

# 迈克生物 (300463)

证券研究报告

2017年04月18日

## 打包效应拐点出现，自产产品高速增长

年报营收增速符合预期，经过 15-16 年调整业绩重回高速增长

2016 年，公司全年实现营业收入 148,878 万元，比上年同期增长 39.8%。经历过 2013-2015 年业绩调整期，公司营收增速突破新高。2016 年扣非归母净利润 28,404 万元，同比增长 16.81%。其中代理产品销售收入同比增长 65.40%，主要来源于吉林迈克、内蒙古迈克渠道并表所致。自产化学发光试剂收入同比增长 80.02%，成为公司业绩增长的主要因素。

2017 年第一季度业绩靓丽，扣非利润增长 57.28%

2017 年第一季度公司实现营业收入 36,314.19 万元，较上年同期增长 28.99%。其中自产产品实现销售 14,497.20 万元，较上年同期增长 49.77%；归属于上市公司股东的净利润 8,059.08 万元，较上年同期增长 17.36%；归母扣非净利润 7,766.55 万元，较上年同期增长 57.28%。自产产品中，化学发光试剂实现销售 5,033.02 万元，较上年同期增长 89.94%。

一季度的业绩高速增长主要源于两点：

1. 收入端的快速增长：迈克自 2014 年开始试水实验室整体打包服务业务，除了销售产品，公司具有的产品资源整合优势和专业化的销售服务能力，帮助客户进行实验室整体设计、配置采供精算、流程优化、实验室管理等专业服务。截止到 2016 年底，已经合作的医院超过 200 家。随着合作的医院越来越多，打包业务对业绩的带动作用显著，除了化学发光，原有的生化产品也保持 20-25% 的快速增长，远超出行业增长，打包效果显现。

2. 费用相较 2015 年有一定调整，公司销售费用为 6,018 万元，销售费用收入占比从 2016 年一季度的 17.2% 下降至 2017 年的 16.6%；管理费用为 2,879 万元，管理费用收入占比从 2016 年一季度的 8.4% 下降至 7.9%，费用率均有下降。

2016 年调整化学发光产品性能，2017 年发光试剂增长加速

2016 年上半年公司对于原有化学发光仪器进行产品软件升级，导致装机速度延后到下半年，表观看装机台数相较 2015 有下滑，实际表明公司对产品和性能的严谨态度，不完美不销售。产品经过半年的调整后，试剂迅速放量，2017 年第一季度增长 89.94%，高于 2016 年全年增长。

新产品、新市场，积极储备未来可期

2016 年公司持续加大研发投入，国内新注册 32 个产品，产品涵盖生化、免疫、血球、血凝、快检、分子等产品。同时积极布局海外市场，陆续取得了在秘鲁、德国、法国等 19 个国家或地区的相关的商标注册，获得国际产品注册证由年初的 39 项增加到 140 项，未来具有高速发展的可能性。

预计公司 17-19 营收 2.24/2.68/3.22 亿元，EPS 为 0.68/0.83/1.01，对应 PE 为 33/27/23 倍，考虑到公司的一季度高速增长情况，给予 17 年 41 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：注册周期延长；打包业务拓展不及预期等

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,065.17	1,488.78	2,243.02	2,679.59	3,218.19
增长率(%)	13.94	39.77	50.66	19.46	20.10
EBITDA(百万元)	363.39	483.10	508.27	621.07	755.09
净利润(百万元)	251.04	312.02	381.65	465.13	563.10
增长率(%)	10.98	24.29	22.32	21.87	21.06
EPS(元/股)	0.45	0.56	0.68	0.83	1.01
市盈率(P/E)	50.54	40.67	33.25	27.28	22.53
市净率(P/B)	6.36	5.66	4.88	4.20	3.57
市销率(P/S)	11.91	8.52	5.66	4.74	3.94
EV/EBITDA	60.00	28.36	25.14	20.34	16.71

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	22.74 元
目标价格	28 元
上次目标价	28 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	558.00
流通 A 股股本(百万股)	294.83
A 股总市值(百万元)	12,688.92
流通 A 股市值(百万元)	6,704.45
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	13.23
一年内最高/最低(元)	93.18/20.96

### 作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
郑薇	联系人
zhengwei@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《迈克生物-公司点评:2016 年度业绩快报符合预期》 2017-02-27
- 《迈克生物-公司点评:2016 年报业绩预告符合预期》 2017-01-19
- 《迈克生物-公司点评:三季度预报点评:业绩预期内健康增长》 2016-10-12

## 内容目录

1. 16 年营收增速突破新高，17 年一季度扣非利润高增长 .....	3
2. 化学发光自产产品持续亮眼 .....	5
3. 研发高投入，是未来业绩增长的驱动力 .....	5
4. 渠道布局步伐加快 .....	8
5. 蓄势待发，17 年业绩突破可待 .....	8

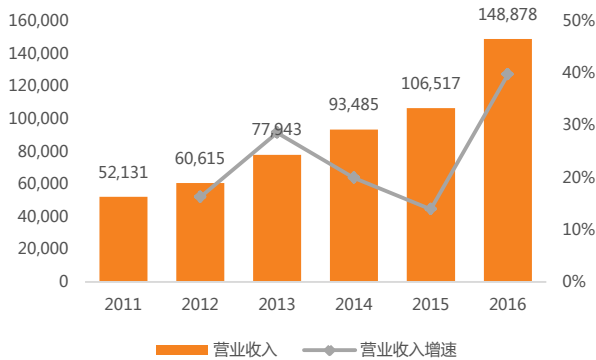
## 图表目录

图 1：2011-2016 营业收入（万元）及增速 .....	3
图 2：2011-2016 扣非后归母净利润（万元）及扣非后归母净利率 .....	3
图 3：2011-2016 期间费用分析 .....	3
图 4：2014-2017 一季度营业收入（万元）及增速 .....	4
图 5：2014-2017 一季度扣非后归母净利润（万元）及增速 .....	4
图 6：2015、2016 各季度营收占比 .....	4
图 7：2015、2016 各季度扣非归母净利润占比 .....	4
图 8：2014-2017 一季度期间费用分析 .....	4
图 9：2011-2016 营业收入拆分 .....	5
图 10：2011-2016 代理试剂收入（万元）及增速 .....	5
图 11：2011-2016 研发投入（万元）及增速 .....	6
图 12：2011-2016 研发投入（万元）及投入占自产产品收入比例 .....	6
图 13：2013-2016 研发人员数目及占总人员的比例 .....	6
表 1：2014-2016 试剂和仪器销售量、生产量、库存量情况 .....	5
表 2：研发项目情况（截止至 2016 年底） .....	6
表 3：2016 年国内产品新注册情况 .....	7

## 1. 16 年营收增速突破新高，17 年一季度扣非利润高增长

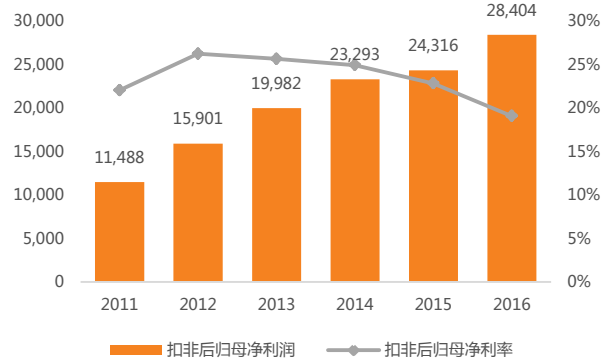
2016 年，公司实现营业收入 148,878 万元，比上年同期增长 39.8%。经历过 2013-2015 年业绩调整期，公司营收增速突破新高。2016 年实现扣非后归母净利润 28,404 万元，同比增长 16.81%，扣非后归母净利率为 19.1%。公司业绩增长主要得益于公司渠道外延扩张带来的代理产品高速增长和自产产品的持续快速增长。

图 1: 2011-2016 营业收入 (万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 2011-2016 扣非后归母净利润 (万元) 及扣非后归母净利率

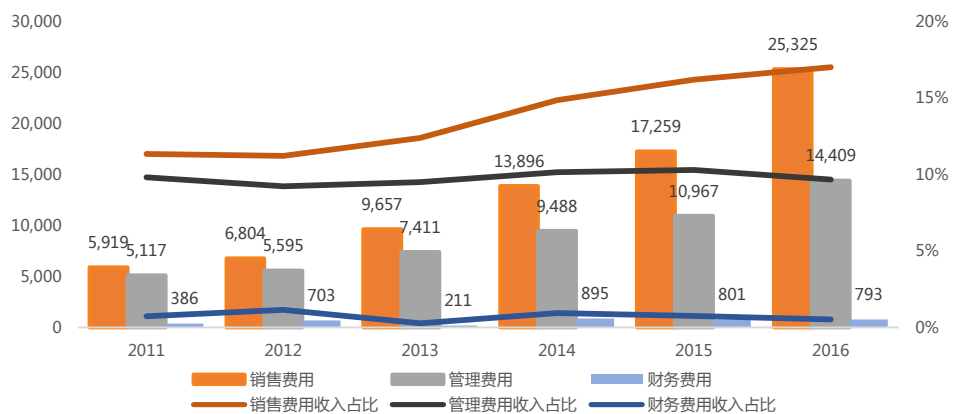


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2017 年一季度扣非利润增长，扣除 2016 年并购渠道并表，同比增长约为 35-40%，均来源于公司本身增长。

2016 年销售费用略有提升，从 2015 年的 1.73 亿元提升至 2016 年的 2.53 亿元，同比增长 46.7%，占 2016 年总收入的 17.0%；2016 年管理费用为 1.44 亿元，同比增长 31.4%，占总收入的比例下滑至 9.7%。

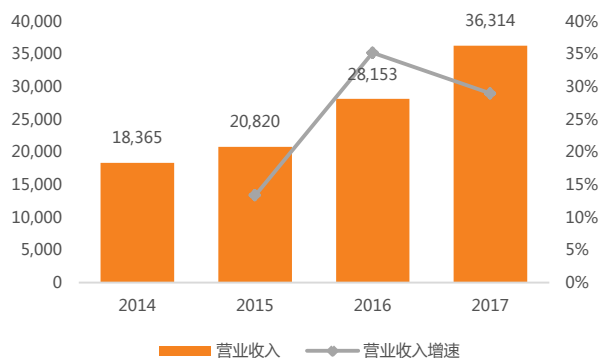
图 3: 2011-2016 期间费用分析



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

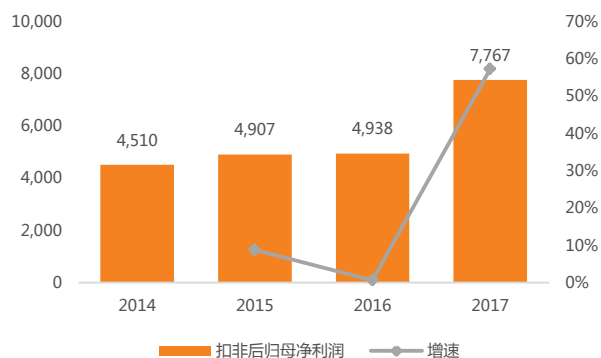
2017 年一季度，公司营收 3.63 亿元，同比增长 28.99%。其中自产产品实现销售 14,497.20 万元，较上年同期增长 49.77%；自产化学发光试剂实现销售 5,033.02 万元，较上年同期增长 89.94%。实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7,767 万元，同比增长 57.28%，占总收入的 21.4%，相较 2016 年一季度提升明显。

图 4：2014-2017 一季度营业收入（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

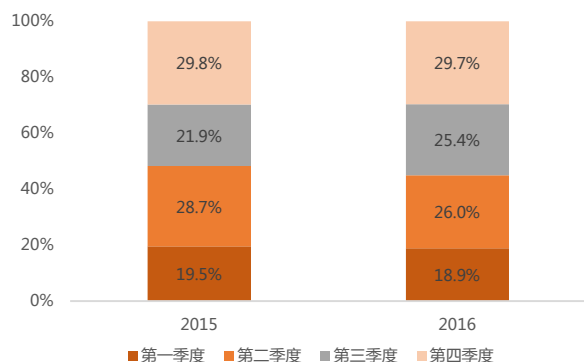
图 5：2014-2017 一季度扣非后归母净利润（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

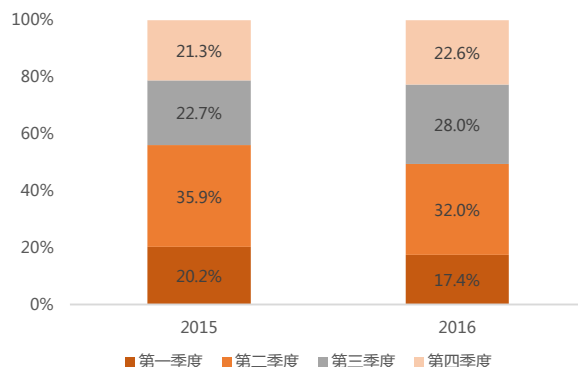
根据 2015 年和 2016 年的数据，公司营收分别占全年营收的 19.5%和 18.9%，平均值为 19.2%；扣非后归母净利润占全年数据的 20.2%和 17.4%，平均值为 18.8%，占比数据偏低。根据此次一季报的数据，粗略估算 2017 年全年营收将达到 18.9 亿元，同比增长 26.8%；扣非后归母净利润约为 4.13 亿元，同比增长 45.4%。

图 6：2015、2016 各季度营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

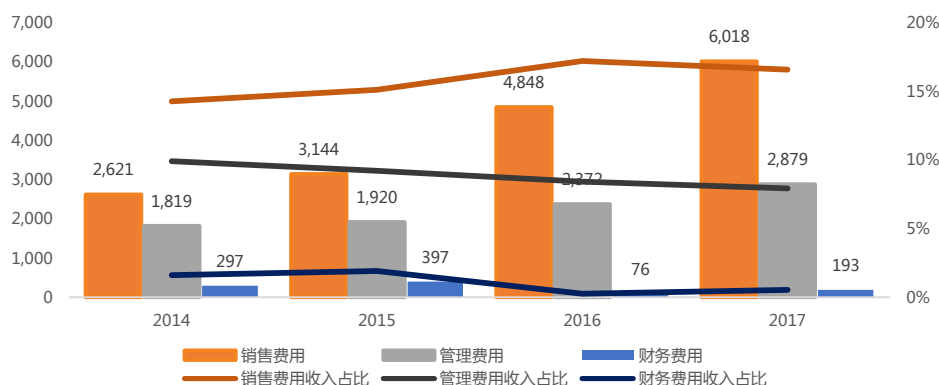
图 7：2015、2016 各季度扣非归母净利润占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年一季度，公司销售费用为 6,018 万元，销售费用收入占比从 2016 年一季度的 17.2% 下降至 2017 年的 16.6%；管理费用为 2,879 万元，管理费用收入占比从 2016 年一季度的 8.4% 下降至 7.9%。两项期间费用率均有所下调，刺激利润端向上增长。

图 8：2014-2017 一季度期间费用分析



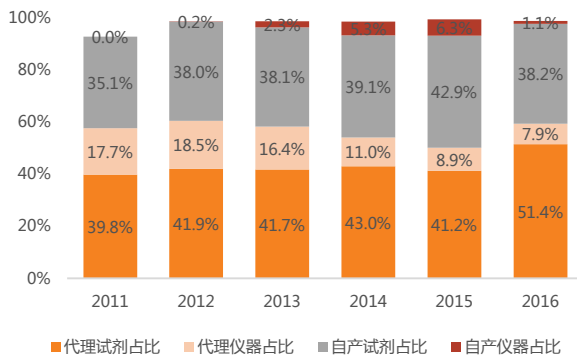
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 化学发光自产产品持续亮眼

2016 年，代理产品（试剂+仪器）销售收入同比增长 65.40%，其中代理试剂收入增速明显，增速达到了 74.2%，占总收入的比例从 2015 年的 41.2% 增长至 2016 年的 51.4%，主要来源于渠道并表因素。

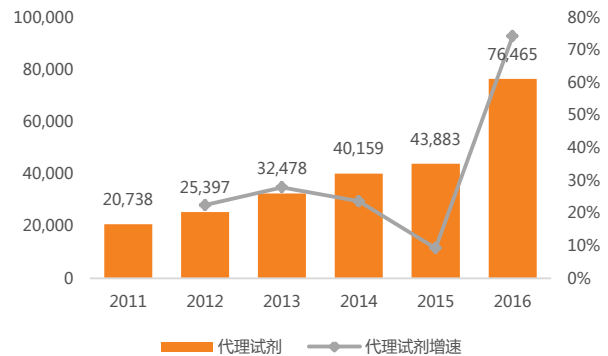
2016 年，自产产品（试剂+仪器）销售收入同比增长 11.96%，其中化学发光试剂实现收入 17,722 万元，较上年同期增长 80.02%。

图 9：2011-2016 营业收入拆分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2011-2016 代理试剂收入（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年，诊断试剂销售量达到 109 万盒，同比增长 22%，产量也有了进一步的提升；仪器销量略有下降，主要是因为 2016 年上半年化学发光仪器软件调整，仪器销售滞后，2016 年下半年已经完成软件调试并恢复销售，但是 2017 年一季度自产化学发光仪器的配套试剂已经快速上量，自产化学发光试剂实现销售 5,033.02 万元，较上年同期增长 89.94%。

另外 2016 年公司并购获得加斯戴克血球产品，丰富了公司产品结构，诊断仪器产能也获得了较大提升。

表 1：2014-2016 试剂和仪器销售量、生产量、库存量情况

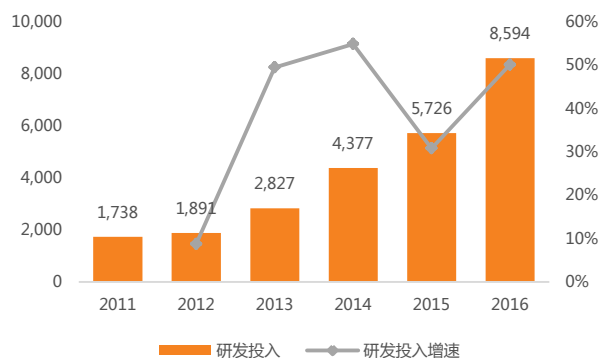
行业分类	项目	单位	2016 年	2015 年	2014 年
诊断试剂	销售量	万盒	109.28	89.56	70.94
	生产量	万盒	119.47	93.55	76.25
	库存量	万盒	30.5	22.2	20.53
诊断仪器	销售量	台	430	509	452
	生产量	台	728	520	529
	库存量	台	355	83	106

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3. 研发高投入，是未来业绩增长的驱动力

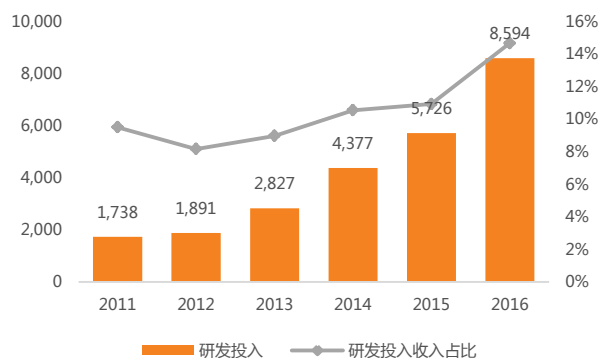
报告期内，研发投入 8,594 万元，比上年同期的 5,726 万元增长 50.10%。研发投入占自产产品收入比重为 14.67%。公司保持研发高投入，未来有望进一步提高自主产品的收入比例，增厚整体利润。

图 11: 2011-2016 研发投入 (万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

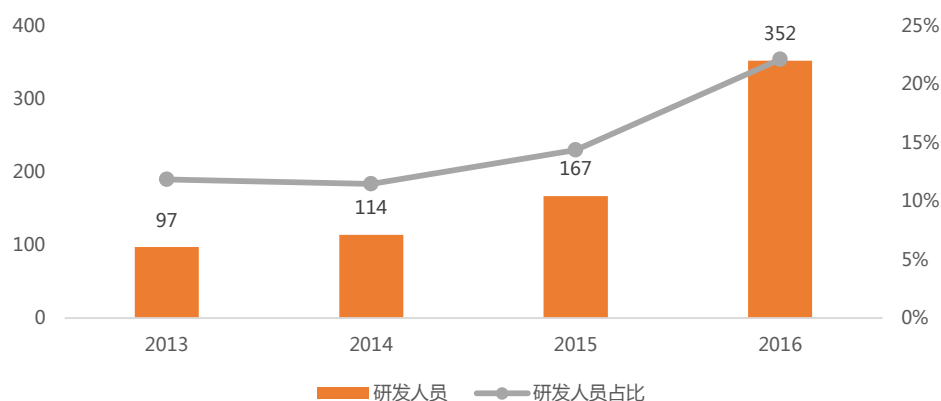
图 12: 2011-2016 研发投入 (万元) 及投入占自产产品收入比例



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

截止报告期期末, 公司研发人员 352 人, 较上年同期增加 185 人, 同比增长 110.78%。相较于前三年, 2016 年公司加大研发人员的投入, 表明公司对于自主研发的重视程度, 夯实公司在行业的龙头地位。

图 13: 2013-2016 研发人员数目及占总人员的比例



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

截止至 2016 年末, 试剂研发项目立项数为 201 项, 其中报告期内新立项目 85 项, 预研项目 25 项, 延续项目 91 项, 截止报告期末共计完成项目结题 75 项; 仪器研发中心项目立项 18 项, 其中新立项目 5 项, 延续项目 13 项, 报告期内完成项目结题 2 项。

表 2: 研发项目情况 (截止至 2016 年底)

	立项	结题	转产
生化诊断	42	19	5
免疫诊断	92	25	7
血液学诊断	25	14	1
分子诊断	16	13	4
IVD 诊断原料	26	4	3
仪器系列	18	2	2
合计	219	77	22

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司一方面自身持续加大研发投入，不断开展创新研究、增加新项目、新产品，另一方面则通过产业和技术整合，快速布局新方向。双管齐下，公司建立了生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血球诊断、快速检测、生物原料技术平台，其中，2016 年新增生物原料和血球诊断技术平台进一步加强了公司核心竞争力。

截止至 2016 年底，国内产品已获注册证/备案证的有效产品从期初 282 个增加到 294 个，其中 I 类 19 个、II 类 186 个、III 类 89 个；其中按临床用途分为分子诊断 2 个、临检 14 个、免疫 141 个、生化 130 个、仪器 7 个；其中新注册 32 个、变更注册 128 个、延续注册 39 个。

表 3：2016 年国内产品新注册情况

序号	医疗器械名称	注册证书号	注册分类	临床用途	注册证有效期	年度注册情况
1	乙型肝炎病毒表面抗原测定试剂盒（化学发光法）	国械注准20163400308	III	免疫	2021/2/4	新注册
2	乙型肝炎病毒前S1抗原检测试剂盒（化学发光法）	国械注准20163400311	III	免疫	2021/2/4	新注册
3	乙型肝炎病毒核心抗体IgM检测试剂盒（化学发光法）	国械注准20163401301	III	免疫	2021/7/7	新注册
4	乙型肝炎病毒前S1抗原质控物（化学发光法）	国械注准20163400306	III	免疫	2021/2/4	新注册
5	乙型肝炎病毒前S1抗原校准品（化学发光法）	国械注准20163400309	III	免疫	2021/2/4	新注册
6	乙型肝炎病毒表面抗原校准品（化学发光法）	国械注准20163400307	III	免疫	2021/2/4	新注册
7	乙型肝炎病毒表面抗原质控物（化学发光法）	国械注准20163400310	III	免疫	2021/2/4	新注册
8	乙型肝炎病毒核心抗体IgM校准品（化学发光法）	国械注准20163401300	III	免疫	2021/7/7	新注册
9	乙型肝炎病毒核心抗体IgM质控品（化学发光法）	国械注准20163401303	III	免疫	2021/7/7	新注册
10	唐氏综合征检测用多项质控品	国械注准20163401302	III	免疫	2021/7/7	新注册
11	纤维蛋白（原）降解产物测定试剂盒（胶乳免疫比浊法）	川械注准20162400051	II	临检	2021/3/23	新注册
12	D-二聚体测定试剂盒（胶乳免疫比浊法）	川械注准20162400052	II	临检	2021/3/23	新注册
13	C肽测定试剂盒（化学发光法）	川械注准20162400153	II	免疫	2021/7/14	新注册
14	胰岛素测定试剂盒（化学发光法）	川械注准20162400160	II	免疫	2021/7/14	新注册
15	妊娠相关血浆蛋白A测定试剂盒（化学发光法）	川械注准20162400161	II	免疫	2021/7/14	新注册
16	甲状腺自身抗体复合质控品	川械注准20162400156	II	免疫	2021/7/14	新注册
17	C肽校准品（化学发光法）	川械注准20162400157	II	免疫	2021/7/14	新注册
18	胰岛素校准品（化学发光法）	川械注准20162400159	II	免疫	2021/7/14	新注册
19	胰岛素&C肽质控品	川械注准20162400158	II	免疫	2021/7/14	新注册
20	妊娠相关血浆蛋白A校准品（化学发光法）	川械注准20162400155	II	免疫	2021/7/14	新注册
21	妊娠相关血浆蛋白A质控品（化学发光法）	川械注准20162400154	II	免疫	2021/7/14	新注册
22	大便隐血检测试剂盒（胶体金法）	川械注准20162400248	II	免疫	2021/10/16	新注册
23	总蛋白测定试剂盒（双缩脲法）	川械注准20162400139	II	生化	2021/6/12	新注册



24	甘油三酯测定试剂盒（GPO-PAP法）	川械注准20162400140	II	生化	2021/6/12	新注册
25	尿酸测定试剂盒（尿酸酶法）	川械注准20162400141	II	生化	2021/6/12	新注册
26	核酸提取或纯化试剂	川蓉械备20160183号	I	分子 诊断	/	新注册
27	血型分析用稀释液	川蓉械备20160075号	I	临检	/	新注册
28	血型分析用稀释液	川蓉械备20160074号	I	临检	/	新注册
29	清洗液	川蓉械备20160188号	I	免疫	/	新注册
30	全自动免疫检验系统用底物液	川蓉械备20160189号	I	免疫	/	新注册
31	试剂卡孵育器	川蓉械备20160186号	I	仪器	/	新注册
32	医用离心机	川蓉械备20160185号	I	仪器	/	新注册

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016年，国际产品已获注册证/备案证的有效产品从期初39个增加到140个，按临床用途分为临检7个、耗材3个、免疫68个、生化58个、仪器3个；其中新注册139个、变更注册1个。注册证主要分布在欧盟、瑞士、土耳其、泰国、菲律宾等地。

#### 4. 渠道布局步伐加快

2016年，公司继续推进渠道布局工作，先后投资设立了4家子公司，分别是内蒙古迈克、新疆迈克、北京迈克、广州瑞华。目前，公司共设立了10家渠道类全资及控股子公司、16个办事处，业务覆盖除香港、澳门、台湾以外全国所有区域。

在海外共在15个国家和地区建立19家一级渠道经销商，销售突破涉猎欧洲、亚洲和非洲三个大洲，2016年海外已经实现营收81.6万元。

公司现有销售人员359人、专业工程师233人、产品培训66人，专业的人才队伍和高效的组织体系保障了公司快速的渠道布局。

#### 5. 蓄势待发，17年业绩突破可待

2016年初，公司计划启动高通量、轨道式全自动化学发光仪新机型i3000的注册申请；进一步强化公司生化诊断产品优势；进一步开发免疫诊断、血液及体液学诊断、分子诊断等细分领域的自主创新产品；完善量值溯源、生物原料研发技术平台；完善全国范围内的营销网络建设，稳步推进海外市场拓展。根据2016年报结果，公司2016年的经营计划基本完成，实现业绩利润双提升。

2017年，公司战略规划以“全面布局 重点突破 集成创新 跨越发展”为核心，未来三年的发展重点是继续引进和研发新技术，保障在线产品质量提升和项目拓展，布局精准医疗；实现免疫、生化、血液诊断设备和配套试剂的不断丰富和完善；在POCT、分子诊断等技术平台实现突破。

1. 具体而言，首先需要打通行业核心价值产业链，包括原材料、产品研发和制造系统，合作模式多样化，包括OEM制造、核心技术引进、并购优秀产品标的等。
2. 其次在产品丰富度方面，将加快新产品和新项目进市场的步伐，预计全自动化学发光仪i3000和血球技术平台仪器和试剂等将陆续获证，与此同时，免疫分析系统的配套试剂也不断丰富推出。
3. 推动新商业模式的应用，公司将继续向终端客户推广医学实验室整体解决方案，同时协助核心优质经销商推广和执行。



4. 继续完善市场渠道建设，目前已经实现的渠道并购包括湖北、吉林、内蒙、广州、北京、新疆等地，2017 年公司将创新合作模式，继续推进与目标区域优质渠道商的合作进程，在整合优势终端资源的基础上为不断推出的自产产品建立通路。
5. 2016 年海外注册证大幅提升，2017 年还将继续大力拓展海外市场，参加大型国际行业展会，吸引优秀经销商，积极推进全球不同国家和地区的品牌和产品注册，在现有已经通过 CE 等认证并实现销售的基础上实现提升。

预计公司 17-19 营收 2.24/2.68/3.22 亿元，EPS 为 0.68/0.83/1.01，对应 PE 为 33/27/23 倍，考虑到公司的一季度高增长情况，给予 17 年 41 倍 PE，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	200.76	153.86	179.44	214.37	257.46
应收账款	593.97	805.42	1,089.88	1,181.55	1,546.43
预付账款	61.55	81.67	106.80	129.17	165.94
存货	266.87	359.29	529.98	532.60	823.49
其他	656.71	348.63	337.89	448.37	378.53
<b>流动资产合计</b>	<b>1,779.85</b>	<b>1,748.87</b>	<b>2,243.99</b>	<b>2,506.05</b>	<b>3,171.84</b>
长期股权投资	25.84	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	282.50	331.83	512.95	636.09	711.45
在建工程	234.10	453.78	308.27	232.96	169.78
无形资产	22.22	85.73	78.65	71.56	64.48
其他	27.66	78.11	65.63	66.20	66.60
<b>非流动资产合计</b>	<b>592.33</b>	<b>949.46</b>	<b>965.49</b>	<b>1,006.81</b>	<b>1,012.30</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,372.18</b>	<b>2,698.33</b>	<b>3,209.48</b>	<b>3,512.86</b>	<b>4,184.15</b>
短期借款	66.24	129.74	233.06	115.11	125.62
应付账款	88.53	89.23	166.26	143.26	241.06
其他	134.98	172.23	135.36	156.78	167.12
<b>流动负债合计</b>	<b>289.75</b>	<b>391.20</b>	<b>534.67</b>	<b>415.15</b>	<b>533.80</b>
长期借款	69.00	0.00	13.13	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.96	23.80	15.89	17.55	19.08
<b>非流动负债合计</b>	<b>81.96</b>	<b>23.80</b>	<b>29.02</b>	<b>17.55</b>	<b>19.08</b>
<b>负债合计</b>	<b>371.71</b>	<b>415.01</b>	<b>563.69</b>	<b>432.70</b>	<b>552.88</b>
少数股东权益	5.31	39.93	46.19	56.79	74.00
股本	186.00	558.00	558.00	558.00	558.00
资本公积	970.42	584.86	584.86	584.86	584.86
留存收益	1,809.16	1,685.40	2,041.60	2,465.37	2,999.27
其他	(970.42)	(584.86)	(584.86)	(584.86)	(584.86)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,000.47</b>	<b>2,283.32</b>	<b>2,645.79</b>	<b>3,080.17</b>	<b>3,631.27</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,372.18</b>	<b>2,698.33</b>	<b>3,209.48</b>	<b>3,512.86</b>	<b>4,184.15</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	250.96	328.89	381.65	465.13	563.10
折旧摊销	53.41	73.60	31.48	39.25	44.91
财务费用	9.16	3.94	0.00	0.00	0.00
投资损失	(10.87)	(33.89)	(15.85)	(15.85)	(15.85)
营运资金变动	(928.08)	(16.11)	(399.91)	(242.27)	(511.97)
其它	658.60	(307.12)	6.60	10.78	17.60
<b>经营活动现金流</b>	<b>33.18</b>	<b>49.32</b>	<b>3.97</b>	<b>257.03</b>	<b>97.79</b>
资本支出	230.17	372.39	67.91	78.34	48.47
长期投资	17.72	(25.84)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,117.84)	(429.58)	(111.97)	(142.49)	(82.64)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(869.95)</b>	<b>(83.03)</b>	<b>(44.05)</b>	<b>(64.16)</b>	<b>(34.17)</b>
债权融资	198.24	198.74	290.19	173.78	182.84
股权融资	989.31	(21.50)	0.00	0.00	0.00
其他	(331.61)	(220.89)	(224.52)	(331.72)	(203.37)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>855.93</b>	<b>(43.64)</b>	<b>65.67</b>	<b>(157.95)</b>	<b>(20.53)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>19.17</b>	<b>(77.36)</b>	<b>25.58</b>	<b>34.93</b>	<b>43.09</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,065.17</b>	<b>1,488.78</b>	<b>2,243.02</b>	<b>2,679.59</b>	<b>3,218.19</b>
营业成本	458.40	683.41	928.61	1,109.35	1,416.00
营业税金及附加	9.37	11.33	20.26	22.72	26.95
营业费用	172.59	253.25	414.63	509.12	584.59
管理费用	109.67	144.09	403.17	455.53	479.01
财务费用	8.01	7.93	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	15.68	19.61	15.41	16.90	17.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.87	33.89	15.85	15.85	15.85
其他	(21.75)	(67.78)	(31.71)	(31.71)	(31.71)
<b>营业利润</b>	<b>302.32</b>	<b>403.04</b>	<b>476.79</b>	<b>581.82</b>	<b>710.18</b>
营业外收入	3.04	10.04	4.81	5.96	6.94
营业外支出	2.97	12.40	8.60	7.99	9.66
<b>利润总额</b>	<b>302.40</b>	<b>400.68</b>	<b>473.00</b>	<b>579.79</b>	<b>707.46</b>
所得税	51.43	71.79	84.75	103.89	126.76
<b>净利润</b>	<b>250.96</b>	<b>328.89</b>	<b>388.25</b>	<b>475.91</b>	<b>580.70</b>
少数股东损益	(0.08)	16.87	6.60	10.78	17.60
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>251.04</b>	<b>312.02</b>	<b>381.65</b>	<b>465.13</b>	<b>563.10</b>
每股收益(元)	0.45	0.56	0.68	0.83	1.01

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.94%	39.77%	50.66%	19.46%	20.10%
营业利润	3.18%	33.32%	18.30%	22.03%	22.06%
归属于母公司净利润	10.98%	24.29%	22.32%	21.87%	21.06%
<b>获利能力</b>					
毛利率	56.96%	54.10%	58.60%	58.60%	56.00%
净利率	23.57%	20.96%	17.02%	17.36%	17.50%
ROE	12.58%	13.91%	14.68%	15.38%	15.83%
ROIC	29.38%	17.19%	17.42%	17.77%	19.63%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.67%	15.38%	17.56%	12.32%	13.21%
净负债率	-2.20%	-1.19%	2.36%	3.05%	1.23%
流动比率	6.14	4.47	4.20	6.04	5.94
速动比率	5.22	3.55	3.21	4.75	4.40
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.16	2.13	2.37	2.36	2.36
存货周转率	4.65	4.76	5.04	5.04	4.75
总资产周转率	0.59	0.59	0.76	0.80	0.84
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	0.56	0.68	0.83	1.01
每股经营现金流	0.06	0.09	0.01	0.46	0.18
每股净资产	3.58	4.02	4.66	5.42	6.38
<b>估值比率</b>					
市盈率	50.54	40.67	33.25	27.28	22.53
市净率	6.36	5.66	4.88	4.20	3.57
EV/EBITDA	60.00	28.36	25.14	20.34	16.71
EV/EBIT	70.25	33.34	26.80	21.72	17.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com