

迈克生物 (300463)

证券研究报告

2019年02月26日

业绩稳健增长，产品结构持续优化

事件: 公司发布业绩快报, 2018年公司实现收入 26.9 亿元, 同比增长 36.3%, 归母净利润为 4.4 亿元, 同比增长 18.4%。2018 年度, 预计非经常性损益对净利润的影响为 900 万元左右。此外, 限制性股票激励计划 2018 年产生的费用摊销累计约 2,600 万元, 剔除该项股份支付费用的影响后, 2018 年度归属于上市公司股东的净利润增长率预计为 20%-30%。

2018 年公司持续优化产品结构, 在化学发光领域, 自 2017 年 9 月新型化学发光仪 i3000 (300 速) 获批后, 逐步丰富配套试剂, 目前已拥有约 10 项配套试剂产品注册证, 可供开展主要的检测项目。

产品结构优化, 自产产品收入高速增长

自产产品收入逐步提升, 公司逐步由代理产品转向为提供检验实验室整体解决方案的 IVD 生产商。2018 年上半年, 自产产品销售收入同比增长 32.28%, 自产产品中生化试剂同比增长 31.89% (行业增速约为 15%), 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%。我们认为全年有望延续高增长势头。

化学发光市场前景广阔 (2017 年容量约为 240 亿), 行业增速为 20-25%, 国产占有率 10-15%, 且国产取代进口进程刚刚开始, 迈克是目前国产的 4-5 家主流发光企业之一, 未来判断化学发光产业竞争格局不会变成红海, 产品壁垒高, 公司的化学发光产品线预计未来 2-3 年保持 50% 复合增速, 发光试剂毛利水平高, 高毛利产品的高增长带来利润增厚。

分部估值迈克仍有空间, 维持“买入”评级

2017 年迈克渠道端收入占比约为 60%, 自产产品占比 40%, 而由于自产产品的高毛利, 试剂平均在 75-80% 毛利, 而代理只有 45-50% 毛利率, 从毛利的角度迈克自产产品毛利占比约为 67-70%, 因此代理整体的利润占比约为 1/3。通过分部估值方法, 迈克市值约为 141 亿。假设 2019 年全产品逐步开始放量销售, 我们认为估值还可以进一步提升, 如果高端产品市场口碑优质, 发光产品有望给予更高的估值水平。

迈克具备优秀的化学发光自产产品, 门槛高, 根据测算国产发光具有上亿体量的完全管式发光不多, 同时公司具有健全的渠道网络, 筑起一道非常高的门槛, 保证了发光产品的蓝海状态。

根据业绩快报, 我们预计 18-20 年利润由 4.52 亿元、5.73 亿元、7.13 亿元微调至 4.43 亿元、5.45 亿元、7.03 亿元, EPS 由 0.81 元、1.03 元、1.28 元微调至 0.79 元、0.98 元、1.26 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 耗材降价风险、新产品研发不及预期、300 速化学发光仪推广不及预期、竞争加大导致利润空间下降等

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	2,685.28	3,600.97	4,807.29
增长率(%)	39.77	32.32	36.31	34.10	33.50
EBITDA(百万元)	483.10	607.05	624.50	780.00	1,005.73
净利润(百万元)	312.02	374.13	443.07	544.96	703.00
增长率(%)	24.29	19.91	18.42	23.00	29.00
EPS(元/股)	0.56	0.67	0.79	0.98	1.26
市盈率(P/E)	32.91	27.44	23.17	18.84	14.60
市净率(P/B)	4.58	4.11	3.60	3.12	2.67
市销率(P/S)	6.90	5.21	3.82	2.85	2.14
EV/EBITDA	28.36	22.59	17.44	14.33	11.43

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	17.61 元
目标价格	25.27 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	558.00
流通 A 股股本(百万股)	366.89
A 股总市值(百万元)	9,826.38
流通 A 股市值(百万元)	6,460.92
每股净资产(元)	4.65
资产负债率(%)	36.24
一年内最高/最低(元)	29.36/13.90

作者

郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003	
zhengwei@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:业绩预告稳健增长, 300 速发光仪值得期待》 2019-01-23
- 2 《迈克生物-季报点评:业绩快速增长, 经营现金流持续改善》 2018-10-27
- 3 《迈克生物-公司点评:首个 300 速化学发光试剂获批, 进军高端市场》 2018-08-22



目前市场阶段处于渠道变化的阶段，由于监管趋严，运营成本提高，资金压力大，终端小型代理商被逐步洗牌。把握优质终端是目前阶段需要应对变化需要做的事。能够率先具有战略眼光布局，表明公司对于行业变化的嗅觉敏锐。

我们进行分布估值，来测算迈克的市值水平：

- 代理业务 20X：器械商业行业增速 15%-20%，净利率 10-15%，比普通医药商业高，可比医药商业平均 14 倍估值，给予 20 倍；

表 1：医药商业公司估值（Wind 一致预期）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	2018E PE	2019E PE	2020E PE	2018E EPS	2019E EPS	2020E EPS
601607.SH	上海医药	18.39	12.44	11.43	10.14	1.48	1.61	1.81
000028.SZ	国药一致	44.37	15.84	14.24	12.40	2.80	3.12	3.58
600998.SH	九州通	15.39	21.11	16.93	13.63	0.73	0.91	1.13

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 自产生化 25X：生化试剂行业增速 10-15%，净利率约 20-30%，迈克生化试剂增速预计超过 20%，高于行业增速。迈克生化产品和标准化实验室是首个通过 CNAS 认证的国内企业，业内口碑优秀，可给予 25 倍估值。

表 2：生化公司估值（Wind 一致预期）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	2018E PE	2019E PE	2020E PE	2018E EPS	2019E EPS	2020E EPS
300289.SZ	利德曼	7.35	34.78	33.29	32.39	0.21	0.22	0.23
300406.SZ	九强生物	12.58	21.01	17.76	15.53	0.60	0.71	0.81
300396.SZ	迪瑞医疗	14.95	20.74	17.19	13.76	0.72	0.87	1.09

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 自产发光 33X：化学发光市场容量约为 250 亿，行业增速 20-25%，国产占有率 10-15%，进口替代刚刚开始，迈克是目前国产的主流发光企业之一，未来我们判断产业竞争格局不会变红海，产品壁垒高，参考过去迈克发光产品从 2013 年销售到现在，复合增速为 217%，去年发光增长为 57%，我们给予发光 33 倍估值。

表 3：化学发光公司估值（Wind 一致预期）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	2018E PE	2019E PE	2020E PE	2018E EPS	2019E EPS	2020E EPS
603658.SH	安图生物	58.30	42.38	32.65	25.30	1.38	1.79	2.30
300760.SZ	迈瑞医疗	122.85	40.69	33.03	26.97	3.02	3.72	4.55

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据如上测算，得到迈克 2018 年市值约为 141 亿。假设 2019 年全产品逐步开始放量销售，我们认为估值还可以进一步提升，如果高端产品市场口碑优质，发光产品有望给予更高的估值水平。

迈克收购的加斯戴克是市场上现存的血球卓越技术，研发团队来源于国内血球巨头的核心团队，所拥有的核酸染色技术也是非常具有竞争力的，依靠打包将顺利切入市场，分得一块蛋糕。

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	214.82	288.08	384.58
应收账款	805.42	1,144.88	1,410.37	1,848.34	2,502.04
预付账款	81.67	118.40	155.30	220.05	293.21
存货	359.29	548.13	669.08	1,002.31	1,279.55
其他	348.63	162.57	388.45	302.62	284.79
流动资产合计	1,748.87	2,318.40	2,838.03	3,661.41	4,744.17
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	4,114.30	4,985.38	6,081.12
短期借款	129.74	549.53	623.71	921.66	1,261.08
应付账款	89.23	140.03	200.04	253.88	361.56
其他	172.23	141.06	163.52	173.42	179.24
流动负债合计	391.20	830.62	987.26	1,348.96	1,801.89
长期借款	0.00	120.00	121.20	158.82	194.65
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	139.95	179.51	214.30
负债合计	415.01	970.12	1,127.22	1,528.47	2,016.19
少数股东权益	39.93	112.35	132.18	166.44	212.68
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	2,296.90	2,732.47	3,294.25
其他	-584.86	-530.52	-530.52	-530.52	-530.52
股东权益合计	2,283.32	2,613.05	2,987.09	3,456.91	4,064.93
负债和股东权益总	2,698.33	3,583.18	4,114.30	4,985.38	6,081.12

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	328.89	408.44	443.07	544.96	703.00
折旧摊销	73.60	102.57	28.89	33.57	37.38
财务费用	3.94	13.99	23.48	31.15	43.38
投资损失	-33.89	-3.65	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-16.11	-254.52	-590.66	-679.57	-863.98
其它	-307.12	-187.79	20.87	34.84	47.29
经营活动现金流	49.32	79.03	-74.36	-35.05	-32.94
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	788.91	1,118.15	1,482.95
股权融资	-21.50	-67.57	-23.48	-31.15	-43.38
其他	-220.89	-210.91	-759.44	-898.88	-1,260.42
筹资活动现金流	-43.64	391.05	5.99	188.12	179.15
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	-129.60	73.25	96.51

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,488.78	1,969.98	2,685.28	3,600.97	4,807.29
营业成本	683.41	911.02	1,254.03	1,739.27	2,355.57
营业税金及附加	11.33	17.33	22.56	29.78	40.80
营业费用	253.25	332.06	472.23	633.77	846.08
管理费用	144.09	185.31	322.23	432.12	576.87
财务费用	7.93	13.24	23.48	31.15	43.38
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	572.13	715.28	924.97
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	569.25	711.41	920.60
所得税	71.79	93.19	105.31	131.61	170.31
净利润	328.89	408.44	463.94	579.80	750.29
少数股东损益	16.87	34.31	20.87	34.84	47.29
归属于母公司净利润	312.02	374.13	443.07	544.96	703.00
每股收益(元)	0.56	0.67	0.79	0.98	1.26

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	39.77%	32.32%	36.31%	34.10%	33.50%
营业利润	33.32%	26.04%	12.62%	25.02%	29.32%
归属于母公司净利润	24.29%	19.91%	18.42%	23.00%	29.00%
获利能力					
毛利率	54.10%	53.75%	53.30%	51.70%	51.00%
净利率	20.96%	18.99%	16.50%	15.13%	14.62%
ROE	13.91%	14.96%	15.52%	16.56%	18.25%
ROIC	17.19%	18.89%	17.11%	17.49%	18.77%
偿债能力					
资产负债率	15.38%	27.07%	27.40%	30.66%	33.15%
净负债率	-1.19%	2.39%	-1.47%	3.57%	3.01%
流动比率	4.47	2.79	2.87	2.71	2.63
速动比率	3.55	2.13	2.20	1.97	1.92
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	4.31	4.21
总资产周转率	0.59	0.63	0.70	0.79	0.87
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.67	0.79	0.98	1.26
每股经营现金流	0.09	0.14	-0.13	-0.06	-0.06
每股净资产	4.02	4.48	5.12	5.90	6.90
估值比率					
市盈率	32.91	27.44	23.17	18.84	14.60
市净率	4.58	4.11	3.60	3.12	2.67
EV/EBITDA	28.36	22.59	17.44	14.33	11.43
EV/EBIT	33.34	27.03	18.29	14.98	11.87

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