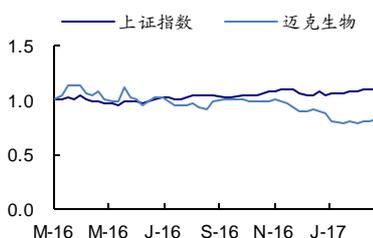


证券研究报告—深度报告
医药保健
医疗器械与服务
迈克生物(300463)
买入

合理估值: 元 昨收盘: 22.37 元 (首次评级)

2017年03月15日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	558/295
总市值/流通(百万元)	12,482/6,595
上证综指/深圳成指	3,239/10,532
12个月最高/最低(元)	32.57/20.96

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

联系人: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

研发高筑墙, 渠道广积粮, 替代可称王

● IVD 行业短期趋势: 占领基层和圈地运动

短期来看外资占据三级医院格局难以撼动, 国产 MD 厂商主战场在二级医院。随着分级诊疗进程逐步落地, 二级医院大规模扩容, 其需求与国产 IVD 产品价格合理, 质量基本过关匹配。而且随着医保控费最终降临到检验领域, 未来集约化采购等以量换价的销售模式有望逐渐推广, 因此短期来看占领基层与占据集约化采购渠道的圈地运动是国产 IVD 企业增长的主要动力。

● IVD 行业长期趋势: 具有器械替代能力的研发型企业能脱颖而出

从海外经验来看, 所有的龙头企业都是具有研发实力的生产企业。世界主流 MD 企业走的是封闭系统的道路, 当前进口厂商在生化领域重新封闭化, 免疫化学发光等新兴领域的国产厂商也是封闭系统, 未来简单的替换试剂方式不再可行。只有突破技术难度较大的仪器研发的企业, 最终才能在封闭化潮流中维持竞争力。

● 公司兼具渠道扩张、进口代理、自产器械三重优势, 高增长可期

迈克生物最初代理进口品牌起家, 也是在代理维护过程中逐渐积累了仪器开发经验。上市以来公司通过高激励的渠道扩张方式, 有意识的加强高毛利自产仪器和试剂的推广。同时公司具有进口代理品种, 可以凭借齐全的检测项目, 通过集约化采购、与进口产品协同等方式冲击三级医院市场。预计未来收入端能够维持 30% 以上高增长。

● 长期看公司器械布局全面, 是进口替代潜力最大国内企业

通过横向比较, 公司是国产器械龙头中唯一一家在生化、免疫化学发光、血球等多领域全面布局, 且均排在第一梯队的厂商。未来如果集约化采购或流水线系统等封闭式销售成为趋势, 只有具有全面仪器产品线的厂商才能获得最大的超额收益, 因此我们认为公司是进口替代潜力最大的国内企业。

● 风险提示

短期市场开拓不达预期; 技术研发不达预期; 进口替代受阻。

● 投资建议: 全产业链 IVD 制造龙头, 给以“买入”评级

预计未来迈克生物将凭借渠道快速扩张和化学发光单机收入上升维持营收增速在 30% 以上。预计 17-18 年归母净利润分别达到 3.95/5.06/6.66 亿, 对应 PE 分别为 31.8/24.7/18.7 倍, 复合增长接近 30%, 作为当前器械龙头企业中 PEG 估值最低, 未来进口替代可能性最高的化学发光龙头企业, 我们给以“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	935	1,065	1,489	1,995	2,352
(+/-%)	19.9%	13.9%	39.8%	34.0%	17.9%
净利润(百万元)	226	251	314	392	506
(+/-%)	17.1%	11.0%	25.2%	24.9%	29.0%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.45	0.56	0.70	0.91
EBIT Margin	31.3%	29.1%	24.1%	22.6%	26.0%
净资产收益率(ROE)	28.6%	12.6%	14.0%	15.4%	17.2%
市盈率(PE)	55.2	49.7	39.7	31.8	24.7
EV/EBITDA	38.7	35.3	33.0	26.2	20.1
市净率(PB)	15.8	6.3	5.57	4.90	4.24

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们预计未来迈克生物将凭借渠道快速扩张和化学发光单机收入上升维持营收增速在 30% 以上。预计 17-18 年归母净利润分别达到 3.95/5.06/6.66 亿，对应 PE 分别为 31.8/24.7/18.7 倍，复合增长接近 30%，作为当前器械龙头企业中 PEG 估值最低，未来进口替代可能性最高的化学发光龙头企业，我们给以“买入”评级。

核心假设或逻辑

- (1) 医保控费最终将传导到 IVD 耗材领域，进口厂商通过重新封闭化、基层通过集约化采购等方式消化降价、提高利润；
- (2) 短期 IVD 行业成长驱动力在基层扩容，长期看成长驱动力在进口替代；与之伴随的就是短期看渠道圈地，长期要看内生研发水平。
- (3) 迈克生物是国内 IVD 领域内各细分领域技术布局最全面的，未来进口替代潜力最大。

与市场预期的差异之处

- (1) 市场认为迈克生物主要在西南具有市场优势，我们认为产品的优势最终将在外地体现；
- (2) 市场也有认为进口品牌的技术优势在大医院层面受到认可，难以替代，我们认为随着医保控费在检验领域的渗透，具有集约化产品优势的生产厂商最终一定能实现进口替代；

股价变化的催化因素

横向并购渠道营收快速增长；新产品检验仪器快速上量；创新仪器获批。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，如果基层放量不达预期或者收到技术水平限制，国产厂商无法进行进口替代，则国产 IVD 行业可能增长放缓。
- 第二，如果医保控费压力有限，可能原有竞争格局不会改变，集约化采购不会成为趋势，产品线完整的企业可能未必在竞争中具有优势。

内容目录

行业分析：基层扩容、渠道整合、进口替代是国产 IVD 的必由之路	5
全球 IVD 龙头企业均为仪器试剂生产商	5
国内 IVD 各细分市场处于不同阶段，未来化学发光是主要成长动力	5
基层扩容：短期高端市场仍将属于外企，国产产品“农村包围城市”.....	6
渠道整合：两票制+营改增同样将促进渠道整合，得渠道者得市场	7
迈克生物：产品线齐全 IVD 龙头，金子展现更大光芒	9
发展阶段：从代理商起步，逐渐成为国产器械研发龙头	9
看点 1：管理层注重分享，上市前后激励充分	12
看点 2：迈克生物在细分技术领域布局全面，未来承接进口替代机会高	13
看点 3：化学发光是迈克生物未来成长最主要的动力	16
估值模型：采用进口替代期权价值+现有增长同业 PE 相对估值分部估值.....	17
投资建议：三年 30%高增长，给以“买入”评级.....	18
附录：	20
附表：财务预测与估值	24
国信证券投资评级.....	25
分析师承诺.....	25
风险提示.....	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

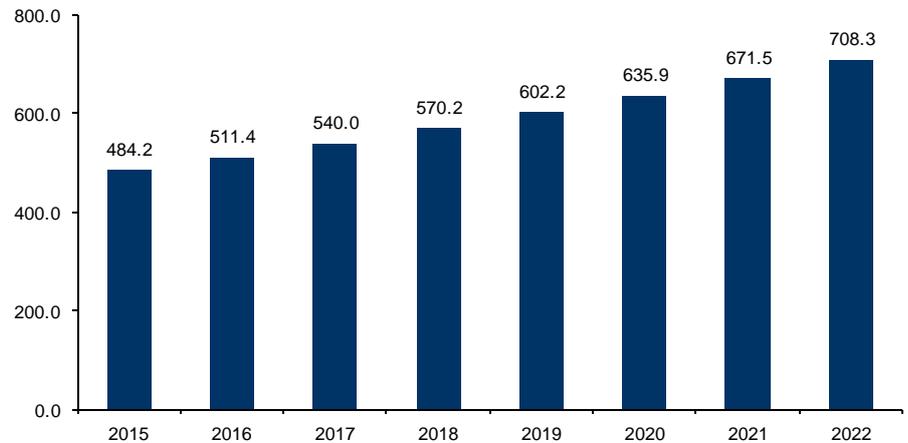
图 1: 2015-2022 年全球 IVD 市场规模 (亿美元,CAGR=5.6%)	5
图 2: 中国体外诊断市场规模	6
图 3: 流水线系统高度整合免疫、生化等测试, 提高自动化水平	8
图 4: 广东药占比下降的同时耗材费用占比上升	9
图 5: 广东医院医疗收入细分情况	9
图 6: 迈克生物历年营收增长情况	10
图 7: 迈克生物历年利润增长情况	10
图 8: 迈克生物自产产品历年各地占比	11
图 9: 迈克生物代理、自产的试剂、仪器销售占比	11
图 10: 迈克生物股东及子公司架构	13
表 1: 2015-2022 年全球 IVD 前十名公司销售额及市场份额预测	5
表 2: 2015 年估计国内 IVD 细分市场情况	6
表 3: 国内各级医院历年诊疗人数 (亿人次)	7
表 4: 主要 IVD 公司近两年快速横向扩张	7
表 5: 外企流水线系统横向比较	8
表 6: 三种销售模式的横向比较	9
表 7: 迈克生物发展阶段分解	10
表 8: 2015 年西南四省药品与医疗器械消费全国占比	11
表 9: 四川地区医院检查费用历年规模	12
表 10: 迈克生物迅速布局渠道	13
表 11: 主要 IVD 企业在各细分领域横向比较	15
表 12: 化学发光技术优势	16
表 13: 主要国产化学发光公司产品比较	16
表 14: 迈克生物自产化学发光仪器与在研生化仪装机量估计与预测	16
表 15: 主要国产化学发光仪器注册情况	17
表 16: IVD 企业财务和估值水平横向比较	17
表 17: 2020 年免疫检验市场迈克生物实现部分进口替代的敏感性分析	18
表 18: 2020-2025 年净现值计算表	18
表 19: 迈克生物估值模型	19
表 20: 迈克生物上市股东任职情况	20
表 21: 国产化学发光检测项目数量横向对比	20

行业分析: 基层扩容、渠道整合、进口替代是国产 IVD 的必由之路

全球 IVD 龙头企业均为仪器试剂生产商

全球 IVD 市场已经进入成熟发展期。根据 EvaluateMedTech 的估计, 2016 年全球 IVD 行业市场规模约 511.4 亿美元, 且未来 6 年增速仅为 5.6%, 从行业发展阶段来看, 国际巨头们已经进入一个成熟发展阶段, 未来的主要增长动力在于以中国这类尚存在一定技术差距、使用量鸿沟的国家的需求增长上。

图 1: 2015-2022 年全球 IVD 市场规模 (亿美元, CAGR=5.6%)



资料来源: EvaluateMedTech, 国信证券经济研究所整理

IVD 国际巨头已经形成寡头竞争的格局, 均为器械企业。医疗器械在发展到后期, 与药品类似, 都存在技术、市场渠道的协同作用, 往往平台型企业才能最终走出来。2015 年前十强公司已经达到了 75% 的市场占有率, 预计到 2022 年由于新兴市场 (如中国) 的企业的快速发展, 前十强的市场份额可能会略微下调至 70%。值得注意的是, 这十强企业都是仪器与试剂一起开发的生产企业。这启示我们: 壁垒较高的生产技术才决定最终的成长天花板。

表 1: 2015-2022 年全球 IVD 前十强公司销售额及市场份额预测

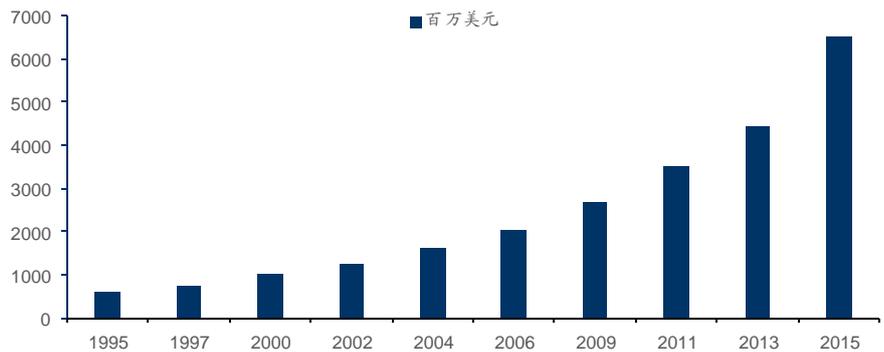
排名	公司	销售额 (百万美元)		CAGR	市场份额 (%)		2015-2022 排名变化
		2015	2022	2015-2022	2015	2022	
1	罗氏	9026	12800	+5.1%	18.6%	18.1%	-
2	雅培	4646	6590	+5.1%	9.6%	9.3%	+1
3	丹纳赫	4633	5823	+3.3%	9.6%	8.2%	+1
4	西门子	4855	5762	+2.5%	10.0%	8.1%	-2
5	赛默飞	3017	3854	+3.6%	6.2%	5.4%	-
6	希森美康	1940	3835	+10.2%	4.0%	5.4%	+2
7	碧迪	2690	3392	+3.4%	5.6%	4.8%	-1
8	美艾利尔	2238	2822	+3.4%	4.6%	4.0%	-1
9	生物梅里埃	1722	2716	+6.7%	3.6%	3.8%	-
10	奥森多	1700	1997	+2.3%	3.5%	2.8%	-
前 10 总计		36466	49590	+4.5%	75.3%	70.0%	
其他公司		11958	21235	+8.5%	24.7%	30.0%	
总计		48424	70825	+5.6%	100.0%	100.0%	

资料来源: EvaluateMedTech, 国信证券经济研究所整理

国内 IVD 各细分市场处于不同阶段, 未来化学发光是主要成长动力

国内 IVD 市场规模估计达到 500 亿, 仍未完成进口替代, 处于较快成长期。2015 年中国体外诊断市场规模估计为 450 亿元人民币左右。近二十年中国体外诊断产业在政策扶持、下游市场需求膨胀、技术进步的带动下经历了巨大的发展, 未来两年增速估计达到 15%, 处于较快的成长期。估计 2015 年国际龙头在我国市场占比达到 55%, 而国内企业集中度仍较低、进口替代空间也较大, 具有高速成长的潜力。

图 2: 中国体外诊断市场规模



资料来源: McEvoy & Farmer, 《Immunochemistry Testing Markets in China》

IVD 市场各细分行业分别处于不同的发展阶段。IVD 行业主要可以分为生化、免疫、血液、分子、微生物等五大类。其中市场规模较大的主要是生化和免疫两个细分行业。生化检测的仪器通常对于试剂是开放性的, 国产厂商在试剂上已经实现了进口替代, 未来行业的整体增速估计在 10% 左右。而免疫则处于方法上化学发光对酶联免疫的替代, 同时由于分级诊疗和鼓励国产仪器的政策影响, 正处于 25% 或以上的高速增长期。未来占据化学发光市场 80-90% 的进口厂商势必面临国产替代的压力。

表 2: 2015 年估计国内 IVD 细分市场情况

细分行业	主要检测内容	行业特点	发展阶段	估计 2015 年规模和 市场占比	主要优势厂商	封闭程度
生化	测定酶类、脂类、蛋白和非蛋白氮类等几大类检测项目	技术成熟, 操作简便, 分析时间短, 检验成本低	已经完成大部分进口替代, 进入成熟发展期	~120 亿 (26%)	日立、贝克曼和罗氏等占据高端仪器, 国产占据试剂盒低端仪器。国产优势厂商包括科华、九强、迈克等	开放为主
免疫	应用于传染性、内分泌、肿瘤、药物检测、血型鉴定	体外诊断领域规模最大、新增品种最多、增长速度最快的领域之一	快速发展期, 国产产品对进口产品的替代和化学发光对酶联免疫的替代。	~130 亿 (29%)	进口包括罗氏、雅培、贝克曼、拜耳等, 国内新产业、安图生物、迈克生物等。	除化学发光封闭为主外, 其余开放为主
血液	主要包括血细胞、止血、尿液、胸液、脑积液诊断等	对诊断系统自动化、灵敏度等方面有非常高的技术要求, 国内市场参与者相对较少	相关试剂已经接近或达到国际水平, 但仪器方面与国际水平的差距还较大。	~55 亿 (12%)	主要企业有希森美康、贝克曼、雅培、西门子、ABX 等, 国内深圳迈瑞和迪瑞医疗等	封闭为主
分子	肝炎、性病、肺感染性疾病、优生优育、遗传病基因、肿瘤等等领域	综合了多种高精尖技术, 进入门槛较高	定量荧光 PCR 技术已基本达到国际水平, 基因芯片技术和肿瘤基因检测技术已接近国际水平	~40 亿 (9%)	主要企业包括达安基因、科华生物、上海复兴、湖南圣湘等	开放为主

资料来源: McEvoy & Farmer, 《Immunochemistry Testing Markets in China》、国信证券经济研究所整理

基层扩容: 短期高端市场仍将属于外企, 国产产品“农村包围城市”

三甲大医院高端市场仍属于外企。短期来看, 进口品牌如罗氏、雅培、西门子、西斯美康等国际 IVD 龙头仍然占据高端的城市三甲医院市场。国内目前的化学发光市场 90% 都是由国外高端产品所垄断, 在这 90% 以上的产品市场中, 60%—70% 的市场主要集中在三级医院, 二级医院只占了一半不到。国产厂商短期

内主打的市场就是二级医院，同时对三级医院逐渐进行渗透。

基层扩容是医改中的主旋律，利好国产品牌。新一轮医改中为了推进基层分级诊疗，因此城市大三甲医院的床位数、医生人数都有所控制，反而对于基层医疗机构，国家抱以鼓励的态度。从数据上来看，2016年长期诊疗人数增速较低的一级医院出现高速增长，而三级医院的增速自2011年以来持续降低，16年仅为不到8%。基层医疗机构相对而言更注重性价比，国产中等级别产品相对高价、高成本服务的进口品牌更具竞争优势，这也是这一轮国产IVD仪器试剂企业的增长主要动力。

表 3: 国内各级医院历年诊疗人数 (亿人次)

	2011(1-11)	2012(1-11)	2013(1-11)	2014(1-11)	2015(1-11)	2016(1-11)
三级医院	7.37	8.96	10.64	12.11	13.19	14.22
yoy		21.6%	18.8%	13.8%	8.9%	7.8%
二级医院	8.8	9.63	9.92	10.42	10.52	11.03
yoy		9.4%	3.0%	5.0%	1.0%	4.8%
一级医院	1.31	1.46	1.51	1.57	1.6	1.85
yoy		11.5%	3.4%	4.0%	1.9%	15.6%
未定级医院		2	2.09	2.15	2.15	1.88
yoy			4.5%	2.9%	0.0%	-12.6%

资料来源：卫计委、国信证券经济研究所整理

渠道整合：两票制+营改增同样将促进渠道整合，得渠道者得市场

龙头公司纷纷通过并购和开设异地子公司渠道圈地。IVD领域上市仪器生产公司主要包括迈克生物、安图生物、新产业、九强生物、科华生物、利德曼，渠道经销商主要包括润达医疗、塞力斯以及采用独立临床实验室模式运营的迪安诊断。通过梳理这些公司的最近两年的发展情况我们发现，相关巨头均在渠道方面布局，快速横向扩展。

表 4: 主要 IVD 公司近两年快速横向扩张

公司名称	2015 年	2016 年
迈克生物	设计迈克（湖北）、迈克（吉林）	设立迈克（内蒙古）、迈克（新疆）、迈克（北京）； 收购广州瑞华； 投资美年健康关联企业美国健康
润达医疗	合资设立上海润金、增资北京润诺思、武汉海吉力、器械发展（上海）	增资济南润达、国药控股润达医疗，收购北京东南悦达、山东鑫海润邦、杭州怡丹； 联合柳州医药投资设立广西柳润
迪安诊断	设立合肥迪安，收购股权及增资浙江美生、收购北京联合执信、金华市福瑞达股权，合资设立郑州迪安、西安迪安、浙江颐和国际	合资设立上海泰迪、收购新疆元鼎、江西迪安华星、内蒙古丰信股权，收购股权及增资云南盛时科华、陕西凯弘达，增资金华市福瑞达，收购杭州德格
塞力斯		上市后合资设立山东塞力斯、南昌塞力斯、福建塞力斯、重庆塞力斯、广东塞力斯，收购河南华裕正和、武汉华莱信

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

外企流水线通过技术手段重新封闭化试剂。流水线是高度集约化、自动化的高通量多种检验仪器的整合。目前国内的实验室流水线被国际IVD巨头所垄断，主要有贝克曼、西门子、罗氏、雅培等产商。这些厂商依靠其在体外诊断的技术优势，为客户提供一体化的流水线安装，并可根据客户要求提供可扩展模块设计。各个厂商所提供的生化免疫检测菜单基本覆盖了实验室检测常规需求。实验室流水线集中高效地解决实验室80%的工作，且人工操作步骤减少，降低了差错率，同时也降低了生物危害。对于患者而言，标本报告时间缩短，服务效率提升。一体化、自动化的实验室流水线将成为体外诊断的一大趋势。

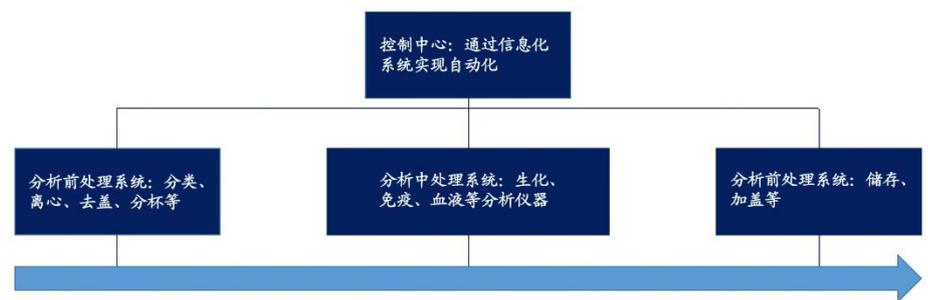
表 5: 外企流水线系统横向比较

厂商	Beckman Coulter	Siemens	Roche	Abbott	
流水线	Power Processor	Aptio	Cobas-8000	Accelerator a3600	
可扩展性	可扩展	可扩展	可扩展	可扩展	
进样速度	1200/小时		1800/小时	750/小时	
生化仪器	型号	Advia 2400	Cobas c701/702	Architect c16000	
	系统开放性	试剂开放	试剂开放	试剂开放	
	检测项目	83 项		62 项	
	检测速度	2900 测试/小时	2400 测试/小时	2000 测试/小时	1600 测试/小时
免疫仪器	型号	DxI 800	CENTUAR XP	Cobas e602/c502	Architect i2000sr
	检测项目	64 项			77 项
储存冰箱	检测速度	400 测试/小时	240 测试/小时	170 测试/小时	200 测试/小时
	检测速度	3060/5440 管			9216/15360 管

资料来源: 各产品说明书及官网信息、国信证券经济研究所整理

流水线估计仍将集中在高端市场, 基层不会采用。高端三甲医院市场由于流水线的自动化带来的方便性和高通量, 且重新封闭化也符合进口厂商的利益, 因此预计流水线会逐渐替代原有产品。但是县级医院上流水线可能性不大, 主要原因在于生化、免疫等多种检测放在一起的话, 生化检测的效率会衰减, 时间延长。而且较小的医院可能也没有办法消化流水线系统的高通量。未来基层市场还是国产产品的主力增长战场。

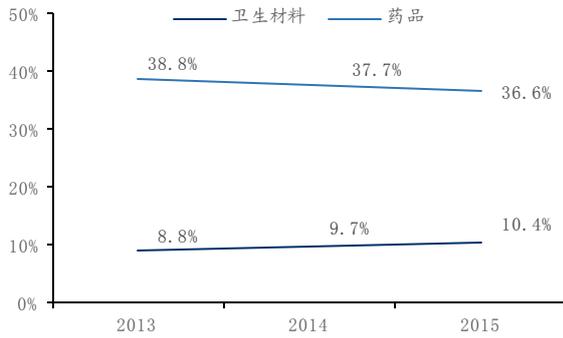
图 3: 流水线系统高度整合免疫、生化等测试, 提高自动化水平



资料来源: 塞力斯、迈克生物招股书等、国信证券经济研究所整理

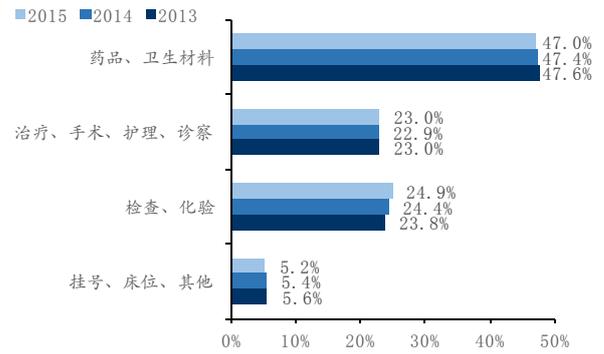
例子: 广东药占比下降的同时卫生材料、化验费用占比上升。根据广东卫计委公布的历年卫生工作数据, 近三年来占医院收入 8 成左右的医疗收入中, 药品所占的比例从 38.8% 逐渐下降到 36.6% (-2.2%)。距离十三五规划中 30% 的药占比水平虽然仍有差距, 但是属于可能实现的水平。但是我们同时观察到卫生材料的费用占比以及检查、化验的费用占比 13-15 年分别提升了 1.6% 和 1.1%。这表明在药品收入受到严格规管的情况下, 检查和耗材的收入占比在不断提升。

图 4: 广东药占比下降的同时耗材费用占比上升



资料来源: 广东卫计委、国信证券经济研究所整理

图 5: 广东医院医疗收入细分情况



资料来源: 广东卫计委、国信证券经济研究所整理

基层通过集约化采购等方式应对 IVD 耗材降价压力。现在检验科占医院收入的比例大致门诊在医疗收入的 1/4，住院在 1/10 左右。由于药品加成的取消，长期看未来药品必将成为完全的成本中心。短期来看医保控费暂时也对药品价格压力较大。在降价压力下，集约化采购通过与药品带量采购类似的逻辑降低成本，成为不少基层医联体的采购方式。

表 6: 三种销售模式的横向比较

销售模式	对医疗机构的优点	对医疗机构的缺点	医疗机构资金压力与风险	体外诊断产品经营企业的资金压力	体外诊断产品经营企业受益
单纯销售模式	采购经济效益最大化	需要充足的采购资金，且需要维护仪器	高	低	低
融资租赁模式	前期资金投入较小，能够获得价格较高的先进的体外诊断仪器	每期需要支付定期租金	一般	一般	一般
集约化销售模式	前期无需投入资金，能够使用先进的诊断仪器和完整的配套设施，并能获得物流、仓储、技术支持、信息管理、培训等增值服务	必须由实力较强的体外诊断产品经营机构支持，且对医疗机构管理能力和业务流程整体设计和整合能力要求较高，医院必须使用其相关配售试剂和耗材	低	高	高

资料来源: 塞力斯招股书

迈克生物: 产品线齐全 IVD 龙头, 金子展现更大光芒

发展阶段: 从代理商起步, 逐渐成为国产器械研发龙头

迈克生物以代理海外产品起家，现在仍然与海外企业多种合作。自 1994 年代理日立产品以来，公司在西南地区代理销售日立、希森美康、生物-梅里埃、伯乐、碧迪等国外知名体外诊断品牌的优势产品，与公司自产产品相互补充。以日立为例，公司是仅有的三家企业可以提供生化试剂的厂商(另外两家为日企)。同时在 2017 年公司还与日立签署了 5 年的战略合作协议，可以在非代理区域内，推广、销售日立产品，自行负责其产品的售后服务，并保障服务质量。公司与其他进口厂商签署的也均是长期合同，预计未来公司与外企的合作不会受到公司自主研发自身产品的影响。

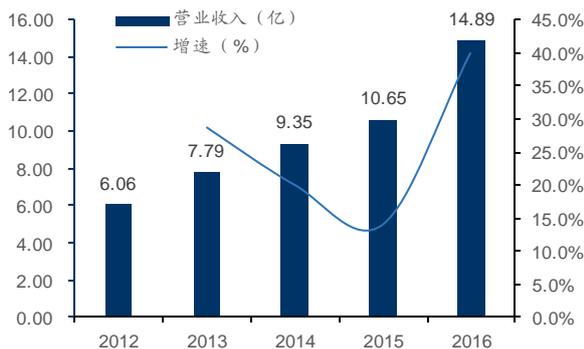
表 7: 迈克生物发展阶段分解

阶段	时间	事件
以代理诊断产品起步 (1994-2004 年)	1994-10	四川省迈克科技有限责任公司成立, 获得“日立”产品的代理权
	1995-03	获得四川省卫生厅颁发的药品生产企业许可证, 小批量试制个别试剂品种
	1999 年	公司生产科研基地落成, 开始批量生产生化试剂。同期先后获得“希斯美康”、“伯乐”等品牌产品的代理权
	2004-03	迈克科技园落成并投入使用, 并建立了研发中心和国内首批参考实验室
	2008-03	“四川省体外诊断产品工程技术研究中心”落户迈克科技
	2008-12	设立高新兰卫, 占股 40% (后更名为四川大家, 是第三方临床检测平台, 后逐渐减少股权至 30%。)
	2009-05	收购贵州迈克、云南迈克, 价格分别为 24.5 和 144.3 万
	2009-12	迈克科技整体变更为“四川迈克生物科技股份有限公司”; 收购重庆征途, 价格为 250 万。
	2010-01	成为国际临床化学与检验医学联合会(IFCC)会员, 量值溯源水平达到国际先进水平
	2011 年	在国内诊断企业中率先推出全自动化学发光诊断仪器及配套试剂
上市后持续发展 (2015 年至今)	2012-02	迈克医疗成立, 负责公司化学发光仪器的生产和销售。
	2015-01	迈克生物参考系统部进入 JCTLM 医学参考测量实验室列表行列
	2015-05	IPO 发行 4650 万股, 募集资金 10.49 亿元
	2015-09	投资设立迈克生物(湖北)有限公司, 拓展西南区域外销售渠道, 持股 51%
	2015-10	投资设立迈克生物(吉林)有限公司, 持股 45%
	2016-01	出售四川大家 30% 股份。
	2016-04	以自有资金 1000 万设立全资子公司迈克生物新材料有限公司, 从事原材料研发和生产
	2016-05	投资设立迈克生物(内蒙古)有限公司, 持有 45%
	2016-05	受让嘉善加斯戴克医疗器械有限公司 24.2% 股权, 累计持有 57.2% 的股权实现控股
	2016-10	投资设立迈克生物(新疆)有限公司, 持股 30%
2016-12	收购广东瑞华贸易有限公司, 持股 72.5%	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

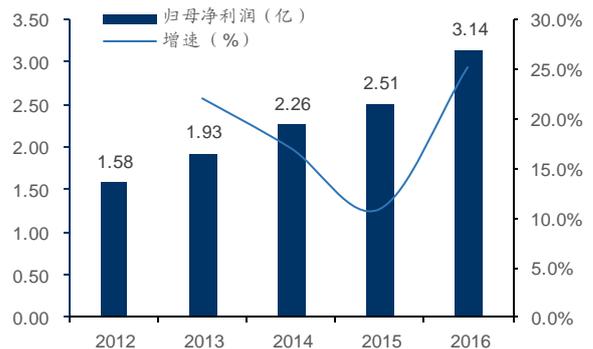
过去公司维持高速增长。根据公司历年的财务报表情况, 公司的营收增长维持了 25% 的高增长, 利润由于 13 年 IS1200 进入铺设期, 而铺设仪器虽然对于公司营收有贡献, 但是行业内往往执行低价或免费投放仪器, 通过试剂销售获得利润的模式。公司当前化学发光检测项目覆盖项目与国产龙头安图生物和新产业相比仍有差距, 但是最常用 70-80% 的测试已经覆盖, 未来每年 10 余个新注册证有望继续提升单机试剂消费量。另外 16 年公司启动了高通量、轨道式全自动化学发光仪新机型 I3000 的注册申请, 待新机型放量也有望维持高增长。

图 6: 迈克生物历年营收增长情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 迈克生物历年利润增长情况



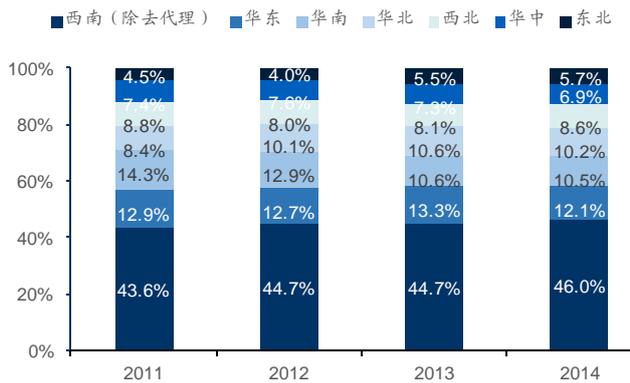
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从设备维护到自产仪器, 迈克生物注重技术研发和可溯源能力。迈克生物最初的技术积累来自于代理海外高端品牌, 因为需要负责日常的维修维护过程, 逐渐掌握了基本的原型仪器开发。之后通过持续的研发投入和对于领军人才的激励, 逐渐克服了技术壁垒, 成功进入高壁垒的化学发光仪器领域。另外难能可贵的是, 公司自 99 年生产基地投产以来, 注重参考标准的制定和生化检测的可溯源性, **现在唯一一家进入 JCTLM 医学参考测量实验室列表行列的国内企业。**未来随着对检验可验证性标准的增强, 这一优势有望逐渐转化为招标的成

功率，兑现在营收和利润上。

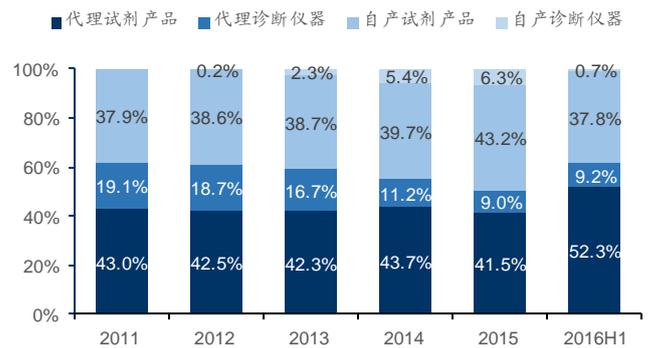
西南地区是公司的优势销售渠道。公司从西南地区进口 IVD 试剂与仪器代理起家。现有的代理收入主要在西南地区，而其余地方主要是自产产品。从收入结构来看，代理产品占收入的 50-60%，而毛利稳定在 47%左右。自产产品虽然收入占比较小，但是主要是专供的生化试剂以及自产化学发光仪器试剂组合，正处在快速铺设仪器和上量的过程中。我们估计 16 年上半年自产品种比例下降既有季度影响，也有渠道清库存的影响，实际终端预计占比差异变化趋势并未改变。

图 8: 迈克生物自产产品历年各地占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 迈克生物代理、自产的试剂、仪器销售占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

估计迈克生物西南地区的市场占有率为 18%，全国占有率为 2.9%，基数低快速成长可期。全国 IVD 领域 16 年估计市场规模在 520 亿左右，而迈克生物销售额为 14.89 亿，占比为 2.9%左右。西南地区四省（重庆、云南、贵州、四川）估计占比大致维持占自产品种 50%销售额，代理品种主要在西南地区销售，占总收入 50%的比例，则估计收入为 11 亿左右。西南地区 2015 年药品销售和医疗器械销售的金额占全国比例约为 12%，以此估计，IVD 西南地区整体市场规模约为 63 亿，迈克占市场规模为 18%左右。

表 8: 2015 年西南四省药品与医疗器械消费全国占比

地区	药品		器械	
	金额 (亿)	全国占比	金额 (亿)	全国占比
云南省	498.4	4.0%	12.50	2.2%
重庆市	477.7	3.9%	17.69	3.1%
四川省	426.5	3.5%	31.17	5.5%
贵州省	143.7	1.2%	3.93	0.7%
合计	1546.3	12.5%	65.29	11.5%

资料来源: 商务部、国信证券经济研究所整理。

四川地区检查收入增速陆续下滑，预计未来西南地区保持稳定增长。根据四川地区卫计委统计，13-15 年药品收入与检查费用收入均在稳步下滑，鉴于迈克在西南，尤其是四川地区的销售渠道相对外地非常完善，且市场占有率也不低，未来原生化产品增长很大程度上受整体费用增长限制，估计增长在 5%-10%之间。而新的化学发光自产产品和未来全自动生化仪的上市，才会通过渠道的协同、自我替换仪器和试剂的方式，获得增长的增量。

表 9: 四川地区医院检查费用历年规模

	2013	2014	2015
医疗收入 (亿元)	688.5	804.3	887.6
门诊收入	205.4	249.4	281.9
挂号收入	2.5	3.0	3.1
检查收入	49.2	59.5	64.9
治疗收入	23.1	26.4	30.8
手术收入	4.3	5.7	6.7
药品收入	90.0	107.6	122.2
住院收入	483.1	554.9	605.7
床位收入	19.8	21.6	23.1
检查收入	43.3	51.8	59.0
治疗收入	79.5	91.6	101.2
手术收入	27.5	30.5	33.3
药品收入	172.0	188.6	194.1
检查收入总计	92.5	111.3	123.9
yoy (%)		20.4%	11.3%
药品收入	262.0	296.2	316.2
yoy (%)		13.0%	6.8%
商务部医疗器械销售口径	28.5	34.1	31.2
yoy (%)		19.6%	-8.6%
商务部药品销售口径	340.8	387.5	426.5
yoy (%)		13.7%	10.1%

资料来源: 四川卫计委、商务部、国信证券经济研究所整理

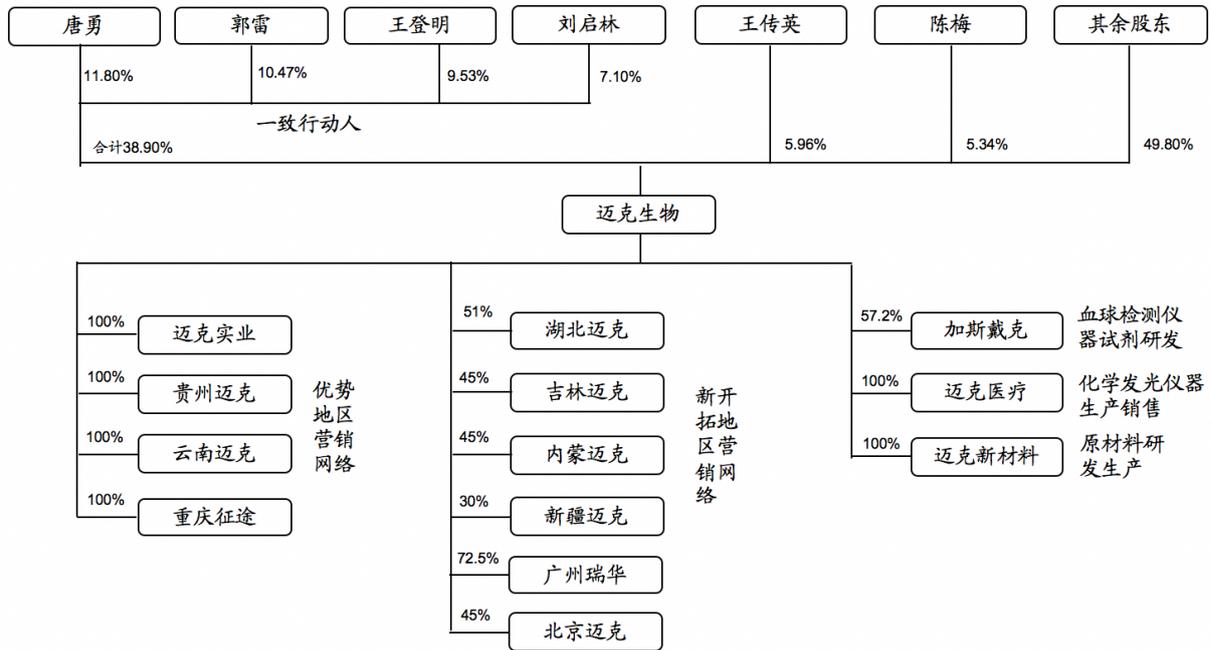
看点 1: 管理层注重分享, 上市前后激励充分

公司内部团队直接持股, 激励充分。公司历史上股权交易频繁, 但是主要均是公司内部股东或者并购对象的股东等。在 2009 年公司股份制改造前, 迈克生物完成了两件事: 1) 收购云南迈克、贵州迈克和重庆征途, 原股东持股迈克生物。2) 几名创始人将自身所持有部分股份出售给了公司的核心管理和技术团队。股改之后加入的技术负责人杨卫平也随后获得了股权。迈克生物的核心管理层是懂得分享利益, 充分调动核心员工的积极性的。上市后 29 名自然人, 除少数人在公司体外, 其他均为关键管理或者技术人员。

上市后运用业绩对赌迅速横向扩张渠道, 通过分阶段交易激励地区经销商。迈克生物上市前在 2009 年收购了云南、贵州、重庆的当地下游经销商。上市前的渠道商整合进入公司, 是通过直接用迈克生物的股权进行激励原渠道商股东。上市后这样做不再合适。从新合资设立的湖北、吉林、内蒙、新疆、北京迈克的合作方式来看, 公司采用了新的特色激励方式, 具有以下几个鲜明的特点:

- 1) 与当地行业老人合资设立子公司。**不采用收购原经销公司的方式, 这样避免了潜在的法律与历史债务问题。
- 2) 具有估值差异的分期收购方式。**首期低估值投入较小的金额收购部分股权, 一旦业绩承诺完成, 高估值收购剩余部分较小份额的股权。最后仍然保留部分少数股东权益, 达到长期利益分享的目的。
- 3) 既考核利润, 又考核自产产品销售收入。**除了常见的对利润的考核以外, 合资子公司对于自产产品的收入考核体现了现在处于化学发光仪器的铺设期的特点。
- 4) 多种方式保证业绩对赌成功。**通过低价收购剩余股份、协议高价回购股份、原经销商股东竞业协议等方式共同保证未完成业绩对赌的情况下的公司利益。

图 10: 迈克生物股东及子公司架构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 10: 迈克生物迅速布局渠道

时间	交易标的	交易金额(万元)	17PE	业绩承诺	备注
2015.09.21	迈克生物(湖北)有限公司	561	5.2	承诺 2016-2018 年迈克产品销售收入达 4300 万、6800 万和 9000 万，净利润达 1222 万、1406 万和 1616 万。达成目标后公司将以 4270 万元的对价分三年收购李世超先生 14% 股权	对外投资，设立迈克生物(湖北)有限公司，迈克生物出资 450 万元，持有湖北迈克 51% 股权
2015.10.14	迈克生物(吉林)有限公司	450	4.9	承诺 2016-2018 年迈克产品销售收入达 5,441 万、7,956 万和 10,650 万，净利润达 3,795 万、4,364 万和 5,019 万。达成目标后公司将以 12,420 万元的对价分三年收购交易对方 15% 股权	对外投资，设立迈克生物(吉林)有限公司，迈克生物出资 450 万元，占新公司注册资本的 45%
2016.05.30	迈克生物(内蒙古)有限公司	450	7.3	承诺 2016-2019 年迈克产品销售收入达 577 万、2,401 万、3,899 万和 5,890 万，净利润达 510 万、1273 万、1,592 万和 1,990 万。达成目标后公司将以 5,100 万元的对价分三年收购交易对方 15% 股权	对外投资，设立迈克生物(内蒙古)有限公司，迈克生物出资 450 万元，占新公司注册资本的 45%
2016.10.24	迈克生物(新疆)有限公司	300	3.6	承诺 2016-2020 年净利润达 10 万、2000 万、2,300 万、2645 万和 3,040 万。达成目标后公司将以 4,000 万元的对价分四年收购交易对方 30% 股权	对外投资，设立迈克生物(新疆)有限公司，迈克生物出资 300 万元，占新公司注册资本的 30%
2016.10.26	美因健康科技(北京)有限公司	3000	/	/	增资，取得标的公司 2.57% 的股权
2016.12.06	迈克生物(北京)有限公司	450	6.9	承诺 2016-2019 年迈克产品销售收入达 4,591 万、5,326 万和 6,841 万，净利润达 2,650 万、3,120 万和 3,590 万。达成目标后公司将以 10,500 万元的对价分不少于三年交易对方 15% 股权	对外投资，迈克生物出资 450 万元，占新公司注册资本的 45%
2016.12.19	广州瑞华贸易有限公司	3987.5	4.8	三年内(即 2016 年至 2018 年)，广州瑞华在主要终端客户(前五大终端客户)的每年业务总量不得低于(不含本数)各自在 2015 年度的业务总量。	迈克生物出资 1,465 万元收购广州瑞华股东 35.833% 的股权，同时以人民币 2,522.5 万元认购广州瑞华新增注册资本 400 万元，剩余 2,122.5 万元计入广州瑞华的资本公积，最终持有标的公司 72.5% 股权。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

看点 2 迈克生物在细分技术领域布局全面，未来承接进口替代机会高

迈克生物是主流 IVD 研发企业中产品线最齐全的企业。通过梳理了主流上市的 IVD 企业在几个细分领域内的产品和研发布局，我们发现，迈克生物是主流企

业中在众多产品线上全面布局的企业，可能只有科华生物可以与之相比。但是化学发光是行业成长的主要动力，而科华的化学发光产品注册时间较晚，错过了一段行业高速发展的黄金时期。

未来迈克生物在生化领域与进口产品协同，维持高于行业增长态势。迈克生物的全自动生化分析仪预计 18 年可以产生销售，公司 2017 年签订了和日立的长达 5 年的战略合作协议，且之前就是三家协议供给日立生化分析仪的试剂厂商。未来我们预测产品上市后将能够与产品产生技术+渠道的协同作用，促进生化板块的增长。

全产品线策略在技术上封闭化、渠道上集约化的大趋势中，将占据领先优势。根据我们此前的行业分析，封闭化符合进口厂商的利益，也是国际上的大趋势。未来不管是化学发光还是流水线中的生化试剂，都会走封闭化的路子。同时医保控费下的器械版“带量采购”（集约化、打包式采购）很可能会逐步推广。在这种模式下，只有产品线齐全的企业才能在各个细分领域赚到超额收益，维持低价高质的竞争优势。

表 11: 主要 IVD 企业在各细分领域横向比较

细分领域	产品类别	迈克生物	润达医疗	科华生物	新产业	安图生物	九强生物	美康生物
生化诊断产品	试剂	自有“迈克”品牌; 140 项试剂注册证书;	自有品牌“华臣”, 同时经销积水、罗氏等品牌;	自有品牌; 2015 年 Q1-3 销售收入超 2 亿元	/	/	自有品牌, 同时代理朗道、西门子等品牌试剂; 155 项试剂注册证书; 2015 年试剂收入 5.17 亿元	自有品牌; 127 项注册证书; 2015 年试剂收入 5.34 亿元
	仪器	代理“日立”全自动生化仪	经销强生、雅培、赛默飞世尔、迈瑞、西门子等品牌生化分析仪	自有品牌“卓越”系列全自动生化分析仪	/	/	代理大塚、荣研等品牌生化仪; 2015 年营收 4720 万元 2016 年与迈瑞合作定制的全自动生化仪获产品注册证书	自有品牌 3 项全自动生化分析仪注册证书; 同时代理日立全自动生化分析仪; 2015 年仪器收入 7579 万元
免疫诊断产品	酶免试剂	自有“迈克”品牌, 适用 1 项检测项目		自有品牌; 2015 年 Q1-3 酶免试剂销售收入约 1.3 亿元	/	自有品牌包括化学发光、酶联免疫、胶体金等试剂; 同时代理免疫荧光试剂;	189 项注册证书;	/
	试剂	胶体金试剂 自有“迈克”品牌, 适用 9 项检测项目	经销雅培、强生、罗氏、西门子等品牌免疫分析仪及配套试剂	/	/	2014 年自有免疫诊断试剂收入 30043 万元, 代理产品收入 13185 万元		
	化学发光试剂	自有“迈克”品牌试剂, 77 项试剂注册证书		自有品牌; 19 项化学发光试剂注册证书	自有品牌; 102 项化学发光试剂; 2015 年试剂销售收入 50087 万元			
分子诊断产品	仪器	自主研发生产“迈克”品牌全自动化学发光诊断仪		自有品牌全自动化学发光仪	自有品牌; 6 款全自动化学发光免疫分析仪; 2015 年仪器销售收入 20323 万元	自有品牌, 包括全自动化学发光免疫分析仪、化学发光测定仪、酶标仪; 2014 年仪器销售收入 2175 万元 (包括微生物)	/	/
血液和体液学诊断产品	试剂 & 仪器	代理“凯杰”品牌分子诊断仪器及试剂	/	自有核酸血筛、PCR 诊断试剂	/	/	/	/
	试剂	自有“迈克”品牌血凝试剂、血液学质控物, 适用 7 项检测项目, 加斯戴克在研	经销强生、雅培、希森美康、积水、西门子等品牌血液/尿液仪器及配套试剂;	代理西门子血液及尿液分析仪器和试剂	/	/	/	/
微生物学诊断产品	仪器	代理“希森美康”品牌血细胞/尿沉渣分析仪及配套试剂, 适用 7 项检测项目; 加斯戴克产品在研	自有品牌“惠中”、“华臣”糖化血红蛋白分析仪、血气分析仪及配套试剂					
	试剂	代理“生物-梅里埃”微生物分析仪及试剂, 适用 700 多项检测项目	/	/	/	自有品牌试剂包括培养类、药敏类、快速检测类; 83 项注册证书; 2014 年试剂销售收入 9323 万元	/	/
其他诊断产品	仪器	代理“伯乐”“碧迪”“艾瑞得”等品牌采血管、质控品、POCT 仪器	/	金标类快速诊断试剂	/	自有品牌, 包括联检分析仪、自动化血培养系统等;	/	/

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

看点 3: 化学发光是迈克生物未来成长最主要的动力

化学发光具有是免疫检验的先进方向。化学发光相对放射免疫而言具有明显的安全性和方便性优势，同时与酶联免疫比较又具有自动化程度高，从定性转为定量的优点。另外与生化的开放式试剂竞争格局激烈不同，化学发光封闭程度高，价格体系维护较好，在医保控费的大环境下未来降价压力相对较小。

表 12: 化学发光技术优势

检测类型	优点	缺点
放射免疫 RIA	准确，精度高	处理和丢弃放射性材料受到严格规范，不方便
酶联免疫 ELISA	耗材安全	需要终止反应防止继续进行，对反应时间敏感
化学发光 CLIA	制备时间短，材料安全，不需要停止反应，比 RIA 和 ELISA 更广的检测范围，精度高	价格较高

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理。

化学发光迈克生物属于国产第一梯队。化学发光在未来将是迈克增长的主要动力。迈克 07 年开始就着手于该项产品的研发，经过了多年的努力，于 2011 年获得注册证，2013 年开始在市场进行销售主力机型 IS1200。迈克生物是中国为数不多能够完全掌握化学发光技术的公司之一。在中国生化产品生产企业，超过一百家，而化学发光产品目前真正能够在市场上销售就只有几家。迈克在化学发光开发产品技术平台上，保持了在国内市场的领先地位。前三强主要包括率先突破磁微粒生产技术的新产业，此前通过板式发光占领市场，现在通过管式发光重新第二次快速发展的安图生物。

表 13: 主要国产化学发光公司产品比较

公司名称	发光方式	抗体载体	检测项目数量	装机数量估计
迈克生物	管式，间接发光	磁微粒	44	1200+
新产业	管式，直接发光	磁微粒	96	4000+
安图生物	管式/板式，间接发光	磁微粒/微孔板	75	3700+

资料来源：招股说明书、公司年报、国信证券经济研究所估计

装机量初具规模，仍处于快速铺设期。目前在市场上，迈克的主力机型 IS1200 已经装机上千台，今年也是按照我们既定的一个目标在有序的推进。预计随着化学发光仪器在市场的推进，会带来配套发光试剂产品的持续放量。目前 IS1200 的市场定位是二级医院的主力机型，三级医院的补充机型，一级医院的核心机型。随着在研的 IS3000 机型未来投入市场，迈克有望进一步完善产品线，更利于仪器的铺设。

表 14: 迈克生物自产化学发光仪器与在研生化仪装机量估计与预测

产品	年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
IS1200	装机量	6	107	291	400	400	640	768	922
	保有量	6	113	404	804	1204	1844	2612	3533
IS3000	装机量							100	200
	保有量							100	300
全自动生化仪	装机量							100	200
	保有量							100	300

资料来源：招股书、年报、国信证券经济研究所预测

中长期看迈克生物的化学发光有望逐渐实现进口替代。短期来看，国产化学发光的成长主战场仍然是二级医院。但是我们认为，长期看进口替代的大趋势是不可避免的，而且很可能快于我们的预期。主要的原因在于：1) 医保控费的大刀砍向检验科不可避免的。虽然暂时检验科 IVD 耗材很多仍是招标制，并不是阳光采购，但是从已经存在的试点以及医改的政策取向来看，在医疗收入中占

比较高的药品中的水分逐渐挤出之后，检验科并不能独善其身。**2) 进口品种首先承压。**价格体系下滑后，进口产品的高价+高质量服务模式首当其冲，必将与国产品种的合理价格+合理服务模式公平竞争，只要国产品种的综合体验合格，外部压力恰恰是冲击三甲医院传统使用习惯的好机会。**3) 国产厂商技术并不存在鸿沟式差距。**化学发光的原理已经公开多年，磁微粒、发光材料等核心技术难关已经冲破，进口产品的体验优势更多的是综合性产品的工艺性优势和高价体系下的工程师服务优势，随着国产厂商的产品发布、反馈、技术服务队伍的建立，这些差距是能够追赶上的。

表 15: 主要国产化学发光仪器注册情况

厂家	产品名称	型号
迈克生物	全自动化学发光测定仪	IS1200
安图生物	化学发光免疫分析仪	LUMO 型
	全自动化学发光免疫分析仪	AutoLumo A2000
新产业	化学发光测定仪	MAGLUMI
	全自动化学发光测定仪	Maglumi 600、Maglumi 1000、Maglumi 1000 Plus、Maglumi 2000、Maglumi 2000 Plus、Maglumi 3000、Maglumi 4000
科华生物	全自动化学发光测定仪	卓越 C1800、卓越 C1820
利德曼	全自动化学发光免疫分析仪	CI 1000
	全自动化学发光免疫分析仪	CI2000、CI2000I
迈瑞	全自动化学发光免疫分析仪	CL-2000i、CL-2200i
	全自动化学发光免疫分析仪	CL-1000i、CL-1200i
威高	全自动化学发光测定仪	AUTOLUMIS 500/1000/2000/3000

资料来源：SFDA、国信证券经济研究所整理

估值模型：采用进口替代期权价值+现有增长同业 PE 相对估值分部估值从财务横向对比看，迈克生物 PEG 估值最低。迈克生物 16 年业绩快报已经披露，营收达到 14.89 亿（+39.78%），归母净利润 3.14 亿（+25.22%），以此计算，16 年 PE 为 39.7 倍，可比企业中仅九强生物低于迈克，但是由于成长能力略逊，PEG 迈克生物估计为 1.57，低于九强的 1.76。从 PEG 估值角度考虑，迈克生物在龙头企业中最低。

表 16: IVD 企业财务和估值水平横向比较

能力类别	指标	迈克生物	九强生物	科华生物	润达医疗	美康生物	安图生物	新产业	备注	
		2016Q1-3							2016H1	
营运能力	营业总收入（亿）	10.47	4.83	10.4	14.49	6.7	6.9	3.9	1、迈克生物营收规模位于行业内第 2 位； 2、净利率、毛利率位于行业中上水平，费用率行业内公司差异不大。	
	销售净利率	24.43%	39.01%	19.52%	6.29%	21.78%	36.81%	48.74		
	销售毛利率	54.59%	66.73%	42.69%	26.85%	60.02%	72.46%	79.57%		
	销售费用率（%）	16.78%	11.87%	13.47%	8.73%	16.55%	15.14%	17.57%		
	管理费用率（%）	8.25%	9.59%	8.42%	7.08%	17.79%	14.54%	8.19%		
并购潜力	财务费用率（%）	0.76%	-2.1%	-0.86%	2.38%	0.80%	-0.61%	-1.54%		
	速动比率	3.86	17.06	4.73	0.83	2.15	7.26	7.27	1、迈克生物资产负债率处于行业较低水平 2、科华生物、新产业无实际控制人	
	资产负债率（%）	16.80%	5.46%	15.09%	60.64%	31.00%	9.58%	10.05%		
实际控制人控制股权（%）	38.90%	46.95%	/	23.77%	50.66%	64.69%	/			
成长能力	前三年营收复合增速（%）	24.1%	14.44%	4.47%	26%	34.84%	32.31%	39.16%		
	前三年利润复合增速（%）	17.61%	14.54%	-6.83%	16.22%	23.28%	49.73%	32.89%		
	未来三年营收复合增速（%）	29.27%	20.45%	18.50%	31.57%	33.36%	31.16%	24.19%		
	未来三年净利复合增速（%）	25.29%	21.07%	19.14%	41.74%	27.94%	30.96%	33.59%		
估值水平	当前股价（2017-3-14）	22.37	20.07	20.57	32.29	28.07	49.35	49.85	除去准备创业板上市的新产业，迈克生物 PEG 估值行业最低	
	市盈率（16 年）	39.7	37.0	45.3	79.1	50.6	59.3	48.3		
	总市值（亿）	125	101	105	104	98	207	185		
	PEG	1.57	1.76	2.37	1.90	1.81	1.91	1.11		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、未来营收复合增速为 Wind 一致预期，润达医疗市盈率为预测 16 年净利润计算

进口替代几率高，应当给以一定净现值溢价。估计 2016 年免疫检验市场达到 160 亿左右，而其中进口厂商估计占比 90% 左右，对应市场空间约 145 亿。假设在 2020 年部分实现进口替代，我们取平均每年行业增长 15%，实现 10-20% 的进口厂商的替代，则到那时将有 25-50 亿的营收，对应的净利润等效于 5-10 亿。保守估计，按照 10% 的折现率，10% 的进口替代率，将 2020-2025 年的净利润折现，对应约为 25 亿市值。对应当前股价有 20% 的溢价。需要注意的是，从敏感性分析的数据来看，弹性极大，我们这里的假设相对比较保守。

表 17: 2020 年免疫检验市场迈克生物实现部分进口替代的敏感性分析

进口替代比例\CAGR	10%	15%	20%	25%
10%	21.2	25.4	30.1	35.4
20%	42.5	50.7	60.1	70.8
30%	63.7	76.1	90.2	106.2
40%	84.9	101.4	120.3	141.6

资料来源：国信证券经济研究所估计

表 18: 2020-2025 年净现值计算表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计 NPV
收入	25.4	29.2	33.0	36.6	39.9	42.7	
yoy	15%	13%	11%	9%	7%		
净利率	24%	23%	22%	21%	20%	19%	
净利润	6.1	6.7	7.3	7.7	8.0	8.1	
折现系数	1.3	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1	
净现值	4.6	4.6	4.5	4.3	4.1	3.8	25.9

资料来源：国信证券经济研究所估计

投资建议：三年 30% 高增长，给以“买入”评级

我们预计未来迈克生物将凭借渠道快速扩张+化学发光仪器铺设放量+化学发光单机收入随新批试剂增加而上升等三重动力，维持营收增速在 30% 以上。预计 17-18 年归母净利润分别达到 3.95/5.06/6.66 亿，对应 PE 分别为 31.8/24.7/18.7 倍，复合增长三年维持在接近 30% 左右水平。作为当前器械龙头企业中 PEG 估值最低，未来进口替代可能性最高的化学发光龙头企业，我们给以“买入”评级。

表 19: 迈克生物估值模型

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	备注
营业总收入 (百万)	934.8	1,065.2	1,488.9	1,995.0	2,351.8	2,828.1	
yoy		13.9%	39.8%	34.0%	17.9%	20.3%	
营业收入 (百万)	934.8	1,065.2	1,235.0	1,479.6	1,821.0	2,281.4	1) 并表收入指所收的渠道商经营除迈克以外产品以外的营收, 估计未来这部分创造的利润逐渐减少。16年主要是迈克湖北和迈克吉林贡献, 而17年主要是迈克内蒙、迈克北京、迈克新疆、
并表渠道其余收入			253.9	515.3	530.8	546.7	
代理产品 (百万)	504.7	533.6	586.9	645.6	710.2	781.2	
yoy		5.7%	10%	10%	10%	10%	
自营产品 (百万)	414.9	523.4	648.1	834.0	1,110.9	1,500.2	
yoy		26.2%	23.8%	28.7%	33.2%	35.1%	
自产仪器 (百万)	49.6	66.9	75.3	104.9	139.4	192.3	2) 化学发光试剂收入根据存量IS1200仪器量和单机试剂收入计算。未来随着更多的检测项目和进口替代的过程, 单机试剂收入有望逐渐增加。
自产试剂 (百万)	365.3	456.5	572.9	729.1	971.4	1,307.9	
生化试剂 (百万)	313.3	357.1	410.7	472.3	552.6	646.6	
yoy		14.0%	15.0%	15.0%	17.0%	17%	
化学发光试剂 (百万)	44.9	92.3	162.2	256.8	418.8	661.4	3) 西南地区代理产品内生增长估计维持较低增速, 估计与医保整体增长匹配。
yoy		105.5%	75.6%	58.4%	63.1%	57.9%	
毛利率	55.4%	56.8%	58.2%	59.0%	60.2%	61.3%	
费用率	26.0%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%	
归母净利润	226.2	251.0	314.4	395.8	508.2	662.1	4) 生化试剂在18年估计由于自产全自动生化仪上市, 会提高增速, 这部分里面包括部分自我替代和与日立系统的协同作用。
yoy		10.9%	25.3%	25.9%	28.4%	30.3%	
IS1200							
新增	291	350	450	640	768	922	
保有	404	754	1204	1844	2612	3533.6	
仪器均价 (千)	170.5	167.3	167.3	163.9	160.6	157.4	
单机试剂收入 (千)	111.2	122.4	134.7	139.3	158.3	180.0	
IS3000							
新增					50	150	
保有					50	200	
仪器均价 (千)					321.3	314.8	
单机试剂收入 (千)					105.5	126.7	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

附录:

表 20: 迈克生物上市股东任职情况

姓名	上市时持股比例	职务
唐勇	11.8%	董事长, 总经理
郭雷	10.5%	董事
王登明	9.5%	董事, 商务总监
刘启林	7.1%	董事, 财务总监、前贵州迈克股东
王传英	6.1%	曾任迈克科技董事
陈梅	5.9%	唐勇前妻, 在公司无任职
吕磊	4.6%	监事会主席, 曾任参考系统部主任
徐劲松	2.2%	董事, 市场运营总监, 曾任 AE 类产品销售总监
杨卫平	1.9%	曾任技术总监 (2015 年 7 月离职)
谢友运	1.9%	董事, 曾任 E 类产品项目总监、贵州迈克执行董事、前贵州迈克股东
张卫东	1.8%	09 年时任销售主管
王俊	1.7%	董事, 总经理 (2015 年 7 月离职)
吕利刚	1.4%	09 年时任 BCD 类产品销售总监、迈克实业董事长兼总经理
徐莉	1.1%	09 年时任迈可多采购主管
吴琨	0.9%	09 年时任迈克科技外贸部经理施从学前妻
冯逸生	0.9%	09 年时任重庆征途管理人员和技术骨干
杨慧	0.9%	09 年时任生产部经理
叶语	0.8%	09 年时任销售经理
王林	0.8%	职工代表监事, 09 年时任销售经理
周跃国	0.7%	09 年时任生产工艺中心主任
焦杨	0.5%	09 年时任重庆征途管理人员和技术骨干
邹媛	0.4%	曾任董事会秘书, 现任监事
王保宁	0.3%	09 年时任研发中心主任
赖长城	0.3%	09 年时任西北区经理
蒋讴	0.3%	09 年时任迈可多总经理
明鉴	0.3%	09 年时任重庆征途管理人员和技术骨干
史炜	0.3%	董事会秘书
吴明建	0.2%	董事, 商务总监, 财务经理
邓红	0.2%	曾任质管部经理

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 21: 国产化学发光检测项目数量横向对比

序号	系列	名称	迈克生物	新产业	安图生物	威高	迈瑞	利德曼	科华生物	中生北控
		覆盖项目合计 175 项	44	96	75	63	47	31	28	14
		覆盖率 100%	25%	55%	43%	36%	27%	18%	16%	8%
1	传染病	HAV Total 甲肝总抗体								
2		HAV IgM 甲肝抗体 IgM			★					
3		HBsAg 乙肝表面抗原	★	★	★	★	★		★	
4		HBsAb 乙肝表面抗体	★	★	★	★	★		★	
5		HBc Total 乙肝核心抗体	★	★	★	★	★		★	
6		HBc IgM 乙肝核心 IgM 抗体	★		★					
7		HBeAg 乙肝 e 抗原	★	★	★	★	★		★	
8		HBeAb 乙肝 e 抗体	★	★	★	★	★		★	
9		HBV Pre-S1 乙肝前 S1 抗原	★			★				
10		HCV Ab 丙肝抗体	★	★	★	★	★			
11		HEV IgM 戊肝 IgM 抗体			★					
12		HEV IgG 戊肝 IgG 抗体			★					
13		eHIV 艾滋病毒								
14		cHIV 艾滋病毒抗原/抗体			★	★	★			
15		HIV Confirm 艾滋病毒抗原确证试验								
16		anti-TP 梅毒螺旋体抗体	★		★	★	★			

76	B2MS, B2MU 血清/尿 b-2 微球蛋白							
77	宫内感染疾病 Toxoplasma IgG 弓形虫 IgG	★	★	★				★
78	Toxoplasma IgM 弓形虫 IgM	★	★	★	★			★
79	Rubella IgG 风疹病毒 IgG	★	★	★	★			★
80	Rubella IgM 风疹病毒 IgM	★	★	★	★			★
81	CMV IgG 巨细胞病毒 IgG	★	★	★	★			★
82	CMV IgM 巨细胞病毒 IgM	★	★	★				★
83	Herpes I & II IgG 疱疹病毒 1/2 型 IgG	★	★	★	★			★
84	Herpes I & II IgM 疱疹病毒 1/2 型 IgM	★	★	★	★			★
85	HSV-2 IgG 单纯疱疹病毒 2 型 IgG 抗体	★	★	★	★			★
86	糖代谢 Albumin 白蛋白							
87	C-peptide C 肽	★	★	★	★	★	★	★
88	Insulin 胰岛素	★		★	★	★	★	★
89	Anti-Insulin 抗胰岛素抗体		★					
90	Pro-Insulin 胰岛素原		★					
91	GAD65 谷氨酸脱羧酶抗体		★					
92	心血管及心肌标志物 Troponin 肌钙蛋白		★	★	★	★		★
93	HS Troponin 高敏肌钙蛋白							
94	CK-MB 肌酸激酶同工酶		★	★	★	★	★	★
95	Myoglobin 肌红蛋白		★	★	★	★	★	★
96	hsCRP 高敏 C 反应蛋白			★			★	
97	Homocysteine 同型半胱氨酸							
98	BNP B 型利钠肽钠肽					★		
99	NT-pro BNP N 末端 B 型利钠肽前体		★	★	★			
100	D-Dimer DD 二聚体		★					
101	H-FABP 心肌脂肪酸结合蛋白				★			
102	Lp-PLA2 脂蛋白相关磷脂酶 A2				★			
103	贫血 Folic Acid 叶酸		★		★	★		
104	Ferritin 铁蛋白		★	★	★	★	★	★
105	Vitamin B-12 维生素 B12		★		★	★		
106	EPO 促红细胞生成素							
107	过敏原 AlaTop® Allergy Screen 过敏筛查							
108	3gAllergy Specific IgE							
109	Specific Allergens 特定过敏原							
110	免疫球蛋白 IgA		★		★			
111	IgD				★			
112	IgE				★			
113	IgG		★		★			
114	IgM				★			
115	生长激素 hGH 生长激素		★	★	★		★	
116	IGF-1 胰岛素样生长因子 1		★	★				
117	IGFBP-3 胰岛素样生长因子结合蛋白 3							
118	骨代谢 Calcitonin 降钙素		★	★		★		★
119	Intact PTH 全段甲状旁腺激素							
120	b-CrossLaps β 胶原特殊序列							
121	Osteocalcin 骨钙素		★					
122	Vit D 维生素 D		★			★		
123	Pyrilinks®-D 吡啶啉 D							
124	NBAP 骨碱性磷酸酶							
125	肾上腺激素 ACTH 促肾上腺皮质激素		★	★		★		
126	Cortisol 皮质醇		★	★		★		
127	Angio-1 血管紧张素-1		★					
128	Angio-2 血管紧张素-2		★	★				
129	ALD 醛固酮		★	★				

130		Renin 肾素			★	
131	炎症因子	PCT 降钙素原	★			★
132		IL-1 β (1) 白介素-1 β				
133		IL2R (1) 白介素-2R				
134		IL-6 (1) 白介素-6				
135		IL-8 (1) 白介素-8				
136		CRP C 反应蛋白	★		★	
137	肝纤维化	PCIII III型前胶原	★	★		
138		IV-C IV型胶原	★	★	★	
139		LN 层粘连蛋白	★	★	★	
140		HA 透明质酸酶	★	★	★	
141		CG 甘胆酸	★			
142	肾功能	β 2-MG β 2-微球蛋白	★	★	★	
143		h-ALB 人尿微量白蛋白	★			
144		CysC 胱抑素 C				★
145	药物浓度监测	Carbamazepine 卡马西平				
146		Digitoxin 洋地黄毒甙				
147		Digoxin 地高辛	★			
148		Gentamicin 庆大霉素				
149		Phenobarbitol 苯巴比妥				
150		Phenytoin 苯妥英				
151		Theophylline 茶碱				
152		Tobramycin 托普霉素				
153		Valproic Acid 丙戊酸				
154		Vancomycin 万古霉素				
155		Cyclosporine 环孢霉素	★			
156		Tacrolimus 他克莫司	★			
157		Sirolimus 雷帕霉素				
158	自身免疫抗核抗体谱	RNP 抗核糖核蛋白体抗体				
159		Sm 抗史密斯抗体				
160		SSA 抗干燥综合症 A 抗体				
161		SSB 抗干燥综合症 B 抗体				
162		Scl-70 抗硬皮病-70 抗体				
163		Jo-1 抗组氨酰-tRNA 合成酶抗体				
164		ds-DNA 抗双链 DNA 抗体				
165		Nuc 抗核小体抗体				
166		AMA M2 抗线粒体抗体-M2 型				
167		PM-scl 抗多发性肌炎/硬皮病抗体				
168		Rib-p 抗核糖体 P 蛋白抗体				
169		CenpB 抗着丝点 B 蛋白抗体				
170		His 抗组蛋白抗体				
171		CCP 抗环瓜氨酸肽抗体				
172	其他	结核分枝杆菌特异性细胞免疫反应			★	
173		PG I 胃蛋白酶原 I	★			
174		PG II 胃蛋白酶原 II	★			
175		MPO 髓过氧化物酶				★

资料来源: SFDA、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	201	826	300	300	营业收入	1065	1489	1995	2352
应收款项	594	635	933	1138	营业成本	458	770	1122	1243
存货净额	267	430	643	731	营业税金及附加	9	13	18	21
其他流动资产	711	369	638	968	销售费用	173	194	231	273
流动资产合计	1780	2267	2522	3145	管理费用	110	153	172	203
固定资产	517	497	525	535	财务费用	8	(1)	(3)	5
无形资产及其他	18	19	19	19	投资收益	11	3	3	3
投资性房地产	32	32	32	32	资产减值及公允价值变动	(16)	15	15	0
长期股权投资	26	33	42	53	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2372	2847	3139	3783	营业利润	302	378	473	610
短期借款及交易性金融负债	129	500	373	568	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	65	97	141	168	利润总额	302	378	473	610
其他流动负债	95	148	210	232	所得税费用	51	64	80	104
流动负债合计	290	744	724	968	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	69	(161)	(161)	(161)	归属于母公司净利润	251	314	392	506
其他长期负债	13	17	22	26					
长期负债合计	82	(144)	(139)	(135)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	372	600	585	833	净利润	251	314	392	506
少数股东权益	5	5	5	5	资产减值准备	5	10	2	1
股东权益	1995	2241	2549	2945	折旧摊销	53	38	47	52
负债和股东权益总计	2372	2847	3139	3783	公允价值变动损失	16	(15)	(15)	0
					财务费用	8	(1)	(3)	5
					营运资本变动	(913)	235	(666)	(569)
					其它	(5)	(10)	(2)	(1)
					经营活动现金流	(593)	572	(241)	(11)
					资本开支	(195)	(13)	(63)	(63)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(212)	(20)	(72)	(74)
					权益性融资	1003	0	0	0
					负债净变化	(58)	(230)	0	0
					支付股利、利息	(54)	(68)	(85)	(110)
					其它融资现金流	51	371	(127)	195
					融资活动现金流	829	73	(212)	86
					现金净变动	23	625	(526)	0
					货币资金的期初余额	178	201	826	300
					货币资金的期末余额	201	826	300	300
					企业自由现金流	(793)	558	(307)	(73)
					权益自由现金流	(800)	700	(432)	118

关键财务与估值指标				
	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.45	0.56	0.70	0.91
每股红利	0.10	0.12	0.15	0.20
每股净资产	3.58	4.02	4.57	5.28
ROIC	16%	14%	16%	17%
ROE	13%	14%	15%	17%
毛利率	57%	48%	44%	47%
EBIT Margin	30%	24%	23%	26%
EBITDA Margin	35%	27%	25%	28%
收入增长	14%	40%	34%	18%
净利润增长率	11%	25%	25%	29%
资产负债率	16%	21%	19%	22%
息率	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%
P/E	49.7	39.7	31.8	24.7
P/B	6.3	5.6	4.9	4.2
EV/EBITDA	34.9	33.0	26.2	20.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王 玮 13726685252	吴 国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	梁 佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许 婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	夏 雪 18682071096
边祎维 13726685252	倪 婧 18616741177	黄明燕 18507558226	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林 若 13726685252	刘紫微 13828854899	
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简 洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周 鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		