

## 玛西普已成主要利润来源, 公司转型初见成效

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2016年中报, 实现营收1.73亿元(同比+39%)、归母净利润1383万元(同比+130%)、扣非后归母净利润1116万元(同比+244%)、每股收益0.0591元/股, 同比+44.85%。
- **玛西普已成主要利润来源, 公司转型初见成效。** 从收入端看, 公司2016H1实现收入1.73亿元, 同比增长39%, 主要原因在于收入玛西普并表。分业务看, 食用菌业务实现收入1.15亿元, 同比下降7.94%, 而玛西普实现收入5876万元, 显著增厚收入规模。从利润端看, 2016年上半年实现归母净利润1383万元, 同比增加130%。受同质化竞争加剧影响, 食用菌产品价格不断下降, 上半年食用菌业务毛利率率下降到18.5%, 考虑到公司期间费用率近30%, 我们预计食用菌业务拖累业绩约1000-1300万元。按玛西普2015年45%左右的净利润率算, 我们预计玛西普2016H1实现归母净利润2500-2700万元, 即医疗健康业务已成公司主要净利润来源。由于上半年公司伽马刀实现收入3097万元, 估计仅确认两台二代头刀和1台体刀或一代头刀, 考虑到下半年为收入确认高峰, 我们认为玛西普完成业绩承诺难度较小, 公司战略转型初见成效。
- **玛西普为国内唯一实现海外销售的伽马刀龙头企业, Protom为被FDA和美国麻省总医院认可的小型化质子治疗系统典范。** 玛西普是国内唯一可生产二代头刀的龙头企业, 公司携动态旋转聚焦技术的成本优势和参股中核高通的钴源优势, 已在海外已实现实质销售, 可直接与医科达巨头全球竞争, 未来国外市场增量可期。质子治疗为放疗顶级技术, 在小型化成本大幅降低和示范效应的带动下, 国内200亿市场蓄势待发。Protom为小型化质子设备典范, 产品具备小型化、模块化、集成化优势。公司产品已获FDA认证, 成功在全美排名第一的麻省总院开始装机, 公司有望将该产品引入国内实现销售。
- **向下探索放疗服务, 锐意转型综合供应商。** 放疗服务市场远大于放疗设备市场, 公司公告显示拟在全国12家医院提供立体定向放射外科设备整体解决方案, 进行纵向业务拓展, 逐渐实现由放疗设备供应商向放疗服务综合供应商的转变。玛西普的发展模式与国际放疗设备市场巨头一瓦里安有很多相似之处。我们认为公司将在上下游做进一步延伸, 未来有望在二级市场大幅增值。
- **盈利预测与投资建议。** 含并表因素影响, 我们预计未来三年收入和归母净利润复合增速分别为42%和170%, 预计2016-2018年摊薄后EPS分别为0.46元、0.59元和0.74元, 对应当前股价PE分别为58倍、46倍和36倍。考虑到公司的稀缺性和成长性, 我们给予公司半年内目标价32元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食用菌业务或持续下滑的风险; 玛西普海外及国内订单拓展或低于预期风险; 募投项目布局医疗服务业务进度或不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	280.14	533.48	669.95	802.68
增长率	-9.00%	90.44%	25.58%	19.81%
归属母公司净利润(百万元)	10.58	129.43	165.98	208.49
增长率	-96.39%	1123.74%	28.24%	25.61%
每股收益EPS(元)	0.04	0.46	0.59	0.74
净资产收益率ROE	1.02%	5.64%	6.75%	7.81%
PE	715	58	46	36
PB	5.10	3.30	3.08	2.84

数据来源: Wind, 西南证券

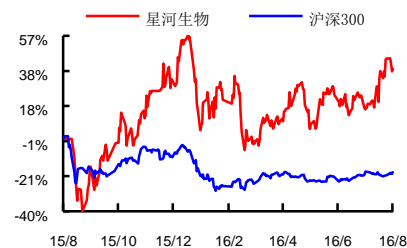
### 西南证券研究发展中心

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: ctl@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: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.34
流通A股(亿股)	1.06
52周内股价区间(元)	11.49-30.23
总市值(亿元)	62.70
总资产(亿元)	18.16
每股净资产(元)	6.22

### 相关研究

1. 星河生物(300143): 华丽转型, 成A股高端放疗最佳标的 (2016-08-02)
2. 星河生物(300143): 布局顶级质子放疗, A股最佳放疗标的 (2016-06-07)
3. 星河生物(300143): 布局高端放疗, 转型医疗健康 (2016-05-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	280.14	533.48	669.95	802.68	净利润	15.14	129.43	165.98	208.49
营业成本	192.74	270.02	320.92	365.95	折旧与摊销	46.22	73.20	77.90	84.05
营业税金及附加	0.00	0.04	0.03	0.04	财务费用	19.12	-0.06	-0.08	-0.10
销售费用	25.42	40.01	51.92	64.21	资产减值损失	5.08	5.00	10.00	15.00
管理费用	43.37	74.69	93.79	112.37	经营营运资本变动	-131.91	56.57	-34.13	-22.06
财务费用	19.12	-0.06	-0.08	-0.10	其他	98.72	-2.60	-10.19	-15.31
资产减值损失	5.08	5.00	10.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>52.37</b>	<b>261.54</b>	<b>209.49</b>	<b>270.07</b>
投资收益	0.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-786.14	-40.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	904.76	0.00	0.00	0.00
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>118.62</b>	<b>-40.00</b>	<b>-80.00</b>	<b>-80.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-4.81</b>	<b>143.79</b>	<b>193.37</b>	<b>245.20</b>	短期借款	-75.00	-40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	19.95	14.05	9.05	9.05	长期借款	-23.90	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>15.14</b>	<b>157.84</b>	<b>202.42</b>	<b>254.25</b>	股权融资	1125.00	680.00	0.00	0.00
所得税	0.00	28.41	36.44	45.77	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	15.14	129.43	165.98	208.49	其他	-1149.62	-112.54	0.08	0.10
少数股东损益	4.57	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-123.52</b>	<b>527.46</b>	<b>0.08</b>	<b>0.10</b>
归属母公司股东净利润	10.58	129.43	165.98	208.49	<b>现金流量净额</b>	<b>47.47</b>	<b>749.00</b>	<b>129.57</b>	<b>190.17</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	108.51	857.51	987.08	1177.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	156.21	166.16	233.99	290.08	销售收入增长率	-9.00%	90.44%	25.58%	19.81%
存货	35.86	48.86	59.20	68.48	营业利润增长率	-101.59%	2889.03%	34.48%	26.81%
其他流动资产	0.01	0.02	0.02	0.02	净利润增长率	-94.94%	754.73%	28.24%	25.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-71.60%	258.38%	25.01%	21.38%
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	442.67	424.61	441.84	452.93	毛利率	31.20%	49.39%	52.10%	54.41%
无形资产和开发支出	1089.27	1075.21	1061.14	1047.07	三费率	31.38%	21.49%	21.74%	21.99%
其他非流动资产	16.33	15.26	14.19	13.12	净利率	5.41%	24.26%	24.78%	25.97%
<b>资产总计</b>	<b>1848.86</b>	<b>2587.62</b>	<b>2797.46</b>	<b>3048.94</b>	ROE	1.02%	5.64%	6.75%	7.81%
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.82%	5.00%	5.93%	6.84%
应付和预收款项	103.16	174.48	211.35	248.16	ROIC	1.33%	7.51%	10.15%	12.54%
长期借款	50.59	50.59	50.59	50.59	EBITDA/销售收入	21.61%	40.66%	40.48%	41.01%
其他负债	171.00	69.00	75.99	82.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>364.75</b>	<b>294.08</b>	<b>337.93</b>	<b>380.93</b>	总资产周转率	0.21	0.24	0.25	0.27
股本	233.94	282.34	282.34	282.34	固定资产周转率	0.66	1.35	1.75	2.10
资本公积	1546.60	2178.20	2178.20	2178.20	应收账款周转率	8.28	9.67	9.18	8.49
留存收益	-338.54	-209.11	-43.12	165.37	存货周转率	4.88	5.85	5.45	5.35
归属母公司股东权益	1442.00	2251.43	2417.42	2625.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.69%	—	—	—
少数股东权益	42.11	42.11	42.11	42.11	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1484.11</b>	<b>2293.54</b>	<b>2459.52</b>	<b>2668.01</b>	资产负债率	19.73%	11.36%	12.08%	12.49%
负债和股东权益合计	1848.86	2587.62	2797.46	3048.94	带息债务/总负债	24.84%	17.20%	14.97%	13.28%
					流动比率	1.07	5.07	5.01	5.15
					速动比率	0.94	4.84	4.78	4.92
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	60.53	216.93	271.19	329.16	每股收益	0.04	0.46	0.59	0.74
PE	715.41	58.46	45.59	36.29	每股净资产	5.26	8.12	8.71	9.45
PB	5.10	3.30	3.08	2.84	每股经营现金	0.19	0.93	0.74	0.96
PS	27.01	14.18	11.29	9.43	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	105.05	31.14	24.43	19.55					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

### 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

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
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn