

收入持续高增长，受行业政策及费用投入影响，上半年业绩同增 20.18%

增持（维持）

2018 年 07 月 31 日

证券分析师 焦德智
执业证号：S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn
证券分析师 全铭
执业证号：S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn
研究助理 张蔚洁
021-60199793
zhangwj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,970	2,539	3,227	4,144
同比（%）	32.3%	28.9%	27.1%	28.4%
归母净利润（百万元）	374	464	581	721
同比（%）	19.9%	24.0%	25.2%	24.1%
每股收益（元/股）	0.67	0.83	1.04	1.29
P/E（倍）	35.93	28.98	23.14	18.65

投资要点

■ **事件：**2018 上半年，公司实现营业收入 12.46 亿元，同比增长 47.82%；实现归母净利润 2.32 亿元，同比增长 20.18%；实现扣非净利润 2.30 亿元，同比增长 24.50%，业绩符合预期。

2018 年 Q2，公司实现营业收入 7.28 亿元，同比增长 51.55%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 17.08%；实现扣非净利润 1.31 亿元，同比增长 22.52%，业绩符合预期。

■ **点评：1、代理业务快速增长驱动收入高增长，渠道拓展稳步推进。**报告期内公司业绩增长，一方面得益于渠道外延扩张，上半年公司采用新设方式新增渠道类子公司山西迈克，实现渠道的进一步下沉。另一方面，公司在自身丰富的产品资源和 IVD 专业化服务能力的条件下，开展实验室整体设计、配置采供精算、流程优化、实验室管理等专业服务，此新商业模式的持续推进不仅使公司代理产品和自产产品快速增长，而且借助代理产品对公司自产产品进入高端客户形成了有效带动。

上半年，公司已获注册试剂类产品实现销量 78.33 万盒、仪器类 345 台，较去年同期数量明显提高。上半年公司整体营收实现 47.82% 增长，其中代理产品收入实现同比 57.96% 的高增长，自产产品收入同比增长 32.28%。自产产品中，生化试剂同比增长 31.89%，化学发光试剂收入同比增长 34.67%，其他自产试剂同比增长 52.61%。

■ **点评：2、受行业政策影响毛利率有所下降，加大市场拓展及研发力度导致费用率上升。**2018H 公司的毛利率为 52.01%，同比下降了 0.56pct，毛利率下降主要由于公司代理产品占比提升、受行业政策影响代理产品毛利率降低所致。2018H 公司销售费用率和管理费用率分别同比上升了 0.5pct 和 0.3pct，主要源于公司增加市场拓展投入、提高自主研发投入所致。2018H 公司财务费用达到 1989 万元，同比增长 559%，主要系公司整体解决方案商业模式逐步开展导致资金占用增加及融资成本增高所致。上半年，公司整体净利率为 20.29%，较去年同期下降 3.81pct。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计，2018-2020 年公司营业收入分别为 25.4 亿元、32.3 亿元和 41.4 亿元，归母净利润为 4.6 亿元、5.8 亿元和 7.2 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.83 元、1.04 元和 1.29 元。我们认为公司加强渠道拓展力度、推进整体解决方案商业模式，终端销售有望持续高速增长态势，同时自产产品的进一步开发推广有望提升整体利润水平。因此，我们维持对公司的“增持”评级。

■ **风险提示：**IVD 产品招标降价风险，两票制政策风险，自产产品上市及推广不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 24.09
一年最低/最高价 20.40/29.21
市净率(倍) 5.35
流通 A 股市值(百万元) 8838.36

基础数据

每股净资产(元) 4.50
资产负债率(%) 33.83
总股本(百万股) 558.00
流通 A 股(百万股) 366.89

相关研究

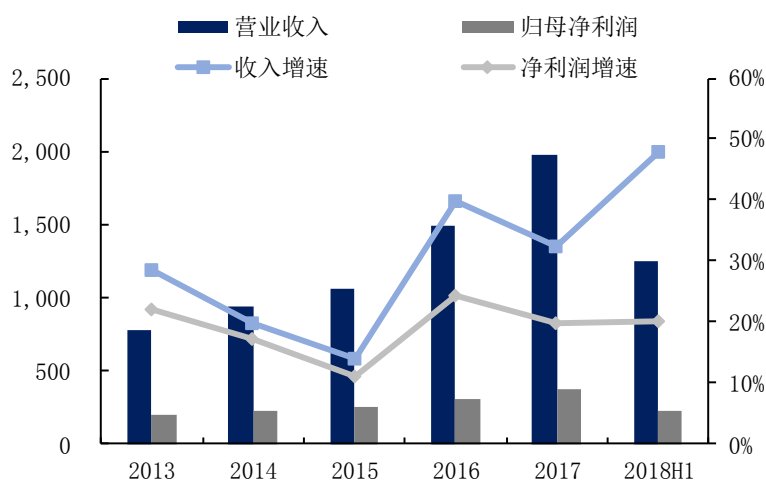
- 1、《收入端增长较快，非经常项目影响利润，2017 年扣非净利润同增 28.51%，业绩基本符合预期》2018-04-22
- 2、《扣非净利润延续上半年高速增长态势，三季报业绩符合预期》2017-10-26
- 3、《与全球分子诊断巨头深度合作布局基因测序领域，未来有望占据国内测序产业制高点》2017-05-04

1. 事件：公司发布 2018 半年报，实现稳健增长，符合预期

2018 上半年，公司实现营业收入 12.46 亿元，同比增长 47.82%；实现归母净利润 2.32 亿元，同比增长 20.18%；实现扣非净利润 2.30 亿元，同比增长 24.50%，业绩符合预期。

2018 年 Q2，公司实现营业收入 7.28 亿元，同比增长 51.55%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 17.08%；实现扣非净利润 1.31 亿元，同比增长 22.52%，业绩符合预期。

图 1：公司的销售收入和归母净利润变化情况（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 代理业务快速增长驱动收入高增长，渠道拓展稳步推进

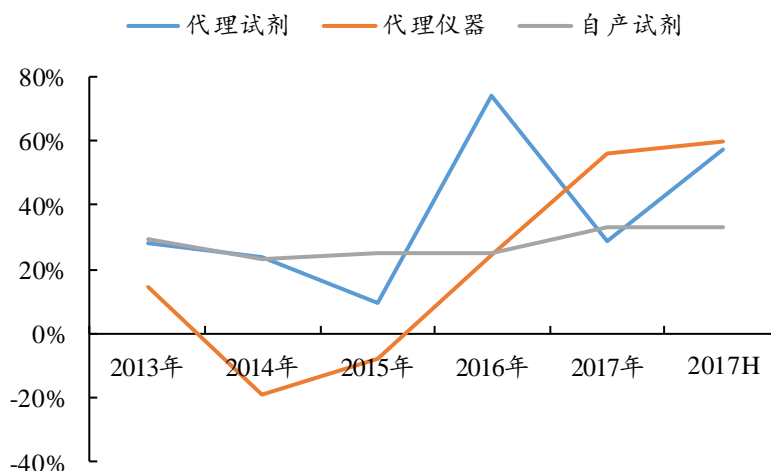
报告期内公司业绩增长，一方面得益于渠道外延扩张，上半年公司采用新设方式新增渠道类子公司山西迈克，实现渠道的进一步下沉。另一方面，公司在自身丰富的产品资源和 IVD 专业化服务能力的条件下，开展实验室整体设计、配置采供精算、流程优化、实验室管理等专业服务，此新商业模式的持续推进不仅使公司代理产品和自产产品快速增长，而且借助代理产品对公司自产产品进入高端客户形成了有效带动。

上半年，公司已获注册试剂类产品实现销量 78.33 万盒、仪器类 345 台，较去年同期 64.06 万盒试剂、222 台仪器的销量有明显提高。2018H 公司整体营收实现 47.82% 增长，其中代理产品收入实现同比 57.96% 的高增长，自产产品收入同比增长 32.28%。自产产品中，生化试剂同比增长 31.89%，化学发光试剂收入同比增长 34.67%，其他自产试剂同比增长 52.61%。

截止目前，公司共设立了 13 家渠道类全资及控股子公司、12 个办事处，国内终端用户已经超过 6500 家，其中二级以上医院超过 2800 家，三级以上医院近 1000 家。同时，公司在海外 15 个国家/地区建立 19 家一级渠道经销商，销售突破欧洲、亚洲和非洲

三大洲。

图 2：公司分产品收入增速变化

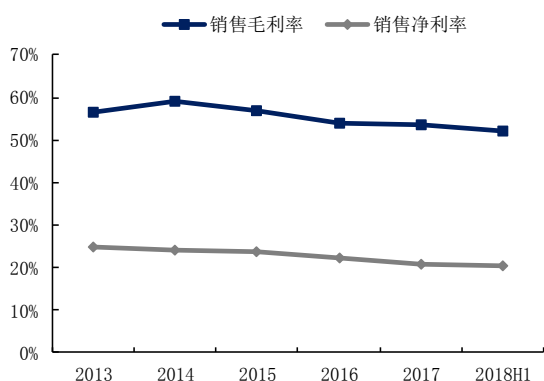


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 受行业政策影响毛利率有所下降，加大市场拓展及研发力度导致费用率上升

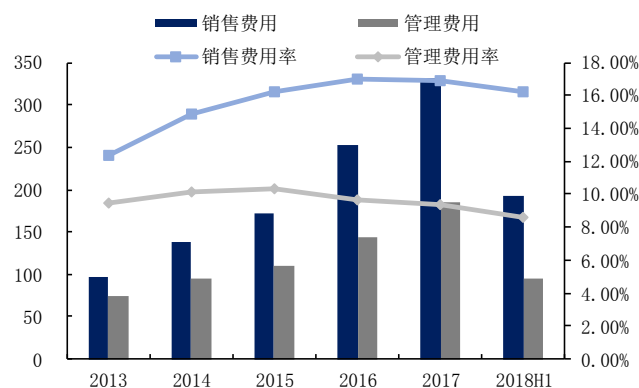
2018H 公司的毛利率为 52.01%，同比下降了 0.56pct，毛利率下降主要由于公司代理产品占比提升、受行业政策影响代理产品毛利率降低所致。2018H 公司销售费用和管理费用分别为 1.9 亿元和 1.0 亿元，同期公司的销售费用率和管理费用率分别为 15.4% 和 7.7%，分别同比上升了 0.5pct 和 0.3pct，销售费用率与管理费用率的小幅上升主要源于公司增加市场拓展投入、提高自主研发投入所致。2018H 公司财务费用达到 1989 万元，同比增长 559%，主要系公司整体解决方案商业模式逐步开展导致资金占用增加及融资成本增高所致。上半年，公司整体净利率为 20.29%，较去年同期下降 3.81pct。

图表 3：公司利润率变化



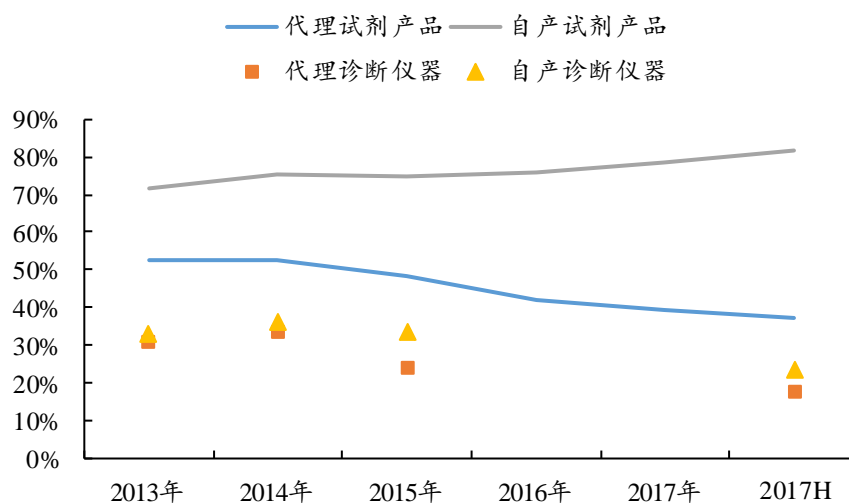
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：公司销售费用、管理费用及费用率变化（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司分产品毛利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

我们预计，2018-2020 年公司营业收入分别为 25.4 亿元、32.3 亿元和 41.4 亿元，归母净利润为 4.6 亿元、5.8 亿元和 7.2 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.83 元、1.04 元和 1.29 元。我们认为公司加强渠道拓展力度、推进整体解决方案商业模式，终端销售有望持续高增长态势，同时自产产品的进一步开发推广有望提升整体利润水平。因此，我们维持对公司的“增持”评级。

5. 风险提示

IVD 产品招标降价风险，两票制政策风险，自产产品上市及推广不达预期。

迈克生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,318	2,893	3,283	3,941	营业收入	1,970	2,539	3,227	4,144
现金	344	592	221	203	减:营业成本	911	1,183	1,520	1,956
应收账款	1,126	1,344	1,795	2,235	营业税金及附加	17	22	28	36
存货	548	631	884	1,065	营业费用	332	419	523	696
其他流动资产	300	327	383	438	管理费用	185	234	303	396
非流动资产	1,265	1,420	1,617	1,900	财务费用	13	26	33	42
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	21	31	38	48
固定资产	851	954	1,076	1,252	加:投资净收益	4	4	4	4
在建工程	196	232	288	374	其他收益	0	0	0	0
无形资产	101	119	137	160	营业利润	508	628	785	973
其他非流动资产	116	116	115	115	加:营业外净收支	-6	-6	-6	-6
资产总计	3,583	4,314	4,899	5,841	利润总额	502	622	779	967
流动负债	831	1,141	1,213	1,480	减:所得税费用	93	116	145	180
短期借款	550	800	800	1,000	少数股东损益	34	43	53	66
应付账款	117	141	191	236	归属母公司净利润	374	463.8	580.9	720.8
其他流动负债	164	200	222	244	EBIT	533	653	819	1,018
非流动负债	140	130	123	112	EBITDA	635	779	978	1,219
长期借款	120	110	104	93					
其他非流动负债	20	20	20	20	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	970	1,270	1,337	1,592	每股收益(元)	0.67	0.83	1.04	1.29
少数股东权益	112	155	208	274	每股净资产(元)	4.48	5.18	6.01	7.12
归属母公司股东权益	2,501	2,888	3,354	3,974	发行在外股份(百万股)	558	558	558	558
负债和股东权益	3,583	4,314	4,899	5,841	ROIC(%)	13.6%	13.9%	15.5%	16.2%
					ROE(%)	15.6%	16.6%	17.8%	18.5%
					毛利率(%)	53.8%	53.4%	52.9%	52.8%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	19.0%	18.3%	18.0%	17.4%
经营活动现金流	79	360	129	412	资产负债率(%)	27.1%	29.5%	27.3%	27.3%
投资活动现金流	-236	-278	-351	-481	收入增长率(%)	32.3%	28.9%	27.1%	28.4%
筹资活动现金流	391	166	-149	51	净利润增长率(%)	19.9%	24.0%	25.2%	24.1%
现金净增加额	234	247	-371	-18	P/E	35.93	28.98	23.14	18.65
折旧和摊销	103	126	159	201	P/B	5.38	4.65	4.01	3.38
资本开支	462	156	196	284	EV/EBITDA	21.87	17.91	14.70	12.02
营运资本变动	-458	-295	-693	-614					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

