

# 迈克生物 (300463) \ 医药生物

## ——自产与代理协同发展，渠道整合效果渐显

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	24.58元
目标价格:	元

### 事件:

公司发布2017年年报，实现营业收入19.70亿元，同比增长32.32%；实现归母净利润3.74亿元，同比增长19.91%；扣非后归母净利润3.65亿元，同比增长28.51%，符合预期。此外，公司公告2018年一季度实现营收5.19亿元，同比增长42.90%；扣非后归母净利润9881万元，同比增长27.22%，略超预期。

### 投资要点:

#### ➤ 各业务持续发展，经营现金流向好

公司业绩增长主要得益于新商业模式的持续推进、渠道外延扩张等市场举措所带来的自产产品和代理产品持续快速增长。从收入端的结构上看，代理产品贡献收入11.71亿元，同比增长32.71%（有部分渠道并表因素）；自主产品贡献营收7.77亿元，同比增长32.61%。自主产品的快速增长是驱动公司业绩增长的主要因素，其中化学发光试剂为2.79亿元，同比增长57.61%；生化试剂收入4.57亿元，同比增长20.46%；血球试剂贡献收入约1800万元，同比增长113.35%。公司经营现金流向好，2017年经营现金流净额为7903万元，同比增长60.26%。从费用端上看，随着资源整合、规模扩大及规模效应的逐步显现，管理、销售费用率有所降低，财务费用率提升0.14个百分点，主要是公司增加短期融资所致。

#### ➤ 产业链布局完善，发光、血球及分子驱动业绩增长

预计公司全年120速化学发光仪的投放量为350台，市场保有量达到1500-1600台，单台仪器带来试剂产出约18万元。考虑到可检测项目的不断开发及300速发光仪的上市推广，公司发光产品形成了从中低、到中高端的梯度式覆盖，有望推动化学发光持续高增长。公司加快产业链布局，完成了对加斯戴克的100%控股，并在2018年一季度完成转移整合。此外，公司与凯杰的合资公司迈凯基因已正式开始运营，是基因检测战略布局的重要举措。

#### ➤ 整合营销资源，渠道效果逐步显现

公司创新合作模式，持续整合目标区域优质渠道商资源，2017年分别设立山东迈克和上海迈可优，今年一季度新设山西迈克，渠道覆盖进一步延伸。目前公司已实现渠道类控股子公司达13家，经销商数量超过400家，进一步增强了对终端客户的渗透，有助于提升公司产品的影响力和市场拓展力。2018年一季度业绩的持续高增长充分反映了渠道整合的效果，随着营销整合推动打包医院数量的增加，预计公司业绩有望持续快速增长。

#### ➤ 维持“推荐”评级

预计公司18-20年归母净利润分别为4.65、5.86、7.37亿元，EPS分别为0.83、1.05、1.32元，对应4月20日收盘价24.58元，市盈率分别为29、23、19倍。

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	558/313
流通A股市值（百万元）	7,702
每股净资产（元）	4.43
资产负债率（%）	30.60
一年内最高/最低（元）	27.39/20.50

### 一年内股价相对走势



汪太森 分析师

执业证书编号: S0590517110002

电话: 0510-85182970

邮箱: wangts@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《迈克生物 (300463) \ 医药生物行业》  
《设立山西迈克，深度布局西北区》
- 2、《迈克生物 (300463) \ 医药生物行业》  
《发光助增长，渠道赢未来》

鉴于公司技术平台效应及渠道整合效果逐步显现，新产品、新技术贡献业绩增量，自主+代理的协同打包规模扩大，公司高增长态势有望持续，我们维持“推荐”评级，长期看好公司发展。

► 风险提示

1、政策性风险导致毛利率下滑超预期；2、渠道整合效果不及预期

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,488.78	1,969.98	2,553.58	3,275.85	4,145.58
增长率(%)	39.77%	32.32%	29.62%	28.28%	26.55%
EBITDA(百万元)	477.34	602.86	773.44	963.93	1,198.49
净利润(百万元)	312.02	374.13	465.25	586.22	737.2
增长率(%)	24.29%	19.90%	24.36%	26.00%	25.75%
EPS(元/股)	0.56	0.67	0.83	1.05	1.32
市盈率(P/E)	43.96	36.88	29.48	23.4	18.61
市净率(P/B)	6.11	5.48	4.67	3.92	3.25
EV/EBITDA	29	23.76	18.38	14.88	11.75

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	84.62	244.19	183.11	314.81	826.27	营业收入	1,488.78	1,969.98	2,553.58	3,275.85	4,145.58
应收账款+票据	806.62	1,147.31	1,385.46	1,863.69	2,248.10	营业成本	683.41	911.02	1,197.68	1,540.14	1,942.30
预付账款	81.67	118.40	144.62	193.61	232.94	营业税金及附加	11.33	17.33	22.46	28.81	36.46
存货	359.29	548.13	644.82	889.23	1,045.40	营业费用	253.25	332.06	429.00	549.36	694.38
其他	347.43	160.14	160.14	160.14	160.14	管理费用	144.09	185.31	237.48	303.02	382.22
<b>流动资产合计</b>	<b>1,679.63</b>	<b>2,218.17</b>	<b>2,518.15</b>	<b>3,421.49</b>	<b>4,512.85</b>	财务费用	7.93	13.24	11.99	13.99	12.88
长期股权投资	0.00	0.00	10.00	20.00	30.00	资产减值损失	19.61	20.58	30.00	40.00	50.00
固定资产	331.83	850.84	887.19	807.08	688.98	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	453.78	196.46	100.00	80.00	50.00	投资净收益	-0.41	3.65	8.00	10.00	10.00
无形资产	68.50	80.61	98.08	114.25	129.85	其他	0.00	13.90	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	71.31	104.24	114.14	124.16	133.59	<b>营业利润</b>	<b>368.74</b>	<b>508.00</b>	<b>632.96</b>	<b>810.54</b>	<b>1,037.34</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>925.42</b>	<b>1,232.15</b>	<b>1,209.41</b>	<b>1,145.50</b>	<b>1,032.41</b>	营业外净收益	31.94	-6.36	-6.36	-6.36	-6.36
<b>资产总计</b>	<b>2,605.04</b>	<b>3,450.32</b>	<b>3,727.56</b>	<b>4,566.98</b>	<b>5,545.26</b>	<b>利润总额</b>	<b>400.68</b>	<b>501.64</b>	<b>626.60</b>	<b>804.17</b>	<b>1,030.97</b>
短期借款	129.74	549.53	0.00	0.00	0.00	所得税	71.79	93.19	111.35	142.95	183.78
应付账款+票据	81.33	117.43	143.88	192.15	231.62	<b>净利润</b>	<b>328.89</b>	<b>408.45</b>	<b>515.25</b>	<b>661.22</b>	<b>847.20</b>
其他	110.64	50.30	64.81	64.84	82.32	少数股东损益	16.87	34.31	50.00	75.00	110.00
<b>流动负债合计</b>	<b>321.72</b>	<b>717.27</b>	<b>208.69</b>	<b>256.99</b>	<b>313.94</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>312.02</b>	<b>374.13</b>	<b>465.25</b>	<b>586.22</b>	<b>737.20</b>
长期带息负债	0.00	120.00	420.00	570.00	670.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>120.00</b>	<b>420.00</b>	<b>570.00</b>	<b>670.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>321.72</b>	<b>837.27</b>	<b>628.69</b>	<b>826.99</b>	<b>983.94</b>						
少数股东权益	39.93	112.35	162.35	237.35	347.35						
股本	558.00	558.00	558.00	558.00	558.00						
资本公积	584.86	530.52	580.52	660.52	760.52						
留存收益	1,100.54	1,412.18	1,797.99	2,284.12	2,895.45						
<b>股东权益合计</b>	<b>2,283.32</b>	<b>2,613.05</b>	<b>3,098.87</b>	<b>3,740.00</b>	<b>4,561.32</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,605.04</b>	<b>3,450.32</b>	<b>3,727.56</b>	<b>4,566.98</b>	<b>5,545.26</b>						

  

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	39.77%	32.32%	29.62%	28.28%	26.55%
EBIT	31.95%	23.91%	27.47%	28.12%	27.59%
EBITDA	32.82%	26.30%	28.29%	24.63%	24.33%
归属于母公司净利润	10.98%	19.90%	24.36%	26.00%	25.75%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.10%	53.75%	53.10%	52.99%	53.15%
净利率	22.09%	20.29%	20.18%	20.18%	20.44%
ROE	13.91%	14.61%	15.84%	16.74%	17.49%
ROIC	16.24%	17.52%	17.05%	19.72%	20.87%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	12.35%	24.27%	16.87%	18.11%	17.74%
流动比率	5.22	3.09	12.07	13.31	14.37
速动比率	3.02	2.11	8.21	9.23	10.53
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.88	1.75	1.88	1.79	1.88
存货周转率	1.90	1.66	1.86	1.73	1.86
总资产周转率	0.57	0.57	0.69	0.72	0.75
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.56	0.67	0.83	1.05	1.32
每股经营现金流	0.10	0.14	0.66	0.24	0.96
每股净资产	4.02	4.48	5.26	6.28	7.55
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.96	36.88	29.48	23.40	18.61
市净率	6.11	5.48	4.67	3.92	3.25
EV/EBITDA	29.00	23.76	18.38	14.88	11.75
EV/EBIT	34.29	28.63	22.29	17.55	13.51

  

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	297.98	407.53	512.47	656.44	842.42
折旧摊销	73.60	102.57	135.74	146.91	156.08
财务费用	3.94	13.99	11.10	12.84	11.43
存货减少	-88.76	-185.71	-96.69	-244.41	-156.16
营运资金变动	-249.62	-272.73	-223.41	-478.93	-366.79
其它	17.04	14.07	30.00	40.00	50.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>54.19</b>	<b>79.72</b>	<b>369.20</b>	<b>132.86</b>	<b>536.98</b>
资本支出	388.75	462.36	120.00	100.00	70.00
长期投资	2,234.59	409.00	23.00	23.00	23.00
其他	2,540.31	635.22	52.78	84.78	104.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>-83.03</b>	<b>-236.14</b>	<b>-90.22</b>	<b>-38.22</b>	<b>11.78</b>
债权融资	-3.00	470.79	-249.53	150.00	100.00
股权融资	13.50	39.21	0.00	0.00	0.00
其他	-54.15	-118.95	-90.54	-112.94	-137.30
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-43.64</b>	<b>391.05</b>	<b>-340.07</b>	<b>37.06</b>	<b>-37.30</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-72.50</b>	<b>234.33</b>	<b>-61.08</b>	<b>131.71</b>	<b>511.46</b>

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 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。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064