

过敏检测龙头，自免业务快速成长 买入（首次）

2021年01月26日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004
021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘闯

执业证书：S0600520070003
021-60199793

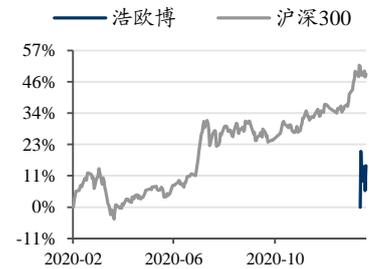
liuchuang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	259	224	344	465
同比（%）	28.6%	-13.4%	53.3%	35.2%
归母净利润（百万元）	64	56	113	154
同比（%）	59.0%	-12.0%	101.7%	36.0%
每股收益（元/股）	1.01	0.89	1.80	2.45
P/E（倍）	91.47	103.89	51.50	37.86

投资要点

- 投资逻辑：**公司主要专注于过敏和自免检测领域，与国内其他免疫诊断企业差异化竞争，由于检验项目的丰富性、复杂性且单个检验项目的低价值量等因素，过敏和自免检测在欧美等主流市场均是以专业型企业为主。作为国内过敏检测龙头，2019年公司市占率约30%，且近几年一直保持快速增长趋势，2016-2019年过敏试剂收入年复合增长率达到27.5%，化学发光定量检测产品正在注册中，预计上市后助力公司加速发展。在自免领域，外资占比接近80%，公司作为国内少数拥有化学发光技术的企业，目前市占率仅为4%左右，未来有望持续进行进口替代，成长空间广阔。另外，公司与金域医学和迈瑞医疗均达成合作，显著增强公司在自免和过敏检测领域的竞争力。
- 过敏诊断市场快速增长，公司作为龙头竞争力突出：**2017年全球过敏诊断市场的规模为34.9亿美元，2022年有望达到57.4亿美元。国内由于过敏诊断率低，2018年我国过敏诊断市场约为4.64亿元，与国内庞大的患者人群并不匹配，未来潜在市场空间大。2018年公司市占率为31%，排在所有企业的第一位。目前国内定量检测取代定性检测的趋势已经开始，国内有批量生产定量产品能力的仅有公司和赛默飞，而公司价格仅为赛默飞产品的三分之一，性价比优势明显。2019年公司定量产品实现收入3858万元，同比增长68.3%，未来有望成为公司过敏产品的主要增长点。除此之外，公司化学发光检测产品正在注册中，未来有望进一步巩固公司的行业龙头地位，我们认为2020-2022年公司过敏收入年复合增长率将超过30%，2022年销售收入有望达到2.7亿元。
- 自免市场外资占据主导，化学发光产品加快公司进口替代：**2017年全球自身抗体检测市场的规模为30.9亿美元，2022年有望达到47.33亿美元。2018年我国自身抗体检测市场约为11.57亿元，预计2023年市场规模有望达到22.3亿元。目前我国80%左右的市场份额被外资占据，2018年公司市占率为4%，提升空间大。作为少数将化学发光技术运用到自免检测领域的企业，公司产品技术显著领先于目前市场上全自动ELISA定量检测产品，未来有望持续实现进口替代。同时公司与迈瑞医疗达成合作协议，未来有望凭借对方强大的品牌影响力和销售渠道进一步加快试剂放量。我们认为2020-2022年公司自免检测收入年复合增长率将超过35%，2022年销售收入有望超过1.7亿元。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年营业收入分别为2.24亿、3.44亿和4.65亿元，归母净利润分别为0.56亿、1.13亿和1.54亿元，对应2020-2022年EPS分别为0.89元、1.80元和2.45元。当前股价对应估值分别为104X、52X和38X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新冠疫情反复风险；竞争格局恶化风险；产品研发不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	92.60
一年最低/最高价	61.63/95.99
市净率(倍)	30.97
流通 A 股市值(百万元)	1188.53

基础数据

每股净资产(元)	2.99
资产负债率(%)	27.30
总股本(百万股)	63.06
流通 A 股(百万股)	12.84

相关研究

内容目录

1. 浩欧博：专注于过敏和自免检测	5
2. 过敏诊断市场快速扩容，公司作为国产龙头竞争力突出	8
2.1. 国内过敏患者基数大，市场规模稳健增长.....	8
2.2. 公司行业龙头地位稳固，过敏原种类优势明显.....	10
2.3. 定量检测是未来行业方向，性价比优势助力公司市场拓展.....	13
2.4. 化学发光产品正在注册，有望巩固公司行业领先地位.....	17
3. 自免市场快速扩容，技术优势助力公司进口替代	17
3.1. 市场规模稳健增长，外资占据主导地位.....	18
3.2. 公司产品快速放量，化学发光加快进口替代.....	19
3.3. 牵手迈瑞医疗，强强联合加快公司试剂放量.....	23
4. 盈利预测与估值	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司主要产品发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (截止到 2021 年 1 月 25 日)	6
图 3: 公司营业收入情况.....	7
图 4: 公司归母净利润情况.....	7
图 5: 2019 年公司主营业务收入结构.....	7
图 6: 2019 年公司主营业务毛利结构.....	7
图 7: 公司主营业务毛利率情况.....	8
图 8: 公司期间费用率和归母净利率情况.....	8
图 9: 1270 名受试者过敏性鼻炎患病率.....	9
图 10: 我国城市地区 0-14 岁儿童哮喘总患病率	9
图 11: 全球过敏诊断市场规模.....	10
图 12: 中国过敏诊断市场规模.....	10
图 13: 公司过敏试剂收入.....	11
图 14: 公司过敏试剂细分产品占比.....	11
图 15: 2018 年中国过敏市场竞争格局.....	12
图 16: 公司过敏试剂细分产品收入及增速 (单位: 百万元)	15
图 17: 2018 年中国过敏检测市场规模定性和定量占比.....	15
图 18: 2018 年中国过敏定性检测市场竞争格局.....	16
图 19: 2018 年中国过敏定量检测市场竞争格局.....	16
图 20: 我国类风湿性关节炎出院人数.....	18
图 21: 我国系统性红斑狼疮出院人数.....	18
图 22: 全球自免诊断市场规模.....	19
图 23: 我国自身抗体检测市场规模.....	19
图 24: 2018 年我国自免诊断试剂市场主要企业市场份额.....	19
图 25: 公司自免业务收入 (百万元)	21
图 26: 2019 年公司自免产品分类占比.....	21
图 27: 国际自免检测市场检测技术演化和更迭.....	21
图 28: 公司自免分产品占有率.....	23
图 29: 公司化学发光产品仪器存量及销售收入变动情况.....	23
图 30: CL2000i 图示	23
表 1: 公司三大技术平台.....	5
表 2: 过敏原分类.....	8
表 3: 公司现有过敏产品.....	10
表 4: 中国市场各厂家过敏原 IgE 检测覆盖过敏原数量.....	12
表 5: 中国市场各厂家食物特异性 IgG 检测覆盖过敏原数量	13
表 6: 过敏原定量检测与定性检测部分文献对比.....	14
表 7: 金城医学对公司和赛默飞的过敏部分项目采购均价对比.....	16
表 8: 公司与赛默飞定量产品性能对比.....	16
表 9: 公司过敏化学发光在研项目	17
表 10: 公司自免产品介绍.....	20

表 11: 公司化学发光产品与市场上全自动 ELISA 产品对比	21
表 12: 公司化学发光产品与竞争对手比较.....	22
表 13: 公司收入预测.....	24
表 14: 可比公司估值.....	24

1. 浩欧博：专注于过敏和自免检测

公司成立于 2009 年，专业从事体外诊断试剂的研发、生产和销售。公司检测试剂产品品种丰富，涵盖过敏及自免两大领域多种疾病的检测。凭借优异的产品质量和售后服务，公司全国各级医疗机构特别是众多大型三甲医院得到广泛应用。此外，公司第一大直销客户为金域医学，产品质量和服务水平已经得到对方有效验证。

公司是国内较早从事过敏原检测的企业之一，成立之初仅有过敏检测产品用于检测少量过敏原项目。目前公司过敏原产品已扩展覆盖 50 余种 IgE 过敏原及 80 余种食物特异性 IgG 过敏原，可检测的 IgE 过敏原数量国内领先；同时公司拓展了自身免疫性疾病检测领域，也是国内少数将纳米磁微粒化学发光技术应用用于自身免疫性疾病检测的厂家，自免检测产品收入近年来实现快速增长，已成为公司未来重要的业绩增长点。

图 1：公司主要产品发展历程



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司目前拥有三大技术平台，分别为酶联免疫技术、酶联免疫捕获技术和纳米磁微粒化学发光技术。在过敏检测领域，公司于 2016 年推出酶联免疫捕获法产品，捕获法产品的推出使公司成为国内少数能够提供过敏定量检测产品的厂家之一；在自免检测领域，公司于 2016 年推出化学发光产品，成为国内少数率先提供自免化学发光产品的厂家之一。

表 1：公司三大技术平台

技术平台	主要竞争对手情况	技术优势	技术劣势
酶联免疫技术	该技术为行业通用技术，在过敏及自免诊断领域占有重要地位，公司各细分主要竞争对手如欧蒙、敏筛、沃芬、浙大迪迅、亚辉龙等均有同类或类似产品，同行业产品反应机理类似，但孵育时间，样本用量及操作方面有所不同。	1、IgE 过敏原检测种类国内领先； 2、产品性能稳定，样本耗用量相对较低。	反应时间长

酶联免疫捕获技术

将捕获法技术应用于过敏 IgE 检测具有一定的应用技术创新，行业内应用此技术的厂商较少，除了公司，其他使用该类技术的厂商主要应用于 IgM 检测，在公司所在细分中，没有竞争对手拥有同类产品。公司过敏定量检测产品主要竞争对手为 Phadia 的荧光酶联免疫法产品，荧光酶联免疫法产品能够逐项定量检测单种过敏原，敏感度、特异性均较好，可实现全自动化操作，成本较高。

纳米磁微粒化学发光技术

化学发光属于免疫诊断的发展方向，为行业通用技术；自免领域应用该技术厂商包括沃芬、亚辉龙等。该技术的发光原理可分为直接发光和酶促（间接）发光两类，根据发光底物及反应机理的不同，直接化学发光灵敏度高，酶促化学发光检测结果稳定性好。

批量出具结果，较常规酶联免疫技术反应时间更长；较荧光酶联免疫技术及化学发光技术，线性范围相对窄

1、实现了国产 IgE 过敏原的定量检测，打破了进口产品的垄断地位；2、反应过程中主动捕捉血清中的 IgE,减少了血清中 IgG 的干扰；3、采用了生物素-链霉亲和素信号放大系统，提高了检测的灵敏度。4、操作灵活，可通过灵活操作更换过敏原实现单次检测随机组合

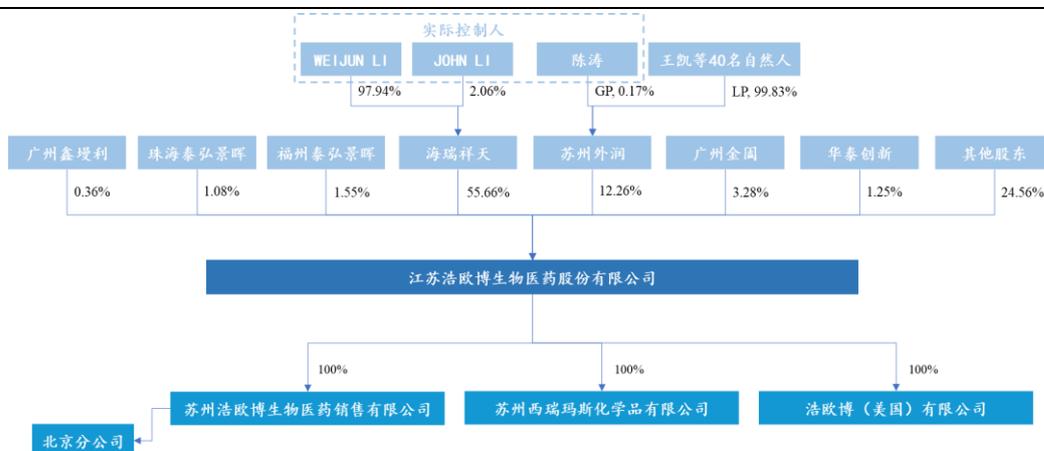
1、公司自免化学发光定量检测菜单齐全；2、公司产品反应机理为间接发光，采用碱性磷酸酶配合金刚烷的增强型发光物质，能持续稳定发光，线性范围宽、敏感度高、批间差异可控，增强结果稳定性和可靠性，检测方式简单；3、既可实现多项联检，也可以单项检测和灵活组合，检测时间短、样本用量少、特异性强、线性范围宽、仪器全自动检测速度快，精密度高、随机加样

碱性磷酸酶催化反应需要一定时间，可能存在生物酶干扰

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

股权方面，WEIJUN LI、JOHN LI 通过海瑞祥天间接持有公司 55.66%的股份，陈涛为苏州外润执行事务合伙人，苏州外润直接持有公司 12.26%的股权。三人为一致行动人，合计直接/间接控制 67.92%的表决权，是公司的实际控制人。另外，金域医学的关联方金圃投资和鑫垦利投资合计持有公司 3.64%的股权，进一步加深了公司与金域医学的合作关系。

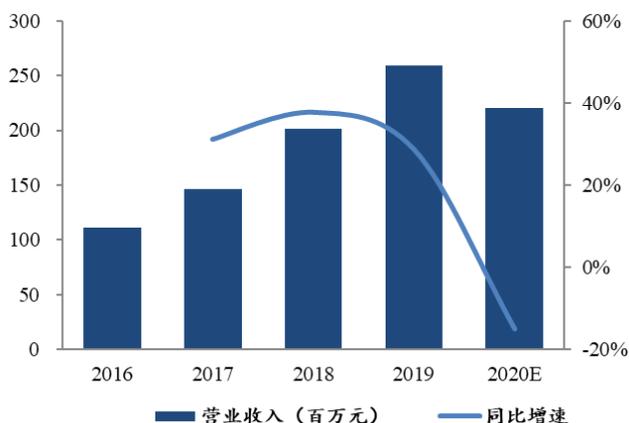
图 2：公司股权结构（截止到 2021 年 1 月 25 日）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

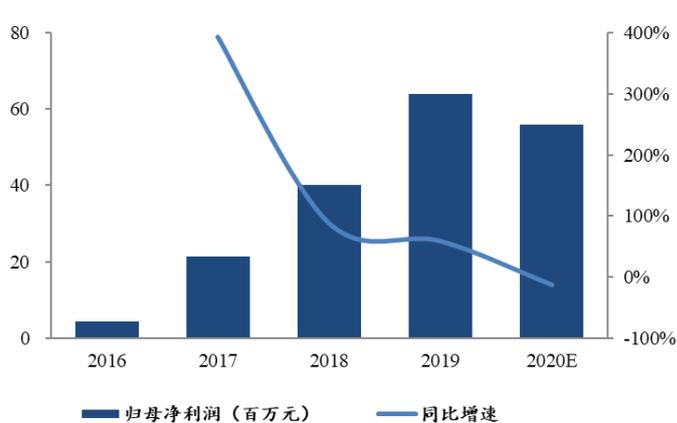
公司业绩情况: 自 2016 年以来公司业绩实现了高速增长, 2019 年实现营业收入 2.6 亿元, 同比增长 28.6%, 2016-2019 年复合增长率为 32.4%; 归母净利润从 2016 年的 435 万元快速提升至 2019 年的 6384 万元, 年复合增长率高达 145%, 2019 年同比增长率为 59%。2020 年一季度受新冠疫情影响, 大量医院停诊、过敏和自免患者就诊意愿锐减, 公司业务受到很大影响。随着二季度新冠疫情在国内逐步得到遏制, 过敏和自免的检测需求逐步回升, 至三季度公司收入及盈利情况已经基本接近 2019 年同期水平。公司预计 2020 实现营业收入 2.2 亿元, 同比降低 15%; 预计实现归母净利润 5592 万元, 同比下降 12.4%。

图 3: 公司营业收入情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

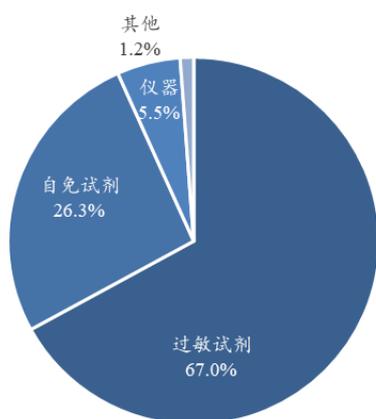
图 4: 公司归母净利润情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

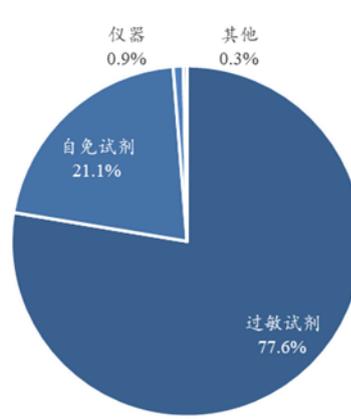
主营业务结构: 2019 年公司主营业务收入中, 过敏类试剂收入为 67%, 是公司的主要收入来源, 另一大业务自免类试剂收入占比则为 26.3%, 仪器占比为 5.5%。2019 年主营业务毛利结构中, 过敏类试剂占比高达 77.6%, 自免类试剂占比则为 21.1%。

图 5: 2019 年公司主营业务收入结构



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 6: 2019 年公司主营业务毛利结构



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

盈利能力: 近年来公司核心业务毛利率水平保持平稳, 整体毛利率在 70% 左右。2020H1 受新冠疫情影响, 公司试剂销量下滑, 导致单位成本上升, 毛利率水平略有下

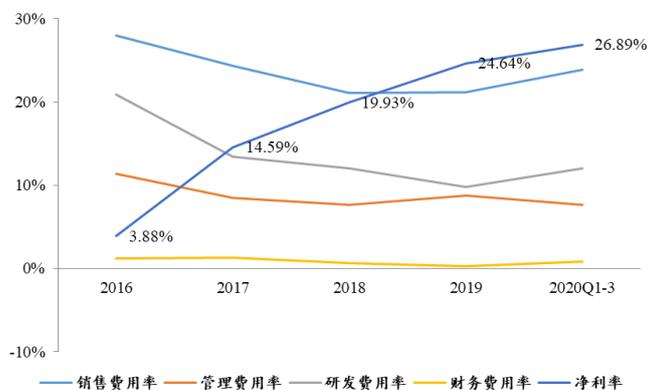
降。期间费用率方面，公司一直保持高研发投入，研发费用率常年保持在 10% 以上。销售费用率和管理费用率随着公司收入规模增长，整体呈下降趋势，带动公司净利率水平不断增长，2020Q1-3 高达 26.89%。

图 7：公司主营业务毛利率情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 8：公司期间费用率和归母净利率情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2. 过敏诊断市场快速扩容，公司作为国产龙头竞争力突出

2.1. 国内过敏患者基数大，市场规模稳健增长

过敏反应是指机体受同一抗原物质再次刺激后产生的特异性反应，具体表现为组织损伤或生理功能紊乱等。过敏反应会引起皮肤、呼吸、耳鼻喉、消化等方面的过敏症状，最常见的过敏性疾病有过敏性鼻炎、哮喘、特应性皮炎/特应性湿疹、过敏性接触性皮炎、荨麻疹、过敏性结膜炎、过敏性胃肠炎等。

能诱导产生过敏反应的抗原称为过敏原。临床将常见的过敏原分为以下四大类：吸入过敏原、食物过敏原、接触过敏原和其他过敏原。临床已知的过敏原有上千种。

表 2：过敏原分类

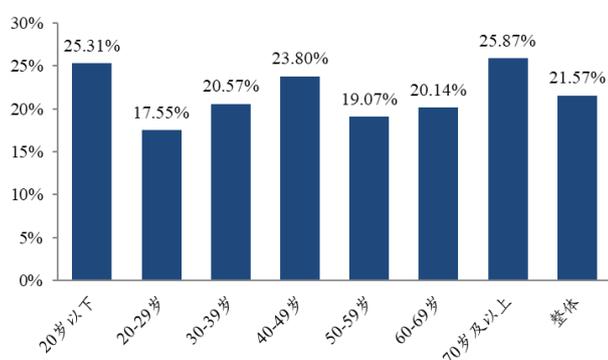
过敏原类别	具体内容
吸入过敏原	花粉、柳絮、粉尘、螨虫、动物皮屑、油烟、油漆、汽车尾气、煤气、香烟等
食物过敏原	牛奶、鸡蛋、鱼虾、牛羊肉、海鲜、动物脂肪、异体蛋白、酒精、毒品、抗菌药、香油、香精、葱、姜、大蒜以及一些蔬菜和水果等
接触过敏原	化妆品、洗发水、洗洁精、染发剂、肥皂、化纤用品、塑料、金属饰品（手表、项链、戒指、耳环）等
其他过敏原	精神紧张、工作压力大、受微生物感染、电离辐射、烧伤等生物、理化因素影响而使结构或组成发生改变的自身组织抗原产生，以及由于外伤或感染而释放的自身隐蔽抗原。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

过敏是一种常见病症，世界变态反应组织白皮书估计全球过敏性疾病的患病率为10%~40%，其中包括3亿支气管哮喘患者，4亿过敏性鼻炎患者，2亿~2.5亿食物过敏症患者，1.5亿药物过敏患者，以及众多的结膜炎、血管神经性水肿、荨麻疹、湿疹、嗜酸性粒细胞性疾病、昆虫过敏症患者和过敏性休克等。

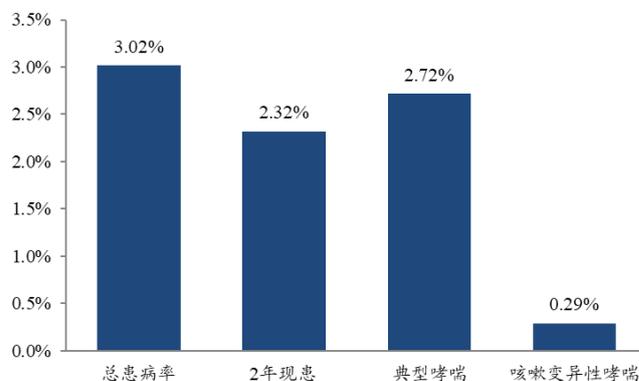
在中国，过敏性鼻炎和哮喘是较为典型的过敏病症。在一项针对1270名居民的调查中显示，过敏性鼻炎的患病率高达21.57%。根据《中国过敏性哮喘诊治指南(第一版, 2019年)》，过敏性哮喘占支气管哮喘的60%-80%。2010年第三次中国城市儿童哮喘流行病学调查显示，我国城市地区0-14岁儿童哮喘总患病率为3.02%，而2000年全国调查结果则为1.97%，显示出患病率增加的总体趋势。

图9：1270名受试者过敏性鼻炎患病率



数据来源：《对我省城乡居民中过敏性鼻炎流行病学和影响因素的调查》，东吴证券研究所

图10：我国城市地区0-14岁儿童哮喘总患病率



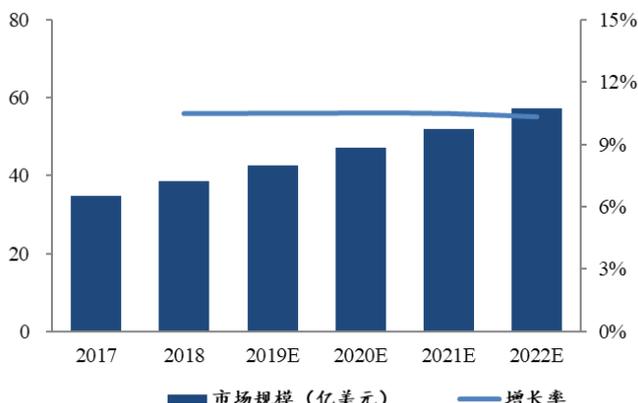
数据来源：第三次中国城市儿童哮喘流行病学调查，东吴证券研究所

过敏反应的发生与个人的免疫功能状态以及所接触的过敏原种类和性质密切相关。过敏原检测是过敏疾病诊疗的基石，即检查出患者体内的特异性过敏原并进而采取针对性的治疗方法。过敏原检测对过敏性疾病的诊断及治疗具有重要的临床意义。

根据 MARKETS AND MARKETS 发布的《全球过敏诊断市场报告》，2017年全球过敏诊断市场的规模为34.9亿美元。过敏诊断市场以产品和服务为基础，可分为诊断试剂、仪器和服务三大部分，其中诊断试剂在全球过敏诊断市场中占主导地位，预计全球过敏诊断市场将以10.5%的平均增长率增长，2022年规模达到57.4亿美元。

根据《国内外医疗器械及体外诊断行业研究报告》，我国2018年过敏诊断市场约为4.64亿元，预计2018-2023年复合增长率为15%左右，2023年市场规模有望达到9.3亿元。

图 11: 全球过敏诊断市场规模



数据来源: MARKETS AND MARKETS, 东吴证券研究所

图 12: 中国过敏诊断市场规模



数据来源: 《国内外医疗器械及体外诊断行业研究报告》, 东吴证券研究所

过敏性疾病如过敏性鼻炎、皮炎, 在发病早期通常不危及生命。在发展中国家, 受制于经济发展水平及居民健康意识水平的局限, 就诊率较低, 使得我国的过敏诊疗市场规模与患者数量不匹配, 落后于发达国家。随着人民整体教育及收入水平提高, 生活改善型疾病将普遍受到重视。中国正在进入“全面小康”阶段, 人民的受教育水平和收入水平不断提高, 消费观念不断升级, 对于改善生活质量的需求正在持续释放, 加上医保政策的不断完善, 人民对过敏疾病的重视程度将不断提升, 从而带动检测率的提高。

此外, 儿童对过敏疾病的忍受能力远低于成人, 家长对儿童过敏性疾病的重视程度和就诊意愿普遍较高。随着我国二胎政策的逐步开放, 将进一步带动检测率的提升及过敏诊断试剂使用量的上升。

2.2. 公司行业龙头地位稳固, 过敏原种类优势明显

公司是国内较早从事过敏原检测的厂家之一, 目前产品涵盖了过敏酶联免疫法产品、过敏捕获法产品和食物特异性 IgG 检测产品。过敏酶联免疫法产品是过敏检测领域目前市场主流产品, 产品质量稳定、性价比高, 操作便捷, 投入市场多年以来销售规模持续增长。过敏捕获法产品是国内企业自主研发的首个可实现多种特异性 IgE 定量检测的产品, 打破了进口产品在该领域的垄断地位。在食物特异性 IgG 检测领域, 公司是较早推出食物特异性 IgG 检测产品的国内厂家, 打破了欧美进口产品的垄断, 取得了较大的市场份额。此外, 公司的过敏化学发光产品也已经在注册阶段, 有望在未来进一步丰富公司产品线。

表 3: 公司现有过敏产品

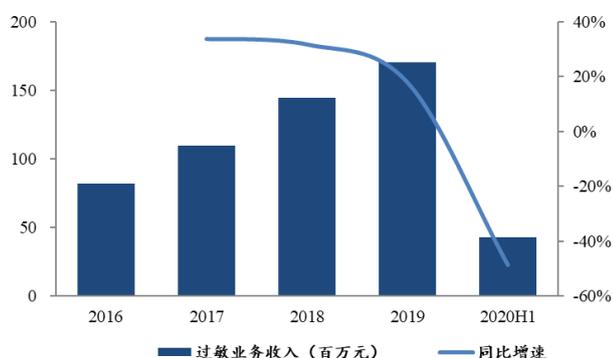
检测类型	技术平台	产品名称	定性/定量	检测内容	具体应用
IgE 检测	酶联免疫法	欧博克	定性	总 IgE 抗体和过敏原特异性 IgE	牛奶、花生、鸡蛋、大豆、小麦、西红柿、鱼、虾、蟹等食物; 艾蒿、屋尘螨、

				抗体	交链孢霉、豚草、猫毛、狗皮、螨混合 (屋尘螨+粉尘螨)、蟑螂、艾蒿花粉、 豚草花粉、葎草花粉等粉尘皮毛
食物特 异性 IgG 检 测	酶联免疫法	食博克	定性	食物特异性 IgG 抗体	牛肉、鸡肉、鳕鱼、玉米、蟹、鸡蛋等 35 种食物
IgE 检测	酶联免疫捕 获法	符博克	定量	过敏特异性 IgE 的含量, 检测结果 可辅助进行 I 型 超敏反应的诊断	尘螨、粉尘螨、屋尘、柳树、豚草、艾 蒿、猫上皮、狗上皮等粉尘皮毛; 牛肉、 羊肉、蟹、虾、牛奶、鸡蛋、大豆、小 麦面粉等食物

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

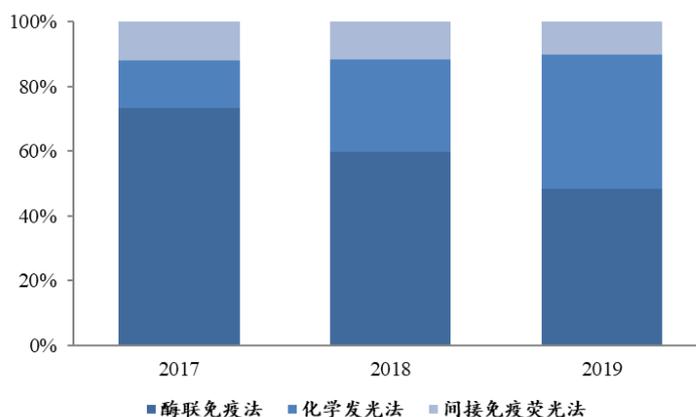
2019 年，公司实现过敏试剂收入 1.7 亿元，同比增长 18%。2020H1 受新冠疫情影响，公司过敏试剂销售出现较大下滑，上半年实现收入 4310 万元，同比减少 48.6%。2019 年公司过敏酶联免疫法产品、过敏捕获法产品和食物特异性 IgG 检测产品分别占比为 42.1%、22.7%和 35.3%。

图 13: 公司过敏试剂收入



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

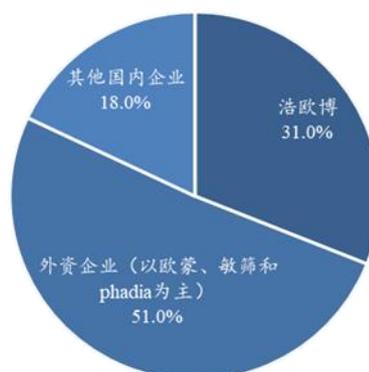
图 14: 公司过敏试剂细分产品占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

竞争格局方面，2018 年公司约占整个过敏检测市场的 31%。排在所有企业的第一位。德国欧蒙、德国敏筛、美国赛默飞等外资企业合计占有约 51%的市场份额。其他国内企业合计占比 18%。

图 15: 2018 年中国过敏市场竞争格局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

与其他检测项目相比，过敏原检测有一定的特殊性，通常需要同时检测多种过敏原才能准确诊断患者致病的过敏原，这要求检测试剂厂家能够提供覆盖多种类过敏原的检测菜单。在目前的竞争格局下，行业内厂家的诊断试剂能覆盖的过敏原检测种类越多，则竞争力越强，也更容易获得市场机会，而仅仅提供一个或少数检测种类的厂家则不具有市场竞争力。每一种过敏原的检测试剂都需要单独进行开发，由于研发周期较长，对试剂厂家而言，其所能覆盖的过敏原数量通常是一个长期积累的过程，无法在短期内大幅度提升。经过多年的研发，公司目前可覆盖的过敏原数量在国内排名前列，过敏原种类优势为公司保持并扩大在过敏检测领域的优势地位具有重要意义。

过敏原特异性 IgE 抗体检测是过敏检测的主要应用领域，在市场中占有主导地位，公司过敏原 IgE 检测共覆盖 56 个过敏原，在中国市场排名第一。

表 4: 中国市场各厂家过敏原 IgE 检测覆盖过敏原数量

公司名称	产品和经营情况	过敏原数量 (IgE)
浩欧博	成立于 2009 年，从事体外诊断试剂的研发、生产和销售，核心业务是过敏原和自身抗体检测免疫诊断产品。在同类细分中提供丰富的酶联免疫法和捕获法产品，新产品研发能力较强。	56
Phadia	成立于 1967 年，是过敏检测的全球龙头企业，于 2011 年以 35 亿美元被赛默飞收购。在同类细分中，主要提供免疫荧光法产品，产品数量多，组合丰富，价格较高。	36
德国欧蒙	成立于 1987 年，是德国一家研发、生产和销售用于自身免疫性疾病、过敏性疾病和感染性疾病诊断试剂及配套设备的公司。2017 年 12 月被美国分析仪器制造商珀金埃尔默公司以 13 亿美元的价格收购。在同类细分中，主要提供欧蒙印迹法和酶联免疫法等产品，在国内利用自免市场优势地位协	21

	同销售。	
德国敏筛	成立于 1999 年，是国际著名的体外过敏原检测产品供应商，在国际上首个成功研发免疫印迹法检测过敏原技术平台。在同类细分中，主要提供免疫印迹法产品，产品种类丰富	43
浙大迪讯	成立于 2004 年，主要从事生物制品、过敏诊断和治疗制剂等产品的研究和开发。在同类细分中，主要提供酶联免疫法、免疫印迹法等产品。	30
新华联协和	成立于 2007 年，由北京协和医院与新华联集团共同设立，主要从事过敏疾病领域的预防、诊断与治疗。在同类细分中，主要提供胶体金免疫分析法、化学发光免疫分析法（板式化学发光）等产品。	20

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

相较于过敏原特异性 IgE 抗体检测，食物特异性 IgG 抗体检测市场需求相对较少，从事相关产品生产的企业也较少，公司为国内最早推出食物特异性 IgG 抗体检测产品的厂商之一，覆盖过敏原数量接近头部企业。

表 5：中国市场各厂家食物特异性 IgG 检测覆盖过敏原数量

企业名称	产品和经营情况	过敏原数量 (IgG)
浩欧博	在食物特异性 IgG 检测细分中，主要提供酶联免疫法产品。	80
Biomerica 公司	成立于 1971 年，是一家纳斯达克上市的美 国生物医药公司，开发、制造和销售的医疗诊断产品涉及：心血管、消化、孕检、过敏原、内分泌等多个医学领域。在同类细分中，主要提供酶联免疫法产品，系在国内最早从事食物特异性 IgG 产品销售的 企业。	90
浙大迪讯	成立于 2004 年，主要从事生物制品、过敏诊断和治疗制剂等产品的研究和开发。在同类细分中，主要提供酶联免疫法产品。	20
斯德润(北京)医疗诊断用品有限公司	成立于 2013 年 11 月，是一家专注于体外诊断试剂研发、生产、销售和服务为一体的生物医药企业。在同类细分中，主要提供条带免疫印迹法产品。	90

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 定量检测是未来行业方向，性价比优势助力公司市场拓展

过敏原检测可分为定性检测和定量检测。定性检测只能给出阴性或阳性两种可能的结果，定量检测指用具体数值反应被研究对象包含成分的量与性质之间的关系。由于定

性检测具有操作简便、维护方便、不需要专业昂贵的仪器、组合检测等特点，目前在中国市场仍占据主导地位。与定性检测相比，定量检测可以更加精准地辅助诊断过敏、自免疾病，预估过敏的严重程度，从而指导临床精准医疗，对临床检测意义重大，已成为未来行业发展趋势。

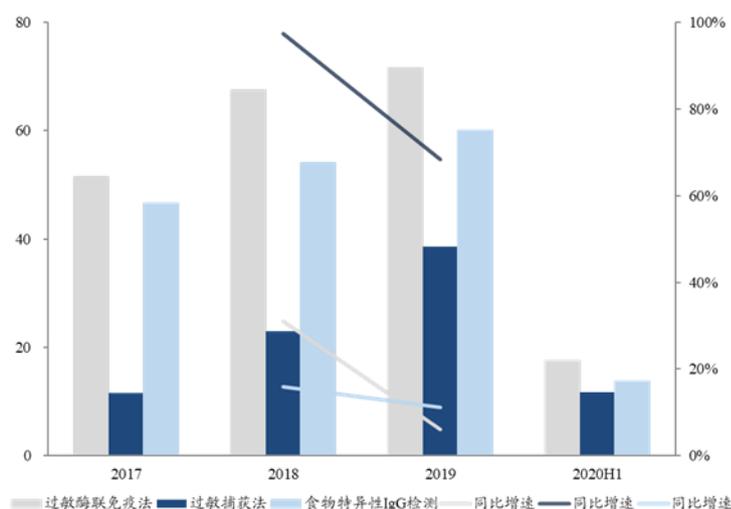
表 6: 过敏原定量检测与定性检测部分文献对比

标题	作者	发表途径	发表时间	内容
过敏原检测的定量发展趋势	王学艳、陈艳蕾、兰天飞	《中华检验医学杂志》	2018	过敏原定量检测有助于预测部分过敏症状出现概率；有助于预估食物耐受可能性、食物激发试验风险及部分过敏性疾病的严重程度，从而指导临床精准治疗；具有较高的精密性、重复性，有助于减少实验室偏差。目前在国内全定量检测产品仍较少，且成本高昂、不利于全面开展变态反应临床工作。随着检验技术的发展以及过敏性疾病诊治研究进展的深入，过敏原检测的定性或半定量技术将逐渐向定量转变。
I 型变态反应过敏原体外诊断现状	石磊、曹雅红、张珏	《中华检验医学杂志》	2018	在分级诊疗的大背景下，不同级别医院对于过敏原特异性 IgE 抗体体外检测的性能需求不同。基层医院以满足过敏患者首诊需求、降低费用为主，会以定性/半定量筛查或灵活组合为主，三级医院为保证检验结果的精确性，会更需要全定量检测产品
采用酶联免疫捕获法检测过敏原特异性抗体的性能评价	王瑞琦、尹佳	《中华检验医学杂志》	2016	长期以内，国内的过敏性 sIgE 检测大多采用半定量方法，除了无法给临床提供详尽的定量信息外，还多为手工操作，不易进行质量控制，很难保证结果的准确可靠……临床迫切需要成本低廉的全自动定量检测系统。
确定过敏原特异性的人免疫球蛋白 E 抗体免疫分析的分析性能特征、质量保证和临床实用性	Robert G. Hamilton, PhD; Sic Chan, PhD; etc	Clinical and Laboratory Standards Institute	2016	半定量检测已经过时，不应该再使用。
过敏诊断测试：更新的实践参数	I.Leonard Bernstein, MD; James T.Li, MD,PhD; David I. Bernstein,MD; etc	ACAAI &AAAAI Joint Task Report	2007	For specific IgE testing, the quantitative results (in kIU/L) is preferred to “class” results. (对于 sIgE 检测，定量结果优于半定量分级结果。)
血清中 IgE 抗体的检测	Prof. William	Allergy 过	2003	半定量分级报告应该被舍弃，转而使用定量报告

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司 2016 年推出过敏检测定量产品，2019 年实现收入 3858 万元，同比增长 68.3%，增速显著高于过敏酶联免疫法产品的 6.1% 和食物特异性 IgG 检测产品的 11.1%，未来有望成为过敏检测业务的主要增长点。

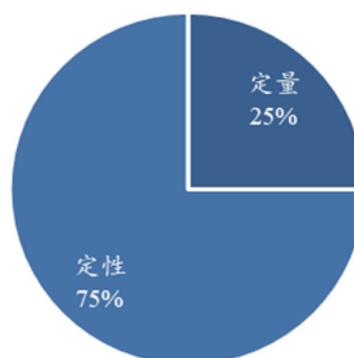
图 16：公司过敏试剂细分产品收入及增速（单位：百万元）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

根据公司测算，2018 年我国过敏检测行业 4.64 亿元的市场中，定量产品约为 1.16 亿元，约占整个市场的 25%

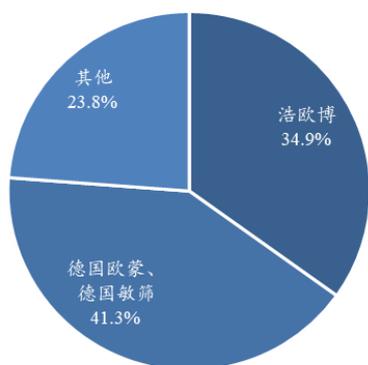
图 17：2018 年中国过敏检测市场规模定性和定量占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

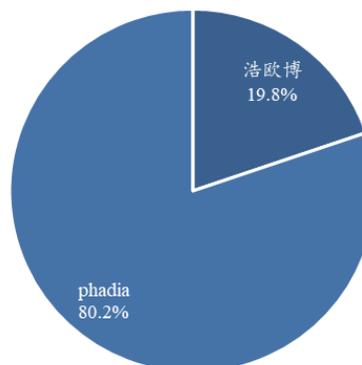
竞争格局来看，在过敏定性市场，2018 年公司市占率为 34.9%，德国欧蒙、德国敏筛等合计市占率为 41.3%。在过敏定量市场，目前只有赛默飞和公司具有批量生产的能力，竞争格局良好，2018 年赛默飞占比约为 80.19%，公司占比则为 19.81%。

图 18: 2018 年中国过敏定性检测市场竞争格局



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 19: 2018 年中国过敏定量检测市场竞争格局



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

全球过敏市场 90%以上由以赛默飞为主的定量产品占据。由于我国过敏检测还是处于发展早期, 赛默飞定量产品价格较高, 大多数医院无法承受。随着公司 2016 年定量检测产品的推出, 越来越多的三级医院已经开始从定性产品转向定量产品。与赛默飞相比, 公司捕获法过敏定量产品价格仅为赛默飞的三分之一。以金域医学的采购均价为例, 过敏部分项目对比如下:

表 7: 金域医学对公司和赛默飞的过敏部分项目采购均价对比

物料名称	浩欧博单价 (元/人份)	赛默飞单价 (元/人份)
屋尘螨过敏原特异性 IgE 抗体检测试剂盒	6.04	22
蟑螂过敏原特异性 IgE 抗体检测试剂盒	6.04	22
蟹过敏原特异性 IgE 抗体检测试剂盒	6.04	22

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

检测效果方面, 公司定量产品在检测精密度和灵敏度上与赛默飞存在一定差距, 但差距不大, 临床应用中可基本达到类似效果。我们认为, 凭借显著性价比优势, 公司定量产品未来有望在三级医院快速放量。尽管公司在定性产品市场所占份额较大, 但是因为公司的捕获法定量产品价格高于酶免法定性产品, 未来这一替代趋势将通过产品升级迭代提升公司盈利水平, 同时继续扩大公司在过敏市场所占份额, 带动公司过敏业务持续快速增长。

表 8: 公司与赛默飞定量产品性能对比

内容	赛默飞	浩欧博
精密度	分析内	15%
	分析间	15%
准确性	在预期范围内	在预期范围内
最低检出限	< 0.1KU _A /ml	< 0.35IU/ml
特异性	3000IU/ml 总 IgE 无干扰	3000IU/ml 总 IgE 无干扰

交叉反应	与 IgA、IgD、IgM 和 IgG 无交叉	与 IgA、IgD、IgM 和 IgG 无交叉
干扰	血红蛋白、甘油三酯、胆红素 C 及 F、类风湿因子、抗核抗体无干扰	血红蛋白、甘油三酸酯、胆红素、RF、ANA 和 AMA 无干扰

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 化学发光产品正在注册，有望巩固公司行业领先地位

化学发光技术目前已经成为免疫诊断领域广泛使用的技术和方法。其中，在包括肿瘤标记物、传染病、性激素和甲状腺功能等诊断领域已经成为常规检测方法。但少有体外诊断公司将化学发光技术应用用于过敏原领域。公司在充分掌握化学发光技术的基础上，针对过敏的特点，对化学发光技术进行了相应的改造，相应产品已经进入注册阶段。

表 9：公司过敏化学发光在研项目

项目名称	项目目标	与行业技术水平比较	所处阶段
全自动纳米磁微粒化学发光过敏项目 25 项	将纳米磁微粒化学发光技术应用于过敏检测，项目涵盖 10 项常见吸入过敏原，12 项常见食物过敏原，2 项混合过敏原以及 1 项总 IgE，为客户提供可靠的过敏原诊断产品。	目前，国内过敏检测仍以定性/半定量检测为主，定量检测产品正受到越来越多的关注，国内尚未有过敏化学发光法产品完成注册。本项目将纳米磁微粒化学发光法应用于过敏原的定量检测，具有反应时间短、样本用量少、试剂灵敏度高、线性范围宽、仪器全自动检测等优势，项目研发完成后将达到行业领先水平。	产品注册中
全自动纳米磁微粒化学发光过敏中欧 I 期 35 项	在前期全自动化学发光过敏 25 项的基础上，继续开发 35 个过敏原项目，包括 3 个混合过敏原，10 个组分过敏原和 22 个单项过敏原，丰富产品菜单。	在全自动纳米磁微粒化学发光过敏项目 25 项基础上，本项目涵盖更多的混合过敏原、单项过敏原以及组分过敏原的定量检测，进一步丰富了产品菜单，项目研发完成后将达到行业领先水平。	项目开发中
全自动纳米磁微粒化学发光过敏中欧 I 期 35 项特定过敏原原料开发	针对中欧 I 期 35 项过敏原原料进行研究，进行过敏原筛选和优化。	通过对于过敏原原材料性能评价和筛选，完善质量控制，为前述项目规模生产提供稳定原材料供应并一定程度上降低成本。	项目开发中

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

目前国内过敏检测市场暂无磁微粒化学发光法产品推出，相较于公司现有定量产品采用的酶联免疫捕获法而言，磁微粒化学发光法具有较强的技术比较优势，可实现过敏原精准定量、随机上样和灵活组合的检测，且检测灵敏度高，检测时间短、精密度高，样本耗用量少，方便个人化诊疗。我们认为，公司过敏磁微粒化学发光产品如果顺利获批，将继续抢占高端用户市场，进一步巩固公司的行业龙头地位。

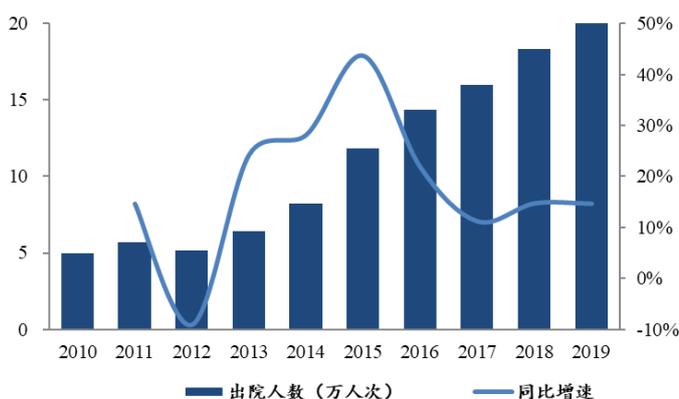
3. 自免市场快速扩容，技术优势助力公司进口替代

3.1. 市场规模稳健增长，外资占据主导地位

自身免疫病是一种异质性疾病，其病因复杂，临床表现多种多样，女性多见，多呈慢性经过，其特征是机体对自身成分发生细胞体液免疫应答，患者血清中可检测到高浓度的自身抗体或与自身组织起反应的淋巴细胞。常见的自身免疫病包括系统性红斑狼疮、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、I型糖尿病、多发性硬化等。

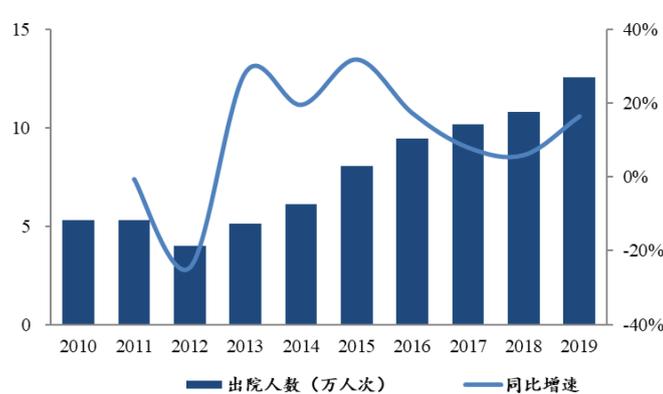
以最常见的类风湿性关节炎和系统性红斑狼疮为例。2019 年中国类风湿性关节炎出院人数为 21 万人，同比增长 14.6%；2019 年中国系统性红斑狼疮出院人数为 12.6 万人，同比增长 16.4%，均保持较快增长。

图 20: 我国类风湿性关节炎出院人数



数据来源：卫健委，东吴证券研究所

图 21: 我国系统性红斑狼疮出院人数



数据来源：卫健委，东吴证券研究所

自身免疫病患者同时具有慢性迁移和反复发作的特点，患者往往需要长期医疗支持和辅助才能保持正常生活状态，需要定期进行必要的随诊和治疗。一旦患者被确诊为自身免疫性疾病，则需要通过相应的药物（尤其是免疫抑制剂）对患者的免疫水平状态进行调整或干预，此时自身抗体水平也将随着患者免疫水平状态的改变而出现量值变化。因此，临床医生尤其需要结合自身抗体量值水平改变的情况，进而判断相关药物的疗效以及患者的预后状况。因此，自身抗体临床检测将始终伴随患者的整个治疗过程。

根据 MARKETS AND MARKETS 发布的《全球自身抗体检测市场报告》，2017 年全球自身抗体检测市场的规模为 30.9 亿美元，预计将以 8.9% 的平均增长率持续增长，2022 年规模有望达到 47.33 亿美元。

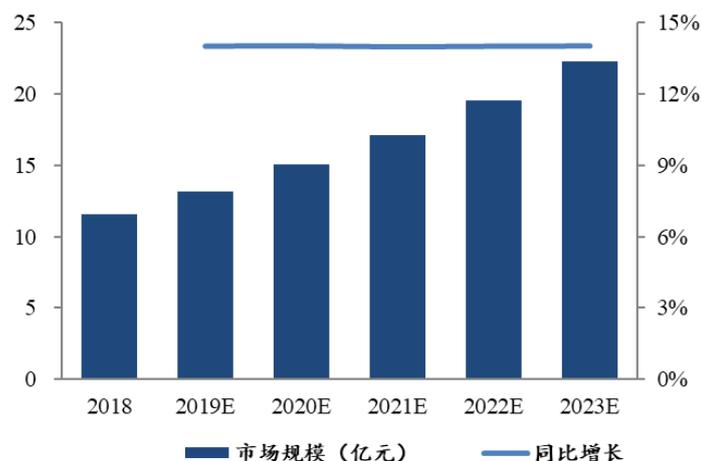
根据《国内外医疗器械及体外诊断行业研究报告》，我国 2018 年自身抗体检测市场约为 11.57 亿元，预计 2018-2023 年复合增长率为 14% 左右，2023 年市场规模有望达到 22.3 亿元。

图 22: 全球自免诊断市场规模



数据来源: MARKETS AND MARKETS, 东吴证券研究所

图 23: 我国自身抗体检测市场规模

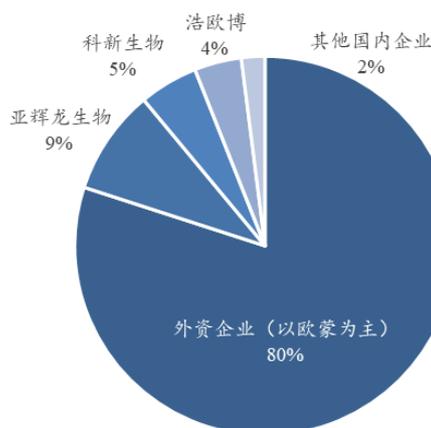


数据来源: 《国内外医疗器械及体外诊断行业研究报告》, 东吴证券研究所

相较于过敏诊断市场赛默飞“一家独大”的竞争格局，国家自免诊断市值份额相对分散，被 10 家左右欧美企业占据，主要竞争企业包括美国赛默飞、德国欧蒙、德国胡曼、西班牙沃芬、德国 AESKU 和美国伯乐等。

自免检测国内大部分市场长期被欧美跨国企业占据。其中，德国欧蒙凭借进入市场时间最早，在国内市场占有率排名第一。自 2010 年以后，随着国内企业自免产品的陆续推出及产品质量的不断提升，外资企业的垄断地位被逐步打破，但目前外资企业（以欧蒙为主）市场份额仍高达 80% 左右。国内企业中，深圳亚辉龙、科新生物、公司市场份额相对较高。《国内外医疗器械及体外诊断行业研究报告》显示，2018 年国内自免检测领域整体市场容量约为 11.57 亿元，其中公司国内自免试剂收入为 0.46 亿元，总体约占国内 3.97% 的市场份额。

图 24: 2018 年我国自免诊断试剂市场主要企业市场份额



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 公司产品快速放量，化学发光加快进口替代

公司自免检测产品包括酶联免疫法、纳米磁微粒化学发光法和间接免疫荧光法三大类。间接免疫荧光法（IFA）主要用于人体内与自身免疫相关的抗体的总筛查，检测结果用于判断患者是否存在自身免疫性疾病的可能。酶联免疫法和化学发光法则主要是用于特异性自身抗体的检测，由于不同的特异性抗体对于不同的自身免疫性疾病具有不同的提示作用，检测相关特异性抗体，辅助诊断患者存在的具体自身免疫性疾病。

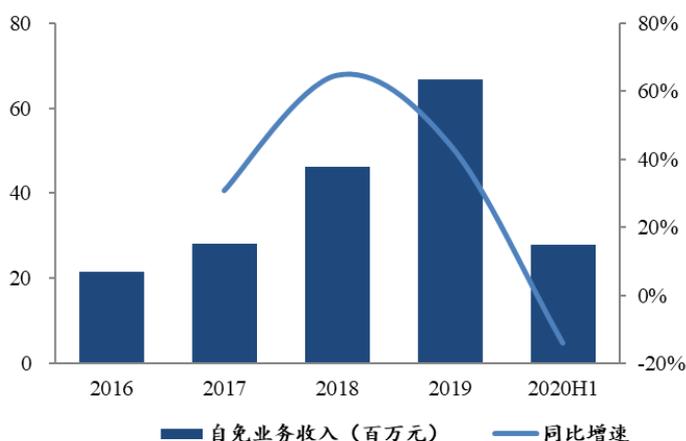
表 10: 公司自免产品介绍

技术平台	产品名称	定性/定量	产品介绍
酶联免疫法	诺博克	定性	包括抗核抗体筛查试剂盒、抗核抗体谱检测试剂盒、抗 PR3、MPO 和 GBM 抗体检测试剂盒和自身免疫性肝病抗体谱检测试剂盒，公司该类产品的载体为膜条，实现定性检测。该产品主要用于系统性红斑狼疮、干燥综合征、混合结缔组织病、系统性硬化症、特发性肌炎、系统性小血管炎、肾肺综合征、自身免疫性肝炎、原发性胆汁性胆管炎等疾病的相关检测。
间接免疫荧光法	—	定性	包括抗角蛋白抗体（AKA）IgG 检测试剂盒、抗核抗体（ANA）检测试剂盒、抗中性粒细胞胞浆抗体（ANCA）IgG 抗体试剂盒、抗双链 DNA 抗体 IgG 检测试剂盒、自身免疫性肝病相关抗体 IgG 检测试剂盒，实现定性检测。该产品主要用于类风湿关节炎、系统性红斑狼疮、干燥综合征、系统性硬化症、特发性肌炎、系统性小血管炎、自身免疫性肝炎、原发性胆汁性胆管炎等疾病的相关检测。
磁微粒化学发光法	诺博克	定量	包括抗核抗体（ANA）系列、抗中性粒细胞抗体（ANCA）系列、自身免疫性肝病系列、抗磷脂综合征（APS）系列、类风湿关节炎（RA）系列及 I 型糖尿病（T1DM）系列等多个系列多种组合合计 45 种不同检测项目，以纳米磁微粒为载体，可实现全自动定量检测。该产品主要用于系统性红斑狼疮、干燥综合征、混合结缔组织病、系统性硬化症、特发性肌炎、系统性小血管炎、肾肺综合征、自身免疫性肝炎、原发性胆汁性胆管炎、抗磷脂综合征、类风湿关节炎、I 型糖尿病、甲状腺功能异常等疾病的相关检测。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

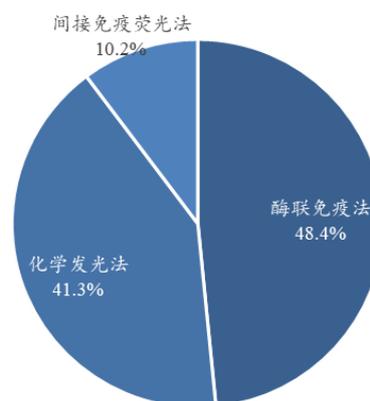
2019 年，公司实现自免试剂收入 6676 万元，同比增长 44.4%。2020H1 受新冠疫情影响，公司自免业务受到一定影响，上半年实现收入 2785 万元，同比减少 14.1%。2019 年公司自免酶联免疫法、间接免疫荧光法和化学发光法产品分别占比为 48.4%、10.2% 和 41.3%。

图 25: 公司自免业务收入 (百万元)



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

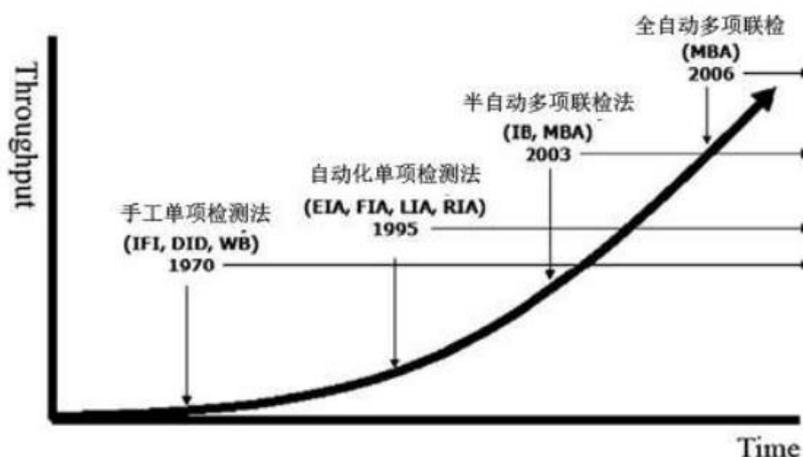
图 26: 2019 年公司自免产品分类占比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

从国际自免检测市场检测技术演化和更迭的情况看, 自免检测市场也出现了明显的技术演进路线。从 2006 年开始, 欧美市场的自免检测技术已经完全进入全自动 ELISA 等定量检测时代。

图 27: 国际自免检测市场检测技术演化和更迭



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

自 2012 年开始, 以西班牙沃芬为代表的国际企业逐步开始将化学发光检测技术引入自免检测领域, 可以预见未来国际市场将逐步呈现化学发光技术替代全自动 ELISA 技术的更迭趋势。

虽然同为定量检测技术产品, 但是纳米磁微粒全自动化学发光相对于全自动 ELISA, 具有较为明显的技术优势, 可以实现精确定量, 线性范围宽, 检测灵敏度、精密度和效率均更高。

表 11: 公司化学发光产品与市场上全自动 ELISA 产品对比

对比项目	全自动 ELISA	纳米磁微粒化学发光
------	-----------	-----------

定性/定量	半定量/定量	全定量
检测灵敏度	10-13 mol/L	10-18 mol/L
精密度	批间 10%-15%	批间 < 10%
线性范围	102-103	107
检测时间	2-3 小时	10-30 分钟
标记物	酶或荧光染料	酶
样本处理	严格批处理, 需要收集样本	随机上样/连续检测
操作	手工/可自动化	全自动操作
结果判读	酶标仪或感光仪	感光仪
检测组合	固定组合	灵活组合
质量控制	质控和校准前置	质控和校准与样本检测
试剂有效期	6-12 个月	18-36 个月
发展趋势	存在敏感度低、线性范围窄、严格批处理和固定组合等缺点	主流免疫检测技术, 满足目前全部免疫检测项目, 各项目随机组合使用

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

目前在国内市场, 除了公司外能够提供自免化学发光产品的企业主要为深圳亚辉龙和西班牙沃芬, 公司在检测项目数量和测试通量上显著领先竞争对手, 产品具有竞争优势。

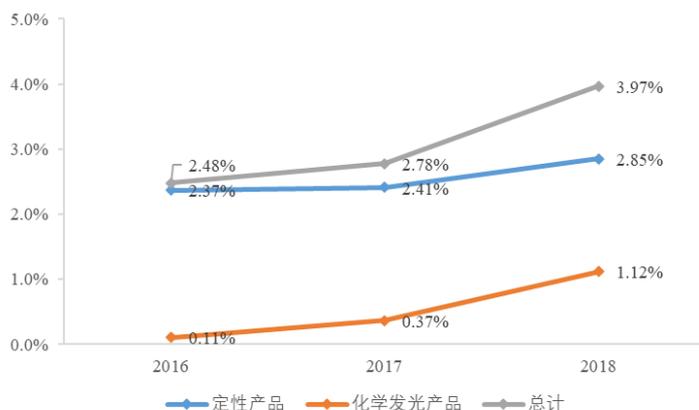
表 12: 公司化学发光产品与竞争对手比较

厂商	浩欧博		西班牙沃芬		深圳亚辉龙	
方法学	化学发光法 (酶促)		化学发光法 (直接)		化学发光法 (直接)	
仪器路径	6500	1260	Bioflash		iflash3000	iflash1800
通量/批处理样本数	360	120	120		300	180
反应时长/首个结果时间 (分钟)	48	50	48		48	48
灵敏度 (mol/L)	10 ⁻¹⁸	10 ⁻¹⁸	10 ⁻¹⁸		10 ⁻¹⁸	10 ⁻¹⁸
检测菜单/项目 (项)	44	44	17		31	
样本位	96	60	30		140	50
试剂位	24	24	20		30	20
操作难度	容易	容易	容易		容易	容易

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

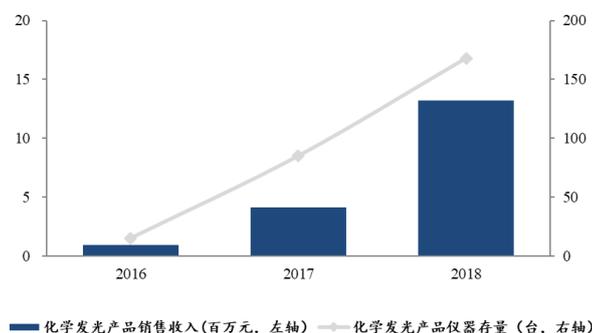
公司自免定性产品从 2013 年推出到 2018 年, 历经 6 年时间只取得 2.85% 的市场份额, 但是自免化学发光产品经过 2016 年及 2018 年大规模的市场验证及推广后, 2018 年已经成功抢占了整个自免市场 1.12% 的市场份额, 目前仍处于高速增长阶段, 装机量也持续增长。

图 28: 公司自免分产品占有率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 29: 公司化学发光产品仪器存量及销售收入变动情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 牵手迈瑞医疗, 强强联合加快公司试剂放量

2019 年公司与迈瑞医疗达成协议, 就双方合作达成协议。目前合作分为两个阶段: 第一阶段: 公司作为迈瑞医疗的战略合作商, 直接从迈瑞医疗采购合作产品 CL-2000i 全自动化学发光免疫分析仪及其配套组件, 匹配公司和迈瑞的试剂进行推广和销售。第二阶段: 迈瑞医疗在评估公司自免试剂性能和完成集成工作后, 根据实际需求向公司采购自免试剂加入迈瑞医疗产品菜单, 由迈瑞医疗营销团队和营销渠道进行销售。

迈瑞医疗是国内医疗器械龙头, 在化学发光国产公司里也保持领先地位。在国内市场, 迈瑞医疗已经覆盖中国近 11 万家医疗机构和 99% 以上的三甲医院; 国际市场迈瑞医疗在境外超过 30 个国家拥有子公司, 产品和解决方案已应用于全球 190 多个国家和地区。

图 30: CL2000i 图示



数据来源：迈瑞医疗官网，东吴证券研究所

我们认为，与迈瑞合作在丰富公司化学发光仪的供应渠道的同时，公司有望凭借迈瑞广泛的品牌影响力和强大的销售渠道，进一步提升化学发光试剂产品的增长速度。

4. 盈利预测与估值

核心假设：

- 1、公司过敏捕获法产品持续替代其他厂家的定性产品及赛默飞的定量产品，同时化学发光产品顺利获批，进一步加快公司产品放量速度，考虑新冠疫情因素，2020-2022 年过敏试剂销售收入增速分别为-24%、60%和 30%。
- 2、公司自免化学发光产品持续实现进口替代，同时假设公司与迈瑞的合作顺利推进到第二阶段，助推公司产品放量，考虑新冠疫情因素，2020-2022 年自免试剂销售收入增速分别为 14%、50%和 50%。

表 13: 公司收入预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	259.13	224.49	344.17	465.35
	增速	28.63%	-13.00%	52.66%	35.21%
	毛利率	68.07%	65.43%	69.08%	70.04%
过敏	收入	170.24	129.38	207.01	269.12
	增速	17.85%	-24.00%	60.00%	30.00%
	毛利率	80.07%	80.00%	82.00%	83.00%
自免	收入	66.76	76.11	114.16	171.24
	增速	44.35%	14.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	55.46%	55.00%	57.00%	58.00%
仪器	收入	14.04	10.00	10.00	10.00
	增速	183.64%	-28.77%	0%	0%
	毛利率	11.68%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 2.24 亿，3.44 亿和 4.65 亿元，归母净利润分别为 0.56 亿、1.13 亿和 1.54 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.89 元、1.80 元和 2.45 元。当前股价对应估值分别为 104X、52X 和 38X。考虑到 1、公司是过敏行业龙头，定量产品快速放量，化学发光产品正在注册；2、自免行业进口替代空间大，公司化学发光产品竞争力突出，同时与迈瑞达成合作，未来有望持续高速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14: 可比公司估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）	PE
------	------	-------	--------	----

			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603658.SH	安图生物	144.14	1.95	3.06	4.01	79	50	38
300832.SZ	新产业	141.87	2.26	3.03	4.33	66	49	35
300463.SZ	迈克生物	51.72	1.32	1.67	2.16	40	32	25
300482.SZ	万孚生物	94.35	1.97	2.39	2.98	48	39	32
002022.SZ	科华生物	18.22	0.62	0.58	0.70	29	32	26
		平均值				52	40	31

数据来源：Wind，东吴证券研究所，股价为 2021 年 1 月 25 日收盘价，万孚生物和科华生物盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1、新冠疫情反复风险：

尽管国内疫情总体已经趋稳，但是仍然有个别的零星病例出现，如果未来国内新冠疫情出现反复，将会对医院业务开展造成负面影响，可能造成公司产品收入不及预期的风险。

2、竞争格局恶化风险：

目前公司过敏业务竞争对手相对较少，定量领域竞争对手仅有赛默飞；自免业务化学发光业务竞争对手主要是西班牙沃芬和深圳亚辉龙。如果未来有更多的企业进入过敏定量检测领域或自免化学发光领域，公司产品销售可能会受到冲击，面临销售收入增长不及预期的风险。

3、产品研发不及预期风险：

公司目前正在研发过敏化学发光产品，同时持续丰富过敏原检测数量，如果公司产品研发不及预期，可能造成公司不能保持其产品技术领先优势，造成产品竞争力下降风险。

浩欧博三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	176	210	850	915	营业收入	259	224	344	465
现金	91	143	701	780	减:营业成本	83	77	106	139
应收账款	20	21	42	44	营业税金及附加	3	3	4	5
存货	60	42	98	85	营业费用	55	52	72	98
其他流动资产	6	4	9	7	管理费用	23	18	26	35
非流动资产	107	73	137	188	研发费用	25	25	26	30
长期股权投资	6	6	6	6	财务费用	1	2	-20	-19
固定资产	82	56	94	132	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	1	-9	15	26	加:投资净收益	0	15	0	0
无形资产	12	13	15	17	其他收益	0	1	1	1
其他非流动资产	7	7	7	7	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	283	284	987	1,103	营业利润	70	65	131	178
流动负债	123	116	169	167	加:营业外净收支	4	0	0	0
短期借款	45	45	45	45	利润总额	74	65	131	178
应付账款	6	11	12	19	减:所得税费用	10	9	18	24
其他流动负债	72	59	111	103	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	11	10	13	13	归属母公司净利润	64	56	113	154
长期借款	5	4	7	8	EBIT	74	64	121	159
其他非流动负债	6	6	6	6	EBITDA	88	74	134	177
负债合计	134	125	181	180	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.01	0.89	1.80	2.45
归属母公司股东权益	150	159	806	924	每股净资产(元)	2.37	2.51	12.78	14.65
负债和股东权益	283	284	987	1,103	发行在外股份(百万 股)	47	47	63	63
					ROIC(%)	61.0%	90.5%	67.7%	70.6%
					ROE(%)	42.7%	35.5%	14.1%	16.7%
					毛利率(%)	68.1%	65.7%	69.1%	70.0%
					销售净利率(%)	24.6%	25.0%	32.9%	33.1%
					资产负债率(%)	47.2%	44.1%	18.4%	16.3%
					收入增长率(%)	28.6%	-13.4%	53.3%	35.2%
					净利润增长率(%)	59.0%	-12.0%	101.7%	36.0%
					P/E	91.47	103.89	51.50	37.86
					P/B	39.02	36.83	7.25	6.32
					EV/EBITDA	48.38	56.82	27.31	20.18

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>