

2017年08月01日

迈克生物 (300463.SZ)

动态分析

业绩符合预期，化学发光持续放量

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2017 年半年报，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 8.43 亿元，同比上升 26.03%，实现归母净利润 1.93 亿元，同比上升 16.92%，扣非归母净利润 1.83 亿元，同比上升 31.56%。
- ◆ **业绩符合预期，费用控制良好：**公司 2017 年 Q2 单季实现营业收入 4.80 亿元，同比上升 23.89%，实现归母净利润 1.12 亿元，同比上升 16.60%。公司上半年业绩的增长主要得益于两方面，一是公司自产产品快速增长，二是公司渠道外延扩张带来的代理产品的增长。毛利率方面，公司 2017 年上半年毛利率 52.57%，同比下降 1.53PCT，主要受制于近年来代理试剂毛利率的持续下降，2017 年上半年代理试剂毛利率下降至 39.63%，比 2016 年下降 2.39PCT。但我们认为，随着公司自产产品（自产试剂毛利率高达 74.57%，自产仪器毛利率 36.99%）的放量，未来公司毛利率有望上升。公司期间费用控制良好，整体净利率上升 2.01PCT，由 2016 年的 22.09% 上升至 2017 年上半年的 24.10%。2013-2015 年，公司的重点逐渐从生化试剂向化学发光产品过渡，化学发光前期产品推广导致销售费用的增长，同时研发的投入导致的管理费用的增长都非常明显，而 2017 年开始公司化学发光产品逐渐进入收获期，期间费用明显下降。其中 2017 年上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 14.87%（-1.30PCT）、7.36%（-0.80PCT）和 0.36%（-0.19PCT）。
- ◆ **产品结构持续优化，化学发光维持高增长：**分产品看，公司 2017 年上半年自产产品实现营收 3.44 亿元，同比上升 35.48%，增长迅速，其中自产试剂 3.34 亿元（+34.05%），自产仪器 1,003 万元（+110.09%），其中公司自产化学发光试剂盒自产血球试剂增长尤其靓丽。2015 年 8 月，公司参股嘉善加斯戴克之后，2016 年进一步完成股权收购达到控股，血球技术和研发团队的转移丰富了公司产品结构，2017 年血球试剂放量，同比增长 135.55%。化学发光方面，公司化学发光仪器的成功上市，促使了公司化学发光业务闭环的形成，进一步带动了化学发光试剂的快速增长，经过前几年的市场推广之后，公司化学发光产品逐渐进入收获期，化学发光试剂继续维持高速增长，收入同比增长 67.37%，未来随着 I3000 的上市销售，我们认为化学发光产品仍是未来公司 3-5 年的主要业绩增长点。
- ◆ **产品布局完善+渠道持续扩张，打包销售模式优势明显：**产品方面，公司产品布局持续完善。今年 5 月，公司牵手德国凯设立合资公司迈凯基因，公司持股 60%，合资公司将依托凯杰现有的技术优势，为客户提供从样本制备到结果解读的完整二代基因测序解决方案，并持续开发和商业化未来 NGS 产品，公司正式涉足基因测序领域。至此，公司通过自研+代理+收购的方式，产品已覆盖生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血球诊断、POCT、基因测序各领域，公司产品布局持续完善。渠道方面，公司目前已经初步建立了覆盖全国的营销网络，除了原有的四川、云南、贵州、重庆四个地区设有销售公司外，近年来公司还在湖北、吉林、内蒙古、北京、新疆、广州和山东又增设了七家销售公司，公司渠道布局不断完善。打包销售可以大大节

医药 | 化学制剂 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 26.5 元

股价(2017-07-31) 23.74 元

交易数据

总市值 (百万元) 13,246.92

流通市值 (百万元) 7,074.06

总股本 (百万股) 558.00

流通股本 (百万股) 297.98

12 个月价格区间 20.96/28.36 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.4	3.87	9.29
绝对收益	-6.9	-2.31	-8.9

分析师

 徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

 郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20655738

相关报告

迈克生物：渠道布局加速，化学发光试剂有望维持高增长 2017-04-19

迈克生物：渠道建设加强，化学发光有望持续快速增长 2016-10-20

约医院成本，提高效率，是未来发展的一大趋势。公司产品丰富，布局完善，在打包销售模式竞争中优势明显。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.71、0.90 和 1.08 元，维持增持-A 建议，6 个月目标价为 26.5 元，相当于 2017 年 37 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**研发不达预期；化学发光市场增速低于预期；市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,065.2	1,488.8	1,918.9	2,391.9	2,873.4
同比增长(%)	13.9%	39.8%	28.9%	24.7%	20.1%
营业利润(百万元)	302.3	403.0	518.1	644.1	778.3
同比增长(%)	3.2%	33.3%	28.5%	24.3%	20.8%
净利润(百万元)	251.0	312.0	398.1	500.8	603.1
同比增长(%)	11.0%	24.3%	27.6%	25.8%	20.4%
每股收益(元)	0.45	0.56	0.71	0.90	1.08
PE	52.8	42.5	33.3	26.4	22.0
PB	6.6	5.9	5.2	4.5	3.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、业绩符合预期，费用控制良好.....	4
二、产品结构持续优化，化学发光维持高增长.....	5
三、产品布局完善+渠道布局扩张，打包销售模式优势明显.....	6
四、盈利预测.....	7
五、风险提示.....	7

图表目录

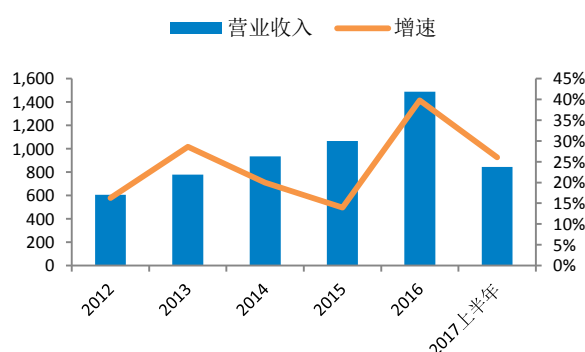
图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）.....	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）.....	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 5：公司历年毛利率分产品情况（单位：%）.....	5
图 6：公司历年毛利率和净利率情况（单位：%）.....	5
图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）.....	5
图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）.....	5
图 9：公司历年营业收入分产品情况（单位：百万元，%）.....	6
图 10：2016 年公司营业收入分产品情况（单位：%）.....	6
表 1：公司渠道布局情况.....	6

事件：公司发布 2017 年半年报，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 8.43 亿元，同比上升 26.03%，实现归母净利润 1.93 亿元，同比上升 16.92%，扣非归母净利润 1.83 亿元，同比上升 31.56%。

一、业绩符合预期，费用控制良好

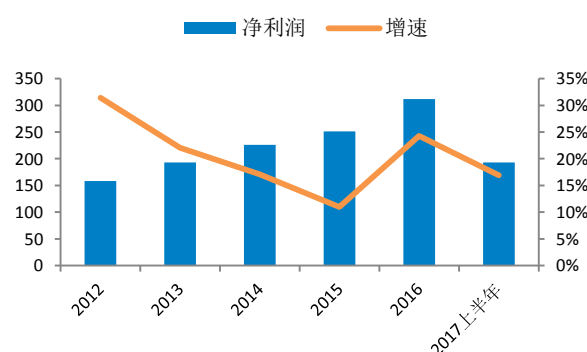
公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 8.43 亿元，同比上升 26.03%，实现归母净利润 1.93 亿元，同比上升 16.92%，其中 2017 年 Q2 单季实现营业收入 4.80 亿元，同比上升 23.89%，实现归母净利润 1.12 亿元，同比上升 16.60%。公司上半年业绩的增长主要得益于两方面，一是公司自产产品快速增长，二是公司渠道外延扩张带来的代理产品的增长。

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）



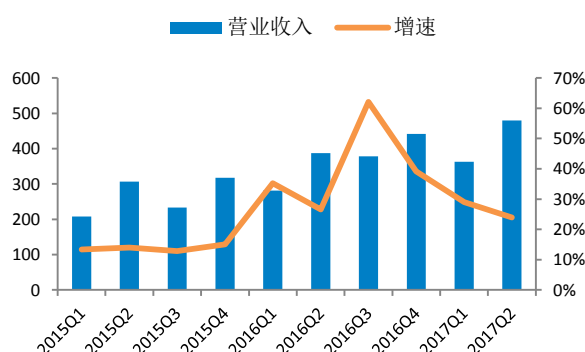
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）



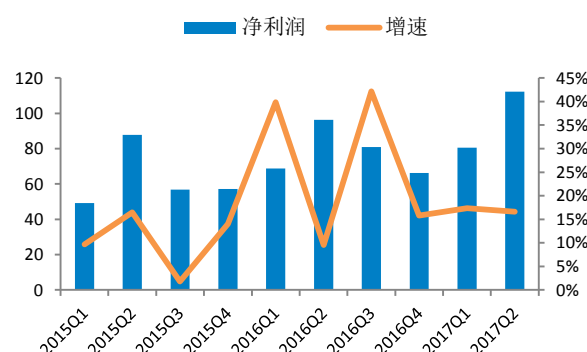
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）

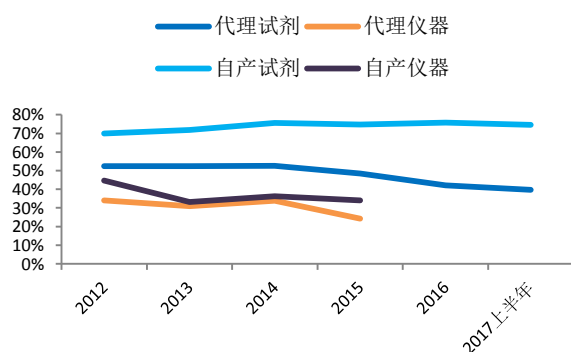


资料来源：wind，华金证券研究所

毛利率方面，公司 2017 年上半年毛利率 52.57%，同比下降 1.53PCT，主要受制于近年来代理试剂毛利率的持续下降，2017 年上半年代理试剂毛利率下降至 39.63%，比 2016 年下降 2.39PCT。但我们认为，随着公司自产产品（自产试剂毛利率高达 74.57%，自产仪器毛利率

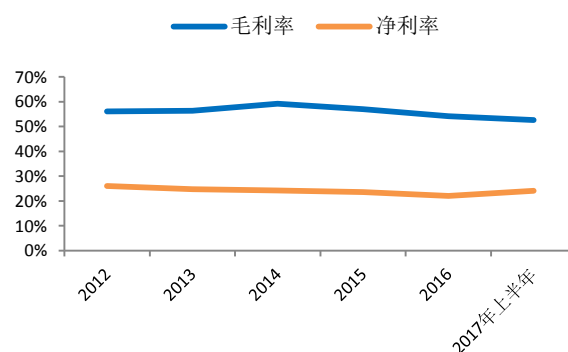
36.99% 的放量,未来公司毛利率有望上升。公司期间费用控制良好,整体净利率上升 2.01PCT,由 2016 年的 22.09% 上升至 2017 年上半年的 24.10%。

图 5：公司历年毛利率分产品情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

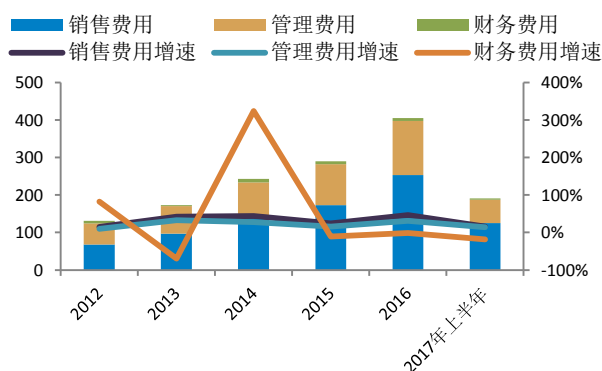
图 6：公司历年毛利率和净利率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

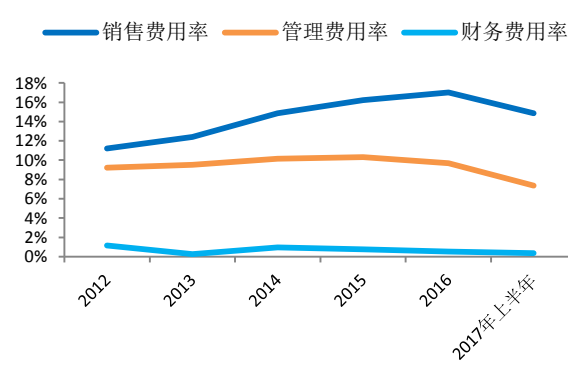
2013-2015 年,公司的重点逐渐从生化试剂向化学发光产品过渡,化学发光前期产品推广导致销售费用的增长,同时研发的投入导致的管理费用的增长都非常明显,而 2017 年开始公司化学发光产品逐渐进入收获期,期间费用明显下降。其中 2017 年上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 14.87% (-1.30PCT)、7.36% (-0.80PCT) 和 0.36% (-0.19PCT)。

图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

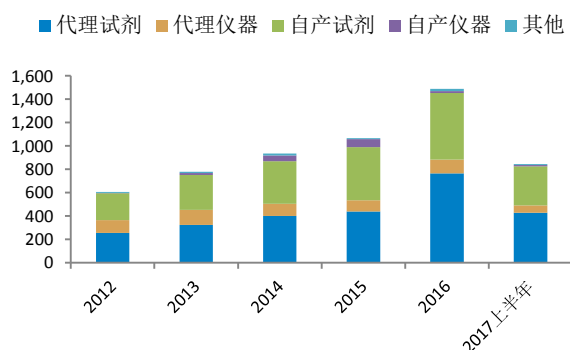
二、产品结构持续优化，化学发光维持高增长

具体分产品看,公司 2017 年上半年自产产品实现营收 3.44 亿元,同比上升 35.48%,增长迅速,其中自产试剂 3.34 亿元 (+34.05%),自产仪器 1,003 万元 (+110.09%),其中公司自产化学发光试剂盒自产血球试剂增长尤其靓丽。2015 年 8 月,公司参股嘉善加斯戴克之后,2016

年进一步完成股权收购达到控股，血球技术和研发团队的转移丰富了公司产品结构，2017 年血球试剂放量，同比增长 135.55%。化学发光方面，公司化学发光仪器的成功上市，促使了公司化学发光业务闭环的形成，进一步带动了化学发光试剂的快速增长，经过前几年的市场推广之后，公司化学发光产品逐渐进入收获期，化学发光试剂继续维持高速增长，收入同比增长 67.37%，未来随着 I3000 的上市销售，我们认为化学发光产品仍是未来公司 3-5 年的主要业绩增长点。

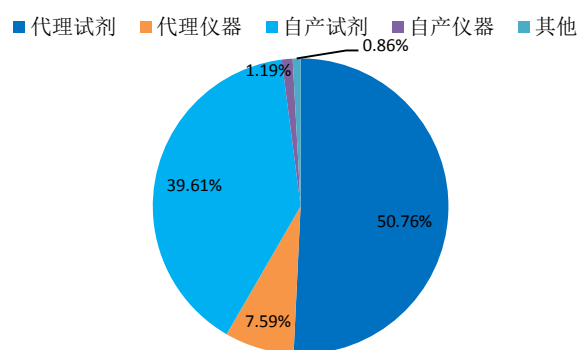
代理产品方面，受益于渠道扩张，公司上半年代理产品实现营业收入 4.92 亿元，同比上升 21.35%，其中代理试剂 4.28 亿元，同比上升 24.13%，代理仪器 6,402 万元，同比上升 5.52%。

图 9：公司历年营业收入分产品情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 10：2016 年公司营业收入分产品情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

三、产品布局完善+渠道持续扩张，打包销售模式优势明显

产品方面，公司产品布局持续完善。今年 5 月，公司牵手德国凯设立合资公司迈凯基因，公司持股 60%，合资公司将依托凯杰现有的技术优势，为客户提供从样本制备到结果解读的完整二代基因测序解决方案，并持续开发和商业化未来 NGS 产品，公司正式涉足基因测序领域。至此，公司通过自研+代理+收购的方式，产品已覆盖生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血球诊断、POCT、基因测序各领域，公司产品布局持续完善。渠道方面，公司目前已经初步建立了覆盖全国的营销网络，除了原有的四川、云南、贵州、重庆四个地区设有销售公司外，近年来公司还在湖北、吉林、内蒙古、北京、新疆、广州和山东又增设了七家销售公司，公司渠道布局不断完善。打包销售可以大大节约医院成本，提高效率，是未来发展的一大趋势。公司产品丰富，布局完善，在打包销售模式竞争中优势明显。

表 1：公司渠道布局情况

子公司	持股比例	主营业务	主要销售地区	完成情况
迈克医疗	100%	公司化学发光仪器的生产和销售。	-	已并表
云南迈克	100%	诊断产品销售	云南地区	已并表

子公司	持股比例	主营业务	主要销售地区	完成情况
贵州迈克	100%	诊断产品销售	贵州地区	已并表
重庆征途	100%	诊断产品销售	重庆地区	已并表
迈克实业	100%	诊断产品销售	四川地区	已并表
湖北迈克	51%	诊断产品销售	湖北地区	已并表
吉林迈克	45%	诊断产品销售	吉林地区	已并表
内蒙古迈克	45%	诊断产品销售	内蒙古地区	已并表
新疆迈克	30%	诊断产品销售	新疆地区	已并表
北京迈克	45%	诊断产品销售	河北、天津	已并表
广州瑞华	72.5%	诊断产品销售	广东地区	已并表
山东迈克	45%	诊断产品销售	山东地区	实施中

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、盈利预测

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.71、0.90 和 1.08 元，维持增持-A 建议，6 个月目标价为 26.5 元，相当于 2017 年 37 倍的市盈率。

五、风险提示

研发不达预期；化学发光市场增速低于预期；市场竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,065.2	1,488.8	1,918.9	2,391.9	2,873.4	年增长率					
减:营业成本	458.4	683.4	882.7	1,100.3	1,320.8	营业收入增长率	13.9%	39.8%	28.9%	24.7%	20.1%
营业税费	9.4	11.3	17.3	20.3	24.1	营业利润增长率	3.2%	33.3%	28.5%	24.3%	20.8%
销售费用	172.6	253.2	307.5	392.6	473.6	净利润增长率	11.0%	24.3%	27.6%	25.8%	20.4%
管理费用	109.7	144.1	192.7	239.3	284.7	EBITDA 增长率	6.1%	32.9%	21.8%	21.0%	18.7%
财务费用	8.0	7.9	1.0	-1.4	-2.2	EBIT 增长率	2.8%	32.4%	26.3%	23.8%	20.8%
资产减值损失	15.7	19.6	15.4	16.9	17.3	NOPLAT 增长率	7.0%	31.0%	25.5%	24.8%	20.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	123.4%	13.8%	6.2%	13.9%	10.6%
投资和汇兑收益	10.9	33.9	15.9	20.2	23.3	净资产增长率	152.6%	14.1%	14.9%	16.3%	16.9%
营业利润	302.3	403.0	518.1	644.1	778.3						
加:营业外净收支	0.1	-2.4	-3.8	-2.0	-2.7	盈利能力					
利润总额	302.4	400.7	514.3	642.1	775.6	毛利率	57.0%	54.1%	54.0%	54.0%	54.0%
减:所得税	51.4	71.8	94.7	114.2	139.9	营业利润率	28.4%	27.1%	27.0%	26.9%	27.1%
净利润	251.0	312.0	398.1	500.8	603.1	净利润率	23.6%	21.0%	20.7%	20.9%	21.0%
						EBITDA/营业收入	34.1%	32.4%	30.7%	29.8%	29.4%
						EBIT/营业收入	29.1%	27.6%	27.1%	26.9%	27.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	15.7%	15.4%	9.7%	9.8%	9.3%
货币资金	200.8	153.9	224.5	334.0	559.3	负债权益比	18.6%	18.2%	10.8%	10.8%	10.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	6.14	4.47	7.68	8.28	9.24
应收帐款	594.0	805.4	900.3	1,119.6	1,440.9	速动比率	5.22	3.55	5.86	6.46	7.29
应收票据	-	1.2	0.4	1.3	0.9	利息保障倍数	38.73	51.79	520.61	-470.24	-355.02
预付帐款	61.5	81.7	99.8	120.3	150.5	营运能力					
存货	266.9	359.3	486.0	567.9	678.9	固定资产周转天数	90	74	56	36	22
其他流动资产	656.7	347.4	337.3	447.1	377.3	流动营业资本周转天数	323	339	280	270	272
可供出售金融资产	-	30.0	30.0	30.0	30.0	流动资产周转天数	438	427	356	349	363
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	166	169	160	152	160
长期股权投资	25.8	-	-	-	-	存货周转天数	77	76	79	79	78
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	606	613	526	473	458
固定资产	282.5	331.8	269.6	207.4	145.1	投资资本周转天数	479	506	431	381	356
在建工程	234.1	453.8	453.8	453.8	453.8						
无形资产	18.3	68.5	61.5	54.4	47.4	费用率					
其他非流动资产	31.6	65.4	42.7	45.6	47.8	销售费用率	16.2%	17.0%	16.0%	16.4%	16.5%
资产总额	2,372.2	2,698.3	2,905.7	3,381.3	3,932.0	管理费用率	10.3%	9.7%	10.0%	10.0%	9.9%
短期债务	66.2	129.7	-	-	-	财务费用率	0.8%	0.5%	0.1%	-0.1%	-0.1%
应付帐款	88.5	89.2	137.3	154.9	189.6	三费/营业收入	27.3%	27.2%	26.1%	26.4%	26.3%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	135.0	172.2	129.2	157.9	157.5	ROE	12.6%	13.9%	15.5%	16.9%	17.5%
长期借款	69.0	-	-	-	-	ROA	10.6%	12.2%	14.4%	15.6%	16.2%
其他非流动负债	13.0	23.8	15.9	17.6	19.1	ROIC	29.4%	17.2%	19.0%	22.3%	23.6%
负债总额	371.7	415.0	282.5	330.4	366.1	分红指标					
少数股东权益	5.3	39.9	61.4	88.5	121.1	DPS(元)	0.09	0.11	0.14	0.18	0.22
股本	186.0	558.0	558.0	558.0	558.0	分红比率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	1,809.2	1,685.4	2,003.8	2,404.4	2,886.7	股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%
股东权益	2,000.5	2,283.3	2,623.2	3,050.9	3,565.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	251.0	312.0	398.1	500.8	603.1	EPS(元)	0.45	0.56	0.71	0.90	1.08
加:折旧和摊销	53.4	73.6	69.3	69.3	69.3	BVPS(元)	3.58	4.02	4.59	5.31	6.17
资产减值准备	15.7	19.6	-	-	-	PE(X)	52.8	42.5	33.3	26.4	22.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	5.9	5.2	4.5	3.8
财务费用	9.2	3.9	1.0	-1.4	-2.2	P/FCF	-14.3	317.1	124.9	71.4	42.0
投资损失	-10.9	-33.9	-15.9	-20.2	-23.3	P/S	12.4	8.9	6.9	5.5	4.6
少数股东损益	-0.1	16.9	21.5	27.1	32.6	EV/EBITDA	12.1	27.4	22.2	18.2	15.1
营运资金的变动	-285.1	-342.8	-183.9	-402.1	-357.4	CAGR(%)	28.1%	24.6%	22.9%	28.1%	24.6%
经营活动产生现金流量	33.2	49.3	290.1	173.5	322.1	PEG	1.9	1.7	1.5	0.9	0.9
投资活动产生现金流量	-869.9	-83.0	15.9	20.2	23.3	ROIC/WACC	2.8	1.6	1.8	2.1	2.3
融资活动产生现金流量	855.9	-43.6	-235.4	-84.2	-120.0						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn