

迈克生物 (300463)

证券研究报告

2018年04月20日

经营模式持续推进，公司业绩稳健增长

事件：公司发布 2017 年年度报告，2017 年全年公司营业总收入 19.70 亿元，同比增长 32.32%；归属母公司股东的净利润 3.74 亿元，同比增长 19.91%；扣非后归属母公司股东的净利润 3.65 亿元，同比增长 28.51%。业绩保持稳健增长，其在于新商业模式的持续推进、渠道外延扩张等市场举措带来的持续增长。

公司还一同发布了 2018 年第一季度报告，报告期内公司营业收入 5.19 亿元，同比增长 42.90%；归属母公司股东的净利润 1.00 亿元，同比增长 24.51%；扣非后归属母公司股东的净利润 0.99 亿元，同比增长 27.22%。业绩保持着高速增长的态势。

自立自强，自产产品驱动业绩增长

公司自产产品是公司业绩增长的重要驱动因素，自产产品销售收入同比增长 32.61%，其中自产化学发光试剂同比增长 57.61%、自产血球试剂同比增长 113.35%，尤其是生化试剂同比增长 20.46%，高于行业整体增速。

加大研发，平台建设提升核心优势

2017 年，公司研发投入 1.09 亿元，同比增长 26.62%，研发投入占自产产品收入 14.00%。报告期内，公司已获得国内产品注册证 304 项、包含生化诊断、免疫诊断、分子诊断、临检产品、血型产品、诊断仪器等；国际产品注册 297 项，包括 CE、泰国、菲律宾、韩国等多个地区。新产品进一步丰富公司上市产品品类。

加快布局，技术合作完善技术平台

2017 年，公司在先后 4 次收购加斯戴克股份后，最终实现其 100% 控股。控股后，完成加斯戴克血球产品向自产血球产品的转化，2018 年一季度完成转移整合。2017 年，公司与德国凯杰共同投资设立迈凯基因，在中国就第二代测序技术及产品进行本地化开发，布局未来基因检测，补充公司产品线。

扩展渠道，整合资源复制商业模式

公司加快推动新商业模式，向终端客户推广医学实验室整体解决方案，继续推进与目标区域优质渠道商的合作进程。2017 年先后设立山东迈克、上海迈克优、2018 年一季度设立山西迈克。目前已经实现渠道类控股子公司达 13 家、增强了公司对终端客户的渗透。

公司基本面优秀，产品、渠道、管理层等均具有竞争力，我们预计 18-20 年公司 EPS 为 0.81、1.03、1.28 元，维持目标价，维持“买入”评级。

风险提示：产品质量导致的潜在风险；技术创新与技术泄密风险；并购整合不达预期风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,488.78	1,969.98	2,401.41	2,963.34	3,647.87
增长率(%)	39.77	32.32	21.90	23.40	23.10
EBITDA(百万元)	483.10	607.05	628.87	795.49	986.32
净利润(百万元)	312.02	374.13	452.73	572.09	716.81
增长率(%)	24.29	19.91	21.01	26.36	25.30
EPS(元/股)	0.56	0.67	0.81	1.03	1.28
市盈率(P/E)	43.06	35.91	29.68	23.49	18.74
市净率(P/B)	5.99	5.37	4.64	3.95	3.31
市销率(P/S)	9.03	6.82	5.60	4.53	3.68
EV/EBITDA	28.36	22.59	21.68	17.27	13.51

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	24.08 元
目标价格	27.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	558.00
流通 A 股股本(百万股)	297.98
A 股总市值(百万元)	13,436.64
流通 A 股市值(百万元)	7,175.37
每股净资产(元)	4.43
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	27.39/20.50

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

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

李扬 联系人
lyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

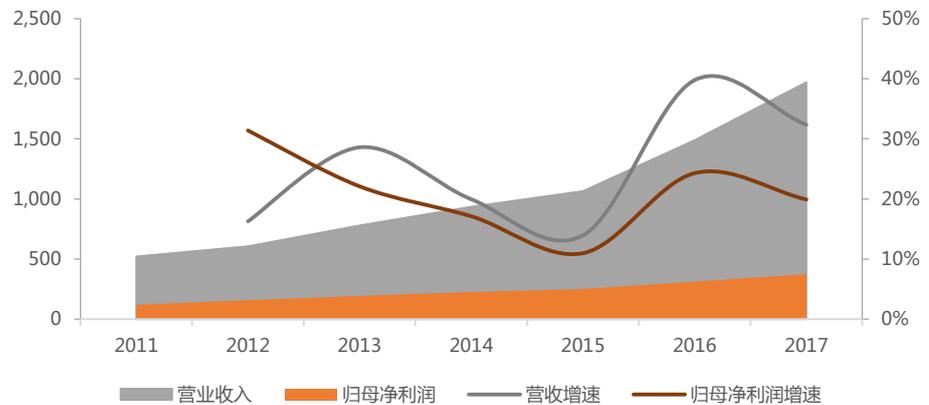
- 1 《迈克生物-公司点评:发布股票激励计划，上下齐心助力公司长远发展》 2018-03-15
- 2 《迈克生物-公司点评:2017 年度业绩预告符合预期，龙头价值凸显》 2018-01-11
- 3 《迈克生物-季报点评:产品和渠道齐发力，前三季度业绩高增长》 2017-10-25



1. 公司业绩稳健增长，自产产品表现突出

公司发布 2017 年年度报告，2017 年全年公司营业总收入 19.70 亿元，同比增长 32.32%；归属母公司股东的净利润 3.74 亿元，同比增长 19.91%；扣非后归属母公司股东的净利润 3.65 亿元，同比增长 28.51%。业绩保持稳健增长，其在于新商业模式的持续推进、渠道外延扩张等市场举措带来的持续增长。

图 1：2011-2017 营收（百万元）、归母净利润（百万元）和营收增速（右轴）、归母净利润增速（右轴）



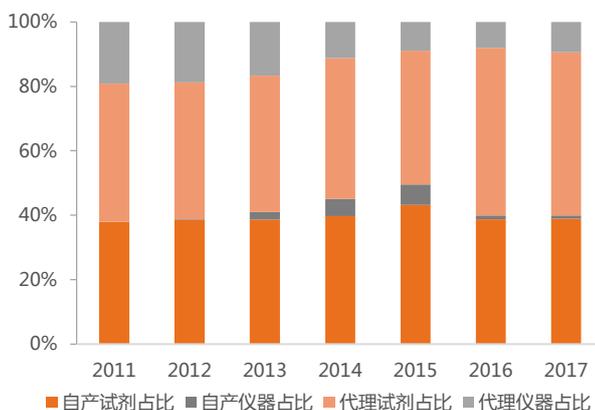
资料来源：wind，天风证券研究所

公司还一同发布了 2018 年第一季度报告，报告期内公司营业收入 5.19 亿元，同比增长 42.90%；归属母公司股东的净利润 1.00 亿元，同比增长 24.51%；扣非后归属母公司股东的净利润 0.99 亿元，同比增长 27.22%。业绩保持着高速增长态势。

根据公司年报，公司自产产品分为自产试剂和自产仪器，生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血球诊断、快速检测等多个领域。公司旗下子公司除销售自产产品外，同时代理销售日立、希森美康、等国外知名体外诊断品牌优势产品。代理产品与自产产品相互补充，公司能提供 1500 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。体外诊断行业盈利模式均为是积累消耗品持续盈利，仪器微利或不盈利。

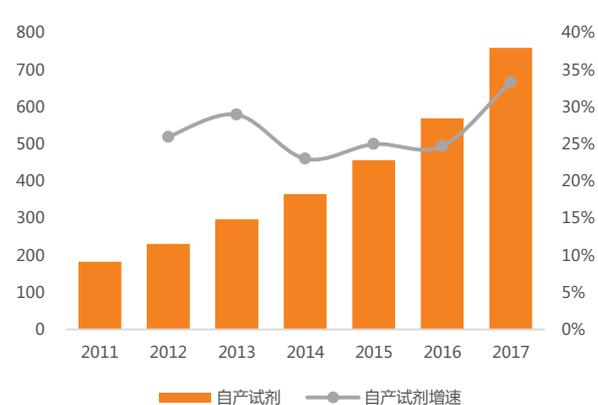
根据公司年报，2017 年公司自产试剂销售收入 7.59 千万元，占主营收入的 38.54%；代理试剂销售收入 9.87 千万元，占主营收入的 50.11%。自产产品销售收入同比增长 32.61%、代理产品销售收入同比增长 32.71%。公司自产产品增长是公司业绩增长的重要驱动因素，其中自产化学发光试剂收入同比增长 57.61%、自产血球试剂收入同比增长 113.35%，尤其生化试剂同比增长 20.46%，高于行业整体增速。未来 3-5 年，化学发光产品、血球产品及其他新增自产产品将是公司业绩主要增长点。

图 2：2011-2017 公司各产品营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2011-2017 自产试剂营收（百万元）及增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 加强研发平台建设，提升生产质量管理

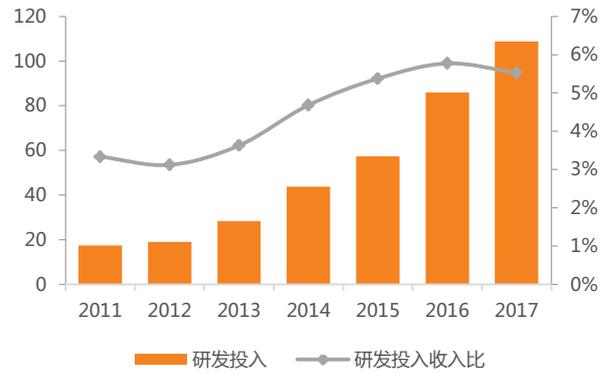
根据年报，2017年，公司研发投入1.09亿元，同比增长26.62%，研发投入占营业收入高达5.52%，占自产产品14.00%。公司已获得国内产品注册证由年初的294项增加到304项，其中生化诊断产品131项，免疫诊断产品137项，临检产品23项，分子诊断产品3项，血型产品2项，诊断仪器8项；获得国际产品注册证由年初的140项增加至297项，其中CE注册证172项，泰国107项，菲律宾17项，韩国1项。

图4：2011-2017研发投入（百万元）及增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图5：2011-2017研发投入（百万元）及占比（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

根据年报，2017年，迈克全年度总计生产入库试剂约200万盒，较2016年生产体量增长51.1%，生产效率提升8.1%；交货及时率为98.68%，达到全年标准。2017年下半年，迈克产业园区启用，园区仪器制造大楼也正式投入使用。现有生产场地拥有年产仪器万余台的生产能力。产品质量接受国家药监局市场监督抽检共计7批，涉及品种7个，检测结果合格率100%；接受四川省药监局市场监督抽检共计29批，涉及品种3个，检测结果合格率100%；其他省市药监局市场监督抽检共计22批，涉及品种16个，检测结果合格率100%。

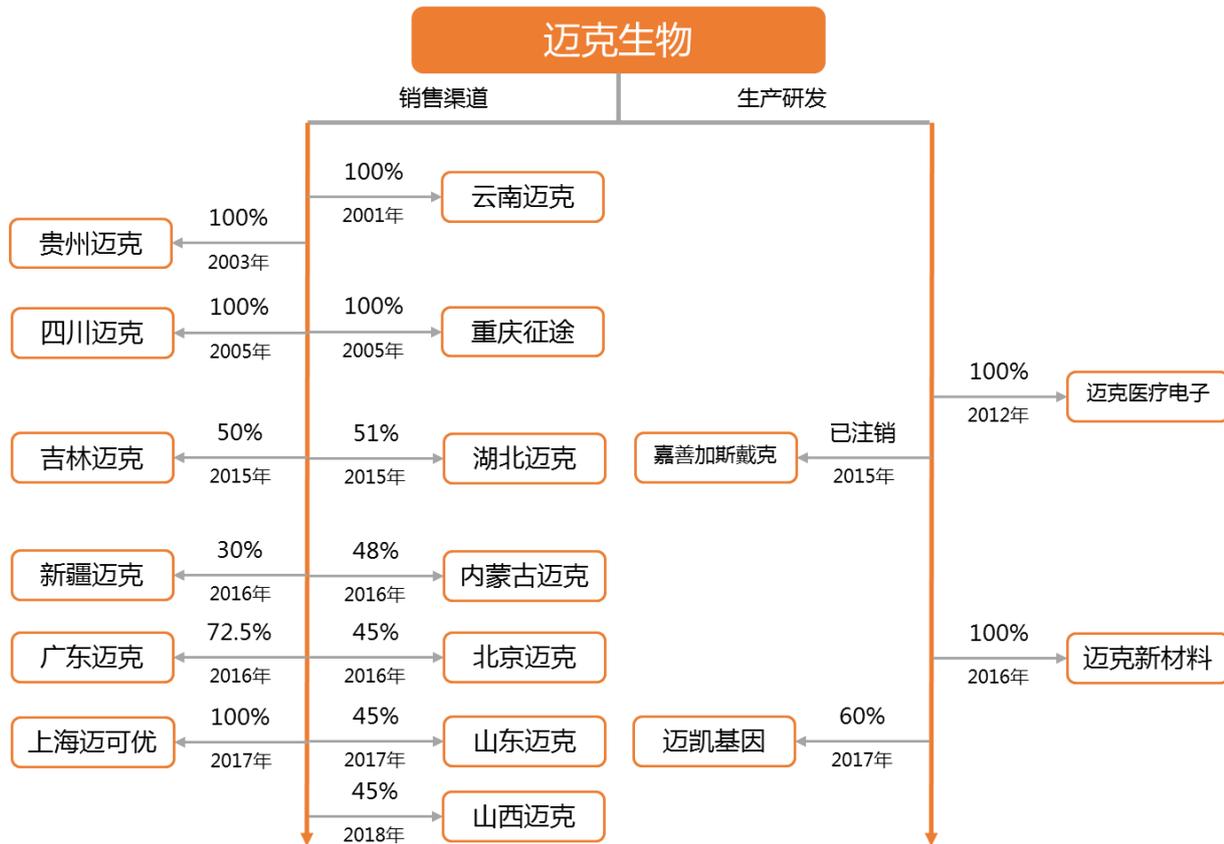
3. 技术合作布局产业，扩展渠道加大营销

公司利用上市后资本优势，一方面继续进行产业资源整合，补充和完善全产业链布局，另一方面推进与目标区域优质渠道商的合作，推动新商业模式的复制，提升公司整体竞争力。

根据年报，公司自2015年8月至2017年10月先后4次收购加斯戴克的股份，最终实现对其100%控股，自公司实现对加斯戴克控股后便开始融合其研发、生产能力及相关资产。公司已完成加斯戴克血球产品向自产血球产品的转化，并取得全自动血细胞分析仪（F560/F580）及配套试剂的产品注册证。至2018年一季度，已完成相关转移和整合工作，加斯戴克已无实体生产和研发，公司拟注销全资子公司加斯戴克。

根据年报，公司于2017年与德国凯杰共同投资设立迈凯基因科技有限公司，迈凯基因的宗旨是在中国就第二代测序技术（NGS）及产品进行本地化开发、生产、组装，为客户提供从样本制备到结果解读的完整二代测序解决方案，并持续开发和商业化未来NGS产品。迈凯基因是公司基于战略布局未来基因检测的重要举措，旨在为公司在未来的市场竞争中打下基础。

图 6：控股子公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

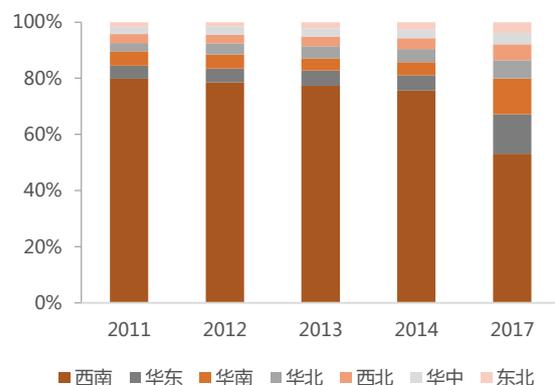
根据年报，渠道建设方面，2017 年公司先后投资设立山东迈克、上海迈可优，2018 年第一季度设立山西迈克。目前已实现包括湖北、吉林、内蒙、广州、北京、新疆等在内的渠道类控股子公司达 13 家，增强了公司对终端客户的渗透，有助于提升公司产品的影响力和市场拓展力。公司立足于西南地区，近年来向外拓展销售渠道，在全国各地均有显著成效，尤其是华东、华南地区营收占比明显提升。公司将在整合优势终端资源的基础上继续推进新商业模式的复制，架构起自产产品快速进入国内终端用户的渠道网，以实现未来进口产品替代。

图 7：渠道类子公司覆盖地区



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2011-2014、2017 营业收入地区拆分



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	153.86	344.42	192.11	237.07	291.83
应收账款	805.42	1,144.88	1,140.24	1,541.45	1,759.72
预付账款	81.67	118.40	126.37	172.93	199.06
存货	359.29	548.13	540.41	792.32	861.46
其他	348.63	162.57	388.16	302.13	283.68
流动资产合计	1,748.87	2,318.40	2,387.29	3,045.90	3,395.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	331.83	850.84	931.70	998.85	1,044.78
在建工程	453.78	196.46	153.87	140.32	114.19
无形资产	85.73	101.34	94.17	87.00	79.83
其他	78.11	116.14	96.53	97.80	98.15
非流动资产合计	949.46	1,264.77	1,276.27	1,323.97	1,336.94
资产总计	2,698.33	3,583.18	3,663.56	4,369.87	4,732.70
短期借款	129.74	549.53	296.57	407.35	23.97
应付账款	89.23	140.03	164.09	197.85	248.19
其他	172.23	141.06	158.51	166.70	165.35
流动负债合计	391.20	830.62	619.17	771.90	437.52
长期借款	0.00	120.00	0.00	7.24	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.80	19.50	18.76	20.69	19.65
非流动负债合计	23.80	139.50	18.76	27.93	19.65
负债合计	415.01	970.12	637.93	799.83	457.16
少数股东权益	39.93	112.35	132.62	168.58	215.73
股本	558.00	558.00	558.00	558.00	558.00
资本公积	584.86	530.52	530.52	530.52	530.52
留存收益	1,685.40	1,942.70	2,335.01	2,843.46	3,501.80
其他	-584.86	-530.52	-530.52	-530.52	-530.52
股东权益合计	2,283.32	2,613.05	3,025.63	3,570.04	4,275.53
负债和股东权益总	2,698.33	3,583.18	3,663.56	4,369.87	4,732.70

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	328.89	408.44	452.73	572.09	716.81
折旧摊销	73.60	102.57	28.89	33.57	37.38
财务费用	3.94	13.99	15.43	11.22	5.89
投资损失	-33.89	-3.65	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-16.11	-254.52	-203.58	-564.89	-237.33
其它	-307.12	-187.79	21.33	36.58	48.22
经营活动现金流	49.32	79.03	314.80	88.56	570.96
资本支出	372.39	398.19	60.75	78.07	51.04
长期投资	-25.84	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-429.58	-634.33	-121.98	-157.89	-100.75
投资活动现金流	-83.03	-236.14	-61.24	-79.82	-49.71
债权融资	198.74	669.53	340.57	452.26	51.19
股权融资	-21.50	-67.57	-15.43	-11.22	-5.89
其他	-220.89	-210.91	-731.01	-404.82	-511.80
筹资活动现金流	-43.64	391.05	-405.87	36.21	-466.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-77.36	233.95	-152.31	44.95	54.76

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,488.78	1,969.98	2,401.41	2,963.34	3,647.87
营业成本	683.41	911.02	1,121.46	1,386.84	1,707.20
营业税金及附加	11.33	17.33	20.17	24.50	30.96
营业费用	253.25	332.06	410.64	503.77	612.84
管理费用	144.09	185.31	230.54	266.70	328.31
财务费用	7.93	13.24	15.43	11.22	5.89
资产减值损失	19.61	20.58	18.63	19.61	19.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.89	3.65	0.00	0.00	0.00
其他	-67.78	-21.20	-0.00	-0.00	-0.00
营业利润	403.04	508.00	584.55	750.69	943.06
营业外收入	10.04	0.29	4.46	4.93	3.23
营业外支出	12.40	6.65	7.34	8.80	7.60
利润总额	400.68	501.64	581.67	746.82	938.69
所得税	71.79	93.19	107.61	138.16	173.66
净利润	328.89	408.44	474.06	608.66	765.03
少数股东损益	16.87	34.31	21.33	36.58	48.22
归属于母公司净利润	312.02	374.13	452.73	572.09	716.81
每股收益(元)	0.56	0.67	0.81	1.03	1.28

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	39.77%	32.32%	21.90%	23.40%	23.10%
营业利润	33.32%	26.04%	15.07%	28.42%	25.63%
归属于母公司净利润	24.29%	19.91%	21.01%	26.36%	25.30%
获利能力					
毛利率	54.10%	53.75%	53.30%	53.20%	53.20%
净利率	20.96%	18.99%	18.85%	19.31%	19.65%
ROE	13.91%	14.96%	15.65%	16.82%	17.66%
ROIC	17.19%	18.89%	17.23%	20.08%	20.89%
偿债能力					
资产负债率	15.38%	27.07%	17.41%	18.30%	9.66%
净负债率	-1.19%	2.39%	-1.45%	2.95%	2.58%
流动比率	4.47	2.79	3.86	3.95	7.76
速动比率	3.55	2.13	2.98	2.92	5.79
营运能力					
应收账款周转率	2.13	2.02	2.10	2.21	2.21
存货周转率	4.76	4.34	4.41	4.45	4.41
总资产周转率	0.59	0.63	0.66	0.74	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.67	0.81	1.03	1.28
每股经营现金流	0.09	0.14	0.56	0.16	1.02
每股净资产	4.02	4.48	5.18	6.10	7.28
估值比率					
市盈率	43.06	35.91	29.68	23.49	18.74
市净率	5.99	5.37	4.64	3.95	3.31
EV/EBITDA	28.36	22.59	21.68	17.27	13.51
EV/EBIT	33.34	27.03	22.73	18.03	14.05

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 37 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com