

透景生命 (300642)

公司研究/点评报告

仪器投放效率有提升空间，新品推广顺利

—透景生命 2019 年第三季度报告点评

点评报告/医药

2019 年 10 月 28 日

一、事件概述

2019 年 10 月 26 日，公司发布 2019 年第三季度报告：前三季度营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 2.91 亿、0.98 亿、0.85 亿元，同比增长 21.48%、7.84%、13.52%。其中第三季度营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 1.17 亿、0.43 亿、0.40 亿元，同比增长 17.42%、9.74%、18.53%。经营活动产生的现金流 0.79 亿元，同比下降 17.05%。

二、分析与判断

➤ 试剂业务稳步增长，仪器投放和研发投入带来费用率提升，影响了利润端增速

1) 收入增速放缓，毛利率提升。公司的流式荧光技术独特，在外资品牌割据的等级医院中占据一席之地，前三季度收入同比增长 21.48%（由于去年同期基数较高，第三季度收入增速略低，为 17.42%）；由于肿标和 HPV 产品占比提升，第三季度毛利率提升 1.28pct 至 79.31%。

2) 投放仪器力度加大，折旧费用导致销售费用率提高，周转率有待提升。三级医院的整体增速放缓，公司逐步开拓二级医院市场，为未来的试剂产品销售打下基础。但是销售费用也在持续提升：前三季度销售费用 7682 万元，同比增长 34.48%，销售费用率提升 2.54pct 至 26.36%。销售费用率的提高主要源于仪器加速的投放。同时结合固定资产周转率分析（2018H1-2019Q3，固定资产周转率持续下降）显示仪器投放的产出处于持续下降的趋势中，我们认为仪器投放带来的盈利拐点暂时还未体现，我们也会持续关注该变量及未来可能的拐点性变化。

3) 除了仪器投放带来的销售费用增长，研发费用率提升也影响了净利率：前三季度研发费用 3767 万元，同比增长 34.52%，远高于收入增速；研发费用率达 12.93%，也一定程度降低了净利率水平。管理费用率降低 1.15pct 至 5.24%，为净利率提升带来正的贡献。综合来看前三季度扣非后归母净利润增速仅为 13.52%，净利率下降 4.26pct 至 33.69%；然而分季度看，扣非后归母净利润增速呈现逐季提升的趋势：18Q4、19Q1、19Q2、19Q3 分别为 2.03%、7.82%、10.13%、18.53%，后续趋势持续性有待进一步验证。

➤ 直销占比提升导致应收账款加速增长，经营质量有待提升

经营活动产生的现金流分析，尽管前三季度仪器折旧等非现金支出对经营活动产生的现金流有正的贡献，但是存货和经营性应收项目的快速增加导致经营活动产生的现金流同比下降 17.05%。分析原因，主要是公司直销占比的提升导致应收项目大幅增加（第三季度应收账款周转率同比下降 0.47 至 3.12），同时原材料、自产试剂和仪器增加导致存货增加（第三季度存货周转率同比下降 0.04 至 0.65）也对现金流形成占用，整体我们认为公司的经营质量有待进一步提升。

➤ 看好后续新品推出，甲基化和自免产品进展顺利

公司新品推进工作进展顺利：1) 肺癌甲基化检测产品已取得广东、海南、湖南三省的物价（上海地区即将完成），并累计完成了 8/9 个省份的物价申报工作；被约 30 家三甲医院作为新项目正式引入开展检测。2) 公司自身免疫检测领域的首个产品——十五项自身抗体谱检测试剂盒（流式荧光发光法）正式进入市场销售。3) 公司委托开发的全自动流式荧光发光免疫分析仪(Tesmi F4000) 已取得注册证书，实现了流式荧光检测仪的国产化。

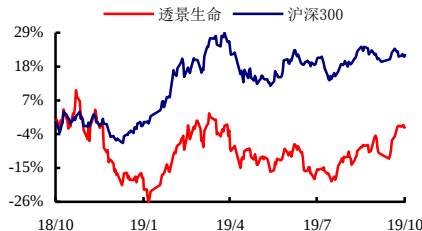
谨慎推荐 维持评级

当前价格： 44.55 元

交易数据 2019-10-25

近 12 个月最高/最低(元)	50.34/33.61
总股本(百万股)	91
流通股本(百万股)	54
流通股比例(%)	58.92
总市值(亿元)	24

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：谭紫媚

执业证号：S0100119060028

电话：021-60876703

邮箱：tanzimei@mszq.com

相关研究

1.透景生命 (300642)：仪器投放效率有待提升，长期看好新品放量

三、投资建议

公司短期业绩受费用压制，长期可期待新品陆续放量，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.73、1.99、2.36 元，按 2019 年 10 月 26 日收盘价对应 PE 为 26、22、19 倍。参考可比公司估值及行业地位，维持“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

产品质量风险；市场竞争加剧风险；监管政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	365	440	534	651
增长率（%）	20.5%	20.7%	21.2%	22.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	142	157	181	214
增长率（%）	11.7%	10.6%	15.2%	18.6%
每股收益（元）	1.57	1.73	1.99	2.36
PE（现价）	28.3	25.8	22.4	18.9
PB	4.0	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	365	440	534	651
营业成本	79	96	117	145
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	83	105	130	160
管理费用	23	35	41	52
研发费用	40	53	68	86
EBIT	137	150	174	206
财务费用	(5)	(8)	(9)	(11)
资产减值损失	1	3	5	5
投资收益	9	10	11	13
营业利润	165	183	211	250
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	165	183	211	250
所得税	24	26	30	36
净利润	142	157	181	214
归属于母公司净利润	142	157	181	214
EBITDA	172	205	240	283

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	505	589	739	886
应收账款及票据	84	101	134	167
预付款项	16	21	25	31
存货	82	110	121	164
其他流动资产	141	145	147	146
流动资产合计	828	967	1165	1391
长期股权投资	5	16	27	40
固定资产	155	188	223	257
无形资产	10	10	9	8
非流动资产合计	275	287	280	258
资产合计	1103	1254	1445	1649
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	13	6	17	11
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	71	66	76	66
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债合计	79	73	84	73
股本	91	91	91	91
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1024	1181	1361	1576
负债和股东权益合计	1103	1254	1445	1649

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	20.5%	20.7%	21.2%	22.0%
EBIT 增长率	2.1%	9.0%	16.4%	18.1%
净利润增长率	11.7%	10.6%	15.2%	18.6%
盈利能力				
毛利率	78.4%	78.2%	78.0%	77.8%
净利率	38.8%	35.6%	33.8%	32.9%
总资产收益率 ROA	12.8%	12.5%	12.5%	13.0%
净资产收益率 ROE	13.8%	13.3%	13.3%	13.6%
偿债能力				
流动比率	11.6	14.7	15.2	21.1
速动比率	10.5	13.0	13.7	18.6
现金比率	7.1	8.9	9.7	13.5
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.0
经营效率				
应收账款周转天数	71.9	75.5	79.2	83.2
存货周转天数	342.4	358.5	353.1	354.9
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.6	1.7	2.0	2.4
每股净资产	11.3	13.0	15.0	17.3
每股经营现金流	1.8	1.6	2.2	2.0
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	28.3	25.8	22.4	18.9
PB	4.0	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	16.7	13.4	10.7	8.6
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	142	157	181	214
折旧和摊销	36	58	71	83
营运资金变动	(7)	(61)	(44)	(100)
经营活动现金流	161	143	197	185
资本开支	144	54	45	39
投资	(133)	0	0	0
投资活动现金流	(267)	(59)	(47)	(38)
股权募资	27	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	2	0	0	0
现金净流量	(103)	84	150	147

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

谭紫媚，研究助理，中南大学金融学士，布里斯托大学会计金融硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。