

2015年08月14日
证券研究报告·深度报告

迈克生物(300463) 医药生物

买入(维持)

当前价: 99.21元

目标价: 124.8元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

从西南走向全国的体外诊断龙头企业

投资要点

- 推荐逻辑:** 医改下, 量值溯源将成 IVD 核心竞争力, 公司量值溯源能力出类拔萃; 重磅产品(化学发光)畅享技术替代和进口替代红利, 近三年复合增速有望超过 80%; 齐全产品线和强大渠道能力是成为国际 MD 龙头的必备素质, 公司产品线齐全, 营销渠道正在向国内国际市场扩张, 有望成为 MD 龙头企业。
- 出类拔萃的量值溯源能力赋予公司核心竞争力。** 溯源是保证 MD 检测准确性和一致性的重要依据, 将成为 IVD 企业的重要竞争指标之一。公司参考系统部成为全球溯源能力最高评审机构 JCTLM 认可的 14 个医学参考测量实验室之一, 也是国内最高评审机构 CNAS 认可的 8 个医学参考实验室之一, 在 IFCC-RELA 实验中连续 7 年 100% 通过。公司量值溯源能力在国内国际均处于领先地位。
- 化学发光赋予公司业绩高成长性。** MD 是医改深化和医保控费政策下受益最明显的医疗板块之一。免疫诊断是 IVD 最大的子行业, 而化学发光又是免疫诊断最大的细分领域, 2015 年我国市场规模约为 69 亿元, 年复合增速保持在 30% 左右。公司是国内首批推出化学发光仪器的企业之一, 2014 年仪器和试剂销售达 9500 万元, 同比增长 197%, 凭借先发、质量和营销优势能够迅速放量, 将成为公司业绩增长引擎。
- 齐全产品线和强大营销渠道赋予公司 IVD 龙头企业潜质。** 参考罗氏等国际 IVD 龙头企业发展经验, 齐全的产品线和强大的营销渠道是成功的必备素质。公司通过代理+自产能提供 30+ 仪器和 1500+ 试剂, 能够满足客户的不同需求, 短期抓住化学发光进口替代的机遇, 中长期瞄准分子诊断和 POCT 的广阔市场。公司渠道正从西南逐步走向全国, 同时还将通过德国 HUMAN 公司进入更加广阔的国际市场。从产品线和营销渠道看, 公司已具备成为 MD 龙头企业的潜质。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.56 元、1.95 元和 2.38 元, 对应 PE 分别为 63 倍、50 倍和 41 倍。我们认为公司产品质量出类拔萃, 重磅产品赋予公司业绩高成长性, 齐全产品线和营销渠道扩张赋予了公司成为 IVD 龙头企业的必备素质和潜质。考虑到 MD 行业是医药行业中少数快速增长、政策干扰较少且资本市场热捧的子行业, 而公司最具 IVD 龙头企业潜质, 我们给予公司行业 80 倍估值, 对应 1 年期目标价 124.80 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 化学发光放量或低于预期; 渠道扩张或低于预期; 股权变动风险。

| 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 | 290.12 | 362.74 | 443.10 |
| 增长率 | 17.11% | 28.25% | 25.03% | 22.15% |
| 每股收益 EPS(元) | 1.22 | 1.56 | 1.95 | 2.38 |
| 净资产收益率 ROE | 28.56% | 27.98% | 26.51% | 25.48% |
| PE | 81 | 63 | 50 | 41 |
| PB | 23.02 | 17.58 | 13.32 | 10.48 |

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

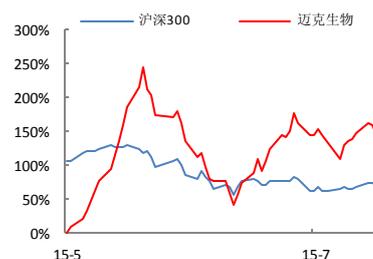
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林

电话: 023-67909731

邮箱: ctl@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) | 179.40 |
| 总资产(亿元) | 12.36 |
| 每股净资产(元) | 5.36 |

相关研究

- 迈克生物(300463): 连续七年通过 RELA 实验, 彰显量值溯源核心优势 (2015-07-29)
- 迈克生物(300463): 最具国际水准的中国体外诊断企业 (2015-07-17)

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

1、预计 2015-2017 年公司代理产品（分拆试剂和仪器预测后合计）的增速为 15.91%、14.84%和 13.54%。

2、预计 2015-2017 年公司自产产品（根据生化、免疫和其他诊断试剂以及仪器分拆预测后合计）的增长率为 39%、39%和 31%。

我们区别于市场的观点

市场尚未认识到公司出类拔萃的量值溯源能力所带来的竞争优势。我们认为公司量值溯源能力在国内乃至国际上都处于领先地位，成为了国际和国内量值溯源顶级评审机构认可的企业会员，而且连续 7 年 100%通过 IFCC 举办的 RELA 实验的全部项目。在医改促进医疗机构互认检测项目的大趋势下，量值溯源能力将备受医院检验科和 IVD 企业的重视。公司凭借国内一流的量值溯源能力，显著的质量优势，有望在激烈的市场竞争中脱颖而出，推动公司产品提高市场份额，促进行业提高集中度。

市场尚未认识到公司产品和渠道扩张的潜力。我们认为公司通过代理+研发具有丰富的产品线，在当前最热化学发光领域有望实现进口替代，同时积极布局分子诊断和 POCT 最具发展前景的 IVD 子行业，除了尿液、微生物和血液外，几乎覆盖了所有的体外诊断产品线；公司正从西南走向全国，乃至全球。在国内，公司正在进行国内渠道建设和扩张，在海外，公司通过德国 HUMAN 公司，即将进军国际市场。齐全的产品线和广泛的营销渠道是罗氏诊断等全球 IVD 龙头企业的成功要素，我们认为公司也具备类似素质，最有望发展成国内的 IVD 龙头企业。

股价上涨的催化因素

通过外延扩张国内渠道；重点产品化学发光超预期放量；通过外延丰富公司产品线。

估值和目标价格

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.56 元、1.95 元和 2.38 元，对应当前股价 PE 分别为 63 倍、50 倍和 41 倍。我们认为公司产品质量出类拔萃，重磅产品赋予公司业绩高成长性，齐全产品线和营销渠道扩张赋予了公司成为 IVD 龙头企业的必备素质和潜质。考虑到 IVD 行业是医药行业中少数快速增长、政策干扰较少且资本市场热捧的子行业，而公司最具 IVD 龙头企业潜质，我们给予公司行业 80 倍估值，对应 1 年期目标价 124.80 元，维持“买入”评级。

投资风险

化学发光放量或低于预期；营销渠道和产品线扩张或低于预期；实际控制人或有变动风险。

目 录

| | |
|---|-----------|
| 1. 立足西南的体外诊断龙头企业 | 1 |
| 2. 高水平量值溯源能力赋予公司核心竞争力 | 3 |
| 2.1 量值溯源是检验医学标准化的唯一途径..... | 3 |
| 2.2 深化医改浪潮下量值溯源将成 IVD 企业的核心竞争力..... | 4 |
| 2.3 公司量值溯源能力在国内乃至国际均出类拔萃..... | 5 |
| 3. 化学发光赋予公司业绩高成长性 | 9 |
| 3.1 化学发光为国内 IVD 企业必争之地..... | 9 |
| 3.2 技术替代和进口替代推动化学发光高速增长..... | 10 |
| 3.3 质量和营销优势推动公司产品快速放量..... | 11 |
| 4. 全产品线+渠道扩张，赋予公司 IVD 龙头潜质 | 14 |
| 4.1 全产品线和强大营销渠道是成为 IVD 龙头企业的必备素质..... | 14 |
| 4.2 代理+自产，覆盖体外诊断全产品线..... | 17 |
| 4.3 渠道从西南走向全国，乃至全球..... | 19 |
| 5. 盈利预测及投资分析 | 21 |
| 5.1 主营业务盈利预测..... | 21 |
| 5.2 绝对估值..... | 23 |
| 5.3 相对估值..... | 24 |
| 6. 风险提示 | 24 |

图 目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 公司股权结构..... | 1 |
| 图 2: 公司主营业务发展历程..... | 1 |
| 图 3: 公司主营业务覆盖领域..... | 1 |
| 图 4: 公司 2011 年以来营业收入增长趋势..... | 2 |
| 图 5: 公司 2011 年以来归母净利润增长趋势..... | 2 |
| 图 6: 公司自产和代理诊断仪器收入情况（百万元）..... | 2 |
| 图 7: 公司自产和代理诊断试剂收入情况（百万元）..... | 2 |
| 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: 公司毛利率变化趋势..... | 3 |
| 图 11: 公司三费率变化趋势..... | 3 |
| 图 12: 量值溯源链..... | 4 |
| 图 13: 公司量值溯源里程碑事件情况..... | 5 |
| 图 14: 我国体外诊断市场增长趋势..... | 9 |
| 图 15: 我国体外诊断子行业市场格局..... | 9 |
| 图 16: 我国免疫诊断市场细分领域增长趋势..... | 10 |
| 图 17: 我国化学发光市场规模及增长率..... | 10 |
| 图 18: 公司化学发光仪器销售数量增长趋势（台）..... | 12 |
| 图 19: 公司化学发光仪器和试剂营业收入增长趋势（万元）..... | 12 |
| 图 20: 罗氏诊断营业收入增长趋势（百万瑞士法郎）..... | 14 |
| 图 21: 罗氏体外诊断产品线布局..... | 15 |
| 图 22: 罗氏诊断进军基因检测市场的并购步伐..... | 16 |
| 图 23: 罗氏诊断在华营销渠道结构图..... | 16 |
| 图 24: 罗氏诊断在华营销渠道布局..... | 16 |
| 图 25: 公司研发投入增长趋势..... | 18 |
| 图 26: 可比公司研发投入占自产产品收入比例变化趋势..... | 18 |
| 图 27: 全球基因测序市场规模..... | 19 |
| 图 28: 我国 POCT 市场规模..... | 19 |
| 图 29: 公司经销商数量区域分布..... | 20 |
| 图 30: 公司覆盖医院数量区域分布..... | 20 |
| 图 31: 公司营销网络建设规划..... | 21 |

表 目 录

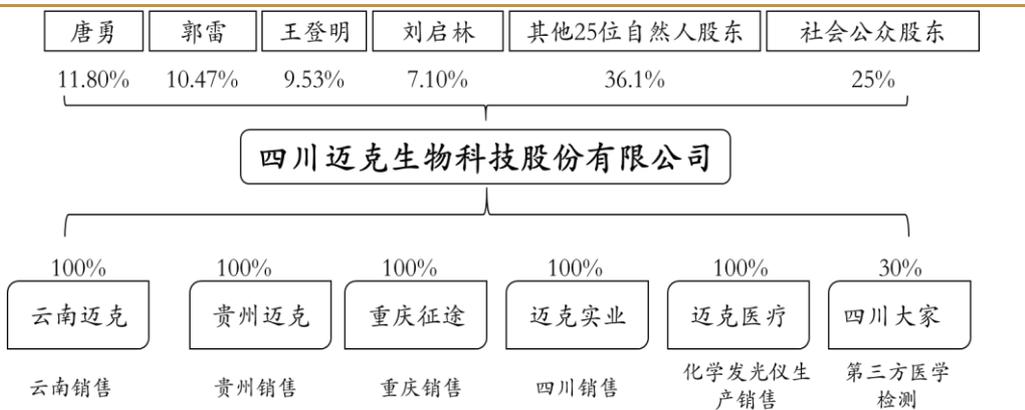
| | |
|---|----|
| 表 1: JCTLM 认证的医学参考测量实验室 | 6 |
| 表 2: 通过 CNAS 认证的医学参考实验室及认证项目明细 | 7 |
| 表 3: 加入 IFCC 的国内体外诊断企业会员名单 | 7 |
| 表 4: 国内体外诊断企业通过 RELA 实验的情况汇总 | 8 |
| 表 5: 2008-2014 年期间迈克生物参加的 RELA 实验项目都 100%通过 | 8 |
| 表 6: 酶联免疫和化学发光对比 | 10 |
| 表 7: 进口替代相关政策汇总 | 11 |
| 表 8: 国内主要全自动化学发光免疫分析仪上市情况 | 12 |
| 表 9: 迈克生物和国外化学发光主要产品技术对比 | 12 |
| 表 10: 涉及化学放光产品的募投项目规划 | 13 |
| 表 11: 公司现有体外诊断产品列表 | 17 |
| 表 12: 公司在研技术储备 | 18 |
| 表 13: 公司总体销售模式 | 19 |
| 表 14: 公司业务分拆收入预测 | 22 |
| 表 15: 绝对估值假设条件 | 23 |
| 表 16: FCFF 估值结果 | 23 |
| 表 17: FCFF 估值敏感性分析 | 23 |
| 表 18: 可比公司盈利预测相对估值 | 24 |
| 附表: 财务预测与估值 | 25 |

1. 立足西南的体外诊断龙头企业

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 (in vitro diagnostics, IVD) 产品以及代理销售国外知名品牌的 IVD 产品。经过多年发展，公司已成为国内 IVD 产品企业中产品种类最齐全的企业之一。

公司前四大股东唐勇、郭雷、王登明和刘启林签署了一致行动协议书，合计持有股权比例达 38.90%，为公司实际控制人。迈克生物旗下有五家子公司，其中 4 个为云、贵、川、渝销售公司，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，此外还参股了一家第三方检测机构——四川大家。

图 1: 公司股权结构



数据来源: 招股说明书, 西南证券

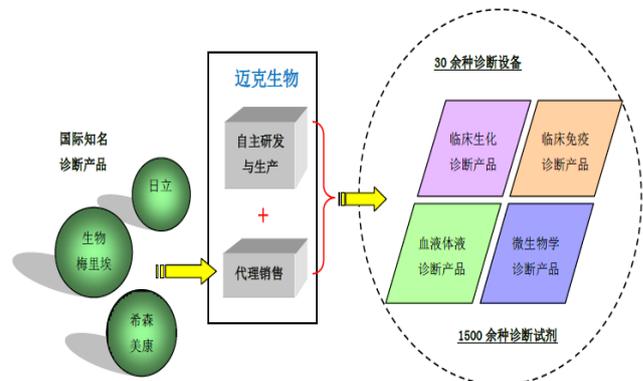
公司以代理国外 IVD 产品起家，在早期实现了快速发展壮大，主要是在西南地区代理销售日立、希森美康等全球知名 IVD 品牌的优势产品，打造了良好的品牌形象。自 2004 年起，公司开始进行 IVD 产品自主创新，已成功研发生化诊断和免疫诊断领域的近 100 项检测项目，并积极布局分子诊断、POCT 等前沿领域。代理+自产能够实现有效互补，双轮驱动公司业务高速增长。目前公司能提供 1500 多种诊断试剂和 30 多种诊断仪器，覆盖了医院绝大多数检测项目。

图 2: 公司主营业务发展历程



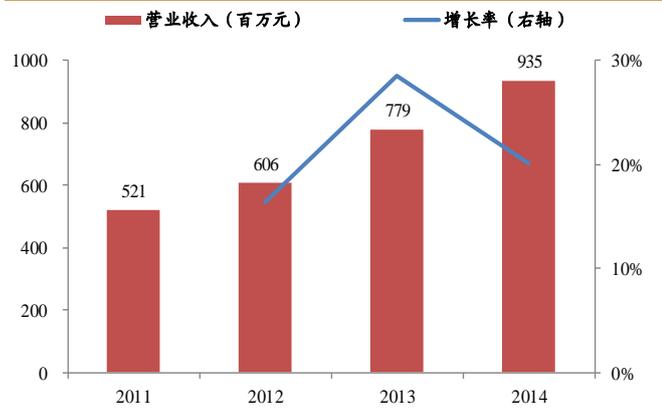
数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 3: 公司主营业务覆盖领域

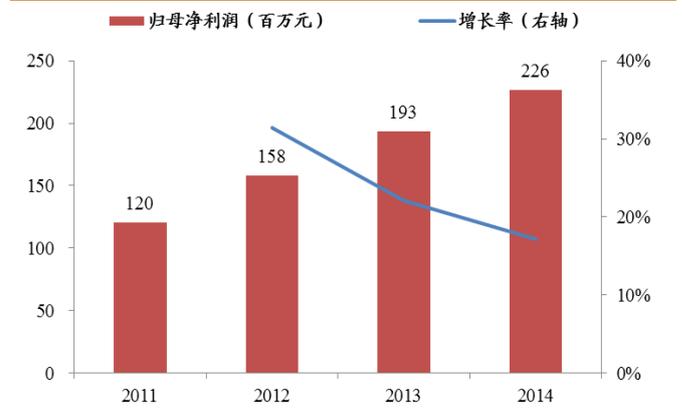


数据来源: 招股说明书, 西南证券

2011年至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10-15%的增速。公司IVD体量已处于行业前列,但仍然保持快速成长活力。

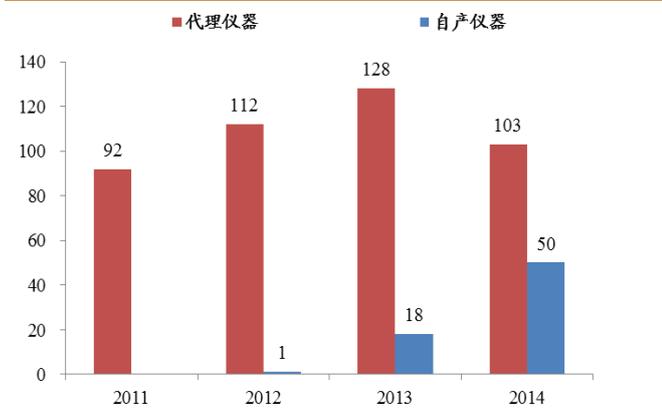
图 4: 公司 2011 年以来营业收入增长趋势


数据来源: wind, 西南证券

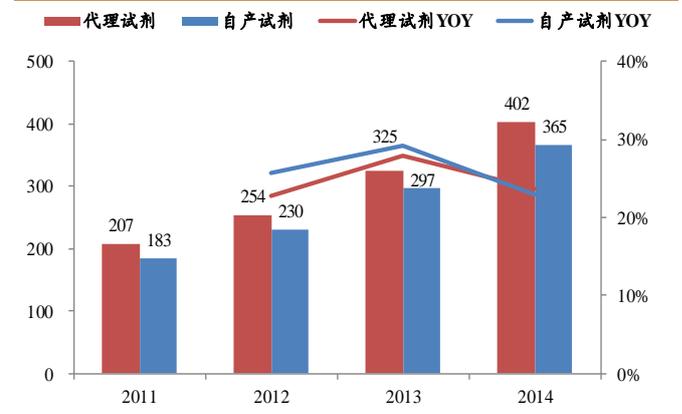
图 5: 公司 2011 年以来归母净利润增长趋势


数据来源: wind, 西南证券

公司并不仅仅满足于做国外品牌的代理经销商,通过不断加大对自产产品的投入,也得到了丰富的回报。2012-2014年期间自产仪器和试剂的同比增速均在20%以上,远高于代理产品。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。

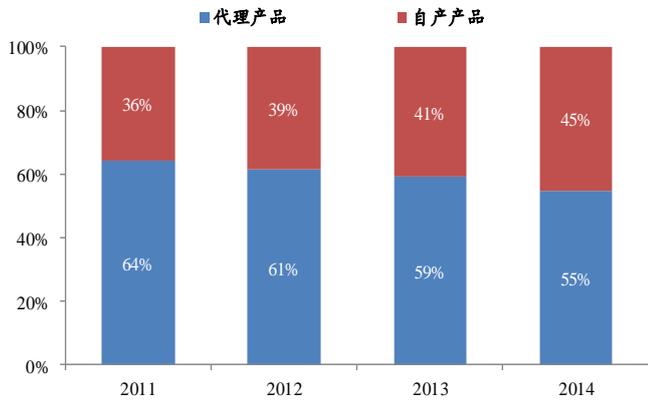
图 6: 公司自产和代理诊断仪器收入情况 (百万元)


数据来源: wind, 西南证券

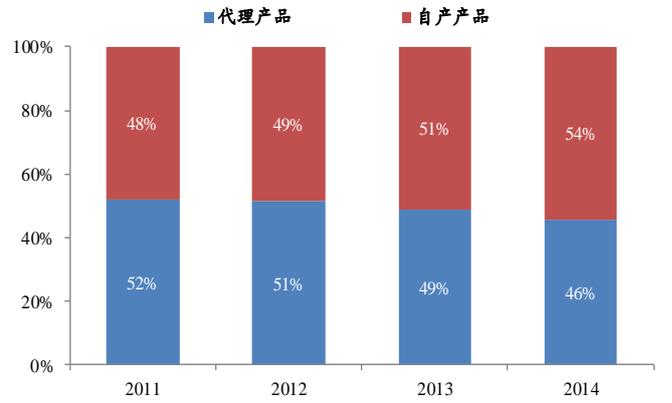
图 7: 公司自产和代理诊断试剂收入情况 (百万元)


数据来源: wind, 西南证券

经过多年来的大力培育,自产产品在营业收入和毛利中的占比逐年提升,2014年,自产产品在产品收入和毛利中的比例分别为45%和54%。由于代理合同限制,代理产品主要在西南地区销售,而自产产品则在不断开发全国市场,且随着公司不断成功研发新产品并推向市场,自产产品的业绩贡献将会进一步提升。

图 8: 代理产品和自产产品收入占比


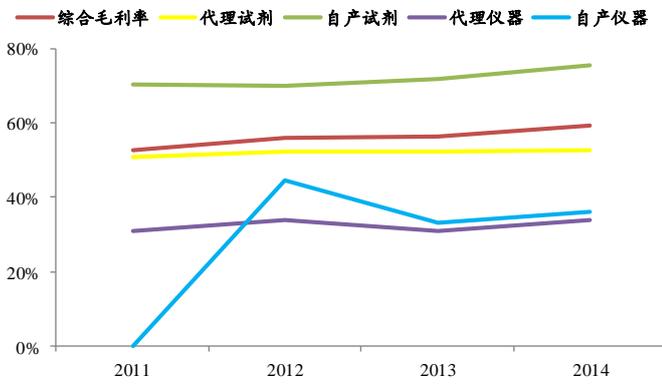
数据来源: wind, 西南证券

图 9: 代理产品和自产产品毛利占比


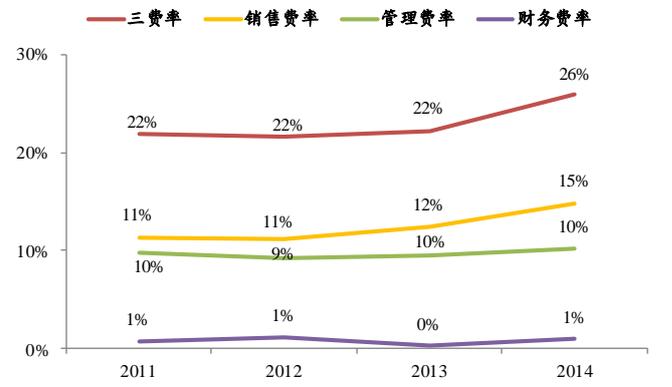
数据来源: wind, 西南证券

公司毛利率逐年提升, 2014 年达到 59%, 且无论是代理还是自产的试剂和仪器的毛利率都处于上行通道。分产品来看, 试剂毛利率高于仪器, 且自产产品的毛利率明显高于代理产品。

公司三费率逐年升高, 从 2011 年的 22% 提升至 2014 年的 26%。主要原因是公司近年来大力建设营销渠道, 从西南逐步走向全国, 导致销售费率大幅提升。另外由于公司十分重视研发不断推出新产品, 也导致管理费率略有升高。

图 10: 公司毛利率变化趋势


数据来源: wind, 西南证券

图 11: 公司三费率变化趋势


数据来源: wind, 西南证券

2. 高水平量值溯源能力赋予公司核心竞争力

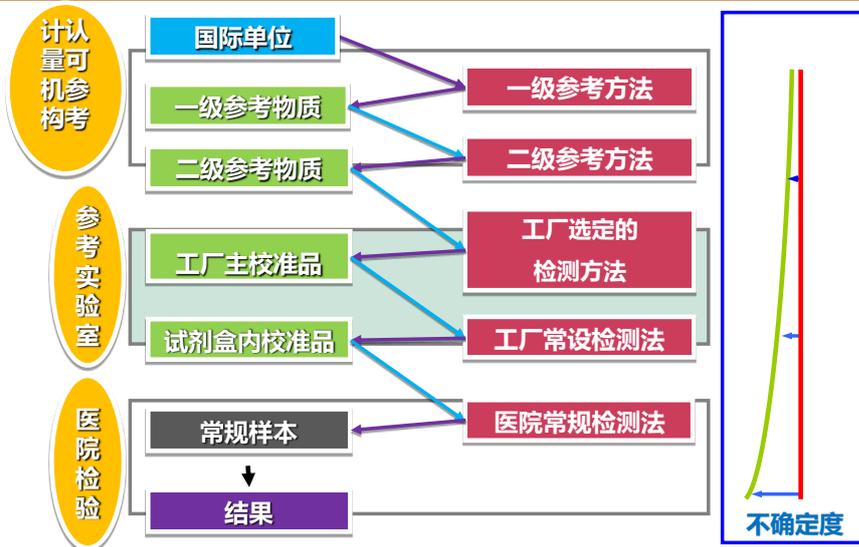
2.1 量值溯源是检验医学标准化的唯一途径

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 IVD 行业中, 一直存在不同时间、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。溯源性是检验医学的永恒主题, 为保障体外诊断系统的准确性, 量值溯源已成为体外诊断行业发展的基石。

如何简单解释量值溯源：以买菜称重为例，我们去市场买菜，老板用电子称称重为一千克，但我们怀疑称重不准确。这时老板就用一千克重的砝码来验证电子称是准确的。但我们仍然可以怀疑砝码是不准的。老板可能就会证明砝码是省计量局制作的，肯定是准确的。但我们还可以继续怀疑省计量局的砝码不准，然后省计量局会说砝码是根据国家计量局的砝码制作的，我们继续怀疑国家计量局的砝码不准，然后国家计量局说国家级砝码是根据巴黎国际计量局最原始最标准的砝码制作的，这就达到了全球最高标准，没有其他更加精确的标准可以参考。通过这一系列溯源，我们终于可以认为老板卖给我们的菜就是一千克，是准确的。

量值溯源即是将结果的准确性向上追溯到国际最标准的有证参考物质或参考方法，以保证结果的准确性。同理，企业通过量值溯源也可以把国际最标准的准确性传递到企业产品上，也称**量值传递**。结合下图，翻译过来就是，国际、国家和省级砝码对应着量值溯源的国际标准和一级、二级参考物质，制作砝码的方式对应着一级、二级参考方法和企业检测方法。标准等级越高，准确性也越高。

图 12: 量值溯源链



数据来源：公开资料，西南证券

2.2 深化医改浪潮下量值溯源将成 IVD 企业的核心竞争力

随着深化医改的推进，不仅仅要降药费，同样也要降检查费。目前国内医院间的检验结果不能互认，重复检测现象严重，加重了医保基金和患者自费的负担。促进医院检验科结果互认将成必然趋势。促进检验结果互认的前提是实验室都采用了相同标准，而国际通行的标准为 ISO15189 认证。

目前全国通过 CNAS 医学实验室认可的医院检验科和企业实验室（主要是第三方独立实验室）仅有 190 家，而国内仅三级医院数量就达到上千家，这意味着仍然绝大部分医学实验室尚未通过 ISO15189 认证。在医改大趋势下，促进检验科结果互认意味着大力推行 ISO15189 认证将成必然趋势。

量值溯源是通过 ISO15189 认证的必要条件，将成为 IVD 企业竞争的重要指标。量值溯源是检验结果保证准确性的唯一途径，有量值溯源保证的质量体系建设是通过 ISO15189 认

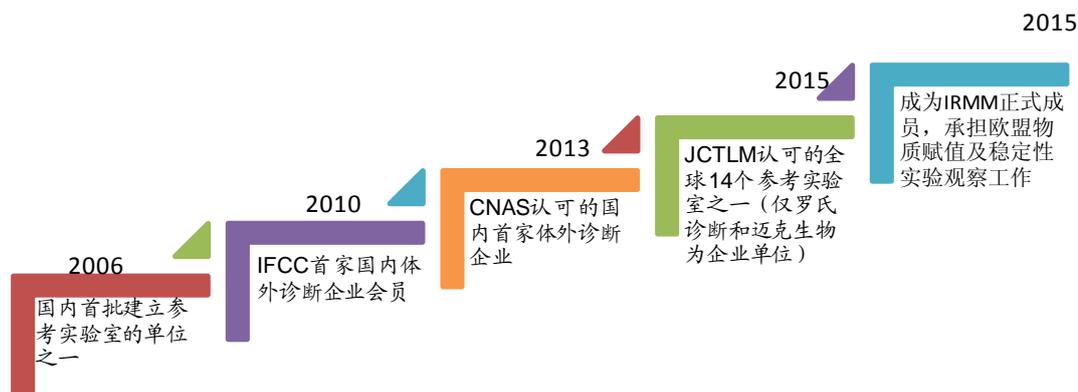
证的必要条件。生化诊断领域：目前在进口替代基本完成和行业增速已下滑至 6-8% 的环境下，在生化诊断市场竞争日益激烈的背景下，量值溯源将成为医院选择产品的重要指标。同时高速成长的化学发光免疫诊断以及代表未来发展方向的分子诊断和 POCT 都是封闭式系统，对体外诊断企业的量值溯源能力提出了更高要求。在此背景下，量值溯源能力将成体外诊断竞争的重要指标，也是成为龙头企业的必备素质。

2.3 公司量值溯源能力在国内乃至国际均出类拔萃

公司是国内首批建立参考实验室进行溯源研究的体外诊断企业，也是国内第一家对产品的生化试剂校准品进行溯源赋值的企业。公司专门成立了负责溯源工作的参考系统部，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在国内处于领先地位，产品准确度、稳定性等关键质量指标达到国际标准。

公司在溯源的道路上，一致处于行业领先地位，先后取得了一系列里程碑事件：

图 13：公司量值溯源里程碑事件情况



资料来源：招股说明书，西南证券

无论是成为国际国内量值溯源相关组织的会员单位，还是连续 7 年 100% 通过 RELA 实验，都表明公司的量值溯源能力处于行业前列。从全球来看，由三大国际组织联合成立的 JCTLM 是最权威量值溯源能力评价机构；其次为 CNAS，是国内评价医学参考实验室能力的最高机构，在全球范围内能够得到同行互认；另外 IFCC 组织的 RELA 实验室室间质量评价活动可以直观展示各个实验室的量值溯源能力，也是重要的参考依据。

JCTLM：全球量值溯源能力最高评审机构

国际检验医学溯源联合委员会（JCTLM）由国际计量局（BIPM）、国际临床化学与检验医学联合会（IFCC）和国际实验室认可合作组织（ILAC）共同成立，是全球最权威的量值溯源评审机构，致力于促进和指导检验医学标准化，提供全球化的溯源平台。JCTLM 对全球的参考实验室进行认可，必须符合三个条件：（1）通过 ISO17025（作为校准实验室）和 ISO15195 认可；（2）RELA 实验成绩符合；（3）应用 JCTLM 网上公布的参考办法。

通过 JCTLM 认可非常难，到目前为止，JCTLM 在全球也仅认可了 14 个医学参考测量实验室，其中仅有罗氏诊断和迈克生物是体外诊断企业。从认证项目来看，罗氏诊断仅通过了胆固醇和葡萄糖这两种代谢物的认证，而迈克生物则通过了 6 个酶学项目和 2 个代谢物项

目的认证。这表明国内企业迈克生物在量值溯源能力方面走在了全球前列，正式进入国际一流实验室行列。

表 1: JCTLM 认证的医学参考测量实验室

| 实验室名称 | 国家 | 酶学类 | 代谢物类 | 蛋白类 | 药物类 | 非肽激素类 | 电解质类 |
|----------------------------------|-----|-------------------------------|---------------------|----------|-----------|---|-----------|
| 临床生物化学研究所—波恩大学 | 德国 | | 总胆固醇、肌酐、甘油三脂、尿素、尿酸 | | 洋地黄毒苷、地高辛 | 醛固酮、皮质醇、孕酮、17β雌二醇、雌三醇、羟孕酮、睾酮、总甲状腺素 TT4、总甲状腺素 TT3 | |
| 汉诺威医学院临床化学—苏曼教授 | 德国 | ALT、ALP AMY、AST、CK、GGT、LDH | 葡萄糖 | | | | 钾、钠、锂 |
| 罗氏诊断公司-GmbH 糖尿病护理研究中心和试剂原料工程—曼海姆 | 德国 | | 胆固醇、葡萄糖 | | | | |
| 临床化学实验室—Panteghini 教授 | 意大利 | ALT、ALP、AST、CK、GGT、LDH | 葡萄糖 | HbA1c | | | |
| 联邦物理技术研究院—希尔博士 | 德国 | | | | | | 钾、钠、钙、镁 |
| 根特大学分析化学实验室—Linda 教授 | 比利时 | | 胆固醇、肌酐、甘油三脂、葡萄糖、尿酸 | | | 皮质醇、17β雌二醇、游离甲状腺素、孕酮、睾酮、总甲状腺素 TT4、三碘甲状腺 TT3、维生素 D2、维生素 D3 | |
| 临床化学标准参考材料研究所 | 日本 | | 胆固醇 | HbA1c | | | |
| Instand e.V.—杜塞尔多夫 | 德国 | ALT、AST、CK、GGT、LDH | 总胆固醇、肌酐、总甘油三脂、尿素、尿酸 | HbA1c、TP | 茶碱 | 皮质醇、睾酮、甲状腺素 | 钾、钠、氯 |
| 质量实验室 | 英国 | | 胆固醇、肌酐、尿酸、葡萄糖、甘油三酯 | | | 皮质醇、睾酮 | 钙、锂、钾、钠、镁 |
| 临床酶学参考实验室 | 西班牙 | ALT、ALP AMY、AST、CK、GGT、LDH | | | | | |
| 北京航天总医院参考实验室 | 中国 | ALT、ALP AMY、AST、CK、GGT、LDH | 胆红素、血糖、尿素 | | | | |
| 四川迈克生物科技股份有限公司参考系统部 | 中国 | ALT、AMY AST、CK、GGT、LDH | 血糖、尿素 | | | | |
| 南通医学院附属医院 | 中国 | ALT、ALP AMY、AST、CK、GGT、LDH | | | | | |
| 法国国家计量研究所 | 法国 | | 肌酐、葡萄糖、胆固醇 | HbA1c | | | |

数据来源：公开资料，西南证券

CNAS: 国内实验室能力认证的最高机构

中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 是国内实验室认证的权威机构。目前, CNAS 仅认证了 8 家医学参考实验室, 其中 6 家为医院或检验中心实验室, 仅有迈克生物和迈瑞医疗是体外诊断企业实验室, 表明其量值溯源能力得到了国家认可。迈克生物和迈瑞医疗基本上都覆盖了主流的酶类检测项目, 另外迈克还覆盖了 2 种代谢物检测项目, 迈瑞医疗覆盖了 5 种血细胞检测项目。而且 CNAS 与国际实验室认可组织 (ILAC) 签订有互认协议, 所以迈克生物和迈瑞医疗获认可项目的测量报告在国际范围内都可以得到同行互认。

表 2: 通过 CNAS 认证的医学参考实验室及认证项目明细

| 认证单位 | 认证时间 | 认证项目 | | |
|-----------------|------------|----------------------------|-----------------|------------------------|
| | | 酶类 | 代谢物 | 血细胞计数 |
| 北京航天总医院参考实验室 | 2011/10/19 | ALT、AST、GGT、LDH、CK、AMY、ALP | 葡萄糖、尿素、总胆红素、总蛋白 | |
| 迈克生物参考实验室 | 2013/4/18 | ALT、AST、GGT、CK、LDH、AMY | 葡萄糖、尿素 | |
| 广东省中医药科学院参考实验室 | 2013/4/26 | ALT、AST、GGT、CK、LDH、AMY | 葡萄糖、尿素 | |
| 南通大学附属医院参考实验室 | 2013/6/21 | ALT、AST、GGT、CK、LDH、AMY、ALP | | |
| 北京市医疗器械检验所参考实验室 | 2013/10/22 | | | 红细胞、白细胞、血红蛋白、红细胞比容、血小板 |
| 上海市临床检验中心参考实验室 | 2014/2/27 | ALT、AST、GGT、CK、LDH、AMY、ALP | | |
| 北京世纪坛医院参考实验室 | 2014/4/29 | ALT、AST、GGT | | |
| 迈瑞医疗标准实验室 | 2015/5/26 | ALT、AST、GGT、LDH、CK、AMY、ALP | | 红细胞、白细胞、血红蛋白、红细胞比容、血小板 |

数据来源: CNAS, 西南证券

IFCC-RELA: 量值溯源能力直接比拼的大舞台

IFCC 由 85 个国家专业学会组成, 并和阿拉伯、拉丁美洲、亚太、欧洲和非洲临床化学联合会建立了紧密联系, 代表了来自全球的 45000 名检验医学专家, 致力于提供专业性高水平论坛, 推广检验标准化和溯源性。IFCC 会员分为国家/地区会员和企业会员, 共有 51 个企业会员, 其中 6 个为中国企业, 包括四川迈克生物、美康生物、深圳迈瑞、深圳新产业、执诚生物和万孚生物, 其中迈克生物是中国第一个加入 IFCC 的体外诊断企业会员。

表 3: 加入 IFCC 的国内体外诊断企业会员名单

| 企业会员 | 入会时间 |
|-------|------|
| 迈克生物 | 2010 |
| 美康生物 | 2010 |
| 迈瑞医疗 | 2012 |
| 深圳新产业 | 2013 |
| 执诚生物 | 2013 |
| 万孚生物 | 2014 |

数据来源: IFCC, 西南证券

IFCC 每年定期举办 RELA 实验室室间质量评价活动, 为全球的体外诊断实验室和企业提供了直接展示量值溯源能力的平台, 能够直接观察各个实验室的能力。实验室申报参评后, RELA 会针对每个参评项目给实验室发放 2 份样本, 实验室完成检测之后将结果上传到互联网上, RELA 再统一发布检测结果的参考标准, 据此判断实验室检测结果是否在可接受的不确定度范围内。一般来说, RELA 建议已通过的检测项目在三年内不要重新申报, 但采用不同的检测方法除外, 申报一个测试项目就需缴费 1000 欧元。

表 4: 国内体外诊断企业通过 RELA 实验的情况汇总

| 体外诊断公司 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------|------------------|----------------------|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 中生北控 | 100%(4/4) | 100% (2/2) | 100%(3/3) | 100%(2/2) | 100%(5/5) | 100%(2/2) | 100%(3/3) |
| 迈克生物 | 100%(8/8) | 100% (10/10) | 100% (11/11) | 100%(13/13) | 100%(13/13) | 100%(6/6) | 100%(9/9) |
| 迈瑞医疗 | 67%(4/6) | 100% (10/10) | 100% (10/10) | 100%(12/12) | 100%(12/12) | 100%(11/11) | 84%(10/12) |
| 利德曼 | 100%(4/4) | 100% (5/5) | 100%(3/3) | 100%(4/4) | 100%(4/4) | 50%(2/4) | 100%(2/2) |
| 潍坊三维生物工程 | | | | | | 80%(4/5) | 100%(6/6) |
| 美康生物 | | | 80%(4/5) | 100%(7/7) | 92%(12/13) | 94%(16/17) | 100%(19/19) |
| 科华生物 | | | 100% (1/1) | 100%(6/6) | 71%(5/7) | 100%(7/7) | 88%(7/8) |
| 上海复星长征医学 | | | 83.3% (5/6) | 100%(4/4) | 100%(4/4) | 100%(6/6) | 100%(6/6) |
| 九强生物 | | | 100% (3/3) | 67%(2/3) | 100%(4/4) | 100%(3/3) | 100%(3/3) |
| 宁波普瑞柏生物 | | | | | | 89%(8/9) | 67%(4/6) |
| 迪瑞医疗 | | | | | 100%(1/1) | 88%(7/8) | 67%(4/6) |
| 执诚生物 | | | | | | 100%(2/2) | |
| 华臣生物试剂 | | | | | | | 100%(6/6) |
| 安图生物 | | | | | | | 100%(1/1) |
| 康大医疗 | | | | | | | 100%(7/7) |
| 上海骏实生物 | | | | | | | 100%(3/3) |
| 北京百奥泰康 | | | | | | | 100%(3/3) |

数据来源: RELA, 西南证券 (注: 括号内为通过项目数与申报项目数之比)

近年来, 我国 IVD 企业对量值溯源的重视程度不断提高, 参加 RELA 实验的企业数量不断增加, 2014 年就有 16 家企业参与。从评测结果来看, 中生北控和迈克生物连续 7 年 100% 通过, 这是极为难得的。综合指标看, 我们认为国内 RELA 测试表现最好的三家企业依次为: **迈克生物、迈瑞医疗和美康生物**, 其中迈克生物国际国内出类拔萃。

表 5: 2008-2014 年期间迈克生物参加的 RELA 实验项目都 100% 通过

| 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------|------|------|------|------|------|---------------|
| ALT | ALT | ALT | ALT | ALT | ALP | ALT |
| AMY | AMY | CK | CK | CK | AMY | GLUCOSE |
| AST | AST | AST | AST | AST | TP | AST |
| CK | CK | GGT | GGT | GGT | UA | GGT |
| GGT | GGT | AP | AP | AP | Crea | CK |
| GLU | UREA | TP | TP | TP | T4 | TOTAL PROTEIN |
| LDH | LDH | AMY | AMY | AMY | | LDH |
| UREA | TP | LDH | LDH | LDH | | THYROXIN |

| 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------|------|------|------|------|------|------|
| | GLU | UREA | UREA | UREA | | UREA |
| | TBIL | GLU | UA | CREA | | |
| | | TBIL | GLU | UA | | |
| | | | TBIL | GLU | | |
| | | | | TBIL | | |

数据来源: RELA, 西南证券

量值溯源是保证检测准确性和一致性的必要条件, 在医改深化和检验结果互认的大趋势下受到的重视程度不断提高, 量值溯源能力将成为体外诊断企业竞争的重要指标。公司在量值溯源能力建设方面起步早, 技术实力强, 在全球 IVD 企业中属于第一流企业, 凭借高水平的量值溯源能力在竞争日益激烈的 IVD 市场上处于不败之地, 有望凭借质量优势脱颖而出。

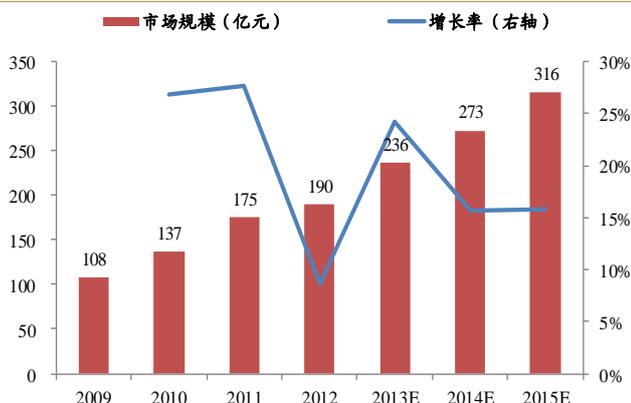
3. 化学发光赋予公司业绩高成长性

3.1 化学发光为国内 IVD 企业必争之地

公司主营业务是 IVD 产品, 政策受益十分明显。在医改深化和医保控费的大趋势下, 公立医院逐步取消药品加成, 收入出现明显下滑, 在政府补贴机制不到位的情况下, 提高医疗服务和检查费用是公立医院的必然选择。IVD 在检查费用中占比小, 患者对其价格变化不敏感, 是医院创收的一个重要途径。此外由于检查费用是由政府定价, 医院无权调整, IVD 产品属于医院收支的成本端, 为了降低成本, 医院倾向于采购更具有价格优势的国产产品。此外, 公司作为国内 IVD 领先企业, 将畅享政策红利带来的市场扩容机遇。

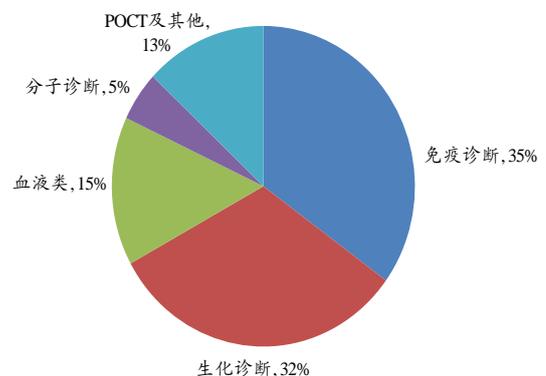
2012 年我国 IVD 市场规模约为 190 亿元, 预计 2015 年将超过 300 亿元, 年均增长率远高于全球平均水平, 达到 15% 左右。从 IVD 细分领域来看, 免疫诊断市场份额最高达到 35%。参照国际发展趋势, 生化诊断市场增速将逐渐下滑; 分子诊断和 POCT 增速最高但规模偏小, 均无法动摇免疫诊断的市场地位。

图 14: 我国体外诊断市场增长趋势



数据来源: Kalorama Information, McEvoy&Farmer, Huidian Research, 西南证券

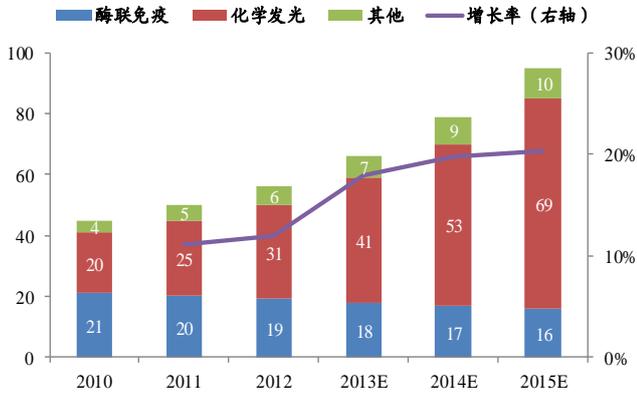
图 15: 我国体外诊断子行业市场格局



数据来源: 晨哨网, 西南证券

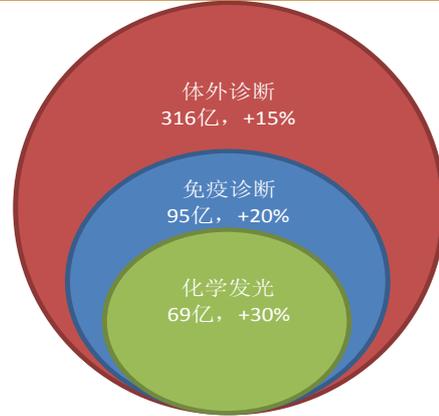
预计 2015 年我国免疫诊断市场将达到 95 亿元，年均复合增长率接近 20%。化学发光是增长最快的免疫诊断细分领域，随着市场份额不断提升，预计 2015 年在免疫诊断市场中的占比接近 73%，规模达到 69 亿元，年均复合增长率保持在 30% 左右。

图 16: 我国免疫诊断市场细分领域增长趋势



数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 17: 我国化学发光市场规模及增长率



数据来源: 公开资料整理, 西南证券

从政策面来看，体外诊断是当前医药政策下的避风港，受益于医改深化和医保控费的政策红利并将保持高速增长。从 IVD 行业自上而下来看，免疫诊断是最大的子行业，短期内市场地位十分稳固，而化学发光又是免疫诊断最大的细分领域，年均增速在 30% 左右，市场前景广阔。由于化学发光规模大、增速快且国产替代率非常低，因此化学发光为国内 IVD 企业必争之地。

3.2 技术替代和进口替代推动化学发光高速增长

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。化学发光具有定量检测、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。目前酶联免疫在我国免疫诊断市场上的占比约为 17%，而在发达国家占比不到 5%。化学发光具有显著优势，在我国逐步完成对酶联免疫的替代是必然趋势。

表 6: 酶联免疫和化学发光对比

| 类别 | 原理 | 优点 | 缺点 | 现状 | 未来趋势 |
|------|----------------------------------|------------------------|-----------------|--|-------------------------------|
| 酶联免疫 | 医用酶与样本发生反应，根据颜色变化程度进行定性或半定量分析 | 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 |
| 化学发光 | 抗原抗体与样本结合，再加入发光促进剂，通过发光测量仪测量光子数量 | 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，仪器和试剂均由国外巨头提供，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 |

数据来源: 公开资料, 西南证券

化学发光为仪器试剂一体化的封闭系统，技术门槛高，研发难度高，国内企业技术相对落后，市场由进口产品垄断。目前化学发光主要应用于三级医院，罗氏、雅培、贝克曼、拜耳等 6 家企业所占市场份额就达到了 70% 左右。在进口产品垄断化学发光市场的背景下，国内企业面临着巨大的进口替代机遇，主要体现在以下两个方面：

- **技术进步：**国内领先的 IVD 企业在化学发光领域不断创新和突破，新产业、迈克生物、迈瑞医疗等已经将化学发光产品推向市场，利德曼、科华生物等企业也在研发同类产品，随着技术成熟和成本下降，将逐步打破进口产品的垄断。
- **政策利好：**为了扶持国内医疗器械企业成长，打破价格昂贵的外资垄断从而实现医保控费目的，国家多次出台政策推动医疗器械国产化，化学发光也将充分享受政策红利。

表 7：进口替代相关政策汇总

| 时间 | 政策/部门 | 内容简介 |
|------|-----------------|--|
| 2014 | 卫计委、工信部 | 联合召开推进国产医疗器械发展应用会议，明确提出要重点推动三级甲等医院应用国产医疗设备。 |
| 2014 | 卫计委 | 公布启动优秀国产医疗设备的遴选工作，第一批设备为数字化 X 光机、彩超、全自动生化分析仪三种。 |
| 2014 | 习近平 | 考察上海联影医疗器械公司，明确提出一些进口高端医疗设备基层医院买不起、老百姓用不起，要加快高端医疗设备国产化进程，以降低成本。 |
| 2012 | 《全国医疗服务价格项目规范》 | 医疗服务项目的价格统一以后，国产诊断产品的价格优势将进一步突出，有望加快进口替代的进程 |
| 2012 | 《医药工业“十二五”发展规划》 | 针对需求量大、应用面广的医学影像设备、MD 仪器、急救及外科手术设备、专科医疗设备等，大力推进核心部件、关键技术的开发，提高设备的国产化水平 |
| 2011 | 《“十二五”生物技术发展规划》 | 突破一批重大关键技术，研制出一批创新产品，在一体化化学发光免疫诊断系统等高端产品方面实现重点突破，加速 MD 产业的结构调整和优化升级，大幅提升我国 MD 产业的市场竞争力 |

数据来源：公开资料，西南证券

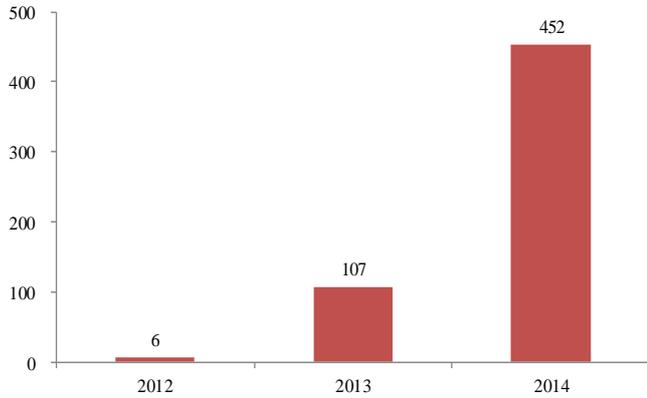
随着国产化学发光产品技术成熟和成本下降，凭借价格优势有望抢占更大的市场份额，打破进口产品价格居高不下的现状，给由于缺少资金而没有配置化学发光产品的二级医院和基层医疗机构提供物美价廉的产品，刺激这部分需求迅速释放，进一步打开市场空间。

凭借技术优势，化学发光将逐步完成对酶联免疫的替代；凭借成本优势，国产产品将逐渐替代进口产品，将 70% 以上的市场份额纳入怀中，促进国内化学发光企业高速增长。

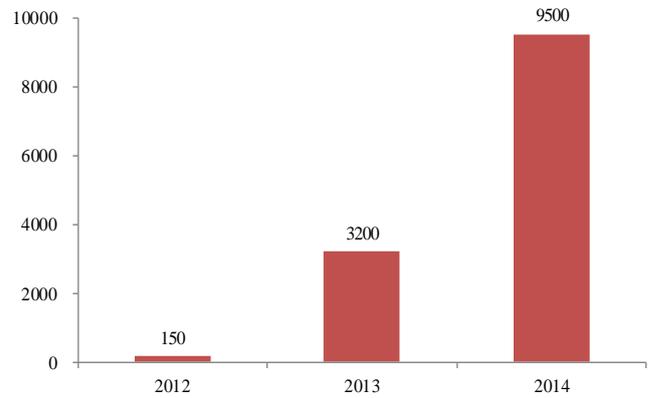
3.3 质量和营销优势推动公司产品快速放量

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，另有数十项配套试剂正在进行注册审批，检测项目将进一步丰富。

公司化学发光产品上市以来，发展势头十分强劲。2012-2014 年，公司化学发光仪器分别销售了 6、107 和 452 台，仪器及配套试剂共实现收入 150 万元、3200 万元和 9500 万元，正处于高速增长阶段。随着配套试剂种类丰富和营销渠道拓展，化学发光收入将保持高速增长势头，有望成为公司最重要的收入来源。

图 18: 公司化学发光仪器销售数量增长趋势 (台)


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 19: 公司化学发光仪器和试剂营业收入增长趋势 (万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

先发优势显著, 抢占市场先机

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, 抢占了市场先机。由于化学发光仍处于进口垄断期, 国产品牌少, 率先推出产品既能够凸显公司的技术实力, 又能够赢得品牌口碑, 在市场上跑马圈地。因此虽然公司仅比竞争对手早进入市场 1 年左右, 但销量却远远超过安图生物等公司。

表 8: 国内主要全自动化学发光免疫分析仪上市情况

| | 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: 公开资料, 西南证券

质优价廉, 进口替代可能性高

大规模研发投入和顶尖的量值溯源能力保证了公司产品的先进性, 性能基本达到国际同类产品水平, 而且兼具价格优势, 实现进口替代的可能性很高。与罗氏、贝克曼等跨国企业的主流产品比较显示, 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。且公司产品成本更低, 仪器售价不到国外产品的 1/4, 试剂也要低 30% 左右, 具有显著的性价比优势。

表 9: 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 |

| 评价指标 | 迈克生物 | 国外厂家 |
|-------|--|-----------------|
| 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

营销渠道广泛, 促进产品迅速放量

公司从西南地区起家, 但经过多年发展已经将营销渠道延伸到全国, 拥有 544 家经销商, 覆盖了全国 3000 多家二级以上医院, 覆盖率达到 38%。公司还将进一步扩大国内营销网络, 并借助德国 HUMAN 公司的渠道进入更加广阔的国际市场。公司多年来代理体外诊断国际品牌, 积累了丰富的营销和服务经验, 可以给客户提供丰富的产品组合和优质服务, 凭借广阔的营销渠道将推动化学发光产品持续高速增长。

募投项目为后续扩张解决产能瓶颈

公司此次上市募集的资金一半以上将用于扩大产能。其中 5000 万元专项用于化学发光产业化项目, 项目达产后将拥有年产 1000 台仪器和 130 万盒试剂的能力; 另外还有 4.3 亿元用于体外诊断仪器和试剂生产线项目, 其中也包括化学发光产品。随着募投项目逐步达产, 将解决产能瓶颈, 为产品放量提供保障。

表 10: 涉及化学发光产品的募投项目规划

| 项目 | 投资金额 | 建设期限 | 产能规划 |
|-------------------------------|-----------|------|---|
| 全自动化学发光免疫分析测定仪及其配套试剂产业化技术改造项目 | 5,037 万元 | 1 年 | 年产化学发光测定仪 1000 台和化学发光试剂 130 万盒 |
| 医疗产品研发生产基地—医疗及诊断仪器生产线项目 | 42,973 万元 | 2 年 | 年产大型诊断仪器 5000 台、小型仪器 10000 台以及诊断试剂 500 万盒 |

数据来源: 招股说明书, 西南证券

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, 进一步打开未来成长空间。目前, 公司营销网络已覆盖全国 3000 多家二级以上医院, 公司仍在不断加强国内营销网络建设, 并借助德国 HUMAN 公司渠道将产品推向更加广阔的国际市场, 保证化学发光产品可持续高速增长。

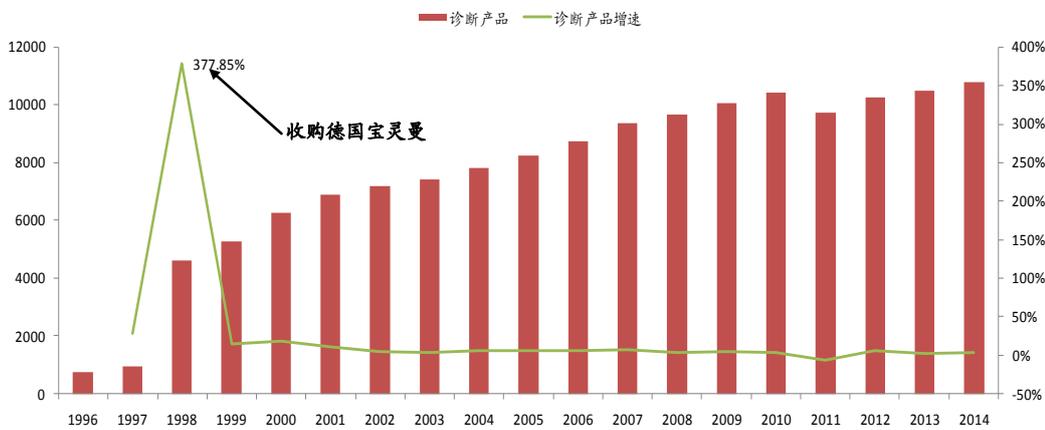
4. 全产品线+渠道扩张，赋予公司 IVD 龙头潜质

4.1 全产品线和强大营销渠道是成为 IVD 龙头企业的必备素质

参考罗氏诊断、雅培、Alere 等国际 IVD 龙头企业的发展路径，都是通过自研和并购不断丰富产品线，从而形成丰富的产品组合，为检验科和医学实验室提供 IVD 解决方案，具备扎实的硬件基础。同时这些 IVD 龙头也在通过自建和代理招商不断扩大营销渠道，将产品提供给尽可能多的客户，从而促进产品放量。齐全的产品线和广泛的营销趋势是成为 IVD 龙头企业的必备要素。下文将以罗氏诊断为例进行详细介绍。

罗氏诊断是全球 IVD 行业巨头，2014 年营业收入达到 107.66 亿瑞士法郎(约 700 亿元)，1996-2014 期间的年均复合增长率达 13.5%。

图 20: 罗氏诊断营业收入增长趋势 (百万瑞士法郎)

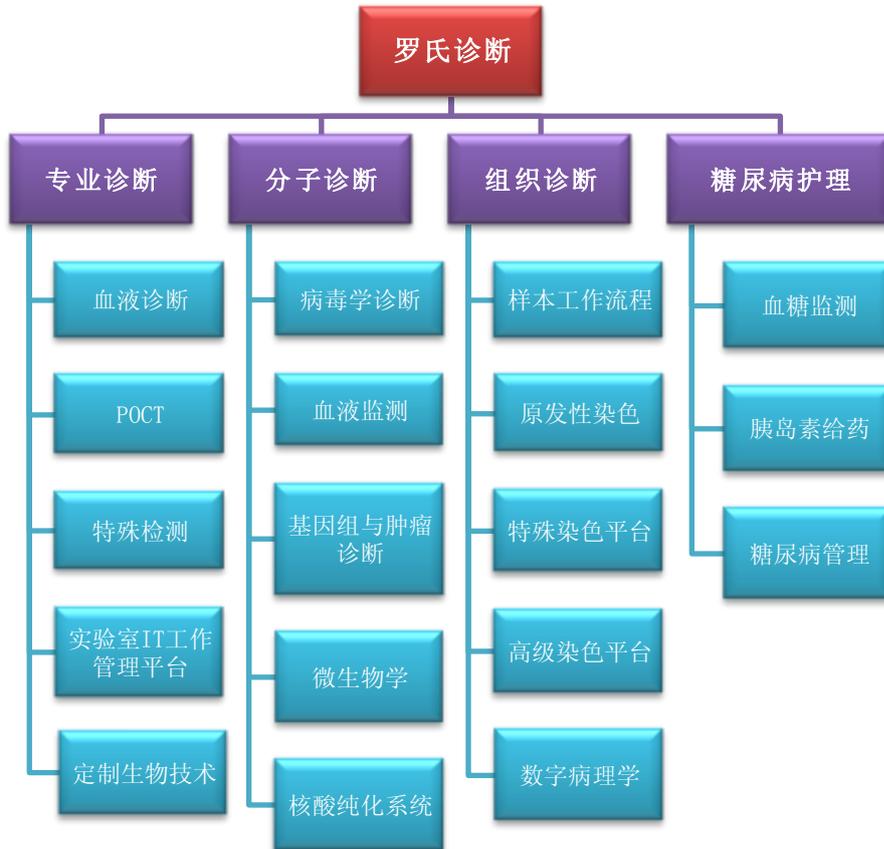


数据来源: Roche, 西南证券

罗氏诊断最大的特点和竞争优势在于产品线齐全，不同产品之间能够发挥协同效应。一方面，产品线齐全能够提供多样化的产品组合，满足不同客户的需求，甚至提供定制化服务；另一方面，大多数诊断产品都面向相同的医院科室，许多同类产品只需要配备一组销售人员即可，能够充分挖掘营销网络的效率。

罗氏诊断分 2 大领域、5 大部门，包括：生命科学领域的应用科学部，主要致力于科学研究；以及 IVD 领域的分子诊断部、组织诊断部、专业诊断部和糖尿病管理部；其中 IVD 占比达到 92%。丰富的产品线使得罗氏诊断能够满足客户的各种需求，覆盖了医院检验科、独立医学实验室、急救医院、以及家庭和诊所 POCT 检测等几乎所有潜在客户类型。

图 21: 罗氏体外诊断产品线布局

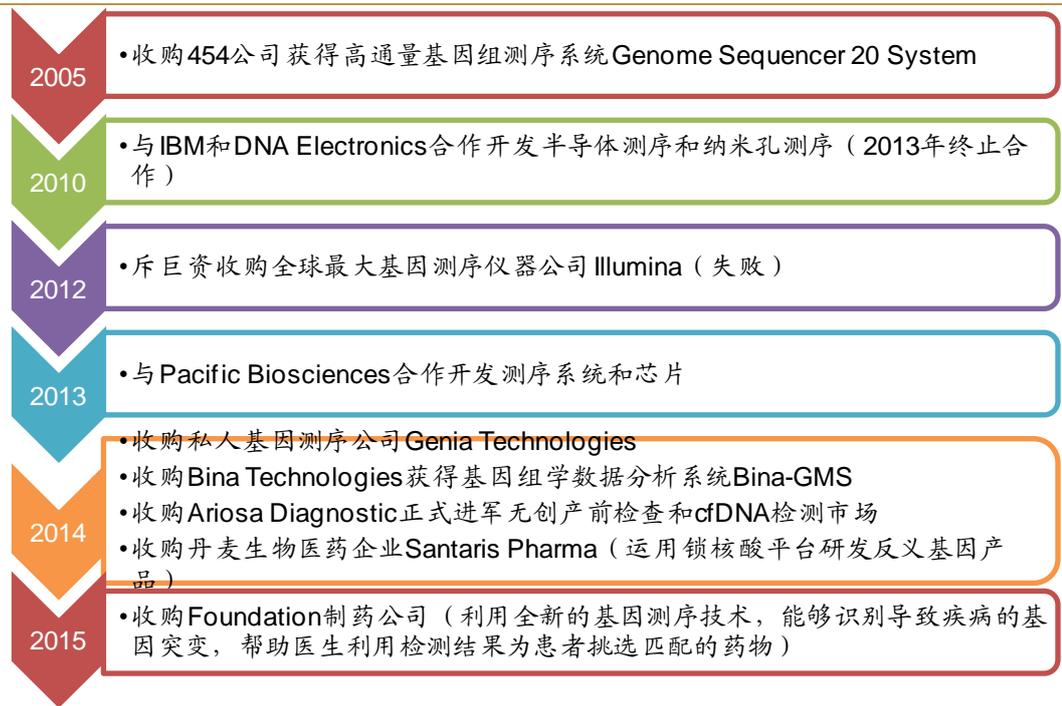


数据来源: Roche, 西南证券

除了在各个细分领域布局, 构建齐全的 IVD 产品线以外, 罗氏诊断还在不断加强每个细分领域的实力, 丰富同类产品组合, 实现强强联合, 提高产品质量和产能, 并最终成为该领域的领导者。基因检测就是其代表性案例。

为了分享基因检测这个潜力巨大的市场, 罗氏诊断开展了频繁的并购, 虽然中间也有大手笔的失败案例, 但并未改变罗氏诊断的战略布局。通过外延并购, 罗氏诊断获得了基因测序仪平台 Genia, 无创产前检查平台 Ariosa, 基因测序数据分析平台 Bina, 个性化诊疗和靶向治疗平台 Foundation, 既包括上游测序仪开发, 也包括中游检测服务, 还包括下游数据分析和个性化诊疗, 形成了产业链全方位布局, 能够充分发挥基因检测产业链的协同效应。

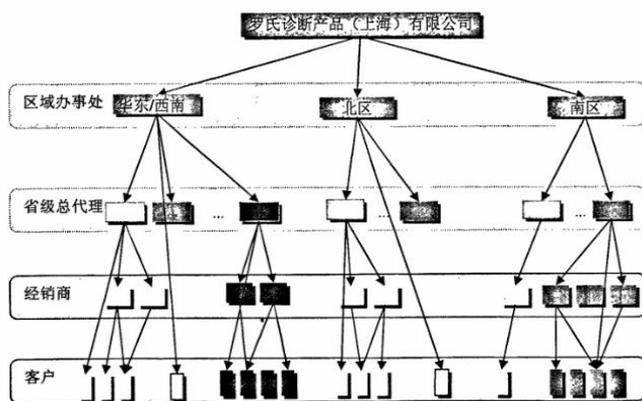
图 22: 罗氏诊断进军基因检测市场的并购步伐



数据来源: 公开资料, 西南证券

拥有了丰富的产品线, 仅仅是具备了产品硬件能力, 但是仍然需要强有力的营销渠道引擎才能推动产品放量。罗氏诊断是全球的 IVD 龙头企业, 营销网络已覆盖全球 150 多个国家, 能够通过广泛的代理和自建渠道推动产品迅速放量。

图 23: 罗氏诊断在华营销渠道结构图



数据来源: 文献调研, 西南证券

图 24: 罗氏诊断在华营销渠道布局



数据来源: Roche, 西南证券

以我国市场为例, 罗氏诊断最初采用进口分销的模式, 由进口商通过分销商将产品销售给终端客户; 后来在 2000 年成立上海罗氏诊断, 将原有的经销商转变为总代理商, 减少进出口环节, 并实现人民币结算, 提高了销售效率; 为了进一步扩大营销渠道和加强对代理商的控制力度, 罗氏从 2008 年开始了自建营销渠道, 对部分客户进行直销, 作为代理经销的有效补充。

目前，罗氏诊断的营销模式是代理为主、直销为辅。经过多年耕耘，罗氏诊断已经覆盖了我国各个省份，建立了庞大的营销网络，推动产品迅速放量，销售额从 2005 年的 4.8 亿元迅速攀升到 2010 年的 23.4 亿元，年均复合增长率高达 32%。

作为全球 IVD 龙头企业，罗氏诊断的成功之处主要体现在两点：一方面具有大而全的产品线，能为下游客户提供综合解决方案，满足不同客户的需求；另一方面拥有强大的销售渠道和服务网络，能够将产品销售到最广泛、数量最多的客户手中。

4.2 代理+自产，覆盖体外诊断全产品线

通过代理销售和自主研发，公司已经建立了丰富的产品组合，覆盖多个 IVD 细分领域，基本能够满足医院检验科和医学实验室的检测需求。一方面，凭借在西南地区广泛的营销渠道和优质的服务能力，公司代理了日立、希森美康、伯乐、梅里埃和碧迪等公司的多款产品；另一方面，公司通过自主研发获得了多种生化诊断试剂、化学发光仪器和试剂等产品批文，进一步丰富了产品组合。

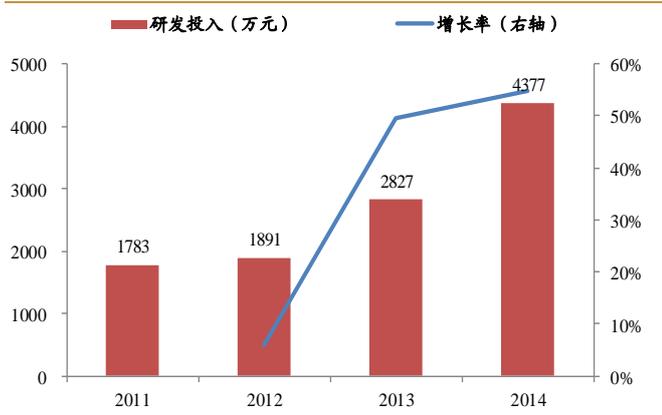
表 11: 公司现有体外诊断产品列表

| 细分领域 | 产品类别 | 产品品牌 | 产品用途 | 检测项目 |
|--------|---------------------------|-----------|--|--------|
| 生化诊断 | 生化试剂 (含标准品、质控品) | 迈克 | 主要用于检测肾脏功能、肝功能、心脏功能、糖尿病、血脂等 | 54 项 |
| | 生化仪器 | 日立 | 实现全自动生化检测的分析系统 | |
| 免疫诊断 | 酶免试剂 | 迈克 | 用于血吸虫感染和疗效考核 | 1 项 |
| | 胶体金试剂 | 迈克 | 主要用于快速现场检查轮状病毒感染、血吸虫感染、乙肝、怀孕、排卵等计划生育领域 | 9 项 |
| | 全自动化学发光诊断仪器及配套试剂 | 迈克 | 主要用于全自动检测传染病、甲状腺功能、肿瘤标志物、激素等 | 31 项 |
| 血液及体液学 | 血凝试剂 | 迈克 | 主要用于检测血液凝集能力 | 6 项 |
| | 血液学质控物 | 迈克 | 主要用于血细胞计数仪的质量控制 | 1 项 |
| | 血细胞/尿沉渣分析仪及配套试剂 | 希森美康 | 用于医学实验室定量分析血液细胞和用于对尿液中有形成分定性和定量分析 | 7 项 |
| 微生物学 | 微生物分析仪及试剂 | 生物-梅里埃 | 主要用于人体体液、分泌物、等的微生物培养、检测和药物敏感性实验 | >700 项 |
| 分子诊断 | 分子诊断仪器及试剂 | 凯杰 | 用于检测患者体内遗传物质的结构或表达水平 | 14 项 |
| 其他产品 | 采血管、质控品、合血卡、血型鉴定卡、POCT 仪器 | 伯乐、碧迪、艾瑞德 | 主要用于标本采集、实验室质量控制、血型鉴定等 | -- |

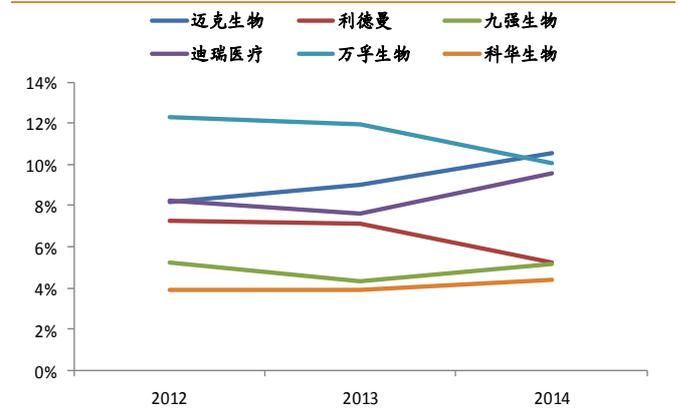
数据来源: 招股说明书, 西南证券

近年来，公司对自产产品的重视程度不断提高，投入大量资金强化自研能力。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，占员工总数的比例高达 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 25: 公司研发投入增长趋势


数据来源: Wind, 西南证券

图 26: 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

经过大规模研发投入,在现有产品线的基础上,公司拥有了大量的技术储备。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,是国内少有的覆盖 IVD 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 12: 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 | 血凝配套试剂 | 血凝检测试剂 | 临床血凝检测。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吞吐量及性能。 | 科研小试 |
| | 全自动&半自动血凝分析仪 | 自主研发血凝检测仪。 | 与公司已研发血凝试剂配套成为血凝检测系统。 | 部分已获证书 |
| | HPLC 糖化血红蛋白仪 | 全自动定量检测 HbA1c 糖化血红蛋白 | 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交换柱配套使用。 | 科研结题 |
| | POCT 荧光仪 | 定量, 高灵敏, 快速检测 | 为胶体金定性检测平台的有效补充, 扩大快速检测应用范围。 | 科研结题 |
| | 全自动核酸提取仪 | 自动提取液体中核酸, 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 |

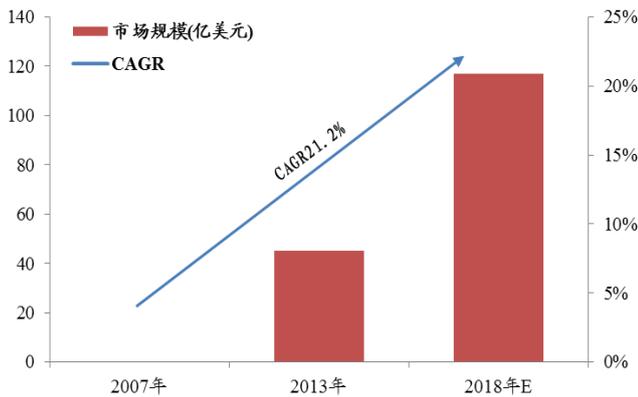
数据来源: 招股说明书, 西南证券

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 IVD 发展趋势。目前公司已经在积极布局分子诊断和 POCT 产品等。

基因测序是最前沿的分子诊断技术，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%。

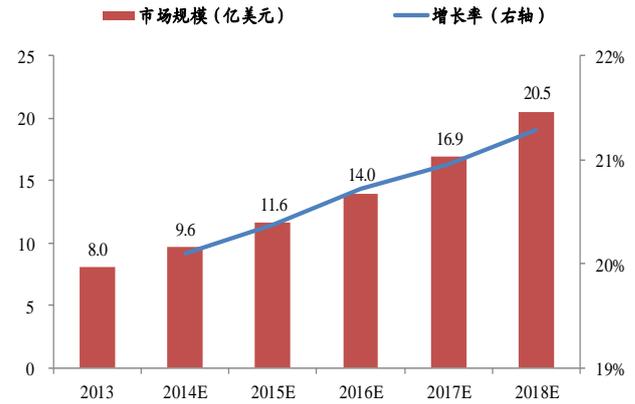
POCT 具有操作方便、使用简单、时间短等优点，因此广泛应用于 ICU、急诊、救护车、家庭护理等环境，使用范围覆盖血糖、心脏标志物、传染病等多个领域，成为第一现场和第一时间检测的重要工具。预计 2015 年我国 POCT 市场将达到 11.6 亿美元（约 72 亿元），年均增长率在 20% 以上。

图 27: 全球基因测序市场规模



数据来源: BCC research, 西南证券

图 28: 我国 POCT 市场规模



数据来源: TechNavio Analysis, 西南证券

公司具有前瞻性思维，代理+自产产品组合丰富，而且不断加大研发投入，完成在 IVD 各个细分领域的产品布局，为客户提供多元化产品。而且更难得的是公司充分把握了 IVD 行业的发展方向，从短期来看，公司抓住了化学发光这个目前最具潜力的 IVD 细分领域，保障公司营收高速增长；从中长期来看，公司在代表 IVD 发展趋势的分子诊断和 POCT 领域具有较强的技术储备，有望成为公司未来业绩的重要增长点。

4.3 渠道从西南走向全国，乃至全球

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，营销渠道逐渐铺设到全国，公司正逐步从西南地区龙头成长为全国领先、渠道广泛的体外诊断企业。

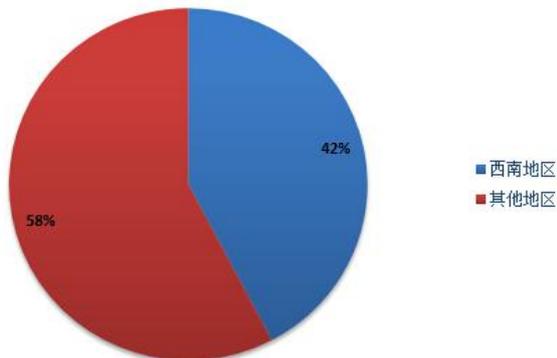
表 13: 公司总体销售模式

| 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。 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。 |

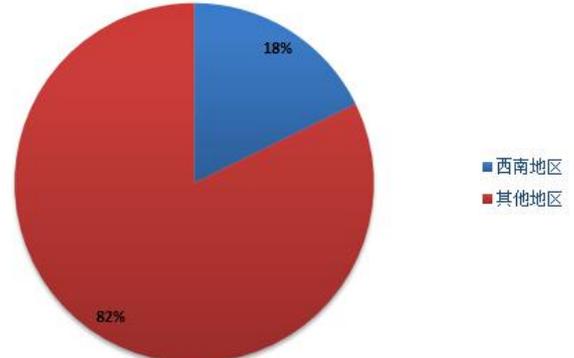
数据来源: 招股说明书, 西南证券

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,其中西南地区和西南外地区分布为 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%。公司正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 29: 公司经销商数量区域分布


数据来源: 招股说明书,西南证券

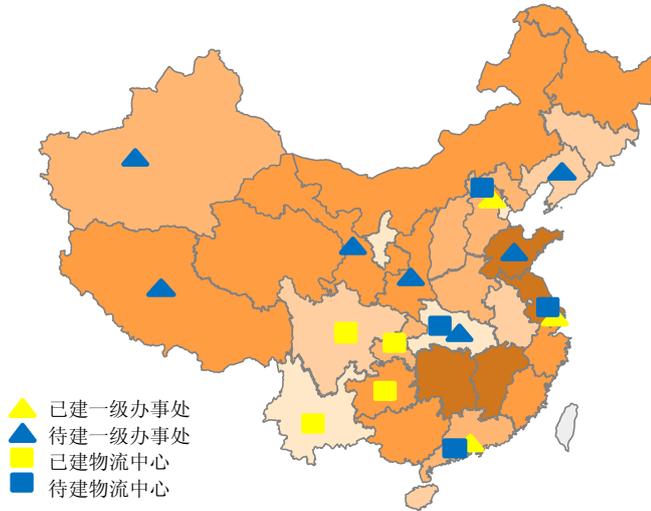
图 30: 公司覆盖医院数量区域分布


数据来源: 招股说明书,西南证券

为了进一步增强营销能力,公司计划使用 3287 万元募集资金用于营销服务网络平台技改项目,主要建设内容包括:

- 在北京、上海、广州 3 个一级办事处基础上,增设 7 个一级办事处和 12 个二级办事处;
- 扩充原有的四川、云南、贵州、重庆四个子公司的物流中心,并在北京、上海、广州、武汉四地新建物流中心;
- 加强信息化管理系统建设,以公司总部作为信息化管理系统的中心,以四川总部各部门及各子公司、办事处作为信息化系统的支点,以各中高级医院和经销商作为信息化管理系统服务的延伸。

另外,公司还于 2013 年 12 月与全球知名体外诊断产品生产厂商德国 HUMAN 公司签订代加工供货协议(OEM),HUMAN 从公司采购全自动化学发光诊断仪器 IS1200 及配套试剂,并在中国以外的全球地区进行销售。HUMAN 覆盖了全球 140 多个国家,能够迅速推动公司产品在海外放量。公司产品从 2014 年 3 月开始正式推向全球市场,当年营业收入就达到了 4000 万元。预计随着双方合作进一步深化,公司其他自产产品也有望通过 HUMAN 进入国际市场,扩大产品营销覆盖范围。

图 31: 公司营销网络建设规划


数据来源: 公司公告, 西南证券

从产品线来看, 公司完成了在 IVD 细分领域的布局, 自产+代理产品组合丰富, 而且抓住了当前最火的化学发光技术, 并提前布局代表 IVD 未来的分子诊断和 POCT, 战略远光长远。从营销渠道来看, 公司已从西南地区逐步向全国覆盖, 通过募投项目进一步加强国内的营销渠道建设, 并借助德国 HUMAN 公司进军国际市场, 为产品放量提供了强有力的渠道引擎。根据公司的产品线和渠道布局, 我们认为公司与国际 IVD 龙头企业的发展路径十分相似, 强产品, 广渠道, 具备发展为国内 IVD 龙头的潜质。

5. 盈利预测及投资分析

5.1 主营业务盈利预测

针对上文对公司基本面的分析, 我们在不考虑外延的情况下, 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 年代理仪器的收入保持不变;
- 3) 预计 2015-2017 年自产试剂产品(根据生化、免疫和其他诊断试剂分拆预测后合计)的增长率为 27.95%、28.97%和 25.39%, 其中免疫诊断试剂(主要为化学发光试剂)增速为 120%、80%和 50%;
- 4) 预计 2015-2017 年自产仪器(主要为化学发光仪)的增长率为 120%、80%、50%。

表 14: 公司业务分拆收入预测

| | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------------|---------|----------|------------|------------|
| 代理产品 | | | | |
| 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% |
| 代理试剂产品 | | | | |
| 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% |
| 代理诊断仪器 | | | | |
| 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% |
| 自产产品 | | | | |
| 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% |
| 自产试剂产品 | | | | |
| 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% |
| 自产试剂产品-生化试剂 | | | | |
| 收入 | 313.32 | 357.18 | 407.19 | 464.20 |
| yoy | 13.94% | 14% | 14% | 14% |
| 自产试剂产品-免疫试剂 | | | | |
| 收入 | 48.51 | 106.72 | 192.10 | 288.15 |
| yoy | 164.60% | 120% | 80% | 50% |
| 自产试剂产品-其他试剂 | | | | |
| 收入 | 3.44 | 3.44 | 3.44 | 3.44 |
| yoy | -5.59% | 0% | 0% | 0% |
| 自产诊断仪器 | | | | |
| 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% |
| 合计 | | | | |
| 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

综上所述,我们认为公司 2015-2017 年的公司营收增速分别为 26.31%、26.64%和 23.27%。毛利率分别为 48.48%、47.93%和 47.30%。

5.2 绝对估值

关键假设如下

- 1) 永续期增长率为 3%;
- 2) β 系数选用医药商业 (申万分类) 行业最近 60 个月 β 值的算术平均;
- 3) 税率: 保持 15% 稳定税率。

表 15: 绝对估值假设条件

| 估值假设 | 数值 |
|------------|--------|
| 过渡期年数 | 5 |
| 永续期增长率 | 3.00% |
| 无风险利率 Rf | 3.50% |
| 市场组合报酬率 Rm | 11.00% |
| 有效税率 Tx | 15.00% |
| 过渡期增长率 | 15% |
| β 系数 | 0.48 |
| 债务资本成本 Kd | 5% |
| 债务资本比重 Wd | 10% |
| 股权资本成本 Ke | 6.88% |
| WACC | 6.60% |

数据来源: wind, 西南证券

表 16: FCFF 估值结果

| FCFF 估值 | 现金流折现值 (百万元) |
|----------------|--------------|
| FCFF | 171.42 |
| EBIT | 370.61 |
| EBIT*(1-所得税税率) | 295.11 |
| 折旧与摊销 | 49.77 |
| 营运资金的净变动 | -61.46 |
| 核心企业价值 | 10174.16 |
| 净债务价值 | 24.44 |
| 股票价值 | 10149.72 |
| 每股价值 | 54.57 |

数据来源: wind, 西南证券

表 17: FCFF 估值敏感性分析

| WACC | 5.61% | 6.11% | 6.61% | 7.11% | 7.61% |
|------|--------|-------|--------------|-------|-------|
| 2.0% | 58.10 | 50.38 | 44.36 | 39.53 | 35.57 |
| 2.5% | 66.20 | 56.30 | 48.84 | 43.02 | 38.35 |
| 3.0% | 77.41 | 64.13 | 54.57 | 47.35 | 41.72 |
| 3.5% | 93.96 | 74.98 | 62.14 | 52.90 | 45.92 |
| 4.0% | 120.87 | 90.99 | 72.64 | 60.23 | 51.28 |

数据来源: wind, 西南证券

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 54.57 元。

5.3 相对估值

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.56 元、1.95 元和 2.38 元, 对应当前股价 98.01 元, 2015-2017 年 PE 分别为 64 倍、51 倍和 42 倍。2015 年行业 PE 中值为 81 倍, 用绝对估值, 公司股价被低估, 故采用相对估值法。我们认为公司产品质量出类拔萃, 重磅产品赋予公司业绩高成长性, 齐全产品线和营销渠道扩张赋予了公司成为 IVD 龙头企业的必备素质和潜质。考虑到 IVD 行业是医药行业中少数快速增长、政策干扰较少且资本市场热捧的子行业, 而公司最具 IVD 龙头企业潜质, 我们给予公司行业 80 倍估值, 对应 1 年期目标价 124.80 元, 维持“买入”评级。

表 18: 可比公司盈利预测相对估值

| 代码 | 简称 | 最新价格 (元) | 每股收益 (元) | | | 市盈率 | | |
|-----------|------|-------------|----------|------|------|--------|--------|--------|
| | | | 14A | 15E | 16E | 14A | 15E | 16E |
| 002022.SZ | 科华生物 | 31.72 | 0.59 | 0.69 | 0.87 | 53.48 | 45.97 | 36.29 |
| 002030.SZ | 达安基因 | 43.90 | 0.28 | 0.28 | 0.35 | 156.79 | 156.12 | 125.75 |
| 300244.SZ | 迪安诊断 | 84.07 | 0.61 | 0.69 | 0.93 | 137.82 | 122.43 | 90.68 |
| 300289.SZ | 利德曼 | 46.47 | 0.84 | 0.93 | 1.12 | 55.32 | 50.03 | 41.50 |
| 300396.SZ | 迪瑞医疗 | 47.38 | 2.03 | 0.83 | 1.09 | 23.34 | 57.31 | 43.30 |
| 300439.SZ | 美康生物 | 119.82 | 1.62 | 1.58 | 2.06 | 73.96 | 75.95 | 58.18 |
| 300482.SZ | 万孚生物 | 94.91 | 1.49 | 1.42 | 1.86 | 63.70 | 66.84 | 51.11 |
| 603108.SH | 润达医疗 | 70.60 | 1.07 | 0.94 | 1.16 | 65.98 | 75.07 | 60.94 |
| 行业中值 | | | | | | 78.80 | 81.21 | 63.47 |

数据来源: Wind, 西南证券。截至 2015 年 8 月 12 日。

6. 风险提示

1) 化学发光放量或低于预期

我国市场上的化学发光产品由罗氏、雅培等外资品牌垄断, 公司产品虽然在质量上与国外产品已差别不大, 而且拥有明显的价格优势。但医院可能受到固有观念影响, 仍然认为外资品牌的技术和质量更好, 不愿意使用国产产品, 因此公司产品可能出现放量不达预期的风险。

2) 营销渠道扩张或低于预期

公司计划在国内进一步扩大营销渠道, 在国内增设 7 个一级办事处和 12 个二级办事处, 并新建四个物流中心, 同时借助德国 HUMAN 公司渠道向国际市场延伸。由于该项目涉及多个地点, 各地情况不一, 很可能出现营销渠道扩张低于预期的风险。

3) 实际控制人变动风险

公司股权结构比较松散, 四个一致行动人为实际控制人, 合计持股比例不到 40%, 有一定的股权变动风险。

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 | 290.12 | 362.74 | 443.10 |
| 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 | 12.94 | 16.26 | 20.09 | 财务费用 | 8.95 | -1.85 | -2.25 | -2.26 |
| 销售费用 | 138.96 | 175.52 | 222.28 | 274.00 | 资产减值损失 | 10.94 | 12.00 | 14.00 | 16.00 |
| 管理费用 | 94.88 | 115.51 | 147.43 | 182.15 | 经营营运资本变动 | -168.97 | -61.46 | -173.99 | -182.01 |
| 财务费用 | 8.95 | -1.85 | -2.25 | -2.26 | 其他 | -2.78 | -14.15 | -16.86 | -20.04 |
| 资产减值损失 | 10.94 | 12.00 | 14.00 | 16.00 | 经营活动现金流净额 | 115.09 | 274.43 | 247.55 | 332.88 |
| 投资收益 | 2.80 | 2.00 | 3.00 | 4.00 | 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 | 9.63 | 3.00 | 4.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -158.92 | -102.37 | -137.00 | -96.00 |
| 营业利润 | 293.00 | 372.46 | 464.07 | 564.87 | 短期借款 | 32.97 | -163.67 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -9.09 | -8.12 | -8.66 | -8.55 | 长期借款 | 127.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 283.91 | 364.35 | 455.41 | 556.32 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 26.90 | 0.00 |
| 所得税 | 57.70 | 74.22 | 92.67 | 113.22 | 支付股利 | -38.65 | -45.26 | -58.05 | -72.58 |
| 净利润 | 226.21 | 290.12 | 362.74 | 443.10 | 其他 | -9.07 | 1.85 | 2.25 | 2.26 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 112.25 | -207.08 | -28.90 | -70.32 |
| 归属母公司股东净利润 | 226.21 | 290.12 | 362.74 | 443.10 | 现金流量净额 | 68.41 | -35.02 | 81.65 | 166.56 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 142.51 | 224.16 | 390.72 | 成长能力 | | | | |
| 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% | 27.12% | 24.60% | 21.72% |
| 其他流动资产 | 7.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长率 | 17.11% | 28.25% | 25.03% | 22.15% |
| 长期股权投资 | 8.12 | 8.12 | 8.12 | 8.12 | EBITDA 增长率 | 20.68% | 22.67% | 25.06% | 21.87% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 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% | 24.49% | 24.57% | 24.62% |
| 其他非流动资产 | 20.87 | 20.77 | 20.66 | 20.55 | 净利率 | 24.20% | 24.57% | 24.26% | 24.04% |
| 资产总计 | 1216.32 | 1326.11 | 1702.85 | 2120.57 | ROE | 28.56% | 27.98% | 26.51% | 25.48% |
| 短期借款 | 163.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 18.60% | 21.88% | 21.30% | 20.90% |
| 应付和预收款项 | 108.30 | 132.55 | 172.39 | 213.71 | ROIC | 29.38% | 28.45% | 29.37% | 29.63% |
| 长期借款 | 127.00 | 127.00 | 127.00 | 127.00 | EBITDA/销售收入 | 36.66% | 35.60% | 35.16% | 34.76% |
| 其他负债 | 25.30 | 29.65 | 34.96 | 40.85 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 424.27 | 289.20 | 334.35 | 381.56 | 总资产周转率 | 0.91 | 0.93 | 0.99 | 0.96 |
| 股本 | 148.50 | 186.00 | 186.00 | 186.00 | 固定资产周转率 | 4.01 | 4.17 | 4.33 | 4.67 |
| 资本公积 | 10.60 | -26.90 | 0.00 | 0.00 | 应收账款周转率 | 3.02 | 2.96 | 3.14 | 3.03 |
| 留存收益 | 632.94 | 877.80 | 1182.49 | 1553.01 | 存货周转率 | 2.06 | 2.22 | 2.21 | 2.18 |
| 归属母公司股东权益 | 792.05 | 1036.90 | 1368.49 | 1739.01 | 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 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 792.05 | 1036.90 | 1368.49 | 1739.01 | 资产负债率 | 34.88% | 21.81% | 19.64% | 17.99% |
| 负债和股东权益合计 | 1216.32 | 1326.11 | 1702.85 | 2120.57 | 带息债务/总负债 | 68.51% | 43.91% | 37.98% | 33.28% |
| | | | | | 流动比率 | 2.83 | 5.67 | 5.90 | 6.38 |
| | | | | | 速动比率 | 2.16 | 4.01 | 4.26 | 4.73 |
| | | | | | 股利支付率 | 17.09% | 15.60% | 16.00% | 16.38% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.22 | 1.56 | 1.95 | 2.38 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.26 | 5.57 | 7.36 | 9.35 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.62 | 1.48 | 1.33 | 1.79 |
| | | | | | 每股股利 | 0.21 | 0.24 | 0.31 | 0.39 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | | | | |
| EBITDA | 342.69 | 420.39 | 525.73 | 640.70 | | | | | |
| PE | 80.59 | 62.84 | 50.26 | 41.14 | | | | | |
| PB | 23.02 | 17.58 | 13.32 | 10.48 | | | | | |
| PS | 19.50 | 15.44 | 12.19 | 9.89 | | | | | |
| EV/EBITDA | 42.74 | 43.28 | 34.45 | 28.01 | | | | | |
| 股息率 | 0.21% | 0.25% | 0.32% | 0.40% | | | | | |

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

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn