

方正证券研究所证券研究报告

医药行业首席分析师：崔文亮

执业证书编号：S1220514080006

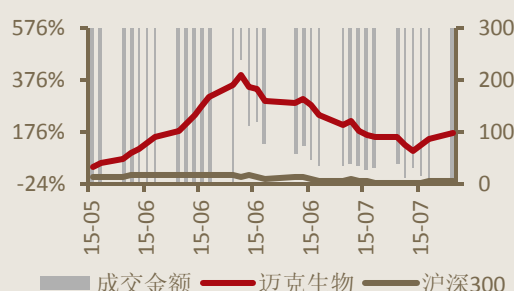
E-mail: cuiwenliang@foundersc.com

联系人：周小刚

TEL: 021-68388523

Email: zhouxiaogang@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入	934.85	1121.82	1346.18	1588.49
(+/-)	19.94%	20.00%	20.00%	18.00%
净利润	226.21	282.79	353.37	423.92
(+/-)	17.11%	25.01%	24.96%	19.96%
EPS (元)	1.52	1.90	2.38	2.85
P/E	62.27	49.81	39.86	33.23

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

迈克生物(300463)

公司深度报告

2015.07.27 强烈推荐

生物制品行业

投资要点

- 随着新医改不断深入以及 IVD 行业持续发展，IVD 行业已进入深度变革时代。我们认为，当前 IVD 行业最重要的变革主要体现在两个方面：**1、渠道战略方面**，由于同质化竞争的加剧，企业更加重视对渠道通路的直接掌控，未来经销模式将更多向直销模式转变；**2、产品布局方面**，单一产品引领成长已成过去式，未来更多是产品组合的竞争，产品线布局完善、并能够提供整体解决方案的公司才能最终胜出。
- 作为行业领先企业，迈克生物积极顺应行业变革趋势，在全渠道、全产品线布局方面均有非常清晰的战略规划：**1、渠道方面**，公司立足西南地区已有优势直销渠道，积极布局全国性渠道扩张、并在西南地区重点医院积极拓展 IVD 产品整包供应业务；**2、产品方面**，公司积极通过自研、收购、代理等多种方式拓展产品线，全产品线布局已初显成效。展望未来，公司或将实现“全产品线通过自有全国性渠道销售全国医院”的大格局。我们认为，“全产品线+全渠道”战略布局将极大推动公司成长为领军型 IVD 一体化发展巨头。我们看好公司超前的战略眼光和业务拓展的强大执行力。
- 回到现有主导产品，公司化学发光产品爆发式高增长有望持续。化学发光免疫诊断产品市场空间大（2013 年市场规模即接近 100 亿）、行业增速快（10-13 年复合增速 35%）、进口替代率低（国产品份额不足 10%），是体外诊断最诱人细分领域。公司化学发光产品 11 年获批，其市场定位避开外资巨头的直接竞争，选择从外企无法渗透的基层医院传染病检测着手（基层医院成本敏感度高，外企高价化学发光产品无法渗透，目前仍主要使用酶免试剂检测传染病），市场定位非常精准。受益于公司优秀的产品品质和精准的市场定位，**12-14 年公司化学发光产品销售额分别为 150 万、3200 万、9500 万，呈爆发式增长态势**。我们认为，随着公司渠道掌控的增强、市场推广的深入，化学发光产品爆发性高增长将大概率得以持续。
- 生化试剂质量溯源性好、质量优异，市场竞争力强，增速超过行业平均（14 年收入 3.13 亿，12-14 年 CAGR=18%）。检验医学是测量的科学，量值溯源是国际公认的测量准确性前提。公司生化试剂优秀的量值溯源性充分体现在公司国内首批建立量值溯源参考实验室（共 5 家）、国内首家成为 IFCC 会员单位、国内首批成功取得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可（全国 6 家，企业唯一一家）等诸多方面。受益于公司生化试剂优异的量值溯源体系和产品质量，日立已授权公司成为其新一代全自动生化分析仪配套试剂提供商（国内唯一、全球 3 家之一）。更重要的是，公司生化试剂此前仅在日立、奥林巴斯生化仪通过量值溯源赋值，目前正积极增加其他著名品牌仪器赋值。我们预计公司下半年有望新增三个品牌仪器量值溯源，从而推

动公司生化试剂增速进一步超出行业平均。

- 总体而言，化学发光免疫分析产品高增长将驱动公司 16 年业绩增速底部反转，“全渠道+全产品线”战略布局则有望打造公司成为“产品+流通股服务”一体化发展的国内 IVD 巨头。公司战略眼光超前、执行力优秀、且现有产品爆发性成长正当时，理应享有估值溢价。
- **盈利预测：**不考虑外延并购预期，我们预计公司 2015-17 年收入分别为 11.2 亿、13.5 亿、15.9 亿，净利润分别为 2.83 亿、3.53 亿、4.24 亿，同比分别增长 25%、25%、20%，EPS 分别为 1.52 元、1.90 元、2.28 元。考虑到公司化学发光免疫分析产品稀缺性以及其高增长驱动公司业绩增速底部反转明确，同时公司“全产品线+全渠道”战略布局顺应行业变革趋势、未来将打造公司成为“产品+流通服务”一体化发展 IVD 巨头，公司合理股价 120 元，对应 15 年 PE 估值约 78.9 倍，相比同行上市公司 15 年 60 倍 PE 平均估值有所溢价。我们给予公司“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**化学发光市场推广进度不达预期；渠道拓展、产品线扩张不达预期；医院 IVD 产品整包供应业务拓展受阻

内容目录

1、化学发光产品定位精准、持续爆发式增长进行时	5
1.1、化学发光市场容量大、增速快、进口替代率低，IVD 最佳细分领域.....	5
1.2、向敌人最薄弱领域进军——迈克生物化学发光找准传染病检测突破口..	6
1.3、迈克生物化学发光产品将实现持续性高增长	7
2、生化试剂量值溯源国内最为领先、适用生化仪品牌数增加促进二次成长	9
2.1、公司生化试剂量值溯源国内最为领先、质量显著优于同行	9
2.2、公司生化试剂增速伴随行业有所回落，但仍高于行业平均	10
2.3、量值溯源仪器品牌增加、公司生化试剂增速未来有望回升	11
3、全渠道、全产品线布局打造 IVD 一体化巨头	12
3.1、渠道广度、深度持续拓展，公司已抢占行业发展先机	12
3.2、自研、代理、收购促进公司产品线持续扩张，全产品线布局初步成型	14
3.3、顺应行业竞争态势演变、“产品+流通服务”一体化 IVD 巨头呼之欲出	15
4、四川大家第三方实验室运行优秀、未来拓展空间大	16
5、业绩底部反转趋势明确、“全产品+全渠道”战略布局成就大市值公司	16
6、盈利预测与投资建议	17

图表目录

图表 1：化学发光整体市场容量已过百亿、增速 30%+	5
图表 2：化学发光免疫分析产品国产市场份额不足 10%	6
图表 3：公司化学发光检测项已达 40 项，覆盖主要细分领域	6
图表 4：迈克生物化学发光产品定位非常精准——传染病检测	7
图表 5：新产业化学发光免疫分析产品高基数上高速增长	8
图表 6：化学发光销售额高速增长	8
图表 7：化学发光仪销售（投放）量高速增长	8
图表 8：公司化学发光仪器、试剂收入比例（2014 年）	9
图表 9：量值溯源体系图解	9
图表 10：公司生化试剂量值溯源体系国内遥遥领先	10
图表 11：迈克生物生化试剂成长性较好	11
图表 12：渠道能力已成为制约 IVD 企业未来发展的重要因素	12
图表 13：公司西南地区代理产品稳健增长	13
图表 14：公司西南地区代理产品直销占比 70%	13
图表 15：公司渠道广度深度齐拓展、布局已占据行业先机	13
图表 16：公司主要在研产品&进展	14

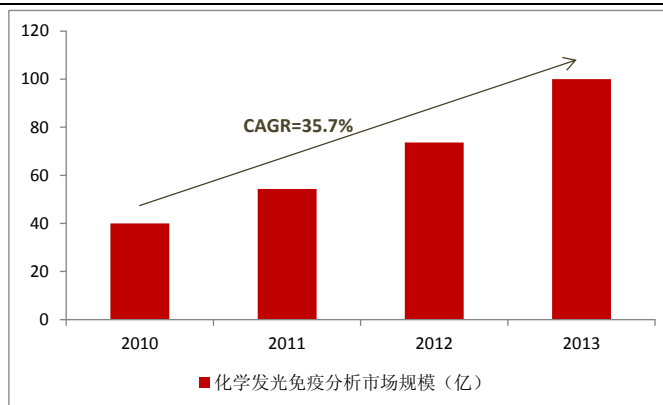
图表 17：公司主要代理产品一览	15
图表 18：迈克生物顺应行业变局、打造“产品+流通服务”一体化巨头	16
图表 19：公司 14 年收入增速放缓	16
图表 20：公司 14 年利润增速放缓	16
图表 21：公司 14 年收入结构一览	17
图表 22：化学发光产品盈利能力远超公司已有产品	17

1、化学发光产品定位精准、持续爆发式增长进行时

1.1、化学发光市场容量大、增速快、进口替代率低，IVD 最佳细分领域

化学发光免疫诊断产品市场容量已超 100 亿，近年来行业增速 30%+，继续呈现高速增长态势。作为传统酶免诊断的升级换代产品，化学发光免疫诊断具有检验速度快（意味着当天检测当天就能出结果）、精度高（意味着误诊可能性小）、可定量、更便利、定价高（意味着为医院创造更多效益）等一系列优点，更能满足临床检验各方面的需求。受益于对传统酶免的替代以及其检测项目的增加，近年来化学发光免疫诊断产品在 IVD 子领域中一枝独秀，呈现出持续高速增长态势。McEvoy & Farmer 公司数据显示，2010 年我国化学发光免疫诊断产品销售额仅约 40 亿，至 2013 年市场人士预计其国内市场销售额已达 100 亿，10-13 年复合增速高达 35%。

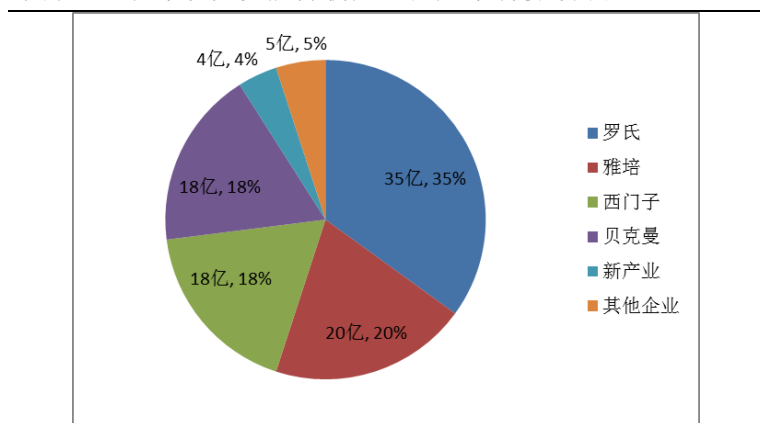
图表 1：化学发光整体市场容量已过百亿、增速 30%+



来源：方正证券研究所整理

化学发光免疫诊断产品进口替代率仍不足 10%，未来提升空间非常大。由于化学发光免疫诊断产品为封闭式仪器，这就决定了其相比开放式的生化产品具有更高的壁垒，也因此其市场份额主要集中在罗氏、雅培、西门子、贝克曼等外资四巨头手中，国产品进口替代率还非常低。根据我们对业内人士的调研，目前国产全自动化学发光免疫分析仪有一定装机量的主要仅新产业（13 年约 1000 台）、迈克（14 年 400 多台）、迈瑞（14 年约 100 台）、安图等，其合计仪器+试剂销售额仅约 8-10 亿，整体进口替代率不足 10%，未来提升空间非常大。

图表 2：化学发光免疫分析产品国产市场份额不足 10%



来源：方正证券研究所

总体而言，在所有 IVD 细分领域中，化学发光免疫诊断产品市场容量最大（过 100 亿）、增速最快（目前仍有 30%左右）、且进口替代率低（不足 10%），是国内 IVD 企业最具发展前景的细分领域。

1.2、向敌人最薄弱领域进军——迈克生物化学发光找准传染病检测突破口

迈克生物 2007 年开始研发化学发光产品，2011 年公司全自动化学发光免疫分析仪 (IS1200) 成功获批。截止目前，公司配套试剂已获批 40 项检测项目，涵盖传染病（8 项）、肿瘤（7 项）、甲状腺（7 项）、激素（9 项）、ToRCH（9 项）等化学发光主要细分领域。随着公司申报试剂批文的陆续获批，未来公司检测项仍将持续增加，我们预计公司有望在未来数年内检测项目过 100 项，达到世界领先企业水平。

图表 3：公司化学发光检测项已达 40 项，覆盖主要细分领域

细分领域	具体检测项目
传染病	HIV Ag/Ab、anti-HCV、anti-TP、HBsAg、anti-HBs、anti-HBc、HBeAg、anti-HBe
肿瘤	AFP、CEA、t-PSA、f-PSA、CA125、CA15-3、CA19-9
甲状腺	TSH、FT4、T4、FT3、T3、Anti-TG、Anti-TPO
激素	LH、FSH、PRL、E2、uE3、Prog、Free β -HCG、HCG、Tes
ToRCH	TOXO IgG、TOXO IgM、Rubella IgG、Rubella IgM、CMV IgG、CMV IgM、HSV 1/2 IgG、HSV 1/2 IgM、HSV-2 IgG

来源：方正证券研究所

低级别医院传染病监测——外企的命门，迈克的最佳突破口。在化学发光诸多检测项目中，肿瘤、甲状腺功能、激素等检测项目一般仅在高端医院进行，目前外资产品凭借其产品品质已占据绝

对优势地位，国内企业虽有价格优势，但由于大医院对价格敏感度相对较弱，进口替代仍需要长期缓慢推进。但传染病（包括乙肝、丙肝、艾滋、梅毒等）检测则不同，其检测项目在基层低级别医院需求量同样很大（丙肝、艾滋、梅毒检测每个手术病人都需要做，以方便手术中选择不同防护级别；乙肝检测更是早已渗透进基层），由于基层医院价格敏感性很强，外资品牌很难渗透，目前基层医院仍主要采用酶免试剂进行传染病检测。迈克生物化学发光技术渊源于雅培，在传染病项目检测中精度、品质领先（雅培化学发光在传染病检测领域全球最强，迈克曾是雅培化学发光产品代理商），此外公司在市场推广中也重点瞄准低级别医院的传染病检测领域，目前传染病检测试剂已占公司化学发光试剂销售额的 70%。我们认为，迈克生物化学发光产品市场定位非常精准，随着市场推广的深入，公司将有望在高价外企产品无法渗透的低级别医院传染病检测中实现重点突破，公司化学发光产品市场空间已经真正打开。

图表 4：迈克生物化学发光产品定位非常精准——传染病检测

检测领域	需求医院	价格敏感度	实际使用状况	国产化学发光机会
传染病	高、中、低端医院	中低端医院价格敏感	高端医院：外资化学发光为主 中低端医院：酶免产品为主	高端医院：机会较小 中低端医院：机会很大
肿瘤、激素、甲状腺等	仅高端医院	价格相对不敏感，国产品优势不显著	外资化学发光为主	机会相对较小
迈克生物主攻中低端医院传染病检测，相当于找到无相应外企竞争产品的空白市场，公司定位非常精准！				

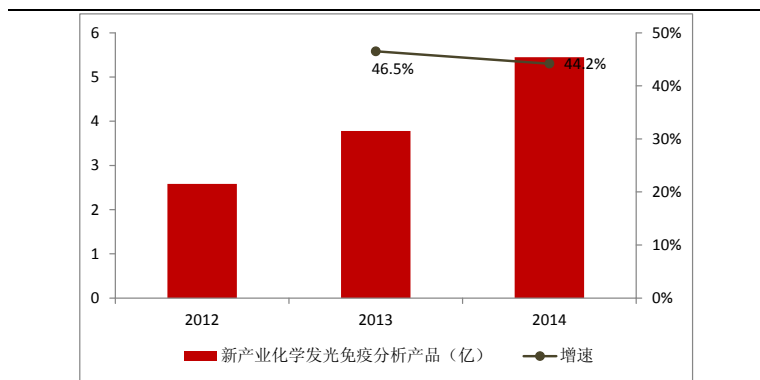
来源：方正证券研究所整理

迈克生物化学发光免疫分析产品价格优势非常显著。国家政策规定同一项检测不能区分使用检测产品品牌而必须实行统一定价。在此背景下，在相同或相近的产品质量下，国产品就有望利用其价格优势迅速替代进口产品。我们预计迈克生物化学发光试剂医院售价仅进口同类产品的 1/2-2/3，价格优势同样非常显著。

1.3、迈克生物化学发光产品将实现持续性高增长

国产化学发光免疫分析产品天生即具有高增长基因。由于化学发光免疫分析产品市场容量大（当前即超 100 亿）、整体增速快（30%左右）、国产品进口替代仍处于刚起步阶段（进口替代率不超过 10%）、且市场竞争格局好（外企四家：罗氏、雅培、西门子、贝克曼，国产四家：新产业、迈克、迈瑞、安图），辅以国产品的价格优势，国内公司化学发光免疫分析产品一经研发成功上市，其天生即具有高增长基因。以深圳新产业为例，该公司 2008 年于国内首家研发成功全自动化学发光免疫分析仪，产品上市后销售实现爆发式增长，由 2012 年 2.58 亿增长至 2014 年 5.45 亿，高基数上实现 45% 的复合增长。

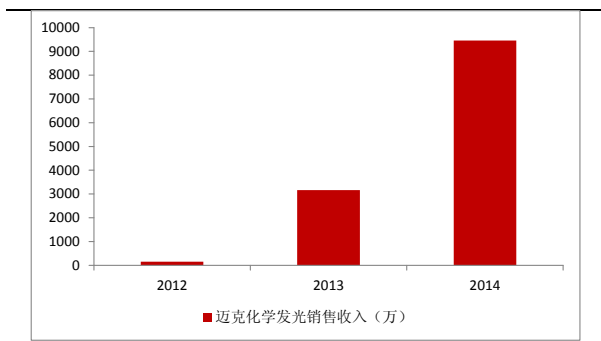
图表 5：新产业化学发光免疫分析产品高基数上高速增长



来源：方正证券研究所

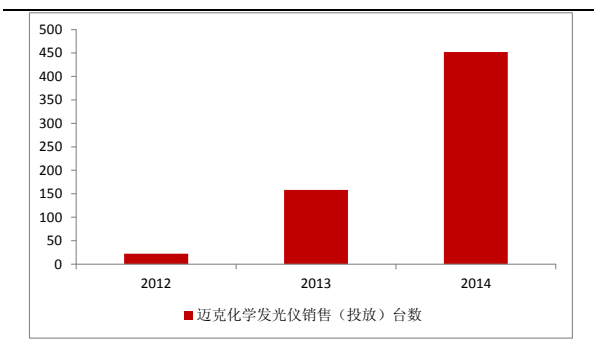
迈克生物化学发光产品质量优异，并借助于精准的市场定位、更低的产品价格，上市后实现持续快速增长。根据公司招股书披露数据，迈克生物化学发光免疫分析产品 2011 年获批、2012 年下半年正式上市销售，2012-14 年其销售收入分别为 148 万、3159 万、9458 万，呈现爆发式增长态势；从全自动化学发光免疫分析仪销售（投放）数量来看，2012-14 年公司分别销售（投放）22 台、158 台、452 台，同步呈现高速增长态势；在每台仪器每年消耗试剂量指标上，我们预计公司每台仪器年消耗试剂量平均约 15-20 万（出厂价数据），最高医院或超 50 万。展望未来，随着公司化学发光免疫分析产品销售推广的深入、存量仪器的不断累积以及单台仪器使用逐渐成熟后消耗试剂量的上升，公司化学发光免疫分析产品将有望持续实现 50%+高速增长。

图表 6：化学发光销售额高速增长



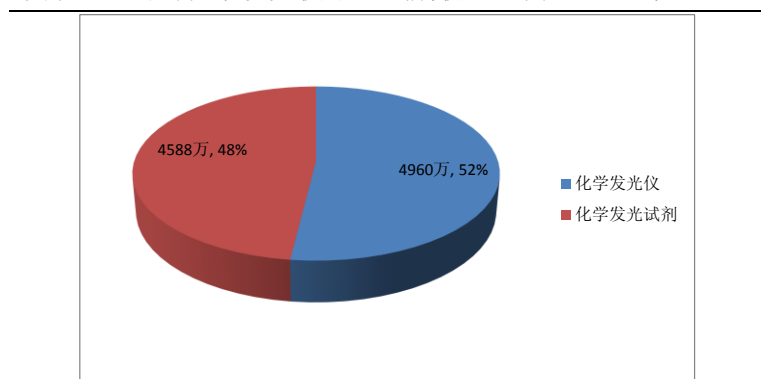
来源：公司年报、方正证券研究所整理

图表 7：化学发光仪销售（投放）量高速增长



来源：公司年报、方正证券研究所整理

图表 8：公司化学发光仪器、试剂收入比例（2014 年）



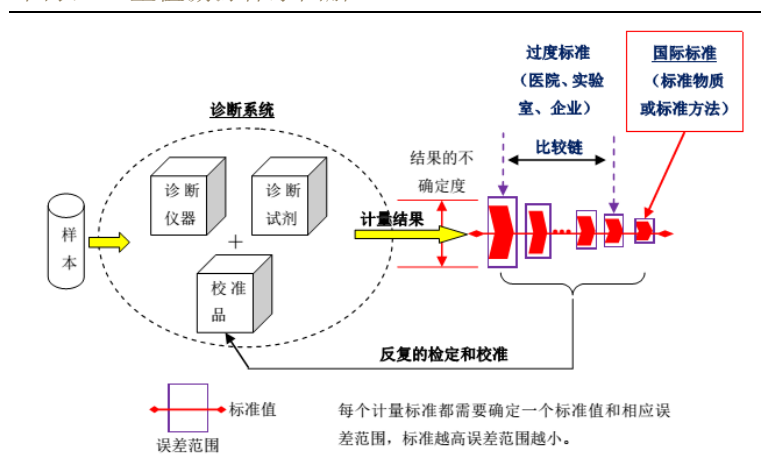
来源：方正证券研究所整理

2、生化试剂量值溯源国内最为领先、适用生化仪品牌数增加促进二次成长

2.1、公司生化试剂量值溯源国内最为领先、质量显著优于同行

量值溯源体系是保障临床检验结果准确性的最可靠路径。量值溯源是指将诊断系统的检测结果与一系列连续的比较链进行比对，通过不断的检定和校准，使检测结果逐步与国际标准（标准物质、标准方法）联系起来，追溯计量源头，从而提高计量结果的准确度。如果不同组合的诊断系统都通过量值溯源与国际标准建立联系，则检验结果之间的差异则将消除。鉴于量值溯源体系对检测结果准确性的至关重要性，目前 ISO15189 等国际权威医院实验室认证已明确将诊断产品的量值溯源列为重要的考核标准。

图表 9：量值溯源体系图解



来源：方正证券研究所整理

公司生化试剂量值溯源国内遥遥领先、检测结果准确度显著优于国内同行。公司在国内最早认识到量值溯源体系的重要性，

截止目前，公司在量值溯源体系建设上已取得了令人惊叹的成就（国内第一批参考实验室、国内第一家 IFCC 企业会员单位、国内唯一 CNAS 认可企业实验室、国际溯源联合委员会全球推荐的参考测量服务实验室、欧盟标准物质委员会有证参考物质赋值及稳定性研究单位等）。公司生化试剂遥遥领先的量值溯源体系也就意味着公司生化试剂远高于国内同行的检验准确度。正因如此，公司生化试剂已获得二级以上医院的广泛认可，目前已覆盖 3000 多家二级以上医院，并被北京协和医院、北大人民医院、四川大学华西医院、中山大学附二院/附三院、上海仁济医院等一大批国内知名医院认可和使用。也因为公司生化试剂卓越的产品品质，公司也在国内同行中唯一被日立授权为其新一代全自动生化分析仪 (LST) 提供配套生化试剂的企业（日立新一代 LST 生化仪为封闭式仪器，在全球仅指定日本积水、日本和光、迈克生物三家公司配套提供生化试剂）。

图表 10：公司生化试剂量值溯源体系国内遥遥领先

时间	主要成就
2006 年	与卫生部临检中心、上海临检中心、北京航天总院、北京世纪坛医院一道成为国内首批建立参考实验室的单位之一
2010 年	成为国内第一家 IFCC（国际临床化学与实验医学联合会）会员单位，量值溯源体系达国际领先水平
2013 年	取得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）医学参考实验室认可（全国 6 家之一，企业中唯一），获认可检测项目测量结果可在国际范围内互认
2015 年	顺利通过国际检验医学溯源联合委员会（JCTLM）评审，取得全球参考测量服务资格
2015 年	与欧盟标准物质委员会签署协议，成为 IRMM 有证参考物质赋值单位及稳定性研究单位
2008 年至今	累计参加 70 余项次 IFCC 主办国际参考方法能力验证试验--Rela 能力比对，参加项目全部符合标准

来源：方正证券研究所整理

除了国内遥遥领先的量值溯源体系，公司生化试剂质量优于国内同行还体现在以下两个方面：1、公司生化试剂稳定性更强，有效期长达 18-24 个月，行业平均有效期仅 12 个月；2、公司生化试剂批间差异更小（公司每个产品一年一般不超过 4 个批号，其他公司批号多达几十个，这样更能有效控制批间差异，同时客户校准次数也相应减少）。

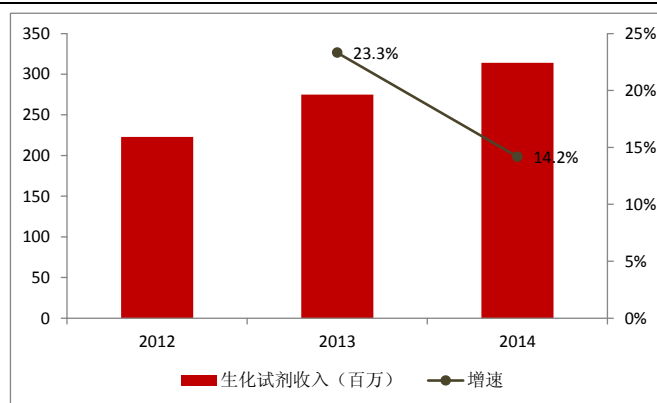
2.2、公司生化试剂增速伴随行业有所回落，但仍高于行业平均

国产生生化试剂市场占有率已超 50%，市场增速趋于下滑。由于生化分析产品在国内医院检验科应用最早、市场渗透深入（目前县级医院和发达地区乡镇卫生院已基本普及全自动生化分析仪），且生化分析产品的开放式特征（即仪器、试剂可以是不同厂商产品）使得国内厂家可以绕过仪器仅生产生化试剂，目前国产生生化试剂的市占率已超过 50%（从销量角度看，国产生生化试剂市占率更高

达 70%)。受制于市场继续向下渗透的有限公司以及国产品较高的市占率，目前国内主流厂商生化试剂收入增速已普遍下降至 10% 左右。

更优量值溯源体系、更强产品质量保障公司生化试剂增速(18.5%)高于行业平均水平。随着迈克生物生化试剂强大的量值溯源体系、优异的产品质量被检验科专家越来越多认可，其收入增速近年来虽跟随行业有所回落、但一直维持高于行业平均增速水平。数据显示，12-14 年公司生化试剂复合增速 18.5%，仍表现出较好的成长性。

图表 11：迈克生物生化试剂成长性较好



来源：方正证券研究所

2.3、量值溯源仪器品牌增加、公司生化试剂增速未来有望回升

量值溯源生化仪品牌数或将迅速增加。目前公司生化试剂仅跟日立、奥林巴斯两家公司全自动生化仪配套做了量值溯源。对于其他没有做量值溯源的仪器品牌，公司在检验科推广时则较为谨慎，一般并不推荐在没有做量值溯源的生化仪品牌上使用公司生化试剂。为了更好地推广生化试剂，公司当前的一个重要工作就是在更多的仪器品牌上跟自有生化试剂配套做量值溯源，我们预计至今年底公司量值溯源生化仪品牌将有望从当前 2 家拓展至 5 家。

自有全自动生化仪积极研发中。除了努力增加量值溯源生化仪品牌数外，我们预计公司目前还在积极研发自有全自动生化仪，未来亦有望实现上市。随着自有生化仪的上市销售，公司将成功在全国范围内实现自有生化仪带动自有生化试剂增长的新商业模式。

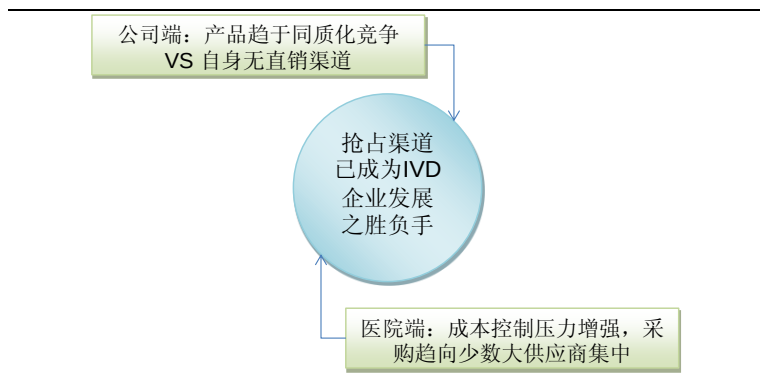
总体而言，随着公司量值溯源仪器品牌数的增加、以及未来自有生化仪上市销售的带动，公司生化试剂增速有望回升，并将持续超越行业平均增速。

3、全渠道、全产品线布局打造 IVD 一体化巨头

3.1、渠道广度、深度持续拓展，公司已抢占行业发展先机

抢占渠道已成为 IVD 企业未来发展的胜负手之一。当前 IVD 行业已越来越呈现出两大发展趋势：1、企业端部分品种（典型如生化试剂）生产厂家越来越多，竞争逐步趋于同质化；2、用户端（各大医院）越来越重视成本控制，其 IVD 产品采购逐步趋于向少数大型渠道商集中。在此背景下，IVD 生产型企业通过纵向一体化并购下游渠道商、从而直接控制产品销售渠道已成为其未来成败的重要决定因素（IVD 产品绝大多数公司都是通过代理商渠道销售，这与药品多数是直销有很大不同）。我们认为，随着 IVD 产品公司对销售渠道并购整合的不断深入，未来自身不具备销售渠道的公司产品或将面临被挤出的风险。

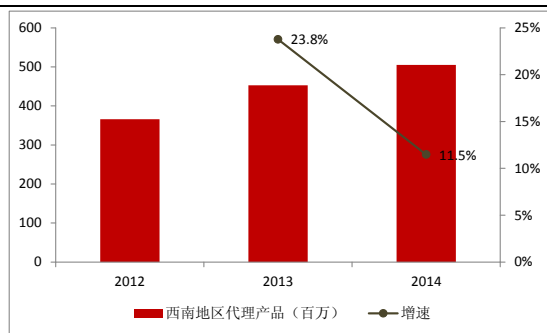
图表 12：渠道能力已成为制约 IVD 企业未来发展的重要因素



来源：方正证券研究所整理

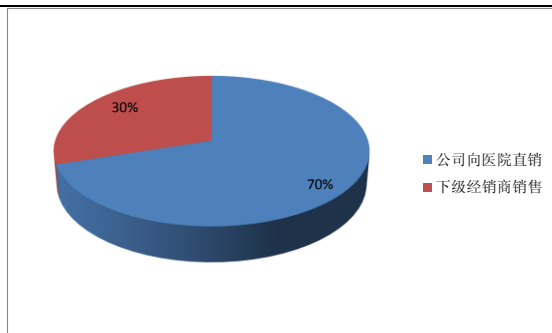
迈克生物西南地区直销渠道非常强大。公司 1994 年即起家于 IVD 产品代理，目前已在西南地区代理销售日立、希森美康、生物-梅里埃、伯乐、碧迪、凯杰等多个国外知名品牌超过 1000 余种型号和规格的体外诊断产品。经过 20 年西南地区市场深耕，公司目前已在西南地区建立了非常完善的直销渠道和服务网络，并与西南地区各大主要医院建立了长期合作关系。2014 年，公司代理产品在西南地区合计销售收入达 5.05 亿，其中 70% 左右即由公司直接向西南地区二三级医院销售。公司西南地区强大的直销渠道已成为其未来渠道持续拓展的基石。

图表 13：公司西南地区代理产品稳健增长



来源：公司年报、方正证券研究所整理

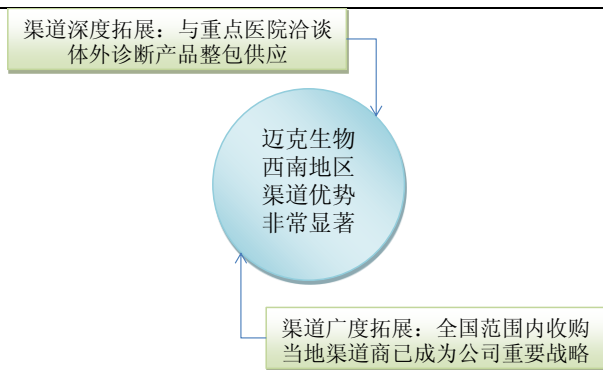
图表 14：公司西南地区代理产品直销占比 70%



来源：公司年报、方正证券研究所整理

渠道广度、深度持续拓展，布局已占据行业先机。持续鉴于渠道布局对 IVD 公司未来成败的至关重要性，迈克生物在继续巩固西南地区渠道优势外，也着力从广度、深度两个维度持续拓展其渠道优势。我们认为，公司未来渠道拓展思路非常清晰：1、广度拓展方面，收购其他区域渠道商（代理商）已成为公司重要战略；2、深度拓展方面，与已有优势区域重点医院进一步加强合作，洽谈 IVD 产品整体打包供应。综合考虑公司在西南地区已有的渠道优势以及公司在渠道广度和深度方面的持续拓展，我们认为公司在渠道布局方面已占据行业先机。

图表 15：公司渠道广度深度齐拓展、布局已占据行业先机



来源：方正证券研究所整理

- **渠道广度拓展——收购其他区域渠道商（代理商）。**我们预计公司目前正顺应行业趋势、在全国各地积极洽谈收购区域渠道商（以二线渠道商为主）。由于公司拥有自有产品优势，我们预计公司有望在与潜在对手的收购竞争中胜出。
- **渠道深度拓展——与现有合作医院洽谈 IVD 产品整体打包供应。**随着医院检验科对成本控制的愈发重视，其产品采购向少数甚至一家渠道商集中已成为行业趋势；此外，渠道商亦积极通过增值服务换取检验科 IVD 产品整包供应合同。我们预计迈克生物目前正努力发挥其西南地区资源和客户关系优势，积极拓展西南地区重点医院整包供应合同，未来不久或

将有所收获。

3.2、自研、代理、收购促进公司产品线持续扩张，全产品线布局初步成型

公司在研产品涉及 IVD 众多细分领域，上市后将极大丰富公司产品线。从代理产品逐步走向自有产品是公司多年来既定战略，为止公司一直非常重视自有产品的研发。截止目前，公司已成功搭建生化、免疫、血液、分子诊断、快速诊断（POCT）五个研发平台，其中生化试剂、化学发光免疫分析产品（IS1200 全自动化学发光免疫分析仪+40 项化学发光试剂）已成功上市并获市场充分认可。假以时日，随着公司研发的持续积累，我们认为，公司在其他产品领域也有望取得研发成功，从而带动公司产品线得以极大丰富。

图表 16：公司主要在研产品&进展

研发平台	在研产品	应用领域	研发进展
生化	全自动生化分析仪	与自有生化试剂配套	科研规划中
免疫	IS3000/1800 化学发光免疫分析仪	提升既有化学发光仪器性能	科研小试
	化学发光试剂	增加已有化学发光试剂种类	临床试验&产品注册
血液	全自动凝血分析仪&试剂	检测凝血类指标	预计今年下半年获批
	血型卡	血型检测	预计明年上半年获批
分子诊断	实时荧光定量 PCR	检测传染病、病毒感染等	科研结题
	二代基因测序	基因突变检测	科研结题
POCT	荧光定量免疫分析仪&试剂盒	心脏标志物检测等	科研结题
	定量胶体金产品	检测 CRP、HCG 等	科研结题
	糖化血红蛋白分析仪&试剂	全自动定量检测糖化血红蛋白	科研结题

来源：方正证券研究所整理

- 全自动凝血分析仪&配套试剂：国内市场规模约 10 亿，由日本希森美康高度垄断，公司产品预计将于 15 年下半年获批。
- 血型卡：外资品牌主要为伯乐、国内主要厂商为长春博迅（单产品销售收入约 2 亿），公司产品预计将于 16 年上半年获批。

代理产品合作稳定，进一步补齐公司产品线。公司目前已在西南地区与国际知名 IVD 公司建立合作代理关系，主要合作厂商包括日立（全自动生化仪）、希森美康（血球仪&试剂、尿沉渣仪&试剂）、生物梅里埃（微生物仪&试剂）、碧迪（自动进样系统）、伯乐（血型卡）、凯杰（分子诊断仪器&试剂）等，且合作年限多数在 10 年以上，合作非常稳定。

图表 17：公司主要代理产品一览

品牌	主要代理产品	用途	代理销售区域	主要市场	已合作年限
日立	全自动生化分析仪	用于临床生化指标分析	四川、重庆、云南、贵州、西藏	二三级医院	19
希森美康	血球/尿沉渣分析仪及试剂	血细胞检测/尿液检测	四川、重庆、贵州、西藏	二三级医院	15
生物-梅里埃	微生物分析仪及试剂	微生物分离鉴定	四川、重庆、贵州、西藏	二三级医院	8
伯乐	血型/合血卡分析仪及试剂	输血配型及血型鉴定	四川、重庆、西藏	三级医院	13
碧迪	标本采集系统	检验前的样本采集的耗材等	四川、贵州遵义	三级医院	15
凯杰	分子诊断仪器及试剂	检测患者体内遗传物质的结构或表达水平	四川、重庆、云南、贵州、西藏	二三级医院	3

来源：公司招股说明书、方正证券研究所整理

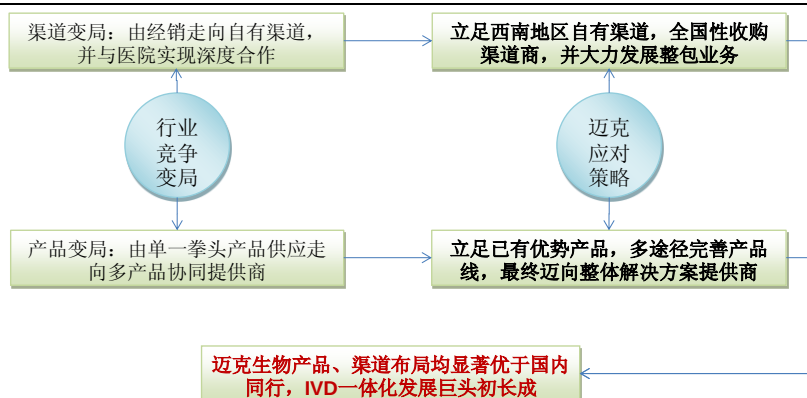
并购 IVD 产品型公司已进入公司议程，未来“自研+代理+并购”将协同助力公司全产品线布局。公司上市后随着资本市场支持力度的加大，我们预计公司亦将很快启动基于产品的并购。未来随着“自研+代理+并购”的持续推进，公司全产品线布局亦将渐趋成型。

3.3、顺应行业竞争态势演变、“产品+流通服务”一体化 IVD 巨头呼之欲出

随着体外诊断行业的不段发展，当前行业竞争战略已发生重大演变：1、渠道策略方面，由于同质化竞争的加剧，体外诊断产品公司通过纵向一体化策略收购渠道、进而控制产品销售通路已成为行业发展趋势；2、产品策略方面，通过研发、收购等方式逐步补全产品线，进而实现由单一产品型公司向整体解决方案提供商的转型亦成为公司必然选择。迈克生物作为行业翘楚，在渠道、产品线战略两方面均走在行业最前列。随着公司战略的不断推进，我们认为，公司将有望成为 IVD 领域“全产品线+流通服务”一体化协同发展的巨头。

- 渠道方面：迈克生物立足西南地区原有优势渠道，致力于通过收购实现全国性渠道扩张，同时公司在西南地区亦深度拓展医院合作层次（即医院整包业务）。
- 产品方面：迈克生物立足自有化学发光和生化试剂优势产品，致力于通过研发、收购、代理等多种方式打造全产品线，未来致力于成为医学实验室整体解决方案提供商。

图表 18：迈克生物顺应行业变局、打造“产品+流通服务”一体化巨头



来源：方正证券研究所整理

4、四川大家第三方实验室运行优秀、未来拓展空间大

依靠基层医院提供稳定标本量，四川大家第三方实验室运行状况非常优秀。公司参股四川大家第三方实验室 30% 股权（另外 70% 股权分属三个自然人，公司为第一大股东）。依靠公司长期积累的行业资源，四川大家目前已与成都地区多数社区卫生服务中心（乡镇卫生院）建立了稳定的合作关系，从而保证了其稳定的标本来源。正因如此，四川大家虽仅拥有 1 家实验室，我们预计其 14 年收入或已过亿、利润过千万，表现出良好的成长性和盈利能力。

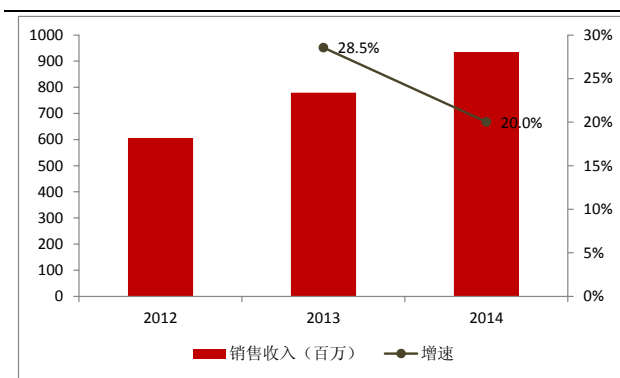
西南地区第三方实验室竞争态势温和，四川大家拓展空间非常大。西南地区目前第三方实验室竞争态势相对温和，在金城、迪安、艾迪康三家主要第三方实验室中，西南地区仅金城布局较为成功，留给大家业务拓展的空间仍非常大。我们认为，四川大家未来将充分受益于公司的渠道资源优势和客户关系优势，在西南地区开设更多第三方实验室，从而推进其业务规模实现爆发性发展。

5、业绩底部反转趋势明确、“全产品+全渠道”战略布局成就大市值公司

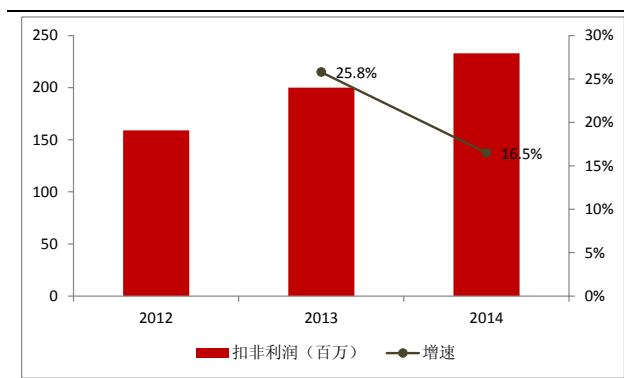
公司 14 年收入、利润增速有一定放缓。随着 IVD 行业整体增速的放缓，公司 14 年收入、利润增速亦有一定程度放缓。2012-14 年公司销售收入由 6.06 亿增长至 9.35 亿，收入增速由 13 年 28.5% 放缓至 14 年 20%；2012-14 年公司扣非净利润由 1.59 亿增长至 2.33 亿，利润增速由 13 年 25.8% 放缓至 14 年 16.5%。

图表 19：公司 14 年收入增速放缓

图表 20：公司 14 年利润增速放缓



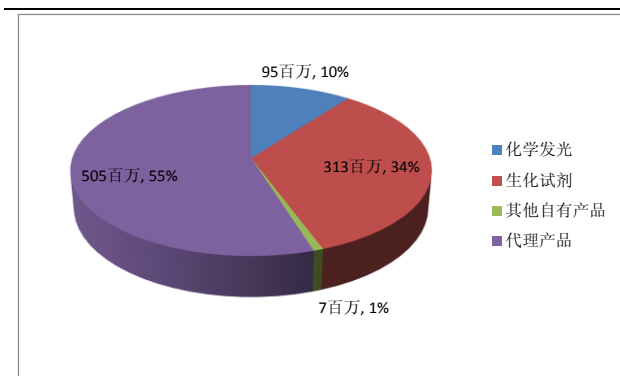
来源：方正证券研究所整理



来源：方正证券研究所整理

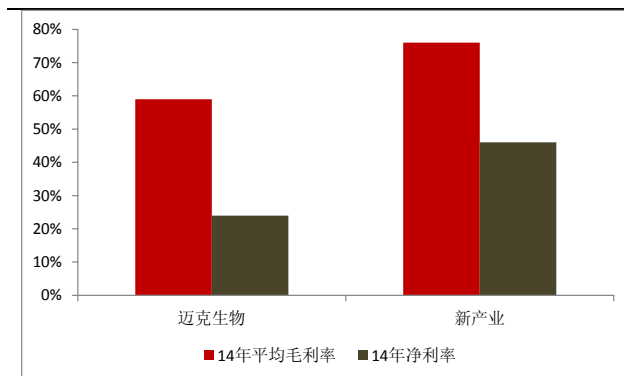
高增长、高盈利能力化学发光基数增大，推动公司业绩增速底部反转趋势非常明确。公司 14 年收入结构为化学发光：生化试剂：代理产品=1:3:5，我们预计该三项业务未来三年复合增速分别为 50%+、15%-20%、10%-15%。总体而言，公司今年业绩增速仍处于筑底阶段（预计约 20%增长），16 年起随着高增长、高盈利能力化学发光免疫分析产品基数增大，即使不考虑外延并购，公司业绩仍有望重新进入 30%高增长区间。公司业绩增速底部反转趋势非常明确。

图表 21：公司 14 年收入结构一览



来源：方正证券研究所整理

图表 22：化学发光盈利能力远超公司现有产品



来源：方正证券研究所整理 新产业全部为化学发光产品

展望未来，公司内生业绩增速将在高增长化学发光带动下重新进入 30%高增长区间，同时公司渠道广度、深度不断拓展，全产品线布局亦将逐步落地。我们认为，公司已有优势产品遥遥领先于国内其他 IVD 公司，“全产品线+全渠道”战略布局引领行业变革方向，随着公司优势产品销售收入的不增长、以及未来战略的不断落实，公司将确定性成长为大市值公司。

6、盈利预测与投资建议

随着新医改不断深入以及 IVD 行业持续发展, IVD 行业已进入深度变革时代。我们认为, 当前 IVD 行业最重要的变革主要体现在两个方面: 1、**渠道战略方面**, 由于同质化竞争的加剧, 企业更加重视**对渠道通路的直接掌控**, 未来经销模式将更多向直销模式转变; 2、**产品布局方面**, 单一产品引领成长已成过去式, 未来更多是**产品组合的竞争**, 产品线布局完善、并能够提供整体解决方案的公司才能最终胜出。

作为行业领先企业, 迈克生物积极顺应行业变革趋势, 在全渠道、全产品线布局方面均有非常清晰的战略规划: 1、**渠道方面**, 公司立足西南地区已有优势直销渠道, 积极布局全国性渠道扩张、并在西南地区重点医院积极拓展 IVD 产品整包供应业务; 2、**产品方面**, 公司积极通过自研、收购、代理等多种方式拓展产品线, 全产品线布局已初显成效。展望未来, 公司或将实现“全产品线通过自有全国性渠道销售全国医院”的大格局。我们认为, “全产品线+全渠道”战略布局将极大推动公司成长为领军型 IVD 一体化发展巨头。我们看好公司超前的战略眼光和业务拓展的强大执行力。

回到现有主导产品, 公司**化学发光产品爆发式高增长有望持续**。化学发光免疫诊断产品**市场空间大** (2013 年市场规模即接近 100 亿)、**行业增速快** (10-13 年复合增速 35%)、**进口替代率低** (国产品份额不足 10%), 是体外诊断最诱人细分领域。公司化学发光产品 11 年获批, 其市场定位避开外资巨头的直接竞争, 选择从外企无法渗透的基层医院传染病检测着手 (基层医院成本敏感度高, 外企高价化学发光产品无法渗透, 目前仍主要使用酶免试剂检测传染病), 市场定位非常精准。受益于公司优秀的产品品质和精准的市场定位, 12-14 年公司化学发光产品销售额分别为 150 万、3200 万、9500 万, 呈爆发式增长态势。我们认为, 随着公司**渠道掌控的增强、市场推广的深入**, 化学发光产品爆发性高增长将大概率得以持续。

生化试剂**质量溯源性好、质量优异**, 市场竞争力强, 增速超过行业平均 (14 年收入 3.13 亿, 12-14 年 CAGR=18%)。检验医学是测量的科学, 量值溯源是国际公认的测量准确性前提。公司生化试剂优秀的量值溯源性充分体现在: 1、建立有董事长授权的独立的量值溯源机构; 2、国内首批建立量值溯源参考实验室 (共 5 家); 3、国内首家国际临床化学协会 (IFCC) 企业会员单位, 至今累计参加 70 余项次国际参考测量方法能力试验 (RELA 试验), 参与项目全部符合; 4、成功取得中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 参考实验室认可 (全国 6 家之一, 企业唯一一家); 5、成功获得国际检验医学溯源联合委员会 (JCTLM) 全球参考测量推荐资格 (全球两家企业之一); 6、成为世界著名的欧盟参考物质研究所 (IRMM) 参考物质赋值和稳定性研究单位; 7、先后参与近 70 项体外诊断产品国家标准的制定和审定。受益于公司生化试剂优异的量值溯

源体系和产品质量，日立已授权公司成为其新一代全自动生化分析仪配套试剂提供商（国内唯一、全球 3 家之一）。更重要的是，公司生化试剂此前仅在日立、奥林巴斯生化仪通过量值溯源赋值，目前正积极增加著名品牌仪器赋值。我们预计公司下半年有望新增三个品牌仪器量值溯源，从而推动公司生化试剂增速进一步超出行业平均。

盈利预测：不考虑外延并购预期，我们预计公司 2015-17 年收入分别为 11.2 亿、13.5 亿、15.9 亿，净利润分别为 2.83 亿、3.53 亿、4.24 亿，同比分别增长 25%、25%、20%，EPS 分别为 1.52 元、1.90 元、2.28 元。考虑到公司化学发光免疫分析产品稀缺性以及其高增长驱动公司业绩增速底部反转明确，同时公司“全产品线+全渠道”战略布局顺应行业变革趋势、未来将打造公司成为“产品+流通服务”一体化发展 IVD 巨头，公司合理股价 120 元，对应 15 年 PE 估值约 78.9 倍，相比同行上市公司 15 年 60 倍 PE 平均估值有所溢价。我们给予公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：化学发光市场推广进度不达预期；渠道拓展、产品线扩张不达预期；医院 IVD 产品整包供应业务拓展受阻

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	810	994	1339	1770	营业收入	935	1122	1346	1588
现金	178	532	826	1234	营业成本	381	449	525	604
应收账款	388	256	292	312	营业税金及附加	10	12	14	17
其它应收款	3	4	4	4	营业费用	139	168	203	247
预付账款	42	29	32	34	管理费用	95	112	136	165
存货	191	166	177	178	财务费用	9	9	4	0
其他	8	6	8	7	资产减值损失	11	11	14	17
非流动资产	406	444	488	523	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	6	7	7	投资净收益	3	2	2	2
固定资产	252	345	391	427	营业利润	293	362	452	540
无形资产	14	17	22	25	营业外收入	1	2	2	2
其他	133	75	68	64	营业外支出	10	9	10	10
资产总计	1216	1438	1826	2293	利润总额	284	355	444	532
流动负债	286	234	251	257	所得税	58	72	90	108
短期借款	164	133	143	147	净利润	226	283	353	424
应付账款	35	32	36	35	少数股东损益	0	0	0	0
其他	87	69	72	76	归属母公司净利润	226	283	353	424
非流动负债	138	174	231	308	EBITDA	338	401	497	592
长期借款	127	169	226	301	EPS（元）	1.52	1.90	2.38	2.85
其他	11	5	6	7					
负债合计	424	408	482	565	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	149	149	149	149	营业收入	19.9%	20.0%	20.0%	18.0%
资本公积	11	11	11	11	营业利润	16.3%	23.6%	24.7%	19.6%
留存收益	633	870	1185	1568	归属母公司净利润	17.1%	25.0%	25.0%	20.0%
归属母公司股东权益	792	1030	1344	1728	获利能力				
负债和股东权益	1216	1438	1826	2293	毛利率	59.3%	60.0%	61.0%	62.0%
					净利率	24.2%	25.2%	26.3%	26.7%
现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E	ROE	32.4%	31.0%	29.8%	27.6%
经营活动现金流	115	471	361	462	ROIC	21.8%	21.8%	20.8%	19.5%
净利润	226	283	353	424	偿债能力				
折旧摊销	41	36	49	60	资产负债率	34.9%	28.4%	26.4%	24.6%
财务费用	9	9	4	0	净负债比率	68.51%	74.20%	76.43%	79.21%
投资损失	-3	-2	-2	-2	流动比率	2.83	4.24	5.34	6.88
营运资金变动	-171	149	-44	-21	速动比率	2.16	3.53	4.63	6.19
其它	13	-4	0	1	营运能力				
投资活动现金流	-159	-74	-89	-92	总资产周转率	0.91	0.85	0.82	0.77
资本支出	-161	-77	-84	-91	应收账款周转率	3.02	3.48	4.91	5.26
长期投资	0	2	-0	-0	应付账款周转率	9.90	13.33	15.40	17.04
其他	2	0	-5	-0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	112	-42	23	38	每股收益	1.52	1.90	2.38	2.85
短期借款	33	-30	9	4	每股经营现金	0.78	3.17	2.43	3.11
长期借款	127	42	56	75	每股净资产	5.33	6.93	9.05	11.63
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	62.27	49.81	39.86	33.23
其他	-48	-55	-43	-41	P/B	17.78	13.68	10.48	8.15
现金净增加额	68	354	294	408	EV/EBITDA	0.34	34.59	27.44	22.45

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com