

## 医药行业

## 迈克生物（300463）

## 推荐（首次）

## 市场数据（2020-07-14）

收盘价（元） 59.50

52周最高/最低（元） 63.16/21.59

## 基础数据

总股本（百万股） 557.48

流通A股（百万股）

## 深耕化学发光的医学实验室整体解决方案供应商

## ——迈克生物深度报告

## 盈利预测

单位：百万元；每股单位：元

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,685.30	3,222.96	3,882.21	4,600.27	5,702.85
增速（%）	36.31%	20.02%	20.46%	18.50%	23.97%
归母净利润	444.93	525.26	680.63	811.11	1,019.21
增速（%）	18.92%	18.06%	29.58%	19.17%	25.66%
每股收益	0.80	0.94	1.22	1.45	1.83
市盈率	74.55	63.15	48.73	40.89	32.54

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

## 投资要点

- **公司是国内领先的医学实验室整体解决方案供应商。**公司以代理业务起家，后逐渐转型自产并深耕多年，目前自产业务贡献主要利润；代理和自产产品相互补充，可满足医学实验室 90%+ 检测需求，是国内领先的医学实验室整体解决方案供应商。
- **免疫：国内化学发光龙头企业之一，高端机型投放助推公司业绩持续高增长。**公司是国内化学发光龙头企业之一，所处赛道是 IVD 当前黄金赛道，成长确定性高、进口替代正当时。目前，公司化学发光平台产品已实现梯队化，可覆盖所有类型医院检测需求；高端机型 I3000 采用直接化学发光技术、可模块化、可连接流水线，契合高端医院装机趋势，凭借价格优势、传染病/甲功等优势项目可在高端医院实现快速放量。当前公司化学发光平台单机产出属于较低水平，随着 I3000 机型占比提升、直接化学发光配套项目逐步完善，化学发光板块未来高增长可期。
- **生化：公司生化产品竞争力突出，未来有望持续高增长。**近几年，公司生化板块实现高速增长，远超生化行业增速，目前已经处于国产生化第一梯队。公司生化产品凭借优异的量值溯源能力、试剂独有的抗药物干扰技术、自主开发的封闭式生化仪和生化免疫流水线等核心优势，未来有望持续高增长，抢占进口品牌部分市场份额，在生化领域的竞争力有望持续提高。

- **多赛道布局，打造医学实验室整体解决方案供应商。** 公司生化和化学发光诊断平台已经形成规模化，具备较强核心竞争力。在血液、分子、病理、POCT 等赛道布局多年，目前均进入收获期，即将贡献新的业绩增量，有望助力公司业绩长期高速增长。公司研发生产平台基本实现全方面覆盖各种体外诊断技术，打造医学实验室整体解决方案供应商可期。
- **研发持续高投入，为自主板块长期增长保驾护航。** 公司研发一直维持高投入，目前已形成原材料、试剂、仪器三大研发平台，除了不断有试剂和仪器转产外，抗原、抗体等核心原材料部分实现自产替代，打破原材料技术壁垒。公司目前在研项目高达 372 项，随着陆续转产，公司产品线有望不断丰富。
- **战略性逐步弱化代理业务，增强自主研发实力。** 公司目前拥有 13 家渠道类子公司，销售网络覆盖除港澳台外中国所有区域。公司从 2018 年下半年开始放缓渠道扩张速度，战略性弱化代理业务、增强自主研发实力，未来依托进口品牌知名度，促进公司自主产品销售。
- **新冠：短期贡献业绩增量，中长期利好化学发光平台发展。** 公司是国内首个获批新冠检测双证的企业，其产能位居行业前列。同时，在新冠试剂集采中硕果累累；率先出口欧美市场，分享海外需求。短期看，贡献较大业绩增量；中长期看，加速自产化学发光仪 I3000 装机，带动平台其他试剂销售，利好化学发光平台未来发展。
- **盈利预测与投资建议：** 我们预测公司 2020-2022 年的营业收入分别为 38.82、46.00、57.03 亿元；归母净利润分别为 6.81、8.11、10.19 亿元；每股收益分别为 1.22、1.45、1.83 元。公司是国内化学发光和生化诊断龙头企业之一，具备医学实验室整体解决方案供应商实力，未来具备长期成长性；首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险因素：** 新冠疫情不确定性风险，研发进度不达预期风险，产品销售低于预期风险，产品降价风险。

## 与市场不同的认识

### 1) 市场普遍低估了公司在生化诊断领域的竞争力。

公司不仅是国内四大化学发光龙头企业之一，更是国内生化诊断龙头企业。2019年，公司生化诊断板块销售收入为6.54亿元，同比增速为17.69%；而国产生化龙头九强生物2019年销售收入为8.41亿，同比增速仅为8.41%。虽然公司目前生化板块规模略小于九强生物，但公司生化产品具备优异的量值溯源能力、封闭式的生化分析仪C800、自主研发的生化免疫流水线、特有的抗药物干扰技术等核心竞争力，在高端医院可与进口品牌同台竞技，具备较强的进口替代实力，未来几年有望继续保持较快增长，增速预计远超我国生化诊断行业增速，在生化领域的竞争力有望进一步提高。

### 2) 市场可能低估了公司的长期成长性。

公司深耕体外诊断行业多年，早已从一家代理公司蜕变为体外诊断龙头。公司自产板块布局丰富，包括化学发光、生化、血球、血栓与止血、POCT、病理、化学发光等多个技术平台，具备成为医学实验室整体解决方案供应商实力。公司目前仅化学发光、生化、血球贡献了业绩，其余技术平台尚未贡献业绩增量，即将陆续进入收获期，支撑公司业绩长期保持高速增长。公司布局的几个赛道都具有较高成长性，形成了良好的产品梯队和技术梯队，公司长期成长性在行业内领先。

## 目 录

<b>1. 公司是国内领先医学实验室整体解决方案供应商</b>	<b>7</b>
1.1 代理+自产齐发力，为医学实验室提供整体解决方案	7
1.2 公司股权结构和核心管理团队较为稳定	8
1.3 公司业绩保持稳健快速增长	9
1.4 盈利能力和经营现金流不断改善	10
<b>2. 国内化学发光龙头企业，未来高速增长可期</b>	<b>10</b>
2.1 化学发光是 IVD 当前黄金赛道，成长确定性高	10
2.2 高端机型获批上市，国内化学发光龙头地位稳固	13
2.3 化学发光核心竞争力显著，在高端医院有望快速放量	15
2.4 随着直接化学发光平台放量，板块高速增长可期	16
<b>3. 公司生化产品竞争力突出，未来有望持续高增长</b>	<b>18</b>
3.1 我国生化行业发展早，行业增速放缓	18
3.2 凭借多种核心优势，公司生化板块有望保持高速增长	18
3.3 公司生化产品定位高端医院，可与进口品牌同台竞技	20
<b>4. 多赛道布局，打造实验室整体解决方案供应商</b>	<b>21</b>
4.1 血液：公司血球快速增长，凝血和血型产品即将贡献业绩增量	22
4.2 分子：布局分子诊断多年，刚进入收获期	25
4.3 病理：液基薄层细胞制片机获批上市，贡献业绩弹性	25
<b>5. 研发持续高投入，为自主板块长期增长保驾护航</b>	<b>26</b>
<b>6. 战略性逐步弱化代理业务，增强自主研发实力</b>	<b>28</b>
<b>7. 新冠短期贡献业绩增量，中长期利好化学发光平台发展</b>	<b>29</b>
7.1 国内首个获批新冠双证，产能位居行业前列	29
7.2 新冠短期贡献业绩增量，中长期利好化学发光平台发展	30
<b>8. 投资建议与估值</b>	<b>32</b>
8.1 盈利预测	32
8.2 估值与投资建议	34
<b>9. 风险因素</b>	<b>35</b>
9.1 新冠疫情不确定性风险	35
9.2 研发进度不达预期风险	35
9.3 产品销售低于预期风险	35
9.4 产品降价风险	35

## 插图目录

图 1: 公司是国内领先的医学实验室整体解决方案供应商.....	7
图 2: 迈克生物股权结构 (截止 2020 年一季报) .....	9
图 3: 迈克生物收入结构.....	9
图 4: 迈克生物毛利结构.....	9
图 5: 迈克生物营业收入 (万元) 及增速 .....	10
图 6: 迈克生物毛利结构.....	10
图 7: 公司近几年毛利率较为稳定 (%) .....	10
图 8: 公司经营性现金流量净额 (万元) 及增速 .....	10
图 9: 全球 IVD 市场规模 (亿美) 及增速 .....	11
图 10: 我国 IVD 市场规模 (亿) 及增速 .....	11
图 11: 免疫诊断是我国体外诊断中占比最大的板块.....	12
图 12: 化学发光国产化率极低 (按收入) .....	12
图 13: 化学发光是我国免疫诊断主流技术 .....	13
图 14: 我国化学发光市场规模 (亿元) 及增速 (%) .....	13
图 15: 国内化学发光市场格局呈现三大梯队.....	14
图 16: 公司自产化学发光检测试剂收入及增速 .....	16
图 17: 公司直接化学发光技术平台配套试剂数量 .....	16
图 18: 迈克生物直接化学发光平台配套项目有较大提升空间.....	17
图 19: 中国生化诊断市场规模 (亿) 及增速 (%) .....	18
图 20: 迈克生物自产生化试剂收入 (亿) 及增速 (%) .....	18
图 21: 2016 年我国生化诊断市场竞争格局 .....	19
图 22: 公司生化诊断产品核心竞争优势突出.....	20
图 23: 公司自主研发的全自动生化分析仪 C800 .....	21
图 24: 2014 年中国血球诊断市场竞争格局 .....	22
图 25: 公司血球试剂销售收入 (万) 及增速 (%) .....	23
图 26: 2018 年我国止血和血栓诊断市场格局.....	23
图 26: 全球血栓与止血市场规模 (亿美) 及增速 (%) .....	23
图 27: 国内血栓与止血诊断市场规模 (亿) 及增速 (%) .....	23
图 28: 公司自主研发的两款凝血分析仪 .....	24
图 29: 公司已获批上市的血型检测项目 .....	24
图 30: 全球分子诊断市场规模 (亿美元) 及增速 (%) .....	25
图 31: 我国分子诊断市场规模 (亿) 及增速 9% .....	25
图 29: 公司已获批上市的血型检测项目 .....	26
图 30: 研发人员数量及研发人员比重.....	27
图 31: 公司研发投入 (万)、研发投入占自产产品收入比重 .....	27
图 32: 研发投入集中在免疫和临床检验、分子和生化 .....	27
图 33: 2019 年底, 公司在研项目具体情况 .....	27
图 34: 公司代理业务收入结构(2018 年) .....	29
图 35: 公司代理业务收入 (亿) 及增速 (%) .....	29
图 36: 部分新冠核酸检测企业日产量 (万人份) .....	30
图 37: 部分新冠抗体检测企业日产量 (万人份) .....	30

## 表格目录

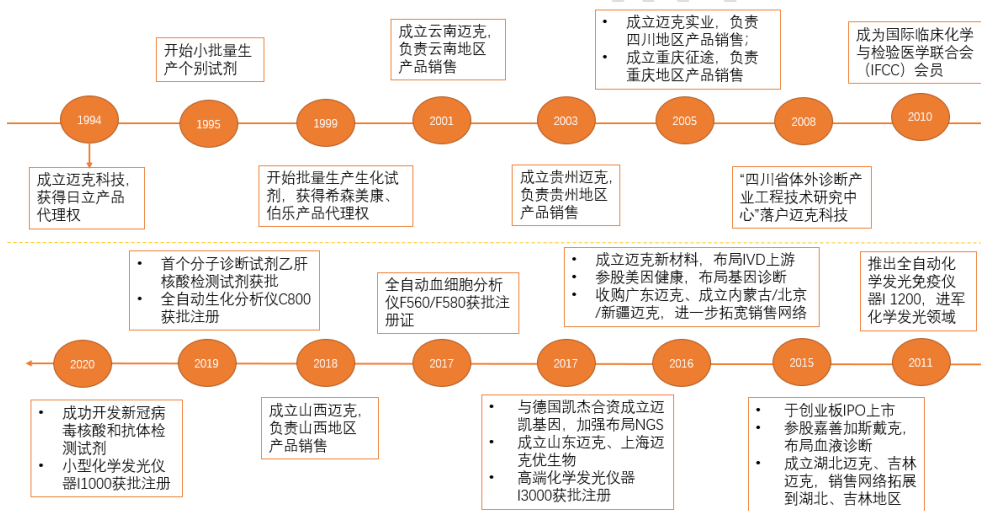
表 1: 公司目前实现自主生产的技术和产品情况 .....	7
表 2: 迈克生物限制性股票激励计划 .....	8
表 3: 体外诊断各种技术、方法及临床应用 .....	11
表 4: 直接化学发光是化学发光中最具竞争力的技术 .....	12
表 5: 公司化学发光检测仪器已形成梯队化, 可覆盖全部终端市场 .....	13
表 6: 国产和进口化学发光免疫主力机型对比 (中高端市场) .....	14
表 7: 公司化学发光平台配套检测项目情况 .....	17
表 8: 迈克生物参与制定的量值溯源方面的行业标准和专业书籍 .....	19
表 9: 国内及进口主流生化免疫流水线产品 .....	21
表 10: 公司拥有 13 家渠道类子公司 .....	28
表 11: 公司是国内首个获批新冠病毒检测双证的企业 .....	29
表 12: 目前, 全国已开展新冠病毒检测试剂集采省份的中标情况 .....	30
表 13: 分业务板块盈利预测 (单位: 万元) .....	33
表 14: 公司主要财务指标预测 (单位: 百万元) .....	34
表 15: 同行业可比公司估值对比分析 (数据截止到 2020 年 7 月 14 日) .....	35
表 16: 盈利预测表 .....	37
表 17: 主要财务指标 .....	38

# 1. 公司是国内领先医学实验室整体解决方案供应商

## 1.1 代理+自产齐发力，为医学实验室提供整体解决方案

公司是国内领先的医学实验室整体解决方案供应商。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、生产与销售。公司以代理国外龙头企业的体外诊断产品起家，后逐渐转型自产并深耕多年；目前已成功掌握生化、免疫、分子、血液、快速检测、病理等体外检测技术。公司是国内IVD全产业链和全产品线布局的龙头企业之一，产品种类位居行业前列；自产和代理产品相互补充，可满足医学实验室90%以上的检测需求，是国内领先的医学实验室整体解决方案供应商。

图1：公司是国内领先的医学实验室整体解决方案供应商



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

截止2019年底，迈克生物拥有423项产品注册数，其中试剂410项、仪器13项，已经成为国内体外诊断企业中产品品质最丰富的企业之一。

表1：公司目前实现自主生产的技术和产品情况

技术平台	仪器类产品	试剂类产品
生化诊断	C800 全自动生化分析仪	肝脏功能系列检测试剂 肾脏功能系列检测试剂 糖代谢系列检测试剂 脂代谢系列检测试剂 特殊蛋白系列检测试剂 离子及其他系列检测试剂 心肌系列检测试剂 血栓与止血系列检测试剂
化学发光免疫	IS 1200 全自动化学发光测定仪（酶促化学发光） I 3000 全自动化学发光免疫分析仪（直接化学发光） I 1000 全自动化学发光免疫分析仪（直接化学发光）	传染病系列检测试剂 生殖激素系列检测试剂 甲状腺功能系列检测试剂 肿瘤标志物系列检测试剂

		唐筛筛查系列检测试剂 优生优育系列检测试剂 糖代谢系列检测试剂 骨代谢系列检测试剂 炎症系列检测试剂 贫血系列检测试剂 心肌系列检测试剂 自免类风湿系列检测试剂
分子诊断		荧光 PCR 法检测试剂 细胞保存液 核酸提取或纯化试剂
血细胞	F 560 全自动血细胞分析仪 F 580 全自动血细胞分析仪	血细胞配套检测试剂
血栓与止血	H 2600 全自动凝血分析仪	血栓与止血检测试剂
血型	T-02 试剂卡孵育器 T-24 医用离心机	ABO 正反定/RhD 血型卡 ABO 正定/RhD 血型卡 抗人球蛋白卡 Rh 血型抗原检测卡
快速检测	R 01 干式荧光免疫分析仪 血糖检测系统	胶体金检测试剂 干式荧光免疫检测试剂 血糖试剂及质控品
病理诊断	PC 2000 液基薄层细胞制片机	巴氏染色液

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

## 1.2 公司股权结构和核心管理团队较为稳定

公司股权结构和核心管理团队较为稳定。公司前十大股东中，唐勇、郭雷、王登明、刘启林为一致行动人，共同控制公司 36.6% 股权。长期以来，公司股权结构和核心管理团队都较为稳定。为了更好地吸引和留住人才，绑定员工和公司的利益，公司在 2018 年启动了限制性股票激励计划，拟向公司 98 名员工授予 537.2 万股限制性股票；最终授予了 585.9 万股，分两次进行。

表 2：迈克生物限制性股票激励计划

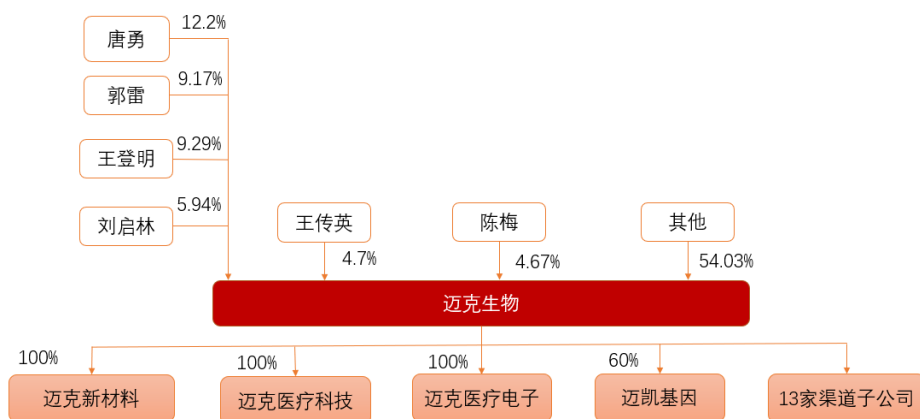
授予日	授予价格	授予数量	激励对象	解锁条件			
					2018	2019	2020
2018-5-30	11.44 元/股	525.2 万	董事、高管、中层管理人员、核心技术和业务人员，共 96 名	解锁比例	30%	30%	40%
				营收增速（以 2017 年为基数）	30%	65%	105%
				扣非净利润增速（以 2017 年为基数）	20%	45%	75%
2019-3-6	9.96 元/股	60.7 万	中层管理人员及核心技术和业务人员，共 22 人	解锁比例		50%	50%
				营收增速（以 2017 年为基数）		65%	105%



				扣非净利润增速 (以 2017 年为 基数)		45%	75%
--	--	--	--	------------------------------	--	-----	-----

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 2：迈克生物股权结构（截止 2020 年一季报）

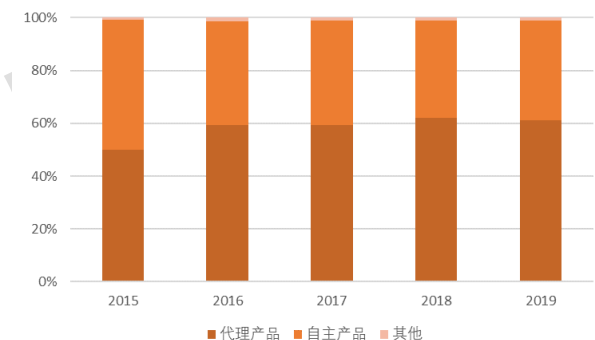


数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

### 1.3 公司业绩保持稳健快速增长

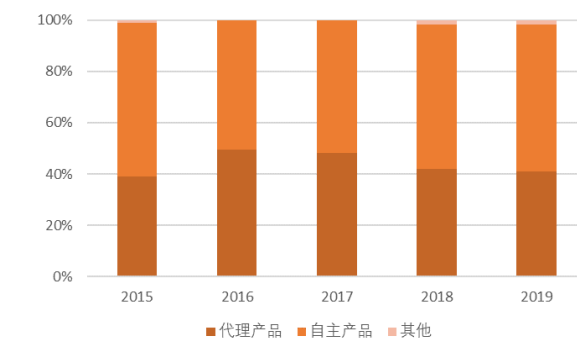
上市以来，公司业绩一直保持稳健快速增长。公司早期以代理进口 IVD 产品起家，后来在代理基础上逐渐转型自主生产。2019 年，公司实现营业收入 32.23 亿元，其中代理板块收入为 19.73 亿，占比 61.22%；自产板块收入为 12.16 亿，占比 37.73%。2019 年，公司实现毛利 16.7 亿，其中代理板块占比 41.08%；自产板块占比 57.2%。2020 年一季度，受新冠疫情影响、采购需求下滑，公司实现营业收入 5.19 亿元，同比下滑 28.18%；归母净利润 0.76 亿，同比下滑 36.21%。上市以来，公司不断加强渠道建设和自主产品研发，代理和自产两大板块齐发力，最终公司营业收入复合年增长率达到 31.89%；归母净利润复合年增长率高达 20.26%，近几年业绩都保持快速增长。

图 3：迈克生物收入结构



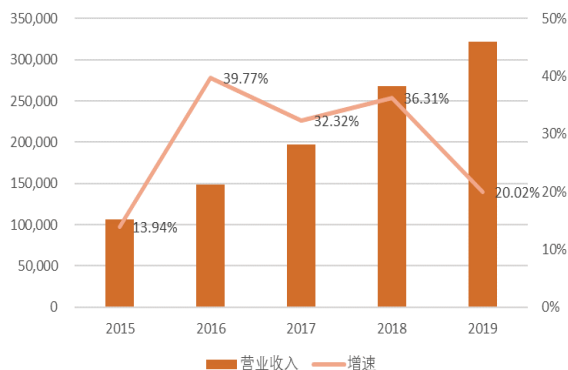
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 4：迈克生物毛利结构



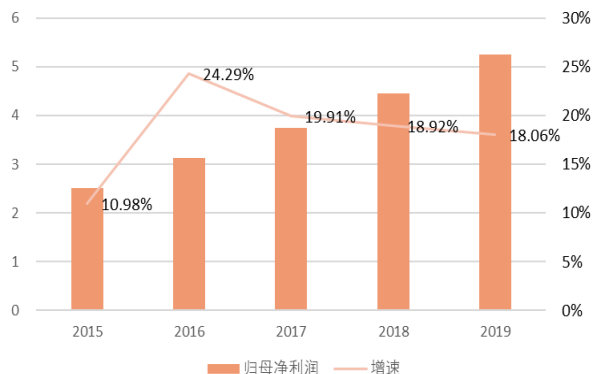
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5：迈克生物营业收入（万元）及增速



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 6：迈克生物毛利结构

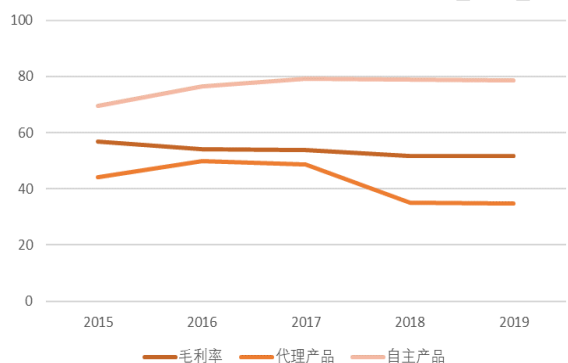


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

## 1.4 盈利能力和经营现金流不断改善

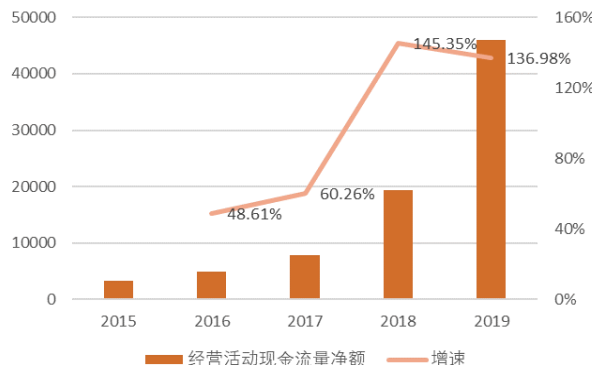
随着高毛利自产业务占比不断提升，公司盈利能力和经营现金流不断改善。从 2018 年下半年开始，公司逐渐弱化渠道代理业务，聚焦自产业务的发展。目前，自产板块利润占比已经超过代理业务，是公司利润核心来源。公司销售毛利率近几年较为稳定，2019 年为 51.82%；随着高毛利率的自产业务占比不断提高，公司毛利率有望提升。在一定程度上，自产业务的壮大也改善了公司现金流；2019 年公司经营性现金流量净额为 4.6 亿，同比增长 136.98%，改善较为显著。

图 7：公司近几年毛利率较为稳定 (%)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 8：公司经营性现金流量净额（万元）及增速



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

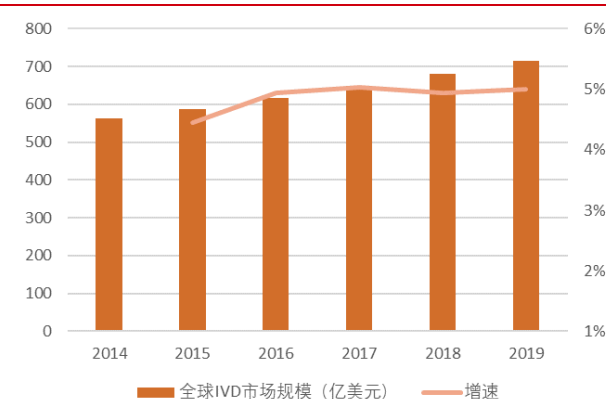
## 2. 国内化学发光龙头企业，未来高速增长可期

### 2.1 化学发光是 IVD 当前黄金赛道，成长确定性高

我国 IVD 行业正处于高速发展期。2019 年，全球体外诊断行业市场规模约 714 亿美元，增速为 5%，维持稳定增长。而我国体外诊断行业正处于高速发展

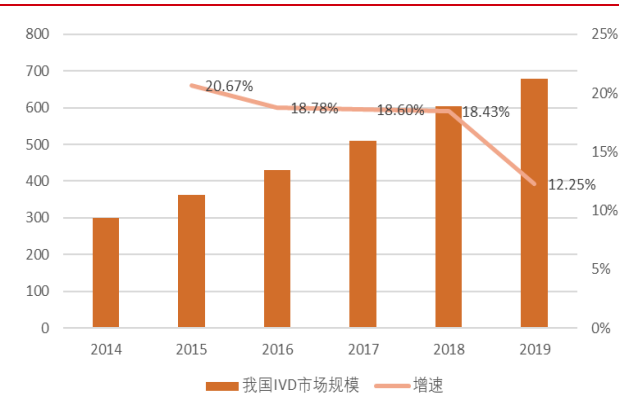
期,从2014年的300亿增长到2019年的678亿,五年复合增长率高达17.7%,远高于全球平均增速。

图9: 全球 IVD 市场规模 (亿美元) 及增速



数据来源: Allied Market Research, 国融证券研究与战略发展部

图10: 我国 IVD 市场规模 (亿) 及增速



数据来源: Allied Market Research, 国融证券研究与战略发展部

表3: 体外诊断各种技术、方法及临床应用

类别	主要技术和方法	临床应用
生化诊断	通过各种生物化学反应或免疫反应测定体内酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类等生化指标	肝功能、肾功能、电解质检测等
免疫诊断	通过抗原与抗体相结合的特异性反应进行测定的试剂,检测小分子蛋白、激素、脂肪酸、维生素和药物等。目前有酶联免疫、化学发光、胶体金等方法	传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物检测、过敏原检测、血型鉴定等
分子诊断	对与疾病相关的蛋白质和各种免疫活性分子以及编码这些分子的基因进行测定。目前有基因芯片、基因测序、聚合酶链技术等方法	病毒、传染病、遗传病、肿瘤等
微生物诊断	对引起感染的病原体或病原体的代谢物进行检测和药物敏感性分析,为临床提供病原学诊断依据	细菌培养、鉴定、药敏分析等
血栓与止血诊断	对人体的凝血、抗凝血、纤溶系统进行测试,判断人体止血与出血功能是否异常,主要包括凝血诊断、血流变检测、血小板聚集检测、血沉(红细胞沉降)检测等	血栓性及出血性疾病的预防、筛查、诊断和监测
血细胞及流式细胞诊断	通过仪器对红细胞、白细胞进行分析;高速分析上万个细胞,并能从一个细胞中测得多个参数	红细胞、白细胞、血小板检测

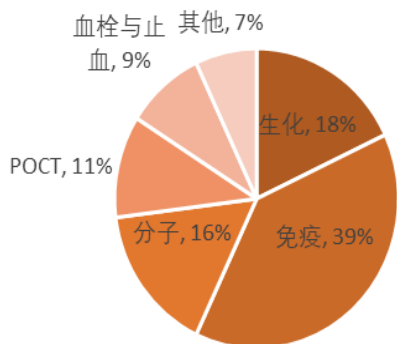
数据来源: 国融证券研究与战略发展部

**免疫诊断是我国 IVD 市场中份额最大的细分赛道。**近年来,免疫诊断凭借高灵敏度、高通量等优势高速发展,目前市场规模已经超过生化诊断,是体外诊断市场中占比最大的细分赛道。2018年,免疫诊断在我国 IVD 市场中的占比高达39%;生化诊断、分子诊断分列第二和第三位,占比分别为18%、16%。

**化学发光是最主流的免疫诊断方法,正处于高速发展期。**免疫诊断包括酶联免疫(ELISA)、荧光免疫、化学发光、胶体金等不同技术,其中化学发光作为免疫诊断领域的高端技术,凭借高灵敏度、高特异性、自动化程度高、准确

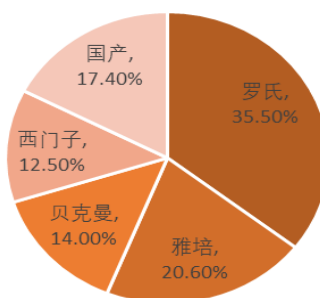
率高等特点已经替代酶联免疫成为最主流的免疫诊断方法。根据中国医学装备协会数据,2018年我国化学发光市场规模约235亿,2012-2018年CGAR约22%,显著高于IVD行业平均增速。近几年,我国化学发光免疫研发能力迅速提升,正处于高速发展阶段,是未来五年内最黄金的体外诊断赛道。

图 11: 免疫诊断是我国体外诊断中占比最大的板块



数据来源: Allied Market Research, 国融证券研究与战略发展部

图 12: 化学发光国产化率极低(按收入)



数据来源: 立鼎产业研究网, 国融证券研究与战略发展部

直接化学发光是化学发光免疫中最具竞争力的技术。化学发光包括酶促化学发光、直接化学发光和电化学发光三大类,其中酶促化学发光属于间接化学发光,需要酶催化,检测时间比另外两种要长;而电化学发光虽然标记物可重复利用,但由于检测时需要加电极,与直接化学发光相比,检测时间更长、检测成本更高,同时背景相对较大。因此,目前直接化学发光是化学发光领域最主流、最具竞争力的技术。

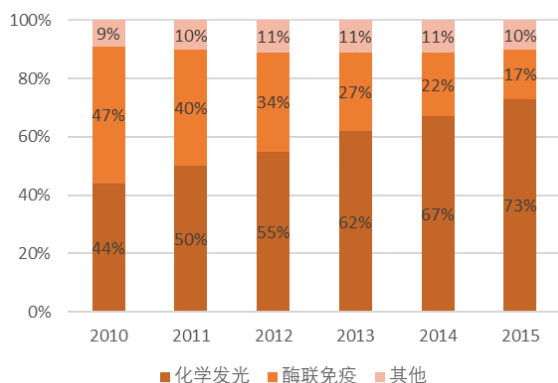
表 4: 直接化学发光是化学发光中最具竞争力的技术

类别	发光原理	标记物	发光底物	特点
酶促化学发光	用酶标记抗体或抗原,与样本中的抗原或抗体发生免疫反应,然后加入发光底物,在酶的催化下发光,通过测量光的强度从而测定样本中待测物的浓度	辣根过氧化物酶(HRP)、碱性磷酸酶(ALP)	鲁米诺 双氧水 金刚烷	属于间接发光,检测速度比直接化学发光慢一些;酶易受影响,试剂稳定性较差
直接化学发光	用化学发光剂直接标记抗体或抗原,与样本发生免疫反应后,在H <sub>2</sub> O <sub>2</sub> 和NaOH作用下,化学发光剂分解发光	吖啶脂、异鲁米诺(ABEI)等小分子有机化合物	双氧水 氢氧化钠	无需酶的参与,发光只需要几秒就完成、检测速度快、与环境温度无关
电化学发光	用三联吡啶钌作为电化学发光底物,标记抗体或抗原,与样本发生免疫反应;再加三个电极使得发光底物发光检测光信号,本质上属于直接化学发光	三联吡啶钌	无	标记物可循环利用,灵敏度比直接化学发光更高,但检测标记物时需要用三个电极,成本高、背景高、检测所需时间超过直接化学发光

数据来源: 国融证券研究与战略发展部

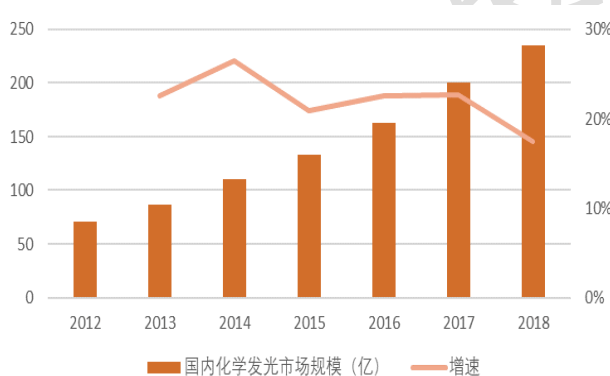
化学发光国产化率较低，进口替代空间巨大。近年来，化学发光已基本取代酶联免疫成为免疫诊断的主流技术；2015年，化学发光在中国免疫诊断市场的占比高达73%。目前，我国化学发光国产化率较低，罗氏、雅培、西门子和贝克曼海外四大巨头占据我国化学发光82.6%市场份额，在三级高端医院占据垄断地位；国产仅占比17.4%，主要集中在二级等中低端市场，其中新产业、安图生物、迈瑞医疗、迈克生物国内4家龙头占约10%市场份额。目前，我国化学发光企业已经基本具备仪器+试剂自主研发能力，进口替代正当时。

图 13：化学发光是我国免疫诊断主流技术



数据来源：Kalorama Information，国融证券研究与战略发展部

图 14：我国化学发光市场规模（亿元）及增速 (%)



数据来源：中国医学装备协会，国融证券研究与战略发展部

## 2.2 高端机型获批上市，国内化学发光龙头地位稳固

直接化学发光仪器获批上市，成功挤入国内化学发光第一梯队。2011年，公司推出了自主生产的首款化学发光仪器 IS1200，采用酶促间接化学发光原理，主要定位于中低端医疗市场。2017年8月，公司成功推出直接化学发光仪器 I3000，采用磁微粒吡啶酯直接化学发光技术，目标客户以二级及三级医院为主。2020年1月，公司推出小型 I1000 机型，与 I3000 形成产品互补，主要满足中小型医院的日常检测需求。目前，公司化学发光平台包括酶促间接和磁微粒直接发光两种技术，成功挤入了国内化学发光第一梯队；其产品已经形成梯队、系列化，可覆盖基层医院和中高端医院。

表 5：公司化学发光检测仪器已形成梯队化，可覆盖全部终端市场

项目	IS 1200	I 3000	I 1000
获批时间	2011	2017年8月	2020年1月
单机测试速度	120 T/h	300T/h	180T/h
技术	酶促化学发光	磁微粒吡啶酯直接化学发光	磁微粒吡啶酯直接化学发光
流水线	不能	可以	
模块化	不能	可以	
出报告时间		最短 14 min	最短 14 min
样本位			1200
市场定位	二级及以下中低端医院	二级及以上中高端医院	中小型医院

资格认证	NMPA	NMPA	NMPA、CE
------	------	------	---------

数据来源：公司官网，国融证券研究与战略发展部

**高端化学发光仪 I3000 具有较强竞争力，有望在高端医院放量。**目前国内市场上主流的化学发光设备厂家包括罗氏、雅培、西门子、贝克曼等外资企业，迈瑞医疗、安图生物、新产业、迈克生物四家国内龙头。公司近期获批上市的高端化学发光仪器 I3000 实现试剂与耗材在线加卸载、自动开关机、远程故障诊断等智能化、可灵活拓展、可实现多模块化、流水线联机。虽然进口品牌和新产业在高端市场具有先发优势，但公司仍可凭借特色检测项目、综合体外诊断试剂服务供应商等优势抢占部分市场份额。

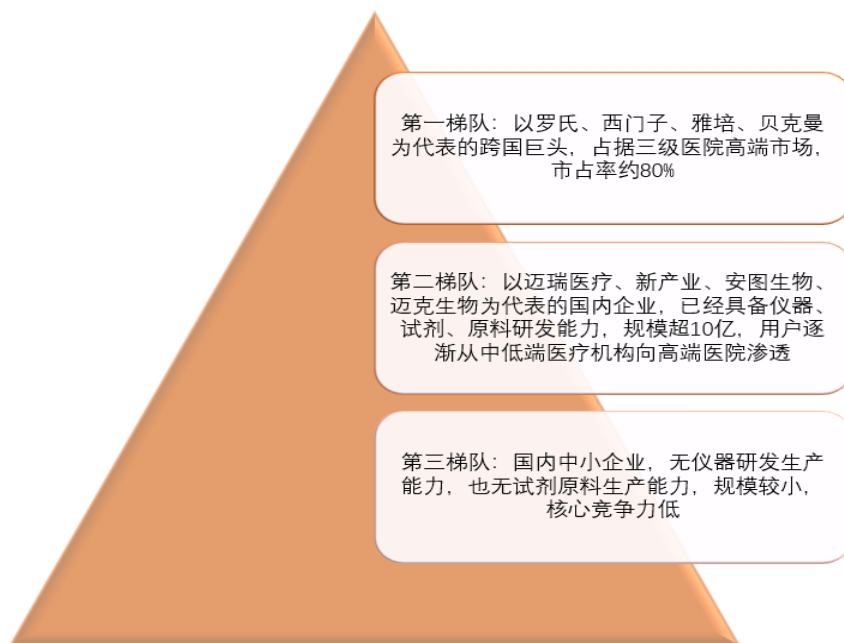
- 与国内企业相比：目前仅新产业和迈克生物拥有直接化学发光技术，而安图生物和迈瑞医疗仍采用的是酶促间接化学发光技术，在检测速度方面迈克和新产业更有优势，更受高端医院的青睐。虽然 I3000 测试速度不如新产业最高端机型 MAGLUMI X8 快；但与其主力机型 MAGLUMI 4000 Plus 相比，I3000 在测试速度和出报告时间方面优势显著。
- 与进口企业相比：目前主流进口化学发光机型中，雅培的 Alinity I 和西门子的 ADVIA Centaur XPT 采用的是直接化学发光技术，迈克生物 I3000 在检测速度上也具有一定优势。

表 6：国产和进口化学发光免疫主力机型对比（中高端市场）

公司	主力机型	原理	标记物	样本位	试剂位	测试速度	最短出报告时间
新产业	MAGLUMI 4000 Plus	直接化学发光	ABEI	144	25	280T/h	16min
新产业	MAGLUMI X8	直接化学发光		300	42	600T/h	15min
安图生物	A2000 Plus	酶促化学发光	鲁米诺	100	24	200T/h	20min
迈瑞医疗	CL-6000i	酶促化学发光	ALP	300		480T/h	
迈克生物	I 3000	直接化学发光	吡啶酯			300T/h	14min
罗氏	Cobas e801	电化学发光			48	300T/h	
雅培	Alinity i	吡啶酯直接化学发光			47	200T/h	
西门子	ADVIA Centaur XPT	直接化学发光				240T/h	18min
贝克曼	Unicel DxI 800	间接化学发光				400T/h	

数据来源：各公司官网，国融证券研究与战略发展部

图 15：国内化学发光市场格局呈现三大梯队



数据来源：国融证券研究与战略发展部

### 2.3 化学发光核心竞争力显著，在高端医院有望快速放量

公司深耕化学发光免疫十余年，目前已进入研发收获期，整体来讲，公司在化学发光领域核心竞争力较为显著：产品实现梯队化、覆盖整个医疗市场；高端机型可模块化、可组建流水线，有望在高端医院实现进口替代；传染病和甲功是公司化学发光平台优势检测项目，可助力 I3000 在高端医院投放；主要原材料实现自产，降低对进口依赖和原材料成本；优秀的量值溯源能力，确保产品准确性更具优势。

- **产品实现梯队化，覆盖整个医疗市场：**公司化学发光仪器包含 IS1200、I3000、I1000 三种，涵盖了高低端产品，包括酶促化学发光免疫和直接化学发光免疫技术，能满足基层医疗机构、二级医院、三级医院各种医疗机构的诊疗需求。
- **可模块化和流水线助力高端医院的进口替代：**大型三级医院体外诊断设备目前以模块机、流水线为主，公司 I3000 高端机型可模块化、可组建流水线，契合三级医院体外诊断设备装机趋势。公司于 2019 年 11 月正式推出生化免疫流水线产品，利用自主生产的 I3000 化学发光免疫分析仪搭配日立的样品前处理系统 PAM 和日立的高速生化分析仪，带动 I3000 在三级医院的装机。
- **传染病和甲功优势项目助力 I3000 在高端医院投放：**与进口品牌相比，国产品牌进入高端医院可通过两条路径：1) 基于价格优势，部分医疗机构出于成本因素转选国产品牌；2) 通过几个优势检测项目进入高端医院。迈克生物化学发光平台的传染病、甲功项目，在行业内处于领先地位，是国产替代进口产品的楷模。2019 年，公司的直接化学发光仪器 I3000 独家中标迪安诊断 38 家实验室化学发光产品公开招标中

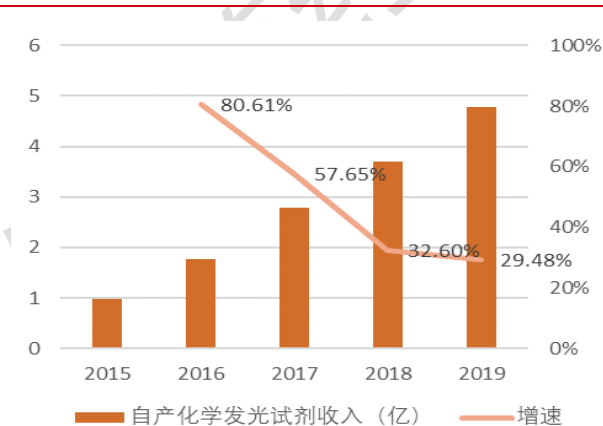
的甲功和传染病项目，印证了公司在传染病和甲功两类检测项目方面的优势。

- **主要原材料实现自产：**化学发光试剂上游原材料包括化学材料和生物制品两大类，其中化学原料市场供给充足、国内技术发展成熟；而生物原料方面，国内生产技术相对落后，国产质量普遍不高，国内企业为了保证试剂质量，优选进口生物原料，对进口有较大依赖。分析仪器原料包括机械零部件、关键元器件、电路板等，其中关键元器件主要依赖进口。公司主要原材料成功实现自产，包括磁微粒、抗原、抗体、酶等，一方面保证了原材料的自我供给，另一方面，降低对进口的依赖和原材料成本。
- **优秀的量值溯源能力，确保产品准确性和可靠性：**公司一直高度重视诊断产品的可溯源性，从最初的酶学扩展到如今的生化、免疫、血细胞、分子、POCT 等领域，尤其是免疫分析领域，率先将基于液相色谱串联质谱分析（LC-MS/MS）技术的一级参考方法应用于免疫化学发光产品的量值溯源。优秀的量值溯源体系，确保化学发光产品可溯源，产品准确性在同类产品中占据优势。

## 2.4 随着直接化学发光平台放量，板块高速增长可期

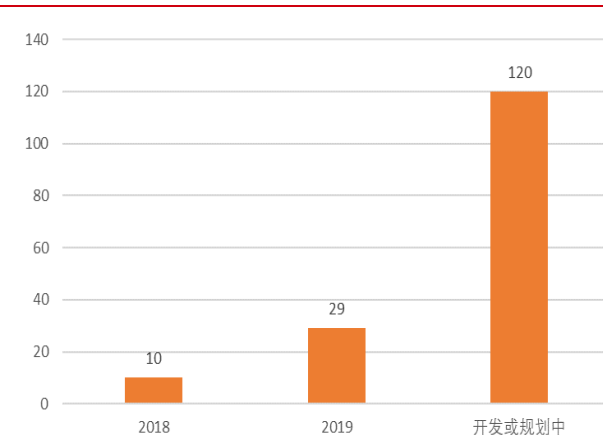
公司化学发光板块业绩实现高速增长。2019 年，公司自产化学发光免疫检测试剂收入(包括直接化学发光和间接化学发光)为 4.79 亿元，同比增长 29.48%；2015 年-2019 年年复合增长率高达 48.69%，化学发光板块实现了高速增长。公司是 2018 年四季度才正式推出直接化学发光仪 I3000，2018 年已装机的化学发光仪器以 I1200 为主，其单机试剂产出约 20 万，与竞争对手相比，属于较低水平。随着高端机型 I3000 终端投放、直接化学发光配套试剂逐步完善，我们预计公司化学发光板块还会保持高速增长。

图 16：公司自产化学发光检测试剂收入及增速



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 17：公司直接化学发光技术平台配套试剂数量



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

化学发光平台单机试剂产出提升空间巨大。截止 2018 年末，公司直接化学发光技术平台配套 10 个检测项目(甲功 7 项、艾滋、丙肝、梅毒)；2019 年



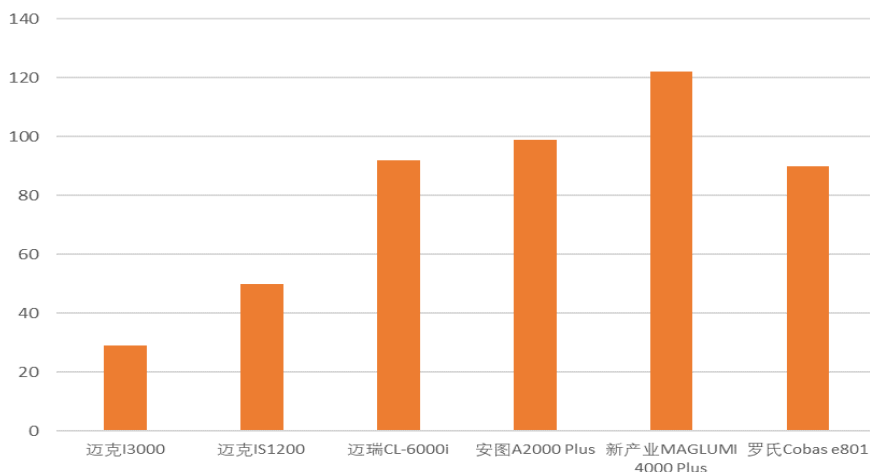
底，直接化学发光技术平台配套试剂增加至 29 项；截止到 2020 年 7 月 7 日，配套检测项目增加至 34 项，目前涵盖传染病、肿瘤标志物、甲功、激素等重点化学发光检测项目。与同梯队的其他化学发光仪器相比，迈克生物当前配套检测项目仍较少，单机试剂产出处于较低水平。目前公司处于开发阶段或规划阶段的直接化学发光试剂品种超过 120 项，能满足各级医学实验室的临床应用需求；我们预计 2020 年底，I3000 累计获批检测项目可超 40 项。随着配套项目逐渐上机，直接化学发光平台单机试剂产出会显著提升；同时，随着 I3000 高端产品占比不断提升，公司化学发光平台整体单机产出也会有较大提升。配套试剂逐渐完善，叠加 I3000 装机放量，公司化学发光平台业绩增长有望提速。

表 7：公司化学发光平台配套检测项目情况

化学发光分析仪	配套试剂数量	配套试剂类型
IS 1200 全自动酶促化学发光分析仪	50+	传染病
		生殖激素类
		甲功
		唐筛
		优生优育类
		糖代谢类
		炎症类
I3000 全自动直接化学发光分析仪	34	甲功 7 项
I1000 全自动直接化学发光分析仪		传染病 8 项（乙肝 5 项、艾滋、丙肝、梅毒）
		心肌 4 项
		肿瘤标志物 7 项
		新冠病毒抗体 2 项
		激素 3 项（生长激素、促卵泡生成素、泌乳素）
	其他 3 项（铁蛋白、降钙素原、抗环瓜氨酸肽抗体）	

数据来源：公司官网，公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 18：迈克生物直接化学发光平台配套项目有较大提升空间



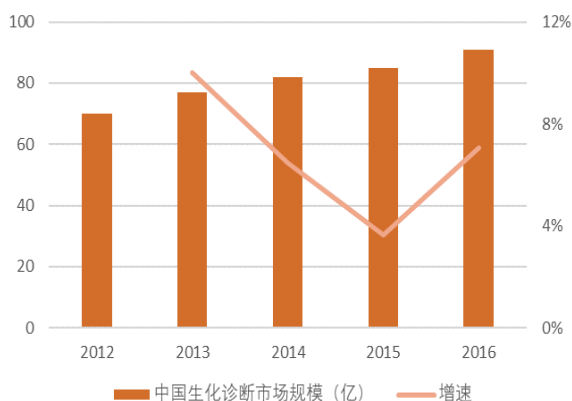
数据来源：各公司官网，国融证券研究与战略发展部

### 3. 公司生化产品竞争力突出，未来有望持续高增长

#### 3.1 我国生化行业发展早，行业增速放缓

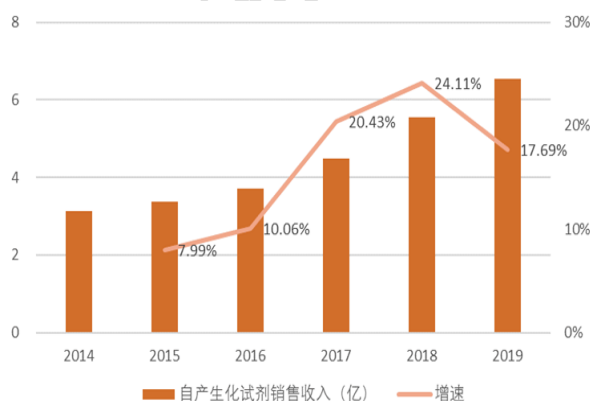
生化诊断是指利用 Lambert-Beer 定律，通过各种生物化学反应在体外测定各种无机元素、蛋白和非蛋白氮以及酶、糖、脂等生化指标的体外诊断方法，在我国发展较早、行业发展相对成熟，是医院常规诊断检测项目；仪器多为开放型，不同生产厂家的试剂可通用。目前国产生化试剂和诊断设备基本实现国产化，国产替代率较高，仅在设备检测速度和一体化上与进口设备存在差距。生化诊断技术壁垒低，竞争较为激烈，目前属于红海市场。**未来生化诊断领域增量主要来自基层医院装机和中高端医院机型升级换代，仍有一定增长空间，但是增速会明显低于 IVD 整个行业增速。**

图 19：中国生化诊断市场规模（亿）及增速（%）



数据来源：器械研究院，国融证券研究与战略发展部

图 20：迈克生物自产生生化试剂收入（亿）及增速（%）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

#### 3.2 凭借多种核心优势，公司生化板块有望保持高速增长

**凭借多种核心优势，公司生化诊断板块保持高速增长，远超生化行业增速。**国内生化诊断竞争格局较为分散，有超过 200 多家体外诊断企业从事生化诊断业务，公司在生化诊断领域处于国内第一梯队。2019 年迈克生物自产生生化试剂销售收入约为 6.54 亿元，同比增长 17.69%；2014-2019 年年复合增长率为 15.89%，显著高于国内生化试剂行业整体增速。国内生化诊断试剂龙头九强生物 2019 年营业收入为 8.41 亿，同比增长 8.41%，低于迈克生物增速。鉴于公司生化诊断处于高速增长阶段，未来体量有望逐渐向九强生物靠拢，甚至赶超，主要基于以下几点原因：

- **量值溯源能力行业领先，生化诊断精确度更高：**量值溯源是检验医学标准化的唯一途径，是产品品质和医学实验室检测结果准确性的重要参考依据。对于诊断产品而言，检验准确性是刚性要求，公司一直高度重视产品可溯源性，是国内最早建立量值溯源系统的公司，也是国

际医学量值溯源体系国际检验医学溯源联合委员会（JCTLM）中首家中国企业代表。由于生化系统大多是开放系统，产品量值溯源尤其重要，公司是国内第一家对生化试剂校准品进行溯源赋值的企业。优异的量值溯源能力提高了公司生化诊断产品的核心竞争力，助力公司生化产品打入大型三级医院。

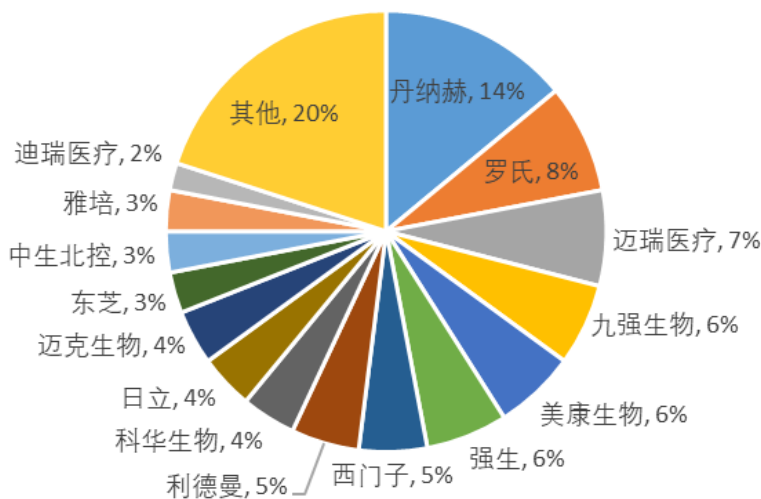
表 8：迈克生物参与制定的量值溯源方面的行业标准和专业书籍

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

数据来源：公司官网，国融证券研究与战略发展部

- **高端封闭式生化分析仪 C800 获批上市：**目前国内 70%的生化系统属于开放系统（同一生化仪可适配不同生化试剂），而生化试剂生产厂家众多、同质化严重，多数试剂生产企业缺乏核心竞争力，行业集中度较低。近年来，头部企业纷纷转向开发封闭式生化系统，构筑宽护城河，提高在生化领域的话语权。未来随着生化系统封闭化、带量采购的推进，没有仪器研发能力的中小企业有可能会逐渐淘汰出局，行业集中度有望逐步提升。随着公司封闭生化分析仪 C800 院内不断装机，公司在生化领域的市占率有望提高。
- **成功自主开发生化免疫流水线：**虽然公司推出的生化免疫流水线产品，搭建的是日立的高速生化分析仪，但是也能配套公司自产的生化试剂。随着自主研发的生化免疫流水线不断装机，预计带动公司自主研发的生化试剂不断上量。

图 21：2016 年我国生化诊断市场竞争格局



数据来源：中国医药工业信息中心，国融证券研究与战略发展部

### 3.3 公司生化产品定位高端医院，可与进口品牌同台竞技

生化试剂竞争力突出，在高端医院可与进口品牌同台竞技。公司自产生生化平台目前拥有 137 项注册证，产品数量位居国内第一梯队。与国内大多数生化诊断企业不同，迈克生化诊断产品直接定位三级高端医院，与国际品牌形成直接竞争。公司生化诊断试剂优势在于：1) 拥有国际一流的量值溯源能力，检测结果准确定更高；2) 公司生化试剂产品有效期最长可达 24 个月，利于经销商和医学检验实验室保存；3) 在肾功能肌酐检测项目上拥有特有的抗药物干扰技术，实现全球范围的首例技术突破，未来计划将抗药物干扰技术拓展到其他检测项目。凭借高精度、全面覆盖院内生化检测项目、特殊生化试剂，迈克生化诊断产品在高端医院可与进口产品同台竞技。

图 22：公司生化诊断产品核心竞争优势突出



数据来源：公司官网，国融证券研究与战略发展部

自主研发的封闭生化仪 C800 提高公司在高端医院的核心竞争力。虽然生化诊断设备以开放式系统为主，但随着临床对检测精度的要求逐步提升，对仪器和试剂配套的要求也越来越高。生化诊断仪器和试剂形成封闭系统是**全球生化诊断发展趋势之一**，未来不具备仪器研发能力的生化试剂生产商将逐渐被淘汰出局。“仪器+试剂”系统封闭化提高了生化诊断技术壁垒，构筑了一定护城河。公司顺应生化系统封闭化发展趋势，加强生化仪器研发；于 2019 年 6 月取得封闭式全自动生化分析仪 C800 注册证。封闭生化仪 C800 提高了公司在高端医院的核心竞争力，随着 C800 不断装机，有望带动公司自产生生化试剂在高端医院放量。

图 23：公司自主研发的全自动生化分析仪 C800



数据来源：公司官网，国融证券研究与战略发展部

**成功推出生化免疫流水线，挤入国产第一梯队。**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和信息网络进行连接，可开展大规模实验室自动化检验过程，具备检验效率高、人为干扰少、降低人工成本等优势，是 IVD 行业未来发展主流趋势。目前医学检验实验室应用最多的是生化免疫流水线，罗氏、雅培、贝克曼、西门子等头部外资厂商均可以规模化提供。2019 年 11 月，公司正式推出生化免疫流水线产品，利用自主生产的 I3000 化学发光免疫分析仪搭配日立的样品前处理系统 PAM 和日立的高速生化分析仪，借助日立的品牌优势，加速化学发光分析仪 I3000 在高端医院装机和自产生化免疫试剂在高端医院的放量。与其他生化免疫流水线产品横向对比，公司的流水线产品性能优异，挤入国产第一梯队

表 9：国内及进口主流生化免疫流水线产品

生产厂家	流水线名称	生化仪	测试速度 (T/h)	免疫仪	测试速度 (T/h)
迈克生物	-	日立 LST 008 AS	2000	迈克 I3000	300
新产业	Biolumi 8000	新产业 Biossays BC2200	1600	迈克 MAGLUMI 4000Plus	280
迈瑞医疗	M6000	迈瑞 BS-2000	2000	迈瑞 CL-6000i	480
安图生物	Autolas A-1 Autolas B-1	东芝 FX8	2000	安图 A2000 Plus	200
罗氏	Cobas 8000	罗氏 Cobas c702	2000	罗氏 Cobas e 801	300
雅培	Architect ci16200	雅培 Alinity c	1600	罗氏 Architect i2000SR	200

数据来源：各公司官网，各公司公告，国融证券研究与战略发展部

#### 4. 多赛道布局，打造实验室整体解决方案供应商

公司深耕体外诊断行业多年，不断扩充产品线，进行多赛道布局，打造实验室整体解决方案供应商。目前，生化诊断和化学发光免疫诊断已经形成较大

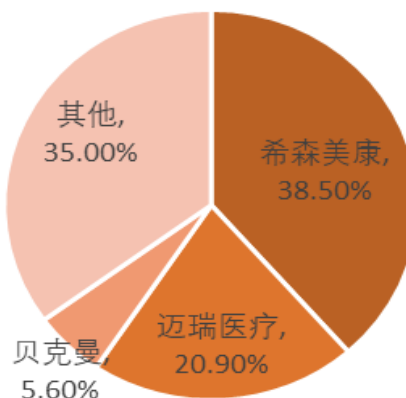
规模，具备较强核心竞争力，奠定了公司在 IVD 领域的龙头地位。此外，公司在血液诊断、分子诊断、病理诊断以及 POCT 均有所布局，均进入收获期，即将贡献新的业绩增量。公司研发生产平台基本实现全方面覆盖各种体外诊断技术，打造医学实验室整体解决方案供应商可期。

## 4.1 血液：公司血球快速增长，凝血和血型产品即将贡献业绩增量

血球是临床应用最广泛的诊断项目之一，集中度、国产化率较高。血液细胞分析仪是医院检验应用非常广泛的设备之一，配套血球试剂使用；通过电阻法对血液中的白细胞，红细胞，血小板进行分类、同时得到血红蛋白浓度、红细胞压积、各细胞组分的比例等与血液有关的数据，俗称“血常规”检测。血球诊断行业具有以下特征：

- 根据其检测参数的不同，可分为三分类和五分类血液细胞分析仪，其中三分类以开放式系统为主，相应试剂竞争较为激烈，主要是基层医疗机构在使用；五分类血细胞分析仪以封闭式系统为主，竞争格局相对良好，集中度较高，终端以二三级医院为主。
- 与其他诊断技术相比，血球诊断行业试剂占比相对较低、耗材消耗速度相对较慢，中国血球的仪器试剂比约为 4：6。因此，利润来源不能只靠试剂，仪器也是利润的重要来源。
- 血球是我国国产替代较为成功的 IVD 细分市场，市场集中度较高，目前希森美康和迈瑞医疗两家独大，占据 60%左右市场份额。其次，加斯戴克（迈克生物子公司）和帝迈（美康生物子公司）最值得关注。

图 24：2014 年中国血球诊断市场竞争格局

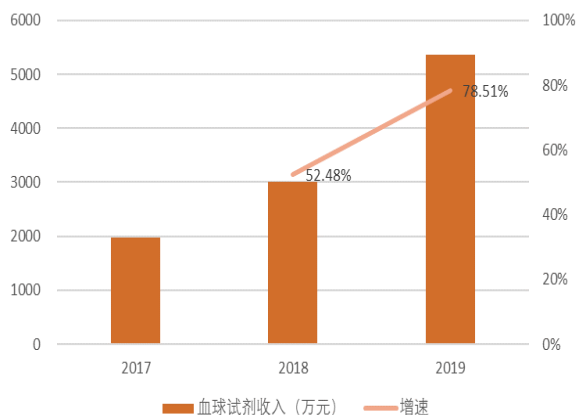


数据来源：各公司年报，国融证券研究与战略发展部

外延内生齐发力布局血球诊断，有望持续高速增长。公司从 2015 年 8 月到 2017 年 10 月，先后 4 次收购加斯戴克股权，最终实现 100%控股，成功布局

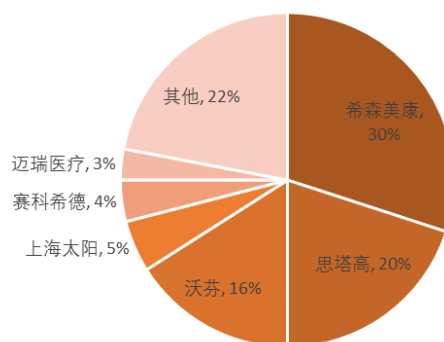
血球诊断。在收购加斯戴克的同时，公司也不断加强血球产品自主研发，于2017年8月取得全自动血液细胞分析仪F560/F580注册证，均为五分类血细胞分析仪；两种仪器均采用先进的核酸荧光染色技术与流式细胞技术，可提供仪器、试剂、质控品、校准品等全套产品，实行封闭系统管理。公司自主研发的血球分析仪F580/F560装机量实现了高速增长，目前血球已经是公司自产板块的第三大产品；2019年血球试剂销售收入约5355万，同比增长78.51%。

图 25：公司血球试剂销售收入（万）及增速（%）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

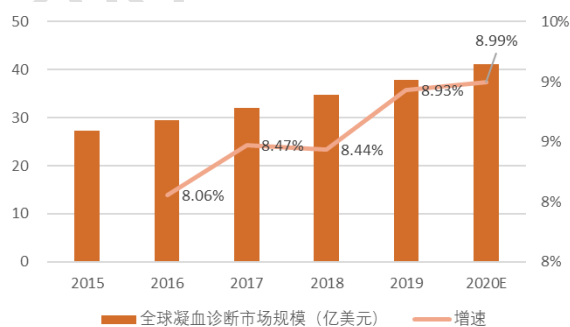
图 26：2018 年我国止血和血栓诊断市场格局



数据来源：广州标点，国融证券研究与战略发展部

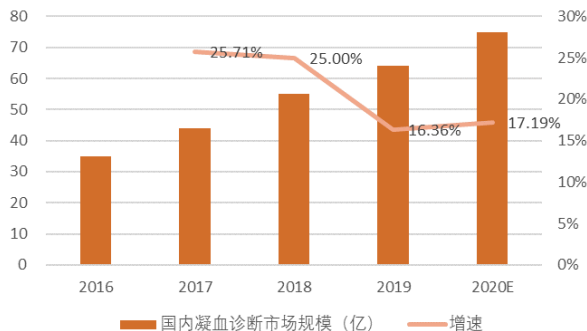
**我国凝血诊断处于高速增长期，未来成长空间巨大。** 2019年，全球血栓与止血体外诊断市场规模约37.8亿美元；2015-2019年间的年复合增长率为8.48%，高于同期IVD市场的平均增长速度。2019年，国内血栓与止血市场规模为64亿，近三年复合增速高达16.3%，远高于全球增速；在我国体外诊断领域份额提升至9.5%。凝血检测是血栓与止血体外诊断中最主要的应用领域，占比超过95%。目前我国凝血诊断尚处于起步阶段，国内三甲医院大概只开展10-20项凝血检测，而国际一流实验室开展的凝血检测项目在40项以上，有的甚至上百项，国内还有较大提升空间。目前我国凝血市场仍以外资企业为主，尤其是希森美康、沃芬、斯塔高等凝血巨头，在我国凝血市场中占有80%以上的市场份额；国内企业占比较少，迈瑞医疗等国产企业正在不断追赶中，未来进口替代空间较大。

图 26：全球血栓与止血市场规模（亿美）及增速（%）



数据来源：赛科希德招股说明书，国融证券研究与战略发展部

图 27：国内血栓与止血诊断市场规模（亿）及增速（%）



数据来源：赛科希德招股说明书，国融证券研究与战略发展部

公司产品覆盖临床主流凝血检测项目，有望贡献新的业绩增量。在中国血栓与止血诊断市场，PT/APTT/TT/FIB/D-二聚体/FDP/AT 是主流七项检测项目，占比超过 90%。迈克生物拥有全自动凝血分析仪 H2600 和半自动分析仪 H-04 两款设备，目前配套试剂已覆盖 PT、APTT、FIB、TT 等临床主流凝血检测项目。随着凝血分析仪在院内逐渐装机，有望贡献新的业绩增量。

图 28：公司自主研发的两款凝血分析仪



数据来源：公司官网，国融证券研究与战略发展部

**多项血型检测卡获批，产品性能良好。**血型检测卡可为医院、部队、公检法部门、运动员兴奋检测等提供血型检测结果。2018年9月，公司血型检测卡获批上市，截止目前已经累计获得6项产品注册证。公司血型检测卡采用微粒凝胶方法，拥有凝胶核心技术，粒径分布均匀，具有特异性高、灵敏度高、操作简单快捷、结果直观、易判读、检测结果易保存、稳定性好、便于用户重复确认等优点。公司血型卡于2018年11月正式销售，在西南地区有多家医院装机使用，产品性能获得客户一致好评。

图 29：公司已获批上市的血型检测项目

ABO正反定型和RhD定型检测卡	抗人球蛋白（抗IgG + C3d）检测卡	ABO正反定型和RhD定型检测卡
Rh血型抗原检测血型卡	新生儿ABO、RhD血型检测卡	血型分析用稀释液

数据来源：公司官网，国融证券研究与战略发展部

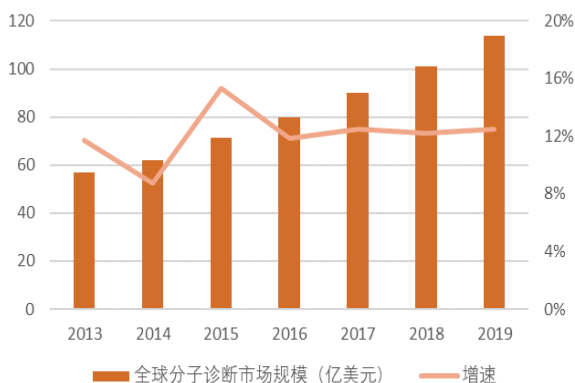


## 4.2 分子：布局分子诊断多年，刚进入收获期

PCR 是主流分子诊断技术之一。分子诊断是应用分子生物学，通过检测样本携带的病毒、病原体的遗传物质的结构或表达调控的变化水平，为疾病的防治、预测、诊断、治疗和预后判断提供信息和决策依据的技术；其检测对象主要为核酸和蛋白质，以核酸分子诊断为主。分子诊断具有灵敏度高、特异性强等优势，广泛用于传染病、血液筛查、遗传性疾病、肿瘤诊断，是 IVD 行业未来主流发展技术之一。分子诊断主要包括原位杂交 (ISH)、荧光原位杂交 (FISH)、聚合酶链式反应 (PCR)、基因芯片和基因测序，目前临床上应用最广泛的是 FISH 和 PCR 两种技术。

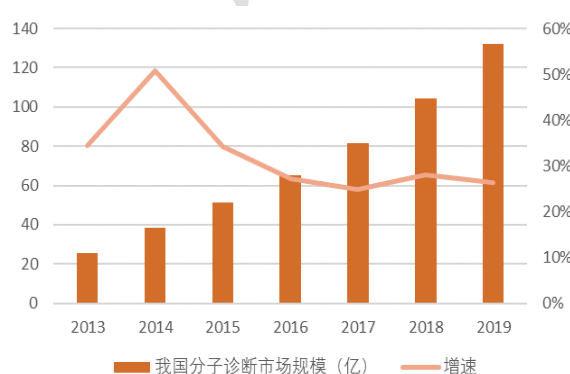
分子诊断赛道处于高速增长阶段。2019 年，全球分子诊断市场规模为 113.6 亿美元，同比增长 12.48%；2013 年—2019 年增速一直保持在 10% 以上。我国分子诊断起步较晚，2019 年分子诊断市场规模约 132 亿元，年均增速约为全球增速的两倍。

图 30：全球分子诊断市场规模（亿美元）及增速（%）



数据来源：火石创造，国融证券研究与战略发展部

图 31：我国分子诊断市场规模（亿）及增速 9%



数据来源：火石创造，国融证券研究与战略发展部

成功布局 PCR+NGS 两种分子诊断主流技术。目前，公司分子诊断平台包括聚合酶链式反应 (PCR) 和基因测序 (NGS) 两种技术，其中基因测序由合资子公司迈克基因负责 (迈克持股 60%、德国凯杰持股 40%)。凯杰成立于 1984 年，专注于癌症基因检测，位列全球分子诊断行业前三；而迈克基因是凯杰在中国 NGS 产品本地化和商品化的唯一合作伙伴。

公司在分子诊断领域布局多年，刚进入收获期。公司 PCR 平台已经建设了 5-6 年，具备良好的研发能力，已经搭建了研发、生产、销售全体系。2019 年 8 月，基于荧光 PCR 方法的乙型肝炎病毒核酸测定试剂盒获得产品注册书，是公司首个分子诊断试剂。新冠疫情爆发后，公司于 3 月 1 日率先获批新冠病毒核酸检测试剂 (荧光 PCR)，佐证了公司 PCR 技术平台研发实力。公司在分子诊断领域已经布局多年，技术较为成熟，已经进入收获期，即将贡献增量业绩。

## 4.3 病理：液基薄层细胞制片机获批上市，贡献业绩弹性

病理诊断是主要对各类组织和细胞标本进行取材、制片并在显微镜下进行组织学检查，最终由病理学医师综合分析判断、给出疾病的诊断结果；在肿瘤确诊及术后用药方面具有重要意义。公司病理诊断平台主要针对肺癌、胃癌、结直肠癌和乳腺癌等高发肿瘤包括免疫组化和液基细胞两个平台，其中免疫组化化学染色是病理诊断的主要组成部分；液基细胞主要用于宫颈癌细胞学筛查。

公司于 2019 年 1 月取得液基薄层细胞制片机 PC2000 注册证书，该仪器采用液基薄层细胞制片染色法及模式过滤加自然沉降的技术原理，集前处理和制片染色为一体，实现制片染色全流程全自动化，降低人工操作误差。随着未来推广上市，有望成为公司新的增长点之一。

图 29：公司已获批上市的血型检测项目



专业样本前处理技术，背景更干净，最大程度保持细胞自然形态

全自动化制片染色，消除人工误差

从样本到成片，20个样本不到一个小时

1-20个样本载量，随到随检

数据来源：公司官网，国融证券研究与战略发展部

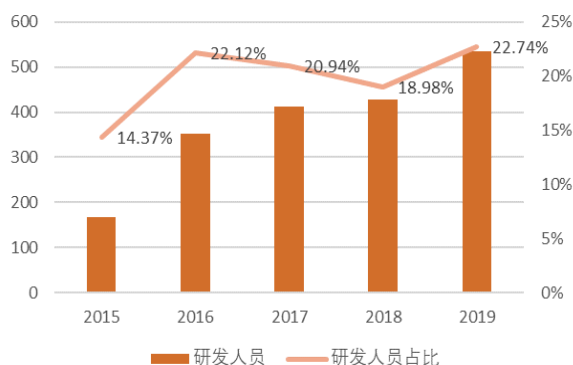
## 5. 研发持续高投入，为自主板块长期增长保驾护航

公司虽然以代理业务起家，但始终坚持以自主研发为主，依托现有的生化和免疫两大诊断技术平台，不断扩充布局分子诊断、血液诊断、临床检测、快速检测、病理诊断、原材料等多种技术。公司已具备研发制造体外诊断设备、试剂、校准品和质控品系统化专业能力，完成从生物原材料、医学实验室产品到专业化服务全产业链布局。

**研发持续高投入，为公司自主板块长期增长保驾护航。**公司与协和医院、华西医院、四川省人民医院等医疗机构积极开展产学研合作，提高公司研发实力。目前，公司已经形成生物原材料、试剂、仪器三大技术研发平台。截止 2019 年底，公司拥有研发人员 535 人，占公司总人数 22.74%，较去年同比增长 25%，其中仪器研发人员 247 人、试剂与原材料研发人员 288 人，每年为企业提供超 20 项技术创新及新产品的开发。目前，公司 80% 以上的产品均来源于研发团队自主开发，拥有专利 310 项，其中发明专利 95 项。公司每年将利润的 25%-30% 用于研发，2019 年研发投入总额为 1.89 亿，同比增长 16.34%；研发投入占公

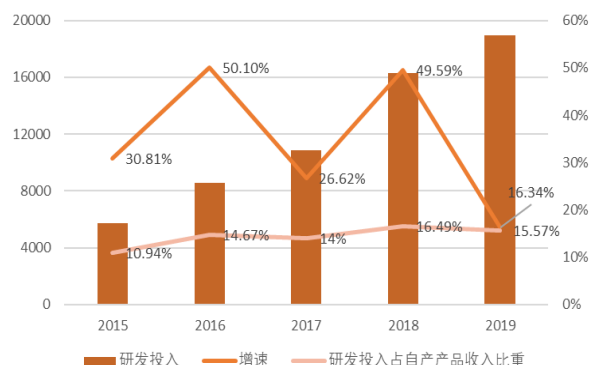
司自产产品收入比重为 15.57%。研发持续高投入和丰富的在研项目为公司技术创新和产品奠定了坚实的基础。截止 2019 年底，公司现有国内产品注册证 423 项，其中试剂 410 项、仪器 13 项。

图 30：研发人员数量及研发人员比重



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

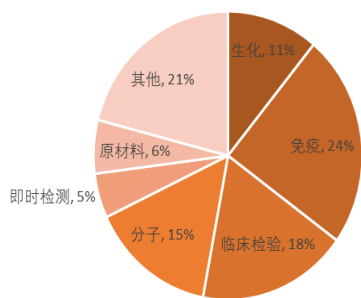
图 31：公司研发投入（万）、研发投入占自产产品收入比重



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

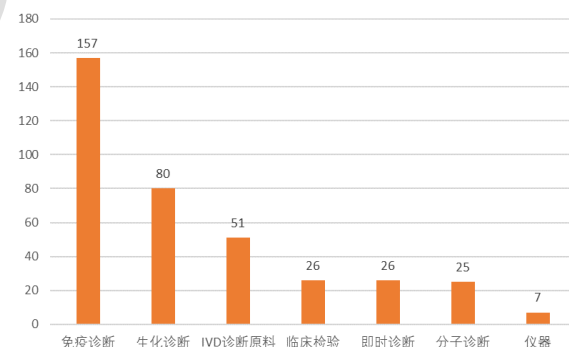
在研项目丰富，随着陆续转产，公司产品线有望不断丰富。截止 2019 年底，公司试剂研发项目高达 365 项，与 2018 年相比，新增 69 项；仪器研发项目共 7 项，与 2018 年相比，新增 1 项。从研发资金占比和研发项目来看，未来研发以免疫诊断、生化诊断、临床检验、诊断试剂原料等领域。公司在研项目丰富，每年会有几十个项目陆续转产，公司产品线一直在不断丰富。

图 32：研发投入集中在免疫和临床检验、分子和生化



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 33：2019 年底，公司在研项目具体情况



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

部分原料实现自产化替代，打破原料技术壁垒。经过多年的研发投入，公司成功自主开发生化诊断、免疫诊断、血液诊断、快速检测、病理诊断等多种技术平台。除了体外诊断仪器和诊断试剂外，公司在上游原料领域也取得较大突破。公司原料研发平台包括生物原料和化学原料：

- **生物原料方面**：2019 年成功搭建了抗体新研发体系，拥有大肠杆菌表达平台、酵母表达平台、哺乳动物三大表达平台，研发项目涵盖传染病、肾功能、高血压、凝血等领域。部分抗原及抗体已经实现自产化替代，比如化学发光 HCV 抗体试剂关键原材料 HCV 重组抗原 1 和 2、POCT 平台原料 CRP 单抗和 CysC 单抗。

- **化学原料方面：**主要涵盖小分子类、胶乳类、凝胶类、磁珠类产品，新建了荧光微球、核酸提取磁珠、色谱柱填料三个平台。目前，可为孕酮、睾酮、雌二醇、甲功四项等试剂生产小分子抗原；凝胶保障了公司血型产品的供应。

上游原料成功实现自产化替代，一方面，可以降低外购成本、提高产品毛利率；另一方面，降低对外购原料的依赖，提高自主可控力。

## 6. 战略性逐步弱化代理业务，增强自主研发实力

公司以代理体外诊断试剂业务起家，主要代理日立、希森美康、碧迪、雅培、生物梅里埃等国外知名体外诊断企业产品。除了自建渠道外，公司还与其他区域经销商合作，拓展分销市场；目前，公司拥有 1700 余家区域经销商。

截止目前，公司有 13 家渠道类子公司、11 个办事处、539 名销售人员；销售网络覆盖了除香港、澳门、台湾以外的中国所有区域。截止 2019 年底，国内终端用户超过 6500 家，其中超过 2800 家为二级以上医院、近 1000 家为三级医院；二级和三级医院覆盖率分别为 35%、50%，还有较大提升空间。公司设立了专业的客户服务中心，配备物流中心、工程部、产品培训部、呼叫中心四个部门，为客户提供全方面的服务。专业、全面、高效的售后服务保障了公司的核心竞争力；现有技术人员 1055 名，其中售后工程师 372 名、驻地工程师 78 名，覆盖了所有的省会城市和 60% 以上的二线城市。

表 10：公司拥有 13 家渠道类子公司

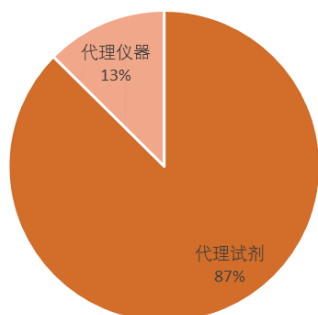
贸易类子公司	设立方式	成立/收购时间	公司持股比例
云南迈克	自建	2001	100%
贵州迈克	自建	2003	100%
迈克实业	自建	2005	100%
重庆征途	自建	2005	100%
湖北迈克	自建	2015	51%
吉林迈克	自建	2015	45%
内蒙古迈克	自建	2016	45%
新疆迈克	自建	2016	30%
北京迈克	自建	2016	45%
广州瑞华	收购	2016	72.5%
山东迈克	自建	2017	45%
上海迈可优	收购	2017	100%
山西迈克	自建	2018	45%

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

2019 年，公司代理业务实现销售收入 19.73 亿元，同比增长 18.21%，增速明显放缓。从渠道的扩张速度来看，公司从 2018 年下半年开始，就明显放缓，开始逐渐弱化代理业务；不断加强自主研发，提高体外诊断自主研发实力。

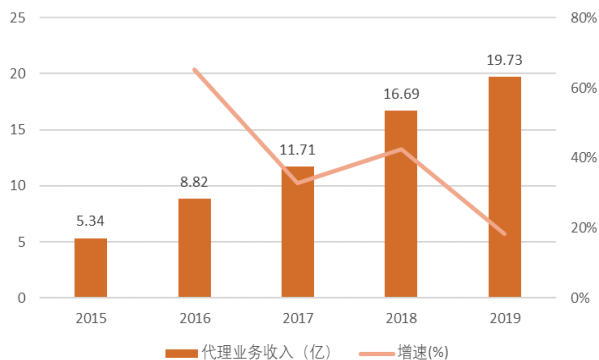
未来，公司更注重代理进口产品和自产产品的协同效应，计划依托代理的品牌知名度，促进公司自主研发产品的销售。

图 34：公司代理业务收入结构（2018 年）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 35：公司代理业务收入（亿）及增速（%）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

## 7. 新冠短期贡献业绩增量，中长期利好化学发光平台发展

### 7.1 国内首个获批新冠双证，产能位居行业前列

公司是国内首个获批新冠检测双证的企业。公司于 3 月 1 日取得新冠病毒核酸试剂注册证，5 月 18 日取得新冠病毒抗体试剂注册证，是国内首家同时取得新冠病毒核酸+抗体双证的公司。公司研发实力雄厚，新冠病毒核酸+化学发光抗体+胶体金抗体三管齐下，是国内新冠检测产品最齐全的厂家之一。

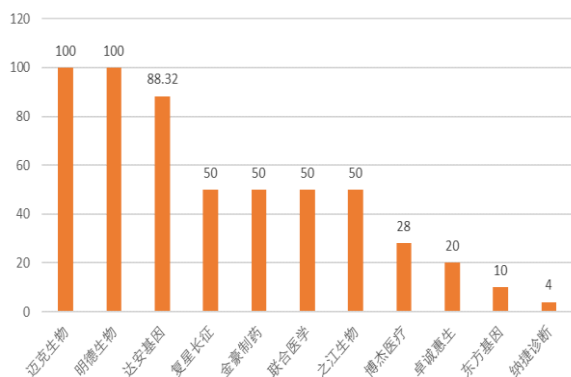
表 11：公司是国内首个获批新冠病毒检测双证的企业

类型	国内获批时间	资格认证	技术	配套设备
核酸检测试剂	2020 年 3 月 1 日	NMPA、CE、FDA EUA	PCR 法	PCR 仪器
抗体检测试剂	2020 年 5 月 18 日	NMPA、CE	直接化学发光	I3000、I1000
		CE	胶体金法	-

数据来源：药监局，公司公告，国融证券研究与战略发展部

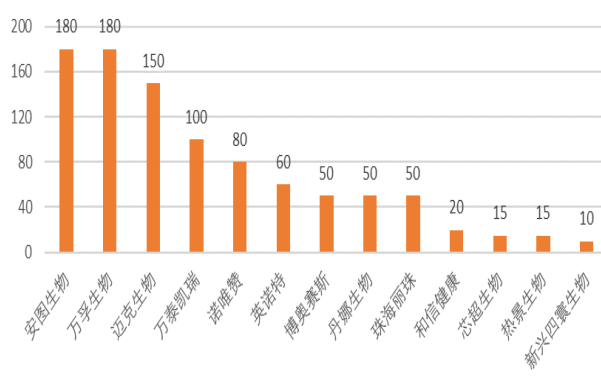
公司核酸和抗体检测试剂产能位居行业前列。根据北京医保局公布的《关于公示京津冀新型冠状病毒相关检测试剂联合采购挂网成交结果的通知》中披露的中标企业的新冠检测试剂日产量情况，公司核酸检测试剂（荧光 PCR 方法）日产能达到 100 万人份，位居国内企业首位；新冠抗体检测试剂盒日产能为 150 万人份，仅次于安图生物和万孚生物（日产能为 180 万人份）。整体来看，公司产能较为充足，可以保障国内集采中标省份和海外市场供应。

图 36: 部分新冠核酸检测企业日产量 (万人份)



数据来源: 北京医保局, 国融证券研究与战略发展部

图 37: 部分新冠抗体检测企业日产量 (万人份)



数据来源: 北京医保局, 国融证券研究与战略发展部

## 7.2 新冠短期贡献业绩增量, 中长期利好化学发光平台发展

**新冠检测试剂集采硕果累累。**目前全国已有 15 个省份针对新冠病毒检测试剂开展集采, 迈克生物在新冠试剂集采中硕果累累, 其中:

- **新冠病毒核酸检测试剂:** 公司连中标 14 个省份 (只有山西未中标), 其中湖北、黑龙江、福建、贵州四省以最低价中标 (16.78 元), 预计享受该省最大市场份额; 广东牵头六省、京津冀鲁 10 个地区中标价均为 15.98 元, 但不是最低中标价。
- **新冠病毒抗体检测试剂:** 虽然公司新冠抗体获批时间晚于核酸检测试剂, 但在集采中也是逢战必胜, 连中标 11 地区。公司以 16 元最低价中标广东六省集采; 在山西和京津冀鲁集采中, 公司下调抗体检测试剂报价, 最终均以次低价 13.98 元中标。

表 12: 目前, 全国已开展新冠病毒检测试剂集采省份的中标情况

时间	省份	核酸中标企业及价格 (元)		抗体中标企业及价格 (元)		备注
4.27	湖北	迈克生物	16.78	珠海丽珠	12.9	抗体检测试剂盒生产企业要求能同时提供 IgM 和 IgG 检测试剂
		达安基因	19.998			
		明德生物	23.9			
		华大生物	24.99			
5.6	黑龙江	迈克生物	16.78	英诺特	22.3	
		明德生物	18.895			
		达安基因	21.998	珠海丽珠	24	
		中帜生物	24.9			
5.12	福建	迈克生物	16.78	诺唯赞		考虑产能供应问题, 有拟中选和拟必选
		金豪制药	19.498			
		之江生物	20.68	英诺特		
		达安基因	20.88			

5.15	贵州	迈克生物	16.78	珠海丽珠		并未公布中标价格
		达安基因				
		明德生物		诺唯赞		
		华大生物				
5.29	广东、云南、重庆、广西、湖南、江西	伯杰医疗	13.08	迈克生物	16	6个核酸、5个抗体中标，其中抗体胶体金1个企业中、化学发光4个企业中
		达安基因	15	安图生物		
		迈克生物	15.98	博奥赛斯		
		金豪制药	16.01	丹娜生物		
		之江生物	16.18	万孚生物（胶体金）		
		明德生物	16.995			
6.12	山西	伯杰医疗	14.08	博奥赛斯	11.6	化学发光抗体试剂中标4个、胶体金抗体中标2个
		卓诚惠生	14.8	迈克生物	13.98	
		之江生物	15	安图生物	17.96	
		达安基因	15.57	丹娜生物	30	
				诺唯赞	27.78	
		珠海丽珠	38			
6.15	北京、天津、河北、山东	联合医学	12	博奥赛斯（化学发光）	11.6	11家核酸试剂中标，14家抗体试剂中标，其中抗体并不要求同时提供IgG和IgM
		金豪制药	13	迈克生物	13.98	
		伯杰医疗	13.08	安图生物	14.94	
		卓诚惠生	14.8	丹娜生物	28	
		之江生物	15	博奥赛斯（微粒化学发光）	28.34	
				万泰凯瑞	13.8	
		达安基因	15	珠海丽珠（胶体金）	25.8	
		纳捷诊断	15.8	诺唯赞	27.78	
		迈克生物	15.98	英诺特	28.34	
		明德生物	17	芯超生物	13.6	
		东方基因	18.18	万孚生物	13.8	
				热景生物	12.77	
		复兴长征	18.35	和信健康（IgM）	12	
				新兴四襄（IgM）	12.5	

数据来源：各地医保局，各地药械采购平台，国融证券研究与战略发展部

**短期增厚业绩，利好化学发光中长期发展。**在新冠病毒疫苗未上市以前，疫情防控常态化下，持续的新冠病毒检测是必备的。根据当前新冠疫苗研发进展判断，大范围接种新冠疫苗预计最快也得明年年初。公司以新冠检测项目为切入点，通过新冠试剂带动直接化学发光仪 I3000 装机，后续再带动直接化学

发光平台其他产品的销售；本质上是一种市场推广策略，其影响在 2020 年下半年预计会逐步显现。

- **短期增厚 2020 年业绩：**一方面，公司中标多省新冠核酸检测和抗体检测试剂集采，继续分享国内新冠检测需求；另一方面，公司核酸试剂率先通过 CE 及 FDA 认证、抗体检测率先通过 CE 认证，在巨大的海外需求中也分得一杯羹。保守估计，全年新冠试剂有望给公司贡献 4.5 亿收入，贡献净利润 1 亿。
- **加速直接化学发光平台放量，利好公司中长期发展：**公司研发的新冠病毒抗体检测试剂（直接化学发光方法）必须配备自主研发的化学发光分析仪 I3000 和 I1000，此次直接化学发光平台新冠试剂获批、中标多省集采及出口欧美市场，更重要的意义是带动 I3000/I1000 在医院的装机，借此契机加速打入三级医院市场。在化学发光新冠试剂催化下，公司化学发光分析仪器今年有望新增 500-1000 台，为中长期业绩增长提供基础。

## 8. 投资建议与估值

### 8.1 盈利预测

核心假设：

1、自产试剂：公司自产试剂销售收入主要来源于化学发光、生化、血球三大板块，由于分子诊断（不包含新冠检测核酸诊断试剂）、POCT、病理等板块刚进入收获期，中短期内对公司业绩贡献较少，我们暂不考虑这几个板块的贡献。

1) **化学发光试剂：**一方面，公司 2018 年四季度才正式推出高端直接化学发光仪 I3000，2019 年是市场导入期，随后仪器装机量预计会快速提升，带动化学发光配套试剂逐渐上量；另一方面，直接化学发光平台配套检测项目正在不断扩充中，单台仪器产出会不断提高。考虑到 2020 年新冠疫情造成的负面影响，我们预计化学发光试剂（不包括新冠抗体检测试剂）2020-2022 年收入增速分别为 10%、50%、40%。

2) **生化试剂：**考虑到（1）公司自产生化分析仪 C800 获批上市会带动自产生化试剂放量；（2）量值溯源能力领先国内其他企业，检测结果准确度高，优势显著；（3）随着公司生化免疫流水线逐渐放量，也能带动公司自产生化试剂上量。考虑到今年新冠疫情的影响，我们预计生化试剂 2020-2022 年收入增速分别为 5%、30%、20%。

3) **血液诊断：**公司血液诊断板块处于起步阶段，目前体量较小、仪器还处于快速装机阶段，未来成长空间较大。考虑到今年新冠疫



情的影响，我们预计血液诊断板块 2020-2022 年收入增速分别为 30%、50%、40%。

- 4) **新冠检测试剂：**公司新冠检测产品包括核酸检测（PCR 法）、抗体检测（化学发光+胶体金），获得国内 NMPA、欧盟 CE、美国 FDA 认证。根据国内及海外新冠疫情趋势判断，我们预计新冠试剂今年贡献 3.52 亿收入。
  - 5) **自产试剂毛利率：**随着高毛利的直接化学发光试剂收入占比提升，公司自产试剂板块毛利率预计有所提升。
- 2、**自产仪器：**公司目前主要装机仪器包括化学发光分析仪 I3000/I1000、生化分析仪 C800、血球分析仪 F580/F560 三大类，自产仪器以免费投放为主、销售为辅，其收入对公司业绩影响较小。考虑到 2020 年新冠疫情的影响，我们假设自产仪器 2020-2022 年收入增速分别为 5%、40%、30%。随着高端化学发光免疫分析仪占比逐步提升，自产仪器板块毛利率略有提升。
  - 3、**代理业务：**由于公司战略性弱化代理业务，我们判断代理业务收入增速呈下滑趋势。叠加 2020 年新冠疫情的影响，我们假设公司代理业务 2020-2022 年收入增速分别为 10%、25%、20%；毛利率维持不变。
  - 4、**期间费用率：**考虑到公司陆续有新产品上市，重磅仪器也还处于学术推广阶段，我们预计销售费用率稳中有升；管理费用率维持不变；公司未来会不断加强研发投入，提高自产板块核心竞争力，研发费用率预计有所提升。

表 13：分业务板块盈利预测（单位：万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>化学发光试剂</b>					
销售收入	37,000.00	47,900.00	52,690.00	79,035.00	110,649.00
增速		29.48%	10.00%	50.00%	40.00%
<b>生化试剂</b>					
销售收入	55,600.00	65,400.00	68,670.00	89,271.00	107,125.20
增速		17.69%	5%	30%	20%
<b>血液诊断</b>					
销售收入	3,000.00	5,355.00	6,961.50	10,442.25	14,619.15
增速		78.51%	30.00%	50.00%	40.00%
<b>自产试剂</b>					
销售收入	95,600.00	117,714.26	163,545.77 <sup>(1)</sup>	178,748.25	232,393.35
增速			38.9%	9.3%	30.0%
销售成本	18,728.04	23,291.32	32,709.15	30,387.20	37,182.94
毛利率	80.41%	80.21%	80.00%	83.00%	84.00%
<b>自产仪器</b>					
销售收入	2591.91	3,887.87	4,082.26	5,715.16	7,429.71
增速	45.37%	50.00%	5.00%	40.00%	30.00%

销售成本	1859.44	2787.60	2939.23	4057.76	5275.09
毛利率	28.26%	28.30%	28.00%	29.00%	29%
<b>自产板块</b>					
销售收入	98,695.01	121,602.12	167,628.03	184,463.41	239,823.06
增速		23.21%	37.85%	10.04%	30.01%
销售成本	20,681.14	26,078.92	35,648.38	34,444.97	42,458.03
毛利率		78.55%	78.73%	81.33%	82.30%
<b>代理业务</b>					
销售收入	166,922.25	197,300.00	217,030.00	271,287.50	325,545.00
增速	42.50%	18.21%	10%	25%	20%
销售成本	108,478.46	128,718.52	143,239.80	179,049.75	214,859.70
毛利率	35.01%	34.76%	34.00%	34.00%	34.00%
其他业务收入	2,913.23	3,393.48	3,563.15	4,275.78	4,917.15
增速		16.49%	5.00%	20.00%	15.00%
其他业务成本	268.79	491.48	519.51	623.41	716.92
毛利率	90.78%	85.42%	85.42%	85.42%	85.42%
<b>营业收入</b>	268,530.49	322,295.60	388,221.18	460,026.70	570,285.21
<b>增速</b>		20.02%	20.46%	18.50%	23.97%
<b>营业成本</b>	129,428.13	155,294.64	179,407.69	214,118.13	258,034.65
<b>毛利率</b>	51.80%	51.82%	53.79%	53.46%	54.75%

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部，备注[1]:表中所列2020年自产试剂收入包括新冠检测产品的贡献

**盈利预测：**根据以上核心假设，我们预测公司2020-2022年的营业收入分别为38.82、46.00、57.03亿元，分别同比增长20.46%、18.5%、23.79%；归母净利润分别为6.81、8.11、10.19亿元，分别同比增长29.58%、19.17%、25.66%；每股收益分别为1.22、1.45、1.83元。

表14：公司主要财务指标预测（单位：百万元）

主要财务指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,969.98	2,685.30	3,222.96	3,882.21	4,600.27	5,702.85
同比(%)	22.12%	36.31%	20.02%	20.46%	18.50%	23.97%
归属母公司净利润	374.13	444.93	525.26	680.63	811.11	1,019.21
同比(%)	-56.18%	18.92%	18.06%	29.58%	19.17%	25.66%
毛利率(%)	53.75%	51.80%	51.82%	53.79%	53.46%	54.75%
ROE(%)	3.89%	17.13%	18.05%	19.94%	19.75%	20.29%
EPS(摊薄)(元)	0.67	0.80	0.94	1.22	1.45	1.83

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

## 8.2 估值与投资建议

**估值建议：**根据核心假设，我们预测公司2020年归母净利润为6.81亿元，参考主营体外诊断代理业务的可比公司（润达医疗、塞力斯）的净利润率，我

们假设公司代理板块净利润率为 7%，2020 年代理板块净利润约为 1.52 亿；扣除代理业务贡献的利润后，自产板块净利润约为 5.29 亿元。

公司布局 IVD 代理业务多年，目前体量较大。代理业务可比公司较少，参照润达医疗（塞力斯无 wind 一致预期）估值，我们给予公司代理板块 20 年 20-25X 估值。公司自产板块以化学发光为主，可比公司有安图生物、新产业、迈瑞医疗，参考可比公司平均估值，我们给予公司自产板块 20 年 65-70X 估值。公司是国内化学发光和生化诊断龙头企业之一，具备较强竞争力；同时，考虑到分子诊断、血球、POCT 等板块即将进入收获期，具备长期成长性，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

表 15：同行业可比公司估值对比分析(数据截止到 2020 年 7 月 14 日)

证券代码	证券简称	股价（元）	PE(TTM)	20EPS	21EPS	22EPS	20PE	21PE	22PE
	自产板块								
603658	安图生物	154.51	89.16	2.23	3.02	3.92	69.37	51.19	39.46
300760	迈瑞医疗	326.41	79.55	4.73	5.73	6.87	68.99	56.99	47.49
300832	新产业	178.12	98.37	2.41	3.05	3.99	73.99	58.42	44.61
	平均		89.03				70.79	55.53	43.86
	代理板块								
603108	润达医疗	14.62	31.01	0.64	0.82	1.03	22.67	17.94	14.14
300463	迈克生物	59.50	68.76	1.22	1.45	1.83	48.73	40.89	32.54

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部，注：除迈克生物为国融预测外，其余为 Wind 一致预期值

## 9. 风险因素

### 9.1 新冠疫情不确定性风险

目前，国内疫情基本已经控制住，医院诊疗服务在不断恢复中，体外诊断产品需求也在不断复苏。新冠疫情未来发展具有一定不确定性，如果疫情发展超预期，将对公司常规业务恢复造成一定负面影响，最终影响公司业绩。

### 9.2 研发进度不达预期风险

目前公司在研项目高达 372 项，项目储备较为丰富。正常情况下，每年公司在研项目会有 20-30 余项转产，不断丰富公司产品线，促进公司业绩增长。如果研发进度低于预期，将直接影响公司自产板块业绩增速。

### 9.3 产品销售低于预期风险

体外诊断行业竞争较为激烈，市场参与者包括外资企业和国产企业，生产企业数量较大。公司目前主要推广产品，以二三级中高端医院为主，将于进口品牌与国产头部品牌形成直接竞争，存在一定推广不达预期风险。

### 9.4 产品降价风险

我国已有部分地区针对体外诊断试剂开展带量采购，未来有可能全国推广，由国家层面主导开展体外诊断试剂带量采购，产品面临一定降价风险。

仅供签约客户使用，请勿转发

表 16: 盈利预测表

报表预测						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,969.98	2,685.30	3,222.96	3,882.21	4,600.27	5,702.85
减: 营业成本	911.02	1,294.28	1,552.95	1,794.08	2,141.18	2,580.35
营业税金及附加	17.33	24.77	26.65	32.10	38.04	47.16
销售费用	332.06	453.34	565.05	776.44	874.05	1,140.57
管理费用	185.31	136.14	151.43	194.11	230.01	285.14
研发费用	0.00	108.79	140.14	174.70	230.01	313.66
财务费用	13.24	48.75	65.11	65.78	64.99	62.85
资产减值损失	20.58	33.45	-43.08	-41.33	-34.12	-59.29
加: 投资收益	3.65	2.80	-0.06	2.13	1.63	1.23
其他	13.90	9.66	-68.82	13.27	15.28	14.27
营业利润	508.00	598.25	695.84	901.73	1,073.00	1,347.92
加: 营业外收支	-6.36	-1.57	-2.67	-3.53	-2.60	-2.90
利润总额	501.64	596.68	693.17	898.20	1,070.40	1,345.02
减: 所得税	93.19	113.76	127.49	165.20	196.87	247.38
净利润	408.44	482.92	565.68	733.00	873.53	1,097.64
减: 少数股东损益	34.31	37.99	40.42	52.37	62.42	78.43
归属母公司股东净利润	374.13	444.93	525.26	680.63	811.11	1,019.21
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	344.42	441.65	443.91	549.40	817.43	1,034.10
应收和预付款项	1,246.50	1,699.19	2,123.82	2,550.94	3,024.22	3,742.00
存货	548.13	731.12	851.68	983.92	1,174.28	1,415.13
其他流动资产	179.35	89.39	86.91	86.91	86.91	86.91
长期股权投资	0.00	0.00	0.94	0.94	0.94	0.94
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	850.84	1,116.62	1,581.28	1,552.04	1,570.03	1,580.17
无形资产和开发支出	80.61	73.77	105.50	113.89	121.12	132.85
其他非流动资产	333.33	404.75	302.81	343.94	337.54	340.40
<b>资产总计</b>	<b>3,583.18</b>	<b>4,556.48</b>	<b>5,496.84</b>	<b>6,181.99</b>	<b>7,132.48</b>	<b>8,332.50</b>
短期借款	549.53	943.75	1,185.26	1,185.26	1,185.26	1,185.26
应付和预收款项	117.43	199.38	261.60	302.22	360.69	434.66
长期借款	120.00	250.00	200.00	200.00	200.00	200.00
其他负债	183.16	298.37	522.36	539.34	557.84	586.24
<b>负债合计</b>	<b>970.12</b>	<b>1,691.49</b>	<b>2,169.21</b>	<b>2,226.81</b>	<b>2,303.78</b>	<b>2,406.16</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2,500.70</b>	<b>2,695.30</b>	<b>3,126.38</b>	<b>3,701.54</b>	<b>4,512.66</b>	<b>5,531.87</b>
少数股东权益	112.35	169.68	201.25	253.63	316.04	394.47
<b>股东权益合计</b>	<b>2,613.05</b>	<b>2,864.99</b>	<b>3,327.63</b>	<b>3,955.17</b>	<b>4,828.70</b>	<b>5,926.34</b>
负债和股东权益合计	3,583.18	4,556.48	5,496.84	6,181.99	7,132.48	8,332.50
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	79.03	193.91	459.52	526.18	585.91	578.42
投资性现金净流量	-236.14	-419.01	-514.45	-204.24	-215.75	-237.90
筹资性现金净流量	391.05	277.35	94.32	-174.37	-68.91	-68.91

现金流量净额	233.65	52.44	39.56	147.56	301.25	271.60
--------	--------	-------	-------	--------	--------	--------

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

表 17：主要财务指标

主要财务指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,969.98	2,685.30	3,222.96	3,882.21	4,600.27	5,702.85
同比(%)	22.12%	36.31%	20.02%	20.46%	18.50%	23.97%
归属母公司净利润	374.13	444.93	525.26	680.63	811.11	1,019.21
同比(%)	-56.18%	18.92%	18.06%	29.58%	19.17%	25.66%
毛利率(%)	53.75%	51.80%	51.82%	53.79%	53.46%	54.75%
ROE(%)	3.89%	17.13%	18.05%	19.94%	19.75%	20.29%
EPS(摊薄)(元)	0.67	0.80	0.94	1.22	1.45	1.83
P/E	89	74.55	63.15	48.73	40.89	32.54
P/B	13.26	12.31	10.61	8.96	7.35	6.00
EV/EBITDA	54.79	44.63	37.68	30.10	25.95	21.33

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

### 投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20%以上；

推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；

谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

### 免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

国融证券股份有限公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告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。

市场有风险，投资需谨慎。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任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。