

公司研究/首次覆盖

2020年04月14日

医药生物/医疗器械 II

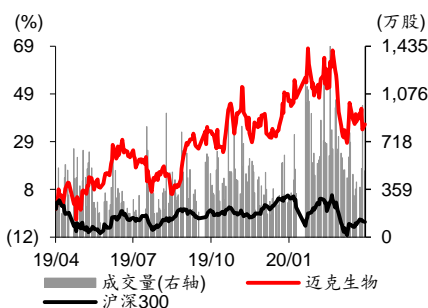
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 27.63
合理价格区间(元): 36.09~38.46

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

高鹏 021-28972068
联系人 gaopeng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

发光进入收获期的 IVD 一站式供应商 迈克生物(300463)

短期看发光引领自产板块提速，长期看平台型 IVD 企业综合竞争力

公司早年从代理进口 IVD 产品起家，后逐渐转型自产并深耕多年：1) 自产：主力机型 i3000 已经过 2019 第一年的大规模投放，公司化学发光业务正式进入收获期，带动自产 IVD 板块步入全面上升通道，我们预计自产板块 19-22 年收入 CAGR 约 25%；2) 代理：公司近年逐渐战略性弱化代理业务，我们预计代理收入 19-22 年 CAGR 在 20% 以下。我们看好公司定位 IVD 平台型企业的全面布局，预计公司 19-21 年 EPS 为 0.95/1.18/1.42 元，首次覆盖公司，给予“买入”评级，目标价 36.09-38.46 元。

化学发光：平台升级打入高端，仪器投放奠定试剂销售，高速增长可期

2018 年，公司化学发光试剂收入约 3.70 亿元 (yoy+32.6%)，我们预计 19-22 年 CAGR 超 30%，基于：1) i3000 平台升级打入高端，仪器性能跻身国产第一梯队，相比传统 IS1200，i3000 在测试速度、系统稳定性、更低的设备故障率等方面具备全方位优势；2) 仪器投放稳步推进，奠定试剂高速增长基础，我们预计 19 年 i3000 与 IS1200 合计出库在 650-700 台，20 年发光合计出库约 900 台；3) i3000 检测项目数快速补齐，19 年底已获批 29 项，目前立项已超 120 项；4) 公司目前份额小，进口替代空间大。

生化：量值溯源优+产品力突出+流水线带动，收入增速持续快于行业

公司生化收入 11-18 年 CAGR 约 18% (vs 行业 11%)，我们预计 19-22 年 CAGR 约 15%，持续快于行业增速，基于：1) 量值溯源能力是 IVD 领域核心竞争力之一，公司是中国第一家对生化试剂校准品进行溯源赋值的企业，并参与多项量值溯源相关教材和书籍的编写及国际和国内 IVD 行业标准的制定，量值溯源能力国际领先；2) 公司产品定位偏高端，更长的效期、特有的抗药物干扰性等特点打造突出竞争力；3) 公司于 19 年 11 月正式推出流水线，产品性能打入国产第一梯队，我们预计 20 年有望签单 40-50 条，装机约 30 条，后续有望显著带动生化及免疫试剂的销售。

其它：新冠试剂盒有望显著增厚业绩，长期定位打造 IVD 一站式解决方案

目前海外疫情蔓延对新冠检测试剂盒需求旺盛，我们保守估计该产品全年收入贡献约 3 亿元，有望增厚净利润 15-20 个百分点。公司目前已成为国内 IVD 领域产品最齐全的企业之一，未来随着流水线、血球、凝血、血型、病理、尿液、分子诊断等产品陆续成熟，平台型企业竞争力有望不断验证。

自产步入收获期的 IVD 龙头，首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 19-21 年归母净利润为 5.28/6.60/7.94 亿元，同比增长 19%/25%/20%，当前股价对应 20-21 年 PE 估值仅 23x/19x (对应 20 年自产板块估值仅 26x)。基于 2020 年业绩，采用 SOTP 方法，考虑 i3000 上市时间较晚，目前化学发光收入增速略低于国产主要对手，给予自产板块 36~38x 估值 (可比公司平均 54x)、代理板块 14-16x 估值 (可比公司平均 15x)，对应目标价 36.09-38.46 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：试剂招标降价，产品销售不达预期，研发进度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	557.70
流通 A 股 (百万股)	376.76
52 周内股价区间 (元)	19.52-34.17
总市值 (百万元)	15,409
总资产 (百万元)	505.16
每股净资产 (元)	5.39

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,970	2,685	3,223	3,908	4,557
+/-%	32.32	36.31	20.01	21.26	16.60
归属母公司净利润 (百万元)	374.13	444.94	527.97	660.11	794.42
+/-%	19.91	18.92	18.66	25.03	20.35
EPS (元, 最新摊薄)	0.67	0.80	0.95	1.18	1.42
PE (倍)	41.19	34.63	29.19	23.34	19.40

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

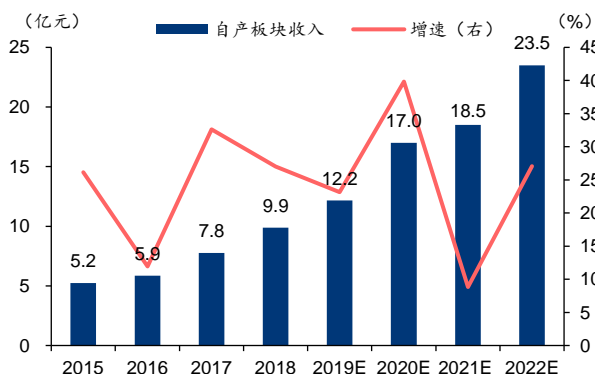
正文目录

投资要点	3
代理起家，逐渐转型自产的国产 IVD 龙头	6
自产：短期看发光引领提速，长期看平台型 IVD 综合竞争力	8
化学发光：平台升级，试剂补齐，提速可期	8
平台升级打入高端，仪器性能跻身国产第一梯队	9
仪器投放稳步推进，奠定试剂增长基础，单产提升空间大	10
检测项目数快速补齐，目前已立项超 120 项	11
跻身优质赛道，份额仍较小，进口替代空间较大	12
生化：量值溯源优+产品力突出+流水线带动，收入增速持续快于行业	13
量值溯源能力优秀，构筑生化核心壁垒	13
产品竞争力突出，高端市场继续进口替代	14
后续流水线放量有望显著带动生化试剂销售	15
新冠试剂盒有望显著增厚 20 年业绩，长期定位 IVD 一站式解决方案	16
血球：快速装机，稳健增长可期	16
新冠试剂盒：批量出口，有望显著增厚 20 年业绩	17
代理：战略上逐渐弱化，预计短期增速下降	18
盈利预测与估值	19
盈利预测	19
估值分析	20
PE/PB - Bands	21
风险提示	21

投资要点

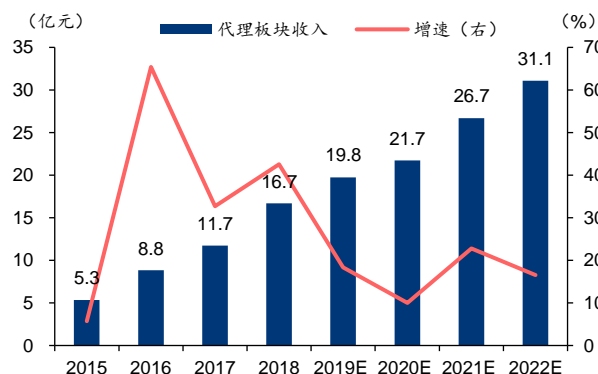
自产板块进入全面上升通道，代理板块战略性弱化。公司早年从代理进口 IVD 产品起家，后逐渐转型自产并深耕多年。1) 自产：2019 年是公司自产化学发光主力机型 i3000 首次开始大规模投放的一年，2020 年起正式进入收获期，带动自产板块进入全面上升通道。我们预计自产板块 19-22 年收入 CAGR 约 25%，为业绩增长引擎。2) 代理：目前公司旗下共有 13 家渠道类子公司，基本遍布全国各个大区。2018 年起，公司的并购步伐明显减缓，逐渐战略性弱化代理业务，转而聚焦自产产品的研发生产和销售。我们预计代理业务 19-22 年收入 CAGR 在 20% 以下。

图表1：公司自产板块收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：公司代理板块收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

化学发光：平台升级打入高端，仪器稳步投放，试剂快速补齐，高速增长可期。2018 年，公司化学发光试剂收入约 3.70 亿元 (yoy+32.6%)，我们预计 19-22 年收入 CAGR 在 30% 以上，基于：1) i3000 平台升级打入高端市场，仪器性能跻身国产第一梯队，相比传统 IS1200，i3000 在测试速度、系统稳定性、更低的设备故障率等方面全面升级；2) 仪器投放稳步推进，奠定试剂高增长基础，我们预计 19 年 i3000 与 IS1200 合计出库 650-700 台，20 年发光设备 (i3000+i1000+IS1200) 合计出库约 900 台；3) i3000 检测项目数快速补齐，19 年底已获批 29 项，目前立项已超 120 项，后续有望快速补齐；4) 公司化学发光 17 年市场份额仅约 1.3%，凭借性价比及技术逐渐成熟，进口替代空间大。

图表3：公司化学发光仪器 i3000 与 IS1200 的性能对比



IS1200 全自动化学发光仪

定位中低端：二级及以下医院

测试速度：120 测试/小时

平台原理：间接发光

特点：稳定性、低故障率等不如后者



i3000 全自动化学发光仪

定位中高端：二级及以上医院

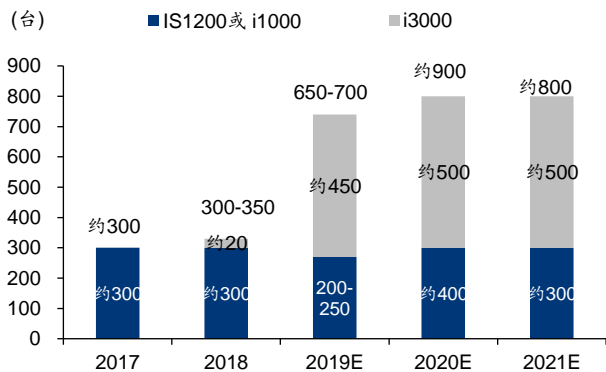
测试速度：300 测试/小时

平台原理：直接发光

特点：系统稳定性好、设备故障率低

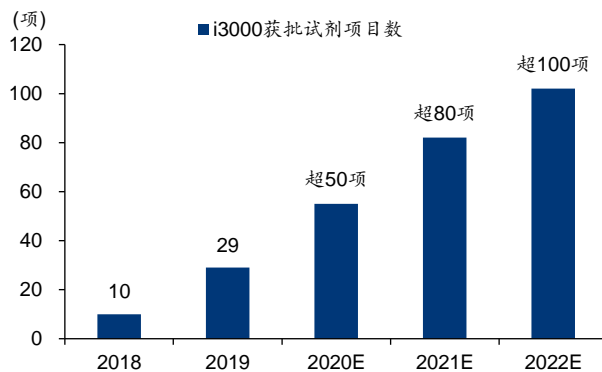
资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

图表4：公司化学发光仪器每年投放量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：公司i3000仪器获批试剂项目数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

生化：量值溯源能力优秀+产品竞争力突出+流水线带动，增速有望持续高于行业。公司生化试剂 2018 年收入约 5.56 亿元 (yoy+23.9%)，我们预计 19-22 年 CAGR 约 15%，持续实现高于行业的增速，基于：1) 量值溯源能力是 IVD 领域核心竞争力之一，公司是中国第一家对生化试剂校准品进行溯源赋值的企业，并参与多项量值溯源相关教材和书籍的编写及国际和国内 IVD 行业标准的制定，量值溯源能力国际领先；2) 公司产品定位偏高端，更长的效期、特有的抗药物干扰性等特点体现突出的竞争力；3) 公司于 19 年 11 月正式推出生化免疫流水线，产品性能打入国产第一梯队，我们预计 20 年签单 40-50 条，装机约 30 条，后续有望显著带动生化及免疫试剂的销售。

图表6：迈克生物具有国际一流的量值溯源能力

迈克生物：国际一流的量值溯源能力和国际一级的参考方法

- 2005年：开启量值溯源工作
- 2010年：成为国际临床化学与检验医学联合会会员
- 2013年：成为获得CNAS医学参考实验室认可的企业
- 2015年：成为了欧盟标准物质委员会IRMM合作单位，承担参考物质赋值工作
- 2015年：迈克生物参考系统进入了JCTLM医学参考测量实验室列表行列

连续10年在IFCC举办的RELA实验中全部项目成绩合格

参与国际和国内的IVD行业标准制定，物质定值，溯源相关书籍编写

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新冠试剂盒有望显著增厚业绩，公司已成为国内 IVD 领域产品最齐全的企业之一。血球是公司自产第三大产品，18 年收入约 3000 万元，目前体量较小，处于快速装机放量阶段(预计 19-22 年收入 CAGR 约 50%)。目前海外新冠疫情快速蔓延，检测试剂盒需求旺盛，我们预计公司日产能约 10 万人份，假设每人份试剂盒单价在 40-60 元，保守估计全年收入贡献约 3 亿元，增厚净利润 15-20 个百分点。经过多年积累，公司已成为国内 IVD 领域产品最齐全的企业之一，产品布局涵盖生化、免疫、血球、凝血、快速检测 (POCT)、输血、病理、尿液、分子诊断等多个领域，几乎包括所有 IVD 品类。未来，随着新产品陆续成熟，公司作为平台型 IVD 企业的综合竞争力有望不断被验证。

图表7: 迈克生物新冠试剂盒业绩弹性测算

日产能 (万人份)	单价 (元/人份)	满产周期 (月)	收入贡献 (亿元)	净利率 (假设)	净利润贡献 (亿元)
10	40-60	2	2.4-3.6	30%	0.72-1.08
10	40-60	3	3.6-5.4	30%	1.08-1.62
10	40-60	4	4.8-7.2	30%	1.44-2.16

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司自产板块产品汇总 (截至 2020 年 4 月 13 日)

产品平台	试剂类	仪器类
生化平台	肝脏功能类检测试剂、肾脏功能类检测试剂、糖代谢类检测试剂、脂代谢类检测试剂、特殊蛋白类检测试剂、离子及其他类检测试剂等	C800 全自动生化分析仪
化学发光平台	传染性类检测试剂、生殖激素类检测试剂、甲状腺功能类检测试剂、肿瘤标志物类检测试剂、唐筛筛查类检测试剂、优生优育类检测试剂、糖代谢类检测试剂、炎症类检测试剂等	IS 1200 化学发光分析仪 i 3000 化学发光分析仪 i 1000 化学发光分析仪
血球平台	血细胞配套检测试剂	F560、F580、F800、F810、F880、F800S、F810S、F880S
凝血平台	止血与血栓检测试剂	H 2600 全自动凝血分析仪、H-04 半自凝血分析仪
快速检测平台	胶体金检测试剂、干式荧光免疫检测试剂	R 01 干式荧光免疫分析仪
输血产品平台	ABO 正反定/RhD 血型卡、抗人球蛋白卡、ABO 正定/RhD 血型卡、Rh 血型抗原检测卡	T-02 试剂卡孵育器、T-24 医用离心机
病理产品平台	巴氏染色液	PC 2000 液基薄层细胞制片机
尿液平台	尿酸	尿酸测定试剂盒
分子诊断	新型冠状病毒 2019-nCoV 核酸检测试剂	新型冠状病毒 2019-nCoV 核酸检测试剂盒 (荧光 PCR 法)

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 36.09-38.46 元。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 5.28/6.60/7.94 亿元，同比增长 18.7%/25.0%/20.3%。基于 2020 年业绩，采用 SOTP 方法，参考可比公司估值，我们给予自产 IVD 板块 20 年 36~38x 估值（可比公司 20 年平均 PE 为 54x）、代理 IVD 板块 20 年 14-16x 的估值（可比公司 20 年平均 PE 为 15x），对应目标价 36.09-38.46 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表9: 2014-2021 年公司归母净利润及增速

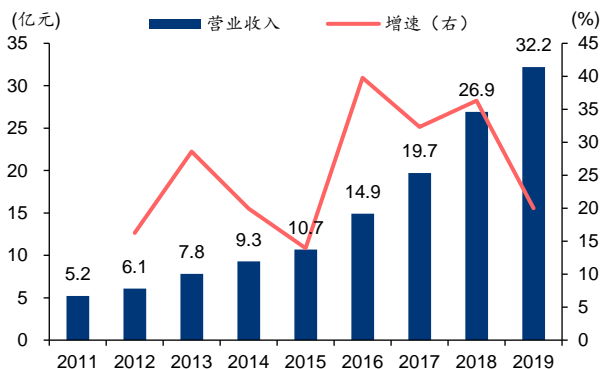


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

代理起家，逐渐转型自产的国产 IVD 龙头

业绩增长稳健。迈克生物成立于1994年，2015年于上交所上市，主营各类体外诊断产品的研发、生产、销售和服务。公司业绩增长稳健，2012-2019年收入复合增速约26%，归母净利润复合增速约20%。

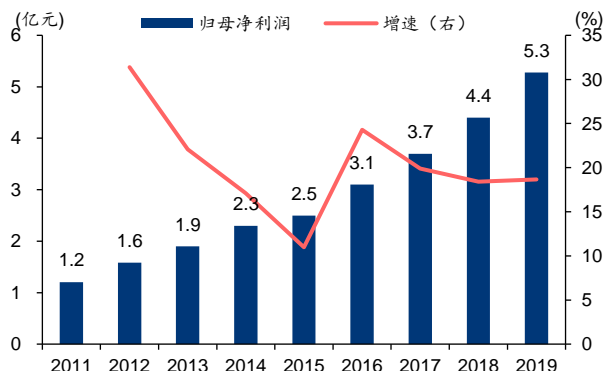
图表10：2012-2019年公司收入及增速



注：2019年为业绩快报数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11：2012-2019年公司归母净利润及增速



注：2019年为业绩快报数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

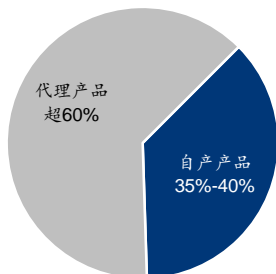
代理起家，目前自产占据利润端主导。公司早期从代理进口 IVD（日立、希森美康、雅培、生物梅里埃等）产品起家，近年在代理基础上逐渐转型自产。我们预计2019年公司自产收入占比已达35%-40%，且由于自产利润率水平较高，其净利润占比预计约70%。

图表12：公司代理外资品牌产品情况

品牌	主要代理产品	用途	主要市场
日立	全自动生化分析仪	用于临床生化指标分析	二三级医院
希森美康	血球/尿沉渣分析仪及试剂	血细胞检验/尿液检验	二三级医院
生物-梅里埃	微生物分析仪及试剂	微生物分离鉴定	二三级医院
伯乐	血型/合血卡分析仪及试剂	输血配型及血型鉴定	三级医院
碧迪	标本采集系统	检验前的样本采集的耗材等	三级医院
凯杰	分子诊断仪器及试剂	检测患者体内遗传物质的结构或表达水平	二三级医院

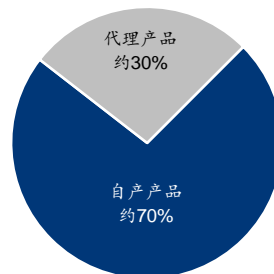
资料来源：公司公告，公司招股说明书，华泰证券研究所

图表13：公司收入拆分（2019E）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

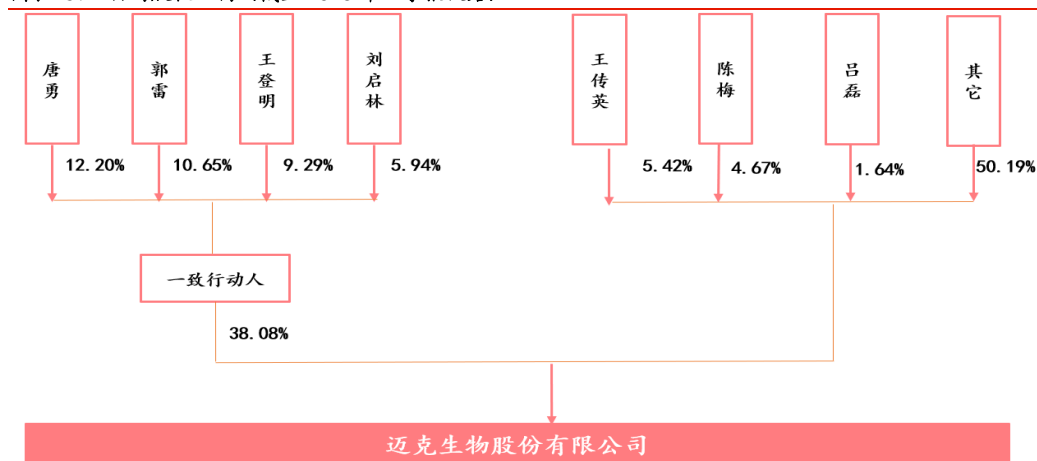
图表14：公司归母净利润拆分（2019E）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

管理层持股。董事长唐勇和其他三位董事（郭雷、王登明、刘启林）为公司共同实际控制人，截至19年三季报，合计持有公司38.08%的股份。

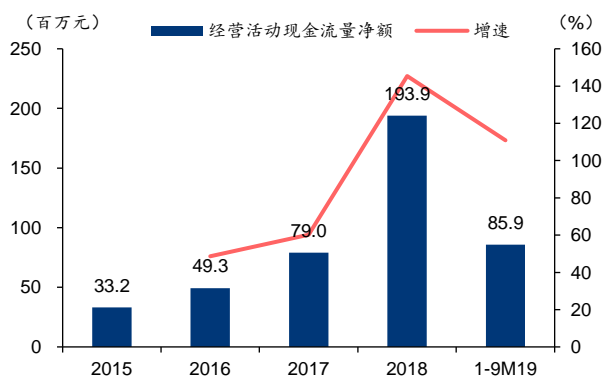
图表15: 公司股权结构 (截至2019年三季报披露)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

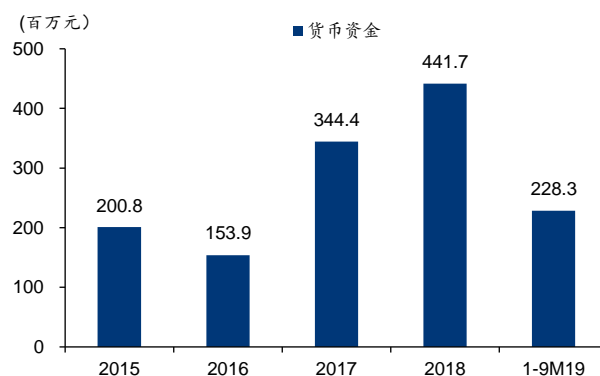
渠道并购减缓, 现金流逐渐改善。近年来, 公司逐渐聚焦自产业务的发展, 减缓对代理渠道商的并购节奏, 且不断完善现金流管理, 现金流情况不断改善。公司 1-9M19 经营性现金流量净额为 0.86 亿元, 同比增长 110.8%。

图表16: 公司经营性现金流量净额



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表17: 公司货币资金变化



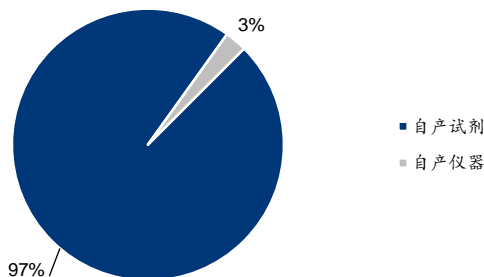
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

自产：短期看发光引领提速，长期看平台型 IVD 综合竞争力

发光引领提速，流水线放眼长期，业绩步入全面上升通道。公司自产板块以自产试剂为主（2018年收入占比97%），包括化学发光试剂、生化试剂、血球等其它试剂，2018年收入占比分别为39%、58%和4%。我们预计，公司自产试剂收入19-22年CAGR约25%，主要基于：

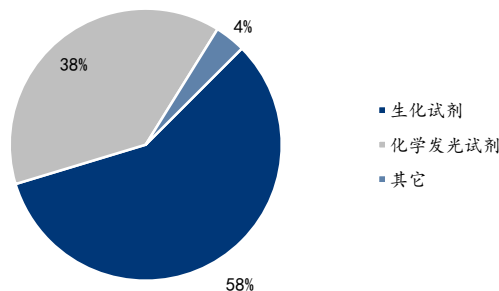
- 1) 化学发光：**2018年收入约3.70亿元（yoy+32.6%），考虑平台升级打入高端市场，仪器稳步投放，试剂项目数快速补齐，叠加流水线带动试剂销售，我们预计19-22年化学发光试剂收入CAGR在30%以上。
- 2) 生化：**2018年收入约5.56亿元（yoy+23.9%），考虑公司量值溯源能力优异+产品竞争力突出+流水线带动放量，我们预计19-22年生化试剂收入CAGR约15%；
- 3) 血球等其它试剂：**传统产品体量较小，逐渐打入高端，仪器加大投放，快速增长可期。同时，新冠检测试剂盒批量出口有望显著增厚2020年业绩（我们保守估计有望增厚3亿元收入及15-20个百分点的净利润）。未来，随着血球、凝血、血型、病理、尿液、分子诊断、POCT等产品陆续成熟，实验室整体解决方案综合竞争力有望不断被验证。

图表18：2018年公司自产产品收入拆分



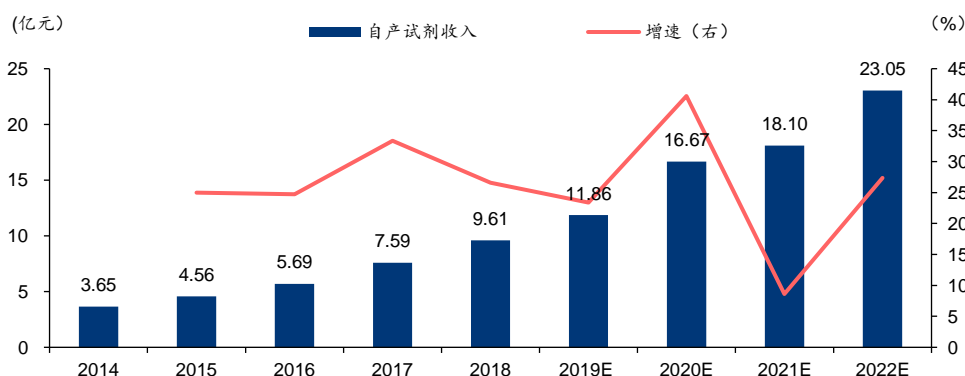
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表19：2018年公司自产试剂内部收入拆分



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表20：2014-2022年公司自产试剂收入及增速

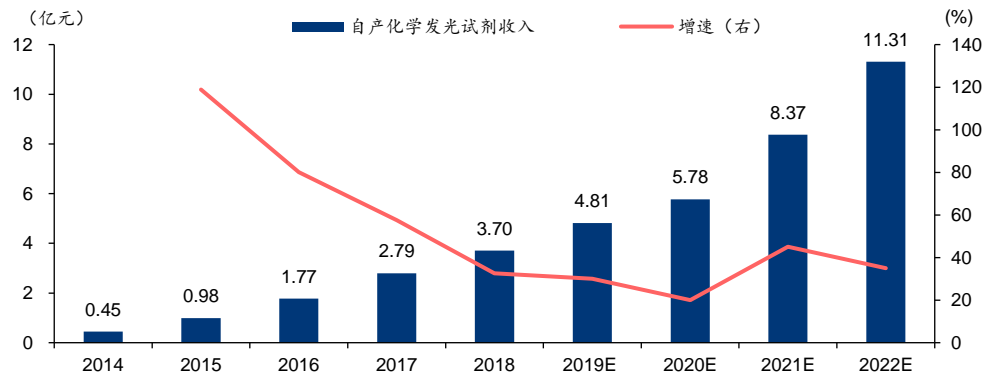


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

化学发光：平台升级，试剂补齐，提速可期

化学发光进入收获期，高速增长可期。公司于2011年推出化学发光仪器及配套试剂后切入化学发光领域，2018年，公司化学发光试剂收入约3.70亿元，同比增长32.6%，我们预计19-22年有望保持30%以上的复合增长，基于：1) 平台升级打入高端，i3000仪器性能跻身国产第一梯队；2) 仪器投放稳步推进，奠定试剂高增长基础，单产提升空间大；3) 检测项目数快速补齐，提供放量先行条件；4) 公司当前份额较小，进口替代空间较大。

图表21： 2014-2021 年公司自产化学发光试剂收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

平台升级打入高端，仪器性能跻身国产第一梯队

内部平台升级打入高端市场。2017 年之前，公司主力机型一直为定位中低端市场的 IS1200，直到 2017 年 8 月推出直接发光仪器 i3000。i3000 采用磁微粒吡啶酯直接化学发光新技术，产品定位中高端市场，主要进军二级及以上医院。与 IS1200(定位中低端市场)相比，i3000 测试速度更快(300 测试/小时 VS 120 测试/小时)，设备故障率更低，系统稳定性更好，为全面升级的直接发光新平台。

图表22： i3000 与 IS1200 仪器性能对比

项目	i3000	IS1200
获批时间	2017 年 8 月	2011 年
单机测试速度	300 测试/小时	120 测试/小时
技术平台	采用磁微粒吡啶酯直接化学发光技术	以鲁米诺为底物的酶促间接化学发光
流水线能力	流水线联接	N/A
模块化能力	可实现模块化组合	N/A
出报告时间	结果最短报告时间 14min	相对更长
故障率	低，可远程故障诊断	相对较高
系统稳定性	更好	相对不如前者
市场定位	二级及以上医院的中高端市场	二级及以下医院基层市场
其它特点	试剂不停机加载、耗材不停机更换、自动复检，自动开关机、样本携带污染率,小于 0.1PPM、维护方便，自动执行等	方法学上，酶促受到检测环境 Ph 温度等的影响较大，产品稳定性不如直接发光

资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

外部横向对比，i3000 性能跻身国产第一梯队。目前国内市场上外资化学发光厂商主要是罗氏、雅培、西门子、贝克曼，内资厂商包括迈瑞、安图、新产业、迈克等。与国产的几家主力仪器相比，公司的 i3000 单机测试速度领先(300 测试/小时 VS 迈瑞的 480 测试/小时、安图的 200 测试/小时、新产业的 280 测试/小时)、结果最短报告时间仅 14 分钟，且试剂可不停机加载，耗材可不停机更换，仪器性能已跻身国产第一梯队。2019 年，迪安诊断 38 家实验室的化学发光产品公开招标，公司的 i3000 产品独家中标甲功和传染病两大项目，作为国产中标尤其是甲功项目实属难得，更加印证 i3000 的突出产品力。

图表23: 化学发光领域国产和进口主力机型对比

分类	公司	主力机型	原理	单机最大测试速度 (次/小时)	上市状态	主要特点
国产	迈瑞医疗	CL-6000i	间接发光	480	已上市	智能一站式耗材管理, 创新设计的反应杯中转运, 仪器自动维护
	安图生物	A2000 Plus	间接发光	200	已上市	最多支持四模块联机, 试剂、耗材均可实现不停机连续加载
	迈克生物	I3000	直接发光	300	已上市	结果最短报告时间 14 分钟, 试剂不停机加载, 耗材不停机更换
	新产业	MAGLUMI 4000 Plus	直接发光	280	已上市	第一个测试结果 16 分钟, 144 个样本位
进口	罗氏	Cobas e801	电发光	300	已上市	最多可提供 192 个试剂通道, 不停机添加样本、试剂、耗材等
	雅培	Alinity i	直接发光	200	已上市	内置保护措施可防止出现试剂混淆、重新装载及探针碰撞等人为错误, 使用便捷
	西门子	ADVIA Centaur XPT	直接发光	200	已上市	不停机添加样本、试剂、耗材等, 自动日常维护保养, 18 分钟出第一个结果
	贝克曼	Unicel Dxl 800	间接发光	400	已上市	不停机添加样本、试剂、耗材等, 测定耗时短随机化

资料来源: 各公司官网, NMPA 官网, 华泰证券研究所

仪器投放稳步推进, 奠定试剂增长基础, 单产提升空间大

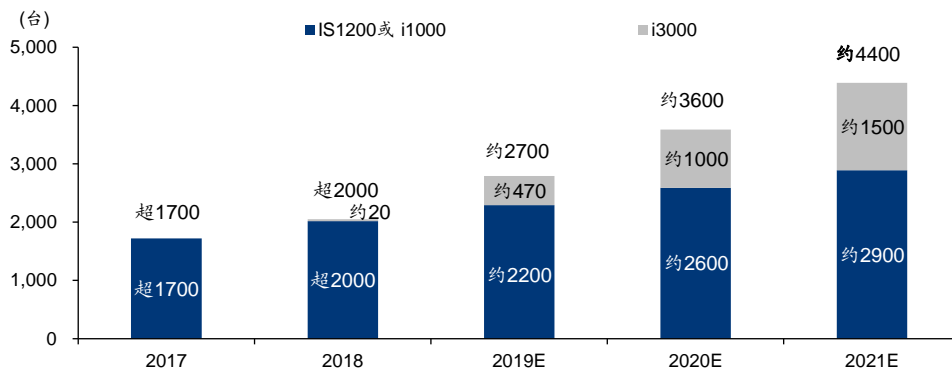
仪器逐渐补齐, 横跨各级市场。2019 年以前, 公司化学发光仪器包括 IS1200 和 i3000, 两者定位不同级别市场, 但由于平台的方法学不同, 试剂不能通用。公司于 2020 年 1 月推出与 i3000 同一平台的 i1000 产品, 其定位中低端市场 (平均测试速度 180 次/小时), 我们预计未来将逐渐替代 IS1200, 与 i3000 合力补齐各级市场需求。

图表24: 公司化学发光仪器横跨各级市场



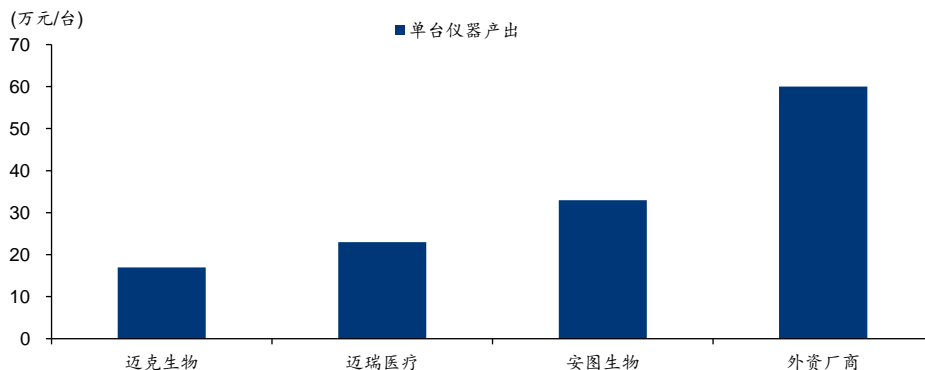
资料来源: 公司公告, 公司官网, 华泰证券研究所

仪器投放进展顺利, 新老产品齐发力。公司仪器投放稳步推进, 截至 2018 年底, IS1200 累计装机量约 2000 台, i3000 约 20 台。我们预计 19 年 i3000 出库量约 450 台, IS1200 出库量约 230 台, 合计出库 650-700 台, 奠定 2020 年试剂销售基础。展望 2020 年, 我们预计 i3000 出库量约 500 台, i1000 出库约 300 台, IS1200 清理剩余库存预计投放约 100 台, 合计投放量预计约 900 台, 奠定 2020 年试剂销售基础。2019 年为 i3000 的初始导入期, 我们预计近 50% 的投放为替换原有 IS1200 市场, 预计从 2020 年起, 伴随产品逐渐被认可, i3000 将逐渐发力二级及以上医院新增市场, 实现快速装机。

图表25： 公司化学发光仪器累计保有量

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

仪器单产提升潜力大。2018年，公司化学发光仪器基本都是IS1200，其单产达到约20万元/台水平。2019年，由于i3000替代了部分IS1200的核心客户，IS1200单产略有下降，我们预计其19年单产约15万元/台。而i3000由于替代原有产品及检验项目集中（我们预计19年收入中约80%来自传染病）等原因，短期单产较高，我们预计其19年单产超40万元。综合IS1200和i3000，我们预计公司19年整体单产在15-20万元/台，低于国产迈瑞、安图同期水平，与外资厂商相比则差距更大。考虑到后续试剂上量及高端i3000贡献占比提升等原因，我们预计公司未来单台产出提升潜力仍较大。

图表26： 各厂商化学发光整体仪器单产对比（2019E）

资料来源：各公司公告，各公司官网，华泰证券研究所

检测项目数快速补齐，目前已立项超120项

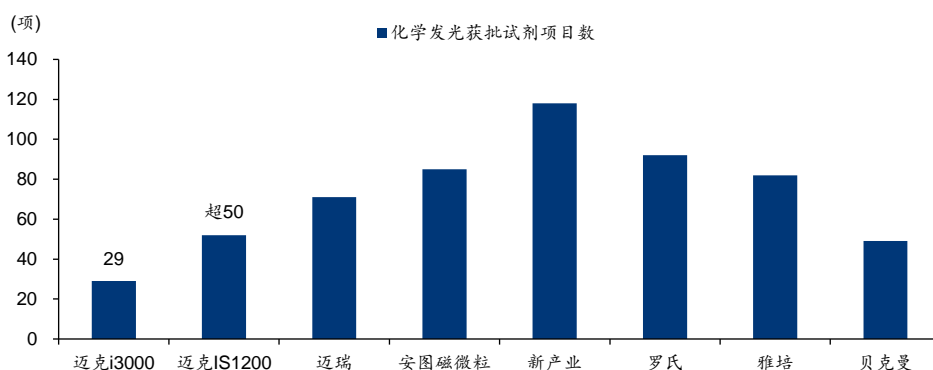
i3000项目数快速补齐缩小差距，目前已立项超120项。公司原有发光仪器IS1200当前获批的项目数超50个。i3000仪器获批后，配套试剂项目数快速补齐。截至2019年底，i3000累计获批项目数达29个，主要集中在传染病（8项）、甲功（7项）、肿瘤标志物（7项）等领域，虽然与外资及国产主要竞争对手相比检测项目数仍较少，但公司目前立项已超120项，后续有望快速补齐。我们预计2020年i3000累计获批项目数有望超50项，2021年达到80项以上，届时将能充分满足各类型检测需求，为放量提供充分支持。

图表27: 公司 i3000 仪器获批试剂项目数 (截至 2019 年底)

传染病 8 项	甲功 7 项	肿瘤标志物 7 项	心肌 4 项	其它 3 项
丙型肝炎 (HCV)	促甲状腺激素	甲胎蛋白	肌钙蛋白 I	铁蛋白
人类免疫缺陷病毒 (HIV)	总甲状腺素	糖类抗原 19-9	N 末端脑钠肽前体	降钙素原
梅毒螺旋体抗体 (TP)	总三碘甲状腺原氨酸	癌胚抗原	肌酸激酶同工酶	抗环瓜氨酸肽抗体
乙型肝炎病毒核心抗体 (HBcAb)	游离甲状腺素	糖类抗原 125	肌红蛋白	
乙型肝炎病毒 e 抗体 (HBeAb)	游离三碘甲状腺原氨酸	前列腺特异性抗原		
乙型肝炎病毒 e 抗原 (HBeAg)	抗甲状腺过氧化物酶抗体	糖类抗原 15-3		
乙型肝炎病毒表面抗体 (HBsAb)	抗甲状腺球蛋白抗体	总前列腺特异性抗原		
乙型肝炎病毒表面抗原 (HBsAg)				

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表28: 国内市场上主要化学发光厂商检测试剂项目数 (截至 2019 年底)

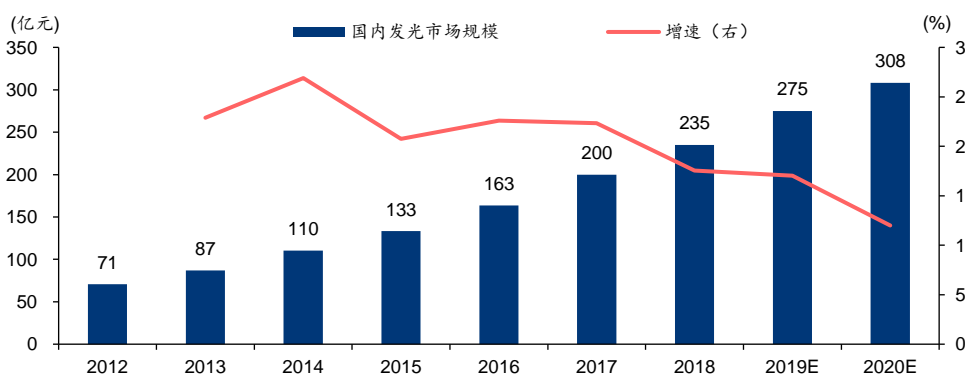


资料来源: 各公司公告, 各公司官网, NMPA 官网, 华泰证券研究所

跻身优质赛道, 份额仍较小, 进口替代空间较大

跻身化学发光优质赛道, 体量大、增速快、壁垒高。化学发光因线性范围宽、灵敏度高、特异性强、自动化程度高等特点已替代酶联免疫成为最主流的免疫诊断方法。根据中国医学装备协会数据, 以出厂口径计算, 2018 年我国化学发光市场规模约 235 亿元, 2012-2018 年 CAGR 约 22%, 显著高于 IVD 行业平均增速。

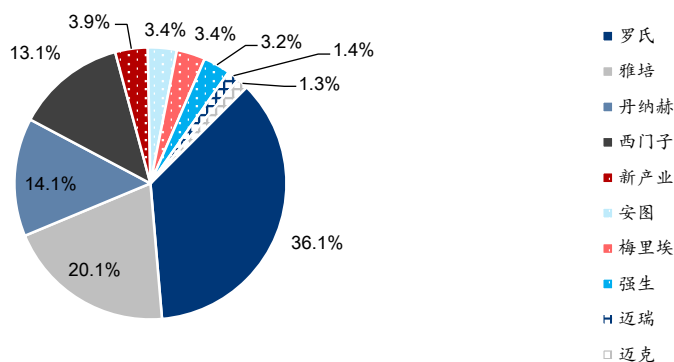
图表29: 国内化学发光市场规模及增速



资料来源: 中国医学装备协会, 华泰证券研究所

市场份额较小, 未来提升潜力较大。不同于生化诊断, 化学发光因酶的特异性, 基本必须使用封闭系统 (仪器和试剂同一厂商), 且其对检验准确度要求较高, 因此壁垒较高, 2017 年时近 90% 的份额仍被外资占据。近年来, 以迈瑞、新产业、安图、迈克为代表的国产企业, 技术逐渐成熟, 不断推出高端仪器产品, 在很多细分检测领域已媲美外资。2017 年时, 公司化学发光市场份额仅约 1.3%, 未来凭借技术成熟、产品逐渐被认可、以及较好的性价比优势等有望逐渐进口替代, 提升行业份额。

图表30： 2017 年中国化学发光竞争格局



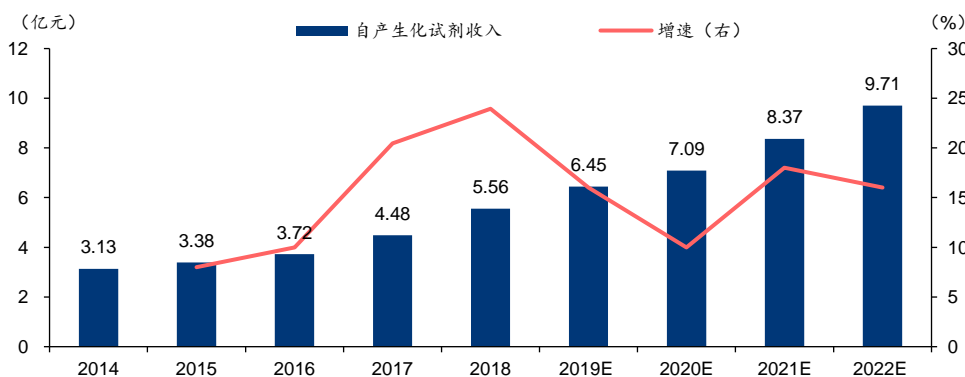
注：新产业不包括国外销售；安图生物包括磁微粒和微孔板两种

资料来源：各公司公告，火石创造，华泰证券研究所

生化：量值溯源优+产品力突出+流水线带动，收入增速持续快于行业

生化试剂稳健增长可期。公司自产生生化试剂 2018 年收入约 5.56 亿元，同比增长 23.9%，我们预计 19-22 年生化试剂收入 CAGR 约 15%，基于：1) 公司量值溯源能力国产领先，市场占有率持续提升；2) 补齐自产生生化仪器，产品竞争力突出；3) 后续流水线放量有望带动生化试剂销售。

图表31： 公司自产生生化试剂收入及增速

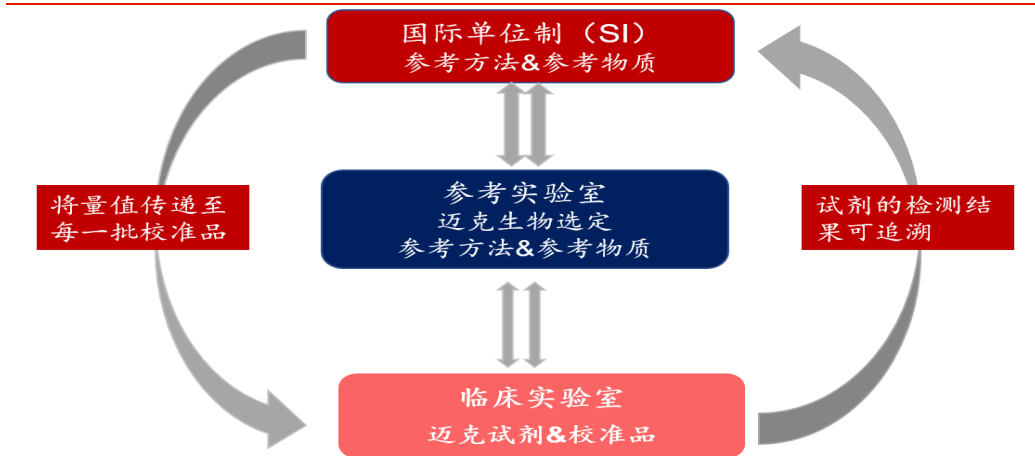


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

量值溯源能力优秀，构筑生化核心壁垒

优秀的量值溯源能力是 IVD 企业核心竞争力之一。量值溯源是对整个检测系统,包括仪器、试剂、校准品和操作流程进行验证,将检测结果的准确性追溯到国际最高等级的参考方法或者有证参考物质,是检验医学标准化的唯一途径。对于体外诊断产品,准确性是刚性要求,因此具备良好的量值溯源能力、保证检测结果的准确性、可追溯性至关重要,尤其对于生化诊断产品(开放系统较多)。

图表32: 量值溯源示意图



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

迈克量值溯源能力国际一流，构筑核心壁垒。公司是中国第一家对产品的生化试剂校准品进行溯源赋值的企业，并参与多项量值溯源相关教材和书籍的编写及国际和国内的 IVD 行业标准的制定，从行业标准的践行者变为国际标准的制定者，彰显实力。优异的量值溯源能力保证了公司生化产品的核心竞争力，使得公司产品得以不断打入多家大型三级医院。

图表33: 迈克在量值溯源技术推广方面参与编写的教材和书籍

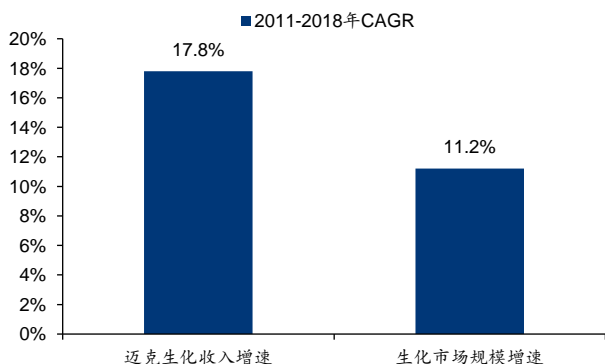
名称	属性	完成日期
《应用参考测量程序对酶催化活性浓度赋值及其不确定度定指南》	行业标准	2016年3月
《生化分析仪用校准物》	行业标准	2017年11月
《临床生物化学检验实验指导》	教材	2015年8月
《检验医学量值溯源相关的法律法规和标准浅析》	专业书籍	2015年8月
《生物医学实验室测量不确定度评定案例与分析》	专业书籍	2015年9月

资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

产品竞争力突出，高端市场继续进口替代

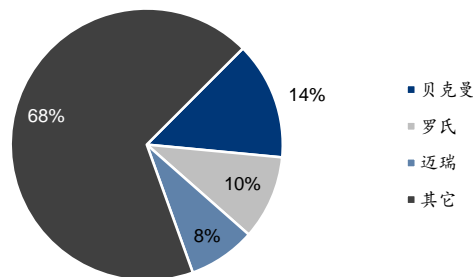
公司生化收入增速持续快于行业（11-18年 CAGR 17.8% vs 行业 11.2%）。基于：1) 定位高端：与国产其它生化厂家大多定位中低端市场不同，公司生化产品配套日立、贝克曼、西门子等的高端仪器，结合自身完整的高端试剂解决方案，持续打入高端市场，进口替代空间广阔；2) 更长的有效期：公司目前生化试剂效期最长达 24 个月，为经销商的营运、客户的使用带来很大便利，降低了综合运营成本；3) 特有的抗药物干扰性：行业领先的抗药物干扰的技术特点和性能优势，更有助于临床准确评估和诊断治疗；4) 自产陆续补齐：公司首个自产生化仪器 C800 于 19 年获批，充分结合自身的量值溯源能力保证产品竞争力。同时，C2000 已经在研，我们预计有望于 2021 年获批，进一步巩固优势。

图表34: 迈克生化收入增速明显快于行业



资料来源：中国医学装备协会，公司公告，华泰证券研究所

图表35: 国内生化诊断市场格局（2016年）



资料来源：中国医学装备协会，华泰证券研究所

后续流水线放量有望显著带动生化试剂销售

检验流水线化是 IVD 行业大势所趋。检验流水线又称实验室自动化系统 (LAS)，是指不同分析仪器与分析前后的样本处理系统通过自动化以及信息网络进行连接，在信息流的主导控制下，从而形成大规模实验室常规自动化检验过程，其中应用最广泛的是生化免疫检验流水线。因流水线具有检验效率高、人为干扰少、安全性好、优化流程显著降低人工成本等优势被认为是 IVD 行业的发展趋势。

图表36: 流水线与普通检验对比

项目	流水线	普通检验
效率	全自动检验样本,提高检测和发报告速度	中间步骤较多,流程复杂,检验速度较慢
质量	减少人工操作,避免人工处理样本错差,方便进行质量认证	人工操作产生样本准备和处理误差
安全性	减少工作人员与样本接触,提高生物防护水平	操作人员接触样本,具生物感染风险
经济性	优化工作流程,人工成本下降	需大量人工操作,劳动力成本较高

资料来源:《装备管理与医疗信息化》,华泰证券研究所

公司流水线已上市,处于国产领先地位,后续有望显著带动试剂销售。目前国内市场只有罗氏、雅培、贝克曼、西门子等外资厂商的流水线实现规模化应用,国产主流 IVD 厂家尚未大规模投放。公司的生化免疫流水线产品于 19 年 11 月正式推出,其利用自身的 i3000 免疫仪器搭配日立的样品前处理系统 PAM 及全自动生化分析仪,产品性能优异,打入国产第一梯队。我们认为 20 年起,公司流水线产品将会优先在成都及其它西南地区三级医院重点推广,20 年有望签单 40-50 条,装机约 30 条。检验流水线处理样品量大,且通常每条流水线会与医院客户签订 3-5 年的试剂使用合同。因此,随着流水线的不断装机,后续有望显著带动公司生化及免疫试剂的销售。

图表37: 进口及国产主流流水线厂家及代表产品一览

厂家	流水线名称	免疫仪器	最大测试速度	生化仪器	最大测试速度	主要特点
罗氏	罗氏 cobas® 8000	cobas® e 801 免疫模块	300 次/小时	cobas® c 702 生化模块	2000 次/小时	由 5 种模块组成,包括生化 c 702、c 701、c 502 模块,免疫 e 602 模块和电解质 ISE 模块,达 44 种组合方式
雅培	Architect ci16200	Architect i2000SR	200 次/小时	Alinity c 生化模块	1600 次/ 小时或以上	4 模块连接的模块机系统,以应对更高速的生化免疫需求
贝克曼	UniCel Dx C 880i Synchron Access	UniCel Dx I 800	400 次/小时	UniCel Dx C 800 Synchron	1440 次/小时	多达 150 个菜单项目及 120 个同时测试项目,
西门子	Dimension® EXL with LM	CentaurXP	240 次/小时	NA	NA	在一个单一平台上,集成了经验证的生化检测和免疫检测功能
安图生物	Autolas A-1 Series/ Autolas B-1 Series	A2000 Plus	200 次/小时	FX8 模块 (东芝)	2000 次/小时	全球首家磁悬浮轨道,循环多轨道技术,不分杯情况下生化免疫一管血方案
迈克生物	NA	i3000	300 次/小时	LST 008 AS (日立)	2000 次/小时	结合迈克优秀的量值溯源能力,可确保检测结果的精准性
迈瑞医疗	M6000	CL-6000i	480 次/小时	BS-2000	2000 次/小时	创新整合了生化、免疫、血液、凝血四大自主检测系统,中国首条全自主检测模块
新产业	Biolumi 8000	MAGLUMI 4000 Plus	280 次/小时	Biossays BC2200	1600 次/小时	射频识别技术读取试剂盒全部信息,瞬间完成,国际首创

资料来源:各公司官网,各公司公告,华泰证券研究所

新冠试剂盒有望显著增厚 20 年业绩，长期定位 IVD 一站式解决方案

逐渐完成全产业链布局，成为国内 IVD 领域产品最齐全的企业之一。对于 IVD 企业而言，若只做一两个细分板块，则天花板较低且缺乏协同作用，必须逐渐做大做全自身产品线，夯实综合竞争力。经过多年积累，公司已具备研发制造 IVD 仪器、试剂、校准品和质控品的系统化专业能力，逐渐完成全产业链布局。目前，公司自主产品涵盖生化、免疫、快速检测、血液、分子诊断、病理、原材料等多个技术平台，已成为国内体外诊断生产企业中产品品种最为丰富的企业之一。

图表38：迈克生物自产 IVD 板块产品一览

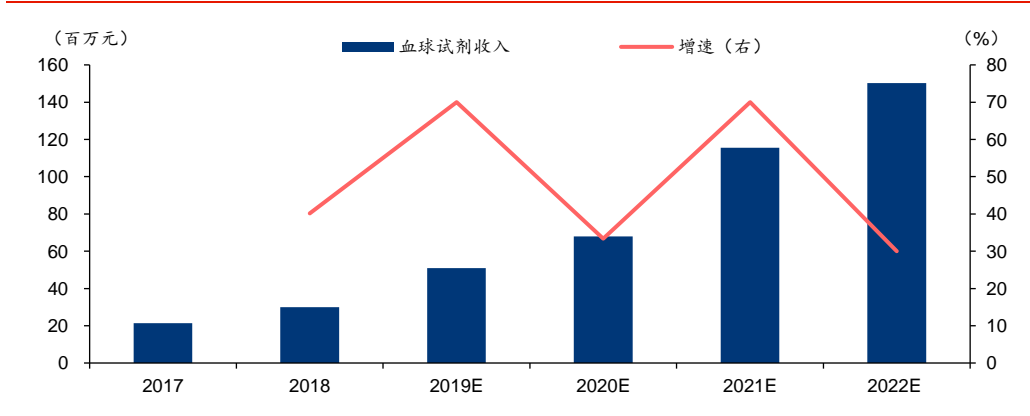


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

血球：快速装机，稳健增长可期

血球目前体量较小，处于快速放量阶段。血球是公司自产部分的第三大产品，18 年收入约 3000 万元，19 年同比增速有望超 70% 达到约 5000 万元。目前，公司的血球仪器已形成系列化产品，包括 F580、F560 及 F800（2020 年 1 月获批），并实现快速装机。我们预计公司 19 年血球仪器装机超 700 台，20 年有望实现约 1000 台装机。公司血球产品体量尚小，我们预计在仪器快速装机的带动下，血球收入有望保持快速增长。

图表39：公司血球试剂收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新冠试剂盒：批量出口，有望显著增厚20年业绩

公司的新冠试剂盒性能领先，灵敏度和特异性高。2020年3月1日，公司的新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（荧光PCR法）获得国家药监局批准上市，随后的3月5日，该产品获得欧盟准入资格。公司的新冠检测试剂盒为三重靶标设计，较一个靶标和两个靶标设计的试剂盒能更大程度避免新冠病毒的漏检，临床试验显示试剂盒拥有良好的试剂性能，灵敏度和特异性高，检验耗时相对较短。

商务部规范新冠试剂应用，限制国内未获批产品出口。目前，国家药监局已应急批准23个新型冠状病毒检测产品，其中核酸检测试剂15个，抗体检测试剂8个。3月以来，以欧美为代表的海外地区疫情迅速蔓延且暂无下降趋势，对新冠试剂盒需求旺盛。此前，部分国内未获批的新冠试剂盒大量出口造成竞争乱象，针对这一现象，商务部于3月31日发文规范行业竞争及产品质量，要求出口海外的新冠试剂盒必须获得国家药监局批准。

公司新冠试剂盒二季度起有望显著增厚业绩。目前海外新冠试剂盒需求旺盛，我们预计公司日产能约10万人份，假设每人份试剂盒单价在40-60元，保守估计全年收入贡献约3亿元，净利润贡献15-20个百分点。

图表40：国内已获批的新冠检测试剂盒一览（截至4月13日）

序号	公司名称	产品名称
1	之江生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（荧光PCR法）
2	迈克生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（荧光PCR法）
3	华大生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（联合探针锚定聚合测序法）
4	华大生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（荧光PCR法）
5	达安基因	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（荧光PCR法）
6	圣湘生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（荧光PCR法）
7	上海伯杰	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（荧光PCR法）
8	博奥晶芯	六项呼吸道病毒核酸检测试剂盒（恒温扩增芯片法）
9	卓诚惠生	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（荧光PCR法）
11	明德生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（荧光PCR法）
12	优思达	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（恒温扩增-实时荧光法）
13	安邦生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（杂交捕获免疫荧光法）
14	上海复星	新型冠状病毒（2019-nCoV）核酸检测试剂盒（荧光PCR法）
15	仁度生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒（RNA捕获探针法）
16	万孚生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗体检测试剂盒（胶体金法）
17	英诺特	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂盒（胶体金法）
18	博奥赛斯	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒（磁微粒化学发光法）
19	博奥赛斯	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgG抗体检测试剂盒（磁微粒化学发光法）
20	和信健康	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒（胶体金法）
21	诺唯赞	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂盒（胶体金法）
22	丽珠集团	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂盒（胶体金法）
23	万泰凯瑞	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗体检测试剂盒（磁微粒化学发光法）

资料来源：NMPA，华泰证券研究所

代理：战略上逐渐弱化，预计短期增速下降

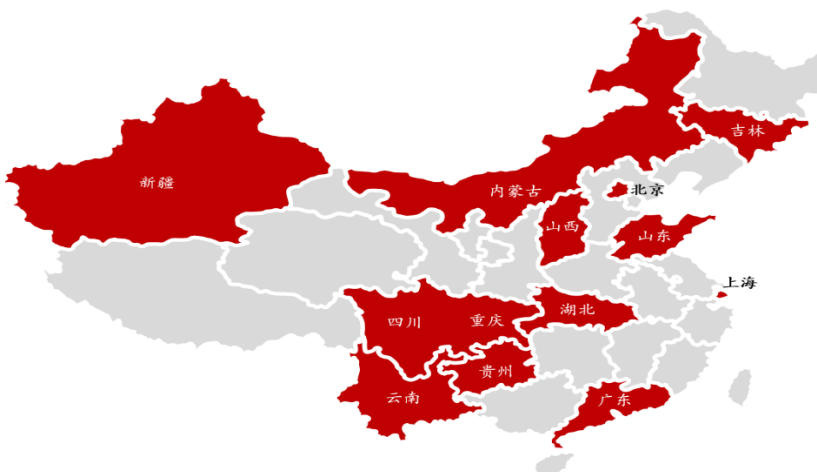
战略性弱化代理业务。公司代理业务主要通过下面的渠道类子公司进行。截至 2019 年半年报，公司旗下共有 13 家渠道类子公司，基本遍布全国各个大区。2018 年起，公司的并购步伐明显减缓，逐渐弱化代理业务，转而聚焦自产产品的研发生产和销售。我们预计公司 19-22 年的代理业务收入 CAGR 在 20% 以下。

图表41：公司 13 家渠道类子公司情况（截至 2019 半年报披露）

子公司名称	设立方式	成立/收购时间	公司持股	负责区域
云南迈克	自建	2001 年	100%	西南
贵州迈克	自建	2003 年	100%	西南
迈克实业	自建	2005 年	100%	西南
重庆征途	自建	2005 年	100%	西南
湖北迈克	自建	2015 年	51%	华中
吉林迈克	自建	2015 年	45%	东北
内蒙古迈克	自建	2016 年	45%	华北
新疆迈克	自建	2016 年	30%	西北
北京迈克	自建	2016 年	45%	华北
广州瑞华	收购	2016 年	72.5%	华南
山东迈克	自建	2017 年	45%	华东
上海迈可优	收购	2017 年	100%	华东
山西迈克	自建	2018 年	45%	华北

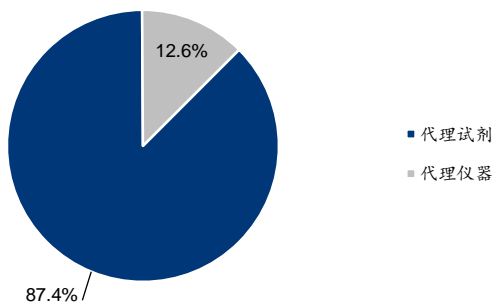
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表42：公司渠道类子公司全国布局情况（截至 2019 半年报）



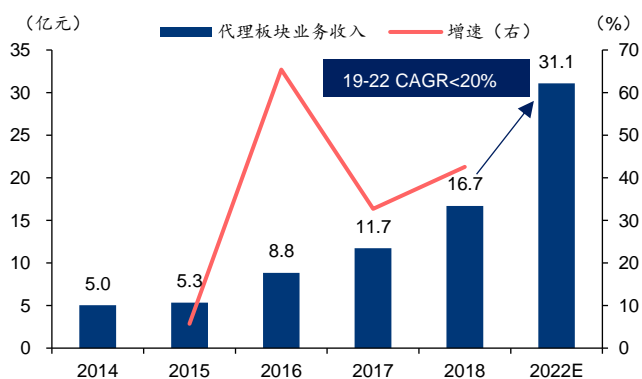
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表43：公司代理业务收入拆分（2018 年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表44：公司代理业务收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

我们预计 19-21 年，公司自产板块在化学发光带动下逐渐提速，代理板块由于战略性弱化预计收入增速略有下降。我们预计公司 19-21 年营业收入分别为 32.23/39.08/45.57 亿元，同比增长 20%/21%/17%，归母净利润达到 5.28/6.60/7.94 亿元，同比增长 19%/25%/20%。

盈利预测及关键假设：

1.自产试剂：公司自产试剂 2018 年收入为 9.61 亿元，同比增长 26.6%。我们认为，2019 年是 i3000 首次开始大规模投放的一年，2019 年作为过渡，后续发光试剂逐渐上量有望带动自产试剂板块提速，我们预计 19-22 年自产试剂收入 CAGR 约 25%。自产试剂 2018 年毛利率为 80.4%，预计随着高毛利率化学发光试剂收入占比提升，整体毛利率稳中有升，预计 19-22 年分别为 82.0%/81.0%/82.5%/82.6%（20 年化学发光收入占比下降）：

1) 化学发光试剂：2018 年，公司自产化学发光试剂收入约 3.70 亿元，同比增长 32.6%（1H19 增速 29.2%）。公司发光仪器 i3000 打入国产第一梯队，19 年起开始大规模投放，随着后续仪器投放后试剂逐渐上量，发光试剂收入有望提速，同时考虑 20 年疫情负面影响可能造成低基数，我们预计化学发光试剂 19-22 年收入增速为 30%/20%/45%/35%。

2) 生化试剂：公司自产生生化试剂 2018 年收入约 5.56 亿元，同比增长 23.9%（1H19 增速 14.4%），考虑公司量值溯源能力国产领先、自身产品竞争力突出且后续流水线放量有望带动生化试剂销售，叠加 20 年疫情负面影响，我们预计公司生化试剂 19-22 年收入增速为 16%/10%/18%/16%。

3) 其它试剂：公司其它试剂 2018 年收入约 0.35 亿元，同比增长 11.3%。目前其它自产试剂中主要为五分类血球产品，血球 1H19 收入增速为 68.8%。血球产品目前体量较小，且处于快速装机阶段，仪器装机后有望逐渐带动试剂销售实现高增长，叠加 20 年疫情负面影响，我们预计血球 19-22 年收入增速为 70%/33%/70%/30%。目前海外新冠试剂盒需求旺盛，我们保守估计其全年对公司收入贡献约 3 亿元，净利润贡献约 1 亿元。

2.自产仪器：2018 年，公司自产仪器收入为 0.26 亿元，同比增长 45.4%（1H19 增速-1.7%）。公司自产仪器早期销售比例较大，后期偏重免费投放带动试剂的增长，目前体量较小，增速波动较大。我们预计 19-22 年自产仪器收入增速相对稳定，考虑 20 年疫情负面影响，预计 19-22 年收入增速为 15%/10%/20%/15%。2018 年，自产仪器毛利率为 26.1%，我们预计自产仪器毛利率随着收入体量增大略有提升，预计 19-22 年为 26.2%/26.3%/26.4%/26.5%。

3.代理业务：2018 年，公司代理业务收入为 16.69 亿元，同比增长 42.5%（1H19 增速为 22.4%），18 年增速较快主因含同期并购新增并表影响。因后续公司战略性弱化代理业务，我们预计其收入增速呈下降趋势，叠加 20 年疫情负面影响，预计 19-22 年增速为 18.3%/10.0%/22.8%/16.5%。毛利率由于战略性弱化预计稳中有降（1H19 为 36.5%），预计 19-22 年为 36.5%/35.0%/34.5%/34.0%。

4.销售费用率：2018 年，公司销售费用率为 16.9%。考虑 i3000 等新产品仍处于推广重要阶段、且 20 年疫情影响下物流、防护等成本提升，我们预计公司 19-21 年销售费用率为 17.2%/18.2%/17.3%。

5.管理（含研发）费用率：2018 年，公司管理（含研发）费用率为 9.1%。考虑长期发展，预计公司将继续保持较高的研发投入，但随着销售体量的增加，预计规模效应也将逐渐凸显，同时考虑 20 年疫情影响下物流、防护等成本提升，我们预计公司 19-21 年管理（含研发）费用率分别为 9.6%/10.2%/9.5%。

图表45: 公司收入及毛利率拆分

(单位: 百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1489	1970	2685	3223	3908	4557
增速	39.8%	32.3%	36.3%	20.0%	21.3%	16.6%
毛利率	54.1%	53.8%	51.8%	53.0%	54.5%	53.4%
自产试剂						
收入	569	759	961	1186	1667	1810
增速	24.7%	33.3%	26.6%	23.4%	40.6%	8.6%
毛利率	75.7%	78.6%	80.4%	82.0%	81.0%	82.5%
化学发光试剂						
收入	177	279	370	481	578	837
增速	80.0%	57.6%	32.6%	30.0%	20.0%	45.0%
生化试剂						
收入	372	448	556	645	709	837
增速	10.0%	20.5%	23.9%	16.0%	10.0%	18.0%
其它试剂						
收入	20	32	35	60	380	136
增速	1.2%	58.4%	11.3%	70.0%	537.6%	-64.2%
自产仪器						
收入	17	18	26	30	33	39
增速	-75.1%	7.2%	45.4%	15.0%	10.0%	20.0%
毛利率	32.9%	38.0%	26.1%	26.2%	26.3%	26.4%
代理业务						
收入	882	1171	1669	1975	2173	2668
增速	65.4%	32.7%	42.5%	18.3%	10.0%	22.8%
毛利率	39.7%	37.2%	35.0%	35.5%	34.0%	33.4%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 公司费用率情况

项目	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售费用率	17.0%	16.9%	16.9%	17.2%	18.2%	17.3%
管理(含研发)费用率	9.7%	9.4%	9.1%	9.6%	10.2%	9.5%
财务费用率	0.5%	0.7%	1.8%	2.0%	2.1%	1.8%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

估值分析

运用 SOTP 方法, 我们认为公司 2020 年合理市值在 201.3 亿~214.5 亿元, 主因:

1) 利润端拆分: 根据盈利预测, 我们预计公司 2020 年归母净利润为 6.60 亿元, 因自产板块利润率水平较高, 所以其净利润占比显著高于收入端, 我们预计 19 年自产板块归母净利润占比约 70%, 20 年考虑新冠试剂盒影响, 我们预计自产板块归母净利润占比约 75%, 对应 4.95 亿元, 代理板块归母净利润占比约 25%, 对应 1.65 亿元。

2) 自产 IVD 板块: 化学发光为公司自产板块核心产品, 相比迈瑞、安图等厂家, 公司核心仪器 i3000 上市时间较晚, 目前化学发光收入增速略低于迈瑞、安图等厂家。根据可比公司估值, 我们给予自产 IVD 板块 20 年 36~38x 估值(可比公司 20 年平均 PE 为 54x), 对应市值 178.2 亿元~188.1 亿元。

3) 代理 IVD 板块: 公司代理业务布局多年, 目前体量较大且客户粘性较强。代理业务可比公司较少, 参考润达医疗估值(塞力斯暂无 wind 一致预期), 我们给予公司代理 IVD 板块 20 年 14-16x 的估值(可比公司 20 年平均 PE 为 15x), 对应市值 23.1 亿元~26.4 亿元。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 **36.09-38.46** 元。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 5.28/6.60/7.94 亿元，同比增长 18.7%/25.0%/20.3%。基于 2020 年业绩，采用 SOTP 方法，参考可比公司估值，我们给予自产 IVD 板块 20 年 36~38x 估值（可比公司 20 年平均 PE 为 54x）、代理 IVD 板块 20 年 14-16x 的估值（可比公司 20 年平均 PE 为 15x），对应目标价 36.09-38.46 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表47：迈克生物可比公司估值

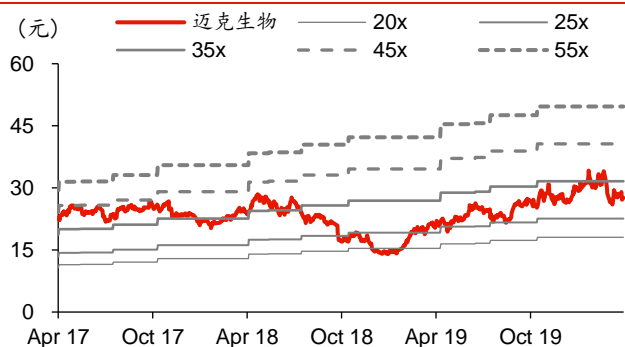
公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS CAGR (%)	P/E(x)			PEG
			2019-2021E	2019E	2020E	2021E	
自产板块							
安图生物	124.22	535	28.8	73	56	43	1.95
迈瑞医疗	260.70	2,925	23.1	68	55	46	2.39
万孚生物	77.60	245	31.4	69	50	38	1.59
平均		1235	27.7	70	54	42	1.98
代理板块							
润达医疗	10.31	58	25.5	18	15	12	0.57
平均		58	25.5	18	15	12	0.57

注：除迈克生物外均采用 Wind 一致预期；定价日是 2020 年 4 月 13 日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表48：迈克生物历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49：迈克生物历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1) **试剂招标降价风险。**近年来招标政策趋严，公司的核心产品化学发光试剂、生化试剂等存在一定招标降价风险。
- 2) **产品销售不达预期风险。**行业未来可能面临市场竞争加剧、公司核心产品销售不达预期的风险。
- 3) **研发进度低于预期风险。**i3000 的配套试剂注册上市进度不达预期风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,318	2,961	4,569	4,519	4,937
现金	344.42	441.65	1,595	964.97	773.17
应收账款	1,126	1,479	1,769	2,143	2,493
其他应收账款	19.21	31.74	38.09	46.19	53.86
预付账款	118.40	151.77	177.53	208.61	249.26
存货	548.13	731.12	849.99	998.90	1,194
其他流动资产	162.57	126.13	139.84	157.31	173.86
非流动资产	1,265	1,595	2,072	2,627	3,244
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	850.84	1,117	1,538	2,020	2,568
无形资产	80.61	73.77	75.82	73.56	73.59
其他非流动资产	333.33	404.75	458.15	533.23	601.76
资产总计	3,583	4,556	6,641	7,146	8,180
流动负债	830.62	1,385	2,935	2,766	3,010
短期借款	549.53	943.75	2,417	2,149	2,278
应付账款	117.43	199.38	233.21	274.04	327.44
其他流动负债	163.66	241.42	284.94	342.47	404.17
非流动负债	139.50	306.95	356.98	420.76	481.17
长期借款	120.00	250.00	300.03	363.81	424.22
其他非流动负债	19.50	56.95	56.95	56.95	56.95
负债合计	970.12	1,691	3,292	3,187	3,491
少数股东权益	112.35	169.68	214.77	271.13	338.96
股本	558.00	558.00	557.70	557.70	557.70
资本公积	530.52	486.31	355.83	355.83	355.83
留存公积	1,412	1,782	2,220	2,775	3,437
归属母公司股东权益	2,501	2,826	3,134	3,688	4,350
负债和股东权益	3,583	4,687	6,641	7,146	8,180

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	79.03	193.91	421.77	534.00	736.05
净利润	394.55	473.27	593.39	706.81	852.59
折旧摊销	102.57	125.51	164.21	220.56	287.75
财务费用	0.00	0.00	64.56	80.74	83.55
投资损失	(3.65)	(2.80)	(2.80)	(2.80)	(2.80)
营运资金变动	(465.64)	(494.56)	(401.87)	(508.07)	(524.50)
其他经营现金	51.21	92.49	4.29	36.75	39.46
投资活动现金	(236.14)	(419.01)	(638.32)	(772.96)	(901.29)
资本支出	462.36	529.95	636.01	771.21	899.26
长期投资	(215.00)	(104.00)	2.32	1.75	2.03
其他投资现金	(11.22)	(6.94)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	391.05	277.35	1,369	(390.65)	(26.56)
短期借款	419.79	394.22	1,473	(267.75)	129.04
长期借款	120.00	130.00	50.03	63.78	60.41
普通股增加	0.00	0.00	(0.30)	0.00	0.00
资本公积增加	(54.33)	(44.21)	(130.48)	0.00	0.00
其他筹资现金	(94.41)	(202.66)	(23.05)	(186.69)	(216.01)
现金净增加额	233.95	52.25	1,153	(629.60)	(191.80)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,970	2,685	3,223	3,908	4,557
营业成本	911.02	1,294	1,514	1,779	2,126
营业税金及附加	17.33	24.77	29.72	36.04	42.02
营业费用	332.06	453.34	554.31	711.22	788.30
管理费用	185.31	244.93	308.41	399.38	432.88
财务费用	13.24	48.75	64.56	80.74	83.55
资产减值损失	20.58	33.45	24.63	27.09	29.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.65	2.80	2.80	2.80	2.80
营业利润	494.10	588.59	729.95	877.16	1,057
营业外收入	0.29	0.45	0.45	0.45	0.45
营业外支出	6.65	2.02	2.02	2.02	2.02
利润总额	487.74	587.03	728.38	875.59	1,056
所得税	93.19	113.76	134.99	168.78	203.12
净利润	394.55	473.27	593.39	706.81	852.59
少数股东损益	34.31	37.99	45.08	56.36	67.83
归属母公司净利润	374.13	444.94	527.97	660.11	794.42
EBITDA	623.98	789.78	979.35	1,201	1,454
EPS (元, 基本)	0.67	0.80	0.95	1.18	1.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	32.32	36.31	20.01	21.26	16.60
营业利润	26.04	17.77	18.61	24.97	20.31
归属母公司净利润	19.91	18.92	18.66	25.03	20.35
获利能力 (%)					
毛利率	53.75	51.80	53.02	54.48	53.35
净利率	18.99	16.57	16.38	16.89	17.43
ROE	15.77	17.13	18.11	19.35	19.77
ROIC	16.59	16.91	16.85	16.30	15.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.07	37.12	49.57	44.59	42.68
净负债比率 (%)	69.02	70.57	82.53	78.87	77.41
流动比率	2.79	2.14	1.56	1.63	1.64
速动比率	2.13	1.61	1.27	1.27	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.66	0.58	0.57	0.59
应收账款周转率	2.06	2.06	1.98	2.00	1.97
应付账款周转率	9.17	8.17	7.00	7.01	7.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.80	0.95	1.18	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.35	0.76	0.96	1.32
每股净资产(最新摊薄)	4.48	4.83	5.62	6.61	7.80
估值比率					
PE (倍)	41.19	34.63	29.19	23.34	19.40
PB (倍)	6.16	5.72	4.92	4.18	3.54
EV_EBITDA (倍)	24.70	19.51	15.73	12.83	10.60

免责声明

分析师声明

本人，代雯，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师代雯本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司