

2021年06月18日

证券研究报告·公司研究报告

浩欧博(688656) 医药生物

持有(首次)

当前价: 78.33元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

过敏检测龙头，长期发展空间广阔

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 我国过敏检测和自免检测市场空间较大，渗透率较低，市场规模增速有望保持在15%以上；2) 浩欧博是过敏检测国内龙头，过敏原数量位于首位，市占率超过30%，且率先推出定量检测，未来有望快速增长；3) 自免检测海外企业市占率超过80%，公司自免检测在国内率先推出化学发光技术，进口取代空间较大。
- **我国过敏检测和自免检测渗透率较低，未来成长空间广阔。**我国过敏检测市场从2017年的4亿元增长到2020年的6亿元，复合增速达到15%，增长相对较快。整体来看，中国有3亿以上过敏疾病患者，假设未来渗透率达到10%，市场规模有望达到30亿元，但过敏检测在我国处于刚起步阶段，检测率与发达国家差距巨大，潜在市场广阔。目前我国自身免疫性疾病患者数量达到5000万，假设渗透率达到20%，则预计市场规模有望达到40亿元，2020年我国自免检测市场规模为15亿元，未来仍有较大成长空间。
- **过敏检测龙头，业绩有望持续快速增长。**公司在国内过敏检测产品领域处于领先地位，检测产品覆盖56种IgE过敏原及80种食物特异性IgG过敏原。目前公司不断加大研发投入，已申报注册中的新增IgE过敏原有13种，已经立项在研的过敏原有25种，未来过敏原单点检测及组合检测可检测的项目将涵盖111项过敏检测项目，预计随着过敏原种类的增加，公司行业地位有望进一步巩固。同时，公司率先推出定量检测方法，优势显著，预计未来过敏检测有望继续保持较快增长。
- **率先推出化学发光自免检测，加速进口取代可期。**我国自免检测市场主要被海外公司所占据，未来进口取代空间较大。公司在化学发光技术平台相较进口厂家和传统方法学更有优势，纳米磁微粒全自动化学发光技术可以实现精确定量，检测灵敏度、精密度和效率均更高，测试通量显著领先，且操作相对简单，进口替代动力十分充足，有望成为新的增长点。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2021-2023年归母净利润复合增速有望达到45%，公司是我国过敏和自免检测龙头企业，过敏检测行业领先，有望继续保持快速增长，自免检测率先推出化学发光自免检测，加速进口取代可期，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 公司研发不及预期风险，行业竞争加剧风险，产品降价风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	221.86	325.57	421.23	539.09
增长率	-14.38%	46.75%	29.38%	27.98%
归属母公司净利润(百万元)	56.62	103.77	135.14	172.17
增长率	-11.31%	83.29%	30.22%	27.40%
每股收益EPS(元)	0.90	1.65	2.14	2.73
净资产收益率ROE	27.43%	33.47%	30.36%	27.89%
PE	89	49	37	29
PB	24.44	16.27	11.33	8.17

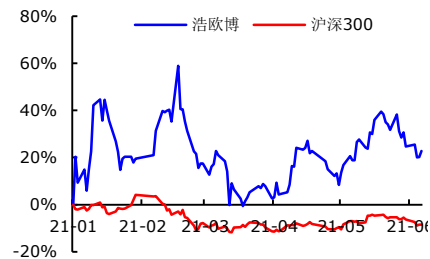
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 马云涛
执业证号: S1250520090001
电话: 021-68416017
邮箱: myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.63
流通A股(亿股)	0.13
52周内股价区间(元)	60.36-102.60
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	2.25
每股净资产(元)	2.81

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 浩欧博：国内过敏检测龙头，长期发展值得期待	1
1.1 国内过敏检测龙头，长期发展值得期待	1
1.2 业绩加速增长，盈利能力持续提升	2
2 特异性过敏行业潜力大，浩欧博行业龙头有望加速发展	4
2.1 过敏检测行业空间巨大，竞争格局保持良好	4
2.2 浩欧博国内过敏检测龙头，业绩有望保持快速增长.....	7
3 自免检测渗透率较低，浩欧博有望加速进口取代	9
3.1 自免检测行业空间较大，渗透率较低	9
3.2 浩欧博化学发光产品增长强劲，进口取代持续加速.....	11
4 销售网络持续布局，与金城、迈瑞合作前景可期	13
5 盈利预测与估值	14
5.1 盈利预测.....	14
5.2 相对估值.....	16
6 风险提示	17

图 目 录

图 1: 浩欧博发展历史	1
图 2: 浩欧博股权结构	1
图 3: 公司营业收入加速增长	2
图 4: 公司归母净利润加速增长	2
图 5: 公司营业收入构成情况	2
图 6: 公司主要业务毛利率情况	3
图 7: 公司整体毛利率和净利率情况	3
图 8: 公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率	4
图 9: 全球过敏诊断市场发展趋势预测	4
图 10: 我国过敏诊断市场发展趋势预测	5
图 11: 皮肤点刺检测和血清特异性 IgE 检测对比	6
图 12: 我国过敏检测行业竞争格局	7
图 13: 浩欧博过敏原检测系列产品	7
图 14: 浩欧博过敏检测试剂收入及增速	8
图 15: 过敏原 (IgE) 检测数量对比 (个)	8
图 16: 过敏原 (IgG) 检测数量对比 (个)	8
图 17: 全球自免检测市场规模及增速	9
图 18: 我国部分自身免疫性疾病患者数量	9
图 19: 我国自免检测市场规模及增速	10
图 20: 国内自免检测市场竞争格局	11
图 21: 浩欧博自免检测系列产品	11
图 22: 浩欧博自免检测试剂收入及增速	12
图 23: 自免检测项目对比 (个)	12
图 24: 浩欧博全国范围内合作经销商数量	13
图 25: 浩欧博终端客户分布情况	14

表 目 录

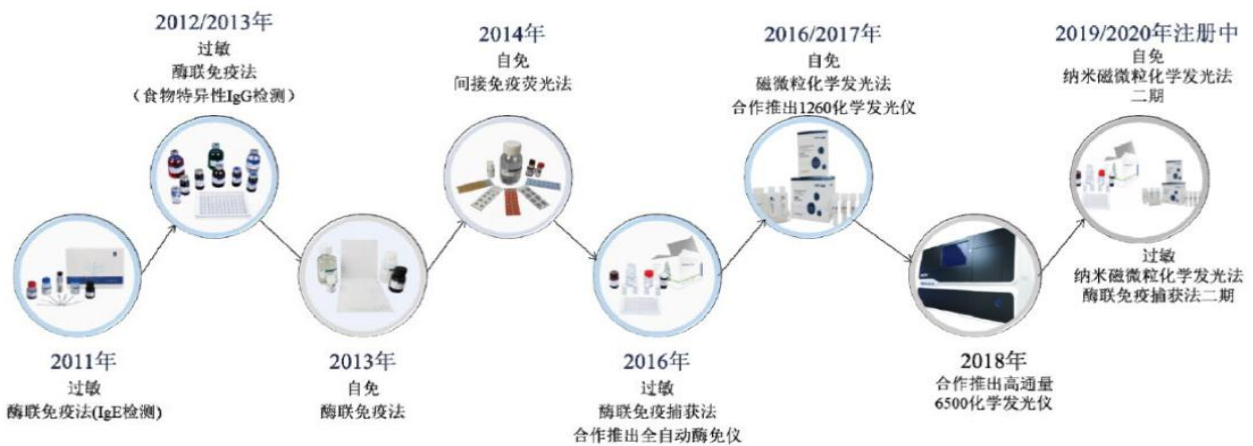
表 1: 我国过敏检测市场空间测算	5
表 2: 过敏检测分类	6
表 3: 自免化学发光检测领域, 浩欧博技术优势明显	13
表 4: 浩欧博营业收入拆分 (亿元)	15
表 5: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	18

1 浩欧博：国内过敏检测龙头，长期发展值得期待

1.1 国内过敏检测龙头，长期发展值得期待

浩欧博成立于 2009 年，自成立以来，公司一直专注于过敏和自身免疫疾病诊断领域，经过持续投入和高速发展，已经发展成为一个集创新研发、规模生产、质量控制和市场营销为一体的现代化高科技企业。目前公司拥有过敏检测和自免检测两大产品线，且其酶联免疫捕获法以及纳米磁微粒发光技术处于国内领先水平，长期发展值得期待。

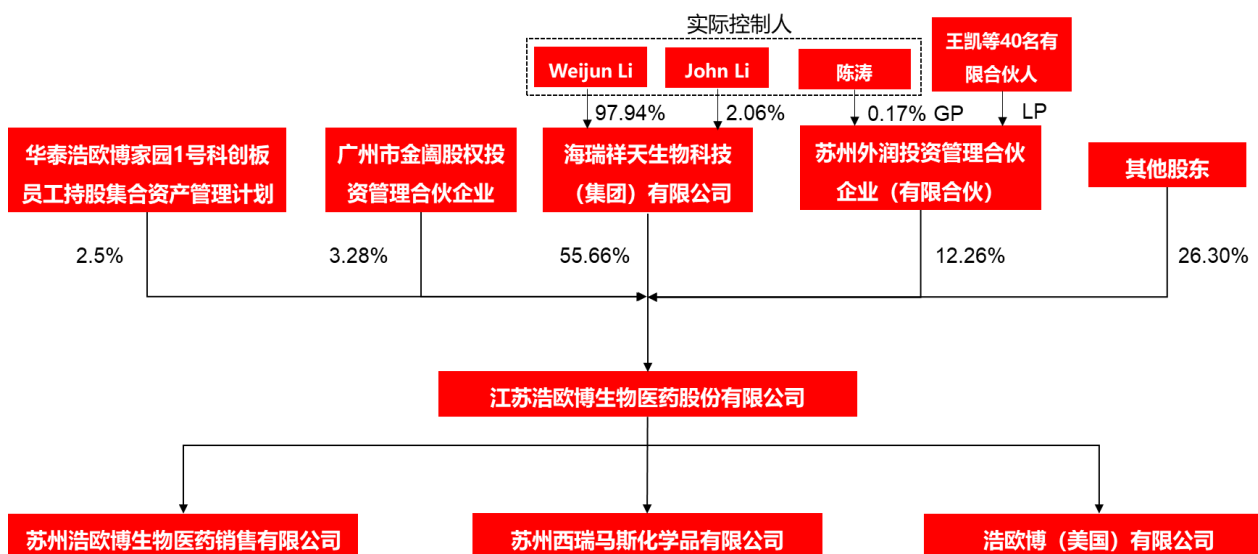
图 1：浩欧博发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

WEIJUN LI、JOHN LI 通过海瑞祥天间接持有公司 55.66%的股份，WEIJUN LI 是 JOHNLI 和陈涛的母亲，JOHN LI 系陈涛弟弟，WEIJUN LI、JOHN LI 和陈涛三人的一致行动人，通过直接和间接方式共持有公司 67.9%的表决权。

图 2：浩欧博股权结构

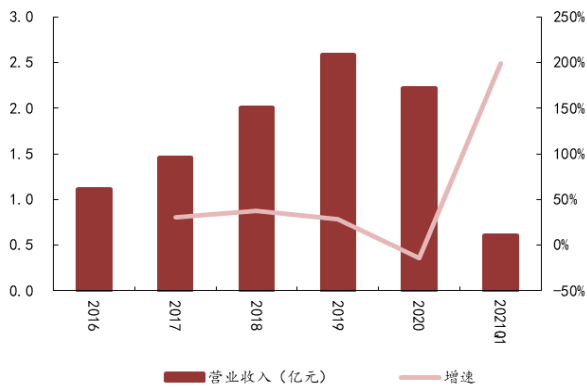


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩加速增长，盈利能力持续提升

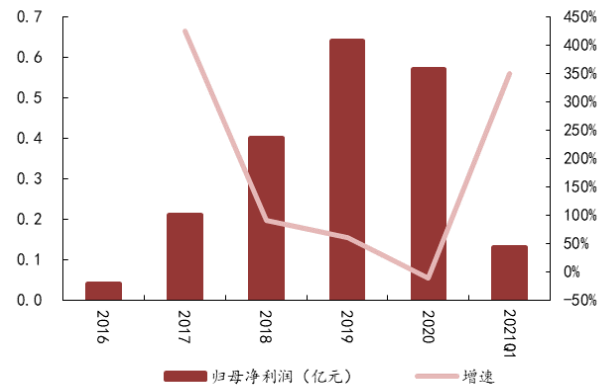
2016~2019年，公司营收年均复合增长率为32.42%，2019年总营收2.6亿元，同比增长28.6%，2020年公司营业收入为2.2亿元，同比下降14.4%，主要与疫情影响有关。公司归母净利润从2016年的434万元提升至2019年的6384万元，年均复合增长率高达145%，2020年公司归母净利润为5661万元，同比下降11.3%，主要与疫情影响有关。2021Q1公司收入为6099万元，同比199%；归母净利润为1333.7万元，同比增长350%。

图3：公司营业收入加速增长



数据来源：Wind，西南证券整理

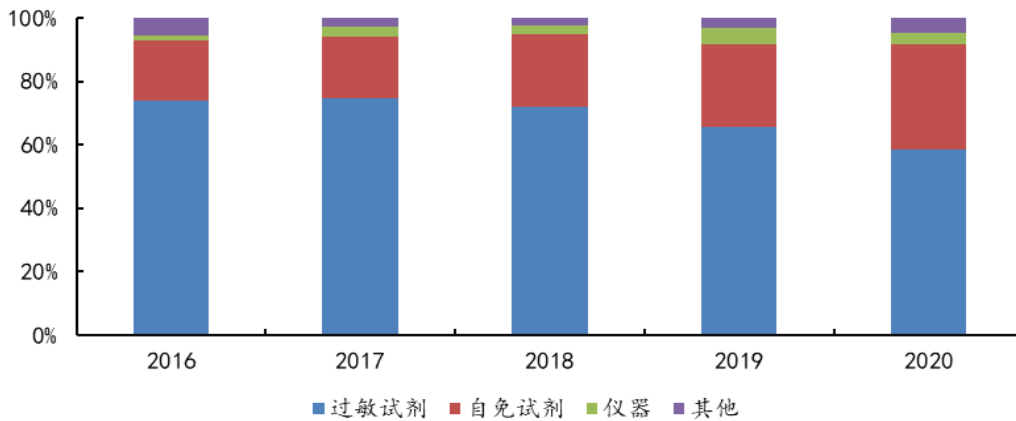
图4：公司归母净利润加速增长



数据来源：Wind，西南证券整理

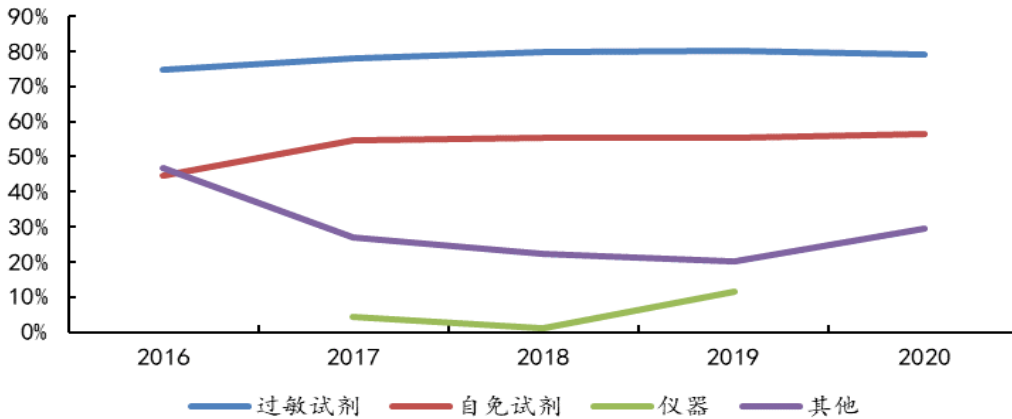
2016~2020年，公司过敏、自免试剂营收占比超过90%，其中2020年过敏试剂收入1.3亿，占比60%，同比增速17%，自身免疫试剂0.74亿，占比34%，同比增速44%。

图5：公司营业收入构成情况



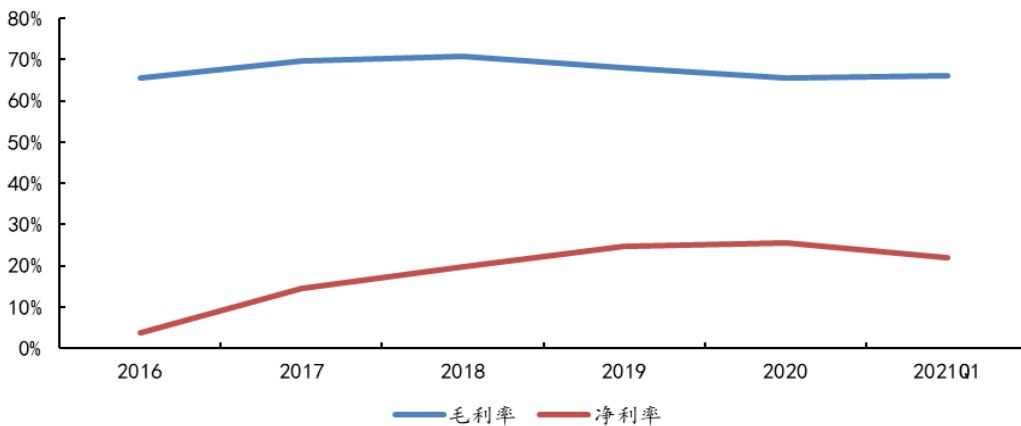
数据来源：Wind，西南证券整理

公司盈利能力较强，毛利率水平较高，其中过敏试剂毛利率维持在70%以上，自免试剂毛利率在50%以上，目前仍处于快速放量的阶段，预计未来仍有一定提升空间。

图 6：公司主要业务毛利率情况


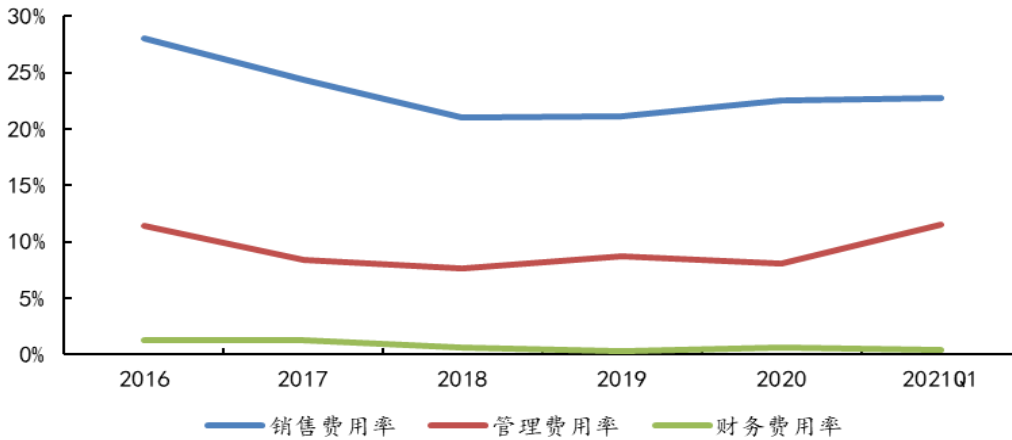
数据来源：Wind，西南证券整理

公司整体毛利率维持在 60% 以上，净利率从 2016 年开始逐步提升，目前已经提升到 20% 以上，净利率提升主要与公司规模效应凸显有关。

图 7：公司整体毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2018 年开始，公司销售费用率稳定 20%-25%，管理费用率稳定在 8% 左右，公司财务费用率水平整体较低，三项费用率整体管控良好。

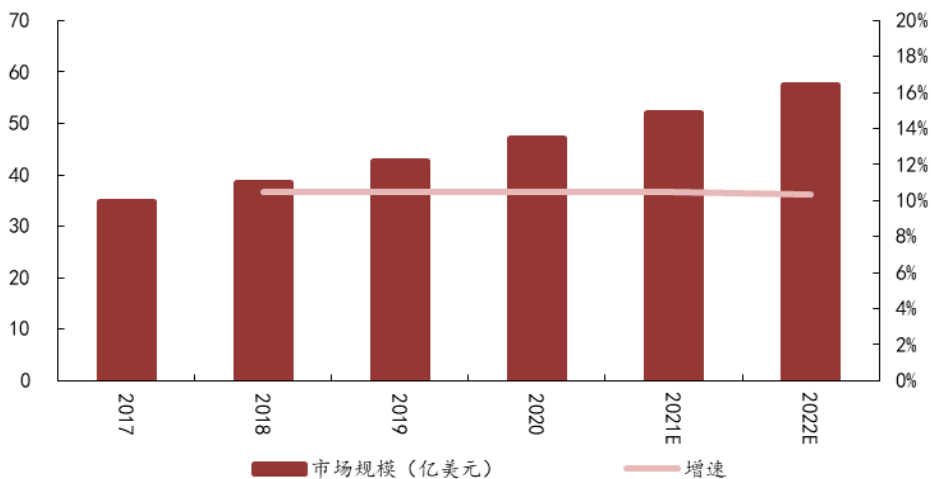
图 8：公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

2 特异性过敏行业潜力大，浩欧博行业龙头有望加速发展

2.1 过敏检测行业空间巨大，竞争格局保持良好

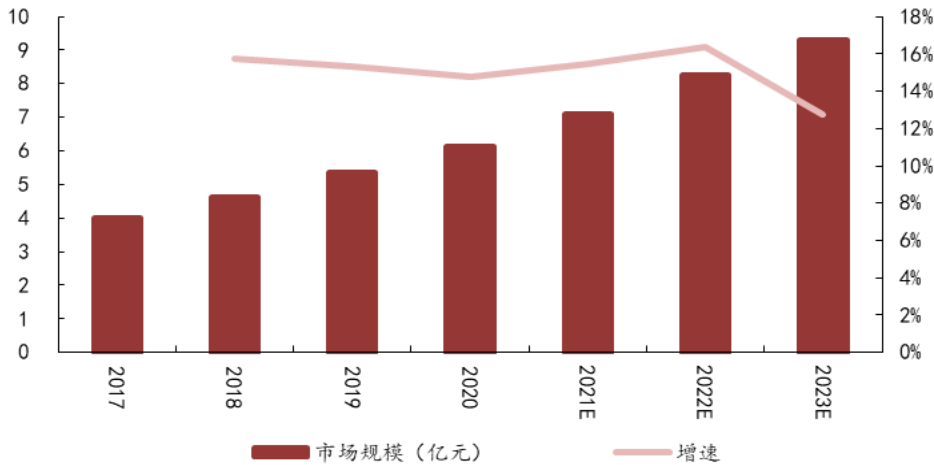
根据 MARKETS AND MARKETS 发布的《全球过敏诊断市场报告》，全球过敏诊断市场的规模从 2017 年的 34.9 亿美元逐步增长到 2020 年的 47 亿美元，预计全球过敏诊断市场将以 10.5% 的平均增长率增长，2022 年规模有望达到 57.4 亿美元。过敏诊断市场以产品和服务为基础，可分为诊断试剂、仪器和服务三大部分，其中诊断试剂在全球过敏诊断市场中占主导地位。

图 9：全球过敏诊断市场发展趋势预测


数据来源：招股说明书，西南证券整理

我国过敏检测渗透率低，市场潜力较大。我国过敏检测市场从 2017 年的 4 亿元增长到 2020 年的 6 亿元，复合增速达到 15%，增长相对较快。整体来看，中国有 3 亿以上过敏疾病患者，但过敏检测在我国处于刚起步阶段，检测率与发达国家差距巨大，潜在市场广阔。

图 10：我国过敏诊断市场发展趋势预测



数据来源：招股说明书，西南证券整理

目前，我国人民生活水平逐步提高，对过敏等疾病的重视程度逐步提升，带动了过敏检测行业快速增长。第二，我国过敏专科医生数量逐步增加，过敏诊疗学科快速发展，也为满足过敏诊疗需求奠定基础。第三，儿童是过敏性疾病的高发人群，且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。目前国内过敏检测可检测的过敏原种类不足 60 个，与国际市场上特异性 IgE 过敏原可检测种类超过 600 多个还有相当大的差距，远不能满足各种过敏患者的诊断需求，我国过敏检测试剂产品未来仍有较大的研发空间。

目前我国过敏总人群到达 3 亿人，假设未来渗透率达到 10%，每年检测人数达到 3000 万，假设每年检测一次，每次检测 20 个过敏原，单个出厂价为 5 元，则市场规模有望达到 30 亿元。

表 1：我国过敏检测市场空间测算

参数	数值
过敏人群总数	3 亿人
渗透率	10%
检测人群总数	3000 万
检测过敏原数量	20 个
单个出厂价	5 元
每人每年检测次数	1 次
市场规模	30 亿元

数据来源：公司公告，中国知网，西南证券整理

目前国际上公认的过敏原检测方法有两大类，一是体内测试，包括皮肤点刺实验(SPT)、真皮内皮肤试验(IST)、过敏原激发试验、斑贴试验、划痕实验。其中皮肤点刺试验是最常用的方法，二是体外检测，包括总IgE检测、特异性IgE检测、IgG/IgG4检测、嗜碱性粒细胞脱颗粒检测等。

表 2：过敏检测分类

大类	分类	操作方法及优缺点
体内	皮肤点刺试验 (SPT)	用稀释的抗原液点刺皮肤，同时需要进行阳性对照（组胺）和阴性对照（稀释液），约 15min 后观察检测点是否出现风团或潮红现象。如果风团的直径超过阴性对照 3mm，则认为是患者对该过敏原过敏。
	真皮内皮肤试验 (IST)	将过敏原注入真皮层内，主要有用于毒物和药物试验，尤其是有明显过敏症状而 SPT 为阴性时。
	双盲食物激发试验 (DBPCFC)	对鼻粘膜、眼结膜、支气管等部位进行刺激，判断患者是否因该过敏原导致过敏症状。是诊断食物过敏的金标准，但临床真正应用并不多，因其具有一定危险性，尤其对于严重过敏患者，不适合做激发试验。
体外	总 IgE 检测	过敏性疾病的诊断最初是进行血液总 IgE 抗体检测，但总 IgE 水平的影响因素很多，如寄生虫感染、种族、年龄等，而且总 IgE 水平也仅能指示患者致敏状态的概率，其升高只能说明患者过敏的概率较大，不存在一个总 IgE 临界值来诊断或排除过敏。
	特异性 IgE 检测	I 型变态反应中最常用也最有价值的诊断方法，目前检测特异性 IgE 的方法学和厂家较多，常用检测技术有免疫荧光-酶技术、免疫印迹技术和化学发光技术等，安全，特异性好，即来即查，无需停药，适用于小儿、症状较重的患者及晕针或者不愿意做皮试的患者。一次可检测多个参数，体系一致等。

数据来源：公司公告，中国知网，西南证券整理

对比皮肤点刺试验，血清特异性 IgE 检测不受药物影响，且没有风险，且对皮肤没有要求，敏感性和特异性也较高，且可以检测的过敏原种类也多于皮肤点刺方法，所以在我国，特异性 IgE 检测仍然是过敏检测的主要方式。

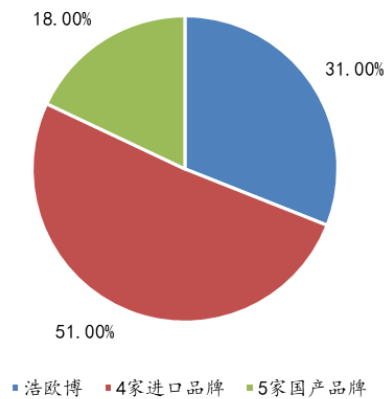
图 11：皮肤点刺检测和血清特异性 IgE 检测对比

	皮肤点刺试验	血清特异性IgE检测
原理	抗原抗体在皮肤的反应，肥大细胞释放组胺等介质，通过风团大小测量	对变应原特异性IgE抗体的免疫化学测定
敏感性	高	较高
特异性	较高	较高
检测速度	十几分钟	几小时
药物影响	受抗组胺药影响	不受药物影响
技术要求	要求操作者手法娴熟	需按照试验操作规范
价格	低	较高
风险性	有一定风险	无
皮肤条件	有要求	无要求

数据来源：Wind，西南证券整理

从全球情况来看，美国赛默飞旗下的 Phadia 是过敏检测市场全球领导品牌，可检测过敏原 600 多种，并在过敏检测领域开展了大量的学术研究，长期稳居全球过敏诊断市场的绝对领导者。除 Phadia 外，Hycor 生物医学、Dr.Fooke Lab、Omega 诊断、西门子、德国欧蒙、德国敏筛等公司均为国际过敏市场的重要参与者。从我国市场情况来看，外资企业（德国欧蒙、德国敏筛、Phadia 等）在我国过敏诊断试剂的市场份额合计约占 51%，公司市场份额大约为 31%，另外 5 家国产品牌市场份额为 18%，公司是国内过敏检测龙头。

图 12：我国过敏检测行业竞争格局



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 浩欧博国内过敏检测龙头，业绩有望保持快速增长

浩欧博过敏检测菜单丰富，产品齐全并形成规模优势，目前公司过敏检测领域拥有符博克系列、欧博克系列和食博克系列等，其中符博克系列基于酶联免疫捕获法技术平台，对过敏原特异性 IgE 进行定量检测，欧博克系列基于酶联免疫法技术平台对过敏原特异性 IgE 进行定性检测，食博克及食博克+基于酶联免疫法对食物特异性 IgG 定性检测。

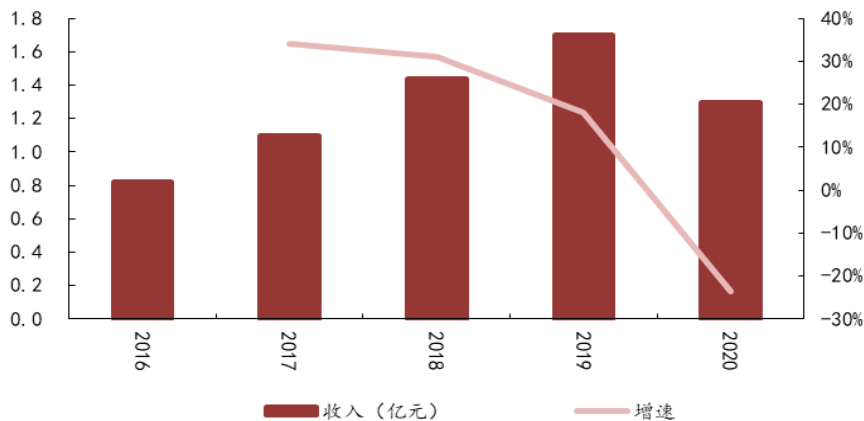
图 13：浩欧博过敏原检测系列产品



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司过敏原检测产品收入近几年保持了较快的增长，收入从 2016 年的 0.8 亿元增长到 2020 年的 1.3 亿元，2020 年出现下降主要与疫情影响有关，过敏检测收入中，过敏原特异性 IgE 检测占据份额。

图 14: 浩欧博过敏检测试剂收入及增速

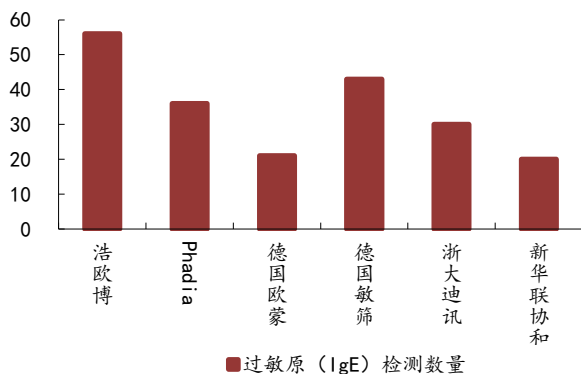


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司在国内过敏检测产品领域处于领先地位,检测产品覆盖 56 种 IgE 过敏原及 80 种食物特异性 IgG 过敏原。目前,过敏原特异性 IgE 抗体检测是过敏检测的主要应用领域,公司覆盖的 IgE 检测数目有 56 种,其中包含 20 余项过敏原 IgE 定量检测试剂,相比之下,Phadia 在国内过敏原检测数量为 36 项,德国欧蒙过敏原检测数量为 21 项,德国敏筛过敏原检测数量为 43 项,浙大迪讯过敏原检测数量为 30 项,新华联协和过敏原检测数量为 20 项。另外,在食品过敏原 (IgG) 上,公司检测数量为 80 项,依然处于行业领先地位。

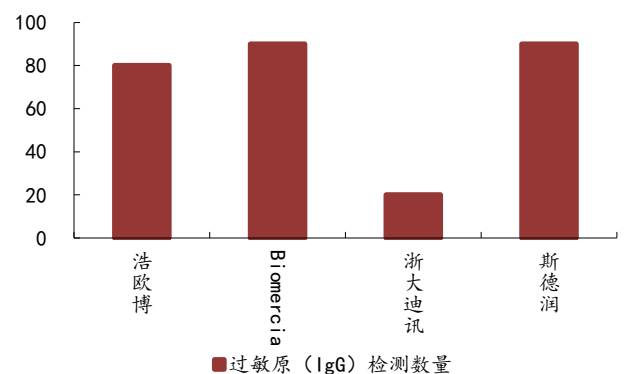
目前公司不断加大研发投入,已申报注册中的新增 IgE 过敏原有 13 种,已经立项在研的过敏原有 25 种,包括已经取得注册证销售的过敏原和正在注册及立项研发的过敏原合计涵盖 94 种过敏原,包含注册中及在研项目,过敏原单点检测及组合检测可检测的项目将涵盖 111 项过敏检测项目,预计随着过敏原种类的增加,公司行业地位有望进一步巩固。

图 15: 过敏原 (IgE) 检测数量对比 (个)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 16: 过敏原 (IgG) 检测数量对比 (个)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

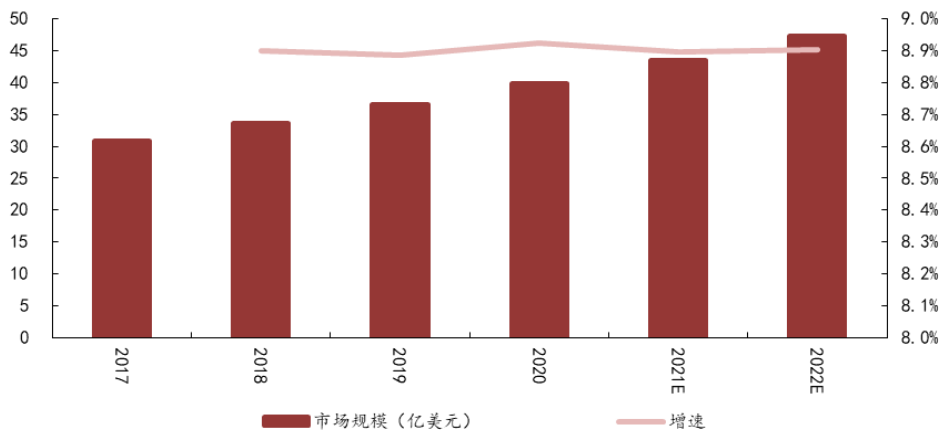
酶联免疫捕获法产品是公司自主推出的第一款能够实现多种过敏原检测的定量产品,于 2016 年上市,成为进口定量产品的主要竞品,目前仍处于较高增长的阶段。目前公司过敏原检测试剂覆盖了酶联免疫法、酶联免疫捕获法,以及正在注册的化学发光产品,可满足不同等级、不同规模的医疗机构的需求,产品梯队优势明显。市场上能够规模化供应定量过敏检测产品的厂家主要为 Phadia,但该产品价格较高,导致我国现阶段包括三级医院在内的终端医院进行过敏检测以定性、半定量等酶联免疫法产品为主,自动化程度较低,时间和血量消耗较大,精准性较差,预计公司未来的酶联免疫捕获法产品未来有较大的成长空间。

3 自免检测渗透率较低，浩欧博有望加速进口取代

3.1 自免检测行业空间较大，渗透率较低

随着自身免疫性疾病的发病率上升、医学界对自身免疫性疾病研究的深入以及可检测的自身抗体种类持续增加，全球自免检测市场规模持续增长，预计 2022 年规模可达到 47.3 亿美元，2018 年-2022 年复合增速有望达到 9%。

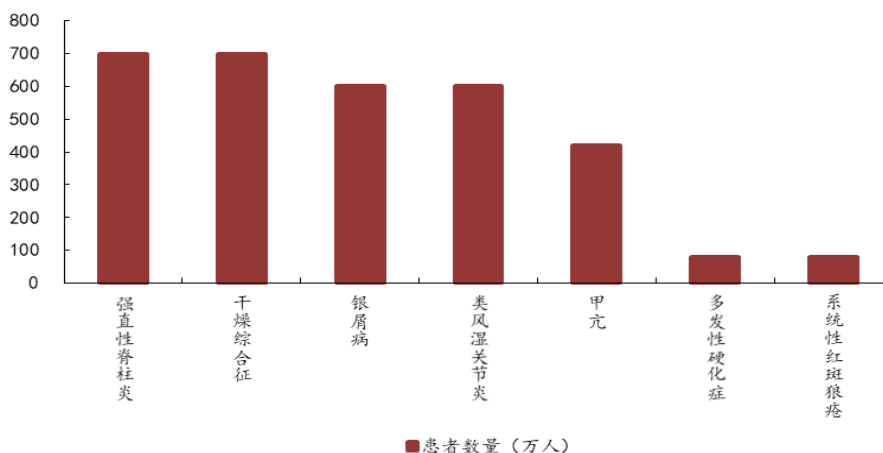
图 17：全球自免检测市场规模及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

我国自免检测市场发展较快，成长空间较大。近几年，由于我国人民生存环境和生活习惯的改变，自身免疫性疾病的发病率呈上升趋势，患者人数不断增加，同时，随着临床医学的发展和免疫系统的认识不断深入，以及各种检测手段的进步和诊断水平的提高，越来越多的自身免疫性疾病患者得到诊断，自免检测数量越来越多，自免检测市场规模不断提升，根据公司招股说明书，预计到 2023 年我国自身抗体检测市场规模在 22.3 亿元左右，2018~2023 年复合增长率在 14% 左右。

图 18：我国部分自身免疫性疾病患者数量

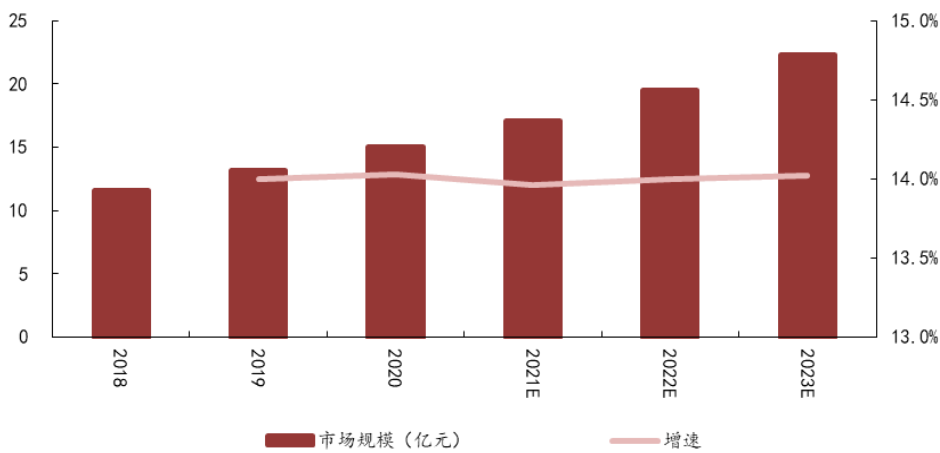


数据来源：招股说明书，西南证券整理

目前我国自身免疫性疾病患者数量达到 5000 万，假设患者平均每次检测 20 个项目，每年检测 4 次，不同省份平均每个项目收费不同，假设试剂企业出厂价为每项 5 元，假设渗透率达到 20%，则预计市场规模有望达到 40 亿元，2020 年我国自免检测市场规模为 15 亿元，未来仍有较大成长空间。

近几年来，我国愈发重视自身免疫性疾病的诊断，2019 年 10 月 31 日，国家卫生健康委发布《综合医院风湿免疫科建设与管理指南（试行）》（以下简称“指南”）。《指南》指出，具备条件的三级综合医院原则上应设立独立的风湿免疫科，鼓励有条件的二级综合医院和其他类别医疗机构设立独立的风湿免疫科，同时医院应具有独立的检验科，支持风湿免疫疾病的常规检查。国家对自身免疫性疾病诊断的持续重视与大力建设，将有利于自身免疫性疾病诊断市场的快速发展。

图 19：我国自免检测市场规模及增速

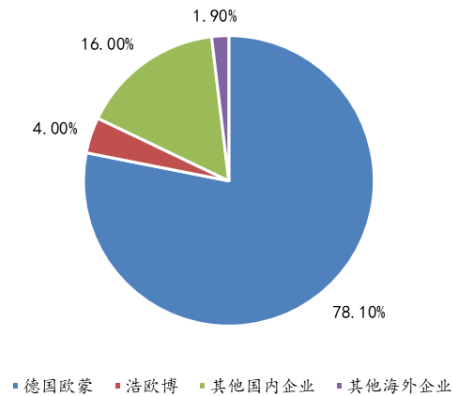


数据来源：招股说明书，西南证券整理

全球自免诊断市场的竞争企业主要包括美国赛默飞（Phadia）、德国欧蒙、德国胡曼、西班牙沃芬、德国 AESKU 和美国伯乐，相较于过敏诊断市场 Phadia “一家独大”的竞争格局，国际自免诊断市场份额相对分散，被 10 家左右欧美企业占据。

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、科新生物和浩欧博市场份额相对较高。

图 20: 国内自免检测市场竞争格局



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2 浩欧博化学发光产品增长强劲, 进口取代持续加速

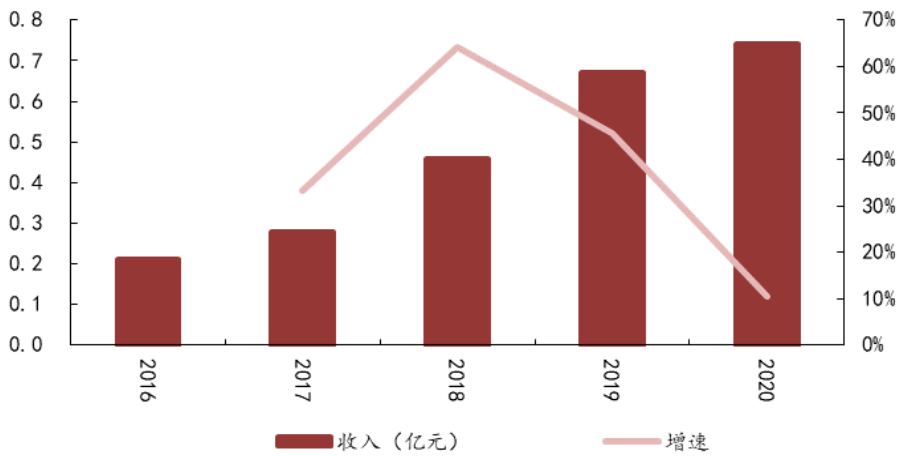
浩欧博自免检测菜单丰富, 产品齐全并形成规模优势, 目前公司自免检测领域拥有纳博克系列、诺博克系列和其他自身抗体产品系列等, 其中纳博克系列基于化学发光技术平台, 诺博克系列基于酶联免疫法技术平台, 其他自身抗体产品系列则基于间接免疫发光法。

图 21: 浩欧博自免检测系列产品



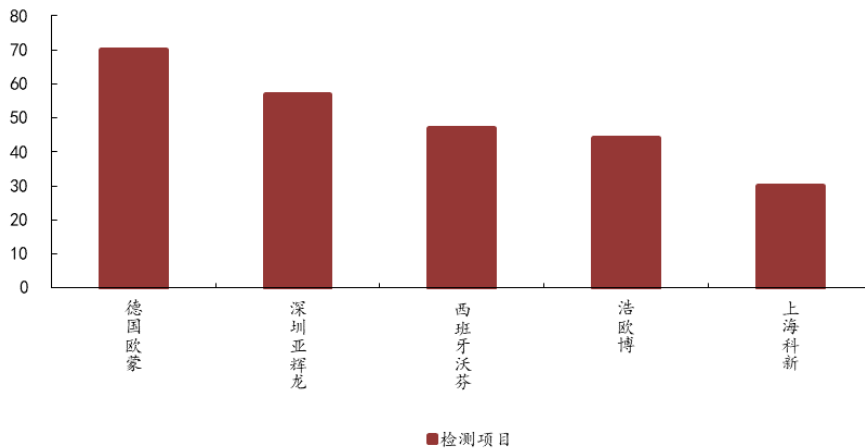
数据来源: Wind, 西南证券整理

公司自免检测产品收入近几年保持了较快的增长, 收入从 2016 年的 0.2 亿元增长到 2020 年的 0.74 亿元, 复合增速达到 39%, 其中化学发光法收入占比逐年提升, 2020 年已经超过 50%, 酶联免疫法收入占比持续下降, 基于间接免疫发光法产品占比较小。

图 22: 浩欧博自免检测试剂收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

浩欧博目前已经取得了化学发光自身抗体 44 个检测项目的产品注册证, 涵盖了系统性红斑狼疮、干燥综合征、硬皮病、肌炎、血管炎、类风湿关节炎、抗磷脂综合征、I 型糖尿病等多种疾病的检测。对比来看, 德国欧蒙作为龙头, 检测项目有 70 个, 其次为国内厂家深圳亚辉龙, 布局时间也较长, 检测项目有 57 个, 第三位的西班牙沃芬检测项目有 47 个, 浩欧博为 45 个, 上海科新相对较少。

图 23: 自免检测项目对比 (个)


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司在化学发光技术平台相较进口厂家和传统方法学更有优势, 纳米磁微粒全自动化学发光技术可以实现精确定量, 检测灵敏度、精密度和效率均更高, 测试通量显著领先, 且操作相对简单, 进口替代动力十分充足, 有望成为新的增长点。

表 3: 自免化学发光检测领域, 浩欧博技术优势明显

产品板块	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 (测试/小时)	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) 2	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: 招股说明书, 西南证券整理

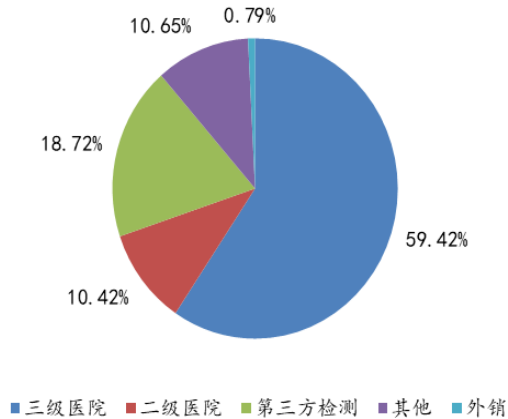
4 销售网络持续布局, 与金域、迈瑞合作前景可期

公司已经建立了覆盖全国的销售和服务网络, 同时建立了 140 余人的销售和专业技术服务团队, 销售团队均熟悉过敏自免的市场推广, 可提供产品应用和技术支持, 2020 年底, 公司在全国范围内已经拥有持续合作的经销商 500 家左右, 经销网络遍布全国 30 余个省份, 借助品牌优势, 产品优势及旗帜客户影响力, 销售有望持续快速增长。

图 24: 浩欧博全国范围内合作经销商数量


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司销售模式分为直销和经销, 直销模式下, 试剂销售对象主要为第三方检验机构, 经销模式下, 试剂最终销售对象主要为公立医院, 针对公立医院, 公司已进入以北京协和、上海仁济、中国医大二院、华西二院等为代表的多家旗帜性医院, 形成较强的示范性效应, 树立了品牌。整体来看, 公司产品在三级和二级医院销售额占比较大, 超过 60%, 在第三方检测机构销售额占比约为 20%。

图 25：浩欧博终端客户分布情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

同时，公司与金域医学、迈瑞医疗等国内龙头企业建立战略合作关系。金域医学为公司直销模式的第一大客户，合作时间相对较长。2019 年公司与迈瑞医疗达成合作，合作分为两个阶段，第一阶段是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，匹配公司的试剂进行推广和销售。第二阶段是迈瑞采购公司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，目前合作仍处于第一阶段，预计未来随着公司自免试剂加入迈瑞产品单，放量有望加速。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：过敏诊断是公司目前收入贡献最大的业务，其中酶联免疫法仍将保持较快增长，预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 50%、40%和 30%；酶联免疫捕获法可以实现定量检测，有望实现较快增长，预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 60%、45%和 40%；食物特异性 IgG 检测体量较小，未来有望保持平稳增长，预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 30%、10%和 10%；

假设 2：自免检测是公司目前增长较快的业务，市场空间广阔，需求相对刚性，其中酶联免疫法未来有望维持相对较快增长，预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 15%、15%和 15%；化学发光可以实现定量检测，技术国内领先，未来有望取代进口产品，实现较快增长，预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 50%、45%和 45%；

假设 3：公司的仪器业务和其他服务收入维持平稳增长。

表 4: 浩欧博营业收入拆分 (亿元)

		2020A	2021E	2022E	2023E
试剂业务	收入	2.03	3.05	3.99	5.14
	增速	-14.35%	50.19%	30.71%	29.02%
	成本	0.59	0.89	1.17	1.52
	毛利	1.44	2.16	2.82	3.62
	毛利率	70.95%	70.69%	70.73%	70.46%
过敏	收入	1.30	1.89	2.46	3.11
	增速	-23.53%	45.75%	30.04%	26.30%
	成本	0.49	0.38	0.49	0.62
	毛利	1.03	1.51	1.97	2.50
	毛利率	79.13%	79.72%	80.04%	80.23%
IgE 检测 -酶联免疫法	收入	0.50	0.76	1.06	1.38
	增速	-30.00%	50.00%	40.00%	30.00%
	成本	0.09	0.13	0.18	0.23
	毛利	0.42	0.63	0.88	1.14
	毛利率	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%
食物特异性 IgG 检测 -酶联免疫法	收入	0.54	0.70	0.77	0.85
	增速	-10.00%	30.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.13	0.17	0.19	0.20
	毛利	0.41	0.53	0.59	0.65
	毛利率	76.00%	76.00%	76.00%	76.00%
酶联免疫捕获法	收入	0.27	0.44	0.63	0.89
	增速	-30.00%	60.00%	45.00%	40.00%
	成本	0.05	0.09	0.13	0.18
	毛利	0.22	0.35	0.51	0.71
	毛利率	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
自免	收入	0.74	1.15	1.52	2.03
	增速	10.45%	55.95%	31.81%	33.41%
	成本	0.32	0.51	0.67	0.90
	毛利	0.42	0.64	0.85	1.13
	毛利率	56.59%	55.87%	55.65%	55.47%
化学发光	收入	0.42	0.63	0.91	1.32
	增速	50.00%	50.00%	45.00%	45.00%
	成本	0.20	0.28	0.41	0.60
	毛利	0.22	0.35	0.50	0.73
	毛利率	52.00%	55.00%	55.00%	55.00%
酶联免疫法	收入	0.37	0.42	0.49	0.56
	增速	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	0.13	0.15	0.17	0.20

		2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利	0.24	0.28	0.32	0.36
	毛利率	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
间接免疫荧光法	收入	0.08	0.10	0.12	0.15
	增速	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	0.07	0.08	0.09	0.11
	毛利	0.02	0.02	0.03	0.03
	毛利率	22.00%	23.00%	23.00%	23.00%
仪器业务	收入	0.08	0.09	0.10	0.11
	增速	-42.86%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.08	0.08	0.09	0.10
	毛利	0.01	0.01	0.01	0.01
	毛利率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	收入	0.11	0.12	0.13	0.15
	增速	37.50%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.09	0.10	0.11	0.12
	毛利	0.02	0.02	0.02	0.02
	毛利率	13.77%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	总营业收入	2.22	3.26	4.22	5.39
	增长率	-14.29%	46.75%	29.38%	27.98%
	总营业成本	0.76	1.08	1.37	1.74
	毛利	1.46	2.18	2.85	3.66
	毛利率	65.56%	66.98%	67.57%	67.76%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 3.3 亿元、4.2 亿元和 5.4 亿元，归母净利润分别为 1 亿元、1.4 亿元和 1.7 亿元，EPS 分别为 1.65 元、2.14 元和 2.73 元，对应 PE 分别为 49 倍、37 倍和 29 倍。

5.2 相对估值

我们选取了行业中与浩欧博业务最为相近的迈瑞医疗、安图生物、新产业和亚辉龙四家公司，2020 年四家公司的平均 PE 为 74 倍，2021 年平均 PE 为 51 倍。公司是我国过敏和自免检测龙头企业，过敏检测行业领先，有望继续保持快速增长，自免检测率先推出化学发光自免检测，加速进口取代可期，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 5: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300760.SZ	迈瑞医疗	466.15	5.48	6.71	8.18	9.92	85	69	57	47
603658.SH	安图生物	74.50	1.66	2.01	2.63	3.40	45	37	28	22
300832.SZ	新产业	68.21	0.76	1.46	2.05	2.69	90	47	33	25

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
688575.SH	亚辉龙	45.20	0.58	0.90	1.31	1.89	78	50	35	24
平均值							74	51	38	30

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

公司研发不及预期风险, 行业竞争加剧风险, 产品降价风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	221.86	325.57	421.23	539.09	净利润	56.62	103.77	135.14	172.17
营业成本	76.40	107.50	136.59	173.80	折旧与摊销	16.55	16.74	21.43	25.50
营业税金及附加	2.48	3.58	4.63	5.93	财务费用	1.46	0.65	0.84	1.08
销售费用	50.08	73.58	95.20	121.83	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	18.02	26.70	34.54	44.21	经营营运资本变动	-49.63	-27.78	-23.24	-29.83
财务费用	1.46	0.65	0.84	1.08	其他	33.23	-5.00	-5.00	-5.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	58.22	88.39	129.17	163.92
投资收益	14.89	5.00	5.00	5.00	资本支出	-49.40	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	14.36	5.81	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-35.03	-34.19	-35.00	-35.00
营业利润	65.10	118.57	154.43	197.24	短期借款	-25.03	-20.02	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.76	0.97	0.74	长期借款	18.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.10	119.33	155.40	197.98	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.49	15.56	20.26	25.81	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	56.62	103.77	135.14	172.17	其他	-49.18	-0.78	-0.84	-1.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-55.25	-20.80	-0.84	-1.08
归属母公司股东净利润	56.62	103.77	135.14	172.17	现金流量净额	-31.95	33.40	93.33	127.84
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	58.82	92.21	185.54	313.38	成长能力				
应收和预付款项	36.54	44.03	58.36	75.93	销售收入增长率	-14.38%	46.75%	29.38%	27.98%
存货	61.95	87.16	110.75	140.92	营业利润增长率	-7.07%	82.13%	30.25%	27.72%
其他流动资产	1.35	0.79	1.03	1.32	净利润增长率	-11.31%	83.29%	30.22%	27.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-2.41%	63.60%	29.97%	26.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	119.97	143.68	162.70	177.66	毛利率	65.56%	66.98%	67.57%	67.76%
无形资产和开发支出	11.29	11.04	10.78	10.53	三费率	31.35%	31.00%	31.00%	31.00%
其他非流动资产	6.50	6.30	6.10	5.90	净利率	25.52%	31.87%	32.08%	31.94%
资产总计	296.41	385.21	535.26	725.63	ROE	27.43%	33.47%	30.36%	27.89%
短期借款	20.02	0.00	0.00	0.00	ROA	19.10%	26.94%	25.25%	23.73%
应付和预收款项	34.25	41.90	55.05	71.00	ROIC	35.00%	43.33%	45.64%	49.30%
长期借款	23.98	23.98	23.98	23.98	EBITDA/销售收入	37.46%	41.76%	41.95%	41.52%
其他负债	11.77	9.30	11.06	13.30	营运能力				
负债合计	90.02	75.18	90.09	108.28	总资产周转率	0.77	0.96	0.92	0.86
股本	47.29	63.06	63.06	63.06	固定资产周转率	2.51	2.85	2.91	3.27
资本公积	68.65	52.89	52.89	52.89	应收账款周转率	8.91	9.86	10.05	9.78
留存收益	90.32	194.09	329.23	501.40	存货周转率	1.26	1.44	1.38	1.38
归属母公司股东权益	206.39	310.04	445.17	617.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.80%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	206.39	310.04	445.17	617.35	资产负债率	30.37%	19.52%	16.83%	14.92%
负债和股东权益合计	296.41	385.21	535.26	725.63	带息债务/总负债	48.88%	31.90%	26.62%	22.15%
					流动比率	2.51	4.63	5.62	6.52
					速动比率	1.53	2.83	3.87	4.79
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.90	1.65	2.14	2.73
					每股净资产	3.27	4.92	7.06	9.79
					每股经营现金	0.92	1.40	2.05	2.60
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	83.10	135.96	176.70	223.82					
PE	89.10	48.61	37.33	29.30					
PB	24.44	16.27	11.33	8.17					
PS	22.74	15.49	11.98	9.36					
EV/EBITDA	45.29	36.57	27.61	21.23					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn