

投资评级：推荐（首次）
分析师

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

联系人（研究助理）：

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

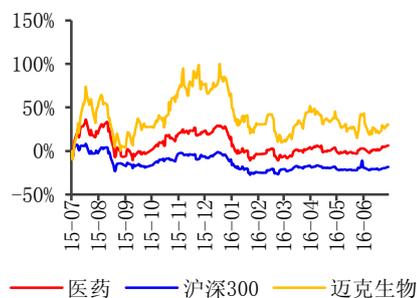
从业证书编号:S1070115090023

市场数据

目前股价	27.64
总市值（亿元）	154.23
流通市值（亿元）	81.23
总股本（万股）	55,800
流通股本（万股）	29,388
12个月最高/最低	42.60/19.11

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	1285.02	1548.96	1854.88
(+/-%)	20.64%	20.54%	19.75%
净利润	305.68	368.69	464.79
(+/-%)	21.76%	20.61%	26.07%
摊薄 EPS	0.548	0.661	0.833
PE	50.45	41.83	33.18

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

竞争优势明显，业绩增长稳健

——迈克生物（300463）公司深度报告

投资建议

我们预测迈克生物 16-18 年营业收入分别为 12.85 亿、15.49 亿、18.55 亿，分别同比增速为 20.64%、20.54%、19.75%，同期实现归母净利润 3.06 亿、3.69 亿、4.65 亿，分别较上年同期增长 21.76%、20.61%、26.07%，EPS 分别为 0.55/0.66/0.83 元，对应 28 日收盘价，估值水平为 50X、42X、33X。

我们认为，伴随新医改的持续推进，以县市级等二级医院为代表的基层医疗市场重要性愈加显现，存在提高诊疗服务水平、增加经济效益的强烈愿望，原本集中在三级医院使用的化学发光设备在基层同样存在较大的市场需求，迈克生物作为国内少数几个推出相关仪器和配套试剂的企业，已经在该领域内形成先发优势，有望持续享受市场扩容的盛宴，进而推动公司业绩的稳定增长。

公司一贯重视研发，持续高比例投入提高自主创新能力、优化产品结构，构筑核心竞争优势，且不断丰富自身产品种类，形成多品种优势，顺应行业经营环境变化，积极抢占渠道资源和终端市场，具有较多看点，因此首次覆盖，给予“推荐”评价，目标价 33.00 元。

投资要点
■ 投资要点 1:

迈克生物是中国最具规模的临床体外诊断试剂的研发及生产企业之一，2015 年 5 月在深交所创业板挂牌上市；公司主营为自主研发、生产和销售体外诊断产品以及代理销售国外知名品牌的体外诊断产品，受益于国内体外诊断市场持续扩容，经营状况较为稳健；且伴随公司自身产品线丰富，自有产品收入占比持续提升，盈利能力持续提升。

■ 投资要点 2:

体外诊断行业虽然是我国医疗卫生体系中发展最快的分支之一，但是外资企业占据主导、国内企业分散的特征也较为明显，在这种情况下，我们认为“进口替代+行业整合”成为 IVD 行业发展的主题，拥有较强研发能力、规模优势和营销能力突出的企业有望成为市场的宠儿，迈克生物持续高比例研发投入提高创新能力和核心竞争能力，在部分领域形成先发优势，并多管齐下丰富产品线，不仅增强了其在 IVD 领域的竞争优势，也为公司下一步的运作奠定基础。

■ 投资要点 3:

为了加强对渠道终端掌控，迈克生物相继投资设立区域销售子公司，增强了其对终端市场渗透和覆盖的力度；公司对渠道平台上自有产品的销

售提出较高的增长要求，我们认为有利于提高自身产品市场占比，保障其业绩增长的持续稳定性。

■ **投资要点 4:**

成本下降和技术突破使得化学发光类检测走向基层变成可能，以县市级二级医院为代表的基层医疗机构补齐需求旺盛，国内只有少数几家推出电子化学发光仪器和配套试剂，行业蓝海特征明显，作为其中之一，迈克生物不断加大基层市场和西南区域外市场的开拓力度，仪器投放叠加效应，有望带动相关业务持续高增长。

■ **投资要点 5:**

伴随新医改的推进，基层医疗机构升级诊断设备需求旺盛，医学实验室整体解决方案能够缓解其财政投入不足的限制，有望市场的新动向；迈克生物具备抢具有较强的品牌影响优势，和获取资金的优势，而且公司产品线齐全，能够满足绝大部分检测需求，直供模式成本优势明显，在与终端医院合作上具有较强的竞争优势。

■ **风险提示:** 政策变动风险、市场竞争风险、外延扩张风险。

目录

1. 公司概况.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 主营业务.....	6
2. 竞争优势.....	8
2.1 重研发.....	8
2.2 多品种.....	9
3. 未来看点.....	9
3.1 控渠道带动自有产品销售增长.....	9
3.2 化学发光业务有望持续高增长.....	11
3.3 仪器突破打造封闭体系.....	13
3.4 整体解决方案优势明显.....	13
4. 盈利预测.....	14
5. 投资建议.....	15
6. 风险提示.....	15
附：盈利预测表.....	16

图表目录

图 1: 迈克生物股权结构图.....	5
图 2: 迈克生物 2012-2016Q1 营业收入变动情况.....	6
图 3: 迈克生物 2012-2016Q1 归母净利润变动情况.....	6
图 4: 迈克生物 2012-2015 年收入结构变动情况.....	6
图 5: 迈克生物 2012-2015 年毛利结构变动情况.....	6
图 6: 迈克生物代理品种及自有产品毛利率对比情况.....	7
图 7: 迈克生物 2012-2016Q1 期间费用率变动情况.....	7
图 8: 迈克生物 2012-2016Q1 毛利率及净利率对比情况.....	7
图 9: 中国 IVD 产业市场规模.....	8
图 10: 迈克生物 2013-2015 年研发投入变动及占比情况.....	9
图 11: 迈克生物 2013-2015 年研发人员变动及占比情况.....	9
图 12: 2014 年迈克生物自产产品收入构成情况.....	10
图 13: 迈克生物 2012-2015 年化学发光产品收入情况.....	12
图 14: 医学实验室整体解决方案模式.....	13
图 15: 迈克生物分产品收入预测明细表.....	14
表 1: 迈克生物限售股解禁明细.....	5
表 2: 迈克生物区域销售公司情况.....	10
表 3: 迈克生物设立子公司业绩承诺情况.....	10
表 4: 迈克生物全自动化学发光仪技术对比情况.....	11
表 5: 迈克生物募集资金投向.....	12
表 6: 募投项目达产后公司产能情况.....	13

1. 公司概况

1.1 公司简介

四川迈克生物科技股份有限公司（简称：迈克生物、公司）是中国最具规模的临床体外诊断试剂的研发及生产企业之一，自 1994 年成立以来，一直以来专注于体外诊断产品的研究、生产、销售和服务，是经国家相关部门认证的“高新技术企业”，先后通过了 CMD ISO13485、CQC ISO14001、TUV ISO13485 认证和部分产品 CE 认证并于 2013 年获得 CNAS 医学参考实验室认可。

公司于 2015 年 05 月在深交所创业板上市，证券代码为 300463，公开资料显示，公司当前股权结构较为分散，截止至 2016 年 1 季末，刘启林、王登明、郭雷、唐勇为一致行动人，分别持有上市公司股权 7.10%、9.53%、10.47%、11.80%，合计持有 38.90%，为其最终实际控制人。

图 1: 迈克生物股权结构图



资料来源：公司公告、长城证券金融研究所

作为次新股，迈克生物首发股东限售股占公司股本比例较高，以唐勇、郭雷为代表的一致行动人持有股份解禁日期为 2018 年 5 月 28 日。

表 1: 迈克生物限售股解禁明细

解禁日期	股份数量(万股)			本次解禁数量占比(%)		
	解禁前流通股	本次解禁	解禁后流通股	占解禁前流通股	占解禁后流通股	占总股本
2015/5/28	0	3,750.00	3,750.00	--	100	20.16
2016/5/30	3,747.51	6,048.61	9,796.12	161.4	61.74	32.52
2018/5/28	27,460.97	21,702.20	49,163.17	79.03	44.14	38.89

资料来源：wind、长城证券金融研究所

1.2 主营业务

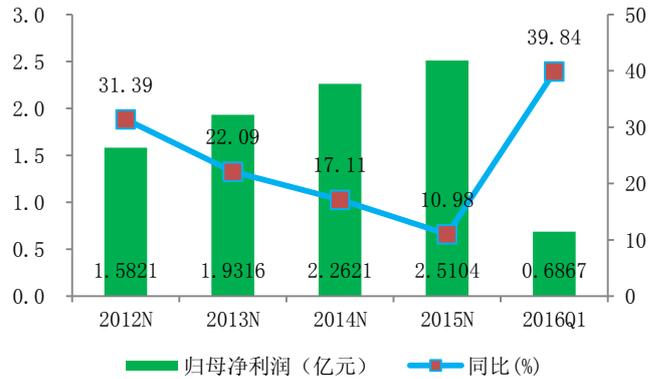
迈克生物主营业务为自主研发、生产和销售体外诊断产品以及代理销售国外知名品牌的体外诊断产品，受益于国内体外诊断市场持续扩容，公司经营状况较为稳健，2012 年至今应收及利润均保持稳步增长趋势。

图 2: 迈克生物 2012-2016Q1 营业收入变动情况



资料来源: wind, 长城证券金融研究所

图 3: 迈克生物 2012-2016Q1 归母净利润变动情况

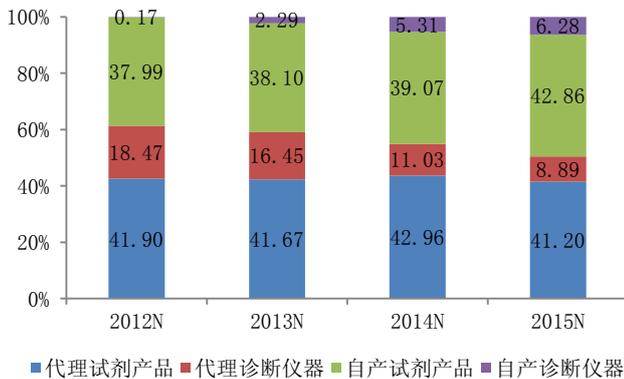


资料来源: wind, 长城证券金融研究所

公司业务范畴中代理、自产并存：代理销售日立、希森美康、生物-梅里埃、伯乐、碧迪等国外知名体外诊断品牌的优势产品，与其自产产品相互补充。

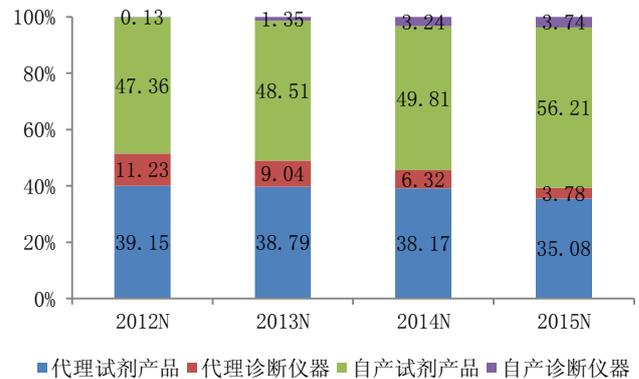
且近几年伴随公司自身产品线丰富，自有产品收入占比持续提升，2015 年已经接近 50%，毛利贡献超过 6 成，成为当前最主要的收入及利润来源。

图 4: 迈克生物 2012-2015 年收入结构变动情况



资料来源: wind, 长城证券金融研究所

图 5: 迈克生物 2012-2015 年毛利结构变动情况

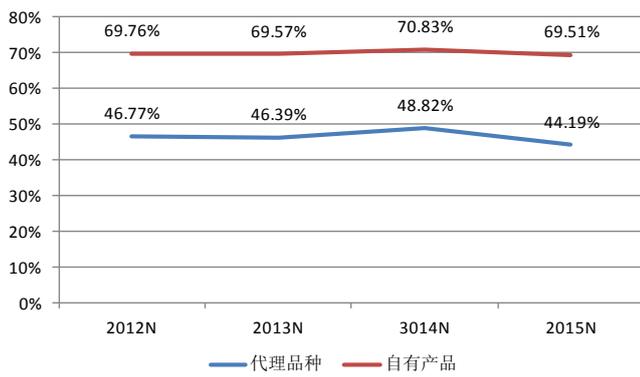


资料来源: wind, 长城证券金融研究所

2012 年以来公司自有产品的毛利率一直维持在 70% 上下，相比较来看要高于代理品种，因此自有产品占比上升也带动了公司综合毛利率的提升。

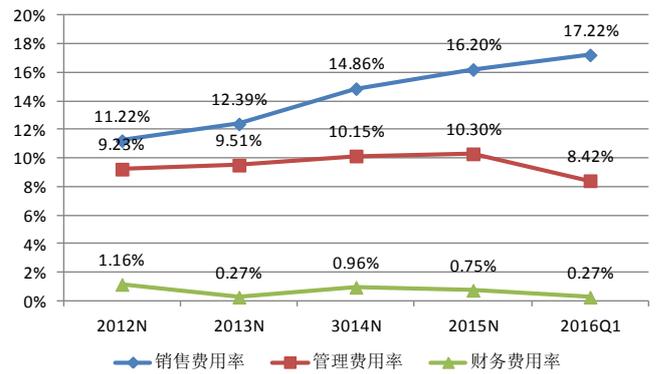
同期，公司管理费用增长基本同营业收入同步，但是伴随西南地区以外市场开拓，销售费用率一路走高，两者相互影响下，公司整体净利率基本上稳定在 23-26% 之间。

图 6: 迈克生物代理品种及自有产品毛利率对比情况



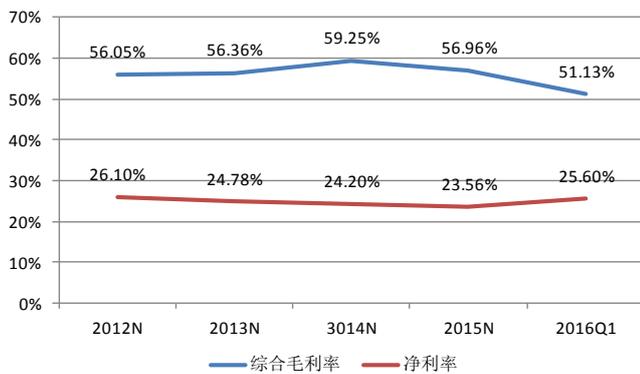
资料来源: wind, 长城证券金融研究所

图 7: 迈克生物 2012-2016Q1 期间费用率变动情况



资料来源: wind, 长城证券金融研究所

图 8: 迈克生物 2012-2016Q1 毛利率及净利率对比情况

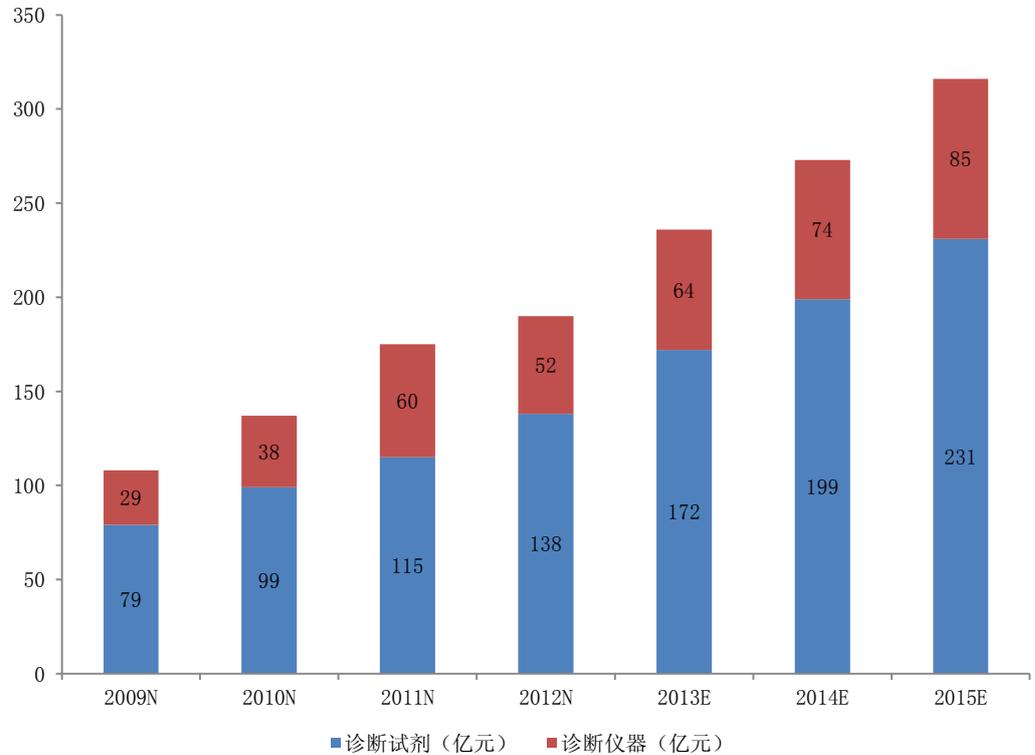


资料来源: wind, 长城证券金融研究所

2. 竞争优势

整体上来看，我国体外诊断行业虽然发展起步较晚，但由于人口基数较大，伴随社会经济发展和在医疗水平的提高，成为医疗卫生体系中发展最快的分支之一。

图 9：中国 IVD 产业市场规模



资料来源：招股说明书，长城证券金融研究所

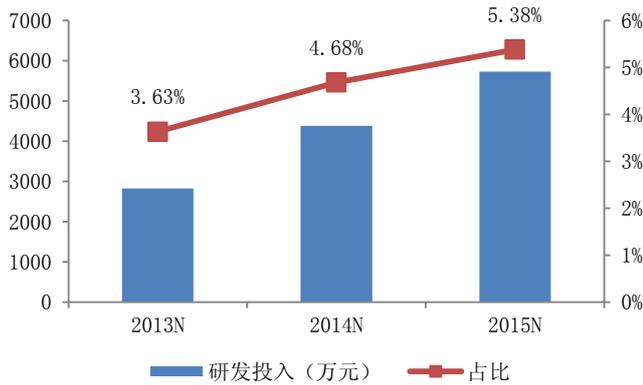
就行业内部来看，外资企业占据主导、国内企业分散的特征也较为明显，在迈克生物招股说明书提到：超过 50% 的市场份额由国外产品占据、国内体外诊断产品企业超过 300 家，但具备独立生产能力和较大销售规模的企业仅为少数。

在这种情况下，我们认为“进口替代+行业整合”成为 IVD 行业发展的主题，前者要求企业具有较强的研发能力，而后者则对企业的规模、营销提出较高的要求，我们看好迈克的主要原因有：

2.1 重研发

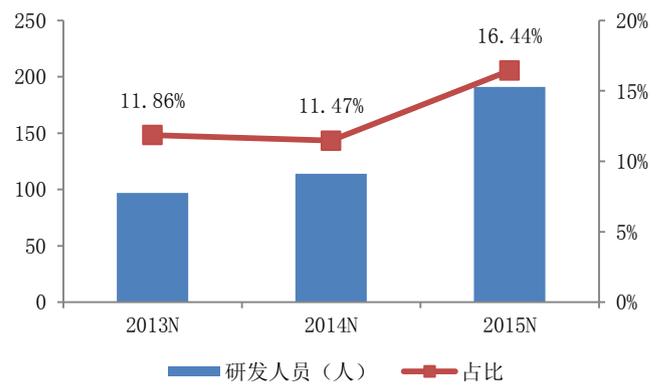
迈克管理层一贯重视产品开发，研发投入及研发人员持续增加，2015 年研发投入 5,725.73 万元，同比增长 30.81%，研发人员数量达到 191 人，占比为 16.44%。

图 10: 迈克生物 2013-2015 年研发投入变动及占比情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 11: 迈克生物 2013-2015 年研发人员变动及占比情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

公司通过持续的投入不断丰富和优化产品结构, 提高创新能力和核心竞争能力, 除传统的生化诊断业务外, 公司 2011 年在国内首批推出自主研发的全自动化学发光仪器及配套试剂, 在免疫诊疗领域形成先发优势。

2.2 多品种

迈克作为国内优质的 IVD 企业, 其核心竞争优势之一就是丰富的品种资源, 截止到 2015 年底, 公司拥有产品批件 282 个, 其中生化诊断产品 140 项, 免疫诊断产品 114 项, 其他诊断产品 28 项, 自产的体外诊断产品已涵盖生化诊断与免疫诊断两大领域 100 余项检测项目。

算上代理品种, 公司能够为客户提供 1,500 余种诊断试剂以及 30 余种诊断仪器, 覆盖医院检验机构 90% 的常规检测项目, 多品种特点突出。

为了产业平台的搭建和完善, 公司 2015 年 8 月投资嘉善加斯戴克(2016 年 5 月获得控股), 布局血液分析仪、流式细胞仪等领域, 同现有业务形成互补和协同。

公司研发、代理、并购多管齐下, 持续丰富上市产品品类, 不仅增强了其在 IVD 领域的竞争优势, 也为公司下一步的运作奠定基础。

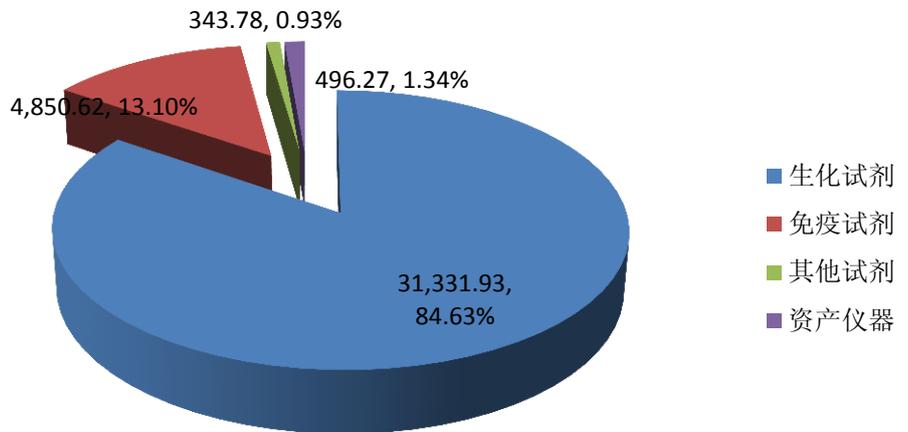
3. 未来看点

3.1 控渠道带动自有产品销售增长

体外诊断按照检测原理或检测方法的差异, 一般分为临床生化诊断、临床免疫诊断、分子诊断、血液和体液学诊断、微生物学诊断等类别。

其中生化诊断是我国起步最早、发展最成熟的领域, 同时也是国内众多企业涉足的重心领域, 迈克生物也不例外, 招股说明书披露显示, 2014 年公司生化试剂实现营业收入 3.13 亿元, 在全部自产产品中占比超过 75%。

图 12: 2014 年迈克生物自产产品收入构成情况



资料来源: 招股说明书、长城证券金融研究所

由于该类试剂技术门槛相对较低以及分析仪的开放性, 使得该领域内产品同质化竞争较为明显, 使得渠道价值凸显。

为了加强对渠道终端掌控, 2015 年公司相继投资设立湖北迈克、吉林迈克等子公司, 近期又公告了迈克生物(内蒙古)有限公司的成立, 通过区域销售公司的设立, 增强了其在东北地区、华中地区、内蒙古地区对终端市场渗透和覆盖的力度, 提高了公司产品在上述区域的影响力。

表 2: 迈克生物区域销售公司情况

序号	参控股公司	直接持股比例	主营业务	2015 年	
				销售收入	净利润
1	四川迈克生物医疗电子有限公司	100%	诊断产品生产、销售	1.11 亿	458.13 万
2	四川省迈克实业有限公司	100%	诊断产品销售	6.78 亿	5,748.20 万
3	迈克生物(湖北)有限公司	51%	诊断产品销售		-16.56 万
4	吉林迈克生物有限公司	45%	诊断产品销售		
5	云南迈克生物有限公司	100%	诊断产品销售	0.59 亿	11.02 万
6	重庆征途科技有限公司	100%	诊断产品销售	1.19 亿	236.86 万
7	贵州迈克科技有限公司	100%	诊断产品销售	0.74 亿	631.96 万
8	迈克生物(内蒙古)有限公司	45%	诊断产品销售		

资料来源: 公司公告、wind、长城证券金融研究所

较为有意思的是: 迈克生物对新设立子公司的利润增速要求一般, 但对其平台上迈克产品的销售提出较高增长要求。

表 3: 迈克生物设立子公司业绩承诺情况

序号	子公司	业绩内容	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
			达成金额	增长率	达成金额	增长率	达成金额	增长率	达成金额	增长率
1	迈克生物(湖北)	净利润额	1222		1406	15%	1616	15%		

		迈克产品收入	4300		6800	58%	9000	32%		
2	迈克生物(吉林)	净利润额	3795		4364	15%	5019	15%		
		迈克产品收入	5441		7956	46%	10650	34%		
3	迈克生物(内蒙古)	净利润额	510		1273	25%	1592	25%	1990	25%
		迈克产品收入	577		2401		3899	62%	5890	51%

资料来源：公司公告、长城证券金融研究所（备注：迈克生物（内蒙古）2016年为6-12月情况）

我们判断，伴随 IVD 行业经营环境变化，尤其是两票制的推行，部分经销商也存在同生产商更紧密结合的需求，迈克生物拥有丰富产品线，与渠道合作双赢局面有望继续，公司对渠道平台上自有产品的销售提出较高的增长要求，有利于提高市场占比，保障其业绩增长的持续稳定性。

3.2 化学发光业务有望持续高增长

在公司招股说明书中提到，化学发光诊断产品具有灵敏度高、特异性强、自动化程度高、检测速度快等优势，是免疫诊断产品的主流技术方向。

一方面受制成本，我国的化学发光诊断市场主要集中在三级医院，二级及基层医院同样存在较大的需求缺口；而另一方面，化学发光领域技术门槛较高，其市场基本上被外资品牌所垄断。

公司 2011 年在国内首批推出自主研发的全自动化学发光仪器及配套试剂，是国内少数具备全自动化学发光仪生产技术的企业之一。

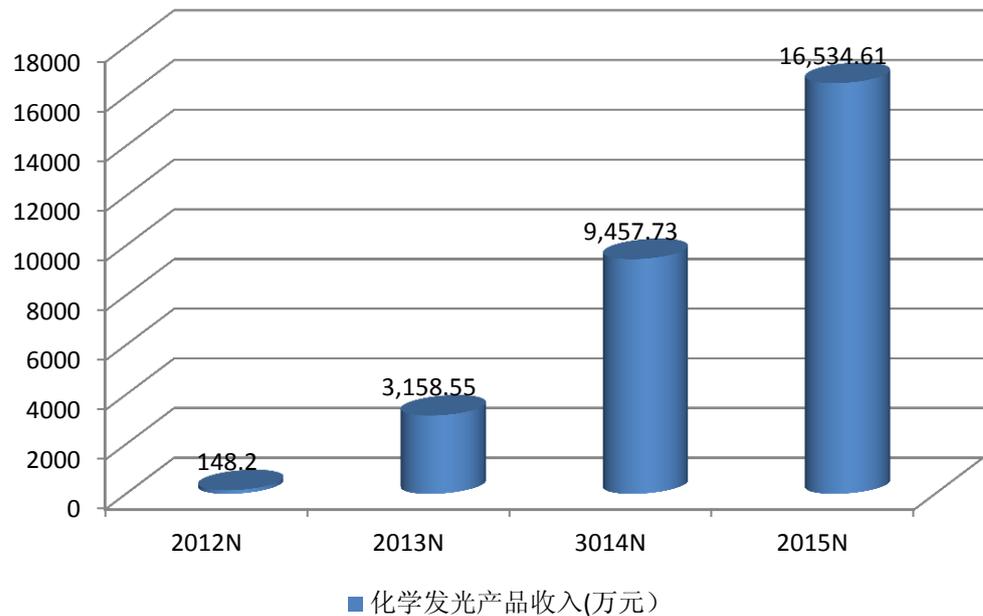
表 4: 迈克生物全自动化学发光仪技术对比情况

评价指标	迈克生物	国外厂家
仪器水平	第三代水平	第一代至第四代水平
仪器价格	小于 20 万人民币	大于 80 万人民币
仪器类型	站立式	台式、站立式
Random-access	支持	支持
试剂原理	酶促化学发光免疫分析	酶促化学发光免疫分析 直接化学发光免疫分析 电化学免疫分析
免疫固相	免疫磁珠	免疫磁珠、塑料珠、包被管
试剂稳定性	上机稳定性：28 天	上机稳定性：28 天
试剂价格	15-25 元人民币每测试	30-50 元人民币每测试
试剂品种	第一阶段为 10 种，将逐渐增加完善品种	50-100 种
分析速度	15-30min	10-40min
分析通量	80-120tests/hr. 下一代仪器速度将达到 200tests/hr	60-240tests/hr

资料来源：，招股说明书、长城证券金融研究所

通过上述产品的技术参数对比，我们可以看出，公司产品成本优势明显，辅以营销手段，在二级医院、基层医院存在较大的市场空间，伴随公司化学发光仪器的推广，相关配套试剂逐步放量，2015 年公司化学发光仪器实现收入 6,690.43 万元，试剂实现收入 9,844.18 万元，分别同比增速 34.88%、118.88%，增长迅速。

图 13: 迈克生物 2012-2015 年化学发光产品收入情况



资料来源: 公司年报、长城证券金融研究所

我们看好公司未来化学发光业务能够维持高增长趋势，其原因在于：

首先是，在化学发光领域，二级、基层医院需求缺口较大，整体解决方案的作坊有望加速仪器投放进度，叠加效应带动试剂需求快速增长；

其次是，国内仅有迈克生物、深圳迈瑞、深圳新产业、郑州安图等少数几家企业有化学发光设备及试剂产品推向市场，行业蓝海特征明显；

第三是，公司利用募集资金实施相关技术改造项目，短期内不存在产能天花板限制。

表 5: 迈克生物募集资金投向

序号	项目名称	备案审批情况	使用募集资金金额 (万元)
1	全自动化学发光免疫分析测定仪及其配套试剂产业化技术改造项目	成高经审 [2011]344号	5,037
2	营销服务网络平台技改项目	成高经审 [2010]208号	3,287
3	迈克生物医疗产品研发生产基地—医疗及诊断仪器生产线项目	成高经审 [2013]126号	42,973
4	迈克生物医疗产品研发生产基地—研发中心项目	成高经审 [2013]125号	41,004
5	其他与主营业务相关的营运资金	--	7,431
	合计	--	99,732

资料来源: 招股说明书，长城证券金融研究所

表 6: 募投项目达产后公司产能情况

主要产品线	项目达产后生产能力	主要产品
化学发光测定仪	1,000 台/年	IS 1200 全自动化学发光测定仪。
化学发光免疫试剂	130 万盒/年	各类化学发光免疫诊断试剂，与全自动化学发光检测仪器配套使用，目前主要应用于乙肝、甲功、肿瘤标志物、激素等检测项目。

资料来源: 招股说明书, 长城证券金融研究所

3.3 仪器突破打造封闭体系

迈克生物努力为客户提供“一体化的体外诊断系统”，实现“成为全球诊断产业一流企业”的目标，除试剂外，公司还在仪器设备领域有所动作。

2016 年 1 季报显示：启动高通量、轨道式全自动化学发光仪新机型 I3000 的注册申请，自动瑞吉氏染色机已完成研发结题，拟启动注册申请。

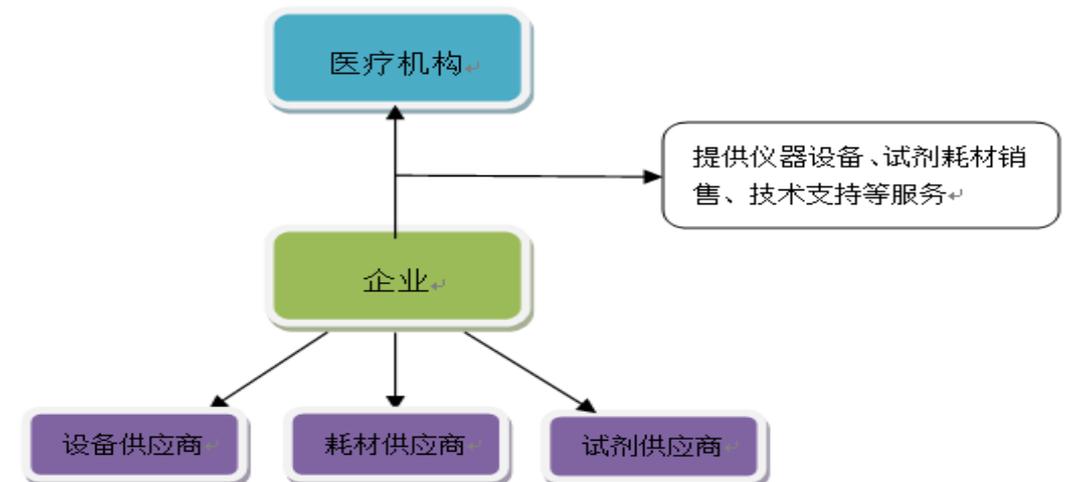
我们认为，为了仪器领域的突破至少能为公司在两个方面带来优势：1、“仪器+试剂”能够形成良好的协同促进作用，有利于市场开拓；2、有助于公司打造生化体系，为下一步打造生化封闭系统奠定基础。

3.4 整体解决方案优势明显

伴随分级诊疗政策的逐步落实，县市级等二级医院存在提高诊疗服务水平、增加经济效益的强烈愿望，迫切需要获得符合当地医疗水平的仪器设备，但财政限制使得其难有较大资金投入，这就延伸出多种上游企业与终端医疗机构的合作模式，其中最为流行的是为客户提供医学实验室整体解决方案。

在合作模式中：企业与医疗机构签订中长期业务合同，约定在合同期内，公司向医疗机构提供体外诊断仪器供其使用，医疗机构向公司采购体外诊断试剂和耗材。

图 14: 医学实验室整体解决方案模式



资料来源: 长城证券研究所整理

我们可以清晰看出，企业通过前期垫资同终端形成紧密的合作关系，在合同期内通过获取供应链实现盈利，该模式首先考量企业的资金优势，大量中小型的企业缺乏前期垫资投放仪器、或建设实验室的实力，从而有可能失去市场份额，生存空间将会被进一步被压缩；其次考量企业供应链整合能力，由于合同期固定，试剂和耗材的成本将会是直接决定企业盈利的关键。

我们认为，迈克生物具备抢占终端市场的得天独厚的优势，首先是上市公司具有较强的品牌影响优势，和获取资金的优势，其次公司产品线齐全，能够满足绝大部分检测需求，直供模式成本优势明显。

4. 盈利预测

我们基于以下前提条件对公司进行盈利预测：

- 1、国内现行行业政策不变、市场环境无重大变化；
- 2、公司持续加强对西南地区外区域营销渠道的控制力度，并不断推进医院实验室整体解决方案模式深入；
- 3、公司代理试剂业务维持 5% 的增速，毛利率分为 47%、46%、45%，代理仪器业务同比下滑-5%，毛利率维持 20%；
- 4、公司自产试剂业务未来三年持续高增长，分别为 40%、35%、30%，毛利率为 75%；自产仪器增速分别为 30%、25%、25%；
- 5、公司持续加大研发投入和市场开拓，带动管理费用、销售费用持续增加；
- 6、公司未来三年所得税维持 15%。

图 15: 迈克生物分产品收入预测明细表

	2012N	2013N	2014N	2015N	2016E	2017E	2018E
代理产品							
营业收入(百万元)	365.94	453.00	504.68	533.56	550.77	569.30	589.22
收入增速		23.79%	11.41%	5.72%	3.22%	3.37%	3.50%
毛利率	42.22%	46.77%	46.39%	48.83%	44.19%	42.59%	42.10%
自产产品							
营业收入(百万元)	231.29	314.84	414.86	523.39	726.06	971.48	1257.49
增速		36.12%	31.77%	26.16%	38.72%	33.80%	29.44%
毛利率	70.41%	69.76%	69.57%	70.83%	69.51%	69.61%	69.96%
合计							
营业收入(百万元)	606.15	779.43	934.85	1065.17	1285.04	1549.00	1854.93
增速		28.59%	19.94%	13.94%	20.64%	20.54%	19.75%
毛利率	56.05%	56.36%	59.25%	56.96%	58.14%	59.81%	61.13%
期间费用率							
管理费用率	9.23%	9.51%	10.15%	10.30%	12.68%	12.04%	11.41%
销售费用率	11.22%	12.39%	14.86%	16.20%	16.79%	17.41%	18.17%
所得税	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：长城证券金融研究所

基于以上假设前提，我们预测迈克生物 16-18 年营业收入分别为 12.85 亿、15.49 亿、18.55 亿，分别同比增速为 20.64%、20.54%、19.75%，同期实现归母净利润 3.06 亿、3.69 亿、4.65 亿，分别较上年同期增长 21.76%、20.61%、26.07%，EPS 分别为 0.55/0.66/0.83 元，对应 5 日收盘价，估值水平为 50X、42X、33X。

5. 投资建议

我们认为，伴随新医改的持续推进，以县市级等二级医院为代表的基层医疗市场重要性愈加显现，存在提高诊疗服务水平、增加经济效益的强烈愿望，原本集中在三级医院的化学发光设备在基层同样存在较大的市场需求，迈克生物作为国内少数几个推出相关仪器和配套试剂的企业，已经在该领域内形成先发优势，有望持续享受市场扩容的盛宴，进而推动公司业绩的稳定增长。

迈克生物一贯重视研发，持续高比例投入提高自主创新能力、优化产品结构，构筑核心竞争优势；公司不断通过研发、代理、并购等方式丰富自身产品种类，形成多品种优势，并顺应行业经营环境变化，积极抢占渠道资源和终端市场，具有较多看点，因此首次覆盖，给予“推荐”评价，目标价 33.00 元。

6. 风险提示

政策变动风险：我国正处于新医改持续深入阶段，行业政策变动很有可能导致市场环境发生改变，进而影响企业发展。

市场竞争风险：目前国内仅有少数几个企业涉足化学发光领域，随着市场扩容，存在其他企业加快进入，导致市场竞争加剧的可能性。

外延扩张风险：结合战略布局，公司在产品与渠道两方面展开了并购，存在一定业务整合风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	935	1065	1285	1549	1855	成长性					
营业成本	381	458	538	623	721	营业收入增长	19.9%	13.9%	20.6%	20.5%	19.8%
销售费用	139	173	216	270	337	营业成本增长	12.0%	20.3%	17.3%	15.7%	15.8%
管理费用	95	110	163	186	212	营业利润增长	16.3%	3.2%	19.3%	21.6%	25.8%
财务费用	9	8	9	8	7	利润总额增长	17.1%	6.5%	17.2%	22.0%	26.1%
投资净收益	3	11	30	2	2	净利润增长	17.1%	10.9%	21.8%	20.6%	26.1%
营业利润	293	302	361	439	552	盈利能力					
营业外收支	-9	0	-6	-6	-6	毛利率	59.3%	57.0%	58.1%	59.8%	61.1%
利润总额	284	302	354	432	545	销售净利率	24.2%	23.6%	23.8%	23.8%	25.1%
所得税	58	51	49	64	81	ROE	28.6%	12.6%	13.6%	14.5%	15.9%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	32.8%	23.5%	14.7%	15.5%	18.4%
净利润	226	251	306	369	465	营运效率					
资产负债表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	销售费用/营业收入	14.9%	16.2%	16.8%	17.4%	18.2%
流动资产	748	1715	1914	2151	2587	管理费用/营业收入	10.1%	10.3%	12.7%	12.0%	11.4%
货币资金	116	136	193	343	538	财务费用/营业收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%
应收账款	433	656	794	800	1023	投资收益/营业利润	1.0%	3.6%	8.3%	0.4%	0.3%
应收票据	191	267	271	351	369	所得税/利润总额	20.3%	17.0%	13.7%	14.7%	14.8%
存货	8	657	657	657	657	应收账款周转率	2.41	1.84	1.82	2.21	2.04
非流动资产	396	577	621	634	595	存货周转率	1.99	1.72	1.99	1.77	1.95
固定资产	364	517	557	568	528	流动资产周转率	1.05	0.53	0.59	0.62	0.64
资产总计	1144	2292	2535	2785	3182	总资产周转率	0.82	0.46	0.51	0.56	0.58
流动负债	225	159	182	132	149	偿债能力					
短期借款	164	66	65	0	0	资产负债率	30.8%	12.7%	12.4%	9.5%	8.8%
应付款项	61	93	116	132	149	流动比率	3.32	7.71	7.83	11.05	12.20
非流动负债	127	132	132	132	132	速动比率	2.44	3.56	4.03	5.87	7.36
长期借款	0	69	69	69	69	每股指标 (元)					
负债合计	352	291	314	264	281	EPS	0.41	0.45	0.55	0.66	0.83
股东权益	792	2000	2251	2553	2934	每股净资产	1.42	3.59	3.98	4.52	5.20
股本	149	186	186	186	186	每股经营现金流	0.00	0.00	0.10	0.27	0.35
留存收益	633	839	1089	1392	1773	每股经营现金/EPS	0.00	0.00	0.19	0.41	0.42
少数股东权益	0	5	5	5	5	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	1144	2292	2565	2817	3215	PE	68.18	61.44	50.45	41.83	33.18
现金流量表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	PEG	3.86	2.70	0.94	0.90	0.84
经营活动现金流	115	38	226	368	341	PB	19.47	7.73	6.87	6.05	5.27
其中营运资本减少	518	1033	177	287	418	EV/EBITDA	13.19	14.70	13.09	10.42	7.83
投资活动现金流	-159	-870	-110	-84	-64	EV/SALES	4.70	4.96	4.11	3.30	2.67
其中资本支出	1	2	1	1	1	EV/IC	4.06	2.47	2.21	2.03	1.81
融资活动现金流	112	856	-59	-133	-83	ROIC/WACC	0.33	0.23	0.14	0.15	0.18
净现金总变化	69	24	57	151	194	REP	12.37	10.54	15.31	13.31	9.87

研究员介绍及承诺

赵浩然: 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

彭学龄: 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券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进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>