

## 最具国际水准的中国体外诊断企业

### 投资要点

- **事件:** 日前,我们与迈克生物高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **全国的体外诊断龙头企业,最具国际水准的体外诊断企业。**公司在西南地区独家代理国际知名品牌产品,通过学习国外先进经验,提升了公司国际化素质。之后通过自主研发核心产品,将产品的销售和服务向全国范围内拓展,已然成为国内领先的体外诊断企业,同时公司积极拓展海外市场,依托丰富的产品平台布局和强大的销售和售后服务能,奠定公司国际化的基础。
- **化学发光赋予公司业绩高成长性。**化学发光是国内发展最快的子行业之一,预计2015年我国市场规模将达70亿元。由于其壁垒高,国内市场由外企垄断,公司作为国内少数掌握核心技术的企业,凭借先发、质量和服务的综合优势,将畅享技术替代和进口替代的红利,有望延续高增长态势,赋予公司高成长性。
- **综合研发平台赋予公司大体外诊断企业格局。**公司研发投入强度位居行业前列,近三年研发投入绝对值复合增速达35%,取得了如全自动化学发光仪为代表的突破性进展,技术开发平台已覆盖体外诊断绝大部分领域。目前中国体外诊断核心支柱板块的生化 and 免疫以及代表行业未来发展趋势的POCT和分子诊断均有布局,新产品陆续推出中,中长期成长性显著。综合研发平台赋予了公司发展成为大体外诊断企业的格局。
- **国际领先的量值溯源能力赋予公司龙头企业的核心竞争力。**测量准确是体外诊断的第一要素,量值溯源是国际公认的准确性保障。公司是国内最早开始量值溯源工作的企业,第一个成为国际临床化学协会(IFCC)会员的中国企业,拥有中国合格评定国家认可委员会(CNAS)和国际检验医学溯源联合委员会(JCTLM)唯一认可的医学参考实验室的企业。公司量值溯源能力国内独树一帜,在国际上也具有相当的影响力。我们认为公司领先的量值溯源能力赋予公司龙头企业核心素质,是成为国际一流体外诊断企业的必备基础和核心优势。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2015-2017年EPS分别为1.56元、1.98元和2.42元,对应当前股价PE分别为54倍、42倍和34倍。考虑到化学发光赋予公司业绩高成长性,研发和量值溯源能力赋予公司成为国内体外龙头企业潜质,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 研发速度或慢于预期;化学光学业务增速或低于预期。

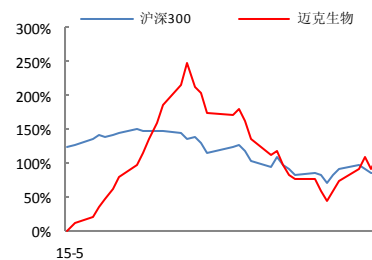
| 指标年度          | 2014A  | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 934.85 | 1180.78 | 1495.35 | 1843.30 |
| 增长率           | 19.94% | 26.31%  | 26.64%  | 23.27%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 226.21 | 289.98  | 369.00  | 449.98  |
| 增长率           | 17.11% | 28.19%  | 27.25%  | 21.95%  |
| 每股收益EPS(元)    | 1.22   | 1.56    | 1.98    | 2.42    |
| 净资产收益率ROE     | 28.56% | 14.26%  | 15.74%  | 16.54%  |
| PE            | 69     | 54      | 42      | 34      |
| PB            | 19.59  | 7.63    | 6.62    | 5.70    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
  
联系人: 陈铁林  
电话: 023-67909731  
邮箱: cti@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 总股本(亿股)     | 1.86   |
| 流通A股(亿股)    | 0.38   |
| 52周内股价区间(元) | -      |
| 总市值(亿元)     | 155.20 |
| 总资产(亿元)     | 12.36  |
| 每股净资产(元)    | 5.36   |

### 相关研究

## 目 录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. 全国的体外诊断龙头企业</b> .....               | <b>1</b>  |
| 1.1 立足西南地区，逐步走向全国.....                    | 1         |
| 1.2 代理+自产双轮驱动，实现跨越式发展.....                | 2         |
| <b>2. 化学光学赋予公司业绩高成长性</b> .....            | <b>4</b>  |
| 2.1 化学发光是全球免疫诊断主流技术.....                  | 4         |
| 2.2 先发、质量和服务的综合优势推动产品快速放量.....            | 5         |
| <b>3. 综合研发平台赋予公司大体外诊断企业格局</b> .....       | <b>6</b>  |
| 3.1 公司研发投入强度位居国内前列.....                   | 6         |
| 3.2 全方位布局体外诊断研发平台.....                    | 7         |
| <b>4. 国际领先的量值溯源能力赋予公司龙头企业的核心竞争力</b> ..... | <b>9</b>  |
| 4.1 量值溯源受各方重视程度不断提高.....                  | 9         |
| 4.2 公司量值溯源能力在国内乃至国际均独树一帜.....             | 9         |
| 4.3 参考实验室的国际认可验证了公司量值溯源的有效性.....          | 11        |
| 4.4 参与国家标准、行业标准建设，行业影响力显著.....            | 12        |
| <b>5. 盈利预测及投资分析</b> .....                 | <b>13</b> |
| <b>6. 风险提示</b> .....                      | <b>14</b> |

## 图 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 公司股权结构.....                      | 1  |
| 图 2: 公司经销商数量区域分布.....                 | 2  |
| 图 3: 公司覆盖医院数量区域分布.....                | 2  |
| 图 4: 公司主营业务发展历程.....                  | 2  |
| 图 5: 公司主营业务情况.....                    | 2  |
| 图 6: 公司 2011 年以来营业收入及增速.....          | 3  |
| 图 7: 公司 2011 年以来归母净利润及增速.....         | 3  |
| 图 8: 代理产品和自产产品收入占比.....               | 3  |
| 图 9: 代理产品和自产产品毛利占比.....               | 3  |
| 图 10: 公司自产和代理诊断仪器收入对比（百万元）.....       | 4  |
| 图 11: 公司自产和代理诊断试剂收入对比（百万元）.....       | 4  |
| 图 12: 我国免疫诊断市场增长趋势.....               | 4  |
| 图 13: 我国免疫诊断细分领域市场分布格局.....           | 4  |
| 图 14: 公司研发投入增长趋势.....                 | 7  |
| 图 15: 可比公司研发投入占自产产品收入比例变化趋势.....      | 7  |
| 图 16: 全球基因测序市场规模.....                 | 8  |
| 图 17: 我国 POCT 市场规模.....               | 8  |
| 图 18: 量值溯源具体流程.....                   | 9  |
| 图 19: 公司参考系统部架构示意图.....               | 10 |
| 图 20: 高效液相色谱-质谱联用分析仪.....             | 10 |
| 图 21: 超高效液相色谱-质谱联用分析仪.....            | 10 |
| 图 22: 迈克 RELA 国际能力验证-ALT 检测.....      | 11 |
| 图 23: 迈克 RELA 国际能力验证-Thyroxin 检测..... | 11 |

## 表 目 录

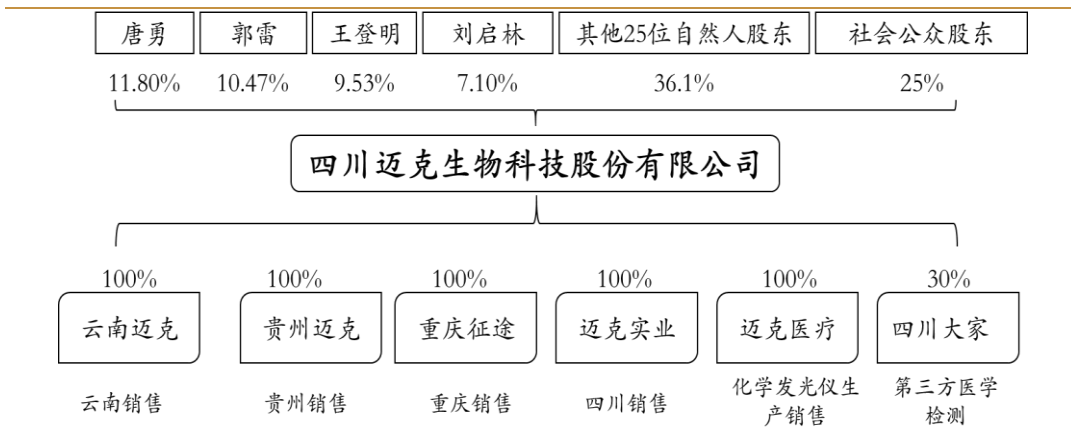
|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 表 1: 公司总体销售模式.....             | 1  |
| 表 2: 酶联免疫和化学发光对比.....          | 5  |
| 表 3: 国内主要全自动化学发光免疫分析仪上市情况..... | 5  |
| 表 4: 迈克生物和国外化学发光主要产品技术对比.....  | 6  |
| 表 5: 公司在研技术储备.....             | 7  |
| 表 6: 公司 RelA 能力比对试验通过情况.....   | 11 |
| 表 7: 国内权威行业协会及重要职责.....        | 12 |
| 表 8: 公司业务分拆收入预测.....           | 13 |
| 附表: 财务预测与估值.....               | 15 |

# 1. 全国的体外诊断龙头企业

## 1.1 立足西南地区，逐步走向全国

公司成立于 1994 年，主营业务是自主研发、生产和销售体外诊断产品以及代理销售国外知名品牌的体外诊断产品。经过多年发展，公司已成为国内体外诊断产品企业中产品品种最丰富的企业之一。公司由前四大股东即一致行动人唐勇、郭雷、王登明和刘启林实际控制，四人股份合计占比为 38.90%。迈克生物旗下有五家子公司，其中 4 个为云、贵、川、渝的销售公司，另外一个为医疗电子公司负责医疗仪器的研发生产和销售，另外还参股一家第三方检测机构。

图 1：公司股权结构



数据来源：招股说明书、西南证券

公司最初以代理国外品牌为主，销售也局限在西南地区。但后来公司逐步壮大后，开始自研体外诊断仪器和试剂，产品销售到全国，公司正逐步从西南地区龙头成长为全国领先的体外诊断企业。

表 1：公司总体销售模式

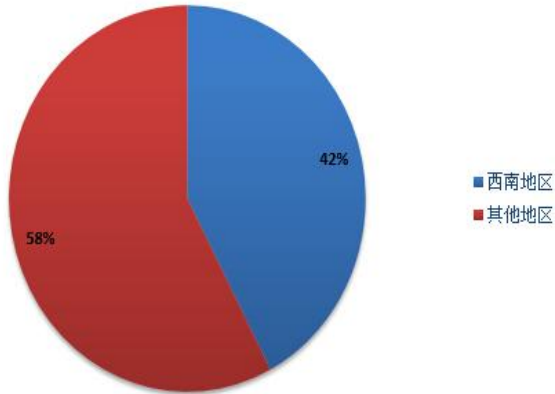
| 产品分类 |      | 销售区域              | 销售渠道   |
|------|------|-------------------|--|
| 诊断试剂 | 自产产品 | 在全国范围内进行销售        | 西南地区二级以上医院以直销为主，基层医院主要通过经销商销售。<br>西南以外地区主要通过经销商销售。 |
|      | 代理产品 | 根据代理协议主要在西南地区进行销售 | 二级以上医院以直销为主，基层医院主要通过经销商销售。                         |
| 诊断仪器 | 自产产品 | 在全国范围内进行销售        | 主要通过经销商销售。   |
|      | 代理产品 | 根据代理协议主要在西南地区进行销售 | 主要通过经销商销售，部分三级医院直接销售。                              |

数据来源：招股说明书、西南证券

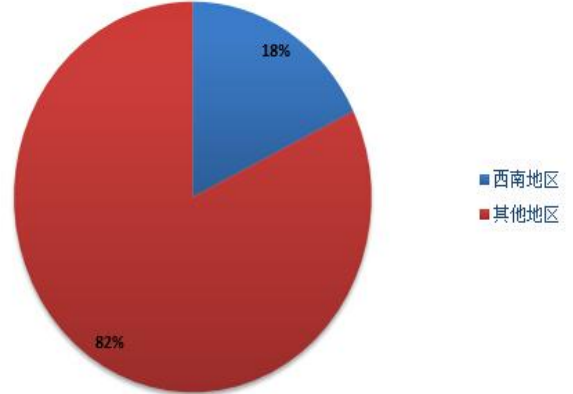
经过多年发展，公司营销及服务网络已从西南地区逐步向全国发展。公司除在四川、云南、贵州、重庆设有子公司，在北京、上海、广州、西安、武汉设有一级办事处，在沈阳、济南、杭州、郑州、南宁、长沙等地设有二级办事处。

从经销商数量来看，公司在全国拥有 544 家经销商，其中西南地区和非西南地区分布为 230 家和 314 家，占比分别为 42%和 58%。从覆盖医院来看，公司为全国 3000 余家二级以

上医院提供服务，覆盖率达到 38%，其中西南地区仅 533 家，占比 18%。可见公司在不断扩宽自身营销网络，从西南地区走向更广阔的全国市场。

**图 2：公司经销商数量区域分布**


数据来源：招股说明书,西南证券

**图 3：公司覆盖医院数量区域分布**


数据来源：招股说明书,西南证券

## 1.2 代理+自产双轮驱动，实现跨越式发展

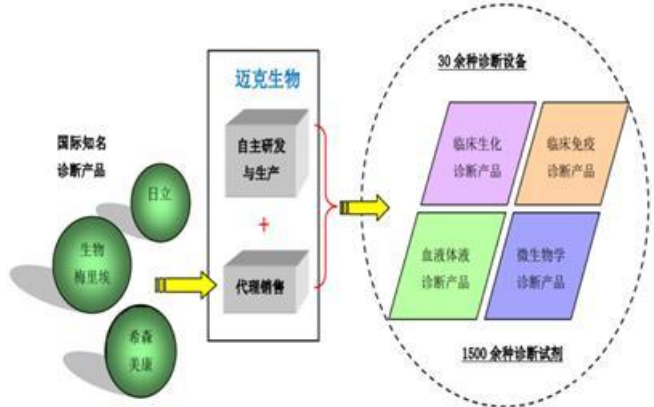
公司成立以后从代理国外体外诊断产品起步，再配套生产相关试剂，从而快速发展壮大。公司主要是在西南地区代理销售日立、希森美康、生物-梅里埃、伯乐、碧迪、凯杰等全球知名体外诊断品牌的优势产品，打造了精品产品形象，同时也学习了外企先进的管理经验。

公司从 2004 年开始专注于体外诊断产品的自主创新，自主研发生产的体外诊断产品主要包括生化诊断和免疫诊断领域近 100 项检测项目。公司还在积极布局分子诊断、POCT 等前沿领域。公司自研产品包括仪器和试剂，通过仪器带动试剂销售。目前公司已取得注册证书 247 项，其中生化诊断产品 141 项，免疫诊断产品 86 项，其他诊断产品 20 项。

代理产品和自研产品能够在营销渠道方面实现互补，通过丰富产品组合，可为医院提供整体解决方案和更多选择。代理+自产双轮模式有助于促进产品销售，协同效应明显。目前公司能为医院提供 1,500 余种诊断试剂以及 30 余种诊断仪器，覆盖了医院检验机构 90% 的常规检测项目。

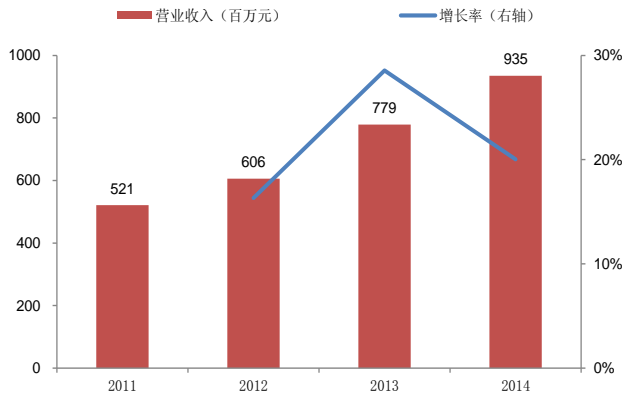
**图 4：公司主营业务发展历程**


数据来源：招股说明书,西南证券

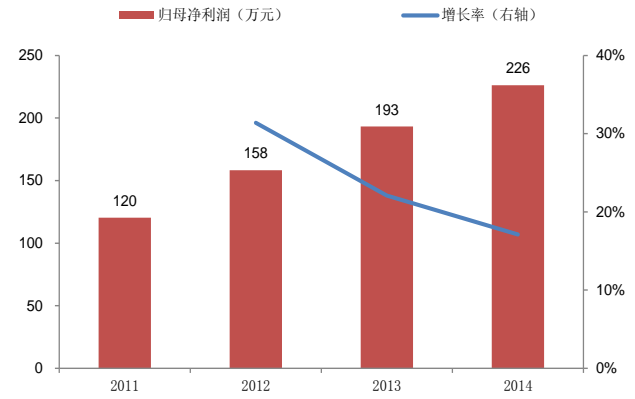
**图 5：公司主营业务情况**


数据来源：招股说明书,西南证券

2011 年到 2014 年期间, 公司营业收入从 5.2 亿元增长到 9.35 亿元, 归属上市公司净利润从 1.2 亿元增长到了 2.26 亿元, 营收和净利润年复合增速分别达到 21.5%、23.3%, 远高于行业 15-20% 的增速。公司体外诊断体量已处于行业前列, 但仍然保持快速成长活力。

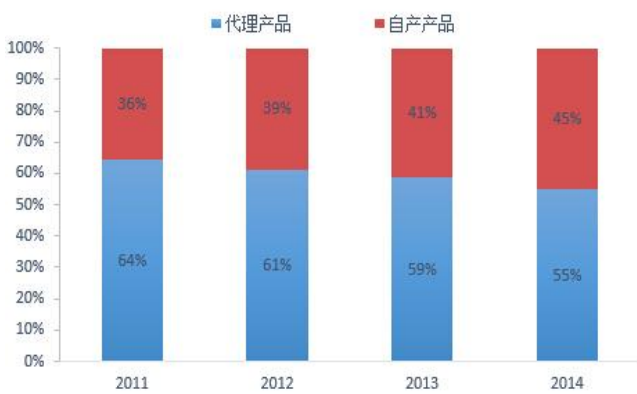
**图 6: 公司 2011 年以来营业收入及增速**


数据来源: 招股说明书, 西南证券

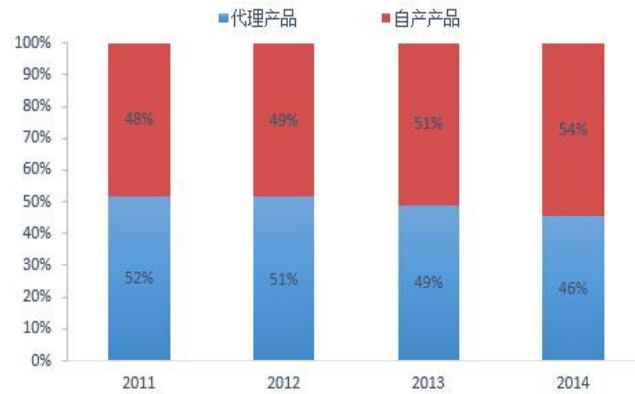
**图 7: 公司 2011 年以来归母净利润及增速**


数据来源: 招股说明书, 西南证券

从产品结构来看, 公司自产产品收入和毛利所占比例呈现出逐年上涨的趋势, 2014 年, 自产产品在产品收入和毛利中的比例分别为 45% 和 54%。

**图 8: 代理产品和自产产品收入占比**


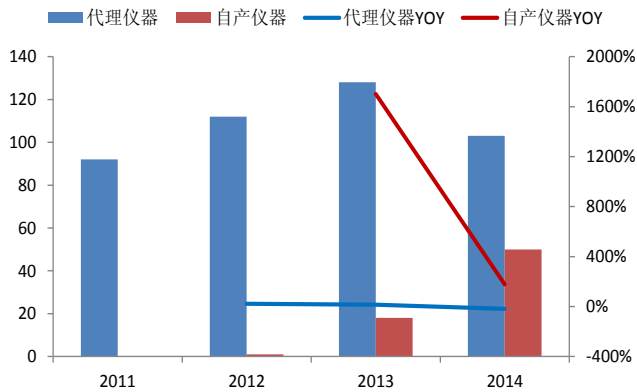
数据来源: wind, 西南证券

**图 9: 代理产品和自产产品毛利占比**


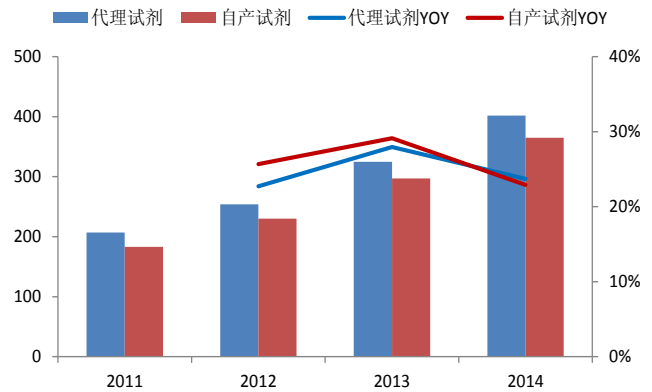
数据来源: wind, 西南证券

公司自产产品, 无论是仪器还是试剂, 增长率都远高于代理产品, 2012-2014 年的同比增速均在 20% 以上。经过短短两年时间, 自产仪器的销售收入已经接近代理仪器产品的 50%, 自产试剂的销售收入更是与代理试剂基本持平。



**图 10: 公司自产和代理诊断仪器收入对比 (百万元)**


数据来源: wind, 西南证券

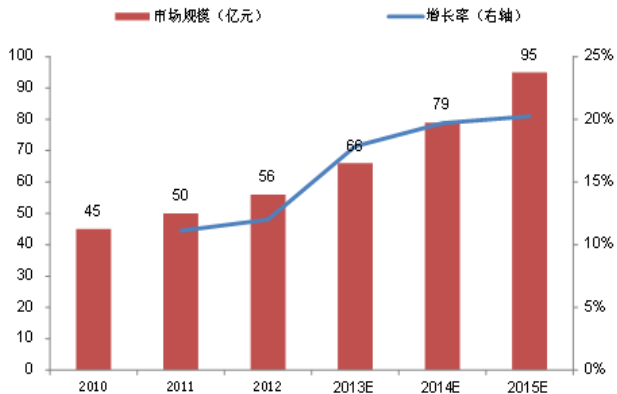
**图 11: 公司自产和代理诊断试剂收入对比 (百万元)**


数据来源: wind, 西南证券

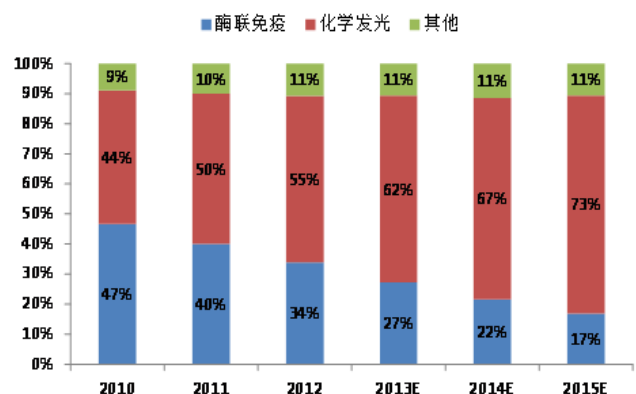
## 2. 化学光学赋予公司业绩高成长性

### 2.1 化学发光是全球免疫诊断主流技术

从体外诊断技术发展趋势来看, 免疫诊断已成为全球主流。我国也同样如此, 免疫诊断市场份额达到 35%, 是最大的体外诊断子行业。预计 2015 年我国免疫诊断市场将达到 95 亿元, 未来年均复合增长率在 15% 左右。化学发光是增长最快的免疫诊断细分领域, 市场份额不断提升, 预计 2015 年将达到 73%, 约 70 亿元。

**图 12: 我国免疫诊断市场增长趋势**


数据来源: 招股说明书, 西南证券

**图 13: 我国免疫诊断细分领域市场分布格局**


数据来源: 招股说明书, 西南证券

免疫诊断可分为同位素放射免疫、胶体金、酶联免疫、时间分辨荧光和化学发光等技术。化学发光具有灵敏度高、特异性强、自动化程度高、应用范围广、检测速度快等优点, 已成为全球免疫诊断主流技术。我国化学发光仍处于发展初期, 与酶联免疫共同主导免疫诊断市场。随着国产技术成熟和成本下降, 化学发光将逐步完成对酶联免疫的替代。

**表 2: 酶联免疫和化学发光对比**

| 类别   | 优点                     | 缺点              | 现状   | 趋势                             | 主要生产企业                   |
|------|------------------------|-----------------|--|--------------------------------|--------------------------|
| 酶联免疫 | 成本低、可大规模操作、技术比较成熟      | 灵敏度低、操作不便、检测时间长 | 国内免疫检测的主流; 主要在低级别医院使用; 大部分市场份额为国内厂家占据, 生产厂家多, 竞争激烈。                          | 市场逐渐被半自动/全自动化学发光替代             | 科华、万泰、荣盛、安图、英科新创、北京金豪、丽珠 |
| 化学发光 | 灵敏、快速、稳定、特异性强、重现性好、全自动 | 成本较高、需要配套仪器     | 技术门槛较高, 市场发展很快; 国内大多数三甲医院已配备全自动化学发光分析仪, 仪器和试剂都由国外巨头提供, 国内有十多家厂商, 主要面向三甲以下医院。 | 国产试剂和仪器有望在三甲以下医院快速推广, 逐渐实现进口替代 | 新产业、迈瑞、安图生物、迈克生物、利德曼等    |

数据来源: 公开资料, 西南证券

化学发光体量大、增速快, 是我国体外诊断技术的重要发展方向, 市场前景广阔: (1) 从 IVD 子行业来看, 免疫诊断市场份额逐步提升是全球趋势; (2) 从免疫诊断细分领域来看, 化学发光凭借技术优势将逐步替代酶联免疫; (3) 从进口替代来看, 随着国内企业技术发展, 凭借成本优势必然会不断提高国产化水平。

## 2.2 先发、质量和服务的综合优势推动产品快速放量

2011 年 10 月, 公司在国内首批推出自主创新的全自动化学发光诊断仪器并取得了注册证书, 目前, 该仪器已获得 29 项专利证书, 并有 77 项配套试剂获得注册证书, 另有 27 项配套试剂正在进行注册审批。

公司在国内首批推出全自动化学发光仪器及配套试剂, 具有先发优势; 研发实力雄厚, 自产化学发光仪质量好, 配套试剂检测结果准确, 是国内少数几家掌握核心技术并能实现规模化生产的企业。同时公司销售服务能力强大, 凭借先发、技术和服务优势, 公司有望畅享化学发光产品技术替代和进口替代带来的市场红利。

公司于 2011 年在国内率先推出磁微粒酶促化学发光免疫分析仪, 占据了市场先机, 销量远远超过安图生物等公司。

**表 3: 国内主要全自动化学发光免疫分析仪上市情况**

| 公司   | 新产业               | 迈克生物      | 安图生物           | 博奥生物          | 利德曼       |
|------|-------------------|-----------|----------------|---------------|-----------|
| 仪器   | MAGLUMI 800 等 6 款 | IS 1200   | Autolumo A2000 | ChemLite 1200 | CI1000    |
| 配套试剂 | 102 项             | 77 项      | 68 项           | 20 项          | 35 项      |
| 累计销售 | > 4000 台          | > 500 台   | ~100 台         | -             | ~50 台     |
| 上市时间 | 2008 年            | 2011 年    | 2012 年         | 2013 年        | 2014 年    |
| 发光原理 | 直接化学发光            | 磁微粒酶促化学发光 | 磁微粒酶促化学发光      | 磁微粒酶促化学发光     | 磁微粒酶促化学发光 |

数据来源: 公开数据, 西南证券

公司产品技术先进, 与国际同类产品相比性能接近, 价格优势明显。公司产品与罗氏、贝克曼等公司主流产品比较显示, 公司产品在检测结果一致性、灵敏度、安全性等指标方面都完全符合临床要求。但公司产品成本比进口产品低得多, 仪器售价仅为国外产品的 1/4 不到, 试剂也要低大约 30% 左右, 具有显著的性价比优势。考虑到体外诊断产品是医院的成本端, 医院更倾向于选择具有性价比优势的产品, 公司产品实现进口替代的可能性很高。



**表 4: 迈克生物和国外化学发光主要产品技术对比**

| 评价指标          | 迈克生物                                     | 国外厂家               |
|---------------|--|--------------------|
| 仪器水平          | 第三代水平                                    | 第一代至第四代水平          |
| 仪器价格          | 小于 20 万人民币                               | 大于 80 万人民币         |
| 仪器类型          | 站立式                                      | 台式、站立式             |
| Random-access | 支持                                       | 支持                 |
| 试剂原理          | 酶促化学发光                                   | 酶促化学发光、直接化学发光、电化学等 |
| 免疫固相          | 免疫磁珠                                     | 免疫磁珠、塑料珠、包被管       |
| 试剂稳定性         | 上机稳定性: 28 天                              | 上机稳定性: 28 天        |
| 试剂价格          | 15-25 元人民币每测试                            | 30-50 元人民币每测试      |
| 试剂品种          | 第一阶段为 40 种, 将逐渐增加完善品种                    | 50-100 种           |
| 分析速度          | 15-30min                                 | 10-40min           |
| 分析通量          | 80-120 tests/hr. 下一代仪器速度将达到 200 tests/hr | 60-240tests/hr.    |

数据来源: 招股说明书, 西南证券

2012-2014 年, 公司化学发光仪器分别销售 6、107 和 452 台, 仪器及配套试剂实现收入 150 万元、3200 万元和 9500 万元, 增长势头强劲, 实现了在仪器试剂一体化化学发光免疫诊断系统领域的重大突破。

我们认为公司化学发光产品未来将长期保持高速增长态势, 赋予公司业绩高成长性。判断主要基于以下三点: (1) 公司具有先发、质量和服务优势, 凭借高性价比有望实现进口替代; (2) 公司募投的化学发光分析仪及配套试剂改造项目完成后将打破产能瓶颈, 保证产品供应; (3) 公司目前主要针对二级医院中端市场, 后续还将陆续推出面向三级医院和基层市场的产品, 公司营销网络已覆盖全国 3000 多家医院, 可迅速实现产品放量, 且公司还将借助德国 HUMAN 公司渠道将产品推向更加广阔的国际市场。

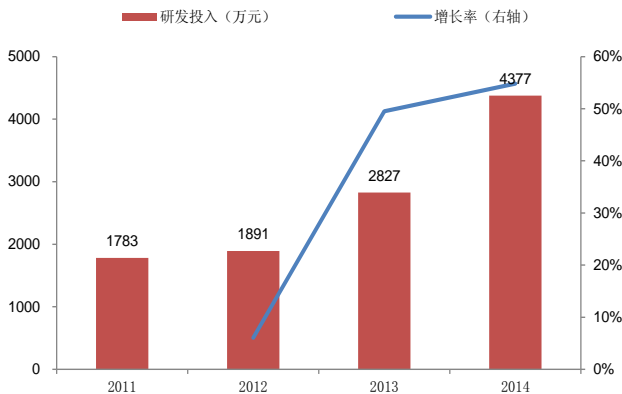
### 3. 综合研发平台赋予公司大体外诊断企业格局

#### 3.1 公司研发投入强度位居国内前列

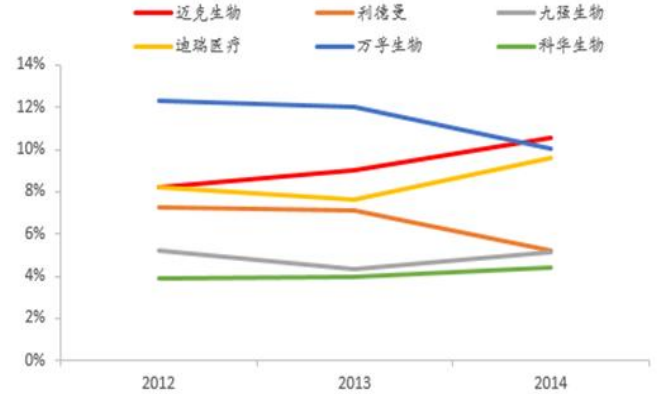
我国体外诊断生产企业达数百家, 低端产品竞争激烈, 而高端产品则能凭借技术优势享受良好的竞争环境享受产品溢价。公司从 2004 年起走上自主研发的道路, 一直把研发视为核心竞争力。

从研发队伍来看, 公司拥有四川省首批“天府英才”创新团队, 专业覆盖生物技术、检验医学、化学合成等诸多不同领域。公司现拥有各类专业技术人员 418 名, 占员工总数 42%, 表明公司对研发的高度重视。

从研发投入来看, 公司每年的研发投入不断升高, 从 2012 年的 1783 万元增加到 2014 年的 4377 万元, 年均复合增长率达到 35%。研发投入占公司自产产品收入的比例也在不断提高, 从 2012 年的 8.18% 提高到 2014 年的 10.55%, 高于同类可比公司研发投入水平。

**图 14: 公司研发投入增长趋势**


数据来源: Wind, 西南证券

**图 15: 可比公司研发投入占自产产品收入比例变化趋势**


数据来源: Wind, 西南证券

公司高规格的研发团队配置和充足的研发经费也给公司带来了丰厚的回报, 目前已完成科研项目 43 项, 拥有专利 69 项, 获得 247 项体外诊断产品注册证书。

### 3.2 全方位布局体外诊断研发平台

公司制定了长期的技术创新规划, 将逐步在免疫诊断、分子诊断、体液与血液学诊断、诊断仪器自动化等领域进行一系列的研发和创新。公司目前已建立了临床生化、免疫发光、快速诊断、血栓与止血、分子诊断的产品技术开发平台, 是国内少有覆盖体外诊断绝大部分技术平台的企业。丰富的科研储备为公司后续发展提供充足动力。

**表 5: 公司在研技术储备**

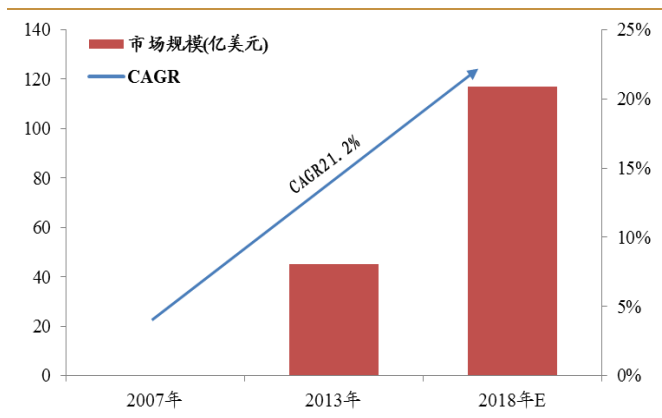
|       | 在研技术名称          | 应用产品                            | 主要功能创新点  | 进展情况             |
|-------|-----------------|---------------------------------|--|------------------|
| 免疫诊断  | 化学发光免疫技术        | 肿瘤, 艾滋, 激素, 代谢、优生优育等 50 多种试剂开发。 | 扩充现有化学发光免疫试剂的种类, 涵盖临床常用检测项目。扩大临床检测品种。                  | 产品注册, 临床试验, 科研结题 |
|       | 定量胶体金技术         | CRP、HCG                         | 实现金标检测定量, 提高检测试剂灵敏度。扩大应用范围。                            | 科研结题             |
|       | 定量快速检测技术 (免疫荧光) | 心脏功能标志物、PCT、FluA 等              | 实现纸条层析产品的快速定量检测, 并具有较之于金标产品更高的灵敏度。避免结果判断的主观性           | 科研结题             |
| 分子诊断  | 定量 PCR 检测技术     | HBV, HIV, 性病, 其他传染病等            | 与金标产品、化学发光产品配套, 从而实现快速检测、高灵敏度检测及核酸确证检测产品覆盖, 拓展到分子检测领域。 | 科研结题             |
|       | 基因测序技术          | 肿瘤基因突变检测, 治疗和诊断应用。              | 检测疾病靶标基因, 指导药物治疗。                                      | 科研结题             |
| 血液学诊断 | 凝血仪器配套试剂        | 凝血检测试剂                          | 临床凝血检测。PT,APTT,TT,Fbg, FDP, D-Dimer 等                  | 已获注册证            |
|       | 血型 and 抗体筛查。    | 血型卡                             | 配合全自动仪器, 提供血型及血筛试剂系统                                   | 科研结题             |
|       | 化学发光免疫分析仪       | IS3000/1800                     | 提高公司目前全自动化学发光分析仪的通量及性能。                                | 科研小试             |
|       | 全自动 & 半自动凝血分析仪  | 自主研发凝血检测仪。                      | 与公司已研发凝血试剂配套成为凝血检测系统。                                  | 部分已获证书           |
|       | HPLC 糖化血红蛋白     | 全自动定量检测 HbA1c 糖化                | 糖尿病治疗, 预后的金标准方法。与公司开发的高压液相离子                           | 科研结题             |

|  | 在研技术名称     | 应用产品                | 主要功能创新点                       | 进展情况 |
|--|------------|---------------------|-------------------------------|------|
|  | 蛋白仪        | 血红蛋白                | 交换柱配套使用。                      |      |
|  | POCT 荧光分析仪 | 定量, 高灵敏, 快速检测待检物质   | 为胶体金定性检测平台的有效补充, 扩大快速检测的应用范围。 | 科研结题 |
|  | 全自动核酸提取仪   | 自动提取体液中核酸, 用于下游分子检测 | 是核酸检测中必备的样本制备平台。              | 科研小试 |

数据来源: 西南证券

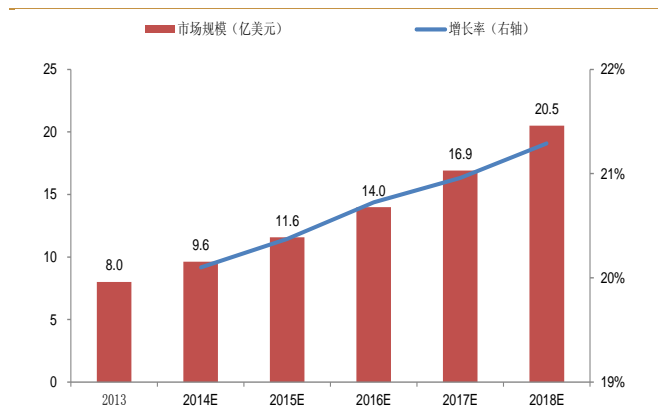
公司采取“生产销售一代、研制注册一代、预先研究一代”的产品策略, 积极布局未来体外诊断发展趋势。目前公司已经在积极布局分子诊断和 POCT 产品等。分子诊断(这段描述请以分子诊断作为主体, 可以把基因测序作为分子诊断的一个方向来讲。)能够检测基因突变, 在疾病诊断和治疗中都能发挥重要作用, 是个性化医疗和精准医疗的重要基础, 2013 年市场规模约为 45 亿美元, 预计 2013-2018 年期间年均复合增长率将达到 21%。POCT 具有操作方便、使用简单、时间短等优点, 因此广泛应用于 ICU、急诊、救护车、家庭护理等环境, 使用范围覆盖血糖、心脏标志物、传染病等多个领域, 成为第一现场和第一时间检测的重要工具。预计 2015 年我国 POCT 市场将达到 11.6 亿美元(约 72 亿元), 年均增长率在 20% 以上。

图 16: 全球基因测序市场规模



数据来源: BCC research, 西南证券

图 17: 我国 POCT 市场规模



数据来源: TechNavio Analysis, 西南证券

公司提前布局体外诊断最具发展潜力的分子诊断、POCT 等技术领域, 加上高素质的研发团队和高强度研发投入, 为公司中长期发展打下了坚实的基础, 赋予了公司大体外诊断企业的格局。

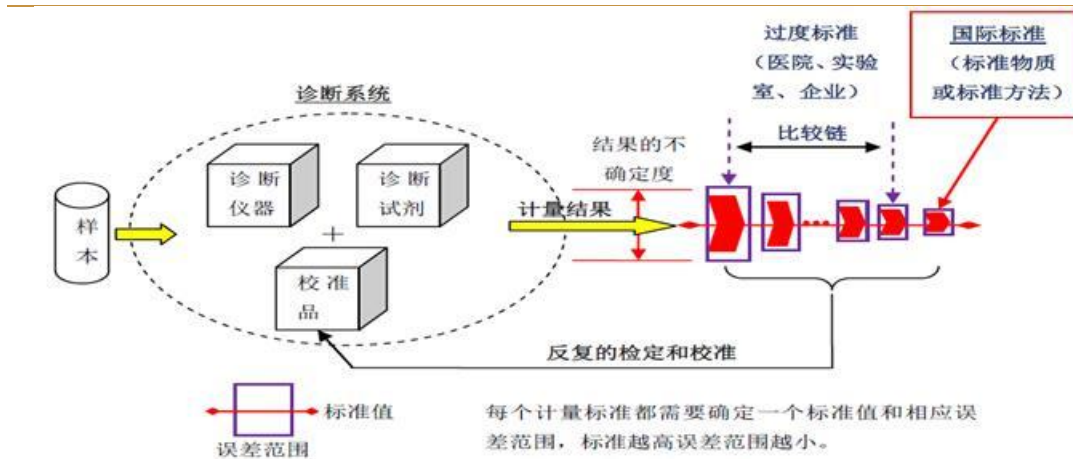
## 4. 国际领先的量值溯源能力赋予公司龙头企业的核心竞争力

### 4.1 量值溯源受各方重视程度不断提高

体外诊断与患者的生命健康息息相关，诊断仪器、诊断试剂、校准品、质控品等体外诊断产品组成的检测系统（诊断系统），其计量结果（诊断结果）的准确性，日益重要并受到各方的高度关注。长久以来，在体外诊断（IVD）产业中，一直存在由于不同时间、不同实验室，不同的试剂、仪器和参考品的组合所导致的报告结果不一致现象。为保障体外诊断系统性的准确性，溯源性是检验医学的永恒主题，已成为体外诊断行业发展的基石。

体外诊断产品量值溯源通常是指：将诊断系统的检测结果与一系列连续的比较链进行对比，通过不断的检定和校准，使检测结果逐步与国际标准（标准物质、标准方法）联系起来，追溯计量源头，从而提高计量的准确度。

图 18：量值溯源具体流程



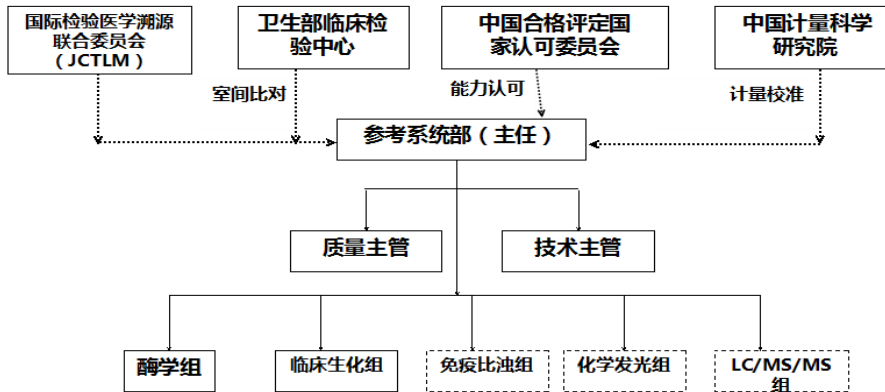
数据来源：招股说明书，西南证券

卫生部门、医疗机构和体外诊断企业都越来越重视量值溯源。为了减少重复检查，减轻医疗负担，卫生部门在推广医疗机构检查结果互认，量值溯源可以保证检查结果的一致性和准确性，是不同医疗机构检查结果互认的前提。越来越多的大型综合医院，在医学实验室进行 ISO/FDIS 15189 等认可时，已明确将诊断产品的量值溯源作为重要的考核标准；国内体外诊断企业则将量值溯源作为提升产品质量和参与国内外竞争的核心优势。我们认为体外诊断特别是生化诊断领域，溯源能力最能体现体外诊断公司的核心竞争力，将成为各家企业必须高度重视的战场。

### 4.2 公司量值溯源能力在国内乃至国际均独树一帜

公司是中国首批建立参考实验室进行溯源研究的体外诊断企业，也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。公司专门成立了参考负责溯源工作的参考系统部，配备了顶级质量检测的设备，全面收纳了顶级的国际一级参考物质，建立了权威的一级参考方法方法，经过多年的能力验证和认可证明已经成为了国际一流水平的参考实验室。公司检测项目量值溯源能力国内领先，产品准确度、稳定性等关键质量指标达到国际标准。

图 19: 公司参考系统部架构示意图



数据来源: 公开信息, 西南证券

图 20: 高效液相色谱-质谱联用分析仪



数据来源: 调研结果, 西南证券

图 21: 超高效液相色谱-质谱联用分析仪



数据来源: 调研结果, 西南证券

公司在溯源的道路上, 一致处于行业领先地位, 先后取得了系列里程碑:

- 2006 年, 建立了参考实验室, 与卫生部临检中心、上海临检中心、北京航天总院、北京世纪坛医院一道成为国内首批建立参考实验室的单位;
- 2010 年, 成为国际临床化学与检验医学联合会 (IFCC) 在中国第一家企业会员;
- 2013 年 4 月, 成为获得中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 医学参考实验室认可的首家体外诊断企业 (成为全国仅有的六家获得此项认可的实验室之一, 也是唯一的企业实验室); 标志着公司的量值溯源能力获得国家认可, 公司已经为卫计委临床检验中心、中国食品药品检定研究院诊断产品的正确度质控物和标准物质赋值; 由于 CNAS 与国际实验室认可组织 (ILAC) 签订有互认协议, 所以公司获认可项目的测量报告可以在国际范围互认。
- 2015 年 1 月, 国际检验医学溯源联合委员会 (JCTLM) 执委会会议上, 公司参考系统部顺利通过评审, 进入 JCTLM 医学参考测量实验室列表行列, 成为全球仅有的 14 个参考实验室之一, 有能力为全球其他企业和科研、计量机构赋值。全球体外诊断生产企业中仅迈克生物和 ROCHE 诊断有此资格。



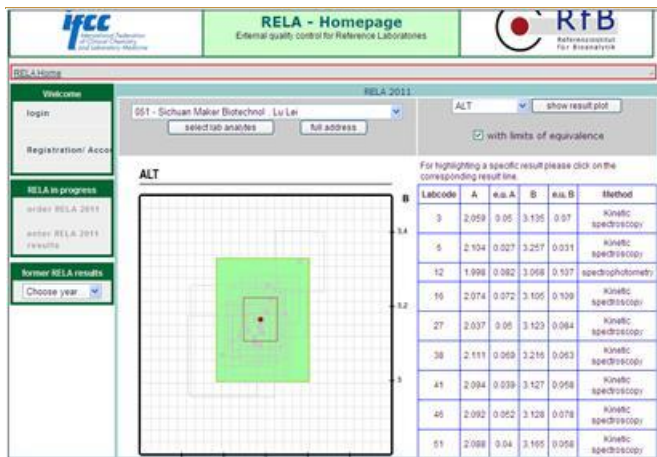
- 2015年3月，欧盟标准物质委员会（IRMM）与迈克生物签署参考物质赋值及稳定性实验协议，迈克生物成为该机构合作正式成员，承担参考欧盟物质赋值及稳定性实验观察的工作，这标志着迈克的溯源能力得到国际公认。

### 4.3 参考实验室的国际认可验证了公司量值溯源的有效性

成为国内首批建立参考实验室的单位，是公司量值溯源实力的体现。获得国际认可验证了公司量值溯源的有效性，因为建立国际参考实验室需要满足严苛的条件，具体而言，需要满足以下要求：

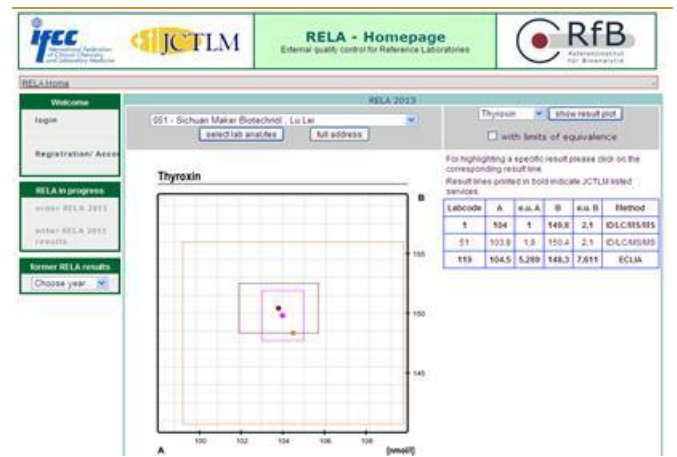
- 参加国际临床化学与检验医学联合会（IFCC）组织的 RELA 实验连续 3 次以上，且结果必须 100%合格；
- 所有实验室的测量条件和质控物应一致；每个项目的偏倚（bias）和不精密度（imprecision）结果必须满足 IFCC 和 JCTLM 规定
- 获得 ISO17025+ISO15195 认可。

图 22: 迈克 RELA 国际能力验证-ALT 检测



数据来源：IFCC:RELA 官网，西南证券（绿框内表示合格，红点为四川迈克检测结果）

图 23: 迈克 RELA 国际能力验证-Thyroxin 检测



数据来源：IFCC:RELA 官网，西南证券。（小紫框内表示合格，红点为四川迈克检测结果）

公司自 2008 年以来，连续七年参加最能考察量值溯源能力的 RELA 实验，累计参加了 60 项次，测试结果 100%合格，参加项目数及合格率全球第一。

表 6: 公司 RelA 能力比对试验通过情况

| 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012           | 2013 | 2014 |
|------|------|------|------|----------------|------|------|
| ALT  | ALT  | ALT  | ALT  | ALT(丙氨酸氨基转移酶)  | ALP  | ALT  |
| AST  | AST  | AST  | AST  | AST(天冬氨酸氨基转移酶) | TP   | TP   |
| GGT  | GGT  | AP   | AP   | AP(碱性磷酸酶)      | Crea | AST  |
| CK   | CK   | GGT  | GGT  | GGT(γ-谷氨酰转移酶)  | UA   | CK   |
| AMY  | AMY  | CK   | CK   | CK(肌酸激酶)       | AMY  | GGT  |
| LDH  | LDH  | AMY  | AMY  | AMY(淀粉酶)       | T4   | T4   |
| UREA | TP   | LDH  | LDH  | LDH(乳酸脱氢酶)     |      | LDH  |



| 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012       | 2013   | 2014   |
|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|
| GLU    | UREA   | TP     | TP     | TP(总蛋白)    |        | UREA   |
|        | GLU    | UREA   | UREA   | UREA(尿素)   |        | GLU    |
|        | TBIL   | GLU    | UA     | CREA(肌酐)   |        |        |
|        |        | TBIL   | GLU    | UA(尿酸)     |        |        |
|        |        |        | TBIL   | GLU(血糖)    |        |        |
|        |        |        |        | TBIL(总胆红素) |        |        |
| 100%通过 | 100%通过 | 100%通过 | 100%通过 | 100%通过     | 100%通过 | 100%通过 |

数据来源: IFCC:RELA 官网、公司资料、西南证券

#### 4.4 参与国家标准、行业标准建设，行业影响力显著

公司在不断提升自身产品质量的同时，也积极加入国内外协会，参与行业标准制定。公司除了是全球最具权威的检验医学学术机构 IFCC 的会员单位，同时也是多个国内标准委员会成员单位。

公司先后参与生化分析用校准物、免疫比浊法检测试剂、乙型肝炎病毒表面抗原及表面抗体检测试剂（化学发光免疫法）、糖化白蛋白检测试剂盒（酶法）、尿酸参考方法建立等近 70 项产品标准的起草制定与审定。加入国内外行业协会并起草和制定标准，一方面表明公司产品质量优异、技术实力雄厚，另一方面通过标准制定掌握一定的话语权，建立竞争优势。

表 7: 国内权威行业协会及重要职责

| 行业协会                       | 重要职责  |
|----------------------------|---|
| 全国临床医学计量技术委员会              | 促进我国临床检验溯源体系的建立，制定相关的计量技术法制文件，国际上受检验医学溯源联合委员会（JCTLM）指导。 |
| 全国生化检测标准化技术委员会             | 生化检测方法技术的改进、提高和标准制定。                                    |
| 中国生化学会酶学委员会                | 酶学理论进展和标准化检测。   |
| 全国医用临床检验实验室和体外诊断系统标准化技术委员会 | 具体的诊断试剂盒、诊断仪器的标准制定。                                     |

数据来源: 迈克生物招股说明书，西南证券

公司拥有国内难以匹敌的量值溯源能力，可媲美国际体外诊断龙头企业罗氏诊断，公司独树一帜的量值溯源能力赋予公司龙头企业核心素质，是企业逐步成为国际一流体外诊断企业的基础和核心优势。

## 5. 盈利预测及投资分析

针对上文对公司基本面的分析，我们做如下的盈利预测：

- 1) 预计 2015-2017 年代理试剂产品的增长率为 20%、18%、16%；
- 2) 预计 2015-2017 年自产试剂产品(根据生化、免疫和其他诊断试剂拆分预测后合计)的增长率为 27.95%、28.97%和 25.39%；
- 3) 预计 2015-2017 年代理仪器的收入保持不变；
- 4) 预计 2015-2017 年代理试剂产品的增长率为 120%、80%、50%。

据此数据计算,预计公司 2015-2017 年营业收入增长率为 26.31%、26.64%和 23.27%，详见下表。

**表 8: 公司业务拆分收入预测**

|                    | 2014A   | 2015E    | 2016E      | 2017E      |
|--------------------|---------|----------|------------|------------|
| <b>代理产品</b>        |         |          |            |            |
| 收入                 | 504.68  | 585.00   | 671.74     | 762.73     |
| Yoy                | 11.41%  | 15.91%   | 14.83%     | 13.54%     |
| 成本                 | 258.28  | 301.42   | 349.77     | 401.98     |
| 毛利率                | 48.82%  | 48.48%   | 47.93%     | 47.30%     |
| <b>代理试剂产品</b>      |         |          |            |            |
| 收入                 | 401.59  | 481.91   | 568.65     | 659.64     |
| yoy                | 23.65%  | 20.00%   | 18.00%     | 16.00%     |
| 成本                 | 190.17  | 231.32   | 278.64     | 329.82     |
| 毛利率                | 52.65%  | 52.00%   | 51.00%     | 50.00%     |
| <b>代理诊断仪器</b>      |         |          |            |            |
| 收入                 | 103.09  | 103.09   | 103.09     | 103.09     |
| yoy                | -19.60% | 0%       | 0%         | 0%         |
| 成本                 | 68.11   | 70.10    | 71.13      | 72.16      |
| 毛利率                | 33.93%  | 32%      | 31%        | 30%        |
| <b>自产产品</b>        |         |          |            |            |
| 收入                 | 414.87  | 576.467  | 799.146    | 1,050.411  |
| Yoy                | 31.77%  | 39%      | 39%        | 31%        |
| 成本                 | 121.01  | 186.67   | 276.39     | 377.51     |
| 毛利率                | 70.83%  | 67.62%   | 65.41%     | 64.06%     |
| <b>自产试剂产品</b>      |         |          |            |            |
| 收入                 | 365.26  | 467.3468 | 602.730272 | 755.786766 |
| yoy                | 23.00%  | 27.95%   | 28.97%     | 25.39%     |
| 成本                 | 89.36   | 116.84   | 150.68     | 188.95     |
| 毛利率                | 75.54%  | 75%      | 75%        | 75%        |
| <b>自产试剂产品-生化试剂</b> |         |          |            |            |

|                    | 2014A   | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
|--------------------|---------|----------|----------|----------|
| 收入                 | 313.32  | 357.18   | 407.19   | 464.20   |
| yoy                | 13.94%  | 14%      | 14%      | 14%      |
| <b>自产试剂产品-免疫试剂</b> |         |          |          |          |
| 收入                 | 48.51   | 106.72   | 192.10   | 288.15   |
| yoy                | 164.60% | 120%     | 80%      | 50%      |
| <b>自产试剂产品-其他试剂</b> |         |          |          |          |
| 收入                 | 3.44    | 3.44     | 3.44     | 3.44     |
| yoy                | -5.59%  | 0%       | 0%       | 0%       |
| <b>自产诊断仪器</b>      |         |          |          |          |
| 收入                 | 49.60   | 109.12   | 196.42   | 294.62   |
| yoy                | 177.38% | 120%     | 80%      | 50%      |
| 成本                 | 31.65   | 69.84    | 125.71   | 188.56   |
| 毛利率                | 36.19%  | 36%      | 36%      | 36%      |
| <b>合计</b>          |         |          |          |          |
| 收入                 | 919.55  | 1,161.46 | 1,470.89 | 1,813.14 |
| yoy                | 19.94%  | 26.31%   | 26.64%   | 23.27%   |
| 成本                 | 379.29  | 488.09   | 626.16   | 779.49   |
| 毛利率                | 58.75%  | 57.98%   | 57.43%   | 57.01%   |

数据来源: Wind, 西南证券

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.56 元、1.98 元和 2.42 元, 对应当前股价 PE 分别为 54 倍、42 倍和 34 倍。考虑到化学发光赋予公司业绩高成长性, 研发和量值溯源能力赋予公司成为国内体外龙头企业潜质, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

- (1) 募投项目建设进度低于预期的风险;
- (2) 研发速度慢于预期的风险;
- (3) 化学光学业务增速低于预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 现金流量表 (百万元)        | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 934.85  | 1180.78 | 1495.35 | 1843.30 | 净利润                | 226.21  | 289.98  | 369.00  | 449.98  |
| 营业成本          | 380.92  | 496.21  | 636.58  | 792.45  | 折旧与摊销              | 40.74   | 49.77   | 63.91   | 78.10   |
| 营业税金及附加       | 10.00   | 12.63   | 16.00   | 19.72   | 财务费用               | 8.95    | 3.49    | -3.67   | -3.98   |
| 销售费用          | 138.96  | 175.52  | 222.28  | 274.00  | 资产减值损失             | 10.94   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 管理费用          | 94.88   | 119.84  | 151.76  | 187.08  | 经营营运资本变动           | -168.97 | -61.46  | -173.99 | -182.01 |
| 财务费用          | 8.95    | 3.49    | -3.67   | -3.98   | 其他                 | -2.78   | -0.15   | 0.14    | -0.04   |
| 资产减值损失        | 10.94   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>经营活动现金流净额</b>   | 115.09  | 281.63  | 255.39  | 342.05  |
| 投资收益          | 2.80    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 资本支出               | -113.31 | -112.00 | -140.00 | -100.00 |
| 公允价值变动损益      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 其他                 | -45.61  | 7.63    | 0.00    | 0.00    |
| 其他经营损益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>投资活动现金流净额</b>   | -158.92 | -104.37 | -140.00 | -100.00 |
| <b>营业利润</b>   | 293.00  | 373.10  | 472.41  | 574.03  | 短期借款               | 32.97   | -163.67 | 0.00    | 0.00    |
| 其他非经营损益       | -9.09   | -8.93   | -9.15   | -9.07   | 长期借款               | 127.00  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>利润总额</b>   | 283.91  | 364.17  | 463.27  | 564.97  | 股权融资               | 0.00    | 997.32  | 0.00    | 0.00    |
| 所得税           | 57.70   | 74.19   | 94.27   | 114.98  | 支付股利               | -38.65  | -45.26  | -58.02  | -73.84  |
| 净利润           | 226.21  | 289.98  | 369.00  | 449.98  | 其他                 | -9.07   | -3.49   | 3.67    | 3.98    |
| 少数股东损益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>筹资活动现金流净额</b>   | 112.25  | 784.89  | -54.35  | -69.86  |
| 归属母公司股东净利润    | 226.21  | 289.98  | 369.00  | 449.98  | <b>现金流量净额</b>      | 68.41   | 962.16  | 61.03   | 172.20  |
|               |         |         |         |         |                    |         |         |         |         |
| 资产负债表 (百万元)   | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 财务分析指标             | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
| 货币资金          | 177.53  | 1139.69 | 1200.72 | 1372.92 | <b>成长能力</b>        |         |         |         |         |
| 应收和预付款项       | 433.43  | 464.84  | 612.56  | 762.47  | 销售收入增长率            | 19.94%  | 26.31%  | 26.64%  | 23.27%  |
| 存货            | 191.36  | 250.17  | 321.44  | 400.79  | 营业利润增长率            | 16.33%  | 27.34%  | 26.62%  | 21.51%  |
| 其他流动资产        | 7.63    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 净利润增长率             | 17.11%  | 28.19%  | 27.25%  | 21.95%  |
| 长期股权投资        | 8.12    | 8.12    | 8.12    | 8.12    | EBITDA 增长率         | 20.68%  | 24.42%  | 24.93%  | 21.68%  |
| 投资性房地产        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>获利能力</b>        |         |         |         |         |
| 固定资产和在建工程     | 363.58  | 426.27  | 502.82  | 525.18  | 毛利率                | 59.25%  | 57.98%  | 57.43%  | 57.01%  |
| 无形资产和开发支出     | 13.78   | 13.43   | 13.08   | 12.72   | 三费率                | 25.97%  | 25.31%  | 24.77%  | 24.80%  |
| 其他非流动资产       | 20.87   | 20.77   | 20.66   | 20.55   | 净利率                | 24.20%  | 24.56%  | 24.68%  | 24.41%  |
| <b>资产总计</b>   | 1216.32 | 2323.28 | 2679.41 | 3102.76 | ROE                | 28.56%  | 14.26%  | 15.74%  | 16.54%  |
| 短期借款          | 163.67  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROA                | 23.08%  | 18.60%  | 12.48%  | 13.77%  |
| 应付和预收款项       | 108.30  | 132.55  | 172.39  | 213.71  | ROIC               | 29.38%  | 28.91%  | 29.81%  | 30.02%  |
| 长期借款          | 127.00  | 127.00  | 127.00  | 127.00  | EBITDA/销售收入        | 36.66%  | 36.11%  | 35.62%  | 35.16%  |
| 其他负债          | 25.30   | 29.65   | 34.96   | 40.85   | <b>营运能力</b>        |         |         |         |         |
| <b>负债合计</b>   | 424.27  | 289.20  | 334.35  | 381.56  | 总资产周转率             | 0.91    | 0.67    | 0.60    | 0.64    |
| 股本            | 148.50  | 148.50  | 148.50  | 148.50  | 固定资产周转率            | 4.01    | 4.17    | 4.33    | 4.67    |
| 资本公积          | 10.60   | 1007.92 | 1007.92 | 1007.92 | 应收账款周转率            | 3.02    | 2.96    | 3.14    | 3.03    |
| 留存收益          | 632.94  | 877.66  | 1188.63 | 1564.78 | 存货周转率              | 2.06    | 2.22    | 2.21    | 2.18    |
| 归属母公司股东权益     | 792.05  | 2034.08 | 2345.06 | 2721.20 | 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 | 106.51% | —       | —       | —       |
| 少数股东权益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>资本结构</b>        |         |         |         |         |
| <b>股东权益合计</b> | 792.05  | 2034.08 | 2345.06 | 2721.20 | 资产负债率              | 34.88%  | 12.45%  | 12.48%  | 12.30%  |
| 负债和股东权益合计     | 1216.32 | 2323.28 | 2679.41 | 3102.76 | 带息债务/总负债           | 68.51%  | 43.91%  | 37.98%  | 33.28%  |
|               |         |         |         |         | 流动比率               | 2.83    | 12.26   | 10.87   | 10.41   |
|               |         |         |         |         | 速动比率               | 2.16    | 10.60   | 9.23    | 8.76    |
|               |         |         |         |         | 股利支付率              | 17.09%  | 15.61%  | 15.72%  | 16.41%  |
| 业绩和估值指标       | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   | <b>每股指标</b>        |         |         |         |         |
| EBITDA        | 342.69  | 426.36  | 532.65  | 648.15  | 每股收益               | 1.22    | 1.56    | 1.98    | 2.42    |
| PE            | 68.61   | 53.52   | 42.06   | 34.49   | 每股净资产              | 4.26    | 10.94   | 12.61   | 14.63   |
| PB            | 19.59   | 7.63    | 6.62    | 5.70    | 每股经营现金             | 0.62    | 1.51    | 1.37    | 1.84    |
| PS            | 16.60   | 13.14   | 10.38   | 8.42    | 每股股利               | 0.21    | 0.24    | 0.31    | 0.40    |
| EV/EBITDA     | 36.43   | 26.64   | 21.21   | 17.16   |                    |         |         |         |         |
| 股息率           | 0.25%   | 0.29%   | 0.37%   | 0.48%   |                    |         |         |         |         |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn