

# 迈克生物 (300463)

证券研究报告

2017年05月09日

## 销售模式的颠覆，助推公司潜龙出水

产品齐全是龙头标配，迈克产品线布局最完善企业之一

迈克专注体外诊断产品开发，目前已经有生化、发光、血球、血凝、POCT、PCR、测序、血型等产品，是目前市场上布局最完善的企业之一。纵观海外跨国龙头罗氏、雅培等企业，产品齐全是共同特征。由于体外诊断产品应用场景较为统一，因此渠道具有复用性，客户转换成本降低，产品齐全是增强综合实力的必要因素。

化学发光作为 3-5 年持续高成长大品种，支撑公司利润高增长

化学发光是体外诊断行业最重要的细分之一，2016 年市场容量约为 200 亿，2011-2015 年化学发光子行业保持 33% 的复合增长率，预计未来 3-5 年，随着分级诊疗的强化推进，基层医疗机构需求井喷，化学发光依然可以保持 20-25% 的行业高增长。发光子行业必须仪器封闭试剂，同时三类产品居多，研发门槛和准入门槛远高于生化。迈克作为 A 股发光两家标的之一，处于优质跑道，并且表现出众，预计未来借助分级诊疗助推继续高增长。新 300 速发光仪器，将加速迈克单台产出量。

业务模式转为集采模式，先锁定客户资源再导入产品盈利

2014 年迈克开始尝试集采业务，截止到 2016 年底已经有 200+ 家合作医院。集采模式大势所趋，迈克已成为该赛道的先行者之一。2016 年迈克有 60% 的收入来源于代理品牌。早期代理权限局限于代理区域，因此 2015 年迈克有 75% 收入来源西南。进口企业敏锐的意识到集采对于传统销售模式的冲击，因此积极寻求和集采供应商的合作，集采业务独立于代理体系之外，不再受区域限制，因此代理产品有望在其他区域放量。

迈克自主产品齐全，在集采模式竞争中，成本控制和利润空间都有很大先天优势，收入在扩大的同时也能带来利润的增厚。随着自产产品的逐步替换，利润增长将超越收入增长。

海外布局迅速，迈克着眼全球市场

公司在 2013-2014 年开始逐步布局海外市场。2016 年报公司海外已经有 82 万收入，同时在海外共在 15 个国家/地区建立 19 家一级渠道经销商，销售突破涉猎欧洲、亚洲和非洲三个大洲，截止到 2016 年报，海外注册证超过 137 个，另有 63 个准入证在注册中。

维持“买入”评级

迈克 2017 第一季度呈现出的强势内生增长，是其业务模式转变后的业绩拐点。根据目前对行业趋势的追逐和公司调研，2017 年盈利预测提升到 4.02 亿，预计 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.72/0.95/1.20，对应 PE 为 36/27/22 倍。考虑到迈克内生强劲增长以及龙头地位，并且增长具有可持续性，维持“买入”评级。

风险提示：打包模式进展不达预期；发光增长不达预期等。

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	2,215.31	2,676.09	3,074.83
增长率(%)	13.94	39.77	48.80	20.80	14.90
EBITDA(百万元)	363.39	483.10	542.80	712.03	891.40
净利润(百万元)	251.04	312.02	401.89	530.59	667.53
增长率(%)	10.98	24.29	28.80	32.02	25.81
EPS(元/股)	0.45	0.56	0.72	0.95	1.20
市盈率(P/E)	57.52	46.28	35.93	27.22	21.63
市净率(P/B)	7.24	6.44	5.52	4.66	3.87
市销率(P/S)	13.56	9.70	6.52	5.40	4.70
EV/EBITDA	60.00	28.36	26.91	20.13	15.73

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	25.88 元
目标价格	30.96 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)	13,693.32
流通 A 股市值(百万元)	7,235.15
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	13.23
一年内最高/最低(元)	93.08/20.96

### 作者

杨焯辉	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



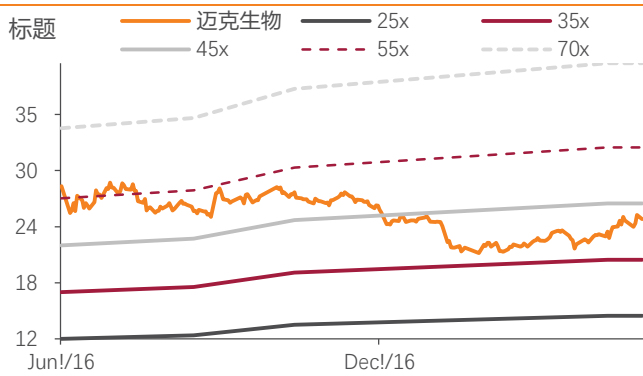
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《迈克生物-公司点评: 联姻分子巨头凯杰，基因测序打开一片新蓝海》 2017-05-02
- 2 《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
- 3 《迈克生物-公司点评: 2016 年度业绩快报符合预期》 2017-02-27

PE-Band

迈克生物历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band

迈克生物历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## 内容目录

1. 迈克由代理开始，由自主研发壮大，由综合实力卓越 .....	4
1.1. 专注于体外诊断产业，深根细作产业 .....	4
1.2. 股权结构是分享文化的体现，大股东增持彰显强大信心 .....	6
1.3. 穿越调整期，2017 年业绩进入高速发展前期 .....	7
2. 龙头成长逻辑，产品为核心，模式是手段 .....	9
2.1. 产品线齐全是龙头标配，迈克布局趋于完善 .....	9
2.1.1. 常规产品布局几乎完备，2017 开始多个新产品逐步上量 .....	10
2.1.2. 基因测序上游产品深度独有布局，初探千亿市场 .....	11
2.2. 化学发光即时兑现利润，新 300 速高端发光仪后劲强劲 .....	12
2.3. 打包新模式倒逼进口品牌代理权穿越西南，2017 年自产产品拐点出现 .....	13
2.4. 海外出口业务逐渐起步，迈克全球化标准认证助其树立品牌腾飞 .....	14

## 图表目录

图 1：迈克生物产品沿革 .....	5
图 2：迈克股权结构和子公司（2015 年报） .....	6
图 3：迈克股权结构和子公司（2016 年报） .....	6
图 4：2011-2016 年营收和增速 .....	7
图 5：2011-2016 年营收和归母净利润增速 .....	7
图 6：2011-2016 年销售费用和管理费用及增速 .....	7
图 7：2011-2016 年员工人数与增速 .....	7
图 8：2011-2016 年研发费用及增速 .....	8
图 9：2011-2016 年研发费用及占自产产品收入占比 .....	8
图 10：2011-2016 年代理产品和自产产品收入占比 .....	8
图 11：2011-2016 年代理产品和自产产品毛利占比 .....	8

图 12: 2011-2016 年整体毛利率和净利率 .....	9
图 13: 2011-2016 年代理产品和自产产品毛利率对比 .....	9
图 14: 2011-2014 年各区域销售占比 .....	9
图 15: 2011-2014 年除去代理产品还原自产各区域销售占比 .....	9
图 16: 2010-2016E 年国产和进口化学发光占比 .....	12
图 17: 2011-2016E 年国产和进口化学发光容量和增速 .....	12
图 18: 2014-2017Q1 自产产品增速 .....	14
表 1: 迈克大事记 .....	4
表 2: 代理产品一览表 .....	4
表 3: 迈克生物上市前子公司 .....	5
表 4: 迈克生物上市后子公司和参股公司 .....	5
表 5: 公司主要高管人员变动 .....	6
表 6: 自产产品一览表 .....	10
表 7: 截止到 2016 年底海外准入证书 .....	14
表 8: 2016 年海外申报中的产品准入证书 .....	16

## 1. 迈克由代理开始，由自主研发壮大，由综合实力卓越

### 1.1. 专注于体外诊断产业，深根细作产业

迈克生物自创立以来，一直专注于体外诊断 (In vitro diagnostic, IVD) 产品的研发、生产、销售和服务，经过 20 多年的专注经营，目前已发展为国内优秀的 IVD 企业。其多年来聚焦于产品的创新和研发，其产品得到了检验界的广泛认同，领跑国内外体外诊断的行业标准。迈克生物目光长远，以研发和产品为核心，目前已经成为国内 IVD 产品最为齐全的公司之一，其严谨的研发、开放的文化、规范的管理，未来有望成为行业龙头。

迈克生物 1994 年在成都成立，公司前身为四川省迈克科技有限责任公司。2009 年 11 月，迈克科技完成股份改制，更名为四川迈克生物科技股份有限公司。2015 年 5 月于创业板首次公开发行 A 股上市。

表 1: 迈克大事记

时间	事件
1994.10	— 成立四川省迈克科技有限责任公司
1995.03	— 获得四川省卫生厅颁发的药品生产企业许可证
2004.03	— 迈克科技园落成并投入使用
2004.04	— 换发医疗器械生产企业许可证并通过质量体系考核
2005.02	— 通过 CMD ISO13485—2003 质量管理体系认证
2005.10	— 通过 CQC ISO14001—2004 环境管理体系认证
2006.06	— 获得医疗器械经营企业许可证
2006.09	— 通过 TUV ISO13485—2003 质量管理体系认证
2007.03	— 成为中国临床医学计量技术委员会委员单位
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
2008.06	— 成为全国生化检测标准技术委员会委员单位
2009.12	— 更名为“四川迈克生物科技股份有限公司”
2010.01	— 成为国际临床化学与检验医学联合会(IFCC)会员
2011.10	— 成为中国生化学会酶学委员会临床酶学组成员
2013.04	— 获得 CNAS 医学参考实验室认可
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
2015.01	— 迈克生物启用“maccura”作为全新 LOGO

资料来源：公司主页、天风证券研究所

迈克生物专注自主研发，早期由日立代理起家，逐步增加代理产品，目前已有日立 (Hitachi)、希森美康 (Sysmex)、雅培 (Abbott)、伯乐 (Bio-Rad)、碧迪 (BD)、梅里埃 (bio-merieux) 等知名品牌。公司 1994 年成立，1994-1998 作为日立在西南区的代理，用日立的仪器配套和光 (Wako) 试剂组成配套系统来进行销售。1999 年陆续拿到希森美康和碧迪西南区的代理。2004 年后开始自主研发生化试剂，逐渐将较为昂贵的和光试剂替换为自产试剂。

表 2: 代理产品一览表

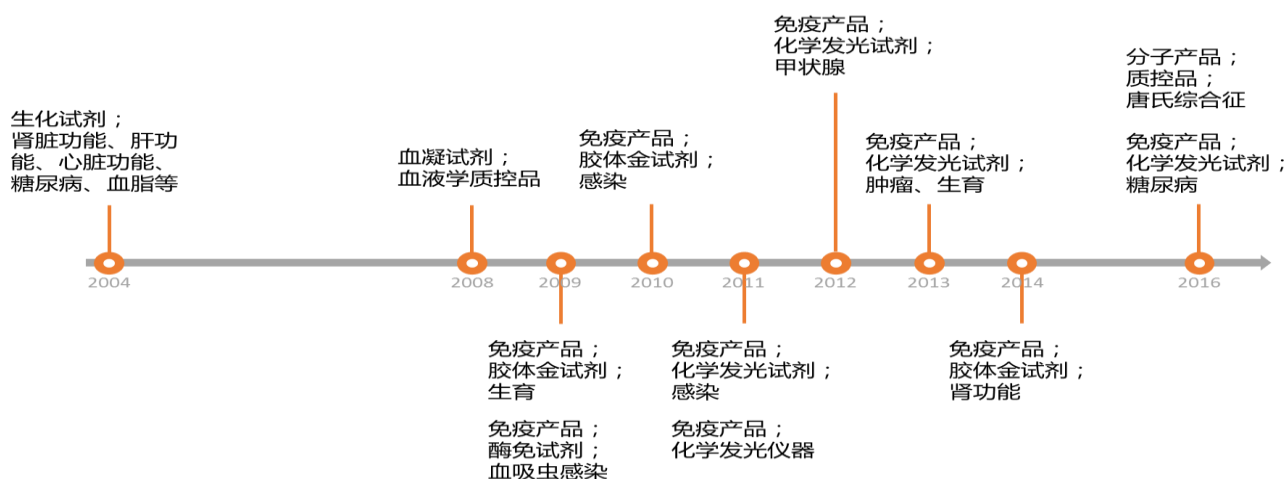
细分领域	产品类别	产品品牌	产品用途	检测项目数量
生化	生化仪器	日立	实现全自动生化检测的分析系统	54 项
血液	血细胞/尿沉渣分析及配套试剂	希森美康	用于医学实验室定量分析血液细胞和用于对尿液中有形成分定性和定量分析	7 项

微生物	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 余项
分子	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	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	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

迈克自 2004 年开始自主研发，以生化试剂为切入点，与日立生化仪配套生化系统，逐步形成以自有产品为核心竞争力的研发型公司。由于多年成熟的渠道网络，自产产品逐步比例提升，目前已经成为体外诊断研发型企业的重要一员。公司在 08-09 年开始，享受生化试剂高速增长的同时，居安思危，开始着手研发难度极高的化学发光产品。在当时而言，化学发光全部被进口品牌垄断，没有任何国产品牌。化学发光是完全封闭的系统，必须同步开发仪器和试剂，对于从未有仪器开发经验的迈克而言，具有极大的挑战性。回顾历史，开发化学发光，对于迈克是生死攸关的转型，啃完发光这块硬骨头，后续的产品开发和布局，则如覆掌，水到渠成。

图 1：迈克生物产品沿革



资料来源：招股说明书，CFDA，天风证券研究所

目前公司产品已经涵盖检验科绝大部分产品，布局完善。2016 年 5 月发布了与国际分子诊断巨头凯杰的合作，常规产品和高新技术产品，不断累积迈克的综合实力。

表 3：迈克生物上市前子公司

参股公司	主营业务
云南迈克科技有限公司	负责公司代理及自产产品在云南地区的销售
贵州迈克科技有限公司	负责公司代理及自产产品在贵州地区的销售
重庆征途科技有限公司	负责公司代理及自产产品在重庆地区的销售
四川省迈克实业有限公司	负责代理产品的采购和全部产品在四川地区的销售
四川迈克生物医疗电子有限公司	负责化学发光仪器的生产和销售

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

表 4：迈克生物上市后子公司和参股公司

参股/收购时间	公司	说明
2015.08.17	嘉善加斯戴克	血球产品研发和制造
2015.09.21	湖北迈克	2016 年底终止合作

2015.10.14	吉林迈克	吉林渠道收购
2016.04.05	四川迈克新材料	原材料开发和销售
2016.05.30	内蒙古迈克	内蒙古渠道收购
2016.10.25	新疆迈克	新疆渠道收购
2016.10.26	美因健康	分子诊断平台
2016.12.05	北京迈克	北京渠道收购
2016.12.19	广州瑞华	广州渠道收购
2017.05.03	迈凯基因	控股基因检测子公司

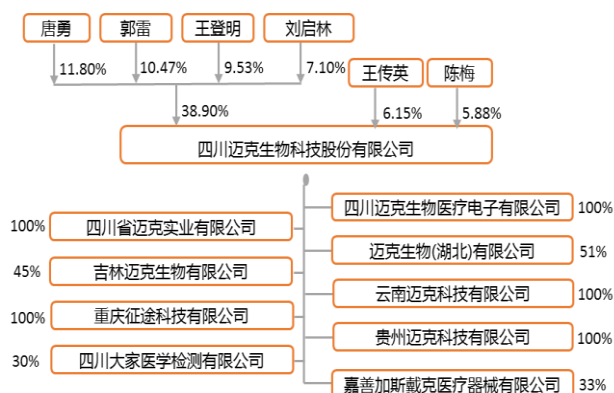
资料来源：公司公告、天风证券研究所

迈克在上市前在云贵川渝有全资子公司，分别负责当地的销售，西南区是迈克的优势区域。上市后顺应渠道整合大势，不断整合省级大的渠道。随着两票制不断推进，渠道整合成为2016-2018的关键词。收购渠道本质是掌握客户资源，以收购渠道为未来竞争格局固化的手段，最终依然会回归到产品。收购渠道是手段，而非目的，顺应行业变化，也是公司敏锐市场嗅觉的体现。

### 1.2. 股权结构是分享文化的体现，大股东增持彰显强大信心

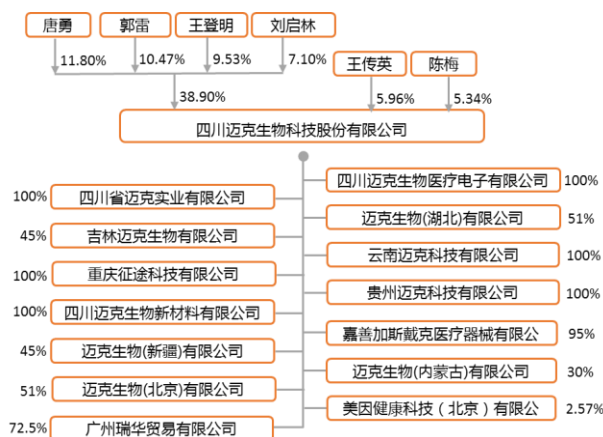
2015年迈克上市后，随着行业销售模式的变化而调整销售策略。自2014年开始尝试检验科集约化采购模式，截止到2016年底已有超过200家战略合作医院。随着医保控费压力和检验科降本增效的需求增大，集约化采购成为未来行业销售模式的趋势。迈克通过收购各地的渠道商，扩大集约化客户的地理范围，截止到2016年底，迈克共有地区渠道商6家，分别是吉林、内蒙古、新疆、北京、广州和湖北。

图 2：迈克股权结构和子公司（2015 年报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：迈克股权结构和子公司（2016 年报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：对于持股低于 51% 的渠道，如吉林、新疆、内蒙古其表决权为 60%，是实际控制人，2016 年考虑到表决权，纳入母公司报表。

迈克股权相对分散，然而四位大股东于 2009 年签订了《一致行动协议》，公司管理团队比较稳定，除了独立董事到期离任之外，2015 年杨卫平和王俊离任，2017 年吕磊离任。剩下高管均为公司早期创始就在公司就职的管理人员。

表 5：公司主要高管人员变动

职位	2012	2013	2014	2015	2016	2017
董事	唐勇、郭雷、刘启林、王登明、徐劲松；	唐勇、郭雷、刘启林、王登明、徐劲松；	唐勇、郭雷、刘启林、王登明、徐劲松；	唐勇、郭雷、刘启林、王登明、吴明建、徐劲松；	唐勇、郭雷、刘启林、王登明、吴明建、谢友运；	唐勇、郭雷、刘启林、王登明、吴明建、谢友运；



	向显湖 (独董)、王磊 (独董)、李明远 (独董)、王俊	向显湖 (独董)、王磊 (独董)、李明远 (独董)、王俊	向显湖 (独董)、王磊 (独董)、李明远 (独董)、王俊	向显湖 (独董)、王磊 (独董)、李明远 (独董)、王俊	何丹 (独董)、李婉宜 (独董)、彭刚 (独董)	何丹 (独董)、李婉宜 (独董)、彭刚 (独董)
监事	王林、吕磊、谢友运	王林、吕磊、谢友运	王林、吕磊、谢友运	王林、吕磊、谢友运	王林、邹媛、吕磊、史炜	王林、邹媛、杨慧、吕磊
高管	吴明建、刘启林、周跃国、徐劲松、邹媛、杨卫平、王俊	吴明建、刘启林、周跃国、徐劲松、邹媛、杨卫平、王俊	吴明建、刘启林、周跃国、徐劲松、邹媛、杨卫平、王俊	吴明建、刘启林、周跃国、徐劲松、唐勇、余萍、俞翔、楚建军、邹媛、杨卫平、王俊	吴明建、刘启林、周跃国、徐劲松、唐勇、余萍、俞翔、楚建军、王登明、史炜	吴明建、刘启林、周跃国、徐劲松、唐勇、余萍、俞翔、楚建军、王登明、史炜

资料来源: Wind, 招股说明书、天风证券研究所 (蓝色为调动岗位, 绿色为离任)

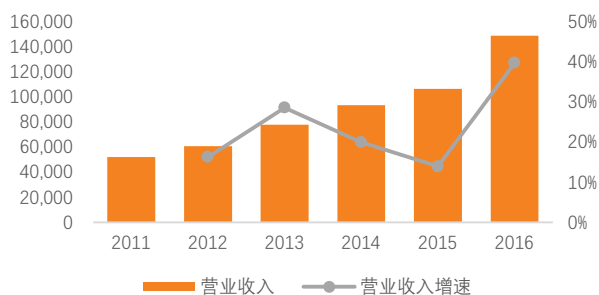
参考公司历史沿革, 绝大多数高管都在公司任职数十年, 其中早期创始人多为校友或者同学, 公司开放透明的企业文化使得公司员工稳定, 人员流失相对较小。股权相对分散, 需辩证看待, 成也萧何, 败也萧何, 迈克的股权结构是公司共享开放文化的原因, 亦是公司分享经济企业文化的结果。

2017年5月8日公司发布公告, 唐勇、郭雷先生于2017年5月5日通过深圳证券交易所证券交易系统集中竞价方式增持了本公司股份。其中唐勇增持 1,888,821 股, 持股比例从 11.80% 增加至 12.14%; 郭雷增持 838,800 股, 持股比例从 10.47% 增加至 10.62%。目前, 唐勇、郭雷先生及其一致行动人合计持有本公司 193,342,591 股股份, 占公司总股本的 39.38%。公司大股东对于公司未来具有强烈的信心, 优秀的管理层, 先进的管理理念, 良好的产品口碑, 开放分享的企业文化都是迈克的软实力。大股东的增持, 也是彰显了对公司未来的发展信心, 我们长久坚定看好。

### 1.3. 穿越调整期, 2017 年业绩进入高速发展前期

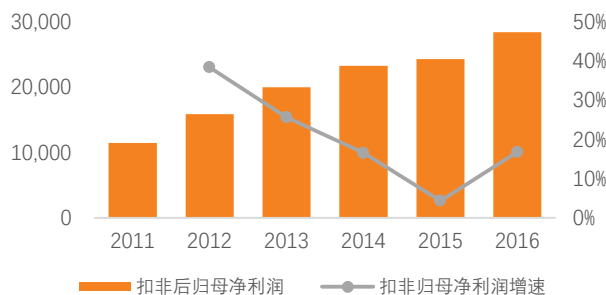
2011-2016 年公司业绩呈现增长趋势, 收入复合增长率为 23.4%, 归母净利润复合增速为 21.2%。2014-2015 年增速放缓, 与行业增速受限保持一致。2016 年公司整体收入 14.8 亿元, 比上年同期增长 39.8%, 其中代理产品销售收入同比增长 65.40%, 主要来源于吉林迈克、内蒙古迈克渠道并表所致。2016 年扣非归母净利润 28,404 万元, 同比增长 16.81%。经历过 2013-2016 年业绩调整期, 公司营收增速在 2017 年一季度突破新高, 显示出强大的增长后劲。

图 4: 2011-2016 年营收和增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 2011-2016 年营收和归母净利润增速

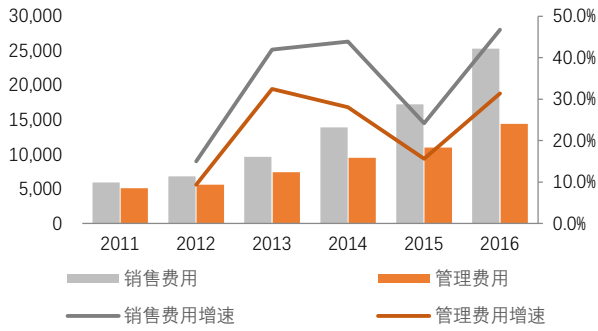


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

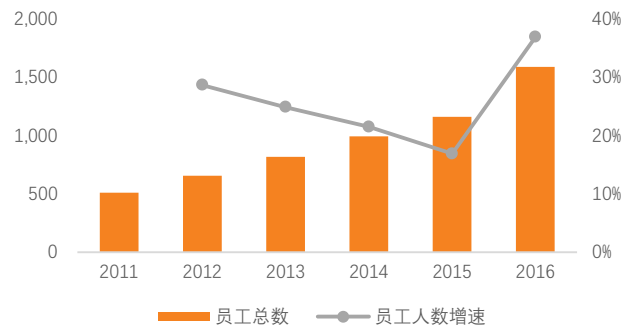
2014-2015 年由于行业招标采购等进度滞后导致行业增长变缓。2014-2015 年增长放缓的另外原因是, 由于生化产品线达到稳定增长状态, 而 2013 年刚刚上市销售的化学发光体量过小, 即使高增长也无法拉动公司近 10 个亿的收入增长。在 2016 年发光开始放量后, 随着发光的量占整体收入越来越高, 其对收入的拉动作用愈发明显。

图 6: 2011-2016 年销售费用和管理费用及增速

图 7: 2011-2016 年员工人数与增速



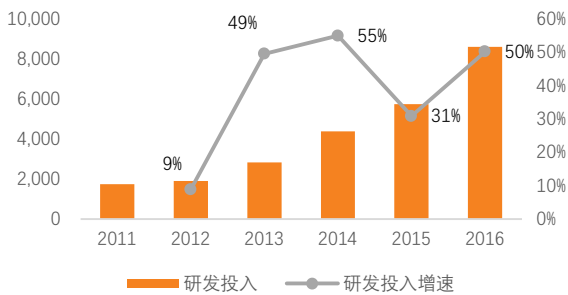
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

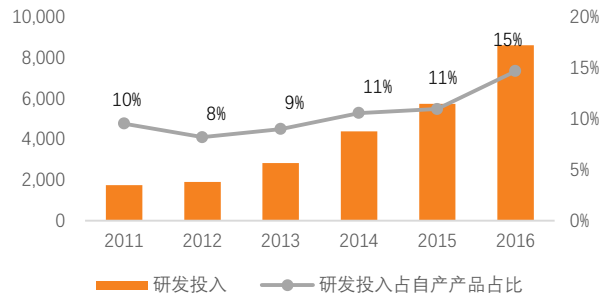
在 2013-2015 年，由于公司的重点从生化试剂转向化学发光产品线，无论是产品推广产生的销售费用、人员大量扩招和研发投入导致的管理费用都非常明显的增高，也在一定程度上拉低公司利润。然而这些投入为是未来增长的持续动力，2017 年开始明显进入投入回收期。

图 8：2011-2016 年研发费用及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

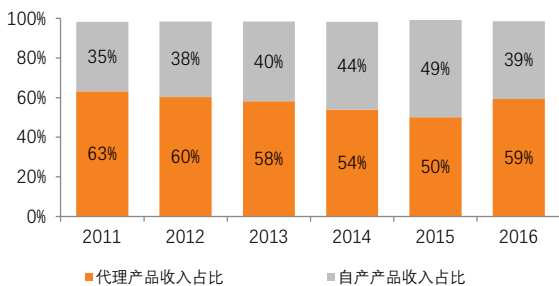
图 9：2011-2016 年研发费用及占自产产品收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

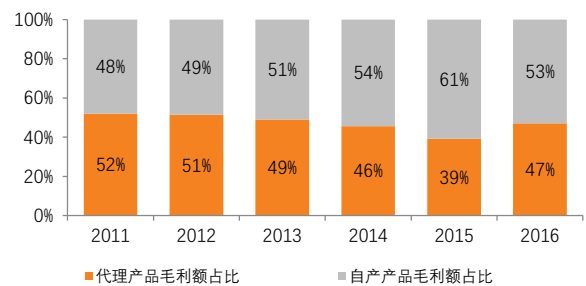
2011 年公司研发投入占比逐年提升，主要源于化学发光产品线的研发需要投入巨额资金。随着公司自产产品占比提升，公司已经成功由代理企业转型为自主研发型技术公司。2014 年开始其研发投入均占自产产品收入 10% 以上。国内医疗器械巨头迈瑞医疗每年的研发投入占整体销售额的 10%，迈克在研发上的投入已经向巨头看齐。2016 年研发投入剧增，主要用于化学发光和分子诊断产品的开发。作为以产品为核心优势的企业，研发投入是其生存和发展的生命线，即使短期内拉低利润，长久来看，依然是企业后续增长的强劲储备。

图 10：2011-2016 年代理产品和自产产品收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2011-2016 年代理产品和自产产品毛利占比



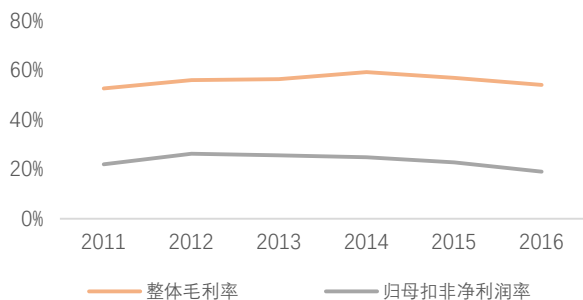
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：以上表格未计算其他收入。

迈克起家代理，随着自主知识产权产品越来越强，自产占总收入占比逐年提升。截止到 2015 年自产产品收入占比达到一半。然而由于自产产品毛利远高于代理产品，其利润占比在 2015 年自产达到 60%。2016 年由于并入渠道，因此导致自产产品占比跳跃式提升，然而毛利的主要贡献者还是自产产品。

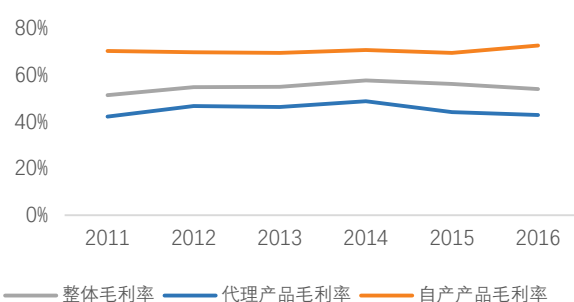


图 12：2011-2016 年整体毛利率和净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

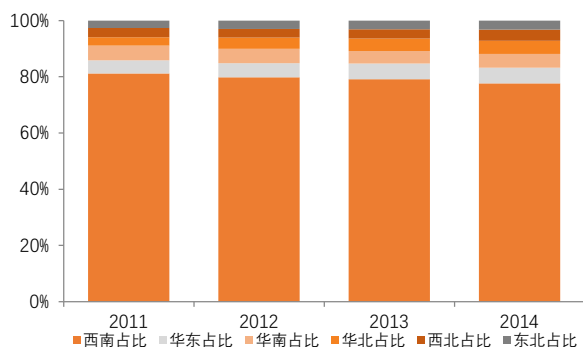
图 13：2011-2016 年代理产品和自产产品毛利率对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

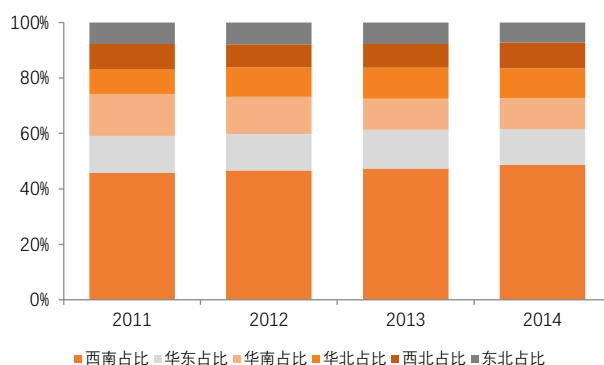
2011-2016 年公司整体毛利率在 50-58%，其中自产产品毛利率接近 70%。随着发光等高附加值产品比例不断提升，其毛利率是有提升的可能。2016 年假定公司代理毛利率微降，其自产产品毛利率有明显提升。

图 14：2011-2014 年各区域销售占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：2011-2014 年除去代理产品还原自产各区域销售占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

迈克代理进口品牌，在早期销售模式未转变之前，以代理模式划分区域，对于西南区域外的地区，代理产品则无法销售，因此几乎所有代理产品在西南区域销售，从上表可以看出，迈克约 75% 的收入来源于西南区域。除去代理产品后，还原自产产品占比，西南也是具有绝对优势，占比 40% 以上来源西南。然而随着销售模式的剧烈转变，进口品牌为了不丢失市场份额，将能够采用集采模式销售的代理商权利提升一级，集采模式已经成为凌驾与代理之外的销售渠道，无论是销售策略、价格还都与常规代理区别开来，因此区域限制的常规模式也不复存在。未来随着重点区域渠道的持续落地，迈克会突破西南区的束缚，其他区域会快速发展起来。除自产产品会借助渠道网络快速铺货，代理产品也将从西南走向全国，集采模式摧枯拉朽使得收入快速放量。客户资源的占据将是导入自产产品的必要因素，随着自产产品逐步导入，利润也将快速提升。

## 2. 龙头成长逻辑，产品为核心，模式是手段

迈克上市后，借助资本的力量，整合渠道，市场的部分观点认为，公司应该以产品为核心，而收购渠道属于贸易，与公司核心发展路径不符。然而市场变化快，2016-2018 年是渠道整合关键的三年，渠道整合最终固化竞争格局，抢占市场先机最终亦是产品具有更多机会展现自己的研发实力，从而逐步达到进口替代和“劣币”替代的目的。收购渠道只是手段，回归产品才是王道。

### 2.1. 产品线齐全是龙头标配，迈克布局趋于完善

体外诊断细分领域超过 10 个，包括免疫、生化、血球、血凝、血糖、微生物、分子、POCT 等等，其大部分产品使用场景很单一，都在检验科，其渠道复用性强，多产品使得销售的性价比增高，销售成本边际效应体现。纵观全球体外诊断巨头，如罗氏、雅培、强生等公

司，产品线的齐套性是他们的共同特点，由于品牌、渠道的协同性作用，选择同一品牌使得客户的时间成本、转换成本、兼容成本大大下降，因此产品线的齐全布局，是未来国内龙头厂家的发展方向。

### 2.1.1. 常规产品布局几乎完备，2017 开始多个新产品逐步上量

迈克早期产品主要为生化试剂，公司不断研发产品，未来将成为整体解决方案的供应商。无论是药企的龙头还是医疗器械的龙头，几乎没有只依赖单产品的企业，随着行业的发展，客户对于产品的需求也不仅仅是单产品，而是对于整体解决方案的需求，产品线延长，也保障了未来增速。单产品随着增长到稳定阶段，一定会增速放缓，多种产品具有较强的抗风险能力。

表 6：自产产品一览表

领域	产品类别	产品用途	有效期内的 CFDA 批件产品列表 (截止至 2017 年 4 月 26 日)
生化	生化试剂	主要用于检测肾脏功能、肝功能、心脏功能、糖尿病、血脂等	5'-核苷酸酶、C3、C4、D-二聚体、α-L-岩藻糖苷酶、α-淀粉酶、α-羟基丁酸脱氢酶、β2-微球蛋白、γ-谷氨酰基转移酶、白蛋白、丙氨酸氨基转移酶、超敏 C-反应蛋白、胆碱酯酶、低密度脂蛋白胆固醇、二氧化碳、钙、甘油三酯、高密度脂蛋白胆固醇、胱抑素 C、果糖胺、肌酐、肌酸激酶、碱性磷酸酶、类风湿因子、镁、免疫球蛋白 A、尿素、尿酸、尿微量白蛋白、葡萄糖、前白蛋白、乳酸脱氢酶、糖化白蛋白、天门冬氨酸氨基转移酶、同型半胱氨酸、无机磷、腺苷脱氨酶、总胆固醇、总胆汁酸、总蛋白等 58 项
免疫	酶免试剂	用于血吸虫感染和疗效考核	血吸虫循环抗原
免疫	胶体金试剂	主要用于各类感染抗体抗原检测	丙型肝炎病毒抗体、梅毒螺旋体抗体、A 群轮状病毒抗原、甲型流感病毒抗原、人类免疫缺陷病毒(HIV1+2)抗体、胱抑素 C、结核分枝杆菌 IgG 抗体、血吸虫抗体、幽门螺杆菌抗体等 11 项
免疫	化学发光仪器和试剂	主要用于全自动检测传染病、甲状腺功能、生育、糖尿病等项目	全自动化学发光测定仪、β 人游离绒毛膜促性腺激素、雌二醇、促黄体生成素、非结合型雌三醇、抗甲状腺球蛋白抗体、卵泡刺激素、泌乳素、孕酮、睾酮、妊娠相关血浆蛋白 A、人类免疫缺陷病毒抗原抗体、丙型肝炎病毒抗体、梅毒螺旋体抗体、风疹病毒 IgG/IgM 抗体、巨细胞病毒 IgG/IgM 抗体、单纯疱疹病毒 1/2 型 IgG/IgM 抗体、弓形虫 IgG/IgM 抗体、乙型肝炎病毒 e 抗体/e 抗原/表面抗体/表面抗原/核心抗体、促甲状腺激素、甲状腺素、三碘甲状腺原氨酸、抗甲状腺过氧化物酶抗体、游离甲状腺素、游离三碘甲状腺原氨酸、C 肽、胰岛素等 40 项
血液	血凝仪器和试剂	主要用于检测血液凝集能力	半自动凝血分析仪、全自动凝血分析仪、活化部分凝血活酶时间测定、凝血酶原时间测

定等

分子

质控品

用于唐氏综合征检测质控

唐氏综合征检测用多项质控品

资料来源：CFDA，天风证券研究所

迈克由生化试剂起家，生化试剂已经做到极致。其体现在生化试剂的溯源性体系的建立。作为国内首家布局量值溯源体系的厂家，迈克对检验科需求和趋势的理解，非常深入。2015年迈克加入 JCTLM（国际医学检验溯源联合委员会），参与标准制定，全球进入 JCTLM 的厂家会员只有罗氏和迈克。随着研发积累的不断增厚，自有产品涵盖生化试剂、化学发光仪器+试剂、酶免试剂、胶体金试剂、血球仪器和试剂（加斯戴克）、血凝产品、分子产品、血型产品以及各产品线的校准质控品，目前已经成为产品线布局最长，最齐全的公司之一。

### 2.1.2. 基因测序上游产品深度独有布局，初探千亿市场

在常规项目的基础上，对于高新技术的发展，公司与巨头合作，深度携手进行技术融合，团队融合，在测序领域亦有不俗布局。

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。

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. 优秀的样本处理供应商，有效避免测序假阳性概率。**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。

测序产业目前在全球市场约为 40 亿美金，其上游供应商垄断竞争，70% 被 Illumina 一家以绝对领先优势占据，2017 年初美股的估值约为 240 亿美金，足以证明全球对于基因检测的预期值。短期内该产品在临床的应用相对不够成熟，但是其市场空间和想象空间巨大。国内测序企业多集中在下游服务，由于上游垄断，成本决定方在上游供应商，因此占据上游

才具有更大的竞争优势。考虑到注册周期和市场教育时间成本，虽然短期内难以见到产出，但基因测序的广阔市场应用前景是毋庸置疑。在风口到来前布局，才能在风来的时候享受产品研发带来的红利。

更多技术细节和产业独有内容，请参考我们深度点评《[联姻分子巨头凯杰，基因测序打开一片新蓝海](#)》

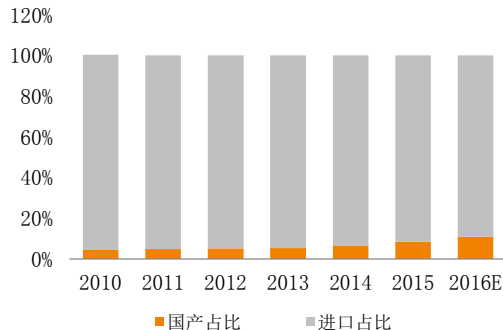
## 2.2. 化学发光即时兑现利润，新 300 速高端发光仪后劲强劲

体外诊断生化增速放缓，而非行业增速放缓，这是市场的普遍误区。上市公司以前多集中在生化领域，在国产替代超过 70%后，上市公司增长放缓，市场普遍认为行业进入成熟阶段，增速下降，难以支撑高估值。而体外诊断细分较多，生化只占约 20%的占比，其他细分，如化学发光、POCT、分子诊断都保持 25%以上的行业增长，产品线的不断布局，会使得上市公司的增长跨入新的高速赛道。

国内生化公司大部分成立于 2000 年前后，历经 15 年时间，生化试剂已经完成约 70%的国产替代，随着生化产品的不断降价和普及，未来增速进入平稳期。而化学发光产品目前的发展阶段处于 10 多年前生化刚刚起步的时段，其市场容量约为生化的 2 倍，行业本身依然保持 20-25%的增长，国产品牌增速更惊人。

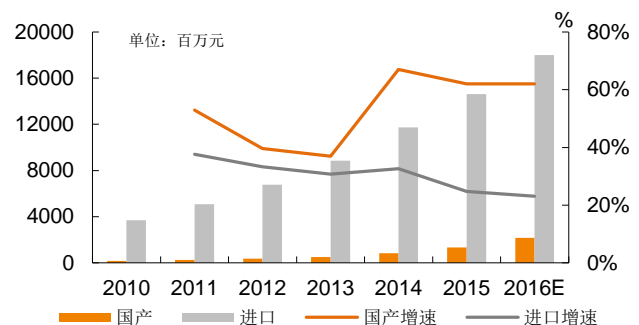
自从 2011 年新产业的第一台全自动化学发光仪器面世以来，国产品牌正在悄然觉醒，截止到 2015 年底国产品牌有 CFDA 注册证的超过 50 家但规模上亿的国产发光企业约有 5 家，预计 2016-2018 国产品牌的增速和规模都将达到一个新的高度。存量的进口品牌市场和增量的国产品牌市场均保持很高的增长水平。预计未来 3 年，国产发光行业增速可维持在 50-60%之间。

图 16：2010-2016E 年国产和进口化学发光占比



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

图 17：2011-2016E 年国产和进口化学发光容量和增速



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

随着国产品牌技术和性能不断提升，以及医改的前行，收费标准端的下调是大势所趋。外资企业镇守现有技术和市场优势将面临巨大的挑战，国产品牌的适时崛起，会带来持续的、巨大的投资价值。

由于化学发光封闭系统，对仪器和系统的要求非常高，因此新进入者难度较大。纵使目前有很多厂家拿到注册证，投放仪器，如果没有试剂现金流的收回，将面对着研发和资产折旧的双重压力。

国产发光仪刚刚起步时，大部分先以二级以下医院为目标客户群，性价比的成为国产品牌核心竞争力。目前的发光阶段处于非零和博弈阶段，由于分级诊疗带来的需求结构变化和医疗消费升级带来的新增需求，国产发光产品的需求正在大量扩容。

迈克自产产品以试剂耗材起家，初次涉猎仪器领域，2013 年发光产品上市，到 2016 年发光整体销售额仪器加试剂已有 2 亿收入，小试牛刀，已有非常好的表现。发光产品放量决定因素取决于装机台数和单机产出，而迈克目前的仪器速度为 120T/H，因此拖累单台产出



的量。2016 年预计新的 300 速发光仪有望拿证，2017 年将是新 300 速仪器的放量阶段。  
**更多化学发光行业内容和独有数据，请参考我们化学发光深度报告《化学发光，国产品牌在燃烧的远征中日夜兼程》。**

### 2.3. 打包新模式倒逼进口品牌代理权穿越西南，2017 年自产产品拐点出现

在 2009-2012 年，行业整体的销售模式以传统的销售为主，厂家以单产品的销售为主，逐步进入检验科，仪器和试剂均是通过代理商进行分销或者部分通过厂家直销，随着项目和产品的逐步增多，厂家的销售模式转变为多产品销售。厂家的产品也由早期的生化、血球、胶体金等等产品线逐步扩展到全产品线的布局，检测项目也由早期的基础项目逐步扩展到高端项目。

2012-2015 年，行业逐渐转为小投放模式，即通过仪器免费或者少量首付的方式，代理商通过垫资、租赁等模式，赚取耗材的利润。

2014-2017 年，行业销售模式发生了巨大的变化。集采打包模式以摧枯拉朽的速度在发展。随着体外诊断行业产品项目和种类的逐渐增多，体外诊断耗材的管理成本在不断上升，在降本增效的大背景下，医院慢慢退出产品的库存、物流、采购等管理环节，交由专业的服务商来完成。行业逐步出现了一种新的营销模式，集采服务。检验科的建设、采购、售后、增值服务都交由厂家来外包完成，检验科达到降低成本，提升效率的目的。该趋势通过我们实地调研医院和代理商，统一认为打包趋势是未来的销售模式。部分厂家在 2015-2016 年开始大力并购渠道，最终目的是为了抢夺客户资源，集采协议通常存续期是 5-8 年，在这段时间内，客户资源被独有或者少数几家企业锁定。进口品牌应对销售模式转变也相应调整了常规销售策略，专门给予打包企业独有的销售政策，凌驾于代理商之外，价格更有竞争力而不限区域。2016 年全国共有医院超过 20000 家，整体检验科托管打包估算超过 1000 家，目前打包医院数量占比约为 5%，市场依然有打包空间。

行业模式发生了巨大的转变，敏锐的企业都意识到巨大的商业机会，然而集采模式也具有一定的门槛。我们认为满足如下三个条件的企业进入门槛较低。

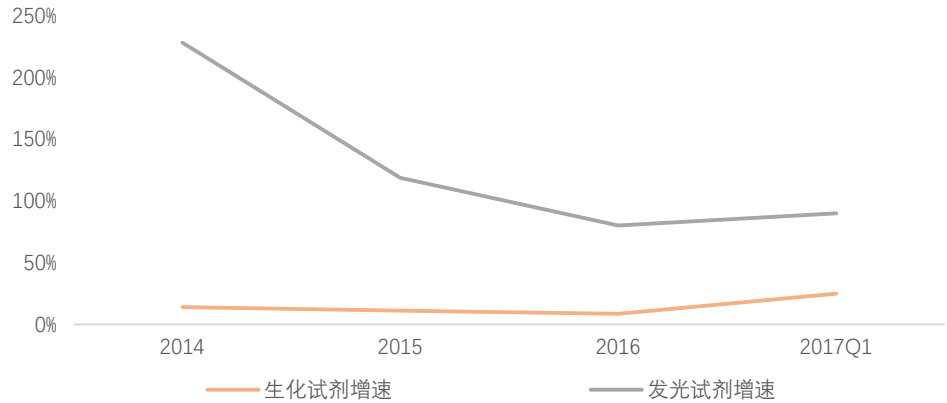
1. 资金雄厚，以上市公司为佳。打包医院在早期阶段，由于从传统的经销模式转为医院直销模式，资金账期会拉长，对现金流的要求比较高，因此持续的现金是维持集采模式的重要因素。
2. 起家多品牌代理，具有高效服务基因的公司。体外诊断仪器型号繁多，仪器进入医院后需要进行很多复杂的安装和维护过程。首先对环境进行勘察，场地，水电，信息系统准备。然后用服装机，操作培训，装机测试验收报告。后来临床应用上项目，参数，质控，平时问题解决。最后是装机后用服走访，维护等等，因此对于服务的依赖要高于药品。做过多品牌代理的厂家，已经有多年的服务经验，培训和管理门槛对于其他进入者来说相对较高。
3. 代理或者自产产品种类繁多。产品单一或者种类少，在集采打包模式中竞争力相对较弱，客户的需求和成本兼顾，需要对产品有深刻的认识，只有产品丰富，才能根据客户的需求和实际情况进行方案优化设计。既能守住客户资源又能通过有效的管理而进行盈利。

集采供应商通过服务加强与检验科的粘性，代理的作用逐渐淡化，行业销售模式市场化，以产品和服务来取胜。而对于医院而言，在经过短暂的过渡期后，成本降低、效率提升是必然结果。而对于病人而言，试剂耗材的规范化管理，检测和诊断的风险也在逐步降低，整个行业趋向更加透明和规范的模式。

迈克生物起家代理，目前自产产品布局最为完善，打包业务将带来快速的收入增长，而自产产品的不断提升和导入终端，将是未来利润的兑现入口。

对于代理的进口品牌而言，对于打包的忽略将带来丢失市场份额的沉重代价，因此对于打包商，进口品牌也给予了极大的重视，对于打包商的业务单独分出代理体系，不受地域限制，迈克的部分代理权从某种程度而言，扩大到全国范围，代理业务在外省的扩张，随着打包业务不断落地而快速起量。

图 18：2014-2017Q1 自产产品增速



资料来源：公司年报、天风证券研究所

随着 2014 年开始布局集采业务，2017 年已经看到业绩拐点，其自产发光和生化都比 2016 年有明显提速，随着集采业务继续快速推进，高速增长具有可持续性。由于自产产品的毛利率高，随着自产产品占比不断提升和快速放量，利润增长会超越收入增长，公司处于健康快速的发展赛道。

更多行业细节和独有数据，请参考我们体外诊断行业深度报告《体外诊断深度研究系列报告（一）-全局展望，国产企业加速分水岭的出现》。

#### 2.4. 海外出口业务逐渐起步，迈克全球化标准认证助其树立品牌腾飞

公司在 2013-2014 年开始逐步布局海外市场。2016 年报公司海外已经有 82 万收入，同时在海外共在 15 个国家/地区建立 19 家一级渠道经销商，销售突破涉猎欧洲、亚洲和非洲三个大洲，截止到 2016 年报，海外注册证超过 137 个，另有 63 个准入证在注册中。

表 7：截止到 2016 年底海外准入证书

序号	产品	临床应用	国家	序号	产品	临床应用	国家
1	去磁小钢珠	耗材	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	71	类风湿因子测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
2	四联反应杯	耗材	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	72	类风湿因子校准品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
3	活化部分凝血活酶时间测定试剂盒	临检	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	73	总蛋白测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
4	凝血酶原时间测定试剂盒	临检	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	74	总胆固醇测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
5	凝血酶时间检测试剂盒	临检	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	75	甘油三酯测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
6	甲状腺素测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	76	尿微量白蛋白测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
7	甲状腺素校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	77	尿微量白蛋白质控物	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
8	三碘甲状腺原氨酸测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	78	补体 C4 测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
9	三碘甲状腺原氨酸校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	79	抗链球菌溶血素“O”测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
10	糖类抗原 19-9 测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	80	抗链球菌溶血素“O”校准品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
11	糖类抗原 19-9 校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	81	补体 C3 测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
12	泌乳素测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	82	免疫球蛋白 A 测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
13	泌乳素校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	83	免疫球蛋白 G 测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
14	雌二醇测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	84	免疫球蛋白 M 测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
15	雌二醇校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	85	脂类&免疫类多项质控物	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
16	β 人游离绒毛膜促性腺激素测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	86	糖化血红蛋白质控品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
17	β 人游离绒毛膜促性腺激素校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	87	糖化血红蛋白测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其
18	卵泡刺激素测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	88	糖化血红蛋白校准品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其



19	卵泡刺激素校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	89	全自动化学发光测定仪	仪器	泰国
20	人绒毛膜促性腺激素测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	90	三碘甲状腺原氨酸测定试剂盒	免疫	泰国
21	人绒毛膜促性腺激素校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	91	三碘甲状腺原氨酸校准品	免疫	泰国
22	促黄体生成素测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	92	甲状腺素测定试剂盒	免疫	泰国
23	促黄体生成素校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	93	甲状腺素校准品	免疫	泰国
24	孕酮校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	94	促甲状腺激素测定试剂盒	免疫	泰国
25	孕酮测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	95	游离三碘甲状腺原氨酸测定试剂盒	免疫	泰国
26	睾酮测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	96	游离三碘甲状腺原氨酸校准品	免疫	泰国
27	睾酮校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	97	游离甲状腺素测定试剂盒	免疫	泰国
28	非结合型雌二醇测定试剂盒	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	98	游离甲状腺素校准品	免疫	泰国
29	非结合型雌二醇校准品	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	99	乙型肝炎病毒核心抗体检测试剂盒	免疫	泰国
30	梅毒螺旋体抗体质控物	免疫	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	100	乙型肝炎病毒核心抗体校准品	免疫	泰国
31	腺苷脱氢酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	101	乙型肝炎病毒核心抗体质控品	免疫	泰国
32	肌酐测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	102	乙型肝炎病毒 e 抗体检测试剂盒	免疫	泰国
33	胱抑素 C 测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	103	乙型肝炎病毒 e 抗体校准品	免疫	泰国
34	胱抑素 C 测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	104	乙型肝炎病毒 e 抗体质控品	免疫	泰国
35	同型半胱氨酸测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	105	乙型肝炎病毒 e 抗原检测试剂盒	免疫	泰国
36	总胆汁酸测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	106	乙型肝炎病毒 e 抗原质控物	免疫	泰国
37	α-L-岩藻糖苷酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	107	乙型肝炎病毒 e 抗原校准品	免疫	泰国
38	腺苷脱氢酶校准品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	108	乙型肝炎病毒表面抗体测定试剂盒	免疫	泰国
39	腺苷脱氢酶质控品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	109	乙型肝炎病毒表面抗体校准品	免疫	泰国
40	胱抑素 C 质控品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	110	乙型肝炎病毒表面抗体质控物	免疫	泰国
41	同型半胱氨酸质控品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	111	乙型肝炎病毒表面抗原检测试剂盒	免疫	泰国
42	总胆汁酸质控品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	112	乙型肝炎病毒表面抗原质控物	免疫	泰国
43	α-L-岩藻糖苷酶质控物	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	113	乙型肝炎病毒表面抗原校准品	免疫	泰国
44	α-L-岩藻糖苷酶校准品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	114	丙型肝炎病毒抗体测定试剂盒	免疫	泰国
45	葡萄糖测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	115	丙型肝炎病毒抗体校准品	免疫	泰国
46	葡萄糖测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	116	丙型肝炎病毒抗体质控物	免疫	泰国
47	尿酸测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	117	梅毒螺旋体抗体测定试剂盒	免疫	泰国
48	尿素测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	118	梅毒螺旋体抗体校准品	免疫	泰国
49	直接胆红素测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	119	梅毒螺旋体抗体质控物	免疫	泰国
50	总胆红素测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	120	风疹病毒 IgG 抗体测定试剂盒	免疫	泰国
51	丙氨酸氨基转移酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	121	风疹病毒 IgG 抗体质控物	免疫	泰国
52	天门冬氨酸氨基转移酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	122	风疹病毒 IgG 抗体校准品	免疫	泰国
53	白蛋白测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	123	风疹病毒 IgM 抗体测定试剂盒	免疫	泰国
54	钙测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	124	风疹病毒 IgM 抗体质控物	免疫	泰国
55	肌酸激酶 MB 同工酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	125	风疹病毒 IgM 抗体校准品	免疫	泰国
56	肌酸激酶&肌酸激酶同工酶校准品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	126	化学发光免疫复合质控品	免疫	泰国
57	肌酸激酶&肌酸激酶同工酶质控品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	127	样本稀释液	免疫	泰国
58	碱性磷酸酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	128	样本稀释液	免疫	泰国
59	α-淀粉酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	129	样本稀释液	免疫	泰国
60	肌酸激酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	130	全自动免疫检验系统用底液	免疫	泰国
61	乳酸脱氢酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	131	清洗液	免疫	泰国
62	γ-谷氨酰基转移酶测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	132	一次性吸头/样本反应杯	耗材	泰国
63	C-反应蛋白测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	133	清洗液	免疫	菲律宾
64	C-反应蛋白校准品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	134	血细胞分析用稀释液 GD-5	临检	菲律宾
65	高密度脂蛋白胆固醇测定试剂盒	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	135	血细胞分析用溶血剂 LH-5	临检	菲律宾

66	超敏 C-反应蛋白校准品	生化	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	136	血细胞分析用溶血剂 LD-5	临检	菲律宾
67	去磁小钢珠	耗材	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	137	血细胞分析用染色液 DD-5	临检	菲律宾
68	四联反应杯	耗材	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	138	全自动五分类血球分析仪 DH-510	仪器	菲律宾
69	活化部分凝血活酶时间测定试剂盒	临检	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其	139	全自动五分类血球分析仪 DH-520	仪器	菲律宾
70	凝血酶原时间测定试剂盒	临检	欧盟及 EEA 和瑞士、土耳其				

资料来源：2016 年报，天风证券研究所

除去以上已经具有的准入证书，迈克 2016 年报中披露了正在注册中的产品。预计到 2017 年底，迈克产品可在欧盟、瑞士、土耳其、马来西亚、伊朗、菲律宾等地区销售，

表 8：2016 年海外申报中的产品准入证书

序号	产品	临床应用	国家	序号	产品	临床应用	国家
1	全自动化学发光测定仪	仪器	伊朗	33	总前列腺特异性抗原测定试剂盒	免疫	马来西亚
2	全自动化学发光测定仪	仪器	马来西亚	34	总前列腺特异性抗原校准品	免疫	马来西亚
3	三碘甲状腺原氨酸测定试剂盒	免疫	伊朗	35	肿瘤标志物质控物	免疫	马来西亚
4	三碘甲状腺原氨酸测定试剂盒	免疫	马来西亚	36	梅毒螺旋体抗体校准品	免疫	马来西亚
5	三碘甲状腺原氨酸校准品	免疫	伊朗	37	梅毒螺旋体抗体质控物	免疫	马来西亚
6	三碘甲状腺原氨酸校准品	免疫	马来西亚	38	梅毒螺旋体抗体质控物	免疫	
7	甲状腺素测定试剂盒	免疫	伊朗	39	样本稀释液 1 号	耗材	伊朗
8	甲状腺素测定试剂盒	免疫	马来西亚	40	样本稀释液 1 号	耗材	马来西亚
9	甲状腺素校准品	免疫	伊朗	41	样本稀释液 2 号	耗材	伊朗
10	甲状腺素校准品	免疫	马来西亚	42	样本稀释液 2 号	耗材	马来西亚
11	促甲状腺激素测定试剂盒 (	免疫	伊朗	43	样本稀释液 3 号	耗材	伊朗
12	游离三碘甲状腺原氨酸测定试剂盒	免疫	伊朗	44	样本稀释液 3 号	耗材	马来西亚
13	游离三碘甲状腺原氨酸测定试剂盒	免疫	马来西亚	45	全自动免疫检验系统用底物液	耗材	伊朗
14	游离三碘甲状腺原氨酸校准品	免疫	伊朗	46	全自动免疫检验系统用底物液	耗材	马来西亚
15	游离三碘甲状腺原氨酸校准品	免疫	马来西亚	47	清洗液	耗材	伊朗
16	游离甲状腺素测定试剂盒	免疫	伊朗	48	清洗液	耗材	马来西亚
17	游离甲状腺素测定试剂盒	免疫	马来西亚	49	一次性吸头/样本反应杯	耗材	伊朗
18	游离甲状腺素校准品	免疫	伊朗	50	一次性吸头/样本反应杯	耗材	马来西亚
19	游离甲状腺素校准品	免疫	马来西亚	51	去磁小钢珠	耗材	菲律宾
20	抗甲状腺球蛋白抗体测定试剂盒	免疫	马来西亚	52	去磁小钢珠	耗材	印度尼西亚
21	抗甲状腺球蛋白抗体校准品	免疫	马来西亚	53	四联反应杯	耗材	菲律宾
22	抗甲状腺过氧化物酶抗体测定试剂盒	免疫	马来西亚	54	四联反应杯	耗材	印度尼西亚
23	抗甲状腺过氧化物酶抗体校准品	免疫	马来西亚	55	肌酐测定试剂盒	生化	韩国
24	甲胎蛋白测定试剂盒	免疫	马来西亚	56	生化复合校准品	生化	韩国
25	甲胎蛋白校准品	免疫	马来西亚	57	生化质控品	生化	韩国
26	糖类抗原 126 测定试剂盒	免疫	马来西亚	58	血细胞分析用稀释液 GD-5	血球	印度尼西亚
27	糖类抗原 126 测定试剂盒	免疫	马来西亚	59	血细胞分析用溶血剂 LH-5	血球	印度尼西亚
28	糖类抗原 19-9 校准品	免疫	马来西亚	60	血细胞分析用溶血剂 LD-5	血球	印度尼西亚
29	癌胚抗原测定试剂盒	免疫	马来西亚	61	血细胞分析用染色液 DD-5	血球	印度尼西亚
30	癌胚抗原校准品	免疫	马来西亚	62	全自动五分类血球分析仪 DH-510	仪器	印度尼西亚
31	游离前列腺特异性抗原测定试剂盒	免疫	马来西亚	63	全自动五分类血球分析仪 DH-520	仪器	印度尼西亚
32	游离前列腺特异性抗原校准品	免疫	马来西亚				

资料来源：2016 年报，天风证券研究所

海外市场长期被进口品牌占据，绝大部分地区本地制造业不如中国发达，如东南亚国家，根据我们以前实地调研，以旅游及轻工业为主，当地几乎没有本地企业生产制造，由于缺

乏本地竞争，导致产品长年保持较高的价格。中国企业作为国际市场的鲶鱼搅局者，由于其性价比较高，在早期放量相对容易。但长久来看，需要树立国际化品牌才能具有持续的竞争力。迈克作为 JCTLM 企业成员（全球只有罗氏和迈克），参与制定全球行业标准，其全球品牌正在逐步树立中，以高起点进入全球市场，我们看好公司未来长久发展。

综上所述，迈克以产品研发为核心竞争力，通过布局渠道网络，以集采的模式快速抢占客户资源和市场份额，在集采的模式中，去代理化，不断加强与客户的粘性，提升产品和服务质量，在集采 5-8 年的合约期内，不断导入自产产品而持续盈利。其核心点有如下三条：

1. 迈克产品布局齐全，各条细分产品线在 2017 年后都可陆续销售，产生利润。短期发光的快速增长可以有效带动收入和利润的增长。
2. 集采业务，将跨越西南区代理权的区域限制，自产产品协同代理产品一起走向集采客户。
3. 自产产品导入集采客户，随着占比提升，整体毛利率将持续上升。

作为中国体外诊断优秀的企业之一，迈克具有成为标杆性的具有社会责任的企业潜质。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	200.76	153.86	177.22	214.09	487.16	营业收入	1,065.17	1,488.78	2,215.31	2,676.09	3,074.83
应收账款	593.97	805.42	1,066.46	1,202.00	1,404.46	营业成本	458.40	683.41	1,064.45	1,245.72	1,379.67
预付账款	61.55	81.67	134.37	130.60	156.93	营业税金及附加	9.37	11.33	20.01	22.69	25.75
存货	266.87	359.29	660.08	533.12	788.17	营业费用	172.59	253.25	385.46	454.94	516.57
其他	656.71	348.63	337.87	448.39	378.40	管理费用	109.67	144.09	218.65	263.06	289.03
<b>流动资产合计</b>	<b>1,779.85</b>	<b>1,748.87</b>	<b>2,376.00</b>	<b>2,528.20</b>	<b>3,215.12</b>	财务费用	8.01	7.93	5.89	4.64	-0.89
长期股权投资	25.84	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	15.68	19.61	15.41	16.90	17.31
固定资产	282.50	331.83	512.95	636.09	711.45	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	234.10	453.78	308.27	232.96	169.78	投资净收益	10.87	33.89	0.00	0.00	0.00
无形资产	22.22	85.73	78.65	71.56	64.48	其他	-21.75	-67.78	0.00	0.00	-0.00
其他	27.66	78.11	65.63	66.20	66.60	<b>营业利润</b>	<b>302.32</b>	<b>403.04</b>	<b>505.43</b>	<b>668.14</b>	<b>847.38</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>592.33</b>	<b>949.46</b>	<b>965.49</b>	<b>1,006.81</b>	<b>1,012.30</b>	营业外收入	3.04	10.04	4.81	5.96	6.94
<b>资产总计</b>	<b>2,372.18</b>	<b>2,698.33</b>	<b>3,341.49</b>	<b>3,535.01</b>	<b>4,227.43</b>	营业外支出	2.97	12.40	8.60	7.99	9.66
短期借款	66.24	129.74	295.26	55.77	0.00	<b>利润总额</b>	<b>302.40</b>	<b>400.68</b>	<b>501.64</b>	<b>666.11</b>	<b>844.65</b>
应付账款	88.53	89.23	203.63	143.93	230.53	所得税	51.43	71.79	92.80	123.23	156.26
其他	134.98	172.23	134.84	157.24	163.99	<b>净利润</b>	<b>250.96</b>	<b>328.89</b>	<b>408.83</b>	<b>542.88</b>	<b>688.39</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>289.75</b>	<b>391.20</b>	<b>633.72</b>	<b>356.95</b>	<b>394.52</b>	少数股东损益	-0.08	16.87	6.94	12.30	20.86
长期借款	69.00	0.00	26.87	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>251.04</b>	<b>312.02</b>	<b>401.89</b>	<b>530.59</b>	<b>667.53</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.45	0.56	0.72	0.95	1.20
其他	12.96	23.80	15.89	17.55	19.08						
<b>非流动负债合计</b>	<b>81.96</b>	<b>23.80</b>	<b>42.76</b>	<b>17.55</b>	<b>19.08</b>						
<b>负债合计</b>	<b>371.71</b>	<b>415.01</b>	<b>676.48</b>	<b>374.50</b>	<b>413.60</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	5.31	39.93	46.53	58.62	79.02	<b>成长能力</b>					
股本	186.00	558.00	558.00	558.00	558.00	营业收入	13.94%	39.77%	48.80%	20.80%	14.90%
资本公积	970.42	584.86	584.86	584.86	584.86	营业利润	3.18%	33.32%	25.40%	32.19%	26.83%
留存收益	1,809.16	1,685.40	2,060.49	2,543.90	3,176.81	归属于母公司净利润	10.98%	24.29%	28.80%	32.02%	25.81%
其他	-970.42	-584.86	-584.86	-584.86	-584.86	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,000.47</b>	<b>2,283.32</b>	<b>2,665.01</b>	<b>3,160.51</b>	<b>3,813.82</b>	毛利率	56.96%	54.10%	51.95%	53.45%	55.13%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,372.18</b>	<b>2,698.33</b>	<b>3,341.49</b>	<b>3,535.01</b>	<b>4,227.43</b>	净利率	23.57%	20.96%	18.14%	19.83%	21.71%
						ROE	12.58%	13.91%	15.35%	17.11%	17.87%
						ROIC	29.38%	17.19%	18.55%	19.69%	23.06%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	15.67%	15.38%	20.24%	10.59%	9.78%
						净负债率	-2.20%	-1.19%	2.34%	4.21%	1.21%
						流动比率	6.14	4.47	3.75	7.08	8.15
						速动比率	5.22	3.55	2.71	5.59	6.15
						<b>营运能力</b>					
						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	4.35	4.49	4.65
						总资产周转率	0.59	0.59	0.73	0.78	0.79
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.45	0.56	0.72	0.95	1.20
						每股经营现金流	0.06	0.09	-0.09	0.75	0.74
						每股净资产	3.58	4.02	4.69	5.56	6.69
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	57.52	46.28	35.93	27.22	21.63
						市净率	7.24	6.44	5.52	4.66	3.87
						EV/EBITDA	60.00	28.36	26.91	20.13	15.73
						EV/EBIT	70.25	33.34	28.57	21.30	16.56

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