

## 收购方案进一步落地, 标的公司质地优秀

### 投资要点

- **事件:** 公司近日发布收购迈新生物购买方案: 拟与国药投资共同采用支付现金方式购买迈新生物合计 95.55% 的股权, 其中公司拟收购 65.55% 股权, 国药投资收购 30 股权。
- **免疫组化诊断市场景气度高, 标的公司处于国内领先地位。** 癌症发病率不断增长, 靶向治疗药物及精准医疗概念快速发展, 免疫组化作为特异性强、敏感性高、定位准确、形态与功能相结合等特点, 在病理诊断领域具有重要地位, 未来增长潜力巨大; 我们预计, 2018 年国内免疫组化市场约 20 亿元, 增速 20% 左右, 潜在市场超 100 亿。迈新生物作为中国免疫组化细分领域的领先企业, 是国内第一家取得三类证的免疫组化生产企业, 并于 2016 年推出国产首台全自动免疫组化染色系统, 市场竞争力位居前列。
- **公司是国内生化试剂领先企业, 收购迈新后将大幅提升公司盈利能力。** 公司作为国内生化试剂领域的领先企业, 具备生化诊断试剂全线产品, 业绩持续增长能力较强, 且盈利能力突出。迈新作为国产免疫组化领域龙头, 2017、2018 年分别收入 2.5、3.3 亿元, 净利润分别为 0.32、0.78 亿(其中管理层激励费用分别为 0.52、0.32 亿), 2019H1 收入 2.1 亿元, 净利润 0.63 亿元, 盈利能力强, 公司收购迈新后不仅丰富公司产品线, 进一步打开公司成长空间, 还将快速增强公司盈利能力, 提升公司业绩持续增长稳定性。
- **与国际巨人同行, 携手国药有望打开成长空间。** 公司作为国内生化领域的领军企业, 2013 年以来积极与雅培、罗氏、日立、迈瑞等国内外大公司建立战略合作, 不断提升自身竞争力, 合作雅培更是开创了国内 IVD 企业技术输出的先河, 体现了公司在生化试剂领域十足的竞争力。此次收购与国药投资参与股权收购的实施互为前提, 国药集团的全资子公司国药投资将成为标的公司战略投资人, 可助力迈新借助国药集团的资源优势进一步强化自身地位, 同时也有望加强公司与国药的合作关系, 打开公司未来发展想象力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 3.4 亿元、4.1 亿元、5 亿元, 对应估值分别为 26、22、18 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 战略推进进展或低于预期的风险; 核心产品大幅降价的风险; 新产品销售上量或低于预期的风险; 外延进度或低于预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	774.18	850.68	1009.77	1200.90
增长率	11.51%	9.88%	18.70%	18.93%
归属母公司净利润(百万元)	300.67	339.91	412.76	500.63
增长率	10.07%	13.05%	21.43%	21.29%
每股收益 EPS(元)	0.60	0.68	0.82	1.00
净资产收益率 ROE	17.66%	17.35%	18.12%	18.78%
PE	30	26	22	18
PB	5.26	4.57	3.93	3.36

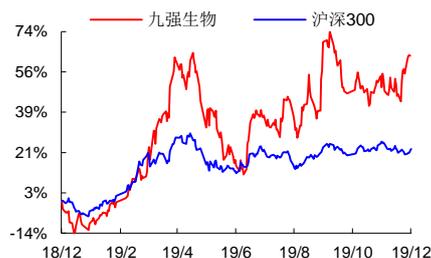
数据来源: Wind, 西南证券

### 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: 刘闯  
执业证号: S1250519060002  
电话: 021-58352031  
邮箱: liuch@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)	5.02
流通 A 股(亿股)	3.30
52 周内股价区间(元)	9.46-19.0
总市值(亿元)	89.57
总资产(亿元)	19.53
每股净资产(元)	3.69

### 相关研究

1. 九强生物(300406): 全自动凝血分析仪获批, 拟携手国药进军病理诊断领域 (2019-09-11)
2. 九强生物(300406): 18 年业绩增速回升, 19Q1 继续稳健增长 (2019-04-01)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	774.18	850.68	1009.77	1200.90	净利润	300.67	339.91	412.76	500.63
营业成本	242.24	265.12	311.99	366.81	折旧与摊销	17.78	32.12	34.49	37.46
营业税金及附加	11.39	11.06	13.13	15.61	财务费用	-6.67	-3.82	-5.42	-8.48
销售费用	95.34	102.93	119.15	139.30	资产减值损失	6.84	5.00	5.00	5.00
管理费用	30.33	89.32	104.01	122.49	经营营运资本变动	-214.75	-68.76	-144.88	-168.50
财务费用	-6.67	-3.82	-5.42	-8.48	其他	152.29	-6.66	-5.57	-5.71
资产减值损失	6.84	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>256.15</b>	<b>297.79</b>	<b>296.38</b>	<b>360.40</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-54.56	-40.00	-40.00	-35.00
公允价值变动损益	0.76	0.76	0.76	0.76	其他	-188.54	14.13	0.76	0.76
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>-243.10</b>	<b>-25.87</b>	<b>-39.24</b>	<b>-34.24</b>
<b>营业利润</b>	<b>347.28</b>	<b>381.83</b>	<b>462.68</b>	<b>560.93</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.68	12.50	14.50	16.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>349.95</b>	<b>394.33</b>	<b>477.18</b>	<b>577.43</b>	股权融资	6.97	0.00	0.00	0.00
所得税	49.29	54.42	64.42	76.80	支付股利	-75.28	-82.86	-93.67	-113.75
净利润	300.67	339.91	412.76	500.63	其他	-147.62	-60.17	5.42	8.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-215.93</b>	<b>-143.02</b>	<b>-88.26</b>	<b>-105.27</b>
归属母公司股东净利润	300.67	339.91	412.76	500.63	<b>现金流量净额</b>	<b>-202.97</b>	<b>128.90</b>	<b>168.89</b>	<b>220.90</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	480.12	609.01	777.90	998.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	533.75	590.26	704.16	834.17	销售收入增长率	11.51%	9.88%	18.70%	18.93%
存货	113.75	125.74	148.30	174.84	营业利润增长率	7.31%	9.95%	21.17%	21.24%
其他流动资产	143.86	143.39	170.21	202.43	净利润增长率	10.07%	13.05%	21.43%	21.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.80%	14.44%	19.90%	19.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	233.93	242.69	249.09	247.51	毛利率	68.71%	68.83%	69.10%	69.46%
无形资产和开发支出	287.75	287.26	286.76	286.27	三费率	15.37%	22.15%	21.56%	21.09%
其他非流动资产	71.57	71.18	70.79	70.39	净利率	38.84%	39.96%	40.88%	41.69%
<b>资产总计</b>	<b>1864.73</b>	<b>2069.54</b>	<b>2407.20</b>	<b>2814.42</b>	ROE	17.66%	17.35%	18.12%	18.78%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.12%	16.42%	17.15%	17.79%
应付和预收款项	65.11	74.68	88.82	103.95	ROIC	20.82%	19.75%	21.69%	23.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.29%	48.21%	48.70%	49.12%
其他负债	97.42	35.60	40.04	45.24	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>162.52</b>	<b>110.28</b>	<b>128.86</b>	<b>149.19</b>	总资产周转率	0.42	0.43	0.45	0.46
股本	501.79	501.79	501.79	501.79	固定资产周转率	3.83	3.73	4.57	5.53
资本公积	59.32	59.32	59.32	59.32	应收账款周转率	1.78	1.81	1.86	1.86
留存收益	1230.96	1488.01	1807.10	2193.98	存货周转率	2.02	2.15	2.23	2.23
归属母公司股东权益	1702.20	1959.26	2278.34	2665.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.66%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1702.20</b>	<b>1959.26</b>	<b>2278.34</b>	<b>2665.23</b>	资产负债率	8.72%	5.33%	5.35%	5.30%
负债和股东权益合计	1864.73	2069.54	2407.20	2814.42	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.36	14.71	15.21	15.93
					速动比率	7.61	13.45	13.96	14.67
					股利支付率	25.04%	24.38%	22.69%	22.72%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.60	0.68	0.82	1.00
					每股净资产	3.39	3.90	4.54	5.31
					每股经营现金	0.51	0.59	0.59	0.72
					每股股利	0.15	0.17	0.19	0.23
业绩和估值指标									
EBITDA	358.38	410.13	491.75	589.91					
PE	29.79	26.35	21.70	17.89					
PB	5.26	4.57	3.93	3.36					
PS	11.57	10.53	8.87	7.46					
EV/EBITDA	23.64	20.19	16.49	13.38					
股息率	0.84%	0.93%	1.05%	1.27%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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	yll@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn