	-207	-10	-1	4	10
融资现金流合计	-389	-277	-382	-494	-599
现金及现金等价物净增加额	-28	32	126	215	344

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	42.84%	37.82%	30.16%	27.87%	27.12%
营业利润增长率	28.33%	29.19%	27.94%	28.50%	28.21%
净利润增长率	27.68%	25.98%	29.28%	28.19%	27.75%
毛利率	67.49%	66.38%	65.82%	66.17%	66.29%
EBITDA Margin	45.62%	43.18%	38.14%	37.17%	36.52%
净利率	31.89%	29.15%	28.96%	29.03%	29.18%
净资产收益率	26.78%	29.17%	31.35%	33.85%	35.70%
总资产收益率	20.42%	21.18%	24.13%	26.43%	28.42%
资产负债率	22.76%	26.00%	21.57%	20.34%	18.62%
所得税率	12.69%	12.15%	13.02%	12.62%	12.60%
股利支付率	67.72%	59.73%	68.50%	65.31%	64.51%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。