

化学发光业务加速拓展，研发投入迎来收获期

——迈克生物（300463）公司研究报告（20200210）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 公司是优质实验室整体解决方案供应商

公司 1994 年在四川成立，是国内领先的体外诊断产品提供商，销售的代理及自产产品可以满足医学实验室 90% 以上的需求。目前，公司自主产品销往全国六千余家各级医院，二级和三级医院产品覆盖率分别达到 35% 和 50%。

❖ 体外诊断市场蓬勃发展，渠道下沉推动渗透率提升

2018 年我国体外诊断市场规模约为 604 亿元，预计未来三年仍将保持 15%-20% 的增速发展，到 2021 年将达到 1000 亿元左右。其中生化诊断发展较为成熟，行业增速在 6%-7%，免疫诊断市场增速约 20%。免疫诊断从技术上分为酶促化学发光、直接化学发光、电化学发光。直接化学发光和电化学发光由于避免了酶的催化发光从而有效提高了反应速度。出于提高检验效率的需求，化学发光向高通量、流水线化发展，检测项目不断丰富。

❖ 化学发光系列实现技术迭代，双主力机型全力起跑

近期公司研发项目加速获批，其中生化产业链向仪器封闭化发力，试剂产品围绕解决试剂的药物干扰问题实现突破，包括肌酐试剂盒、尿酸测定试剂盒等产品陆续获批。化学发光旗舰机 i3000 于 2018 年上市，是未来业务一大亮点，作为面向高端市场的高通量全自动免疫分析仪，目前配套试剂已获批 29 个项目，规划品种超过 120 项，能够充分满足各级医学实验室的临床应用需求。2020 年 1 月，中低速化学发光仪 i1000 获批，对标二级以下医院销售与 i3000 实现完美互补，预计未来公司在化学发光市场地位将进一步提升。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级。

预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 34.36、43.70、54.93 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 5.44、6.82、8.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.98、1.22、1.54 元/股，对应 PE 分别为 34、27、21 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**产品研发进度不及预期、医药行业政策变动风险、产品推广速度不及预期等。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	2685	3436	4370	5493
+/-%	36%	28%	27%	26%
归属母公司净利润(亿元)	445	544	682	859
+/-%	19%	22%	25%	26%
EPS(元)	0.80	0.98	1.22	1.54
PE (X)	41.16	33.64	26.87	21.31

资料来源：公司公告，川财证券研究所预测

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	医药生物
报告时间	2020/2/10
前收盘价	32.82 元
公司评级	增持评级

分析师

周豫

证书编号：S1100518090001
010-66495613
zhouyu@cczq.com

联系人

张雪

证书编号：S1100118080003
010-66495936
zhangxue@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

迈克生物是 IVD 领域优质的产品提供商，从公司自身的成长路径看，代理业务起家的迈克致力于通过自主研发实现从代理商到厂商的华丽转型。当前时点我们看好迈克生物的投资布局价值，主要认为公司在以下方面存在市场的预期差：

(1) 市场认为公司的产品梯队及成长空间存在较大不确定性，我们认为公司在化学发光系列产品的突破是发展的拐点：2011 年，IS1200 全自动化学发光仪的上市让公司在化学发光平台上实现了从 0 到 1 的突破，而 2018 年 i3000 的推出让公司在直接化学发光技术平台上开启了从 1 到 n 的快速发展，同时公司在打造实验室整体解决方案上不断发力，中低速免疫分析仪 i1000、生化仪 C800、高通量血细胞分析仪 F800 等自主研发仪器开始落地。

公司上市后始终保持高研发投入，2018 年研发支出 1.62 亿元，同比增长 49.59%。把研发支出的资本化率作为前测指标，我们发现公司资本化比例从 2015 年的 6.82% 逐年提升，增至 2018 年的 33.16%，资本化率的持续上升说明研发后期项目的投入占比提升，从 2019 年 C800、F800 以及 i1000 等重磅机型获批可以得到印证。公司在主要技术平台的研发进入加速获批阶段，带动未来系列产品及仪器的销售。

(2) 此前市场对公司的打包业务存疑，认为收购公司的消化会影响公司的长期发展，我们认为代理业务已经融入迈克生物自主产品的生态体系，开始不断优化及贡献自主产品的销售增量，产生协同效应。渠道商的收购整合是公司将自有产品销售推广至全国的重要举措，除四川外，公司目前共计拥有 13 家省（直辖市）级渠道商，基本完成了公司对渠道商的战略性收购计划，最后一家山西迈克于 2018 年 2 月作为公司新设的子公司并表，至此，代理业务对公司表观营业收入的影响到 2019 年二季度已基本结束。截至 2019 年末，公司代理业务净利润占比约 60%，随着公司对渠道商代理产品结构的调整，未来将更多销售公司自产品种，整体收入占比有望持续下降。

(3) 从公司在行业的竞争地位及核心优势上，此篇报告进一步细化。旗舰机 i3000 在高端市场推广顺利，在用户端反馈良好，不停机加样功能提升检验效率，已获批的试剂项目能满足大部分检验需求，预计 2020 年有更好的销售表现。i1000 于 1 月获批，对标二级以下医院，与 i3000 实现完美互补，公司在化学发光检测领域优势有望进一步提升。

正文目录

投资摘要	2
优质实验室整体解决方案供应商	6
1.主营业务：专业体外诊断产品的销售服务	6
2.财务分析：2019年Q3业绩同比增长16.5%	7
3.经营模式：直销和经销并行，积极推动经销模式布局全国	8
体外诊断市场蓬勃发展，渠道下沉推动渗透率提升	9
1.国内体外诊断市场规模超600亿元，行业进口替代水平仍较低	9
2.化学发光逐步替代传统酶联免疫，实现进口替代	11
3.化学发光向高通量、流水线化发展，检测项目不断丰富	14
研发项目加速获批，化学发光系列产品不断优化	16
1.自主研发产品不断突破，在研项目及产品销售快速增长	16
2.生化产业链向仪器封闭化发力，试剂产品提升抗干扰性能	18
2.1.自主研发全自动生化仪获批，开启生化系统封闭化进程	18
2.2.抗干扰试剂不断推出，大幅提升使用体验	19
3.化学发光系列实现技术迭代，双主力机型全力起跑	19
3.1.i3000进军高端市场，i1000对标二级以下医院完美互补	19
3.2.致力提升试剂整体品质，量值溯源体系为产品精准保驾护航	22
3.3.与日立合作，打造高水平全自动生化免疫流水线	23
代理业务融入产品体系，股权激励显发展信心	24
1.渠道整合完成，分销业务继续发力	24
2.股权激励授予核心管理人员，坚定发展信心	26
估值：首次覆盖给予“增持”评级	27
风险提示	30
盈利预测	31

图表目录

图 1:	迈克生物主营业务.....	6
图 2:	迈克生物股权结构.....	7
图 3:	2019Q3 营业收入同比增长 20.1%.....	8
图 4:	2019Q3 归母净利润同比增长 16.5%.....	8
图 5:	自产产品及代理产品保持均高速增长（单位：亿元）.....	8
图 6:	自产产品毛利率有所提升.....	8
图 7:	2019 年 Q3 净利率水平提升.....	8
图 8:	净资产收益率自 2015 年开始逐渐提升.....	8
图 9:	迈克生物经营模式.....	9
图 10:	2014-2018 年国内体外诊断行业市场规模及增长预测（单位：亿元）.....	10
图 11:	体外诊断产业链及主要提供商.....	11
图 12:	2018 年体外诊断行业细分市场占比.....	12
图 13:	2018 年免疫诊断市占率.....	12
图 14:	三类化学发光技术反应机理对比.....	14
图 15:	迈克生物产品技术平台.....	16
图 16:	研发费用主要用于临检及免疫平台.....	17
图 17:	2019Q3 归母净利润同比增长 16.5%.....	17
图 18:	研发投入高速增长.....	17
图 19:	研发支出资本化率不断提高.....	17
图 20:	迈克生物全自动生化分析系统 C800.....	18
图 21:	迈克生物全自动化学发光免疫分析仪 I3000 主要参数.....	20
图 22:	迈克生物全自动化学发光免疫分析仪 I3000 产品特点.....	21
图 23:	迈克生物量值溯源流程及通过认证产品图.....	23
图 24:	迈克生物与日立合作生化免疫流水线示意图.....	23
图 25:	迈克生物省级渠道商布局情况.....	24
图 26:	迈克生物国内各地区销售收入及西南地区收入占比（单位：亿元）.....	26

表格 1.	体外诊断检测技术分类及应用.....	11
表格 2.	化学发光主要技术比较	13
表格 3.	国内市场主要企业流水线产品组合	14
表格 4.	国内市场化学发光主力机型对比.....	15
表格 5.	封闭式系统与开放式系统对比.....	18
表格 6.	传统酶法肌酐检测试剂盒干扰情况	19
表格 7.	公司直接化学发光平台获批试剂盒（截至 2020 年 1 月）	21
表格 8.	迈克生物上市后收购新设渠道公司情况	25
表格 9.	公司 2018 年限制性股票激励计划首次授予情况	26
表格 10.	收入、成本和费用预测	27
表格 11.	现金流贴现法 WACC 预测值.....	28
表格 12.	DCF 估值敏感性分析.....	29
表格 13.	可比公司估值比较.....	29

优质实验室整体解决方案供应商

1. 主营业务：专业体外诊断产品的销售服务

公司 1994 年在四川成立，是国内领先的体外诊断产品提供商，主营业务为体外诊断产品的研发、生产、销售和服务，现阶段通过代理国外如日立、希森美康、碧迪、雅培、生物梅里埃等知名体外诊断品牌优势产品或与之开展战略合作等方式，自主产品和代理产品互为补充，可以满足医学实验室 90% 以上的需求。目前，公司自主产品销往全国六千余家各级医院，二级和三级医院产品覆盖率分别达到 35% 和 50%。

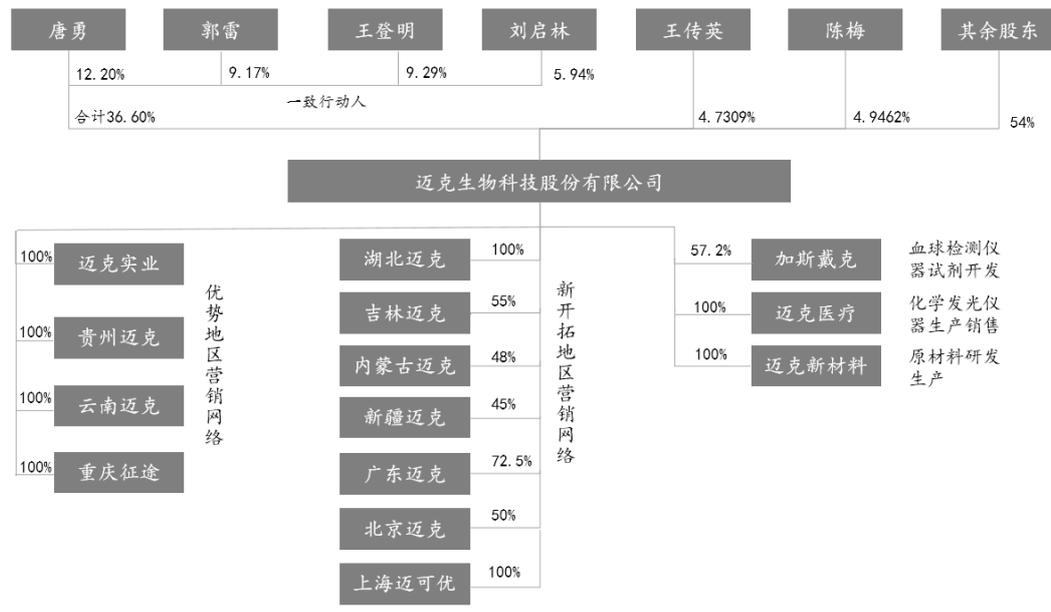
图 1：迈克生物主营业务



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司实际控制人为唐勇先生、郭雷先生、王登明先生及刘启林先生，四人签署一致行动人协议，共计持有公司 36.60% 比例的股份。截至 2020 年 2 月 7 日，公司公告披露实际控制人股权质押数量 2833 万股，占总股本比例为 5.08%。

图 2：迈克生物股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 财务分析：2019 年 Q3 业绩同比增长 16.5%

公司成立最初从事“日立”等品牌的进口诊断产品的代理销售，同时开始尝试诊断试剂的自主研发与生产。2019 年前三季度公司营业收入 23.48 亿元，同比增长 20.1%，归属母公司净利润 4.14 亿元，同比增长 16.5%，其中代理产品营业收入 9.52 亿元，同比增长 22%，占营业收入比重达 63%，贡献主要营业收入；自产产品营业收入 5.50 亿元，同比增长 21%，营收占比为 36%，毛利率方面，自产产品毛利率达 81%，代理产品为 37%，自产产品在利润贡献上超过代理产品。

现阶段通过代理国外如日立、希森美康、碧迪、雅培、生物梅里埃等知名体外诊断品牌优势产品或与之开展战略合作等方式，自产产品和代理产品互为补充，可以满足医学实验室 90% 以上的需求，并为客户提供更多产品选择和综合服务。报告期内，自产生化试剂收入同比增长 23.94%、自产免疫试剂同比增长 32.55%、自产血球试剂同比增长 52.48%。自产试剂毛利率逐年稳中有升、自产仪器按计划实现装机，市场拓展和盈利能力的提升是公司业绩持续增长的重要驱动因素。

图 3： 2019Q3 营业收入同比增长 20.1%



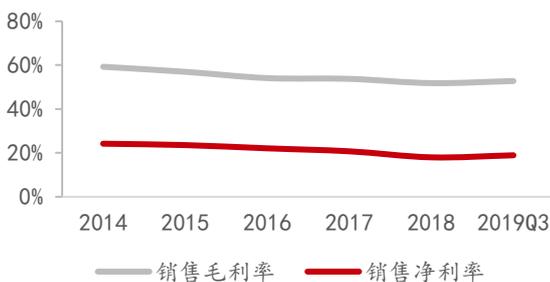
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 自产产品及代理产品保持均高速增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 2019 年 Q3 净利率水平提升



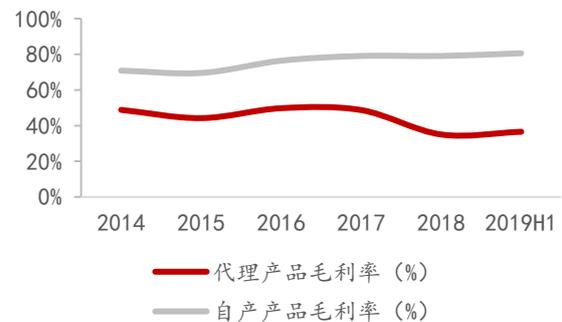
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 2019Q3 归母净利润同比增长 16.5%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 自产产品毛利率有所提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 净资产收益率自 2015 年开始逐渐提升



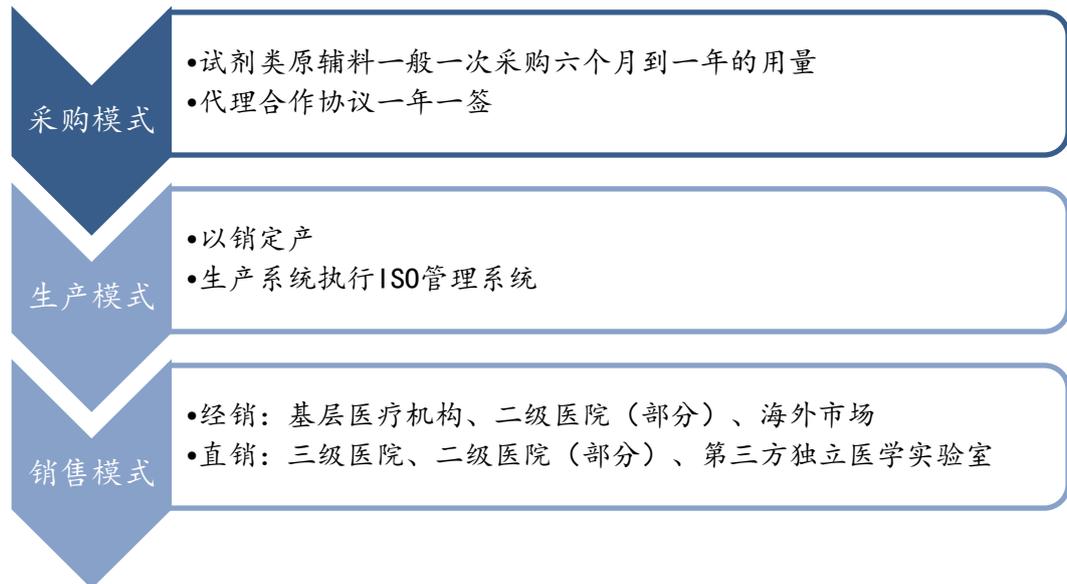
资料来源：Wind，川财证券研究所

3. 经营模式：直销和经销并行，积极推动经销模式布局全国

公司销售产品和提供技术服务的终端客户主要为医疗机构、第三方检测中心等，其中医疗机构包括各类医院、社区医疗服务中心、乡镇卫生院、体检中心等。公司针对终端客户的主要销售模式为直销与经销并行，国内市场公司一方面对

三甲及部分二甲医院等主要客户采取直销方式，另一方面为顺应国家医改、分级诊疗等举措，公司大力发展专注于体外诊断行业的经销商积极开拓基层医疗机构，并协助经销商为终端客户提供专业的产品与服务；海外市场依托当地经销商进行产品注册和区域销售及服务。

图 9：迈克生物经营模式



资料来源：公司公告，川财证券研究所

体外诊断市场蓬勃发展，渠道下沉推动渗透率提升

体外诊断（In Vitro Diagnosis，即 IVD）是指在人体之外通过对人体样本（血液、体液、组织等）进行检测而获取临床诊断信息，进而判断疾病或机体功能的产品和服务，按照方法学的不同分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、细菌与微生物检测、血液检测、POCT 快速检测等细分领域。

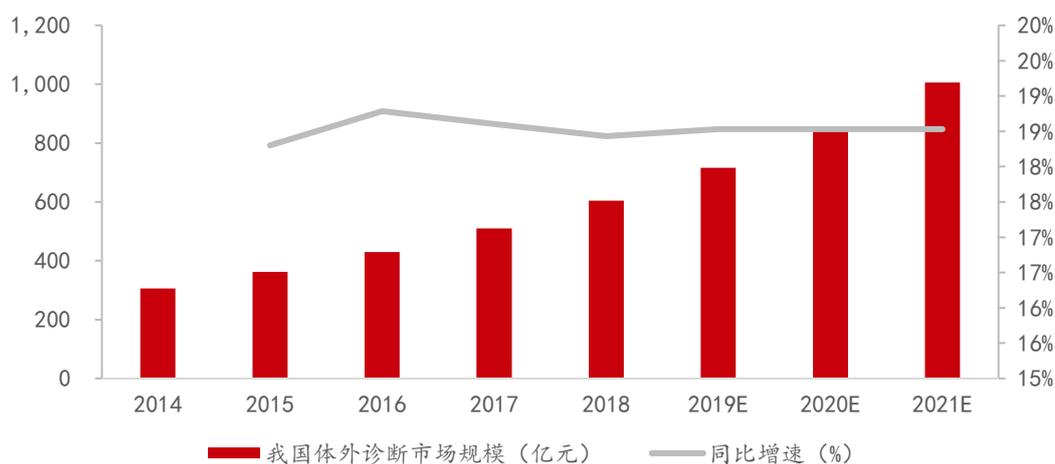
1. 国内体外诊断市场规模超 600 亿元，行业进口替代水平仍较低

根据美国 IQVIA 数据，2017 年全球体外诊断市场为 593 亿美元，较 2016 年同比增长 5%，预计全球 IVD 未来 5 年复合年增长率为 6.7%，行业排名前四位的公司分别为罗氏、雅培、丹纳赫及西门子健康。国内体外诊断行业起步于 20 世纪 80 年代，2018 年我国体外诊断市场规模约为 604 亿元，2014-2018 年 CAGR 达 18.53%，远超全球市场平均水平，预计未来三年仍将保持 15%-20% 的增速发展，到 2021 年将达到 1000 亿元左右。目前国内体外诊断市场份额

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

仍有 80%以上为进口高端产品，随着国内厂家与国际巨头在技术水平上的差距不断缩小以及凭借产品价格优势实现市场拓展，将在一定程度实现进口替代，提升行业国产化率。

图 10： 2014-2018 年国内体外诊断行业市场规模及增长预测（单位：亿元）



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2019 版）》，川财证券研究所

体外诊断市场从产业链角度分为上游原材料、中游试剂及仪器以及下游的医疗消费终端三大领域。目前体外诊断大部分上游原材以进口为主，客户粘性较大，中游生产企业近年来加码布局上游原材料的研发，目前拥有相当规模的上游企业不多；中游试剂及仪器生产企业仍以进口产品为主，国内企业如迈克生物、安图生物、迈瑞医疗等公司已经在生化及化学发光等领域布局，有望持续实现产品的销售增长；下游用户以医疗机构为主，并且国内第三方医学实验室发展迅猛，业务增速超过医院检验科业务增速，也是承接中游增长的强劲消费终端，此外，公立医院及民营体检中心的庞大市场也将为中游体外诊断产品的销售提供机会，2018 年预计我国健康体检行业总体规模超 1500 亿元，行业增速达 15%。

图 11： 体外诊断产业链及主要提供商



资料来源：《2018 年中国体外诊断行业年度报告》，川财证券研究所

2. 化学发光逐步替代传统酶联免疫，实现进口替代

在诊断方式细分来看，早期我国诊断试剂行业生化诊断市场份额最大，但近年来免疫诊断已逐渐超过生化诊断的份额，二者合计市场份额超 50%。从发展速度上看，生化诊断发展较为成熟，行业增速在 6%-7%，免疫诊断市场增速在 20%左右。体外诊断行业的技术成熟相对较快，产品迭代的周期也相对较短，一般为 3-5 年。在免疫诊断领域，更高技术水平的化学发光免疫对传统酶联免疫产品正在进行替代。

表格 1. 体外诊断检测技术分类及应用

名称	基本原理	技术特点	应用领域	代表设备及试剂
生化诊断	利用一系列生物化学反应测定体内酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类、无机元素等生物化学指标	侧重于对样本中高浓度化学物质的检测，精度要求低，线性范围较宽	主要应用于医院的常规检测项目：如血常规、肝功能、肾功能、电解质检测等	生化分析仪、血气分析仪、血糖仪、电解质仪等。各种生化试剂
免疫诊断	通过抗原抗体结合的特异性反应进行测定，根据标记物不同，可以分为放射	侧重于对样本中微量物质的检测，精度要求较高，线性	主要应用于传染性疾病预防诊断、肿瘤诊断、内分泌功能诊断、心	酶标仪、全自动酶免分析仪，荧光、化学发光等

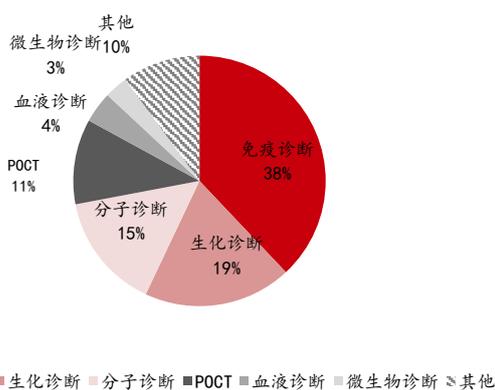
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

名称	基本原理	技术特点	应用领域	代表设备及试剂
	免疫、胶体金、酶联免疫、荧光免疫、上转发光、化学发光等	范围较窄	脑血管疾病诊断、优生优育诊断、自身免疫疾病检测、过敏原检测、药物检测、血型鉴定等	免疫分析仪。酶联免疫及化学发光试剂
分子诊断	利用核酸杂交原理，检测样本中特异的 DNA 序列	侧重于对样本中基因及分子的检测	主要应用于病毒检测、代谢、遗传病基因检测等	PCR 仪、基因测序仪，微流控芯片、基因芯片、测序试剂
血液和体液学诊断	基于血细胞、尿液、胸液等进行细胞学的检验和诊断	侧重于对样本中细胞等物质的检测	血液、神经、消化、生殖等系统的疾病	血沉仪、血球分析仪、尿分析仪等；各类试纸条、清洗液等

资料来源：热景生物招股书，川财证券研究所

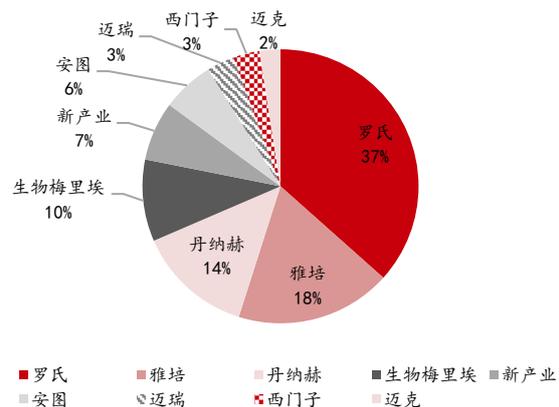
在免疫诊断领域仍为进口主导，国内企业如新产业、安图生物、迈瑞医疗、迈克生物近年销售不断发力，合计市场占有率近 20%。在目前的主流技术化学发光领域，进口企业里罗氏装机量预计过万，雅培、贝克曼、西门子在 3000 台左右；国内企业中，新产业化学发光仪装机近 10000 台，安图生物、迈瑞医疗及迈克生物装机量预计在 3000-5000 台之间。从单台产出上看，不同仪器产出存在较大差距，与仪器性能、反应速度、销售推广等多种因素有关。

图 12：2018 年体外诊断行业细分市场占比



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2019 版）》，川财证券研究所

图 13：2018 年免疫诊断市占率



资料来源：CACLP，川财证券研究所

化学发光技术在市场上应用较为广泛的主要有三类：酶促化学发光（也称间接化学发光）、直接化学发光、电化学发光。直接化学发光和电化学发光由于避

免了酶的催化发光从而有效提高了反应速度。

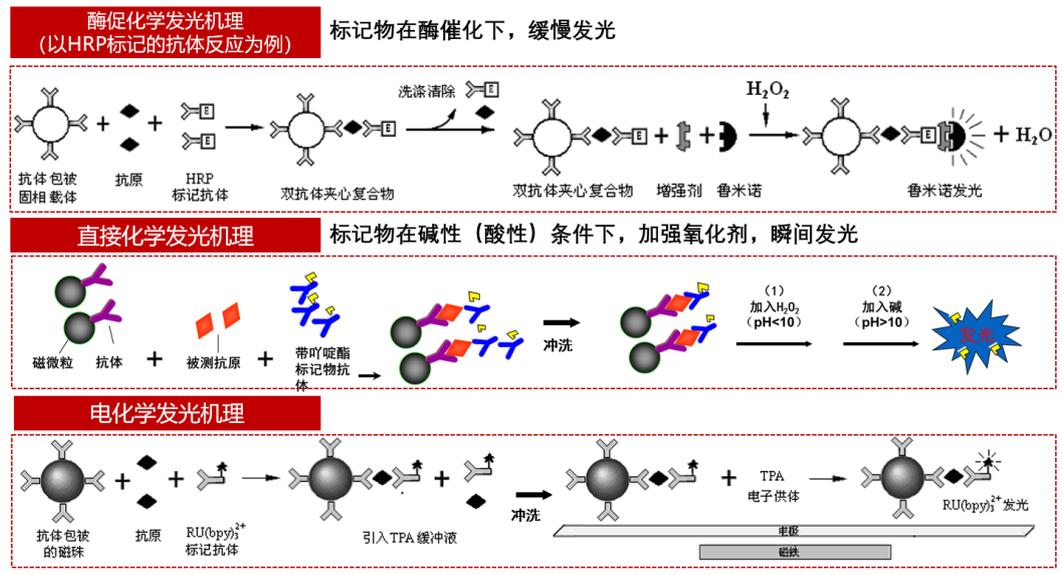
表格 2. 化学发光主要技术比较

	电化学发光	直接化学发光		间接化学发光	
标记物	三联吡啶钌	异鲁米诺 (ABEI)	吖啶酯	辣根过氧化酶 (HRP)	碱性磷酸酶 (ALP)
底物	三丙胺 (TPA)	含 H ₂ O ₂ 的强碱溶液		鲁米诺	AMPPD
优点	稳定, 可在电解池中反复使用, 稳定性好	反应速度快, 发光过程 3 秒内完成	发光快速, 5 秒内完成发光	酶的灵敏度高、稳定性较好	
缺点	需用三组电极引发复杂的发光反应; 同一个电解池反复使用可能会造成污染、影响结果	ABEI 在缓冲液中不稳定, 容易水解	吖啶酯不稳定, 易分解成酸和醇	激发时间较长造成速度相对较慢; 标记过程中可能遮掩抗体反应位点	
酶催化	否	否	否	是	是
主要厂家	罗氏、普门科技	索林、新产业、迈瑞	雅培、西门子、迈克	安图、科美	丹纳赫、西门子、迈瑞
技术等级	★★★★★	★★★★★		★★★	

资料来源: CACLP, 川财证券研究所

化学发光领域不同的方法学存在差异, 在终端使用方面对于产品灵敏度和特异度等方面的比较各技术差别不大, 行业的竞争尚未到产品本质的竞争, 终端更多关注的是各品牌仪器的稳定性、操作的便捷性以及反应速度等使用体验。新产品的推出需要临床数据的积累, 在不断改进中提高产品的稳定性。

图 14：三类化学发光技术反应机理对比



资料来源：《临床免疫检验自动化分析》，川财证券研究所

3. 化学发光向高通量、流水线化发展，检测项目不断丰富

将检验仪器模块拼接组合成流水线可以极大缩短样本周转时间，实验室对检测效率的提升要求化学发光仪器检测速度不断提高，推动行业向高通量、流水线化发展，进口厂家包括罗氏、雅培、贝克曼、西门子都具有流水线，特点是发展成熟、组合丰富，例如罗氏的 CCM 流水线可形成多达 44 种组合，国内企业如安图生物、新产业、迈瑞医疗均开发出实验室流水线，迈克生物于 2019 年 11 月亦推出与日立合作建立的生化免疫流水线，从流水线装机数量上看，安图生物装机量居前。

表格 3. 国内市场主要企业流水线产品组合

公司	主要流水线	图示	组合	产品上市时间
罗氏	cobas® connection modules (CCM)		cobas® c 502/701/702 生化模块→cobas® e 602/801 免疫模块→电解质 ISE 模块；	2014
雅培	ACCELERATOR		Alinity c 生化模块→Alintiy i 免疫模块	2013

公司	主要流水线	图示	组合	产品上市时间
贝克曼	Power Processor		UniCel DxI 800 Synchron 生化系统→UniCel DxI 800, 免疫系统	2013
西门子	Aptio		Dimension® EXL 200; Dimension® EXL with LM (在一个单一平台上, 集成了生化检测和免疫检测功能)	2011
新产业	全自动生化免疫一体机 Biolumi® 8000		MAGLUMI 4000 Plus 免疫模块→Biossays BC2000 生化分析仪→电解质模块→SPS02 样本处理模块	2017
安图生物	全自动生化免疫流水线 Autolas A-1 Series (日本 IDS 设计生产)		进样模块→磁悬浮轨道→低温离心机模块→TPA FX-8 东芝生化仪→AutoLumo A2000Plus 免疫模块	2017
迈瑞医疗	SAL 9000 全自动生化免疫流水线		BS-2000 生化模块→CL-6000i 免疫模块→SPL 样本处理模块	2018
迈克生物	生化免疫流水线		日立样品前处理系统 PAM→日立高速生化分析仪→迈克生物 i3000 双联机	2019

资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

化学发光检验项目不断扩充, 覆盖肿瘤标志物、甲状腺功能、丙肝、激素、心肌标志物、糖尿病、传染性疾病、贫血等多种类别的免疫检测, 国内厂家既有常规项目, 也有各自的特色项目, 例如罗氏的肿瘤检测、安图的传染病检测等。

表格 4. 国内市场化学发光主力机型对比

公司	罗氏	雅培	贝克曼	安图生物	迈瑞医疗	新产业	迈克生物
主力机型	Cobas e801	Architect i4000SR	UniCel DxI 800	A 2000 Plus	CL-6000i	MAGLUMI 4000 Plus	i3000
检测速度	300	200	400	200	480	280	300
试剂位	48	47	50	24	25	25	30
检测项目	111	80	47	80	71	111	29 (规划项目超过 120 项)
技术平台	电化学发光	吡啶酯化学发光	酶促化学发光	酶促化学发光	酶促化学发光	ABEI 化学发光	吡啶酯化学发光
国内市场保有量 (估计)	10000	>3000	>3000	4000	5000	10000	接近 3000

资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

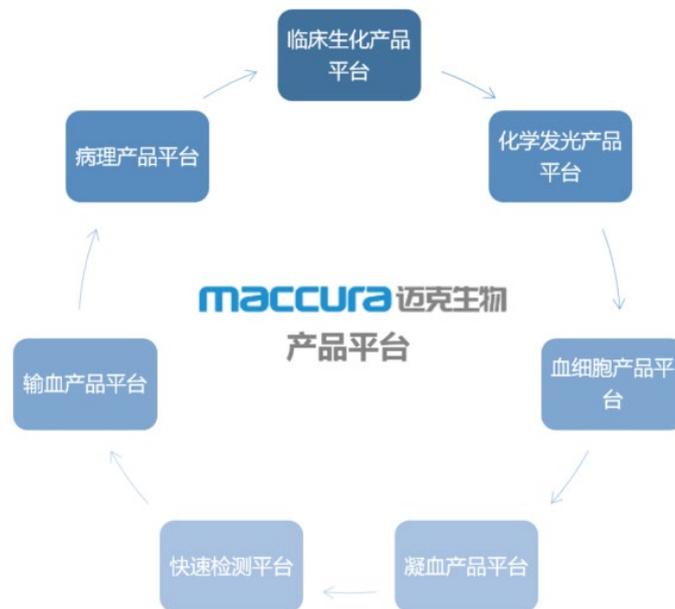
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

研发项目加速获批，化学发光系列产品不断优化

1. 自主研发产品不断突破，在研项目及产品销售快速增长

公司以生化产品代理业务起步，目前在自产生化试剂发面发展较为成熟，自有产品销售中,2019年预计生化产品销售收入占自产产品总收入比例约为60%，产品毛利率水平在70%左右，尽管生化诊断市场行业增速仅为6%，公司的生化试剂销售收入始终高于行业增速，未来仍为重要的销售收入来源；免疫产品销售收入占比在30%左右，毛利率水平或超80%，主要为第一代仪器IS1200的试剂销售收入，随着i3000仪器的铺货推广带动试剂的销售，免疫业务有望实现快速增长；临床检验及分子诊断领域是公司布局体外诊断一体化发展的重要方向，目前收入占比较低。

图 15：迈克生物产品技术平台



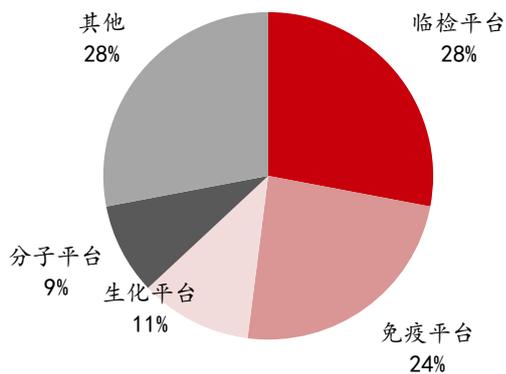
资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司保持高研发投入比例，2019年在投入方向上加码生化诊断试剂品质提升工作，同时大力发展临检平台技术开发。公司2019年上半年研发投入总额7361.02万元，同比增长了12.46%。其中生化平台研发投入占比11%，同比增长40%，主要用于解决生化试剂产品的抗药物干扰性问题、进行配方优化等，同时做好生化试剂产品与自产全自动生化分析仪C800的适配工作；免疫平台研发投入占比24%，同比下降18.13%，主要系围绕直接化学发光平台做配套试

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

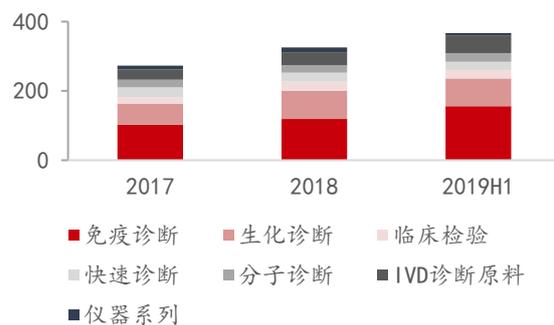
剂项目的研发及中低速仪器 i1000 的开发；临检平台研发投入占比 28%，同比增长 10%，主要系围绕血型、血气、尿液等平台展开研发，多项产品已实现关键技术突破，高通量机型 F800 已于 2020 年 1 月注册获批，与公司已经上市销售的全自动血细胞分析仪 F580、F560 组成血液检测系列化产品；分子平台研发投入占比 9%，同比增长 365%。

图 16： 研发费用主要用于临检及免疫平台



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 17： 2019Q3 归母净利润同比增长 16.5%



资料来源：公司公告，川财证券研究所

研发支出资本化率逐年提升，后期项目加速落地，有望快速拓展销售规模，兑现业绩。公司上市后始终保持高研发投入，2018 年研发支出 1.62 亿元，同比增长 49.59%，其中资本化比例从 2015 年的 6.82% 增至 2018 年的 33.16%，处研发后期项目的投入占比提升，从 2019 年 C800、F800 以及 i1000 等重磅机型获批可以看出公司在主要技术平台的研发进入加速获批阶段，带动未来系列产品及仪器的销售。

图 18： 研发投入高速增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 19： 研发支出资本化率不断提高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 生化产业链向仪器封闭化发力，试剂产品提升抗干扰性能

2.1. 自主研发全自动生化仪获批，开启生化系统封闭化进程

目前市场上生化产品的提供大多使用进口企业的开放式仪器系统，国内厂家大多仅销售试剂。将公司的产品未来配备自主研发的封闭化系统，可以在一定程度上能够保证试剂的准确性和可追溯性，同时便于提供更高效的售后服务，是公司生化产品整体质量得以提升的一大战略方向。

表格 5. 封闭式系统与开放式系统对比

项目	封闭式系统	开放式系统
销售	仪器免费投放或低价销售，试剂作为耗材持续销售，试剂销售确定性较强	客户以较高价格购买仪器，对试剂的选择余地较大
使用	准确性高、溯源性好，使用方便，不需要多次定标	准确性较差且原因难以迅速定位，频繁定标，使用繁琐
售后服务	仪器和试剂的整体供应商提供系统性服务	只能由仪器和试剂厂家分别提供部分服务，部分故障原因难以定位
项目	封闭式系统	开放式系统

资料来源：热景生物招股书，川财证券研究所

公司在 2019 年中华医学会第十五次全国检验医学学术会议上发布了全自动生化分析系统 C800。这是迈克生物第一套全自动生化分析系统，在为用户提供性能可靠的试剂和仪器的基础上，更完成了试剂参数的充分验证、配套校准品的量值溯源和标准流程的定制传递。C800 有助于实现生化分析系统全体系全流程的最优化，不仅有效控制了生化运行的综合成本，更为医学实验室检测结果的准确性提供了充分的保障。

图 20：迈克生物全自动生化分析系统 C800



资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2. 抗干扰试剂不断推出，大幅提升使用体验

在生化试剂的研发上，公司围绕解决试剂的药物干扰问题实现突破，包括肌酐试剂盒、尿酸测定试剂盒等产品。药物干扰是生化试剂使用中亟待解决的问题，肌酐作为临床上最常用、最基本的肾功能评价指标，普遍应用于各类慢性肾病，包括糖尿病肾病和急性肾损伤的诊断和治疗检测，具有不可替代的临床价值和意义。目前各级医疗机构普遍使用的肌酐检测系统为肌氨酸氧化酶法，这种检测方法容易受到羟苯磺酸钙这种药物的严重负干扰(结果负偏离度可高达60%)影响检测，而羟苯磺酸钙在患有糖尿病性微血管病变、静脉曲张综合征等人群中被广泛使用，仅北京市2014年处方量就超48万张，药物干扰问题突出。

公司与北京协和医院联合研制的抗药物干扰肌酐测定试剂盒率先在全球范围实现技术突破，获国家发明专利，能够有效排除样本中羟苯磺酸钙和酚磺乙胺给肌酐检测带来的负干扰。肌酐试剂盒于2019年1月开始销售，随着多种抗干扰产品相继获批，将提升整体试剂质量水平。

表格 6. 传统酶法肌酐检测试剂盒干扰情况

药物名称	效用	临床应用	干扰情况
羟苯磺酸钙(多贝斯、安多明)	血管保护剂	糖尿病性微血管病变； 糖尿病眼病、糖尿病肾病、糖尿病周围神经病变等； 老年冠心病心绞痛	不同品牌的酶法肌酐均受负干扰，随着药物浓度增加，干扰程度可超-70%
酚磺乙胺(止血敏)	止血药	手术前后出血防治； 血液、血管因素引起的出血； 如血小板减少性紫癜、脑出血、胃肠道出血、泌尿道出血、眼底出血、齿龈出血、鼻出血等	不同品牌的酶法肌酐均受负干扰，随着药物浓度增加，干扰程度可接近-70%

资料来源：公司官网，川财证券研究所

3. 化学发光系列实现技术迭代，双主力机型全力起跑

3.1. i3000 进军高端市场，i1000 对标二级以下医院完美互补

免疫类产品技术壁垒较高，目前国内超过70%的市场份额由进口品牌占据，国内生产企业终端用户以中低端市场覆盖为主。公司在化学发光领域主要应用的检测方法包括酶促化学发光和直接化学发光两种，分别对应I1200和I3000两类自主研发的封闭系统。全自动化学发光免疫分析仪I3000于2018年上市，仪器采用磁微粒吡啶酯直接化学发光技术，具有高速迅捷、灵活拓展、性能卓

越、操作方便、维护简单等特点，单机每小时 300 测试，首个结果最短报告时间 14 分钟，兼容同时检测多种免疫反应模式，能有效帮助实验室提高检测效率、控制检测成本、确保检测质量，充分满足各级实验室的应用需求。

图 21：迈克生物全自动化学发光免疫分析仪 i3000 主要参数

全自动化学发光免疫分析仪i3000主要参数



高速的单机检测模块，提供灵活拓展

n个模块联机：

- 速度：300*n测试/小时
- 试剂位：30*n个

检测速度快，兼容溶蚀检测多种免疫反应模式

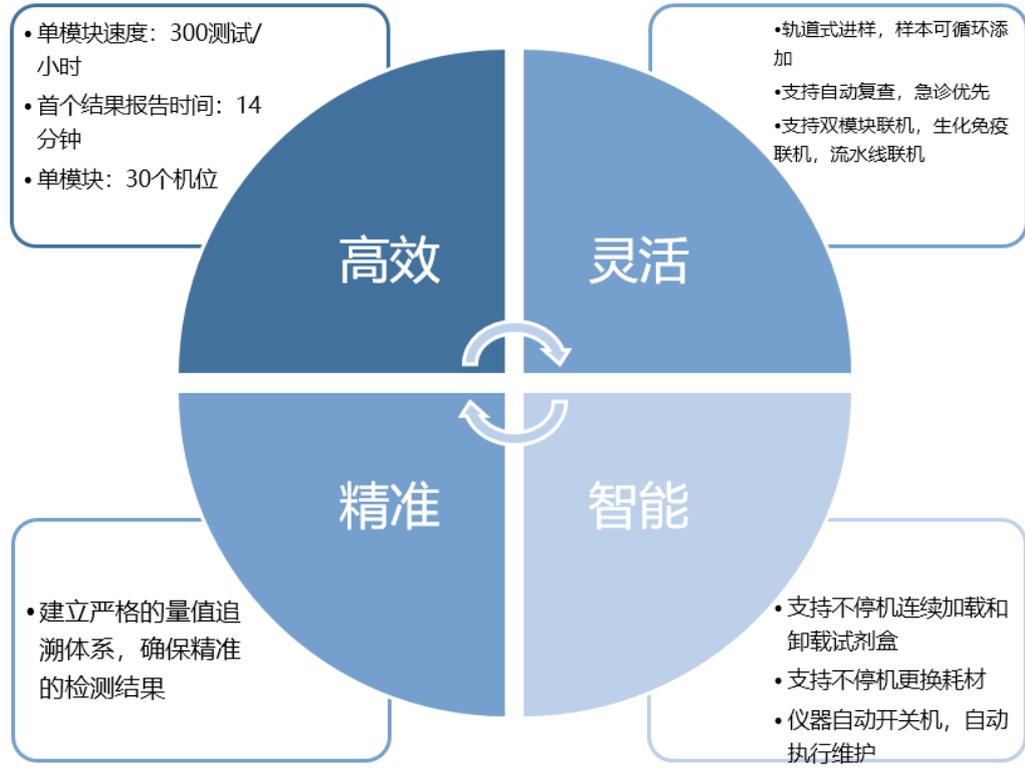
每小时检测样本数量：

- 甲功五项 (60)
- 乙肝五项 (60)
- 激素六项 (50)
- 艾丙梅三项 (100)

资料来源：公司公告，川财证券研究所

直接化学发光与传统酶免化学发光相比主要差别在是否使用酶进行催化，而酶的催化反应对温度、环境等条件均要求较高。在新品试剂的研发上，对于酶促免疫荧光技术配套试剂的开发过程中也容易遇到酶不稳定等因素的影响，从而导致试剂研发存在一定程度的困难。在新的直接化学发光平台上，由于不需要考虑温度及环境等因素，配套试剂的研发过程更加顺利，有利于开发更多检测配套试剂。

图 22：迈克生物全自动化学发光免疫分析仪 i3000 产品特点



资料来源：公司公告，川财证券研究所

截至 2020 年 1 月，i3000 的配套试剂已获批 29 个项目，包含甲功七项、乙肝五项、艾滋、丙肝、梅毒、心肌四项、肿标七项等，2020 年获批项目数量有望翻番，整体上看，公司针对 i3000 产品正在研发与规划中的试剂品种超过 120 项，能够充分满足各级医学实验室的临床应用需求。尽管目前获批项目总数不多，目前获批的甲功、传染病、肿标等试剂均为临床检测使用量较大的品种，可以满足大部分检测需求。

表格 7. 公司直接化学发光平台获批试剂盒（截至 2020 年 1 月）

序号	试剂盒	序号	试剂盒
1	促甲状腺激素测定试剂盒	16	游离前列腺特异性抗原测定试剂盒
2	总甲状腺素测定试剂盒	17	总前列腺特异性抗原测定试剂盒
3	总三碘甲状腺原氨酸测定试剂盒	18	癌胚抗原测定试剂盒
4	游离甲状腺素测定试剂盒	19	甲胎蛋白测定试剂盒
5	游离三碘甲状腺原氨酸测定试剂盒	20	铁蛋白测定试剂盒
6	抗甲状腺过氧化物酶抗体测定试剂盒	21	糖类抗原 19-9 测定试剂盒
7	抗甲状腺球蛋白抗体测定试剂盒	22	糖类抗原 125 测定试剂盒
8	乙型肝炎病毒核心抗体测定试剂盒	23	糖类抗原 15-3 测定试剂盒
9	乙型肝炎病毒 e 抗体测定试剂盒	24	抗环瓜氨酸肽抗体测定试剂盒

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

序号	试剂盒	序号	试剂盒
10	乙型肝炎病毒表面抗体测定试剂盒	25	N 末端脑利钠肽前体测定试剂盒
11	乙型肝炎病毒 e 抗原测定试剂盒	26	肌酸激酶同工酶测定试剂盒
12	乙型肝炎病毒表面抗原测定试剂盒	27	肌钙蛋白 I 测定试剂盒
13	丙型肝炎病毒抗体检测试剂盒	28	肌红蛋白测定试剂盒
14	梅毒螺旋体抗体检测试剂盒	29	降钙素原测定试剂盒
15	人类免疫缺陷病毒抗原抗体检测试剂盒		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

新获批机型 i1000 对标二级以下医院，与 i3000 实现完美互补。2020 年 1 月，公司全自动化学发光免疫分析仪 i1000 获批，该产品为公司直接化学发光平台新增的中低速产品，每小时检测速度 180 测试，其配套试剂与 i3000 通用，i1000 对标二级以下医院，与高端用户定位的 i3000 仪器互补，并可对传统的 i1200 仪器做替换，以便将免疫诊断的技术平台完全转移至直接发光技术平台，对于仍使用 IS1200 产品的用户，公司将继续提供试剂销售。

3.2. 致力提升试剂整体品质，量值溯源体系为产品精准保驾护航

免疫检测产品相比于生化检测在现阶段还没有可供参考的金标准，量值溯源对于长期保证企业产品的质量有重要意义。公司积极开展体外诊断产品的量值溯源工作，目前运行有超过 40 项参考方法，项目涵盖生化、免疫、临检等领域，截止 2019 年 10 月已有 27 项参考方法获 CNAS 认可，是目前国内获认可项目最多的医学参考实验室。公司依托建立的参考方法，构建从国际单位制(SI) — 参考实验室 — 临床实验室不间断的量值溯源链，将体外诊断产品的检测结果溯源至国家或国际标准，从而确保产品检测结果的准确性，最终实现临床检验结果的互认。

图 23： 迈克生物量值溯源流程及通过认证产品图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.3. 与日立合作，打造高水平全自动生化免疫流水线

2019年11月25日，公司推出迈克生化免疫实验室自动化解决方案，将i3000双联机对接日立样品前处理系统PAM及日立高速生化分析仪，组合成全自动免疫流水线及生化免疫流水线，为医学实验室自动化的发展提供多样化等解决方案，将有效解决医学实验室生化免疫检测板块自动化应用需求。

图 24： 迈克生物与日立合作生化免疫流水线示意图

生化免疫流水线：

日立样品前处理系统PAM→日立高速生化分析仪→迈克生物i3000双联机



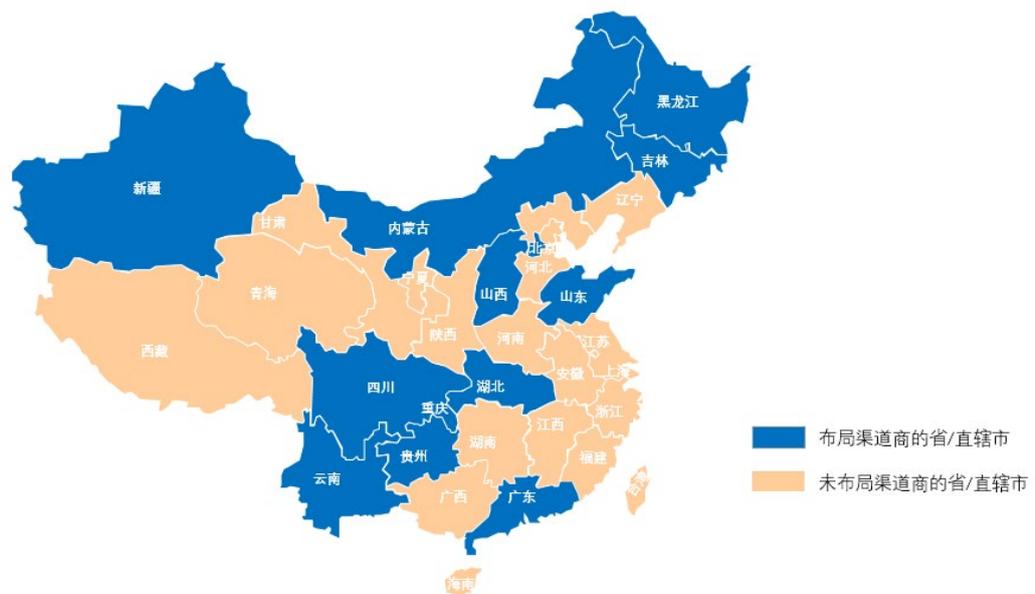
资料来源：公司官网，川财证券研究所

代理业务融入产品体系，股权激励显发展信心

1. 渠道整合完成，分销业务继续发力

渠道商的收购整合是公司将自有产品销售推广至全国的重要举措，除四川外，公司共计拥有 13 家省（直辖市）级渠道商，基本完成了公司对渠道商的战略收购计划，最后一家山西迈克于 2018 年 2 月作为公司新设的子公司并表，至此，代理业务对公司表观营业收入的影响到 2019 年二季度已基本结束。截至 2019 年末，公司代理业务净利润占比约 60%，随着公司对渠道商代理产品结构的调整，未来将更多销售公司自产品种，整体收入占比有望持续下降。

图 25：迈克生物省级渠道商布局情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司下属渠道商中，云南迈克、贵州迈克及重庆征途三家商业渠道公司为上市前收购。公司在上市后进行的渠道商收购大多签订业绩对赌协议，通过对公司收购的渠道商业绩承诺完成情况进行梳理，公开资料显示，2019 年处于业绩承诺期的渠道公司包括新疆迈克、北京迈克。公司在完成渠道商横向并购后发力经销模式，由于直销应收账款账期较长，通常为 9-12 个月，分销后账期缩短，有助于快速扩大产品销售额，同时减少现金流压力。

表格 8. 迈克生物上市后收购新设渠道公司情况

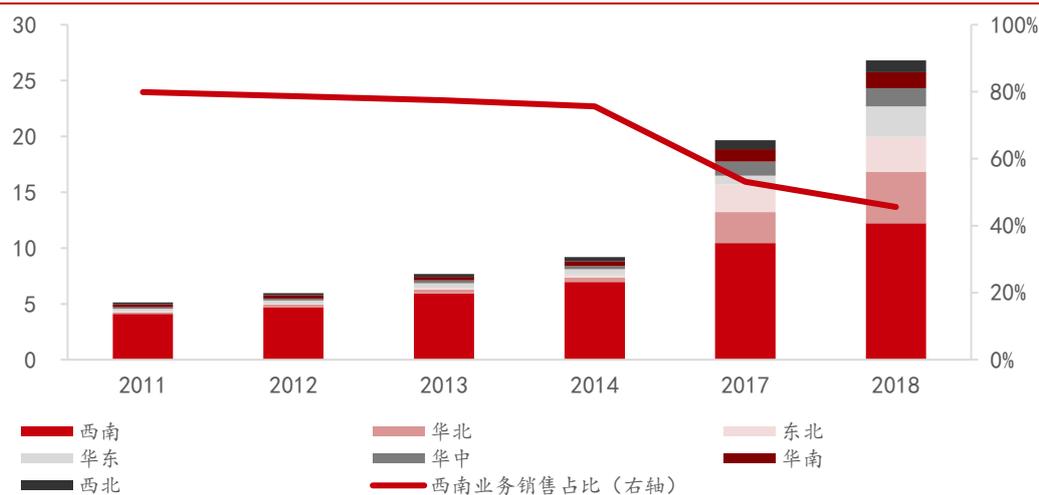
子公司	时间	收购情况
湖北迈克	2015. 9	迈克生物出资 561 万元合资设立湖北迈克，股权占比 51%，独立自然人李世超先生股权占比 49%。 ✓ 业绩承诺：2016-2018 年利润分别不低于 1222、1406、1616 万元。
	2017. 11	公司以 2219.22 万元受让李世超持有的湖北迈克 49% 股权，湖北迈克成为迈克生物全资子公司。
	2015. 10	迈克生物出资 450 万元合资设立吉林迈克，股权占比 45%。 ✓ 业绩承诺：2016-2018 年利润分别不低于 3795、4664、5019 万元。 ✓ 达成业绩承诺后，迈克生物将以对价总额 12420 万元收购吉林迈克 15% 股权。
吉林迈克	2017. 5	公司以 3375.68 万元受让吉林迈克 5% 股权。
	2018. 7	公司以 3171.35 万元受让吉林迈克 5% 股权。
	2019H1	截至 2019 年半年报，公司共持有吉林迈克 55% 的股权。
	2016. 5	迈克生物出资 450 万元合资设立内蒙古迈克，股权占比 45%。 ✓ 业绩承诺：2016-2018 年利润分别不低于 1273、1592、1990 万元。 ✓ 达成业绩承诺后，迈克生物将以对价总额 5100 万元收购内蒙古迈克 15% 股权。
内蒙古迈克	2017. 6	公司以 445.04 万元受让内蒙古迈克 3% 股权。
	2018. 8	公司以 1457.54 万元受让内蒙古迈克 4% 股权。
	2019H1	公司减持内蒙古迈克 4% 股权，截至 2019 年半年报，公司共持有内蒙古迈克 48% 的股权。
	2016. 10	迈克生物出资 300 万元合资设立新疆迈克，股权占比 45%。 ✓ 业绩承诺：2017-2019 年利润分别不低于 2000、2300、2645 万元。
新疆迈克	2017	公司减持新疆迈克 15% 股权
	2018. 5	公司以 150 万元受让杜灏持有的新疆迈克 15% 股权。
	2019H1	截至 2019 年半年报，公司共持有新疆迈克 45% 的股权。
	2016. 12	2016 年 12 月，迈克生物出资 450 万元合资设立北京迈克，股权占比 45%。 ✓ 业绩承诺：2017-2019 年利润分别不低于 2650、3120、3590 万元，同时考核收入。 ✓ 达成业绩承诺后，迈克生物将以对价总额 10500 万元收购北京迈克 15% 股权。
北京迈克	2018. 9	公司以 2881.79 万元受让北京迈克 5% 股权。
	2019H1	截至 2019 年半年报，公司共持有北京迈克 50% 的股权。
	2016. 12	迈克生物出资 3987.5 万元收购股权及增资广州瑞华，共持有广东迈克 72.5% 的股权。 ✓ 业绩承诺：2016-2018 年每年业务总量不低于（不含本数）各自在 2015 年度的业务总量。 ✓ 达成 2016-2018 年度承诺指标后，迈克生物分三年支付股权转让价款（第一年支付股权转让价款总额的 50%、第二年支付股权转让价款总额的 25%、第三年支付股权转让价款总额的 25%）
广州瑞华	2019H1	截至 2019 年半年报，公司共持有广东迈克 72.5% 的股权。
	2017. 6	迈克生物出资 450 万元合资设立山东迈克，股权占比 45%。
山东迈克	2017. 7	吉林迈克设立全资子公司，注册资本 500 万。
黑龙江迈克	2018. 2	迈克生物出资 450 万元合资设立山西迈克，股权占比 45%。
山西迈克		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

在各省渠道销售平台的搭建下，公司西南地区业务占比不断下降，销售集中度降低，对四川本省的销售依赖程度下降，截至 2018 年底，公司西南地区业务收入占比约 46%，未来公司体系内的直销模式将不断向自有产品倾斜，同时分销模式积极推动，有望带动公司产品向各省均衡发展。

图 26：迈克生物国内各地区销售收入及西南地区收入占比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 股权激励授予核心管理人员，坚定发展信心

2018 年 5 月，公司通过回购股份方式对公司董事及高级管理人员进行股权激励，以 2017 年实际金额为基数计算，2018-2020 年营业收入增长率分别为 30%、27%、24%，净利润增长率分别为 20%、21%、21%，股权激励有助于销售及研发双向突破，实现由代理到厂家身份的成功转型。考虑到当前代理业务在收入和利润占比均较高，我们认为，在保证渠道子公司向迈克自身平台产品销售的基础上，若完成股权激励，公司自产产品各项业务均有望实现快速增长。

表格 9. 公司 2018 年限制性股票激励计划首次授予情况

序号	姓名	职务	获授股票数 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占授予日股本总额的比例 (%)
1	吴明建	总经理、董事	28.8	4.89%	0.05%
2	胥胜国	市场运营总监、董事	24	4.08%	0.04%
3	楚建军	仪器技术总监	13.2	2.24%	0.02%
4	周跃国	生产总监	7.2	1.22%	0.01%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

序号	姓名	职务	获授股票数 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占授予日股本总额的比例 (%)
5	余萍	行政总监	9.6	1.63%	0.02%
6	史炜	战略投资总监、 董事会秘书	8.4	1.43%	0.02%
		中层管理人员及核心 (业务) 人员 (90 人)	434	73.75%	0.78%
		预留部分	63.2985	10.76%	0.11%
		合计 (96 人)	588.4985	100.00%	1.06%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

估值：首次覆盖给予“增持”评级

关键假设：

收入方面。根据公司分业务的披露方式，按照代理产品、自产试剂、自产仪器三项业务进行测算，如下表所示：我们预测公司 2019-2021 年业务收入分别为 34.36、43.70、54.93 亿元，同比增速分别为 28%、27%、26%。

毛利率方面。不同业务毛利率水平存在差异，代理业务相对自产产品毛利率更低，考虑到未来公司代理其他品牌的产品这部分增速将有一定程度放缓，同时高毛利率的免疫技术平台产品逐渐放量，我们对各项业务进行拆分后测算 2019-2021 年毛利率分别为 52%、51%、52%。

费用方面。公司自产产品在 2019 年开始逐步落地，主力机型 i3000 面向高端医院进行推广，我们认为整体费用率将保持上升趋势，预计 2019-2021 年总费用率为 29%、29%、30%。

盈利预测。预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 34.36、43.70、54.93 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 5.44、6.82、8.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.98、1.22、1.54 元/股。

表格 10. 收入、成本和费用预测

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (分业务) (单位：亿元)					
代理产品	11.71	16.69	21.03	25.45	29.26
自产试剂产品	7.59	9.61	12.39	16.93	22.80
自产试剂产品-生化试剂		5.77	7.03	8.58	10.47
自产试剂产品-免疫试剂		3.25	5.36	8.35	12.33
自产试剂产品-其他试剂		0.59	0.83	1.16	1.63

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
自产诊断仪器	0.18	0.26	0.36	0.51	0.71
其他业务	0.22	0.29	0.58	1.16	2.32
合计	19.70	26.85	34.36	43.70	54.93
营业收入同比增速 (%)					
代理产品	32.77%	42.53%	26%	21%	15%
自产试剂产品	33.39%	26.61%	29%	37%	35%
自产试剂产品-生化试剂			22%	22%	22%
自产试剂产品-免疫试剂			65%	56%	48%
自产试剂产品-其他试剂			40%	40%	40%
自产诊断仪器			40%	40%	40%
其他业务			100%	100%	100%
合计	32%	36%	28%	27%	26%
毛利率 (%)					
代理产品	48.71%	35.01%	37%	37%	37%
自产试剂产品	78.56%	80.41%	78%	79%	79%
自产试剂产品-生化试剂			75%	75%	75%
自产试剂产品-免疫试剂			85%	85%	85%
自产试剂产品-其他试剂			80%	80%	80%
自产诊断仪器		28.26%	24%	24%	24%
其他业务			70%	70%	70%
合计	54%	52%	52%	51%	52%
期间费用率 (%)					
销售费用率	17%	17%	19%	20%	20%
管理费用率	5%	5%	8%	8%	8%
财务费用率	1%	2%	2%	2%	1%
合计	22%	24%	29%	29%	30%

资料来源：公司公告，川财证券研究所预测

绝对估值及评级：

使用现金流贴现模型将公司发展分为高速发展阶段和永续发展阶段，假设永续发展阶段的增长率 4%，无风险利率约等于近期一年期国债收益率，得出相对应的 WACC 为 5.09%，得到当前相应的估值为 39.33 元/股，高于当前股价，给予“增持”评级。

表格 11. 现金流贴现法 WACC 预测值

预测值	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	0.823	0.823
无风险利率 (%)	2.52%	2.52%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

市场的预期收益率 (%)	5.60%	5.60%
股权资本成本 (Ke)	5.05%	5.05%
债务成本 Kd (%)	5.60%	5.60%
债务比率 D/(D+E) (%)	6.12%	6.12%
WACC	5.09%	5.09%

资料来源: Wind, 川财证券研究所预测

表格 12. DCF 估值敏感性分析

WACC(%)	0%	1%	2%	3%	4%	5%
3.09%	13.72	20.80	40.93	524.02	-51.06	-24.93
4.09%	9.88	13.43	20.38	40.11	513.97	-50.11
5.09%	7.55	9.66	13.15	19.96	39.33	504.21
6.09%	5.99	7.38	9.45	12.87	19.56	38.56
7.09%	4.87	5.85	7.22	9.25	12.60	19.17

资料来源: Wind, 川财证券研究所预测

相对估值及评级:

我们在 A 股体外诊断公司中选取安图生物、迪瑞医疗、九强生物和润达医疗作为可比公司。截止 2020 年 2 月 7 日收盘, 可比公司动态市盈率范围为 19-70 倍, 平均市盈率为 34 倍, 公司 2019-2021 年业绩对应市盈率为 34、27、21 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表格 13. 可比公司估值比较

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (X)				PB (X)
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E
603658.SH	安图生物	123.00	516.60	1.34	1.75	2.27	2.93	92	70	54	42	22
300396.SZ	迪瑞医疗	18.46	50.96	0.72	0.91	1.14	1.43	26	20	16	13	3
300406.SZ	九强生物	16.60	83.30	0.60	0.67	0.82	0.99	28	25	20	17	4
603108.SH	润达医疗	11.65	67.52	0.45	0.61	0.74	0.91	26	19	16	13	2
可比公司平均			179.59	0.78	0.98	1.24	1.56	43	34	27	21	8
300463.SZ	迈克生物	32.82	183.04	0.80	0.98	1.22	1.54	41	34	27	21	9

资料来源: wind, 川财证券研究所, 股价为 2020/2/7 收盘价, 迈克生物数据来自川财预测, 其余可比公司数据来自万得一致预期

风险提示

产品研发进度不及预期的风险

公司技术驱动型企业，产品的研发投入对销售影响较大，若研发进度不及预期，对产品销售或造成一定影响。

医药行业政策变动风险

公司所处体外诊断行业，若体外诊断行业整体进行带量采购，或对公司产品出厂价格及在集采医疗机构的销售产生一定影响

产品推广速度不及预期

公司在多平台积极布局多种仪器及配套试剂，产品获批后的销售推广起到重要作用，若推广速度不及预期，将对短期业绩造成一定影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2961	3641	4686	5876	营业收入	2685	3436	4370	5493
现金	442	361	547	732	营业成本	1294	1664	2127	2647
应收账款	1479	1905	2429	3046	营业税金及附加	25	30	39	49
其他应收款	32	37	48	61	营业费用	453	653	852	1115
预付账款	152	203	259	320	管理费用	136	275	350	439
存货	731	949	1220	1512	财务费用	49	68	66	69
其他流动资产	126	186	183	204	资产减值损失	33	27	28	29
非流动资产	1595	1385	1217	1036	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	3	8	6	6
固定资产	1117	1046	919	764	营业利润	598	728	914	1150
无形资产	74	76	72	69	营业外收入	0	2	1	1
其他非流动资产	405	263	225	202	营业外支出	2	5	4	4
资产总计	4556	5027	5903	6912	利润总额	597	725	911	1147
流动负债	1385	1148	1283	1388	所得税	114	136	171	216
短期借款	944	696	745	755	净利润	483	589	739	931
应付账款	199	233	304	380	少数股东损益	38	45	58	72
其他流动负债	241	220	235	252	归属母公司净利润	445	544	682	859
非流动负债	307	383	495	605	EBITDA	773	970	1164	1409
长期借款	250	344	454	561	EPS (元)	0.80	0.98	1.22	1.54
其他非流动负债	57	40	42	44					
负债合计	1691	1531	1778	1993	主要财务比率				
少数股东权益	170	214	272	344	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	558	558	558	558	成长能力				
资本公积	486	486	486	486	营业收入	36.3%	28.0%	27.2%	25.7%
留存收益	1782	2237	2809	3530	营业利润	17.8%	21.7%	25.6%	25.9%
归属母公司股东权益	2695	3281	3853	4575	归属于母公司净利润	18.9%	22.4%	25.2%	26.0%
负债和股东权益	4556	5027	5903	6912	获利能力				
					毛利率(%)	51.8%	51.6%	51.3%	51.8%
					净利率(%)	4.6%	16.6%	15.8%	15.6%
					ROE(%)	16.5%	16.6%	17.7%	18.8%
					ROIC(%)	14.7%	15.6%	16.8%	18.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	37.1%	30.5%	30.1%	28.8%
						70.57	68.64	67.72	66.41
					净负债比率(%)	%	%	%	%
					流动比率	2.14	3.17	3.65	4.23
					速动比率	1.61	2.34	2.70	3.14
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.72	0.80	0.86
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	8.17	7.70	7.93	7.74
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.80	0.98	1.22	1.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.11	0.39	0.49
					每股净资产(最新摊薄)	4.83	5.88	6.91	8.20
					估值比率				
					P/E	41.16	33.64	26.87	21.31
					P/B	6.79	5.58	4.75	4.00
					EV/EBITDA	25	20	16	14

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	194	63	216	276
净利润	483	589	739	931
折旧摊销	126	174	184	189
财务费用	49	68	66	69
投资损失	-3	-8	-6	-6
营运资金变动	-524	-790	-800	-950
其他经营现金流	63	30	32	42
投资活动现金流	-419	26	-8	-3
资本支出	530	0	0	0
长期投资	-104	0	0	0
其他投资现金流	7	26	-8	-3
筹资活动现金流	277	-169	-23	-87
短期借款	394	-248	49	11
长期借款	130	94	110	108
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-44	0	0	0
其他筹资现金流	-203	-15	-182	-206
现金净增加额	52	-80	185	186

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004