

迈克生物 (300463)

联姻分子巨头凯杰，基因测序打开一片新蓝海

事件：迈克生物与凯杰成立合资公司，深度布局基因测序产品

四川迈克生物于2017年4月28日与QIAGEN N.V. (以下简称“凯杰”)签署《关于共同设立迈凯基因生物科技有限公司之合资经营协议》，双方将在中国共同投资设立迈凯基因生物科技有限公司。合资公司设立的宗旨是在中国就下一代测序技术(以下简称“NGS”)及产品进行本地化开发、生产、组装、获取食药监局批准和销售，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，迈克占合资公司60%股权。

TOP5的老牌分子诊断公司，强者联姻开创基因测序国产化的先河

基因测序一度被精准医疗所热捧，然而国内能够自主研发真正介入测序的企业凤毛麟角。凯杰生物成立于1984年，是德国老牌分子诊断企业，在全球产业地位TOP3，1996年在NASDAQ上市。2016年之前全球拥有自主知识产权的测序产品的企业主要有Illumina、Life、罗氏等，2014年全球测序市场约为44亿美金，但是测序主要应用场景在于科研市场。凯杰于2016年推出GeneReader系列二代测序产品，凯杰优秀的样本前处理和结果解读解决方案，使得该系列产品被业界称为最适合临床的测序产品。迈凯基因将是中国企业深度介入测序产品的凯杰在中国NGS产品本地化和商业化的唯一合作伙伴。未来两实力派公司将发挥各自的研发优势，开发出适合临床的测序产品，撬动未来想象空间巨大的测序市场。

有别于其他NGS合作方式，迈克未来将拥有自主知识产权测序产品

市场上测序公司分为产品类企业和服务类企业。服务业除去个别已经建立一定专业门槛的企业，大部分都是比拼成本和资金，上游对其制约较强，因此国产自主产品需求愈发强烈。

产品类主要指上游测序仪器和试剂的开发、制造和销售。全球被Illumina、Life和Qiagen垄断。由于测序产品技术门槛高，国产研发实力尚无法自主研制，主要通过以下两种方式报批并销售：

1. 进口品牌贴牌注册，如达安基因、贝瑞和康(ST-天仪)、安诺优达等，分别贴牌两巨头的测序仪器；
2. 收购获取技术和产品，如华大基因收购CG，获得所有技术和产品专利；
3. 少量自主研发产品，目前医院较少见到，其性能还有提升空间。

拥有上游产品，对于未来基因测序市场有了决定性的话语权。迈克生物作为体外诊断行业优秀的龙头企业，深度布局基因检测，是实验室整体解决方案战略的必备高净值产品。

预计公司2017~2018年营业收入分别为22.4/26.8亿元，PE为35/28倍，EPS为0.68/0.83。考虑到公司的成长性，给予17年41倍PE，维持买入评级。

风险提示：合资公司合作不达预期；产品投入产出比低等

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,065.17 | 1,488.78 | 2,243.02 | 2,679.59 | 3,218.19 |
| 增长率(%) | 13.94 | 39.77 | 50.66 | 19.46 | 20.10 |
| EBITDA(百万元) | 363.39 | 483.10 | 508.27 | 621.07 | 755.09 |
| 净利润(百万元) | 251.04 | 312.02 | 377.77 | 461.48 | 560.98 |
| 增长率(%) | 10.98 | 24.29 | 21.07 | 22.16 | 21.56 |
| EPS(元/股) | 0.45 | 0.56 | 0.68 | 0.83 | 1.01 |
| 市盈率(P/E) | 54.26 | 43.65 | 36.06 | 29.52 | 24.28 |
| 市净率(P/B) | 6.83 | 6.07 | 5.25 | 4.52 | 3.84 |
| 市销率(P/S) | 12.79 | 9.15 | 6.07 | 5.08 | 4.23 |
| EV/EBITDA | 60.00 | 28.36 | 26.98 | 21.86 | 17.96 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 医药生物/医疗器械 |
| 6个月评级 | 买入(维持评级) |
| 当前价格 | 24.41元 |
| 目标价格 | 28元 |
| 上次目标价 | 28元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 558.00 |
| 流通A股股本(百万股) | 294.83 |
| A股总市值(百万元) | 13,620.78 |
| 流通A股市值(百万元) | 7,196.82 |
| 每股净资产(元) | 4.19 |
| 资产负债率(%) | 13.23 |
| 一年内最高/最低(元) | 93.18/20.96 |

作者

| | |
|--------------------------|-----|
| 杨烨辉 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110516080003 | |
| yangyehui@tfzq.com | |
| 郑薇 | 联系人 |
| zhengwei@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《迈克生物-年报点评报告:打包效应拐点出现，自产产品高速增长》 2017-04-18
- 2 《迈克生物-公司点评:2016年度业绩快报符合预期》 2017-02-27
- 3 《迈克生物-公司点评:2016年报业绩预告符合预期》 2017-01-19

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 迈克携手凯杰 (Qiagen), 深度布局基因检测..... | 3 |
| 2. 分子诊断三大领域, 测序是未来之星..... | 3 |
| 3. 凯杰, 具有先天优势的基因测序后来者..... | 5 |
| 3.1. 凯杰做到极致的产品, 成就了无数伟大的科研成果..... | 5 |
| 3.2. 作为最适临床的测序仪制造商, 将打开测序在临床市场的新局面..... | 8 |
| 3.3. Qiagen 最完整的测序系统设备..... | 10 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 国内测序产品注册情况..... | 4 |
| 图 2: 凯杰全球分公司和经销处网点..... | 5 |
| 图 3: 凯杰 30 年发展历程..... | 6 |
| 图 4: 2006-2015 年凯杰收入 (百万美元)..... | 6 |
| 图 5: 2006-2015 年凯杰收入占比 (百万美元)..... | 6 |
| 图 6: 2010-2015 年凯杰各国家收入占比..... | 7 |
| 图 7: 凯杰在分子诊断行业地位..... | 7 |
| 图 8: 在凯杰平台发表科研文献数量..... | 7 |
| 图 9: 凯杰的合作客户..... | 8 |
| 图 10: 凯杰产品一览..... | 8 |
| 图 11: Illumina 测序仪操作流程..... | 9 |
| 图 12: Life 测序仪操作流程..... | 9 |
| 图 13: 凯杰测序仪操作流程..... | 10 |
| 图 14: 凯杰测序全流程总览..... | 10 |
| | |
| 表 1: 分子诊断技术优缺点..... | 4 |

1. 迈克携手凯杰 (Qiagen), 深度布局基因检测

四川迈克生物于 2017 年 4 月 28 日与 QIAGEN N.V. (以下简称“凯杰”) 签署《关于共同设立迈凯基因生物科技有限公司之合资经营协议》, 双方将在中国共同投资设立迈凯基因生物科技有限公司。合资公司设立的宗旨是在中国就下一代测序技术 (以下简称“NGS”) 及产品进行本地化开发、生产、组装、获取食药监局批准和销售, 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。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%, 凯杰出资 1,200 万元美金, 占合资公司注册资本的 40%。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。

基因测序一度被精准医疗所热捧, 然而国内能够自主研发真正介入测序的企业凤毛麟角。凯杰生物成立于 1984 年, 是德国老牌分子诊断企业, 在全球产业地位 TOP3, 1996 年在 NASDAQ 上市。2016 年之前全球拥有自主知识产权的测序产品的企业主要有 Illumina、Life、罗氏等, 2014 年全球测序市场约为 44 亿美金, 但是测序主要应用场景在于科研市场。凯杰于 2016 年推出 GeneReader 系列二代测序产品, 凯杰优秀的样本前处理和结果解读解决方案, 使得该系列产品被业界称为最适合临床的测序产品。迈凯基因将是中国企业深度介入测序产品的凯杰在中国 NGS 产品本地化和商业化的唯一合作伙伴。未来两实力派公司将发挥各自的研发优势, 开发出适合临床的测序产品, 撬动未来想象空间巨大的测序市场。

Qiagen 作为全球 TOP3 的分子诊断公司, 在测序领域具有强大的优势。主要体现在以下三点:

1. 全系统自动化, 而不仅仅是在测序过程。 测序仪以前更多是在科研市场, 而非临床, 主要原因是其样本提取、建库等流程需要手工操作, 同时对于仪器的操作人员要求非常高。传统测序系统, 需要多台辅助设备, 无论是成本还是操作流程都很繁复, 全过程自动化、傻瓜化是测序仪能真正走入临床的必要条件之一;

2. 测序靶基因突变导致错误检测结果。 凯杰是全球最出色的提取、纯化产品供应商, 样本的质量高低决定了测序的结果好坏。目前在液体活检还未成熟之前, 大部分测序样本为组织样本, 凯杰的提取产品可以有效降低福尔马林导致的假阳性;

3. 数据解读为临床可用报告, 时间只需 20 分钟! 基因测序海量的数据, 解读成为临床应用的巨大局限。2013 年凯杰收购了 CLC 公司, 该公司有 20 多年的生命信息学历史, 有 200 人的专家团队, 收集和分析全球各地的最新的测序数据, 平均每周更新一次, 到大数据概念遍地的今天, CLC 已然成为了真正的大数据公司。测序得到了真正的诠释, 数据才有了意义。CLC 的数据库包括了肿瘤、药物靶点、临床阶段的药物, 可以根据测序得到的结果, 给出最合理的诊断建议和药物建议。而从数据到解读结果, 只需要 20 分钟。

2. 分子诊断三大领域, 测序是未来之星

分子诊断是指应用分子生物学技术对与疾病相关的结构蛋白质、酶、抗原抗体和各种免疫活性分子, 以及编码这些分子的基因的检测。目前分子诊断已经广泛应用于传染病、血筛、产前诊断、肿瘤用药指导和预后、个性化治疗、遗传病筛查、组织分型等领域。

分子诊断检测技术有很多种, 按照技术原理主要可分为核酸杂交 (包含基因芯片)、基因扩增、基因测序三大类。

表 1: 分子诊断技术优缺点

| 技术种类 | 优点 | 缺点 |
|----------------|-------------|---------------|
| 核酸分子杂交技术 | 特异性、灵敏度高 | 操作繁琐、通量低 |
| 聚合酶链式反应技术(PCR) | 操作简单、灵敏度高 | 测样数目少, 效率低 |
| 生物芯片 | 使用方便、检测数量多 | 只针对已知位点, 成本高 |
| 基因测序 | 高通量、获得信息量丰富 | 数据分析复杂、测序仪器昂贵 |

资料来源: 天风证券研究所

相比于其他技术, 测序可以对碱基序列进行直接读取。基因测序具有高通量、大数据量的特点, 可以对未知的区域进行检测, 缺点是数据分析复杂、测序仪器昂贵。

目前分子诊断的常见临床应用, 如产前筛查、传染病、肿瘤等等, 相对于 PCR 和芯片, 测序方法的成本和技术优势并未达到绝对优势, 但是其巨大的平台拓展性使其依然是分子检测最具有明星效应的领域。

基因测序: 顾名思义, 就是获得基因原始数据的检测方法, 根据其原理平台, 分为一代、二代和三代测序。

在中国, 分子诊断应用最广泛的应用平台是 PCR 技术, 并且国产制造企业更多集中在 PCR 试剂盒, 而基因测序制造业鲜有厂家涉足, 国内如火如荼的测序公司几乎都以服务为主。纵然测序服务的市场更大, 但是上游制造企业垄断的现状, 使得国内测序服务受制于测序仪器和试剂, 成本控制处于被动的劣势地位, 成本难以下调, 更进一步限制了服务的规模扩大, 因此产业链的衍生, 更有利于进一步抢占服务份额。

基因测序仪器和试剂, 其技术门槛极高, 研发投入周期长成本高, 因此在国内一直处于真空期。随着技术的成熟和彰显的巨大应用前景, 资本大量涌入该领域; 同时出于对国民基因安全的考虑和国家对精准医学的关注, 国家和政府也大力扶持国产品牌, 近年来有很多公司已经涉足该领域, 比如华大基因、瀚海基因、深圳华因康等。

国外测序制造商在中国并没有拿到 CFDA 认证, 出于对基因安全角度的考虑, 国家更多支持国产品牌的崛起。曲线救国, Illumina 和 Life 在中国要么以科研仪器的身份, 要么以合作贴牌的方式进入中国众多实验室和机构, 但是近期 Illumina 和 Life 分别都在国内申请自主注册。

图 1: 国内测序产品注册情况

| 公司名称 | CFDA | 仪器型号 | 仪器来源 | 合作方式 |
|-----------|--------------|------------------------------|----------|------|
| 华大基因 | 2014. 06. 30 | BGISEQ (100/500/1000) | CG | 收购 |
| 达安基因 | 2014. 11. 05 | DA8600 (Proton) | Life | 贴牌 |
| 华因康 | 2014. 12. 10 | HYK-PSTAR-IIA | 自产 | 自产 |
| 博奥生物 | 2015. 02. 16 | BioelectronSeq 4000 (Proton) | Life | 贴牌 |
| 贝瑞和康 | 2015. 03. 31 | NextSeq CN500 | Illumina | 贴牌 |
| 安诺优达 | / | NextSeq CN550 | Illumina | 贴牌 |
| Illumina | 注册中 | Miseq | Illumina | 自主注册 |
| Life tech | 注册中 | PGM/S5/S5XL | Life | 自主注册 |

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

分子诊断广泛应用于传染病, 产前筛查等领域, 随着人们生活水平的提高, 对分子诊断的认知和需求会越来越多, 医疗卫生产业的发展不再局限于诊疗, 而延伸到预防性医学。分子诊断在近几年也成为各投资公司追捧的投资热点。随着人类基因图谱的破译, 分子诊断在个体化精准治疗甚至大消费方面也有广阔的前景。

分子的三种主要检测手段在不同的历史阶段都有过辉煌的时代, 目前最原始的杂交依然尤其市场存在, 三种手段有不同的优劣势, 在不同的临床应用场景有不同的价值, 难以说哪种手段更先进。然而测序作为一种平台, 其可开拓性和延展性具有巨大的想象空间, 这是

其他检测手段所不具备的平台优势。同时基因测序是真正大数据的基础，具有上游产品的厂家具有建立和储备大数据的硬件基础，在未来，无论是临床市场还是消费市场，都具有先人一步的优势。随着计算机技术和基础医学的发展，未来无论是对基因精准解读数据还是出具可视化的临床报告，都不再是难解的问题，而大数据，特别是针对不同人种的大数据，会具有越来越大的价值。再进一步发展，未来智能诊断，也是依附于数据库，而非独立存在的。基因检测不该被神话，但也不能忽视他的存在和带来的变革，适时布局，理性对待，认可它的价值，但也得承认它的探索之路漫漫。

3. 凯杰，具有先天优势的基因测序后来者

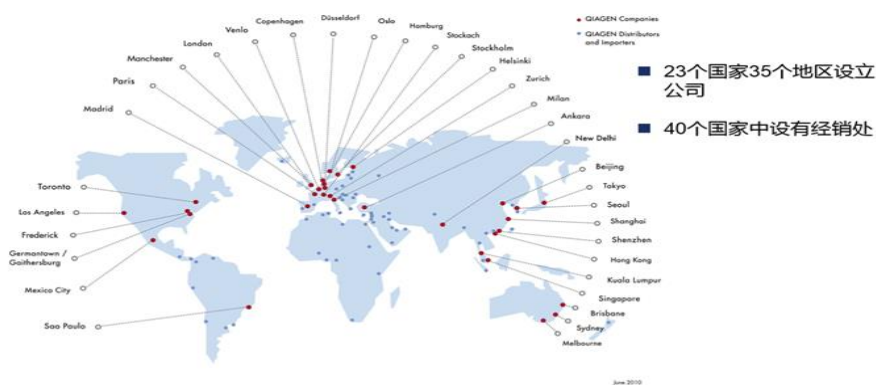
迈克于凯杰携手，具有偶然性也具有必然性。基因测序这个领域具有强大的魔力，而中国作为持续高增长的新兴市场，是各大巨头的必争之地。Illumina 和 Life 通过技术长多年来垄断该领域，已经占据绝对的市场和优势。后来者凯杰必须以更具有竞争力的优势才能在中国强占部分市场份额。与国内优秀的公司合作也许是最佳方案。迈克具有优秀的研发实力和质量控制能力，严谨的德系企业，必将选择优质的合作企业合作。通过大量的评估和调研，最终选择了迈克。强强联合，互通有无，迈克吸收凯杰的优秀技术，凯杰借助迈克国内的渠道，达到共赢。

3.1. 凯杰做到极致的产品，成就了无数伟大的科研成果

凯杰 1984 年成立于德国，以其出色的分子样品制备解决方案而闻名。凯杰全球有超过 500 种产品，提供的产品包括仪器、各种试剂，耗材和自动化纯化工作站。这些产品用于样品采集，稳定，核酸或蛋白的分离，纯化和检测中，不仅广泛的应用于科研领域的各个方面，在其他各个领域都得到了广泛的应用，比如临床、制药，法医，食品安全检测，畜牧业和分子诊断领域。

凯杰是一家全球性的企业，在 23 个国家 35 个地区设立公司，40 个国家中设立经销处。

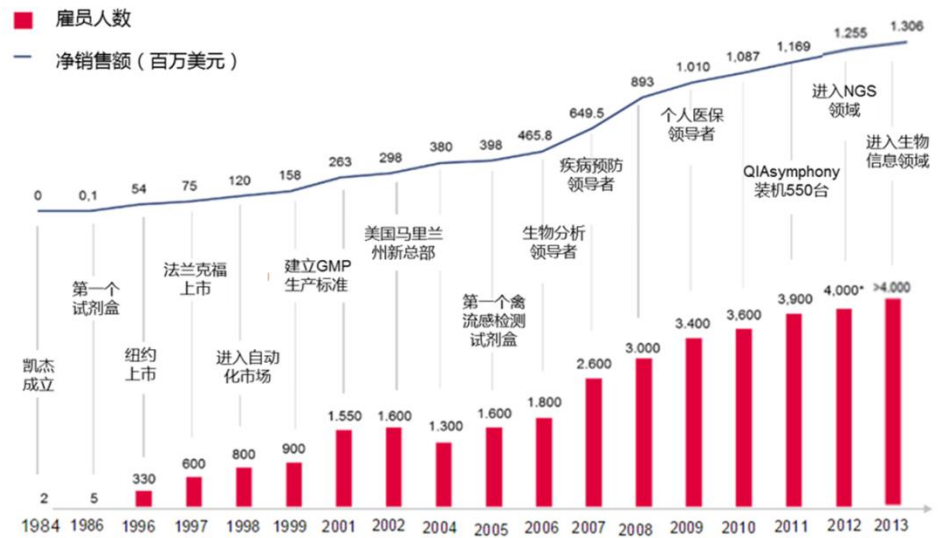
图 2：凯杰全球分公司和经销处网点



资料来源：公司官网，天风证券研究所

自 1984 年成立以来，凯杰也是与其他巨头有一样的发展路径，通过产业链上下游的布局，不断发展壮大，成为了分子诊断行业的巨头。

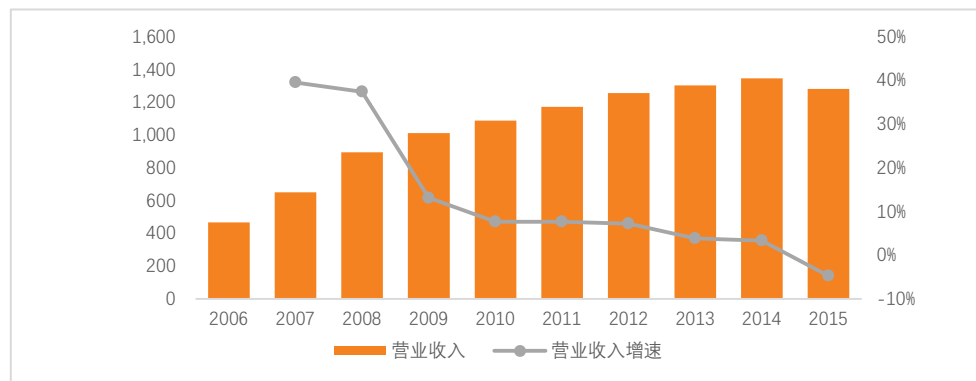
图 3：凯杰 30 年发展历程



资料来源：公司资料，天风证券研究所

1996 年凯杰在纳斯达克上市，2015 年全年收入 12.3 亿美金，净利润 1.3 亿。

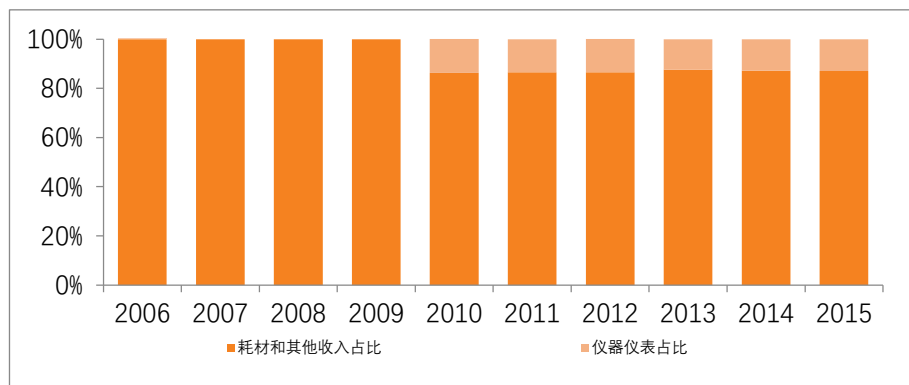
图 4：2006-2015 年凯杰收入 (百万美元)



资料来源：公司年报、天风证券研究所

凯杰产品以试剂耗材起家，目前全球大约有超过 500 种产品，极其丰富，但是以试剂耗材为主要利润来源。

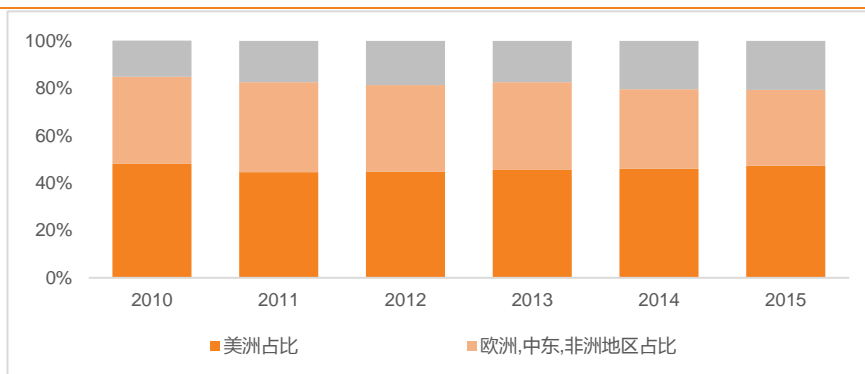
图 5：2006-2015 年凯杰收入占比 (百万美元)



资料来源：公司年报、天风证券研究所

凯杰产品远销至全球，但其核心市场还是欧洲和北美为主，北美和欧洲占约 80% 的市场。

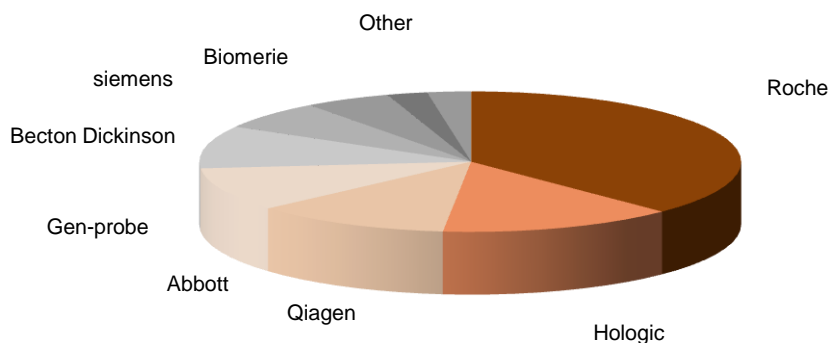
图 6：2010-2015 年凯杰各国家收入占比



资料来源：公司年报、天风证券研究所

凯杰一直在分子领域走在行业前列，但主要还是集中在科研领域。2009 年后，凯杰开始转型，从科研转向临床，定位为分子诊断公司。其产品也经历了从传染病检测到肿瘤，再到个性化诊断的发展过程。早期的产品主要是 PCR 试剂盒，通过一系列产业链的并购，在分子诊断领域有了巨大的进展。

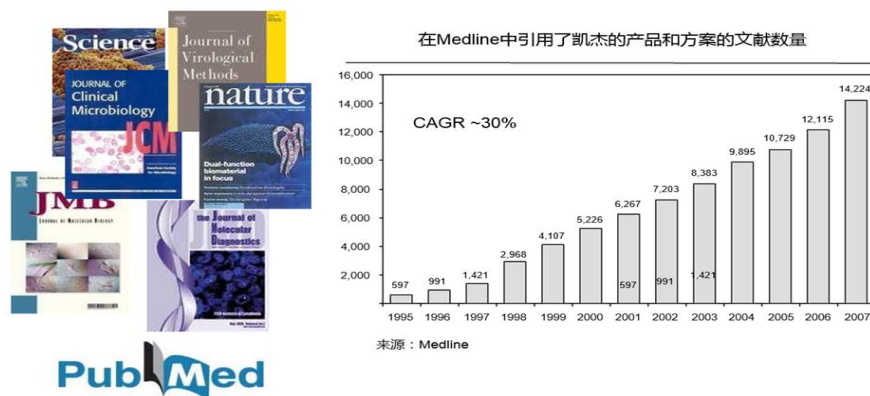
图 7：凯杰在分子诊断行业地位



资料来源：Kalorama、天风证券研究所

2013 年约 50% 的收入都是分子诊断的，凯杰除了病毒载量测试、血筛和测序，几乎已经覆盖了分子诊断全部业务。目前全球凯杰已经是 TOP3 的分子诊断公司。

图 8：在凯杰平台发表科研文献数量



资料来源：Medline、天风证券研究所

生命学伟大的论文，都曾建立在凯杰产品基础上。曾在生物学和医疗科研实验室做过科研和研发的同僚，或多或少都对他的产品有过接触。在 1995 年至 2007 年间，有大量文献都引用了凯杰的文献，引用数量复合增速约为 30%，进一步证明了凯杰的研发实力和产品认可度。

图 9：凯杰的合作客户

制药客户群 —— 凯杰与制药客户群的合作

- QIAGEN的肿瘤伴随诊断试剂被全球广大的制药企业用户所认可
- 包括阿斯利康（AstraZeneca），安进（AMGEN），默克（Merck），辉瑞（Pfizer），Boehringer Ingelheim，BMS，礼来（Eli Lilly）等众多制药企业用于其肿瘤药物临床实验的检测
- 目前QIAGEN正在开展的与药厂合作的项目有15个。

图为凯杰与辉瑞宣布进行非小细胞肺癌伴随诊断的合作

- Sample to Insight -

资料来源：公司主页、天风证券研究所

凯杰的伴随诊断产品与全球知名药企都有合作，其产品性能和产业地位都得到了广大的认可。目前在欧洲凯杰已经有超过 10 个 CE 认证的 RT-PCR 和焦磷酸测序产品，在欧洲包括，KRAS, EGFR, NRAS, BRAF, PI3K, JAK2, MGMT 和 UGT1A1, 在日本有 KRAS 和 EGFR 试剂盒。2013 年 7 月，Q 拿到 FDA EGFR 的用药指导试剂盒，与勃林格殷格翰的阿法替尼作为非小细胞肺癌的试剂盒。

3.2. 作为最适临床的测序仪制造商，将打开测序在临床市场的新局面

早期凯杰的产品主要集中在流程的前端，即样本处理、纯化等领域，并且多年来一直是一线品牌，产品做到极致。随着公司发展，也不断布局检测流程后端的产品。从杂交到 PCR 再到测序，产品线逐步丰富。

图 10：凯杰产品一览



资料来源：公司公告、天风证券研究所

凯杰在 2012 年通过收购 Intelligent Biosystems (IBS)，跻身基因测序领域。之后，凯杰又先后收购了两家生物信息学公司，CLC bio 和 Ingenuity，产业链逐步完善和齐全。2015 年

11 月，凯杰重磅推出自己的测序仪器，GeneReader 与其他的新一代测序仪相比，GeneReader 是更适合临床诊断的产品，尤其是靶向 DNA 检测，具有明确的诊断判断。

相较于 Illumina 和 Life 老牌的测序仪，凯杰作为后来者，其最大的亮点是**临床适用**，Illumina 的增长还是建立在科研市场上，而临床这个巨大的市场，开拓的广度和深度还远不及市场的一丝一毫。而凯杰很好的抓住了这个痛点，以临床需求为产品需求，开发出最适用于临床的设备。

通常二代测序流程分为样本处理、文库制备、上机测序和数据分析四大步骤。目前的测序上游供应商，更多擅长在上机测序这个步骤，比如 Illumina 和 Life。

图 11: Illumina 测序仪操作流程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

Illumina 的测序系统中，最有优势的是其操作简单、方便快捷和系统稳定成熟的测序仪。目前 Illumina 的测序仪有很多品种，但是以 Miseq 在临床上使用最多。然而相对比较薄弱的是其样本处理和文库制备。

Illumina 的样本处理需要手动操作，过程相对复杂，且质量难以控制。同时在文库制备，Illumina 采取的是杂交方式，而 Life 和凯杰则是用多重 PCR 来做，杂交建库的有随机选择性问题，稳定性重复性比较差，所以也在开发多重 PCR。以前 Illumina 没有自动化的文库制备，而近期新推出的 Neoprep，并不包括在其测序流程设备中，需要单独配备，目前还未定价。

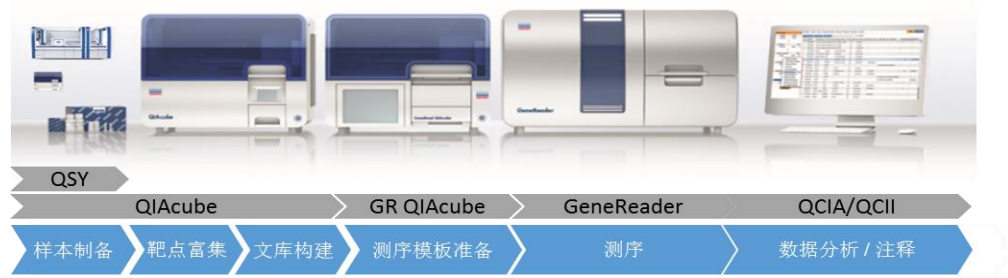
图 12: Life 测序仪操作流程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

Thermo 作为医疗器械的巨头，其产品种类非常多，因此在测序整个流程中除了文库制备，几乎都有自动化的产品，但是都需要单独配备，涉及到的仪器型号也非常多。其文库和模板制备的 Touch2 也是半自动设备，为此 Life 新推出的 Chef，则是自动化的模板制备产品。

图 13: 凯杰测序仪操作流程



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

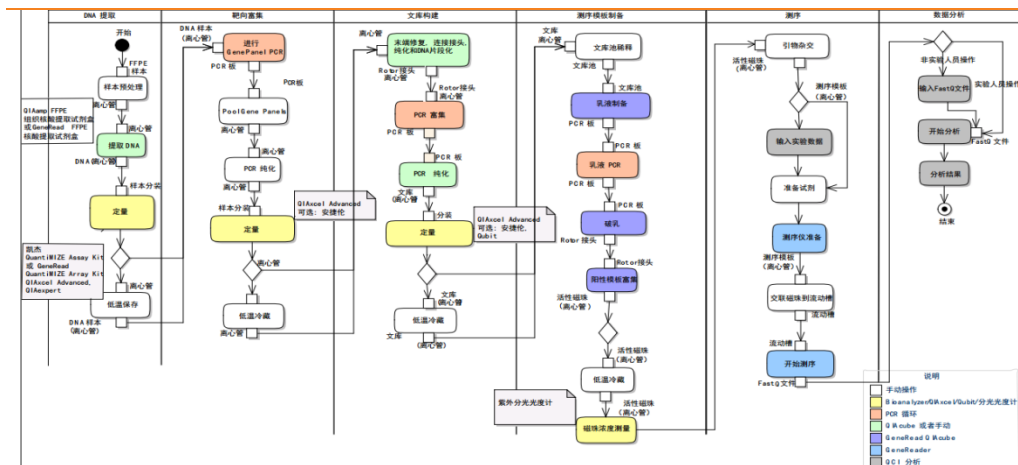
凯杰的产品无论是在样本制备，文库构建还是测序，都具有全自动化的优势。各个环节都有其独特的优势。在样本制备阶段，凯杰已经是 30 年的纯化专家，在该领域是不容置疑的优质公司。在肿瘤应用中，样品大多数都是福尔马林样品，福尔马林样品容易导致测序结果错误，因为在制片的过程中，造成胞嘧啶脱氨基作用，A 会变成 T，导致测序数据从源头上就是错误的。而凯杰的样本制备则可以避免这种错误。

2013 年凯杰收购了 CLC 公司,该公司有 20 多年的生命信息学历史,有 200 人的专家团队,收集和分析全球各地的最新的测序数据,平均每周更新一次,到大数据概念遍地的今天,CLC 已然成为了真正的大数据公司。测序得到了真正的诠释,数据才有了意义。CLC 的数据库包括了肿瘤、药物靶点、临床阶段的药物,可以根据测序得到的结果,给出最合理的诊断建议和药物建议。而从数据到解读结果,只需要 20 分钟。

3.3. Qiagen 最完整的测序系统设备

Qiagen 产品线最为齐全,可以涵盖测序流程中所有的设备。

图 14: 凯杰测序全流程总览



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

测序的主要步骤可拆分为 DNA 提取、靶向富集、文库构建、测序模板制备、测序和数据分析, 相较其他两个竞争对手, 凯杰的优势凸显在每一步环节。

迈克生物作为行业龙头, 以医学检验室一站式供应商为公司愿景, 目前产品线几乎已经涵盖所有产品线。作为国内率先深度布局基因测序的上市公司, 以自主研发为核心, 对于迈克的价值需要重新认识, 体外诊断平台型公司, 未来将有更多可能。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 200.76 | 153.86 | 179.44 | 214.37 | 257.46 |
| 应收账款 | 593.97 | 805.42 | 1,089.88 | 1,181.55 | 1,546.43 |
| 预付账款 | 61.55 | 81.67 | 106.80 | 129.17 | 165.94 |
| 存货 | 266.87 | 359.29 | 529.98 | 532.60 | 823.49 |
| 其他 | 656.71 | 348.63 | 337.89 | 448.37 | 378.53 |
| 流动资产合计 | 1,779.85 | 1,748.87 | 2,243.99 | 2,506.05 | 3,171.84 |
| 长期股权投资 | 25.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 282.50 | 331.83 | 512.95 | 636.09 | 711.45 |
| 在建工程 | 234.10 | 453.78 | 308.27 | 232.96 | 169.78 |
| 无形资产 | 22.22 | 85.73 | 78.65 | 71.56 | 64.48 |
| 其他 | 27.66 | 78.11 | 65.63 | 66.20 | 66.60 |
| 非流动资产合计 | 592.33 | 949.46 | 965.49 | 1,006.81 | 1,012.30 |
| 资产总计 | 2,372.18 | 2,698.33 | 3,209.48 | 3,512.86 | 4,184.15 |
| 短期借款 | 66.24 | 129.74 | 236.92 | 122.21 | 134.78 |
| 应付账款 | 88.53 | 89.23 | 166.26 | 143.26 | 241.06 |
| 其他 | 134.98 | 172.23 | 135.36 | 156.78 | 167.12 |
| 流动负债合计 | 289.75 | 391.20 | 538.53 | 422.24 | 542.96 |
| 长期借款 | 69.00 | 0.00 | 12.96 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 12.96 | 23.80 | 15.89 | 17.55 | 19.08 |
| 非流动负债合计 | 81.96 | 23.80 | 28.85 | 17.55 | 19.08 |
| 负债合计 | 371.71 | 415.01 | 567.38 | 439.79 | 562.04 |
| 少数股东权益 | 5.31 | 39.93 | 46.13 | 56.65 | 73.79 |
| 股本 | 186.00 | 558.00 | 558.00 | 558.00 | 558.00 |
| 资本公积 | 970.42 | 584.86 | 584.86 | 584.86 | 584.86 |
| 留存收益 | 1,809.16 | 1,685.40 | 2,037.98 | 2,458.42 | 2,990.31 |
| 其他 | (970.42) | (584.86) | (584.86) | (584.86) | (584.86) |
| 股东权益合计 | 2,000.47 | 2,283.32 | 2,642.10 | 3,073.07 | 3,622.10 |
| 负债和股东权益总 | 2,372.18 | 2,698.33 | 3,209.48 | 3,512.86 | 4,184.15 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 净利润 | 250.96 | 328.89 | 377.77 | 461.48 | 560.98 |
| 折旧摊销 | 53.41 | 73.60 | 31.48 | 39.25 | 44.91 |
| 财务费用 | 9.16 | 3.94 | 4.81 | 4.55 | 2.65 |
| 投资损失 | (10.87) | (33.89) | (15.85) | (15.85) | (15.85) |
| 营运资金变动 | (928.08) | (16.11) | (399.91) | (242.27) | (511.97) |
| 其它 | 658.60 | (307.12) | 6.53 | 10.69 | 17.53 |
| 经营活动现金流 | 33.18 | 49.32 | 4.83 | 257.85 | 98.26 |
| 资本支出 | 230.17 | 372.39 | 67.91 | 78.34 | 48.47 |
| 长期投资 | 17.72 | (25.84) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,117.84) | (429.58) | (111.97) | (142.49) | (82.64) |
| 投资活动现金流 | (869.95) | (83.03) | (44.05) | (64.16) | (34.17) |
| 债权融资 | 198.24 | 198.74 | 293.88 | 180.87 | 192.01 |
| 股权融资 | 989.31 | (21.50) | (4.81) | (4.55) | (2.65) |
| 其他 | (331.61) | (220.89) | (224.26) | (335.08) | (210.36) |
| 筹资活动现金流 | 855.93 | (43.64) | 64.80 | (158.76) | (21.00) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 19.17 | (77.36) | 25.58 | 34.93 | 43.09 |

| 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,065.17 | 1,488.78 | 2,243.02 | 2,679.59 | 3,218.19 |
| 营业成本 | 458.40 | 683.41 | 928.61 | 1,109.35 | 1,416.00 |
| 营业税金及附加 | 9.37 | 11.33 | 20.26 | 22.72 | 26.95 |
| 营业费用 | 172.59 | 253.25 | 414.63 | 509.12 | 584.59 |
| 管理费用 | 109.67 | 144.09 | 403.17 | 455.53 | 479.01 |
| 财务费用 | 8.01 | 7.93 | 4.81 | 4.55 | 2.65 |
| 资产减值损失 | 15.68 | 19.61 | 15.41 | 16.90 | 17.31 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 10.87 | 33.89 | 15.85 | 15.85 | 15.85 |
| 其他 | (21.75) | (67.78) | (31.71) | (31.71) | (31.71) |
| 营业利润 | 302.32 | 403.04 | 471.98 | 577.27 | 707.53 |
| 营业外收入 | 3.04 | 10.04 | 4.81 | 5.96 | 6.94 |
| 营业外支出 | 2.97 | 12.40 | 8.60 | 7.99 | 9.66 |
| 利润总额 | 302.40 | 400.68 | 468.19 | 575.24 | 704.80 |
| 所得税 | 51.43 | 71.79 | 83.89 | 103.07 | 126.28 |
| 净利润 | 250.96 | 328.89 | 384.30 | 472.17 | 578.52 |
| 少数股东损益 | (0.08) | 16.87 | 6.53 | 10.69 | 17.53 |
| 归属于母公司净利润 | 251.04 | 312.02 | 377.77 | 461.48 | 560.98 |
| 每股收益(元) | 0.45 | 0.56 | 0.68 | 0.83 | 1.01 |

| 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 13.94% | 39.77% | 50.66% | 19.46% | 20.10% |
| 营业利润 | 3.18% | 33.32% | 17.10% | 22.31% | 22.56% |
| 归属于母公司净利润 | 10.98% | 24.29% | 21.07% | 22.16% | 21.56% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 56.96% | 54.10% | 58.60% | 58.60% | 56.00% |
| 净利率 | 23.57% | 20.96% | 16.84% | 17.22% | 17.43% |
| ROE | 12.58% | 13.91% | 14.55% | 15.30% | 15.81% |
| ROIC | 29.38% | 17.19% | 17.42% | 17.77% | 19.63% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 15.67% | 15.38% | 17.68% | 12.52% | 13.43% |
| 净负债率 | -2.20% | -1.19% | 2.36% | 3.06% | 1.23% |
| 流动比率 | 6.14 | 4.47 | 4.17 | 5.94 | 5.84 |
| 速动比率 | 5.22 | 3.55 | 3.18 | 4.67 | 4.33 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 2.16 | 2.13 | 2.37 | 2.36 | 2.36 |
| 存货周转率 | 4.65 | 4.76 | 5.04 | 5.04 | 4.75 |
| 总资产周转率 | 0.59 | 0.59 | 0.76 | 0.80 | 0.84 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.45 | 0.56 | 0.68 | 0.83 | 1.01 |
| 每股经营现金流 | 0.06 | 0.09 | 0.01 | 0.46 | 0.18 |
| 每股净资产 | 3.58 | 4.02 | 4.65 | 5.41 | 6.36 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 54.26 | 43.65 | 36.06 | 29.52 | 24.28 |
| 市净率 | 6.83 | 6.07 | 5.25 | 4.52 | 3.84 |
| EV/EBITDA | 60.00 | 28.36 | 26.98 | 21.86 | 17.96 |
| EV/EBIT | 70.25 | 33.34 | 28.76 | 23.33 | 19.09 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518017 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-23913441 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |