

# 迈克生物 (300463. SZ)

## 上半年业绩承压，流水线快速装机

买入

### 核心观点

#### 表现业绩受到分子诊断试剂收入基数的影响，归母净利润同比下降 57%。

2023H1 实现营收 13.81 亿 (-22.5%)，归母净利润 1.75 亿 (-56.9%)，扣非归母净利润 1.78 亿 (-55.4%)。其中单二季度营收 7.04 亿 (-17.8%)，归母净利润 0.58 亿 (-71.6%)，扣非归母净利润 0.58 亿 (-70.9%)，主要由于市场需求急速变化，新冠分子诊断产品销售大幅减少，上半年分子诊断试剂销售收入为 571 万元 (-98.6%)。除分子诊断试剂毛利额贡献消减外，公司对相关存货计提减值准备，多重因素导致归母净利润下滑明显。

**剔除新冠后自主产品保持良好增长，加快代理产品调整。**2023H1 自主产品收入 8.67 亿元 (-23.7%)，剔除分子诊断试剂后的收入同比增长为 16.0%，维持良好增长态势。公司今年大力推进全实验室智能化检验分析流水线并协同各平台单机的终端装机，上半年自主产品大型仪器市场端出库达成 1601 台 (条)，其中生免和血液流水线 169 条，仪器装机后有望持续带动后续试剂的消耗增长。代理业务上半年收入 4.96 亿元 (-20.8%)，营收占比进一步下滑至 35.9%，公司自主产品成本优势远高于代理产品，且随着国内政策趋势和商业环境变化，代理业务的盈利能力将受到一定影响。

**毛利率略有下滑，销售及研发费用率进一步提升。**2023H1 毛利率为 53.4% (-1.0pp)，主要是代理产品毛利率下滑 3.9 个百分点至 21.4%。销售费用率 20.7% (+5.0pp)，管理费用率 5.0% (+1.4pp)，研发费用率 9.3% (+3.5pp)，财务费用率 0.6% (-0.3pp)。公司进一步扩大营销服务网络覆盖，同时持续加大研发，上半年研发投入 1.64 亿元 (+32.8%)，新增研发立项 41 项，公司在免疫等产品平台以及自动化流水线构建上均具有系统化竞争优势。由于费用率的提升和资产减值的影响，上半年净利率下降至 12.4% (-10.6pp)。

**投资建议：**考虑公司加速战略转型和特定存货计提资产减值准备的影响，预计 2023-25 年归母净利润 4.98/6.69/8.28 亿元，同比增速 -29.7%/34.5%/23.7%；摊薄 EPS=0.81/1.09/1.35 元，当前股价对应 PE=19/14/11x。公司业务涵盖生化、免疫、血球等 9 大平台，各平台新品迭出，并大力推进全实验室智能化检验分析流水线，同时加速代理业务和直销转型分销的战略调整。综合绝对估值和相对估值，公司合理股价为 17.82-19.44 元，相较当前股价 (23-08-03) 有 16.8-27.4% 溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**体外诊断试剂集采降价风险、研发不及预期、竞争加剧风险

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,981	3,608	3,052	3,280	3,636
(+/-%)	7.5%	-9.4%	-15.4%	7.5%	10.9%
净利润(百万元)	957	708	498	669	828
(+/-%)	20.5%	-26.0%	-29.7%	34.5%	23.7%
每股收益(元)	1.72	1.16	0.81	1.09	1.35
EBIT Margin	36.8%	31.5%	21.7%	24.5%	26.4%
净资产收益率(ROE)	22.3%	11.2%	7.5%	9.5%	11.0%
市盈率(PE)	8.9	13.3	18.9	14.0	11.3
EV/EBITDA	6.3	7.9	12.0	9.9	8.5
市净率(PB)	1.98	1.49	1.42	1.33	1.24

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

### 公司研究·财报点评

#### 医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博	证券分析师：张超
021-60375487	0755-81982940
zhangjiabo@guosen.com.cn	zhangchao4@guosen.com.cn
S0980523050001	S0980522080001

#### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	17.82 - 19.44 元
收盘价	15.26 元
总市值/流通市值	9346/7558 百万元
52 周最高价/最低价	22.59/14.60 元
近 3 个月日均成交额	68.16 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《迈克生物-300463-研发高筑墙，渠道广积粮，替代可称王》

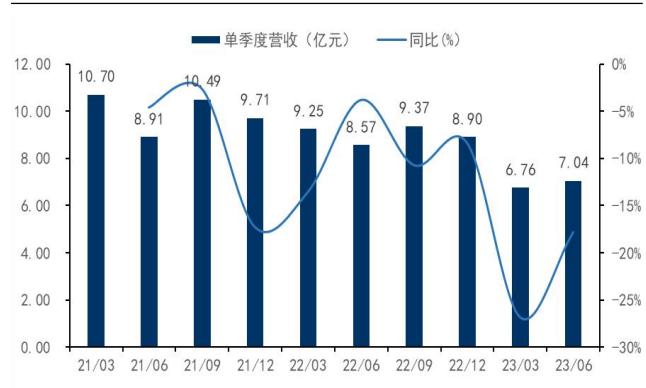
**表观业绩受到分子诊断试剂收入基数的影响，归母净利润同比下降 57%。**2023年上半年实现营收 13.81 亿元 (-22.5%)，归母净利润 1.75 亿元 (-56.9%)，扣非归母净利润 1.78 亿元 (-55.4%)。其中二季度单季度营收 7.04 亿元 (-17.8%)，归母净利润 0.58 亿元 (-71.6%)，扣非归母净利润 0.58 亿元 (-70.9%)，主要由于市场需求急速变化，新冠分子诊断产品销售大幅减少，上半年分子诊断试剂销售收入为 571 万元 (-98.6%)，而上年同期为 3.93 亿元。除分子诊断试剂毛利额贡献消减外，公司对相关存货计提了减值准备，上半年资产减值损失为 4942 万元，多重因素导致归母净利润下滑明显。

图1: 迈克生物营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



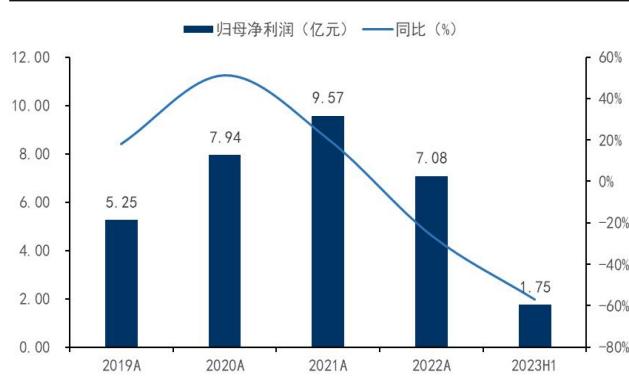
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 迈克生物单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 迈克生物归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 迈克生物单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

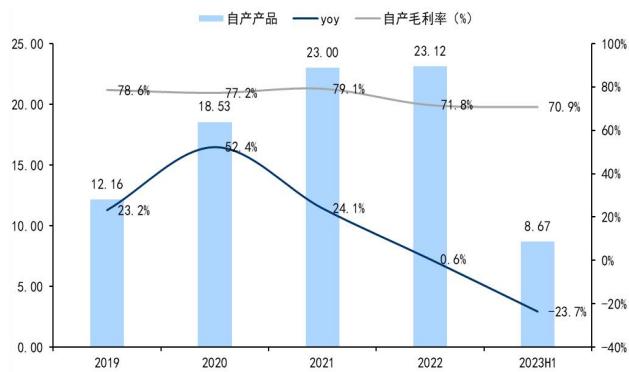


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**剔除新冠后自主品牌保持良好增长，加快代理产品调整。**2023年上半年自主品牌收入 8.67 亿元 (-23.7%)，占营收比例为 62.8%，剔除分子诊断试剂后的收入同比增长为 16.0%，维持良好增长态势。公司今年大力推进全实验室智能化检验分析流水线并协同各平台单机的终端装机，在疫后复苏的环境下各类机器装机迅速，23H1 自主产品大型仪器市场端出库达成 1601 台（条），其中生免和血液流水线 169 条，仪器装机后有望持续带动后续试剂的消耗增长，23H1 自主产品常规试剂的收入为 8.05 亿 (+12.9%)。代理业务上半年收入 4.96 亿元 (-20.8%)，营收占比进一步下滑至 35.9%，公司自主品牌成本优势远高于代理产品，且随着国内政策趋势和商业环境变化，代理业务的盈利能力和可持续性将受到一定影响，公司坚持以自主品牌驱动增长，且已涵盖生化、免疫、血液、血型、尿液、分子诊

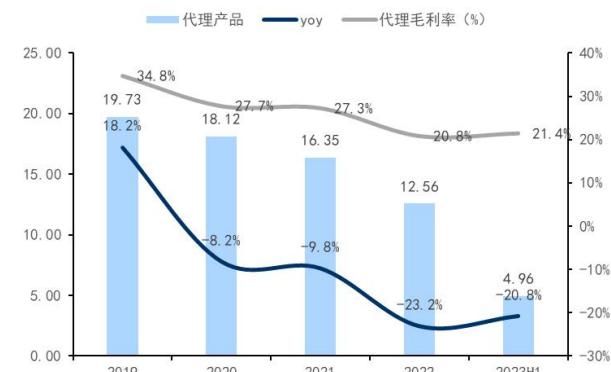
断、POCT、病理、原材料等多个产品和技术平台。

图5: 迈克生物自产产品收入及毛利率 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

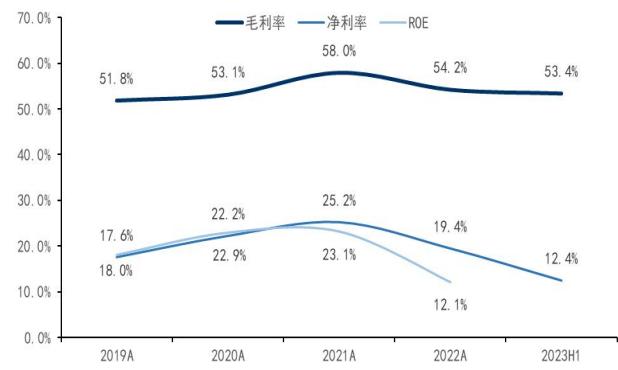
图6: 迈克生物代理产品收入及毛利率 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率略有下滑，销售、研发费率进一步提升。**2023年上半年毛利率为53.4% (-1.0pp)，其中主要是代理产品的毛利率下滑了3.9个百分点至21.4%。费用率方面，上半年销售费用率20.7% (+5.0pp)，管理费用率5.0% (+1.4pp)，研发费用率9.3% (+3.5pp)，财务费用率0.6% (-0.3pp)。公司进一步扩大营销服务网络覆盖，上半年新增经销商250余家、终端客户970余家。同时公司持续加大研发，上半年研发投入1.64亿元 (+32.8%)，新增研发立项41项（其中生化5项，临检1项，分子6项，快检2项，原料12项，仪器10项），公司在生化、免疫、血球产品平台以及自动化流水线构建上均具有代表性和系统化竞争优势。由于费用率的提升和资产减值的影响，上半年净利率下降至12.4% (-10.6pp)。

图7: 迈克生物毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

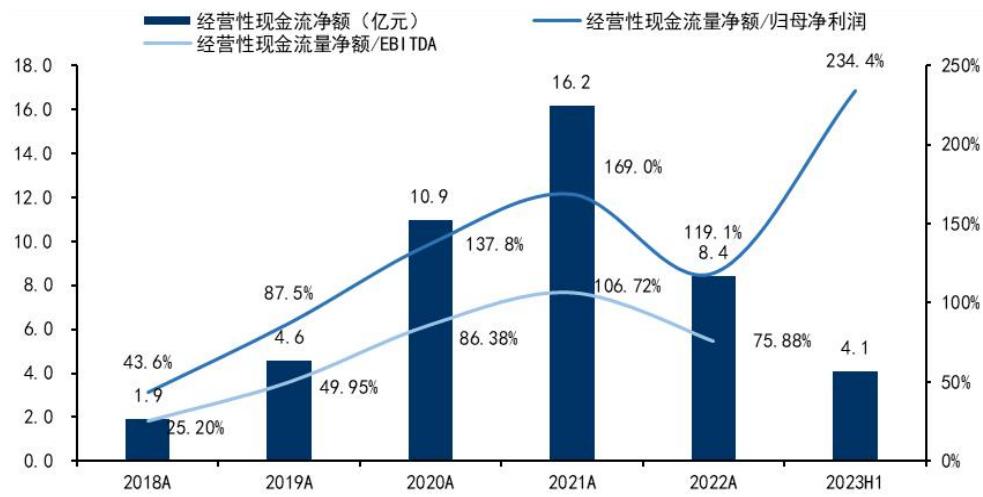
图8: 迈克生物三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流保持稳健优质。**2023年上半年经营性现金流净额为4.10亿 (-2.9%)，经营性现金流净额与归母净利润的比值达到234.4%，持续保持稳健优质，货币资金账面余额为8.55亿。截止半年报，应收账款余额为18.08亿元，较年初下降12.8%，主要是因为公司加速直销向分销转型战略调整，直销应收账款持续收回。

图9: 迈克生物经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 迈克生物是平台化的 IVD 领先企业

## 迈克生物自成立以来专注于体外诊断行业

历经二十余年发展，迈克生物已具备研发制造体外诊断设备、试剂、校准品和质控品的系统化专业能力，已完成从生物原材料、医学实验室产品到专业化服务的全产业链发展的布局。目前，公司自主产品涵盖生化、免疫、临检、分子、快检、病理、原材料等多个技术平台，已成为国内体外诊断生产企业中产品品种最为丰富的企业之一。公司生化、免疫、血液产品已实现流水线集成，是国内为数不多的可提供实验室自动化解决方案的体外诊断生产企业。

表1：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 (1994-2014年)	1994 年	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 年	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 年	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 年	“四川省体外诊断产品工程技术研究中心”落户迈克科技；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 年	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
	2012 年	迈克医疗成立，负责公司化学发光仪器的生产和销售。
上市后代理和自产业务齐头并进（2015 年-2019 年）	2015 年	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；IPO 发行 4650 万股，募集资金 10.49 亿元；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%；投资设立迈克生物（吉林）有限公司，持股 45%
	2016 年	出售四川大家 30% 股份；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；投资设立迈克生物（内蒙古）有限公司，持有 45%；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；收购广东瑞华贸易有限公司，持股 72.5%
	2017 年	血球平台首台仪器 F 580 全自动血细胞分析仪获证；“安和园区”正式启用；
	2018 年	病理平台首台仪器 PC 2000 全自动液基薄层细胞制片染色机上市；吖啶酯技术平台首台仪器 i 3000 全自动化学发光免疫分析仪上市
	2019 年	抗药物干扰肌酐检测试剂率先上市；发布全新子品牌“迈可优”；生化平台首台仪器 C 800 全自动生化分析仪发布
自产业务驱动增长（2020 年至今）	2020 年	首个实验室自动化产品 LABAS F 9000 全自动血液分析流水线上市；
	2021 年	天府国际生物城 IVD 产业园项目奠基
	2022 年	LABAS MAX 全实验室智能化流水线上市；进军数字 PCR——D 600 全自动数字 PCR 分析系统发布

资料来源：公司公告、公司官网国信证券经济研究所整理

公司自主产品用户已覆盖全国 8000 多家各级医院，二级和三级医院产品覆盖率分别达到 24% 和 57%，自主产品在国内三级以上医院的高端市场日益具备与国际品牌相竞争的实力，有望加速进口替代。公司高度重视海外市场的渠道建设，现已与 490 余家经销商建立合作，产品涉足 117 个国家和地区，海外市场将成为公司市场拓展最为重要的区域之一。

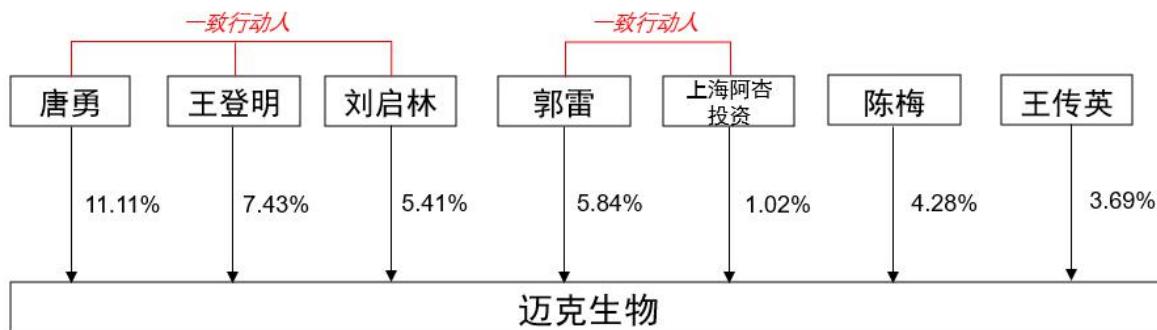
图10: 迈克生物产品线布局情况



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

**公司实控人为唐勇及其一致行动人。**董事长唐勇一直以来潜心于体外诊断行业的产品、市场与技术发展，曾任职于四川省中医研究所；1994年迈克科技（系“迈克生物股份有限公司”前身）设立后，曾任迈克科技董事长、总经理。公司的实控人为唐勇及其一致行动人王登明、刘启林，合计控制上市公司23.95%的股权。核心管理层均在公司任职多年，且大多数均有直接持股。

图11: 迈克生物股权结构（截止 2023 年半年报）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 公司核心管理层情况

姓名	职务	工作经历
唐勇	董事长	曾任职于四川省中医研究所；1994年迈克科技（系“迈克生物”前身）设立后，曾任迈克科技董事长、总经理
吴明建	总经理	高级会计师。曾就职于四川国利网络科技有限公司，广东国利集团成都经典信息技术有限公司，2002年起任职于迈克科技公司，曾任公司财务经理、商务总监、战略投资总监
胥胜国	市场运营总监	2001年起任职于迈克科技公司
尹珊	财务总监	2002年毕业于四川工业学院财务管理专业，2018年在西南交通大学获得全国工商管理硕士（MBA）学位，2004年起任职于公司，曾任迈克生物财务管理部财务主管、财务经理
杨慧	生产总监（试剂）	主管检验师。1990年毕业于重庆医科大学医学检验专业，曾任职于中国五冶医院检验科，2001年起于公司

汪震	生产总监（仪器）	任职，曾任公司生产部车间主任、生产管理部经理、试剂生产系统总工程师、股东监事 曾任职于四川省简阳市食品公司、深圳市远东大酒店、北京市王府井大街中华书局文苑酒家，2000 年起任职于公司
龙腾骥	研发总监（试剂）	毕业于重庆医科大学检验医学院生物化学与分子生物学，2005 年起任职于公司，曾任公司试剂生产系统总工程师
王卫佳	研发总监（仪器）	毕业于西南交通大学生物医学工程，2010 年起任职于公司，曾任迈克生物研发部经理
余萍	行政总监兼人力资源部经理	曾任公司行政主管、人力资源部副经理、人力资源部经理
史炜	董事会秘书、战略投资总监	中级会计师。曾任职于中国铁道部西安铁路分局，2000 年 3 月起任职于公司，曾任公司审计主管、监事
李波	商务总监	2001 年毕业于成都医学院医学检验专业，2001 年起任职于公司

资料来源：公司公告、公司年报、国信证券经济研究所整理

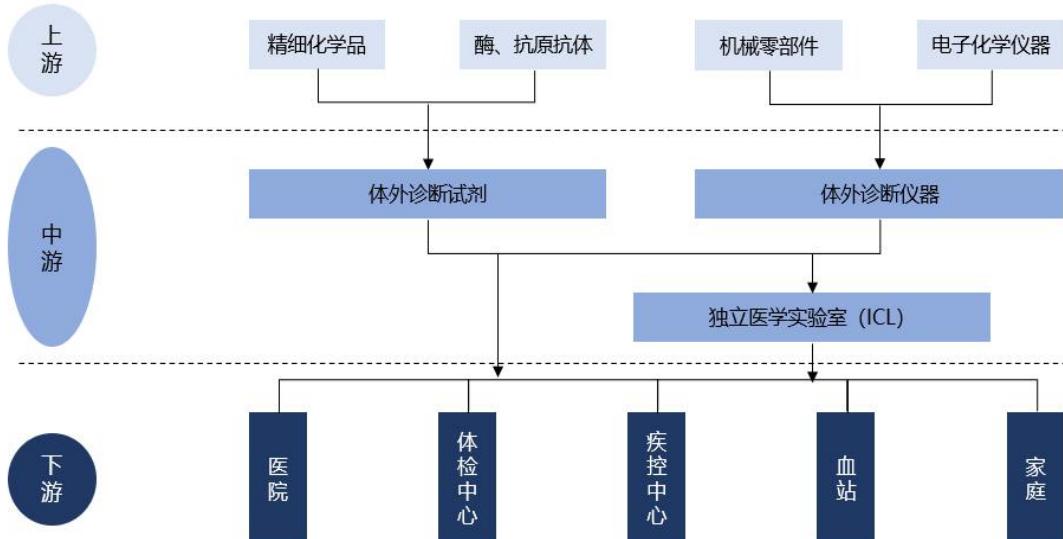
## 全球体外诊断行业市场规模近千亿美元

体外诊断是指在人体之外，通过对样品（如血液、体组织等）进行检测而获得诊断信息的一种技术，原理是通过检验试剂和体内物质在外的反应强度或速度来定性或定量判断体内物质，进而判断人体生理状态。体外诊断对疾病的预防、诊断、治疗监测、预后观察和健康评价具有重要作用。临床诊断信息的 80% 左右来自体外诊断，体外诊断目前已经成为疾病预防、诊断治疗所必不可少的医学手段。

体外诊断产业链的上游包含生物与化学原材料及各种机械零配件，上游中部分诊断酶、抗原抗体等原料及电子化学仪器仍为国外企业占据主要份额，国内研发能力突出的公司正逐步加强原料的研发。

下游业务拓展一般是通过经销商或由厂商直接销往医院、体检中心、临检中心、血站、防疫站及血液制品厂家等终端用户。目前各级医院是体外诊断产品最主要的终端用户。

图12：体外诊断产业链



资料来源：中国生物发展中心，《体外诊断科技创新发展报告》，科学技术文献出版社，2022 年，第 14 页；国信证券经济研究所整理

根据 Allied Market Research 市场研究和预测，2017 年全球体外诊断市场规模达到了 645 亿美元，预计 2018 年到 2025 年复合年均增长率达到 4.8%，到 2025 年将达到 936 亿美元。慢性病、传染病发病人数的不断增长以及体外诊断检测技术的不断发展都是驱动体外诊断市场增长的主要因素。纵观体外诊断的发展历程，是由于包括物理学、化学、免疫学、分子生物学等多个领域的重大发现、发明和技术突破，方才使得体外诊断行业与时俱进，并向更简便、更快捷、更信息化的方向发展。

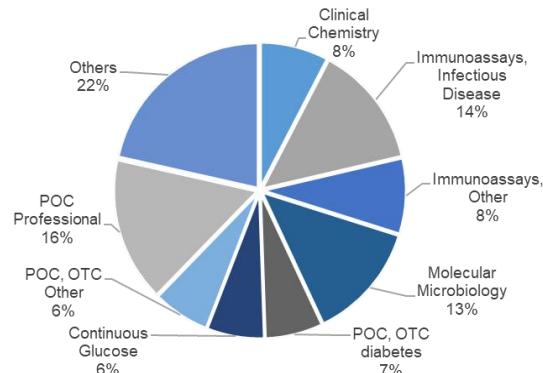
按照临床诊断领域分类，体外诊断市场由免疫诊断、生化诊断、分子诊断、血液学及体液、即时检验（POCT）等细分领域构成。

图13: 全球体外诊断市场规模



资料来源：亚辉龙招股书、Allied Market Research、国信证券经济研究所整理

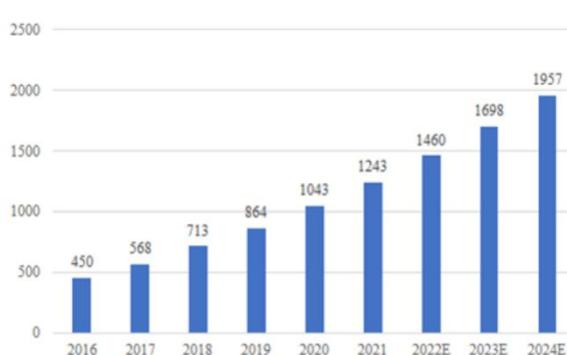
图14: 2022年全球体外诊断各细分类别占比



资料来源：Kalorama Information、国信证券经济研究所整理

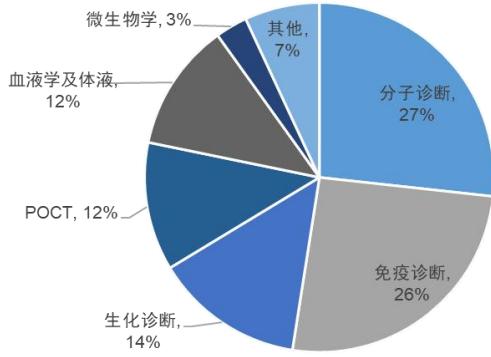
中国体外诊断行业起步于上世纪 70 年代末，经历了产品引进阶段、自主生产阶段以及快速成长阶段，目前处于快速成长阶段。近几年随着中国经济的高速发展，城镇化、人口老龄化的不断加深，医疗保险覆盖率的提高，医疗需求将逐渐释放，目前行业正处于快速增长期。根据 Frost & Sullivan 数据，2016-2021 年中国体外诊断市场规模保持着 22.5% 的复合增长率，已由 450 亿元增长至 1,243 亿元；预计 2021-2024 年将保持 16.3% 的复合增长率，至 2024 年我国体外诊断市场规模将达到 1,957 亿元。

图15: 中国体外诊断市场规模（亿）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

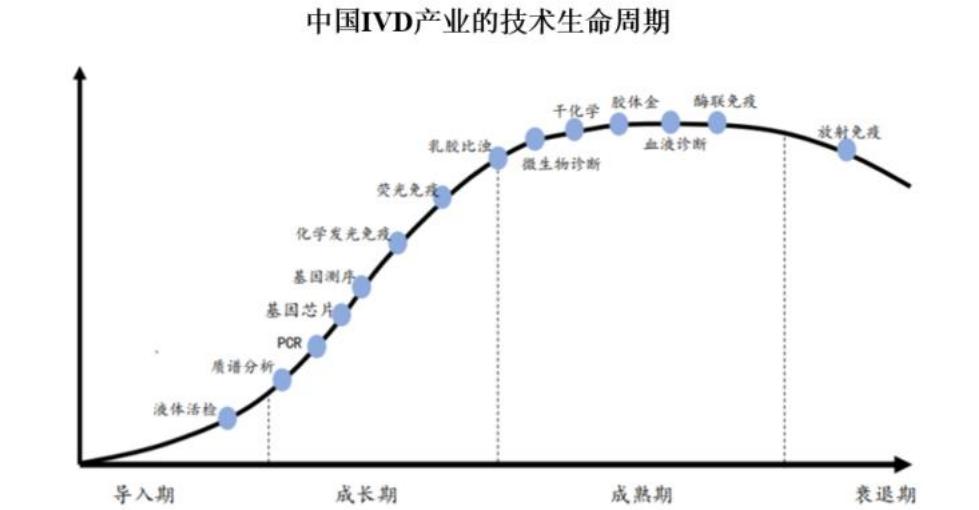
图16: 2020年中国体外诊断市场结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

目前我国在部分应用较广泛的领域已达到国际同期水平并实现了大部分的国产化，如生化诊断、酶联免疫等，而在化学发光等技术水平较高的技术领域，目前国内市场竞争仍由进口厂商主导，国内企业正处于快速成长期，未来发展和进口替代的空间巨大。新冠疫情中分子诊断成为重要的检测手段，临床应用得以大范围铺开，有望成为主流细分领域中最具前景的技术之一。

图17: 中国IVD产业的技术生命周期



资料来源:亚辉龙招股书, 华夏基石《中国医疗器械上市公司体外诊断(IVD)发展白皮书》, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

**自产业务:** 2023年新冠相关产品收入贡献大幅下滑, 常规自产产品成为核心增长驱动力, 其中化学发光和血球业务凭借快速装机的生免流水线及血球流水线有望保持快速增长, 部分生化业务预计将在2024-25年逐步受到集采的影响;

**代理业务:** 公司主动进行代理业务的战略调整, 预计收入占比持续下降, 毛利率预计稳定在20%左右;

表3: 迈克生物营收拆分

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>自产业务</b>					
收入 (百万元)	2,300	2,312	2,066	2,481	2,910
增速	24.3%	0.5%	-10.6%	20.1%	17.3%
收入占比	57.8%	64.1%	67.7%	75.6%	80.0%
毛利率 (%)	79.1%	71.8%	72.9%	72.5%	72.8%
<b>代理业务</b>					
收入 (百万元)	1,635	1,256	942	754	678
增速	-9.8%	-23.2%	-25.0%	-20.0%	-10.0%
收入占比	41.1%	34.8%	30.9%	23.0%	18.7%
毛利率 (%)	27.3%	20.8%	20.5%	20.0%	19.0%
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	46	40	43	45	47
增速	18.8%	-13.5%	7.1%	5.0%	5.0%
<b>合计</b>					
营业收入 (百万元)	3,981	3,608	3,052	3,280	3,636
增速	7.5%	-9.4%	-15.4%	7.5%	10.9%
毛利率	57.9%	54.2%	57.0%	60.7%	63.0%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-25 年营收 30.52/32.80/36.36 亿元，同比增长 -15.4%/7.5%/10.9%，毛利率分别为 57.0%/60.7%/63.0%。

## 未来 3 年业绩预测

表4: 未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3608	3052	3280	3636
<b>营业成本</b>	1652	1314	1290	1346
<b>销售费用</b>	630	595	656	731
<b>管理费用</b>	156	162	180	204
<b>研发费用</b>	273	290	318	360
<b>财务费用</b>	18	15	15	15
<b>利润总额</b>	789	541	748	922
<b>归属于母公司净利润</b>	708	498	669	828

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2023-25 年营收 30.52/32.80/36.36 亿元，同比增长 -15.4%/7.5%/10.9%；归母净利润分别为 4.98/6.69/8.28 亿元，同比增长 -29.7%/34.5%/23.7%。

## 盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司 2023-25 年净利润分别为 6.30/8.05/9.83 亿元，同比增长 -11.0%/27.8%/22.0%；2) 中性假设下，公司 2023-25 年净利润分别为 4.98/6.69/8.28 亿元，同比增长 -29.7%/34.5%/23.7%；3) 悲观假设下，公司 2023-25 年净利润分别 3.74/5.51/7.08 亿元，同比增长 -47.2%/47.5%/28.4%。

表5: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>				
<b>营业收入(百万元)</b>	3,608	3,107	3,363	3,765
(+/-%)	-9.4%	-13.9%	8.2%	11.9%
<b>归母净利润(百万元)</b>	708	630	805	983
(+/-%)	-26.0%	-11.0%	27.8%	22.0%
<b>中性预测</b>				
<b>营业收入(百万元)</b>	3,608	3,052	3,280	3,636
(+/-%)	-9.4%	-15.4%	7.5%	10.9%
<b>归母净利润(百万元)</b>	708	498	669	828
(+/-%)	-26.0%	-29.7%	34.5%	23.7%
<b>悲观预测</b>				
<b>营业收入(百万元)</b>	3,608	3,024	3,261	3,633
(+/-%)	-9.4%	-16.2%	7.9%	11.4%
<b>归母净利润(百万元)</b>	708	374	551	708
(+/-%)	-26.0%	-47.2%	47.5%	28.4%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：18.33-19.96 元

基于公司完善的产品布局，生免及血球流水线快速装机，集采趋势下加速进口替代，市场份额有望提升，我们预计公司未来收入业绩端保持一定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表6: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入增长率</b>	7.47%	-9.35%	-15.4%	7.5%	10.9%	9.9%	8.9%
<b>营业成本/营业收入</b>	42.05%	45.78%	43.05%	39.33%	37.02%	37.32%	37.62%
<b>管理费用/营业收入</b>	3.68%	3.52%	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%
<b>研发费用/营业收入</b>	5.2%	7.6%	9.5%	9.7%	9.9%	10.2%	10.5%
<b>销售费用/销售收入</b>	15.99%	17.46%	19.50%	20.00%	20.10%	20.10%	20.10%
<b>税金及附加/营业收入</b>	0.89%	0.96%	1.00%	0.95%	0.97%	0.97%	0.97%
<b>所得税税率</b>	15.57%	11.11%	9.00%	11.00%	11.00%	11.50%	12.00%
<b>股利分配比率</b>	31.17%	45.01%	33.07%	36.42%	38.17%	38.17%	38.17%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

表7: 资本成本假设

<b>无杠杆 Beta</b>	1.1	<b>T</b>	9.00%
<b>无风险利率</b>	2.66%	<b>Ka</b>	9.81%
<b>股票风险溢价</b>	6.50%	<b>有杠杆 Beta</b>	1.18
<b>公司股价 (元)</b>	15.33	<b>Ke</b>	10.35%
<b>发行在外股数 (百万)</b>	612	<b>E/(D+E)</b>	92.28%
<b>股票市值(E, 百万元)</b>	9389	<b>D/(D+E)</b>	7.72%
<b>债务总额(D, 百万元)</b>	786	<b>WACC</b>	9.93%
<b>Kd</b>	5.30%	<b>永续增长率 (10 年后)</b>	2.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 18.33-19.96 元。

### 绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

**表8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港币)**

		WACC 变化					
		19.10	9.5%	9.7%	9.93%	10.1%	10.3%
永续增长率变化	2.6%	21.27	20.62	20.01	19.43	18.88	
	2.4%	20.90	20.28	19.69	19.14	18.61	
	2.2%	20.56	19.96	19.39	18.85	18.34	
	2.0%	20.23	19.65	19.10	18.59	18.09	
	1.8%	19.92	19.36	18.83	18.33	17.85	
	1.6%	19.62	19.08	18.57	18.09	17.62	
	1.4%	19.34	18.82	18.33	17.86	17.41	

资料来源: 国信证券经济研究所整理和预测

## 相对估值: 17.82-19.44 元

公司业务涵盖生化、免疫、血球、血型、凝血、尿液、分子、快检、病理 9 大平台, 各产品平台新品迭出, 大力推进全实验室智能化检验分析流水线, 同时加速代理业务和直销转型分销的战略调整, 在体外诊断试剂即将推进集采的行业背景下平台化优势有望凸显。可比公司为迈瑞医疗 (IVD 平台化龙头)、新产业和安图生物 (化学发光龙头)、亚辉龙 (化学发光后起之秀)。考虑公司所处赛道的成长性和自产业务增长的持续性, 国产替代进程加速, 给予 2023 年 PE 22-24X, 合理目标区间为 17.82-19.44 元。

**表9: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 (23/08/03)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE	PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E
300463	迈克生物	15.33	94	1.73	0.81	1.09	1.35	8.9	18.9	14.0	11.3	13%	0.5 买入
300760	迈瑞医疗	294.55	3571	6.59	9.60	11.56	13.88	44.7	30.7	25.5	21.2	32%	1.3 买入
300832	新产业	56.85	447	1.24	2.11	2.75	3.53	45.8	26.9	20.6	16.1	21%	0.7 买入
603658	安图生物	52.82	310	1.66	2.45	3.07	3.80	31.8	21.6	17.2	13.9	15%	0.7 无评级
688575	亚辉龙	16.61	94	0.53	0.85	1.05	1.34	31.3	19.6	15.8	12.4	48%	0.6 无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 安图生物、亚辉龙为 Wind 一致预测

**投资建议:** 考虑公司加速战略转型和特定存货计提资产减值准备的影响, 预计 2023-25 年归母净利润 4.98/6.69/8.28 亿元, 同比增速-29.7%/34.5%/23.7%; 摊薄 EPS=0.81/1.09/1.35 元, 当前股价对应 PE=19/14/11x, 当前估值性价比突出。综合绝对估值和相对估值, 公司合理股价为 17.82-19.44 元, 相较当前股价 (23-08-03) 有 16.8-27.4% 溢价空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

- 我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。
- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
  - 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.66%、风险溢价6.50%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
  - 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
  - 4、相对估值方面我们选取了与公司业务相近的公司进行比较,同时考虑公司成长性,对可比公司平均动态PE进行修正,最终给予公司22-24倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设,其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

### 经营风险

**体外诊断试剂集采降价或落标冲击公司营收和盈利能力的风险:**2022年,江西医保局发布了《肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购》公告,随着各产品品类集采政策、挂网联动等政策地广泛出台和实施,国内体外诊断产业的整合将会加速。如果公司不能在经营策略上及时调整以适应医药卫生体制改革带来的市场规则以及行业监管政策的变化,将会对公司的经营产生不利影响。

**行业竞争加剧的风险:**随着中国体外诊断行业的日渐成熟,行业竞争不断升级,已经从产品的竞争向商业模式竞争升级。体外诊断行业从单纯向客户销售产品,变为给客户提供全面的解决方案。行业竞争要素从自主产品、代理产品、服务能力、单产品的价格升级到资本、产品组织能力、综合服务能力、整体性价比。未来,公司如果不能在产品质量、品种结构、研发能力、销售与服务等方面持续提升,将导致公司竞争力下降,对公司未来业绩产生不利影响。

**原材料供应风险。**目前国内主要生物化学原料的研发技术和生产工艺等仍处于起步阶段,国内体外诊断试剂产品生产企业的核心原材料主要依赖进口,且这种格局仍将持续一定时间。随着国际多边贸易摩擦的发展,全球贸易受

到前所未有的冲击和考验，这对公司自主产品部分原料采购及持续稳定供应造成影响，存在原材料供应短缺的风险。

**财务风险。**在“带量采购”大环境下，若主要客户经营状况、行业结算方式等情况发生重大不利变化，可能导致公司应收账款发生逾期、坏账或进一步延长应收账款回收周期，从而给公司持续盈利能力造成不利影响。2023年上半年的应收账款账面余额为18.08亿元。

## 技术风险

**技术创新风险：**在体外诊断技术创新过程中，人才培养、团队稳定、研发平台的建设以及工艺路线的选择等重要因素都会影响创新的成败，存在技术创新的风险。

**核心技术人员流失风险：**公司坚持自主创新，通过持续研发投入，已积累了多项核心技术，大部分核心技术处于国内领先水平，这些技术是公司核心竞争力的主要体现。若公司核心技术人员流失，将会在一定程度上削弱公司的持续研发能力和产品在市场上的竞争力，从而对公司发展造成不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	637	587	984	1186	1609	<b>营业收入</b>	<b>3981</b>	<b>3608</b>	<b>3052</b>	<b>3280</b>	<b>3636</b>
应收款项	1933	2132	1889	2031	2251	营业成本	1674	1652	1314	1290	1346
存货净额	1076	1039	784	727	751	营业税金及附加	36	35	31	31	35
其他流动资产	208	275	199	212	249	销售费用	636	630	595	656	731
<b>流动资产合计</b>	<b>3855</b>	<b>4698</b>	<b>4520</b>	<b>4819</b>	<b>5524</b>	管理费用	168	156	162	180	204
固定资产	1982	2483	3010	3107	2964	研发费用	207	273	290	318	360
无形资产及其他	195	269	259	248	237	财务费用	58	18	15	15	15
投资性房地产	533	710	710	710	710	投资收益	0	12	10	8	8
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(31)	(71)	(104)	(49)	(42)
<b>资产总计</b>	<b>6567</b>	<b>8162</b>	<b>8501</b>	<b>8885</b>	<b>9436</b>	其他收入	44	32	20	25	30
短期借款及交易性金融负债	674	400	500	500	500	营业利润	1214	817	571	773	942
应付款项	317	381	266	242	260	营业外净收支	(27)	(28)	(30)	(25)	(20)
其他流动负债	322	302	327	311	338	<b>利润总额</b>	<b>1187</b>	<b>789</b>	<b>541</b>	<b>748</b>	<b>922</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1313</b>	<b>1083</b>	<b>1093</b>	<b>1053</b>	<b>1097</b>	所得税费用	185	88	49	82	101
长期借款及应付债券	424	286	286	286	286	少数股东损益	46	(7)	(5)	(3)	(8)
其他长期负债	288	263	263	263	263	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>957</b>	<b>708</b>	<b>498</b>	<b>669</b>	<b>828</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>712</b>	<b>549</b>	<b>549</b>	<b>549</b>	<b>549</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2025</b>	<b>1632</b>	<b>1641</b>	<b>1602</b>	<b>1646</b>	<b>净利润</b>	<b>957</b>	<b>708</b>	<b>498</b>	<b>669</b>	<b>828</b>
少数股东权益	243	236	233	231	226	资产减值准备	(14)	31	25	4	(2)
股东权益	4299	6293	6626	7052	7564	折旧摊销	223	253	255	312	338
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6567</b>	<b>8162</b>	<b>8501</b>	<b>8885</b>	<b>9436</b>	公允价值变动损失	(18)	(15)	104	49	42
						财务费用	58	18	15	15	15
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(56)	(355)	509	(133)	(240)
每股收益	1.72	1.16	0.81	1.09	1.35	其它	46	(34)	(28)	(6)	(3)
每股红利	0.54	0.52	0.27	0.40	0.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>1137</b>	<b>587</b>	<b>1362</b>	<b>895</b>	<b>964</b>
每股净资产	7.72	10.28	10.82	11.51	12.35	资本开支	0	(771)	(900)	(450)	(225)
ROIC	23%	17%	9%	11%	12%	其它投资现金流	0	(664)	0	0	0
ROE	22%	11%	8%	9%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(1435)</b>	<b>(900)</b>	<b>(450)</b>	<b>(225)</b>
毛利率	58%	54%	57%	61%	63%	权益性融资	0	1558	0	0	0
EBIT Margin	37%	31%	22%	25%	26%	负债净变化	94	(138)	0	0	0
EBITDA Margin	42%	38%	30%	34%	36%	支付股利、利息	(298)	(319)	(165)	(244)	(316)
收入增长	7%	-9%	-15%	7%	11%	其它融资现金流	(705)	153	100	0	0
净利润增长率	20%	-26%	-30%	35%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1112)</b>	<b>798</b>	<b>(65)</b>	<b>(244)</b>	<b>(316)</b>
资产负债率	35%	23%	22%	21%	20%	<b>现金净变动</b>	<b>25</b>	<b>(50)</b>	<b>397</b>	<b>201</b>	<b>423</b>
息率	3.5%	3.4%	1.8%	2.6%	3.4%	货币资金的期初余额	612	637	587	984	1186
P/E	8.9	13.3	18.9	14.0	11.3	货币资金的期末余额	637	587	984	1186	1609
P/B	2.0	1.5	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	1405	137	465	445	728
EV/EBITDA	6.3	7.9	12.0	9.9	8.5	权益自由现金流	794	152	552	438	730

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032