

迈克生物 (300463.SZ)

2017年5月4日

与全球分子诊断巨头深度合作布局基因测序领域，未来有望占据国内测序产业制高点 增持（维持）

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573567

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

投资要点

一、事件：公司发布与德国凯杰在中国建立第二代测序合资公司、股票复牌公告

5月2日晚，公司发布公告，公司拟与德国凯杰在中国共同投资设立合资公司迈凯基因，旨在就下一代测序技术及产品进行本地化开发、生产、获批及销售，为客户提供从样本制备到结果解读的完整二代测序解决方案，并持续开发和商业化未来 NGS 产品。同时，合资公司将是凯杰在中国 NGS 产品本地化和商业化的唯一合作伙伴。

合资公司投资总额为 9,000 万元美金，注册资本 3,000 万元美金，其中迈克生物出资 1,800 万元美金，占合资公司注册资本的 60%。视未来需要，双方有意将合资公司注册资本金额增加至 5,400 万美金。同时，公司股票复牌。

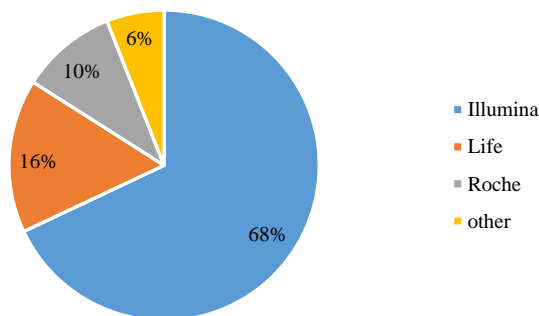
二、我们的观点：

1、德国凯杰为全球分子诊断巨头，基因测序全产业链具备显著优势

凯杰公司成立于 1984 年，总部位于德国的杜塞尔多夫，30 多年来公司致力于生物技术和分子诊断技术研发与应用，如今成为全球分子诊断巨头。凯杰以试剂耗材起家，目前在全球拥有 500 余种诊断产品，为 50 余万客户提供各种解决方案，全面覆盖临床分子检测、法医兽医等应用检测、制药行业及学术研究领域。

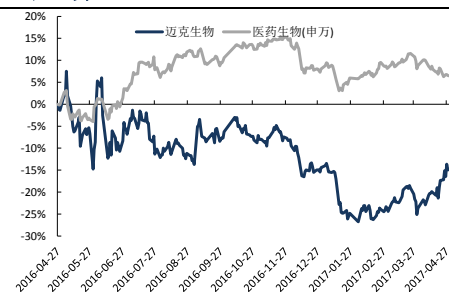
分子诊断技术主要包括 PCR、荧光原位杂交 (FISH)、基因芯片以及基因测序技术，其中 PCR 技术已较为成熟、目前应用最广。而随着精准医疗的发展，基因测序成为近年来分子诊断中最热也是增长最快的子领域。2015 年，全球基因测序市场规模约 60 亿美元，预计 2020 年将达到 140 亿美元，年复合增长率为 18.5%。目前，全球基因测序市场被国外巨头 Illumina、Life (被赛默飞收购) 和罗氏垄断，三者占据市场份额的 90% 以上。

图表 1：全球基因测序细分领域市场分布



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.41
一年最低价/最高价(元)	21.01/30.84
市净率	5.83
流通 A 股市值(亿元)	73.92

基础数据

每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	13.23%
总股本(亿股)	5.58
流通 A 股(亿股)	3.03

相关报告

《IVD 产品线不断丰富，业绩保持稳健增长（首次覆盖）》2015/8/24

凯杰在全球分子诊断领域始终走在行业前列：

- 2007年前，公司致力于测序上游领域——样本处理技术，即对血液、组织以及其他样本中的DNA、RNA进行分离和处理，产品也主要应用于科研领域。公司已在样本分离纯化领域做到极致，产品已被全球各类公司广泛使用。
- 2007年，凯杰收购Digene进入分子诊断领域，由科研领域逐步向临床侧重。
- 2012年收购IBS，正式进入基因测序领域。通过5年的并购、研发，公司实现了基因测序全产业链的覆盖、产品种类极为丰富。
- 2013年，先后收购了两家生物信息学公司，CLC和Ingenuity。
- 2015年，公司推出自主研发的第二代测序产品GeneReader NGS System，可谓目前最适合临床使用的第二代基因测序解决方案。

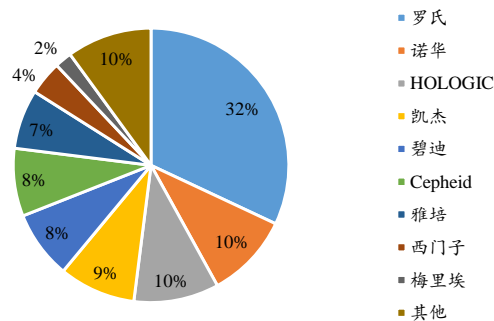
图表 2：德国凯杰现有产品线

<ul style="list-style-type: none"> ▶ 产品搜索器 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Top Products 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ New Products ▶ Automation ▶ Software ▶ Sample Prep ▶ Food Safety Testing ▶ Human Identity & Forensics ▶ miRNA Detection & Assay ▶ Sequencing ▶ Real-Time PCR 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 自动化解决方案 ▶ 附件 ▶ 样本破碎 ▶ 服务与支持 ▶ Nucleic Acid Analysis ▶ PCR体系构建 ▶ PCR仪 ▶ Quality Control ▶ 样本制备 ▶ Pyrosequencing 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 样本制备技术 ▶ 多合一样本制备 ▶ 蛋白质 ▶ RNA ▶ Tumor Cells and Exosomes ▶ DNA
<ul style="list-style-type: none"> ▶ PCR ▶ 终点法PCR的酶与试剂盒 ▶ 引物对 ▶ Real-Time PCR酶与试剂盒 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 测序 ▶ GeneReader System ▶ QIAseq Solutions 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 蛋白与细胞分析 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 转染 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Detection Solutions ▶ 动物病原体 ▶ 食品安全 ▶ HPV检测 ▶ 人类身份认定 ▶ 人类病原体 ▶ 个体化医疗 ▶ 肺结节检测 ▶ Transplantation Testing ▶ Cervical Screening ▶ 产前检测
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 分析软件 ▶ 生物信息学工具 ▶ 仪器配套软件 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ RNAi & Transfection 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 表观遗传学 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Services 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 实验室配件耗材等基本用品 ▶ 缓冲液与试剂 ▶ 离心机 ▶ 酶 ▶ 凝胶电泳用品 ▶ 磁珠 ▶ 耗材

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

目前，凯杰在全球分子诊断市场占据9%的市场份额，仅次于罗氏、诺华和Hologic。

图表 3：全球分子诊断领域市场分布



资料来源：测序中国，东吴证券研究所

与Illumina和Life等老牌公司的测序系统相比，凯杰由于前期的充分布局，在基因测序全过程都拥有强大的产业优势。首先，测序前期的样本提取制备环节为公司的传统优势领域；其次，凯杰的二代测序系统

GeneReader 检测操作全过程自动化、傻瓜化，尤其是在靶向 DNA 检测方面凸显出强大的临床使用优势；**最后**，在数据解读方面，公司通过收购 CLC 拥有了海量基因测序数据库（CLC 主要收集分析全球各地的最新测序数据，平均每周更新一次），使测序所得数据能够得到充分诠释，从数据到解读结果时间大为缩短。

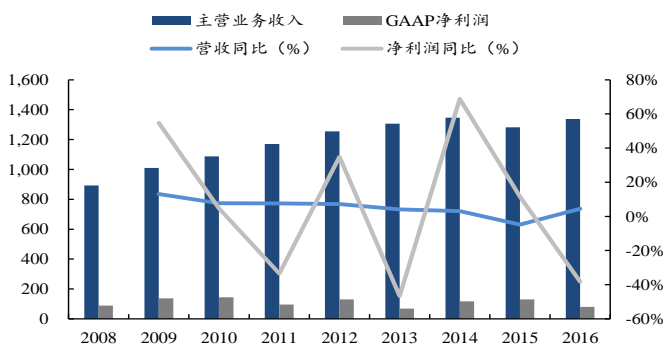
图表 4: 德国凯杰第二代测序产品 GeneReader NGS System



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

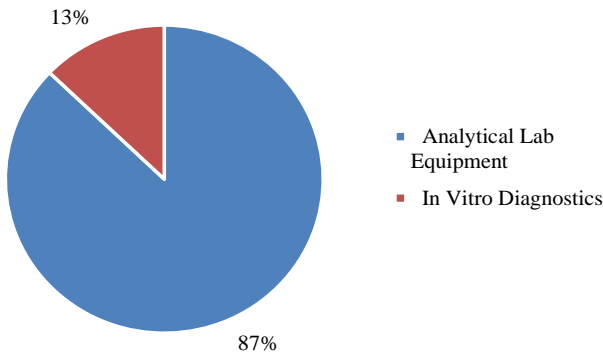
近年来，凯杰收入增长速度有所放缓。2016 年公司主营业务收入 13.38 亿美元，同比增长仅 4.4%。其中，诊断设备/仪器收入占比达到 87%，服务领域方面分子诊断比重最高、占比 50%。公司产品主要销往欧美及中东，目前亚洲市场销售占比仅为 21%。公司由于频繁并购产生了大量并购重组费用等原因，近年净利润增长缓慢。2016 年公司 GAAP 净利润为 8000 万美元，同比增长-38.2%。

图表 5: 凯杰公司历年收入、GAAP 净利润 (百万美元)



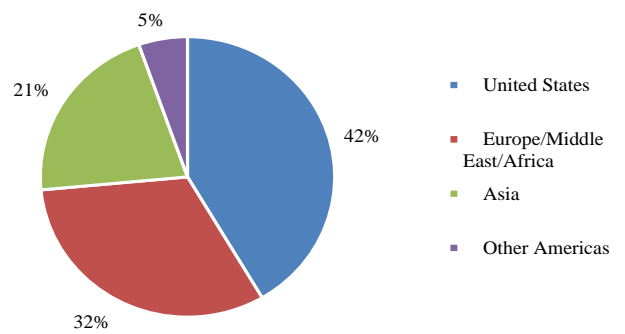
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图表 7: 凯杰公司诊断设备/仪器收入占比 87%



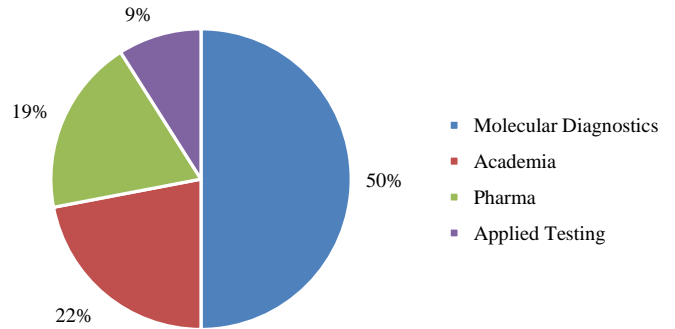
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图表 6: 凯杰公司产品主要销往欧美及中东



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图表 8: 凯杰公司分服务领域收入分布



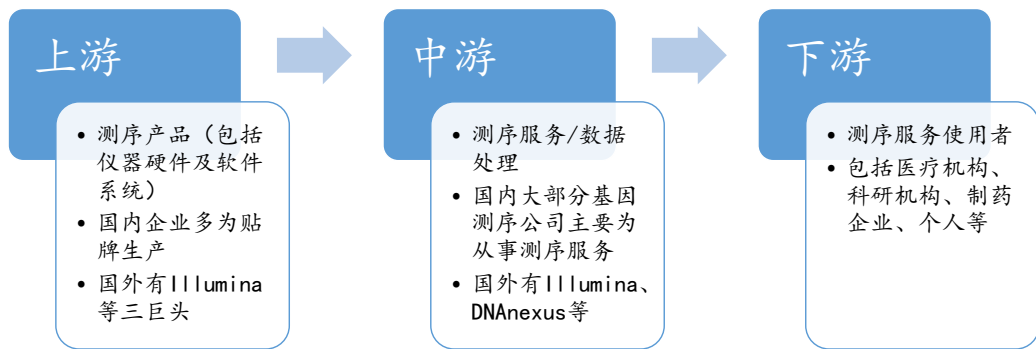
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2、基因测序产品在国内面临良好的产业政策和竞争格局，双方合作有助于实现共赢

目前我国基因测序市场尚小，根据基因谷、测序中国等多家机构预测，未来5年我国基因测序市场将保持20%左右的速度增长，2020年有望突破百亿元规模。从基因测序服务领域看，现阶段肿瘤基因检测市场占比最大，达到60%，其余为遗传基因筛查（占比20%）、健康基因检测（占比10%）及其他（约10%）。肿瘤在我国为高发疾病种，同时产前基因筛查、健康检测等技术手段的认知度和接受度也在不断提高，基因测序在我国拥有巨大的成长空间。

我国基因测序产业政策大致经历了宽松（2014年前）——叫停（2014年2月）——有序批准（2014年6月）——鼓励发展（2015年至今）四个阶段。然而，出于基因安全考虑，目前尚未有国外公司的测序产品获得CFDA认证，仅Illumina和Life的产品处于注册中。因此，与国内公司合作使国外企业得以打开中国市场。同时，由于技术壁垒高、研发投入大，国内基因测序产业长期处于真空期，国内测序公司大部分以下游测序服务为主。因此，与国外实力企业合作有助于国内企业迅速切入基因测序领域、抢占市场份额。

图表 9：基因测序产业链



资料来源：公开资料，东吴证券研究所

目前，国内拥有基因测序仪注册证的企业共5家，分别为华大基因（IPO排队）、华因康、博奥生物（大股东为清华控股）以及2家上市公司达安基因、贝瑞和康（借壳ST天仪）。其中，华大基因通过收购美国CG公司获得了基因测序产品技术，而后加强自主研发，推出的BGISEQ-500系列产品具有高通量优势，并且搭配不同的基因芯片可实现高低通量的切换。

图表 10：国内基因测序仪器注册情况

注册公司	产品型号	获批时间	产品来源
华大基因	BGISEQ-1000	2014/6/30	
	BGISEQ-100	2014/6/30	收购 CG
	BGISEQ-500	2016/10/27	
达安基因	DA8600	2014/11/4	贴牌（Life）
深圳华因康	HYK-PSTAR-IIA	2014/12/10	自产
博奥生物	BioelectronSeq 4000	2015/2/12	贴牌（Life）
贝瑞和康	NextSeq CN500	2015/3/20	贴牌 (Illumina)
Illumina	Miseq	注册中	自主注册
Life	PGM/S5/S5XL	注册中	自主注册

资料来源：CFDA，东吴证券研究所

3、深度合作、布局长远，未来迈克有望占据国内基因测序制高点

根据公告，迈克将通过与凯杰在国内共同成立合资公司的形式、对凯杰的二代测序技术及产品进行本土化开发、生产、获批及销售，并持续开发和商业化未来 NGS 产品。协议同时规定将现有 NGS 研发团队转入合资公司，合资公司将是凯杰在中国 NGS 产品本地化和商业化的唯一合作伙伴。

管理层方面，合资公司设董事会，董事会共 5 名成员，其中由迈克委派 3 名，凯杰委派 2 名，董事长由迈克在委派董事中指定，总经理由双方共同选择。

注册资金方面，迈克拟出资 1,800 万元美金，占合资公司注册资本的 60%。视未来需要，双方有意将合资公司注册资本金额增加至 5,400 万美金。

从以上协议内容可以看到，双方采取的是一种高效灵活的深度合作方式，对上市公司来讲，此种合作方式一方面避免了直接收购带来的高风险，另一方面迈克控股合资公司、引入强大的研发力量，未来有望实现对二代测序技术的自主化生产，占据国内基因测序领域的制高点。

三、盈利预测与投资建议：

我们预测公司 2017 年到 2019 年，收入分别为 19.51 亿元、24.10 亿元和 30.55 亿元；归属母公司净利润为 3.78 亿元、4.81 亿元和 6.02 亿元；对应 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元和 1.08 元。我们看好公司在基因测序领域的长远布局及自身生化免疫诊断产品的不断增长，对公司维持“增持”评级。

四、风险提示：

测序产品注册、推广不达预期；基因测序产业政策风险。

迈克生物 (300463) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1680	2023	2606	3297	营业收入	1489	1951	2410	3055
现金	85	342	438	789	营业成本	683	856	1027	1288
应收账款	791	794	1164	1317	营业税金及附加	11	18	22	28
其它应收款	15	24	25	37	营业费用	253	371	506	642
预付账款	82	90	116	142	管理费用	144	215	241	336
存货	359	425	516	664	财务费用	8	5	-1	-4
其他	347	347	347	347	资产减值损失	20	15	15	15
非流动资产	925	799	672	548	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	34	0	0	0
固定资产	332	671	556	441	营业利润	403	472	600	750
无形资产	68	77	67	58	营业外损益	(2)	(3)	(3)	(3)
其他	525	51	49	49	利润总额	401	468	596	747
资产总计	2605	2822	3278	3845	所得税	72	70	89	112
流动负债	322	205	237	272	净利润	329	398	507	635
短期借款	130	0	0	0	少数股东损益	17	20	26	33
应付账款	81	103	118	159	归属母公司净利润	312	378	481	602
其他	111	102	119	113	EBITDA	477	578	699	841
非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.56	0.68	0.86	1.08
长期借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
负债合计	322	205	237	272	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	40	60	86	119	营业收入	39.8%	31.1%	23.5%	26.7%
归属母公司股东权益	2243	2557	2955	3455	营业利润	33.3%	17.0%	27.2%	25.1%
负债和股东权益	2605	2822	3278	3845	归属母公司净利润	24.3%	21.0%	27.4%	25.2%
					毛利率	54.1%	56.1%	57.4%	57.8%
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	净利率	22.1%	20.4%	21.0%	20.8%
经营活动现金流	54	453	172	442	ROE	13.9%	14.8%	16.3%	17.4%
净利润	329	398	507	635	ROIC	16.6%	17.3%	22.2%	24.1%
折旧摊销	74	111	111	109	资产负债率	12.3%	7.3%	7.2%	7.1%
财务费用	4	-1	-9	-14	净负债比率	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	5.2	9.9	11.0	12.1
营运资金变动	257	330	551	656	速动比率	3.0	6.1	7.4	8.4
其它	-609	-385	-989	-943	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
投资活动现金流	-83	-3	-3	-3	应收帐款周转率	1.9	2.5	2.1	2.3
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	9.3	9.3	9.3	9.3
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.6	0.7	0.9	1.1
其他	-83	-3	-3	-3	每股经营现金	0.1	0.8	0.3	0.8
筹资活动现金流	-44	-193	-73	-89	每股净资产	4.1	4.7	5.5	6.4
短期借款	0	-130	0	0	P/E	42	35	28	22
长期借款	0	-63	-73	-89	P/B	5.9	5.2	4.5	3.8
其他	-44	0	0	0	EV/EBITDA	27.9	22.4	18.5	15.0
现金净增加额	-72	258	96	351					

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

