



迈出扩张第一步, 渐成全国性龙头

- **事件:** 公司公告称, 拟出资 561 万元与李世超先生共同设立湖北迈克, 公司持有湖北迈克 51% 股权, 并约定了业绩承诺和股权收购方案。
- **开启营销渠道扩张步伐, 全国性 IVD 龙头正在显现。** 成为 IVD 龙头企业需两大基础: 一是齐全产品线布局; 二是强大的售后服务和完善的营销渠道。公司从代理起家, 通过自产研发, 目前已成为国内产品线最为齐全的公司之一。在服务和渠道方面, 公司已成为西南地区的龙头企业, 渠道优势集中在西南地区。考虑到公司立志成为国际一流的体外诊断企业, 我们认为全产品线布局完成后, 营销渠道扩张是必然趋势。此次合作的李世超先生拥有 20 多年的 IVD 从业经验, 在湖北地区具有深厚的客户基础, 双方携手有助于促进公司产品在湖北迅速放量。双方还就湖北迈克未来三年的业绩承诺和股份收购达成协议, 承诺 2016-2018 年迈克产品销售收入达 4300 万、6800 万和 9000 万, 净利润达 1222 万、1406 万和 1616 万。达成目标后公司将以 4270 万元的对价分三年收购李世超先生 14% 股权, 即公司整体估值达 3 亿元。业绩承诺和股权收购协议表明双方对湖北迈克未来发展充满信心。我们认为湖北迈克的成立仅仅是公司踏出的第一步, 公司将从西南的区域性龙头企业成长为全国性 IVD 龙头企业, 公司后续还存强烈的渠道扩张预期, 全国性龙头企业正在显现。
- **化学发光处于放量周期, 业绩快速增长有保障。** 化学发光是国内 IVD 最大的板块, 出厂口径市场规模达 135 亿元, 增速在 25% 左右。一方面, 化学发光在二级和一级医院的覆盖率不超过 20% 和 2%, 还存巨大的空白市场。另一方面, 考虑到 IVD 属于医院的成本端, 取消药品加成后医院有动力使用质优价廉的国产产品, 三级医院进口替代空间巨大。公司化学发光产品目前正处于快速上量周期, 2015H1 收入达到 8000 万元, 同比增长近 120%, 预计全年将达 2 亿元。此外公司化学发光有望年内完成欧盟 CE 认证, 将借助德国 HUMAN 的渠道进军国际市场。我们认为公司化学发光业务保障了公司业绩的快速增长。
- **业绩预测与估值:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.54 元、1.95 元和 2.39 元, 对应 PE 分别为 56 倍、44 倍和 36 倍。我们认为公司化学发光产品处于快速放量周期, 公司内生业绩将保持快速增长态势。从公司发展战略来看, 还存在营销渠道扩张的预期, 考虑到“全产品线+营销渠道扩张”助力公司成长为全国性 IVD 龙头企业, 我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示:** 化学发光放量或低于预期; 渠道扩张或低于预期; 股权变动风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	934.85	1180.78	1495.35	1843.30
增长率	19.94%	26.31%	26.64%	23.27%
归属母公司净利润(百万元)	226.21	286.22	363.24	443.95
增长率	17.11%	26.53%	26.91%	22.22%
每股收益 EPS(元)	1.22	1.54	1.95	2.39
净资产收益率 ROE	28.56%	27.71%	26.59%	25.56%
PE	71	56	44	36
PB	20.23	15.51	11.73	9.23

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: S1250513070001

电话: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林

电话: 023-67909731

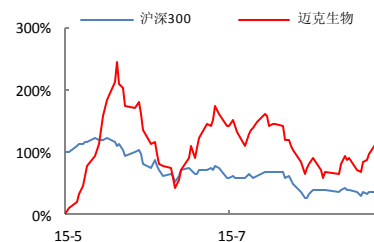
邮箱: cti@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.86
流通 A 股(亿股)	0.38
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	160.26
总资产(亿元)	23.63
每股净资产(元)	10.11

相关研究

1. 迈克生物(300463): 实际业绩符合预期, 产品线进一步丰富 (2015-08-18)
2. 迈克生物(300463): 从西南走向全国的体外诊断龙头企业 (2015-08-14)
3. 迈克生物(300463): 连续七年通过 RELA 实验, 彰显量值溯源核心优势 (2015-07-29)
4. 迈克生物(300463): 最具国际水准的中国体外诊断企业 (2015-07-17)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	934.85	1180.78	1495.35	1843.30	净利润	226.21	286.22	363.24	443.95
营业成本	380.92	496.21	636.58	792.45	折旧与摊销	40.74	49.77	63.91	78.10
营业税金及附加	10.00	12.94	16.26	20.09	财务费用	8.95	3.05	-2.88	-3.33
销售费用	138.96	175.52	222.28	274.00	资产减值损失	10.94	12.00	14.00	16.00
管理费用	94.88	115.51	147.43	182.15	经营营运资本变动	-168.97	-61.46	-173.99	-182.01
财务费用	8.95	3.05	-2.88	-3.33	其他	-2.78	-14.15	-16.86	-20.04
资产减值损失	10.94	12.00	14.00	16.00	经营活动现金流净额	115.09	275.43	247.42	332.67
投资收益	2.80	2.00	3.00	4.00	资本支出	-113.31	-112.00	-140.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-45.61	9.63	3.00	4.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-158.92	-102.37	-137.00	-96.00
营业利润	293.00	367.56	464.70	565.94	短期借款	32.97	-163.67	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.09	-8.12	-8.66	-8.55	长期借款	127.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	283.91	359.44	456.04	557.39	股权融资	0.00	0.00	26.90	0.00
所得税	57.70	73.22	92.80	113.44	支付股利	-38.65	-45.26	-57.27	-72.68
净利润	226.21	286.22	363.24	443.95	其他	-9.07	-3.05	2.88	3.33
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	112.25	-211.99	-27.49	-69.35
归属母公司股东净利润	226.21	286.22	363.24	443.95	现金流量净额	68.41	-38.92	82.93	167.31
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	177.53	138.61	221.54	388.85	成长能力				
应收和预付款项	433.43	464.84	612.56	762.47	销售收入增长率	19.94%	26.31%	26.64%	23.27%
存货	191.36	250.17	321.44	400.79	营业利润增长率	16.33%	25.45%	26.43%	21.78%
其他流动资产	7.63	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	17.11%	26.53%	26.91%	22.22%
长期股权投资	8.12	8.12	8.12	8.12	EBITDA 增长率	20.68%	22.67%	25.06%	21.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	363.58	426.27	502.82	525.18	毛利率	59.25%	57.98%	57.43%	57.01%
无形资产和开发支出	13.78	13.43	13.08	12.72	三费率	25.97%	24.91%	24.53%	24.57%
其他非流动资产	20.87	20.77	20.66	20.55	净利率	24.20%	24.24%	24.29%	24.08%
资产总计	1216.32	1322.20	1700.22	2118.69	ROE	28.56%	27.71%	26.59%	25.56%
短期借款	163.67	0.00	0.00	0.00	ROA	18.60%	21.65%	21.36%	20.95%
应付和预收款项	108.30	132.55	172.39	213.71	ROIC	29.38%	28.45%	29.37%	29.63%
长期借款	127.00	127.00	127.00	127.00	EBITDA/销售收入	36.66%	35.60%	35.16%	34.76%
其他负债	25.30	29.65	34.96	40.85	营运能力				
负债合计	424.27	289.20	334.35	381.56	总资产周转率	0.91	0.93	0.99	0.97
股本	148.50	186.00	186.00	186.00	固定资产周转率	4.01	4.17	4.33	4.67
资本公积	10.60	-26.90	0.00	0.00	应收账款周转率	3.02	2.96	3.14	3.03
留存收益	632.94	873.90	1179.87	1551.13	存货周转率	2.06	2.22	2.21	2.18
归属母公司股东权益	792.05	1033.00	1365.87	1737.13	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	106.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	792.05	1033.00	1365.87	1737.13	资产负债率	34.88%	21.87%	19.67%	18.01%
负债和股东权益合计	1216.32	1322.20	1700.22	2118.69	带息债务/总负债	68.51%	43.91%	37.98%	33.28%
					流动比率	2.83	5.64	5.88	6.37
					速动比率	2.16	3.99	4.25	4.73
					股利支付率	17.09%	15.81%	15.77%	16.37%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	342.69	420.39	525.73	640.70	每股收益	1.22	1.54	1.95	2.39
PE	70.84	55.99	44.12	36.10	每股净资产	4.26	5.55	7.34	9.34
PB	20.23	15.51	11.73	9.23	每股经营现金	0.62	1.48	1.33	1.79
PS	17.14	13.57	10.72	8.69	每股股利	0.21	0.24	0.31	0.39
EV/EBITDA	37.61	38.05	30.27	24.57					
股息率	0.24%	0.28%	0.36%	0.45%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn