

公司研究

血液病领域领先企业，技术积淀促业务多元发展

——睿昂基因（688217.SH）投资价值分析报告

要点

公司是国内血液病分子诊断领先企业：公司是一家聚焦肿瘤领域，拥有自主研发检测产品和检测服务的生命科学企业。公司多年深耕血液病检测领域，其中公司自主研发的“白血病相关融合基因检测试剂盒”与“免疫球蛋白基因重排检测试剂盒”是白血病和淋巴瘤检测领域首个获证产品，2022年3月获批上市的白血病检测升级产品“白血病相关15种融合基因检测试剂盒”（佰睿达）将助力公司实现在血液病检测市场的迭代扩容。公司的核心业务血液病检测产品增长稳健，2018-2021年营收复合增速近20%。我们预计随着公司在研产品的持续获批，获批产品打开新的成长空间，叠加股权激励和营销改革的带来的新动力，公司将迎来业绩的快速增长。

核心技术实力强劲，产品市场份额领先，逐步开始多元化布局打开成长空间：

公司目前不断推进血液病、淋巴瘤检测产品的研发，促进产品的更新升级，据披露，白血病检测产品已进入全国前100家血液病医院中的79家，15种融合基因产品也将于2022年开始贡献收入，并有望于2023年营收突破1亿元；淋巴瘤业务，公司已与130余家三甲医院和配送商达成合作，并将逐步与全国超过1000家医院合作，有望于2024年突破亿元规模。公司的实体瘤业务在现有产品的基础上，积极寻求和阿斯利康等药企的合作，T790M实体瘤检测产品预计将于2022年底前获得三类医疗器械证书，该产品将带动公司实体瘤业务加速增长。公司在传染病检测、科研服务等业务领域亦有涉足，完成“试剂+设备+服务”三位一体布局。子公司思泰得生物在上海疫情期间及时转换业务，为公司带来一定的业绩贡献。此外，公司在数字PCR仪等新技术方面的布局与拓展具有前瞻性，凭借产学研开发平台，公司将保证产品的梯队结构。

股权激励和营销改革逐步落实，助力公司成长进入加速阶段：今年，公司对高级管理人员、核心技术人员、技术和业务骨干人员等193人实施限制性股权激励计划，人员覆盖广泛，激励与考核并存，深度捆绑核心员工利益，充分调动员工积极性，助力公司高质量发展。同时，公司深入开展营销改革，对原有销售体系进行重组，抽调骨干人员成立开发团队，负责全国新医院、新科室的开发与招标工作，并针对各产品特点，推行不同的营销策略，加速产品的快速入院，股权激励和营销改革将为公司的业绩加速助力。

盈利预测、估值与评级：公司为血液病分子诊断领先企业，同时在实体瘤、传染病等领域也具有一定的技术储备，随着新产品的不断推出，新的市场空间的打开，以及营销改革的不断推进，我们预计公司将呈现加速增长的趋势。我们预测公司2022-2024年EPS为0.77/0.99/1.36元，现价对应22-24年PE为48/37/27倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：新产品研发上市进度不及预期风险、入院渠道拓展不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	285	291	374	485	624
营业收入增长率	11.53%	2.11%	28.68%	29.62%	28.57%
净利润（百万元）	39	47	43	55	76
净利润增长率	7.69%	22.26%	-9.89%	29.62%	36.62%
EPS（元）	0.93	0.85	0.77	0.99	1.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.99%	5.33%	4.58%	5.60%	7.11%
P/E	40	43	48	37	27
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-25；注：2020年末股本数为0.42亿股，2021年5月因IPO股本增至0.56亿股。

买入（首次）

当前价：36.93元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

联系人：黎一江

liyijiang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.56
总市值(亿元):	20.53
一年最低/最高(元):	35.10/86.39
近3月换手率:	32.21%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.02	-15.59	-40.92
绝对	-13.23	-5.16	-55.39

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

自产试剂：

血液病业务（白血病和淋巴瘤业务）：公司“白血病相关 15 种融合基因检测试剂盒”（佰睿达）于 2022 年 3 月成功获批，通过拓展入院渠道，预计 22-24 年贡献收入分别为 0.42/1.20/1.94 亿元。淋巴瘤检测产品于 2020 年获批后，并表现出较高增长速度，预计该产线产品在 22-24 年贡献收入分别为 0.33/0.66/1.12 亿元。我们认为虽然今年受疫情影响，营收增速会有所放缓，但放眼 2023-2024 年，预期公司在支柱型业务的血液病板块的表现将持续强劲，基于以上单品的强劲表现，预计公司 2022-2024 年在白血病领域的营收同比增长 18%/35%/25%，在淋巴瘤领域的营收同比增长 70%/100%/70%。

实体瘤业务：疫情原因，上半年公司的业务受到一定影响。T790M 试剂盒产品预期于 22 年底前获三类医疗器械证书，预计该产品在 22-24 年将贡献营收 0/0.32/0.48 亿元。在此带动下，预计公司在实体瘤业务领域将于 2023 年迎来高速增长，预测 2022-2024 年实体瘤业务线营收同比变动 8%/102%/28%。

传染病业务：随着复工复产的进行，公司具有一定产品基础的常规传染病业务也将逐步恢复，考虑到公司营销改革的推进，也将为业务线带来一定的增长动力，故假设 2022-2024 年传染病业务线营收同比增长 8%/14%/10%。

外购试剂：公司的外购试剂业务已经不是公司重点发展方向，目前占比很小，我们预计 2022-2024 年营收同比变动-10%/-9%/-9%。

检测服务及科研服务：检测服务方面，受疫情影响，公司及时切换控股子公司思泰得生物的业务模式，在 2022 年上海疫情中参与了新冠核酸检测，为公司贡献可观的营收，但此贡献不会长期持续，故我们假设 2022-2024 年检测服务业务营收同比变动 120%/-35%/20%。科研服务业务非公司重点发力方向，我们预期 2022-2024 年科研服务业务营收同比变动 0%/0%/0%。

我们区别于市场的观点

市场认为白血病、淋巴瘤等细分领域的发展天花板较低。我们认为：一方面该领域会随着整个分子诊断领域扩容而扩容；另一方面，该领域主要的业务集中在初筛市场，随着市场教育的开展，跟踪检测和存量检测市场也将逐步打开，带来广阔的市场增量，预计有望达到百亿级的规模。睿昂基因凭借在该领域的深耕，不断进行技术升级和产品迭代，会在该领域保持甚至扩大优势。

市场认为实体瘤领域具有一定的竞争壁垒，后发展企业难以进入。我们认为实体瘤领域技术和市场是关键，睿昂基因凭借其在血液病领域的技术平台积累，可以较为容易的将技术切入到实体瘤领域，并且凭借公司的药企合作优势，借由药企的入院渠道资源实现市场的快速拓展，在实体瘤检测领域发力可期。

股价上涨的催化因素

短期股价催化剂：白血病 15 种融合基因检测试剂盒获批上市；淋巴瘤产品逐步放量；实体瘤检测产品的放量。

长期股价催化剂：数字 PCR 仪和全基因组测序等技术储备的逐步转化；产学研转化平台。

估值与投资评级

公司为血液病分子诊断领先企业，同时在实体瘤、传染病等领域也具有一定的技术储备，随着新产品的不断推出，新的市场空间的打开，以及营销改革的不断推进，我们预计公司将呈现加速增长的趋势。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 0.77/0.99/1.36 元，现价对应 22-24 年 PE 为 48/37/27 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

目录

1、国内血液病分子诊断领先企业，稳健发展实力强劲	6
1.1、 公司是国内血液病分子诊断领先企业，治理结构稳定且股权激励充分.....	6
1.2、 公司规模稳步扩大，研发营销齐发力.....	9
2、分子诊断行业扩容，精准医疗赋能提速	10
2.1、 中国分子诊断市场已达百亿，血液病市场未来可期.....	10
2.2、 驱动力：精准医疗赋能分子诊断行业全面提速.....	13
2.3、 横向对比：睿昂在血液病领域独树一帜，高研发驱动核心竞争力.....	14
3、核心产品实力强劲，全面布局产业链	16
3.1、 短期增长：专注产品迭代升级，驱动核心业务增长.....	16
3.2、 中期增长：立足核心竞争力，全面完善产业链构建.....	19
3.2.1、 核心技术平台助力分子诊断业务横向拓展.....	19
3.2.2、 投资布局实现产业链纵向延伸.....	21
3.3、 长期增长：产学研转化体系成熟，助力未来发展布局.....	22
4、盈利预测与估值	24
4.1、 关键假设及盈利预测.....	24
4.2、 估值.....	27
4.3、 投资评级.....	29
4.4、 股价驱动因素.....	29
5、风险分析	30

图目录

图 1: 睿昂基因的发展历程图 (2010-2021)	6
图 2: 睿昂基因的股权结构图 (截至 2022 年 3 月 31 日)	8
图 3: 2018-2021 年公司营业收入、营业成本和综合毛利率水平	9
图 4: 公司 2018-2021 年研发费用及费用率	9
图 5: 公司 2018-2021 年销售费用及费用率	9
图 6: 公司 2018-2021 年管理费用及费用率	10
图 7: 公司 2018-2021 年财务费用及费用率	10
图 8: 分子诊断产业链示意图	11
图 9: 中国分子诊断市场规模 (按疾病领域分)	11
图 10: 2013-2019 年全球白血病分子诊断市场规模	12
图 11: 2013-2019 年全球淋巴瘤分子诊断市场规模	12
图 12: 国内白血病分子检测市场格局 (亿元)	13
图 13: 国内淋巴瘤分子检测市场格局 (亿元)	13
图 14: 2013-2021 年全国居民人均医疗保健消费支出及变化率	14
图 15: 2000-2020 年城镇、农村居民医疗保健人均支出变化情况	14
图 16: 2013-2018 年我国血液病医院出入院人数	14
图 17: 2013-2018 年我国血液病医院总诊疗人次	14
图 18: 公司实体瘤检测产品销售情况 (2018-2021)	18
图 19: 公司传染病检测产品销售情况 (2018-2021)	19
图 20: 公司核心技术平台构成示意图.....	20
图 21: 睿昂基因所覆盖业务领域.....	21
图 22: 睿昂基因全产业链业务布局示意图	22

表目录

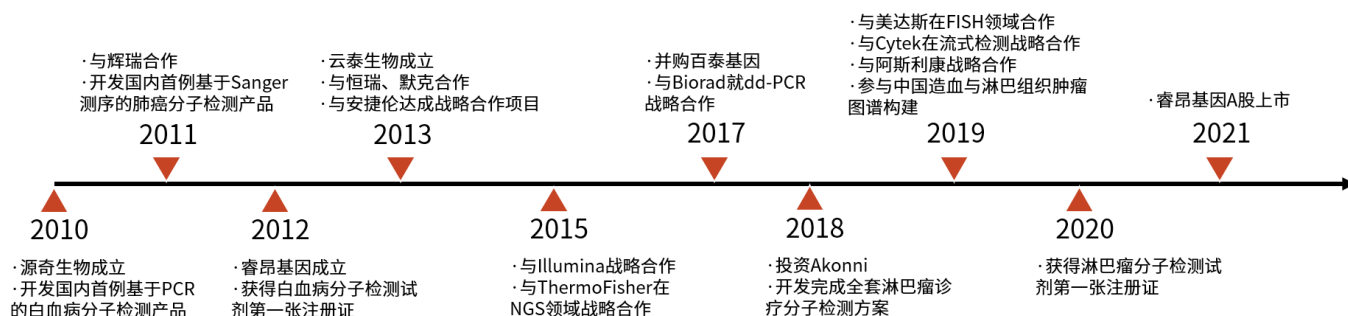
表 1: 公司国内主要获批产品	7
表 2: 睿昂基因股权激励计划考核要求 (截至 2022 年 3 月)	8
表 3: 分子诊断技术主流技术	12
表 4: 精准医疗相关行业政策	13
表 5: 国内分子诊断类公司的产品与经营情况 (2021)	15
表 6: 3 种融合基因白血病各技术平台市场容量 (亿元)	16
表 7: 15 种融合基因白血病各技术平台市场容量 (亿元)	17
表 8: 淋巴瘤各技术平台市场容量 (亿元)	17
表 9: 淋巴瘤 (扩大市场) 各技术平台市场容量 (亿元)	18
表 10: 截止 2021 年末睿昂基因产学研合作项目	23
表 11: 公司的收入拆分和预测 (2018-2024E)	26
表 12: 可比公司估值表	27
表 13: 绝对估值核心假设表	28
表 14: 现金流折现及估值表	29
表 15: 敏感性分析表	29
表 16: 各类绝对估值法结果汇总表	29

1、国内血液病分子诊断领先企业，稳健发展实力强劲

1.1、 公司是国内血液病分子诊断领先企业，治理结构稳定且股权激励充分

公司是一家聚焦肿瘤领域，拥有自主品牌检测仪器、检测试剂及第三方实验室的生命科学企业，为患者提供基因及抗原的精准检测，在疾病诊断、风险评估、疾病分型、靶向药物选择和疗效监测等个体化治疗方案等方面提供相应依据。

图 1：睿昂基因的发展历程图（2010-2021）



资料来源：公司官网，光大证券研究所；注：源奇生物和云泰生物是睿昂基因100%控股子公司，源奇生物2010年为睿昂基因董事长熊慧100%出资成立。

截止到2021年底，公司拥有31项专利授权，获得国家药监局批准或备案的医疗器械产品103项，其中第三类医疗器械注册产品29项，覆盖血液病（白血病、淋巴瘤）、实体瘤（肺癌、肠癌、黑色素瘤）和传染病等领域，其中公司自主研发的“白血病相关融合基因检测试剂盒”、“免疫球蛋白基因重排检测试剂盒”为国内白血病和淋巴瘤领域中首个获得国家药监局第三类医疗器械注册证的产品，奠定了公司在国内血液肿瘤检测的领先地位。今年3月公司白血病融合基因检测的升级迭代产品“白血病相关15种融合基因检测试剂盒”（佰睿达）正式获批，预期会为公司在血液病领域打开更大的市场空间。

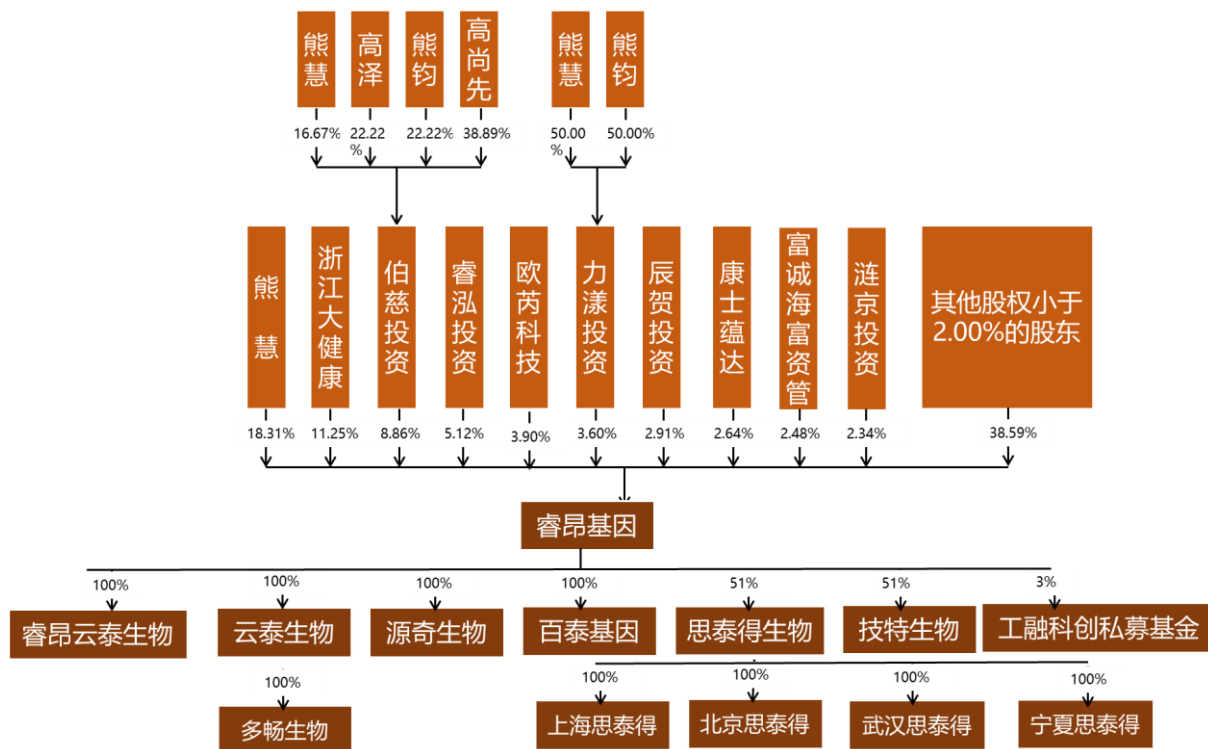
表 1: 公司国内主要获批产品

类别	产品名称	获批时间	市场地位	图例
白血病	白血病相关 15 种融合基因检测试剂盒 (荧光 RT-PCR 法)	2022 年 3 月	国内获批上市的白血病检测试剂盒中覆盖融合基因种类最多的分子诊断产品	
	白血病相关融合基因检测试剂盒	2012 年 9 月	国内首家获国家药监局认证的用于白血病的分子诊断产品	
淋巴瘤	免疫球蛋白基因重排检测试剂盒	2020 年 9 月	国内独家获国家药监局认证的用于淋巴瘤的分子诊断产品	
实体瘤	UGT1A1 基因型检测试剂盒	2012 年 9 月	国内首家获国家药监局认证的用于检测临床晚期大肠癌、肺癌相关的分子诊断产品	
	人 EGFR 基因突变检测试剂盒	2012 年 7 月	国内首家采用荧光 PCR 和一代测序方法获国家药监局认证的检测肺癌、结直肠癌的分子诊断产品	
	人 K-ras 和 B-raf 基因突变检测试剂盒	2012 年 7 月	国内首家采用“一管多测”获国家药监局认证的检测肺癌、结直肠癌或黑色素瘤的分子诊断产品	
传染病	人风疹病毒核酸检测试剂盒	2014 年 1 月	国内首家获国家药监局认证的检测人血清或血浆中风疹病毒的核酸的分子诊断产品	
	乙型肝炎病毒前 C 区 1896 位点基因突变检测试剂盒	2014 年 1 月	国内首家获国家药监局认证的采用荧光实时定量 PCR 方法检测乙型肝炎病毒前 C 区 1896 位点的分子诊断产品	
	单纯疱疹病毒 1+2 型核酸检测试剂盒	2012 年 12 月	国内首家获国家药监局认证的检测样本中 1 型和 2 型单纯疱疹病毒的核酸的分子诊断产品	
	细小脉原体核酸检测试剂盒	2011 年 8 月	国内独家获国家药监局认证的检测人体内细小脉原体的核酸的分子诊断产品	

资料来源: 公司 2021 年报、光大证券研究所整理

公司创始人技术经验丰富，股权结构稳定。公司股权结构稳定，截至 2022 年一季度末，公司实际控制人为熊慧夫妇及其亲属熊钧、高泽，四人直接及间接合计支配公司 30.77% 股份的表决权。公司创始人熊慧女士学术成果丰硕，曾在《Proc Natl And Sci U.S.A》《Nature》《Oncogene》等国际著名杂志发表论著十余篇，参与多项国家自然科学基金、863 项目的研究，是国家自然科学基金项目“大规模测序”和“CD34+ 细胞中新发现的锌指蛋白的功能研究”以及 863 计划“高通量蛋白质结构测定及功能研究”的主要完成人，具有丰富的专业技术经验，先后在上海第二医科大学附属瑞金医院上海血液学研究所、上海申友生物技术有限责任公司、国家人类基因组南方研究中心疾病与健康省部共建重点实验室等任职，创立了源奇生物、睿昂基因，长期在医药行业进行研究和管理工作，行业经验丰富。

图 2：睿昂基因的股权结构图（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司季报，光大证券研究所

股权激励覆盖面广，考核指标科学合理。公司于 2022 年 3 月，对公司的高级管理人员、核心技术人员、技术和业务骨干人员实施限制性股权激励计划，共涉及 193 人，以公司 2020 年底全部职工人数 540 人计算，覆盖比例达 35.74%，覆盖面较广。本次股权激励首次授予分三个归属期，归属权益数量占授予总量的比例分别为 40%、30%、30%；预留部分若在 2023 年内授予，则按 50% 的比例分两个归属期，时间跨度较长。本激励计划设定以低于授予日股价（55.48 元/股）40% 左右确定授予价格（32.16 元/股），允许满足授予条件和归属条件的激励对象以此价格购买公司增发的 A 股普通股股票，深度绑定公司与核心员工的利益。本次股权激励设置了公司业绩和个人业绩双重考核指标，公司业绩方面，以 2021 年度的营业收入为基数，2022-2024 年营业收入增长率分别为 25%、50%、75%（即分别同比增长 25%、20%、16.67%）；个人业绩方面，将激励对象的绩效考核结果划分为 A、B、C、D、E 五个档次，根据考核评级表确定激励对象的实际归属的股份数量，考核指标设定具有良好的科学性和合理性，同时对激励对象又具有约束效果。我们认为，此次股权激励能够充分调动核心人员和员工的积极性，助力公司长期高质量发展。

表 2：睿昂基因股权激励计划考核要求（截至 2022 年 3 月）

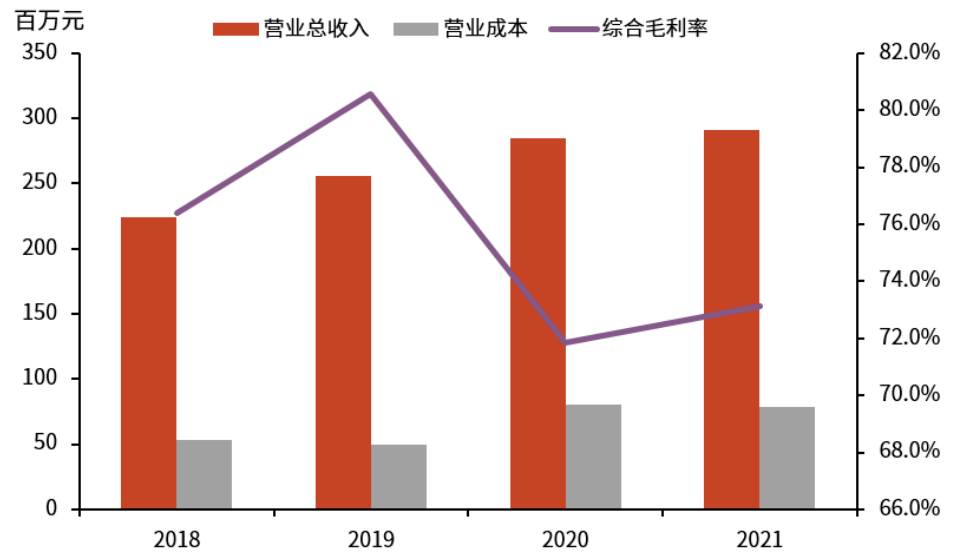
归属期	对应考核年度	营业收入增长率 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2022	25%	20%
第二个归属期	2023	50%	40%
第三个归属期	2024	75%	60%

资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：以公司 2021 年营业收入为业绩基数，对 2022-2024 年的营业收入增长率(A)进行考核

1.2、公司规模稳步扩大，研发营销齐发力

公司营业收入稳步增长，业务规模逐步扩大。随着公司业务规模扩大，营业收入由 2018 年度的 2.24 亿元增长至 2021 年度的 2.91 亿元，持续稳步增长。2019 年度，公司毛利率高，主要原因系自产试剂收入占营业收入比例高，该类业务技术含量高，毛利率相对较高；2020 年度，公司通过收购思泰得生物控制权而拓展了检测服务业务，自产试剂收入占比下降，导致公司综合毛利率降低；2021 年度公司不再承接公安建库服务相关业务，并且没有开展新冠检测服务，使得毛利率水平较高的核心产品和服务占比提升，故综合毛利率有所上升。

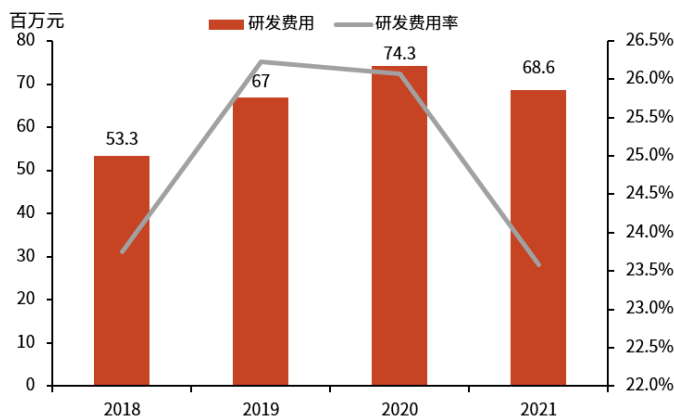
图 3：2018-2021 年公司营业收入、营业成本和综合毛利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

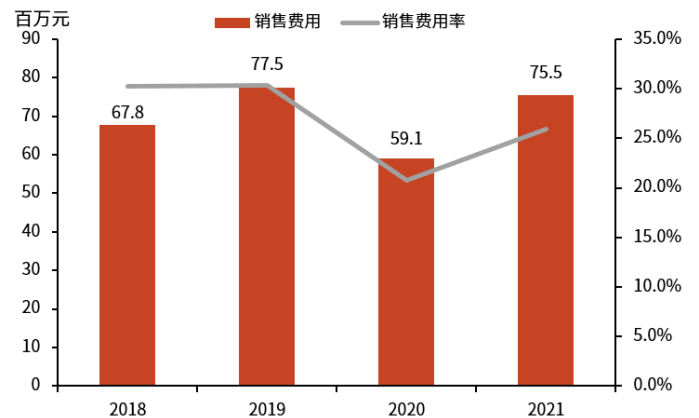
公司研发持续高强度，在研产品持续推进。2018-2021 年，公司的研发费用率维持在 20% 以上，在同类公司中处于领先水平，后续随着研发管线的持续布局和在研产品的推进，预期未来研发强度会维持在一个较高水平。

图 4：公司 2018-2021 年研发费用及费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

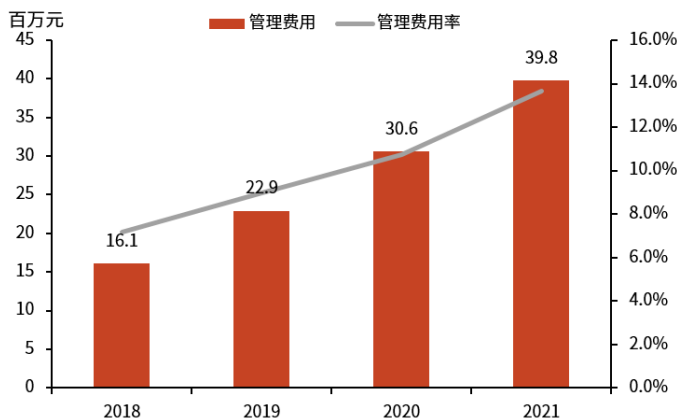
图 5：公司 2018-2021 年销售费用及费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

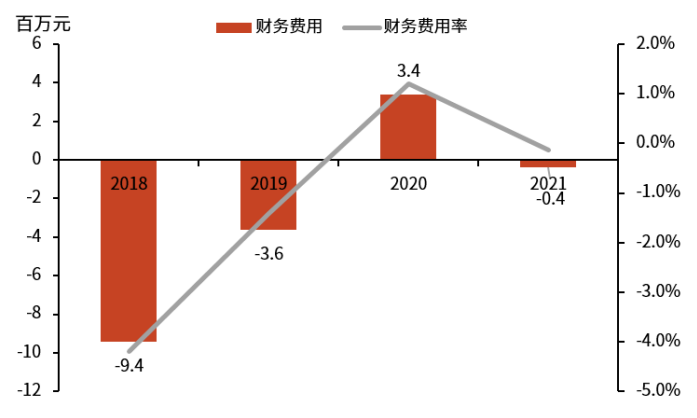
营销改革调整公司组织架构，细化产品营销策略，积极拓展进院渠道。随着公司业务条线的逐步扩充，原有的销售体系已经无法满足公司的发展要求，因此2022年公司对原有销售队伍进行了重组，抽调16名骨干人员成立开发团队，负责全国新医院、新科室的开发与招标工作；同时扩大销售团队规模（预计增加100人），优化销售团队，将打造顾问式销售团队作为目标，将推动临床上量作为工作重点；并针对各产品特点，推行不同的营销策略，在各产品线的入院、销售方面发力。在白血病产品方面，公司营销团队将着重促进融合基因产品对基层医院的下沉，并通过与东家医药的合作来开拓WT1产品市场，并推出“医览无忧”患者关爱小程序，协同医院及医生为淋巴瘤患者提供治疗支持与康复支持服务；在淋巴瘤产品方面，公司组建专门的销售团队在多家医院开展试点工作，之前销售团队对淋巴瘤产品推广局限在血液科实验室/病理科等支持部门，之后将会扩大至血液科、淋巴瘤科、肿瘤科、皮肤科等有处方权的临床科室；在实体瘤产品方面，公司通过深化与知名药企的合作，拓宽T790M试剂盒的入院渠道，有望快速切入实体瘤领域。公司的营销体系改革既有宏观架构层面的调整，又有细化到各产线的定制化销售策略，并且制定了更加科学有激励性的销售团队绩效考评KPI，利用BI系统使得每个销售人员实时了解自己的KPI完成情况。我们认为营销改革的逐步推进，将加速公司产品的入院进程，进而为公司业绩增长提供坚实助力。

图6：公司2018-2021年管理费用及费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图7：公司2018-2021年财务费用及费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、分子诊断行业扩容，精准医疗赋能提速

2.1、中国分子诊断市场已达百亿，血液病市场未来可期

公司所处行业为体外诊断细分的分子诊断行业。分子诊断产业链的上游是原料供应商，包括诊断酶、引物等生物制品及相应的精细化学品，由国外巨头罗氏等企业占据主要市场，随着国产替代等政策的推进，诺唯赞等国产企业发展迅速。分子诊断产业链的中游主要是分子诊断试剂和仪器的研发、生产与销售，主要划分为感染检测、肿瘤检测、生育健康和遗传病板块，睿昂基因在血液肿瘤检测细分赛道的佼佼者。分子诊断产业链的下游为医院和第三方实验室等检测服务提供商。

图 8：分子诊断产业链示意图



资料来源：各公司官网，光大证券研究所绘制

各应用领域齐头并进，分子诊断百亿市场增速迅猛。据 Frost & Sullivan 预测，中国分子诊断的市场规模从 2015 年的 31 亿元增长至 2024 年的 277 亿元，年复合增长率达到 27.5%，2020 年由于新冠疫情的原因，带动整个板块快速扩容。

图 9：中国分子诊断市场规模（按疾病领域分）

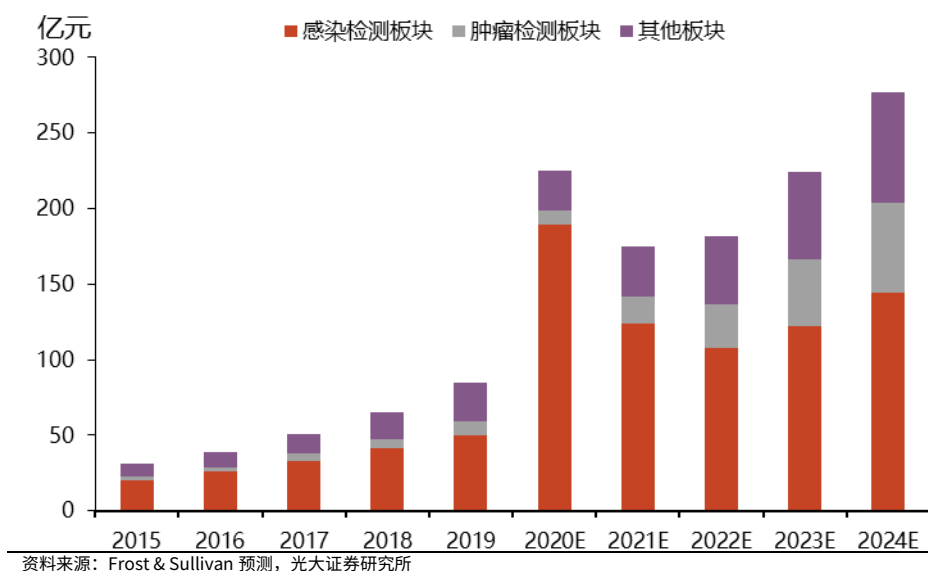


表 3：分子诊断技术主流技术

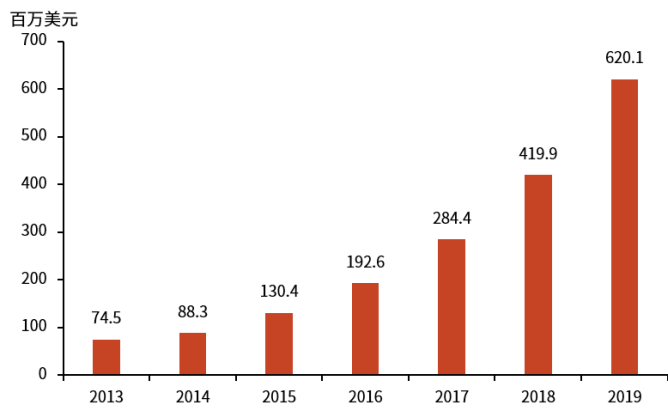
分类	基本原理	代表技术	应用领域	检测靶标
PCR	DNA 体外扩增技术，通过设计特异引物定性或定量检测标的基因	· 普通 PCR · 荧光 PCR · 数字 PCR	· 病原微生物检测 · 肿瘤标志物检测 · 移植配型	主要为 DNA，仅反转录 PCR 可以检测 RNA
基因测序	提取样品 DNA 或 RNA，进行全基因组或特定基因片段测序，分析序列信息	· 一代基因测序 · 二代基因测序 · 三代基因测序	· 遗传病筛查 · 肿瘤标志物检测 · 亲子鉴定	主要为 DNA，仅 RNA-seq 可以检测 RNA
FISH	染色体原位杂交，荧光标记核酸探针，与样本原位杂交，根据荧光观测标的基因	· 染色体荧光染色原位杂交	· 肿瘤标志物检测	仅检测染色体中的 DNA
基因芯片	芯片上固定特定探针，根据互补配对检测标的核酸	· 微阵列芯片 · 微流控芯片 · 液体芯片	· 病原微生物检测 · 肿瘤标志物检测	可以检测 DNA、RNA 和蛋白质

资料来源：仁度生物招股说明书，光大证券研究所

肿瘤分子诊断市场不断扩容，血液病市场进入精准诊疗时代。据 Frost & Sullivan 预测，我国肿瘤分子检测市场从 2020 年起进入快速增长期，预计 2024 年市场规模达到 60 亿元，2020-2024 四年 GAGR 高达 56.5%。血液肿瘤检测为肿瘤检测的细分板块，我国的血液病诊疗已经发展到精准诊断、精准治疗的时代，通过规范化诊疗，细化血液病的分型，采取相应针对的治疗，已经可以达到比较理想的治疗效果。

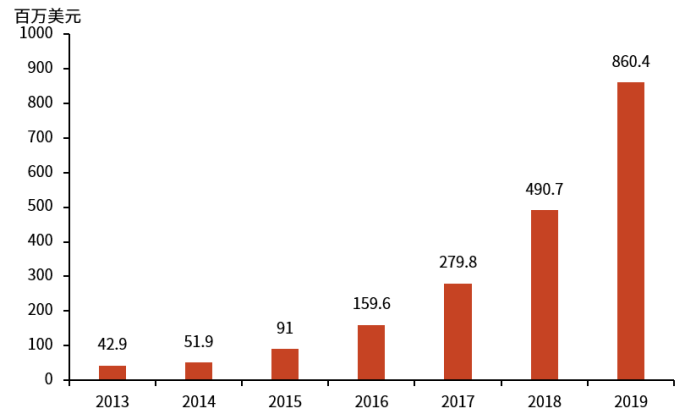
全球血液病诊疗市场加速扩容。据 Markets and Markets 统计，全球白血病和淋巴瘤分子诊断市场于 2019 年分别达到 6.2 亿和 8.6 亿美元的市场规模，全球市场呈现出加速增长的态势。随着诊疗技术的不断突破，市场推出了 CAR-T、免疫调节剂抑制剂等具有良好临床应用前景的新方法，新药不断涌现，持续更新目前对于血液病治疗的认识。可以预见，随着血液病精准诊断、动态评估手段的不断完善，未来这些手段与治疗新方法/手段将进行有机结合，进一步改善血液肿瘤的预后、造福广大患者。与此同时，诊疗方式的拓宽以及患者生存周期的延长，都将进一步扩大全球血液病市场的容量。

图 10：2013-2019 年全球白血病分子诊断市场规模



资料来源：Markets and Markets，光大证券研究所

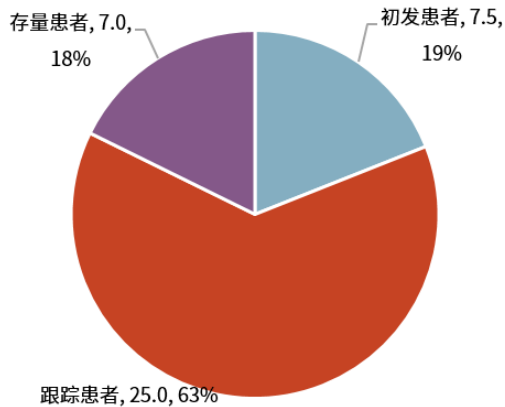
图 11：2013-2019 年全球淋巴瘤分子诊断市场规模



资料来源：Markets and Markets，光大证券研究所

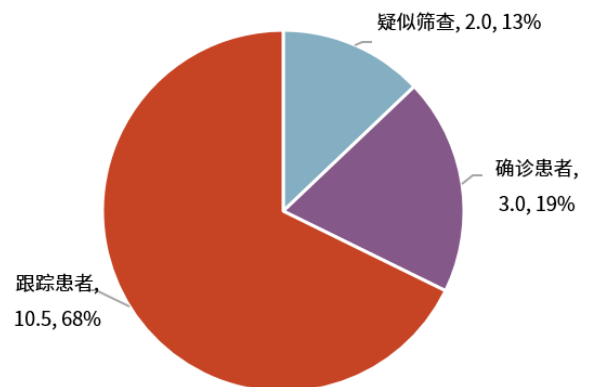
国内血液病领域市场有望快速扩容。白血病、淋巴瘤的检测得到市场关注。血液病患者生存期较长，存量病人数量庞大，血液病的分子诊断领域初发患者检测业务容量本身可达十亿级，如果通过市场教育，提升跟踪市场的患者覆盖度和检测频率，跟踪患者的市场容量更将驱动该领域快速扩容，并有望达到数十亿级。

图 12: 国内白血病分子检测市场格局 (亿元)



资料来源: 睿昂基因 2021 年年报, 光大证券研究所

图 13: 国内淋巴瘤分子检测市场格局 (亿元)



资料来源: 睿昂基因 2021 年年报, 光大证券研究所

2.2、驱动力: 精准医疗赋能分子诊断行业全面提速

精准医疗政策持续布局, 分子诊断大有可为。“精准医疗”是一种将个人基因、环境与生活习惯差异考虑在内的疾病预防与处置的新兴医疗方式。分子诊断应用分子生物学方法检测患者体内遗传物质结构或表达水平的变化, 充分体现“精准医疗”的精准性和经济性, 在“精准医疗”的政策背景下, 分子诊断行业迎来高速发展期。

表 4: 精准医疗相关行业政策

序号	名称	主要内容	生效日期
1	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	支持生物技术产业发展壮大, 大力推进精准医疗等新兴前沿领域创新和产业化, 形成一批新增增长点。加强前瞻布局, 在生命科学等领域, 培育一批战略性新兴产业, 加快发展合成生物和再生医学技术, 打造未来发展新优势。	2016 年 3 月
2	《促进医药产业健康发展的指导意见》	对经确定为创新医疗器械的基因检测产品等, 按照创新医疗器械审批程序优先审查, 加快创新医疗服务项目进入医疗体系, 促进新技术进入临床使用。	2016 年 3 月
3	《国家自然科学基金委“十三五”发展规划》	医学科学部优先发展领域: 基因多态、表观遗传与疾病的精准化研究; 肿瘤复杂分子网络、干细胞调控及其预测干预; 个性化药物的新理论、新方法、新技术研究。	2016 年 6 月
4	《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	推进基因组学、蛋白质组学等国家医学大数据资源, 构建临床决策支持系统。推进基因芯片与测序技术在遗传性疾病诊断、癌症早期诊断和疾病预防检测方面的应用, 加强人口基因信息安全管理, 推动精准医疗技术发展。	2016 年 6 月
5	《“十三五”国家科技创新规划》	建立多层次精准医疗知识库体系和国家生物医学大数据共享平台, 重点攻克新一代基因测序技术、组学研究 and 大数据融合分析技术等精准医疗核心关键技术, 开发一批重大疾病早期筛查、分子分型、个性化治疗、疗法预测及监控等精准化应用解决方案和决策支持系统, 推动医学诊疗模式变革。	2016 年 8 月
6	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	在体外诊断领域, 以“一体化、高通量、现场化、高精度”为方向, 围绕临检自动化、快速精准检测、病理智能诊断、疾病早期诊断等难点问题。	2017 年 6 月
7	《2019 年政府工作报告》	要实施癌症防治行动, 推进预防筛查、早诊早治和科研攻关, 着力缓解民生的痛点。	2019 年 3 月

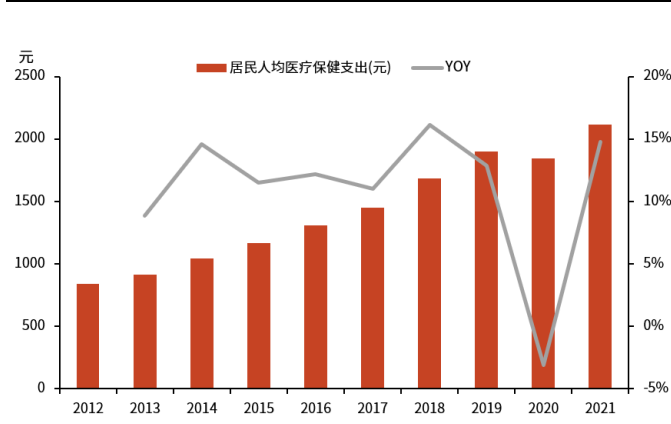
资料来源: CB Insights, 光大证券研究所

创新审批通道加速分子诊断行业扩容。2019 年, 国家药监局制定并实施创新医疗器械特别审批程序, 加快了创新器械的注册速度, 促进了我国原创技术的发展。通过优化医疗器械, 分子诊断类产品的上市周期大大缩短, 下游场景发展加速, 行业进一步扩容。

技术进步拓宽分子诊断应用场景, 健康意识提升扩大市场盘。近些年, 随着分子诊断技术的迅速发展, 分子诊断技术广泛运用于肿瘤治疗的各个阶段, 对于肿瘤早筛、分型确认、靶向药物选择、疗效监测、复发监控起到重要作用, 不仅提高了肿瘤的检出率, 还改善了过去确诊的癌症患者多为晚期以及个体化治疗方案缺失导致的治愈率不高的问题。在分子诊断技术迅速发展的背景下, 众多药企加大了靶向药物的研发投入, 无疑将会将驱动分子诊断市场需求不断扩

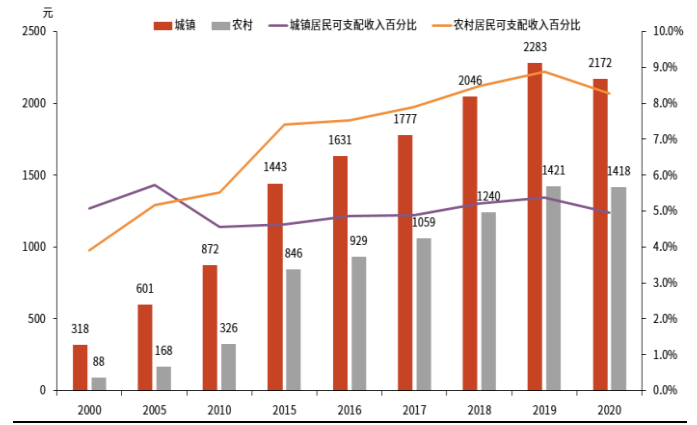
大。由国家统计局数据可知，我国居民人均医疗保健消费支出在过去二十年间快速增长，医疗保健需求快速释放，2021 年人均医疗保健消费支出突破 2000 元的水平，居民健康意识提高，消费意愿增强。分子诊断精准度高、性价比高、应用场景广，我们对该行业持续看好。

图 14：2013-2021 年全国居民人均医疗保健消费支出及变化率



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

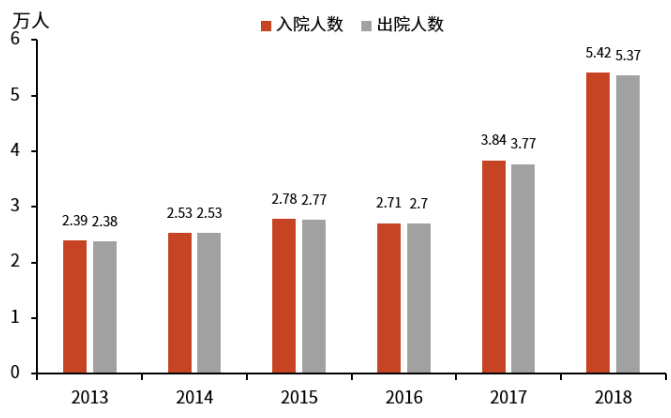
图 15：2000-2020 年城镇、农村居民医疗保健人均支出变化情况



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

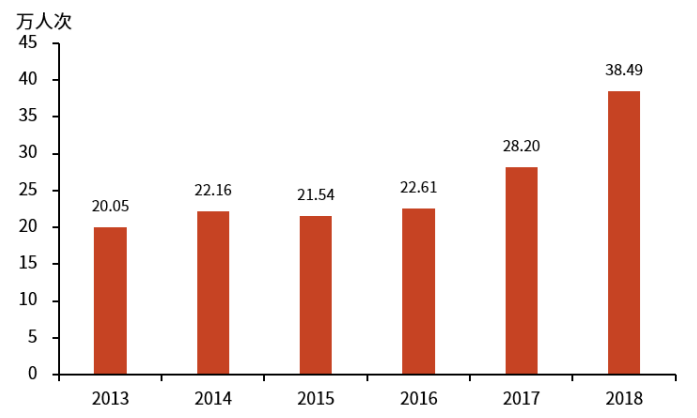
据《中国卫生和健康统计年鉴》，2018 年我国血液病医院入院人数 5.42 万人，出院人数 5.37 万人，总诊疗达到 38.5 万人次。纵观 2013-2018 年我国血液病领域的发展，可以看出随着诊疗技术的提升，2018 年迎来了血液病市场的快速发展期，我们预计随着睿昂基因等公司的血液病诊断产品的上市，该市场将会进一步加速扩容。

图 16：2013-2018 年我国血液病医院出入院人数



资料来源：《中国卫生和健康统计年鉴》，光大证券研究所

图 17：2013-2018 年我国血液病医院总诊疗人次



资料来源：《中国卫生和健康统计年鉴》，光大证券研究所

2.3、 横向对比：睿昂在血液病领域独树一帜，高研发驱动核心竞争力

根据睿昂基因的主营业务，我们选取以下国内分子诊断类企业进行横向对比。通过梳理各公司的主要产品及其营业表现，可以发现睿昂基因在国内血液病检测领域独树一帜，在传染病、实体瘤检测领域也有着自己独特的差异化竞争产品，有利于形成自身的竞争优势。因此我们认为，随着国内血液病市场的进一步发展，公司有望持续保持领域的龙头地位。

表 5：国内分子诊断类公司的产品与经营情况（2021）

	达安基因	艾德生物	华大基因	凯普生物	睿昂基因
1、主要产品情况					
生殖健康类	B 族链球菌核酸检测试剂盒，EB 病毒核酸扩增 (PCR) 荧光定量检测试剂盒，人巨细胞病毒核酸定量检测试剂盒，淋球菌核酸定量检测试剂盒等	/	沙眼衣原体、解脲脲原体核酸检测试剂盒，奈瑟淋球菌核酸检测试剂盒等	生殖道感染病原体核酸检测试剂盒，人型支原体/生殖支原体核酸检测试剂盒， α -、 β -地中海贫血基因检测试剂盒等	/
传染感染防控类	流感病毒系列 （甲型/乙型流感病毒核酸检测试剂盒等）； 手足口系列 （肠道病毒通用型核酸检测试剂盒等）； 肝炎系列 （丙型肝炎病毒核酸定量检测试剂盒等）； 艾滋病 （人类免疫缺陷病毒 1 型 (HIV-1) 耐药基因型检测试剂盒等） 新冠检测类 （新型冠状病毒 2019-nCoV 核酸检测试剂盒）	/	流感病毒系列 （禽流感 H7N9 病毒核酸检测试剂盒等）； 传染病 （肠道病毒 EV71 核酸检测试剂盒）； 肝炎系列 （乙型肝炎病毒核酸测定试剂盒）； 新冠病毒检测系列 等	流感病毒系列 （甲、乙型流感病毒核酸检测试剂盒） 肝炎系列 （乙型肝炎病毒核酸定量检测试剂盒等） 新冠病毒检测系列 （新型冠状病毒 2019-nCoV 核酸检测试剂盒）	传染病 （人风疹病毒核酸检测试剂盒等）； 肝炎系列 （乙型肝炎病毒前 C 区 1896 位点基因突变检测试剂盒）
血液瘤	/	/	/	/	白血病 （白血病相关融合基因检测试剂盒）； 淋巴瘤 （免疫球蛋白基因重排检测试剂盒）
肿瘤筛查和伴随诊断	结直肠癌、肺癌 （EGFR 基因突变检测试剂盒，KRAS 基因突变检测试剂盒等）； 宫颈癌 （人乳头瘤病毒核酸检测试剂盒等） 大肠癌 （UGT1A1 基因多态性检测试剂盒等）	结直肠癌 （人类 KRAS/NRAS/PIK3CA/BRAF 基因突变联合检测试剂等）； 肺癌 （5 种突变基因检测试剂盒等）； 甲状腺癌 （人类 BRAF 基因 V600E 突变检测试剂盒等）； 宫颈癌 （人类乳头瘤病毒核酸检测试剂盒等）； 乳腺癌 （人类 BRCA1 基因和 BRCA2 基因突变检测试剂盒）； 胃癌 （人类 HER-2 基因扩增检测试剂盒）	宫颈癌 （人乳头瘤病毒 16 型、18 型核酸检测试剂盒，人乳头瘤病毒 (HPV) 16 种型别核酸检测试剂盒）； 肿瘤靶向药 （华翡冉™肺癌组织靶向药物基因检测，华迦安™靶向药物全景基因检测，华迦安™ctDNA 靶向药物全景基因检测等）	宫颈癌 （人乳头瘤病毒分型检测试剂盒，高危型人乳头瘤病毒核酸检测试剂盒等）	结直肠癌、肺癌 （人 EGFR 基因突变检测试剂盒）； 黑色素瘤 （人 K-ras 和 B-raf 基因突变检测试剂盒）； 大肠癌 （UGT1A1 基因型检测试剂盒）
实体瘤					
2、注册认证情况					
公司获证情况	公司及子公司拥有两百多项医疗器械注册证	24 项三类医疗器械注册证（体外诊断试剂），1 项二类医疗器械注册证，40 项经备案的一类医疗器械产品	已获得 199 项医疗器械注册证书和备案凭证（93 项二类注册证，54 项三类注册证，52 项备案凭证）	69 项医疗器械产品注册（备案证）（23 项三类注册证，7 项二类注册证，39 项一类备案证）	103 项医疗器械产品注册（29 项三类医疗器械注册产品）
3、主营业务情况					
营业收入（百万元）	7664.3	917.0	6766.1	2673.0	291.0
营业收入 YOY	43.5%	25.9%	-19.4%	97.3%	2.1%
归母净利润（百万元）	3618.2	239.6	1461.5	852.2	47.3
归母净利润 YOY	47.7%	32.9%	-30.1%	135.0%	22.3%
4、应收账款和存货情况					
应收账款（百万元）	2259.7	428.8	1214.9	1109.4	163.7
应收账款 YOY	51.1%	35.5%	-22.1%	93.5%	-0.4%
存货（百万元）	493.7	32.3	877.7	147.1	37.3
存货 YOY	56.4%	50.6%	-13.1%	52.8%	37.8%
5、费用率指标					
销售费用率	10.3%	33.0%	18.3%	14.3%	25.9%
管理费用率	4.8%	7.1%	5.7%	7.5%	13.7%
研发费用率	6.6%	17.0%	7.2%	4.3%	23.6%
财务费用率	-0.4%	0.8%	1.5%	0.1%	-0.2%
综合费用率	27.9%	75.0%	40.0%	30.5%	86.7%
6、盈利能力					
毛利率	74.8%	84.4%	58.1%	67.6%	73.1%
净利率	47.2%	26.1%	21.8%	33.1%	13.8%

ROE	49.2%	17.6%	15.7%	26.7%	5.3%
-----	-------	-------	-------	-------	------

资料来源: Wind, 各公司年报, 光大证券研究所

公司获证数量可观, 产品潜力巨大。相比于达安基因、华大基因等多产线布局型企业, 睿昂基因专注于血液病领域, 同时在实体瘤、传染病领域也有所拓展。与这些企业相比, 睿昂基因营收体量显著较小, 但却有着数量可观的医疗器械注册证, 这为公司未来产品线的布局与发展提供坚实的储备。同时, 获得可观数量的三类医疗器械注册证, 也可以说明公司产品有着过硬的实力与质量水平, 相应的产品具有巨大的发展潜力。

高研发投入支撑高产出, 毛利率水平维持高位。横向对比以上公司, 睿昂基因在研发费用率方面绝对领先, 表明公司在创新研发上的态度和决心。持续高研发投入将为公司带来持续的新产品, 为公司贡献持续的业绩增长点。同时, 公司的毛利率水平达 70% 以上, 处于高位水准, 随着公司规模的逐渐扩大, 销售、管理等方面的投入效率有着提升空间, 费用率将得到进一步优化, 也将促进公司盈利水平的提高。

3、核心产品实力强劲, 全面布局产业链

3.1、短期增长: 专注产品迭代升级, 驱动核心业务增长

白血病: 15 融合基因试剂盒获批上市, 市场扩容。

2022 年 3 月, 睿昂基因旗下子公司云泰生物生产的“白血病相关 15 种融合基因检测试剂盒” (佰睿达) 正式通过审核获批上市, 可用于白血病患者的临床诊断、预后评估、靶向治疗等环节。该产品是继 2012 年“白血病相关融合基因检测试剂盒”获批以来, 公司在白血病分子诊断领域进行的产品升级与迭代。该产品从 3 种融合基因升级为 15 种融合基因检测, 一举使得基因点位检测数量提高 5 倍。根据现有市场规模推算, 初发业务容量将从 2.1 亿扩增至 4.6 亿, 跟踪业务容量将从 2.4 亿扩增至 3.6 亿, 整个白血病检测总市场规模将扩容至 38 亿元。

表 6: 3 种融合基因白血病各技术平台市场容量 (亿元)

技术	初发患者市场容量	跟踪患者市场容量
融合基因 ¹	2.12	2.40
NGS ²	2.65	20.07
流式 ³	0.71	6.42
FISH ⁴	0.53	
合计	6.00	28.89
		34.89

资料来源: 美国国家综合癌症网络, NCCN 肿瘤学临床实践指南 (版本 1.2022) ——急性髓细胞白血病, NCCN 肿瘤学临床实践指南 (版本 2.2020) ——慢性髓细胞白血病, 光大证券研究所测算

注 1: 初发患者市容量=8.82 万*4*600=2.12 亿元 (初发 8.82 万人, 每 4 人检出 1 人, 600 元为每人份融合基因检测费用); 跟踪患者市容量=8.82*0.5*0.65*(4*2+2*3)*600=2.40 亿元 (初发患者前两年每季度跟踪一次, 后三年每半年跟踪一次; 50%有融合基因, 5 年 OS 为 65%, 600 元为每人份融合基因检测费用)。

注 2: 初发患者市容量=8.82 万*3000=2.65 亿元; 跟踪患者市容量=8.82*0.65*(4*2+2*3)*2500=20.07 亿元 (3000 元为初发患者 NGS 检测费用, 后续因追踪 Panel 变小, 降价为 2500 元)。

注 3: 初发患者市容量=8.82 万*800=0.71 亿元; 跟踪患者市容量=8.82*0.65*(4*2+2*3)*800=6.42 亿元 (800 元为每人份流式检测费用)。

注 4: 初发患者市容量=8.82 万*600=0.53 亿元 (600 元为每人份 FISH 检测费用)。

表 7: 15 种融合基因白血病各技术平台市场容量 (亿元)

技术	初发患者市场容量	跟踪患者市场容量
融合基因 ⁵	4.59	3.61
NGS ⁶	2.65	20.07
流式 ⁷	0.71	6.42
FISH ⁸	0.53	
合计	8.47	30.10
		38.57

资料来源: 美国国家综合癌症网络, NCCN 肿瘤学临床实践指南 (版本 1.2022) ——急性髓细胞白血病, NCCN 肿瘤学临床实践指南 (版本 2.2020) ——慢性髓细胞白血病, 光大证券研究所测算

注 5: 初发患者市容量=8.82*4*1300=4.59 亿元 (初发 8.82 万人, 每 4 人检出 1 人, 1300 元为每人份 15 融合基因检测费用); 跟踪患者市容量=8.82*0.5*0.65*(4*2+2*3)*900=3.61 亿元 (前初发患者两年每季度跟踪一次, 后三年每半年跟踪一次; 50%有融合基因, 5 年 OS 为 65%, 跟踪患者 15 融合基因检测降价为 900 元)

注 6: 初发患者市容量=8.82 万*3000=2.65 亿元; 跟踪患者市容量=8.82*0.65*(4*2+2*3)*2500=20.07 亿元 (3000 元为初发患者 NGS 检测费用, 后续因追踪 Panel 变小, 降价为 2500 元)。

注 7: 初发患者市容量=8.82 万*800=0.71 亿元; 跟踪患者市容量=8.82*0.65*(4*2+2*3)*800=6.42 亿元 (800 元为每人份流式检测费用)。

注 8: 初发患者市容量=8.82 万*600=0.53 亿元 (600 元为每人份 FISH 检测费用)。

长远来看, 公司在白血病领域所采用的荧光 RT-PCR 技术平台便于各级医院开展院内检测工作, 随着后疫情时代各级医院 PCR 实验室的启用, 佰睿达在医院里的普及率将大幅增长, 落地筛查人群数量大幅提升, 利好白血病的普筛市场进一步扩容。

淋巴瘤: 淋巴瘤基因重排试剂盒持续放量, 入院进程加快。

公司的淋巴瘤基因重排试剂盒于 2020 年 9 月取得三类医疗器械证书, 为国内淋巴瘤领域的独家产品。相比于传统检测方式, 该产品缩短检测周期为 8 天, 检测准确度总体符合率达到 99.12%, 使其具有广阔的应用前景。据披露, 淋巴瘤检测相关的产品与服务于 2021 年为公司贡献 0.19 亿元的营收, 并已进入三甲医院及配送商 130 余家。公司在加大销售团队建设的同时, 也在积极从医院检验科场景拓展至皮肤科, 全面加速该产品的入院进程, 并计划在 2024 年前于 1,000 家医院落地推广。按照入院价格测算, 淋巴瘤业务容量约为 22.4 亿元; 若该产品得以顺利下沉至基层医院, 扩大疑似患者的初筛范围, 该业务容量将扩增至百亿级以上, 市场潜力巨大。

公司与多家药厂打造可持续发展的合作伙伴关系, 在淋巴瘤基因检测和伴随诊断领域进行全面、深入的合作探索, 不断提升诊断方法的准确度和特异性, 共同构建更完善的淋巴瘤基因检测体系, 进而提高患者精准获益、提高药物研发效率, 最终服务中国更多患者。

表 8: 淋巴瘤各技术平台市场容量 (亿元)

技术	疑似筛查	确诊患者	跟踪患者
基因重排 ⁹	2.20	0.73	4.11
NGS ¹⁰		2.45	12.32
FISH ¹¹		0.59	
合计	2.20	3.77	16.43
			22.40

资料来源: Improving survival of 3760 patients with lymphoma: experience of an academic center over two decades. Cancer Med, 光大证券研究所测算

注 9: 疑似筛查市场容量=9.78*3*750=2.20 亿元 (初发患者 9.78 万人, 每 3 人检出 1 人, 750 元为每人份基因重排检测费用); 确诊患者市场容量=9.78*750=0.73 亿元; 跟踪患者市场容量=9.78*60%*500*(4*2+2*3)=4.11 亿 (按照前初发患者两年每季度跟踪一次, 后三年每半年跟踪一次; 3 年 OS 为 60%, 跟踪患者基因重排检测费用降价为 500 元)。

注 10: 确诊患者市场容量=9.78*2500=2.45 亿元; 跟踪患者市场容量=9.78*1500*(4*2+2*3)*60%=12.32 亿元 (2500 元为初发患者 NGS 检测费用, 后续因追踪 Panel 变小, 降价为 1500 元)。

注 11: 确诊患者市场容量=9.78*600=0.59 亿元 (600 元为每人份 FISH 检测费用)。

表 9：淋巴瘤（扩大市场）各技术平台市场容量（亿元）

技术	疑似筛查	确诊患者	跟踪患者	
基因重排 ¹²	110.03	0.73	4.11	
NGS ¹³		2.45	12.32	
FISH ¹⁴		0.59		
合计	110.03	3.77	16.43	130.22

资料来源：Improving survival of 3760 patients with lymphoma: experience of an academic center over two decades. Cancer Med, 光大证券研究所测算

注 12：疑似筛查市场容量=9.78*3*750*10*5=110.03 亿元（目前淋巴瘤筛查集中在全国前 100 家医院的血液科，向前可以扩展至 1000 家医院的皮肤科及病理科，医院基数扩大 10 倍，检测病例数扩大 5 倍，750 元为每人份基因重排检测费用）；确诊患者市场容量=9.78*750=0.73 亿元；跟踪患者市场容量=9.78*60%*500*(4*2+2*3)=4.11 亿（按照前初发患者两年每季度跟踪一次，后三年每半年跟踪一次；3 年 OS 为 60%，跟踪患者基因重排检测费用降价为 500 元）。

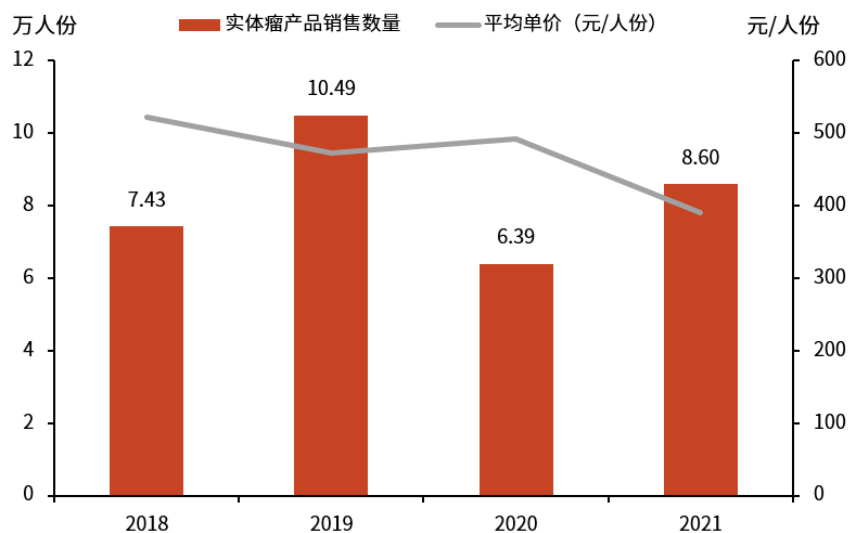
注 13：确诊患者市场容量=9.78*2500=2.45 亿元；跟踪患者市场容量=9.78*1500*(4*2+2*3)*60%=12.32 亿元（2500 元为初发患者 NGS 检测费用，后续因追踪 Panel 变小，降价为 1500 元）。

注 14：确诊患者市场容量=9.78*600=0.59 亿元（600 元为每人份 FISH 检测费用）。

实体瘤：产品贡献稳定收入，数字 PCR 即将上市带来新机遇。

公司现有三款（EGFR 突变、K-ras 和 B-raf 突变、UGT1A1 基因型）实体瘤分子诊断试剂盒，为国内最早一批获得第三类医疗器械注册证的产品，一直以来与 70 多家医院保持稳定合作关系，2018-2021 年内每年稳定贡献营收 0.3~0.4 亿元，随着营销改革的深入推进，此三款实体瘤产品稳健增长持续可期。

图 18：公司实体瘤检测产品销售情况（2018-2021）



资料来源：公司招股说明书、年报，光大证券研究所

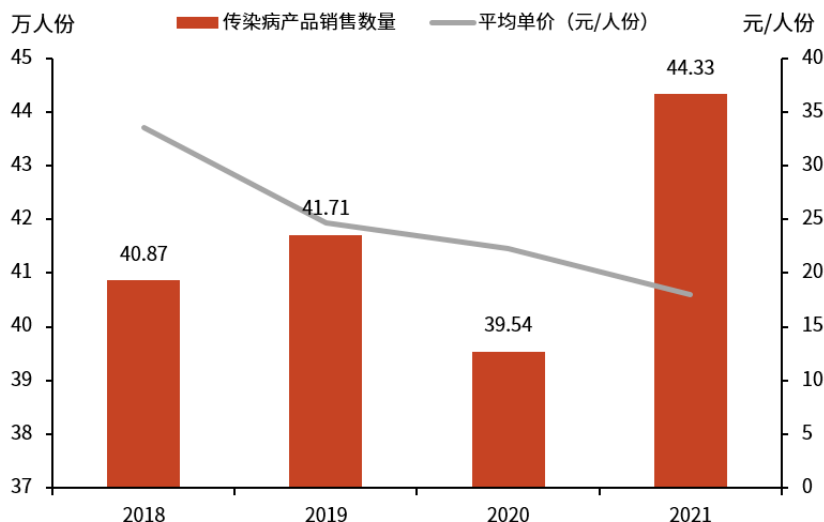
公司将拥有专利的 ctDNA 富集技术、ctDNA 降噪技术应用于数字 PCR 技术，形成了具有自身特点的数字 PCR 技术。公司预计 T790M 试剂盒产品（数字 PCR）将于 2022 年底前获得三类医疗器械证书，公司将凭借在该技术领域所积累的技术优势，与阿斯利康达成战略合作，充分发挥阿斯利康的渠道优势，新产品的扩充一方面将促进实体瘤业务线的出货量增加，另一方面也将提高该业务线的平均单价，故我们预计，在该新产品上市后，公司实体瘤业务线将迎来快速增长。

传染病：后疫情时期入院进程加速，投资入局基因芯片产业。

公司 2018-2021 年传染病检测产品的销量整体呈现增长的趋势，2020 年受疫情影响销量略有下滑。随着后疫情时期生产的恢复，再加之各级医疗体系中传染病相关基建的完善，传染病检测产品线将迎来入院的逐步恢复。同时，公司组建该产线销售骨干团队，在销售方面发力。我们预计，公司将于 2022 年迎

来传染病检测产品销量的快速提高，尽管人均单价呈现下降趋势，但是预计随着营销端的改革，会对销量产生有力助推，届时通过“以价换量”，也将带动该业务线实现一定的营收增长。

图 19：公司传染病检测产品销售情况（2018-2021）



资料来源：公司招股说明书、年报，光大证券研究所

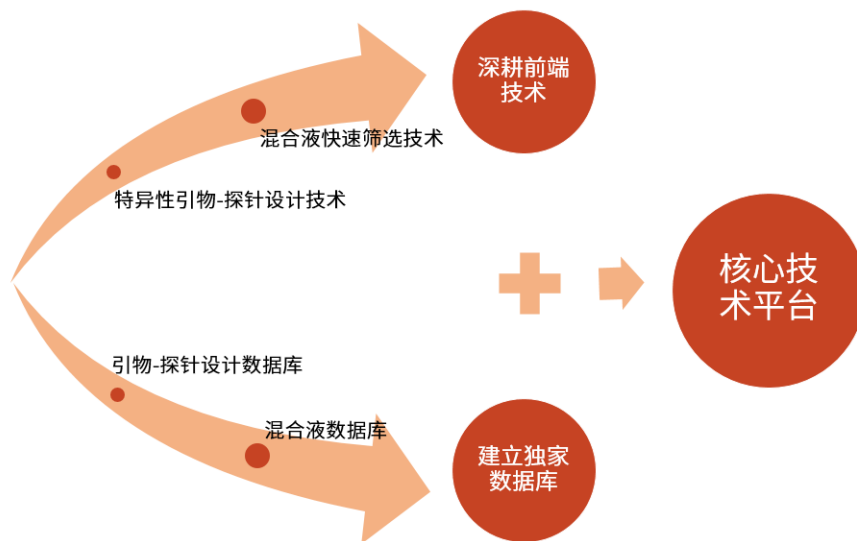
公司目前传染病三类试剂盒产品共有 24 项，其中多项产品为国内首家产品。公司控股子公司长春技特利用 Akonni 技术研制的全自动微阵列基因芯片阅读仪及配套检测芯片已于 2021 年 6 月获批，主要用于传染病及病原体耐药基因检测。该仪器具有集成度高、灵敏度高、提取率高等特点，在全球对传染病防治的趋势下，该仪器将有广阔的市场前景。新产品的上市也将进一步丰富公司传染病的产 品管线，渠道效率也将进一步得到提升。

3.2、中期增长：立足核心竞争力，全面完善产业链构建

3.2.1、核心技术平台助力分子诊断业务横向拓展

公司自成立以来始终致力于分子诊断试剂产品研发创新并提供相关科研、检测服务，形成公司核心技术平台。公司多年来在“特异性引物-探针设计”、“混合液快速筛选”两项前端技术领域持续深耕，建立了公司独家的“引物-探针设计数据库”和相匹配的“混合液数据库”，因而形成了具有自身特点的“特异性引物-探针设计技术”和“混合液快速筛选技术”。基于以上形成的核心技术平台，公司将扩展业务布局。

图 20：公司核心技术平台构成示意图

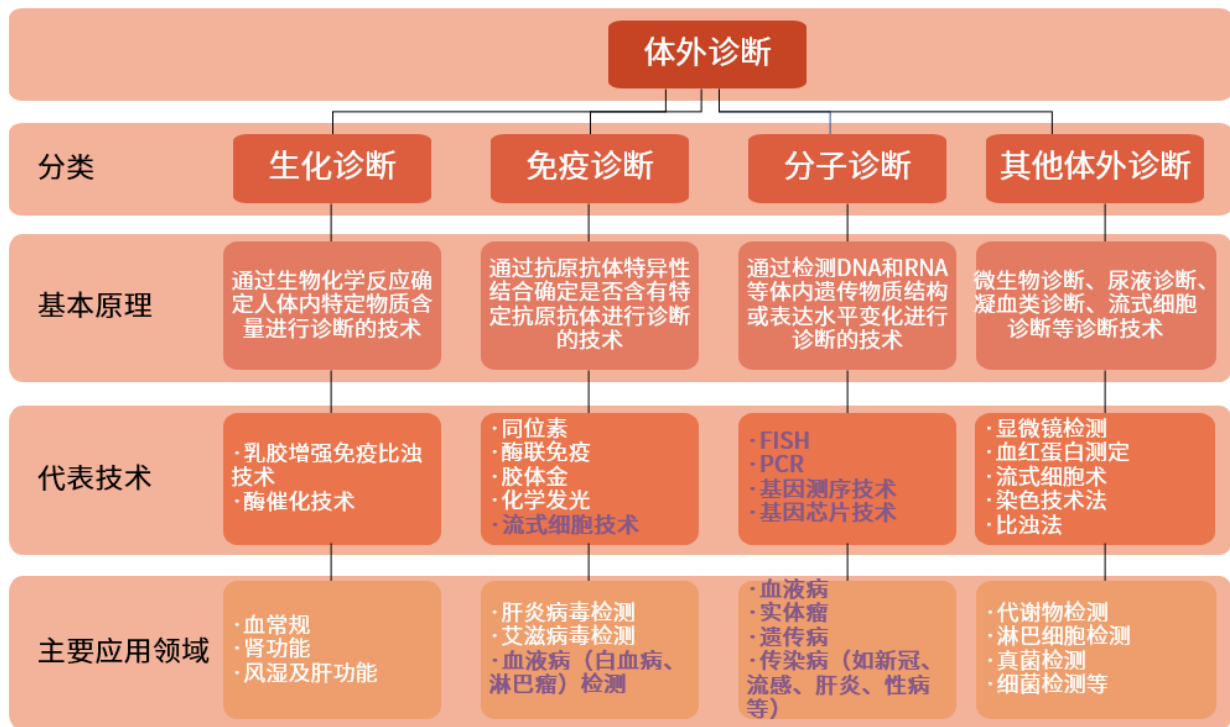


资料来源：公司 2021 年报，光大证券研究所绘制

血液病业务积淀公司核心技术，促进实体瘤产品的推进。血液肿瘤分子诊断领域的检测对象是血液和骨髓，且该领域非常重视对患者的 MRD 检测，基于公司在血液病领域积累的技术与经验，公司将产品从血液肿瘤领域切换至实体瘤领域的液体活检、MRD 检测领域后，在检测灵敏度和精准度方面具有优势。公司预计于 2022 年底获证上市的 T790M 试剂盒，就依托公司专利的 ctDNA 富集技术、ctDNA 降噪技术，所形成的数字 PCR 平台产品性能优异，实体瘤业务的快速发展指日可待。

业务延伸促进多平台先进技术覆盖，把握技术风口。公司经过多年的研发积淀，以核心技术平台为基石，在延伸业务面的过程中，逐步掌握了 S-ddPCR 技术、快速 FISH 检测技术、微流控一体化检测平台技术等先进技术，并对国际领先技术平台加以本土化改进，形成了基于二代测序平台快速开发及精准分析技术等更具本土适应性的先进技术，从而形成了覆盖分子诊断四大技术平台的完整技术体系。多平台先进技术的布局，将使得公司可以更好地把握技术市场发展方向，利于在各技术平台间进行产品切换，使公司在产品研发过程中为相关基因位点选择最合适的技术平台，也将保证公司的核心竞争力。

图 21：睿昂基因所覆盖业务领域



注：紫色字体标注为睿昂基因所覆盖技术类型/主要应用领域。

资料来源：公司 2021 年报，光大证券研究所绘制

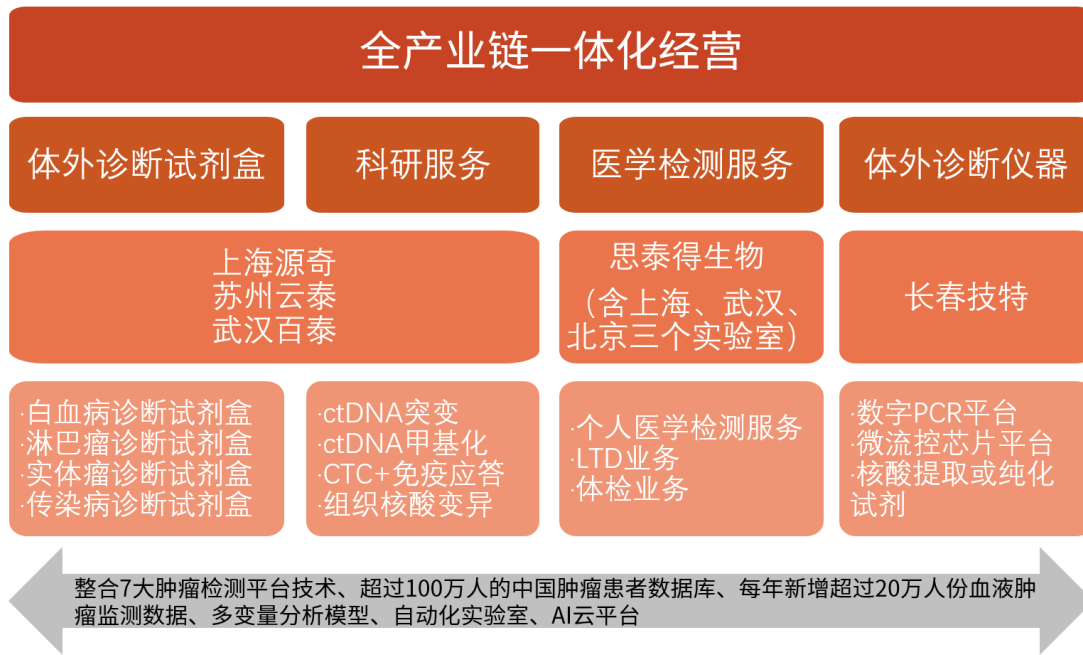
3.2.2、投资布局实现产业链纵向延伸

围绕核心技术平台，自上而下贯通产业链布局。立足于长远发展，公司自 2019 年开始在体外诊断仪器领域以及下游第三方检测服务领域提前布局，先后投资了体外诊断仪器生产厂商技特生物和第三方医学检验机构思泰得生物，业务模式从单一试剂业务向“试剂+设备+服务”三位一体布局拓展。

技特生物：主营体外诊断仪器的研发、生产、销售，其研发的第一代产品生物芯片阅读仪和全自动样品处理系统已于 2019 年取得医疗器械注册证，是国内第一个获得注册证的国产微滴式数字 PCR 仪。技特生物的微滴式数字 PCR 平台技术具有自主知识产权，其中全封闭微流控芯片和乳液微滴制备系统达到国际先进水平。技特公司研发的第二代数字 PCR 一体机正在申请三类医疗器械证书，并预计将于 2022 年底前获批，该产品的获批将与睿昂基因旗下 PCR 试剂产品形成良好的联动效应。我们预计，在该仪器顺利获批上市后，将为公司主营业务带来额外增量。

思泰得生物：提供造血与淋巴组织肿瘤、实体瘤患者的标准医学检验服务医学检验服务。公司通过收购思泰得生物，将扩大自身服务优势，将原有的科研检测服务扩展至医学检测服务标准，未来思泰得生物将会为公司带来第三方检测项目收入，对公司利润实现进一步的提升。2022 年 3 月，位于上海的思泰得公司，根据疫情形势，及时调整业务模式，面向社会进行新冠核酸检测服务，我们预计思泰得生物凭借新冠检测服务业务为公司贡献可观营收。

图 22：睿昂基因全产业链业务布局示意图



资料来源：公司 2021 年报，光大证券研究所绘制

多业务模式提供渠道互补。公司围绕核心技术平台，整合子公司优势资源，开展自产产品、科研服务、检测服务等业务模式。不同的业务模式之间相互配合，一方面，全产业链布局业务模式为客户提供更为完备的服务体验，有力增强客户黏性；另一方面，各业务模式的优势输出也将为睿昂基因积累品牌效应，有利于公司新客户渠道的拓展。

新冠核酸检测提供市场机会。新冠疫情为公司提供了在传染病领域的发展机会。公司凭借子公司上海思泰得医学检验实验室，在 2022 年一季度上海疫情中承接了部分新冠核酸检测服务。一方面，该部分营业收入对冲了受疫情影响而造成主营业务的损失；另一方面，公司在疫情期间积累的口碑和经验，将帮助公司传染病检测产品拓宽入院渠道，促进传染病检测相关产线的发展。

3.3、长期增长：产学研转化体系成熟，助力未来发展布局

成熟完善的产学研平台助力临床转化。公司与国家人类遗传资源中心、国家卫生健康委科学技术研究所、上海交通大学医学院附属瑞金医院、上海交通大学医学院附属瑞金医院等国内著名科研机构及医院共同合作相关项目，主要合作项目列示如下：

表 10: 截止 2021 年末睿昂基因产学研合作项目

序号	合作方	项目名称	合作研发具体模式	目前研发进度/研发成果
1	国家人类遗传资源中心、国家卫生健康委科学技术研究所	中国肿瘤基因图谱计划	课题研究合作	项目执行中
2	上海交通大学医学院附属瑞金医院	中国人淋巴瘤分子试剂盒项目	课题研究合作	弥漫大 B 淋巴瘤相关基因检测试剂盒已完成注册前研究, 已形成企业标准
3	上海儿童医学中心	基于全光谱流式细胞术的急性淋巴细胞白血病免疫分型和微小残留病监测的标准方案研究	课题研究合作	已完成急性淋巴细胞白血病免疫分型相关试剂盒注册前研究
4	陆军军医大学第一附属医院	TERT 启动子区突变微滴式数字 PCR (ddPCR) 试剂盒	课题研究合作	已完成前期研发和临床验证且已提交相关发明专利申请
5	苏州大学附属第一医院	孤儿核受体 Nur77 调控 MMP9/E-cadherin 信号转导的新机制及其在结直肠癌转移中的作用的研究	产品验证研究合作	项目执行中
6	上海市第一人民医院血液科	多重 PCR 三色荧光技术检测 43 种融合基因	产品验证研究合作	已完成多重 PCR 三色荧光技术检测 43 种融合基因试剂盒的临床验证
7	北京市结核病胸部肿瘤研究所	非小细胞肺癌血浆 ctDNA 中原发 EGFR T790M 耐药突变丰度与 EGFR TKI 疗效相关性研究	产品验证研究合作	已完成该项研究, 相关试剂盒已申报 NMPA 医疗器械注册
8	河南中医学院第一附属医院检验科	人白血病相关融合基因及肿瘤相关特异性基因标准物质研究	产品验证研究合作	已完成标志物质的制备和验证
9	山西省肿瘤医院	非小细胞肺癌 EGFR T790M 突变初始丰度与 TKI 治疗的研究	产品验证研究合作	已完成该项研究, 相关试剂盒已申报 NMPA 医疗器械注册
10	上海交通大学医学院病理中心	乙酰基转移酶 PCAF 信号通路调节基因与胃癌增殖研究	产品验证研究合作	项目执行中
11	上海市公共卫生临床中心、上海生物信息技术研究中心	甲型流感病毒通用高通量全基因组测序试剂	课题研究合作	已完成相关试剂盒的临床前研究
12	哈尔滨血液病肿瘤研究所	二代测序 (NGS) 技术检测初发急性髓细胞白血病 (AML) 患者微小残留病 (MRD) 多中心临床试验	课题研究合作	项目执行中

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

借助现有技术积累, 引领产业发展新方向。目前公司尝试面向医院、第三方体检机构以及保险机构的健康体检业务, 2021 年产生相关收入 800 万元, 项目包含:

(1) 通过全光谱流式仪进行健康人群的免疫检测: 通过炎症相关、免疫检查相关、免疫衰老相关共计 40 个相关指标来判断, 免疫力是免疫细胞的数量以及抵抗外来病原体侵袭、维护体内环境稳定, 清除衰老变异物质是免疫细胞基本的功能。检测近 10 万人群, 获得用户的认可。

(2) 全基因组测序: 通过客户送检的送检包 (唾液) 检测人类所有基因组信息, 将人类基因组上所有的序列 (30 亿个位点), 约 20000 个基因, 都进行测序检测, 测序深度 30X, 不针对任何单个疾病或者因素的基因, 但又囊括了之前所有单个基因检测要用到的信息。全基因组测序可以全面地挖掘 DNA 水平的各类遗传变异, 单核苷酸变异 (SNP)、插入/缺失 (Indel)、拷贝数变异 (CNV) 和结构变异 (SV) 等, 可以完全覆盖基因编码区和非编码区, 能够更全面地进行变异筛查、遗传病诊断和常见疾病风险评估。

(3) 肿瘤早筛: 早期筛查, 早期诊断, 早期干预是防控肿瘤的最有效手段。在肺癌、胃肠道肿瘤和宫颈癌的早筛上, 进行甲基化的检测。甲基化修饰的 ctDNA 能够在亚硫酸盐转化后通过甲基化特异的 PCR (MSP) 扩增后检出, 灵敏度高; 多发生在抑癌基因启动子区, 且靶向区内多个 CpG 位点都可被甲基化, 变异位点丰富; 抑癌基因甲基化是肿瘤发生中非常早期的事件, 能够早于传统的影像学 (包括 PET/CT) 或实验室方法监测到肿瘤细胞的存在。

伴随国家和广大居民群众对于健康日益关注, 加强癌症和重大疾病防治行动, 推进预防筛查、早诊早治和科研攻关, 着力缓解民生的痛点。预计上述检测项目每年惠及 50 万以上的目标人群。

4、盈利预测与估值

4.1、关键假设及盈利预测

关键假设：

自产试剂：

血液病业务（白血病和淋巴瘤业务）：公司持续推进血液病检测产品的研发迭代，“白血病相关 15 种融合基因检测试剂盒”（佰睿达）已于 2022 年 3 月成功获批，同时积极拓展入院等销售渠道，该产品预计 22-24 年贡献收入分别为 0.42/1.20/1.94 亿元。淋巴瘤检测产品于 2020 年获批后，入院进程较为顺利，并表现出较高增长速度，预计该产线产品在 22-24 年贡献收入分别为 0.33/0.66/1.12 亿元。我们认为虽然今年受疫情影响，营收增速会有所放缓，但放眼 2023-2024 年，预期公司在支柱型业务的血液病板块的表现将持续强劲，基于以上单品的强劲表现，预计公司 2022-2024 年在白血病领域的营收同比增长 18%/35%/25%，在淋巴瘤领域的营收同比增长 70%/100%/70%。

实体瘤业务：由于疫情原因，上半年公司的实体瘤业务受到一定影响。T790M 试剂盒产品（数字 PCR）预计将于 2022 年底前获得三类医疗器械证书，我们预计该产品在 22-24 年将贡献营收 0/0.32/0.48 亿元。在此产品的带动下，我们预计公司在实体瘤业务领域将于 2023 年迎来高速增长，预测 2022-2024 年实体瘤业务线营收同比变动 8%/102%/28%。

传染病业务：随着复工复产的进行，公司具有一定产品基础的常规传染病业务也将逐步恢复，考虑到公司营销改革的推进，也将为业务线带来一定的增长动力，故假设 2022-2024 年传染病业务线营收同比增长 8%/14%/10%。

外购试剂：

公司的外购试剂业务已经不是公司重点发展方向，目前占比很小，我们预计 2022-2024 年营收同比变动-10%/-9%/-9%。

检测服务及科研服务：

检测服务方面，受疫情影响，公司及时切换控股子公司思泰得生物的业务模式，在 2022 年上海疫情中参与了新冠核酸检测，为公司贡献可观的营收，但此贡献不会长期持续，故我们假设 2022-2024 年检测服务业务营收同比变动 120%/-35%/20%。科研服务业务非公司重点发力方向，我们预期 2022-2024 年科研服务业务营收同比变动 0%/0%/0%。

毛利率方面：考虑到公司主营业务凭借自产试剂技术壁垒高、产品优势明显等因素保持着较高的毛利率水平，且主营业务营收占比整体趋势逐年提升，同时公司企业规模不断扩张，规模效应逐渐体现，我们认为公司 2022-2024 年毛利率将保持稳中有升的趋势，预计 2022-2024 年毛利率分别为 76.75%/78.42%/80.22%。

费用预测：由于公司处于快速发展期，经营规模持续扩大，并计划于 2022 年开启“再造一个睿昂”的新的五年征程，以持续的创新力推动技术发展，高度重视研发团队建设并持续加大研发投入，计划建设领先的体外诊断系统研发中心，升级公司现有营销网络，将业务更多拓展至基层医疗机构，我们认为公司 2022-2024 年研发费用率和销售费用率将随营业收入增长稳步提升，预计研发费用率将逐年环比提升 0.5-1.5 个百分点，销售费用率将逐年环比提升 0.5-1.3 个百分点；2021 年公司研发费用和销售费用分别为 6,864.39 万元和 7,547.04 万元，占当期营业收入比例分别为 23.59%和 25.94%，预计 2022 年研发费用

率为 24.06%，销售费用率为 26.46%，考虑到 2023 年新冠疫情带来的边际效益开始递减，公司亟需新产品开拓新兴诊断市场，预计 2023-2024 年研发费用率将增长至 25.51%/26.22%，销售费用率将增长至 27.78%/28.34%。考虑到公司现行股权激励费用摊销政策，即 2022-2025 年分别需摊销 1,278.80 万元/931.66 万元/383.73 万元/69.14 万元至管理费用，同时因公司近年企业规模迅速扩张，需及时调整组织模式和管理制度，提升管理水平，我们预计公司 2022-2024 年管理费用率将先升后降，除股权激励摊销费用外，管理费用的绝对金额将在 2021 年的基础上逐年环比有所增长，2021 年公司管理费用为 3,983.72 万元，占当期营业收入比例为 13.69%，预计 2022-2024 年管理费用率分别为 18.20%/17.30%/16.92%；未来随着研发效率和运营效率的提升，我们认为公司期间费用率将会持续下降至稳定水平，规模效应将逐步体现，净利润率有望进一步提升。

盈利预测：根据以上假设，我们预测公司 2022-2024 年实现营业收入 3.74/4.85/6.24 亿元，同比增长 28.68%/29.62%/28.57%；实现归母净利润 0.43/0.55/0.76 亿元，同比增长-9.89%/29.62%/36.62%，每股净收益为 0.77/0.99/1.36 元。

表 11: 公司的收入拆分和预测 (2018-2024E)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	224.44	255.48	284.92	290.95	374.39	485.29	623.95
营业收入 YOY		13.83%	11.53%	2.11%	28.68%	29.62%	28.57%
营业成本 (百万元)	42.65	40.84	69.75	78.24	87.04	104.75	123.44
毛利率 (%)	81.00%	84.02%	75.52%	73.11%	76.75%	78.42%	80.22%
主营业务收入占比 (%)	100.00%	100.00%	100.00%	93.00%	94.56%	95.80%	96.74%
1、自产试剂							
营业收入 (百万元)	155.70	199.36	189.27	223.47	268.61	404.59	534.34
营业收入 YOY		28%	-5%	18%	20%	51%	32%
营业成本 (百万元)	18.30	19.16	18.23	22.72	27.44	39.18	50.21
毛利 (百万元)	137.40	180.20	171.04	200.75	241.17	365.41	484.14
毛利率 (%)	88.25%	90.39%	90.37%	89.83%	89.79%	90.32%	90.60%
1.1、白血病							
营业收入 (百万元)	102.75	135.72	141.33	155.08	182.22	246.00	307.49
营业收入 YOY		32%	4%	10%	18%	35%	25%
营业成本 (百万元)	7.61	9.54	10.36	14.32	16.83	22.72	28.40
毛利 (百万元)	95.14	126.18	130.97	140.76	165.39	223.28	279.09
毛利率 (%)	92.59%	92.97%	92.67%	90.76%	90.76%	90.76%	90.76%
1.2、淋巴瘤							
营业收入 (百万元)				19.41	33.00	65.99	112.19
营业收入 YOY					70%	100%	70%
营业成本 (百万元)				1.49	2.53	5.06	8.60
毛利 (百万元)				17.92	30.47	60.93	103.58
毛利率 (%)				92.33%	92.33%	92.33%	92.33%
1.3、实体瘤							
营业收入 (百万元)	38.85	49.53	31.40	33.61	36.13	73.01	93.11
营业收入 YOY		27%	-37%	7%	8%	102%	28%
营业成本 (百万元)	2.98	2.99	0.83	1.09	1.52	3.76	4.80
毛利 (百万元)	35.87	46.55	30.57	32.52	34.61	69.24	88.31
毛利率 (%)	92.33%	93.97%	97.35%	96.77%	95.80%	94.84%	94.84%
1.4、传染病							
营业收入 (百万元)	13.73	10.30	8.83	7.98	8.58	9.74	10.71
营业收入 YOY		-25%	-14%	-10%	8%	14%	10%
营业成本 (百万元)	7.62	6.17	4.20	4.63	5.16	6.05	6.65
毛利 (百万元)	6.10	4.13	4.63	3.35	3.42	3.69	4.06
毛利率 (%)	44.46%	40.07%	52.48%	41.98%	39.88%	37.89%	37.89%
1.5、其他							
营业收入	0.37	3.81	7.70	7.39	8.68	9.86	10.84
营业收入 YOY		918%	102%	-4%	18%	14%	10%
营业成本 (百万元)	0.09	0.46	2.84	1.19	1.40	1.59	1.75
毛利 (百万元)	0.29	3.35	4.86	6.20	7.28	8.27	9.09
毛利率 (%)	77.18%	88.04%	63.12%	83.86%	83.86%	83.86%	83.86%
2、外购试剂							
营业收入 (百万元)	37.63	30.57	23.40	5.93	5.34	4.86	4.42
营业收入 YOY		-19%	-23%	-75%	-10%	-9%	-9%

营业成本 (百万元)	18.10	16.53	15.06	4.51	4.12	3.81	3.46
毛利 (百万元)	19.53	14.03	8.33	1.42	1.21	1.05	0.96
毛利率 (%)	51.90%	45.91%	35.62%	23.95%	22.75%	21.61%	21.61%
3、科研服务							
营业收入 (百万元)	16.80	11.92	17.41	8.78	8.78	8.78	8.78
营业收入 YOY		-29%	46%	-50%	0%	0%	0%
营业成本 (百万元)	6.25	5.14	9.23	6.58	6.47	6.35	6.23
毛利 (百万元)	10.55	6.78	8.18	2.20	2.31	2.43	2.55
毛利率 (%)	62.81%	56.85%	46.97%	25.06%	26.31%	27.63%	29.01%
4、检测服务							
营业收入			35.00	32.41	71.30	46.70	56.04
营业收入 YOY				-7%	120%	-35%	20%
营业成本 (百万元)			27.22	29.48	35.65	42.05	50.18
毛利 (百万元)			7.78	2.93	35.65	4.66	5.87
毛利率 (%)			22.22%	9.04%	50.00%	9.97%	10.47%
5、非主营业务							
营业收入	14.32	13.63	19.85	20.36	20.36	20.36	20.36
营业收入 YOY		-5%	46%	3%	0%	0%	0%
营业成本 (百万元)	10.29	8.77	10.48	14.95	13.36	13.36	13.36
毛利 (百万元)	4.03	4.86	9.37	5.41	7.00	7.00	7.00
毛利率 (%)	28.14%	35.66%	47.20%	26.57%	34.39%	34.39%	34.39%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

4.2、估值

由于睿昂基因主营业务为体外诊断产品的研发、生产、销售及科研服务和检测服务,主要为血液病、实体瘤和传染病患者提供基因及抗原的精准检测,为疾病诊断、风险评估、疾病分型、靶向药物选择和疗效监测等个性化治疗方案的制定提供依据,我们选择同为体外诊断行业公司艾德生物、华大基因和凯普生物作为可比公司。其中,艾德生物是中国领先的专业化肿瘤精准医疗分子诊断试剂研发生产企业,主要从事肿瘤精准医疗分子诊断产品的研发、生产及销售,并提供相关的检测服务,睿昂基因和艾德生物业务更为接近,且两者主营业务均为非疫情相关业务,因此我们认为艾德生物更为可比。

公司当前股价对应 2022 年 PE 为 48 倍,相比于可比公司略高,主要由于公司规模相对较小,22 年主营业务受疫情影响较大,同时 22 年的股权激励摊销较多,导致公司 22 年预期利润同比会有一定下滑,导致 PE 相对较高。我们预计随着股权激励逐步推进,营销改革的逐步落地,主要产品的持续放量,公司未来的成长性可期。

表 12: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价 (元) (7月25日)	市值 (亿 元)	EPS (元)				PE			
				2021 A	2022 E	2023 E	2024 E	2021A	2022E	2023E	2024E
300685.SZ	艾德生物	30.33	121	1.08	0.79	1.02	1.30	28	38	30	24
300676.SZ	华大基因	66.03	273	3.53	2.49	2.69	2.89	19	27	25	23
300639.SZ	凯普生物	21.00	92	2.90	2.46	2.30	2.52	7	9	9	8
可比公司均值								18	24	21	18
688217.SH	睿昂基因	36.93	21	0.85	0.77	0.99	1.36	43	48	37	27

资料来源: wind; 其中睿昂基因盈利预测来自光大证券研究所,可比公司盈利预测来自于 wind 一致预期

我们采取绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设，采取 FCFF 估值法测算公司合理股权价值为 34.93 亿元，对应每股价值 62.85 元；采取 APV 估值法，测算公司合理股权价值为 34.13 亿元，对应每股价值 61.41 元。综合两种估值方法，取其均值，得公司每股价值为 62.13 元。

- 1、长期增长率：公司作为血液病分子诊断领先企业，在淋巴瘤、实体瘤等领域也具有一定的技术积累，加之在传染病检测、科研服务等业务领域拓展，多元化的布局将促进公司稳步增长。假设长期增长率为 2%；
- 2、 β 值选取：采用申银万国行业类（2021）-体外诊断的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、无风险利率 R_f 选取：采用 2022 年 6 月 30 日十年期国债到期收益率为无风险利率近似；
- 4、市场风险溢价率 $R_m - R_f$ ：采用 10 年沪深 300 指数平均收益率作为市场平均收益率近似，采用 2022 年 6 月 30 日 10 年沪深 300 指数平均收益率和十年期国债到期收益率的差值作为市场风险溢价率近似；
- 5、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，预测 2022 年企业所得税率 6.5%，未来税率稳定在该水平。

表 13：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 R_f	2.82%
β ($\beta_{levered}$)	0.77
$R_m - R_f$	7.22%
K_e (K_e (levered))	8.41%
税率	6.5%
K_d	4.07%
V_e	1662.03
V_d	4.54
目标资本结构	0.27%
WACC	8.40%

资料来源：光大证券研究所预测

表 14: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(42.97)	-1.27%
第二阶段	991.97	29.31%
第三阶段 (终值)	2435.90	71.96%
企业价值 AEV	3384.90	100.00%
加: 非经营性净资产价值	122.08	3.61%
减: 少数股东权益 (市值)	9.16	-0.27%
减: 债务价值	4.54	-0.13%
总股本价值	3493.27	103.20%
股本 (百万股)	55.58	
每股价值 (元)	62.85	
PE (隐含) -2022	81.91	
PE (动态) -2022	48.12	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 15: 敏感性分析表

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.40%	69.34	73.73	78.94	85.20	92.89
7.90%	62.45	66.01	70.17	75.10	81.04
8.40%	56.56	59.48	62.85	66.80	71.48
8.90%	51.48	53.90	56.67	59.87	63.62
9.40%	47.06	49.08	51.38	54.01	57.05

资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果 (元)	估值区间 (元)	敏感性分析区间
FCFF	62.85	47.06-92.89	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	61.41	45.60-91.47	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

4.3、投资评级

公司为血液病分子诊断领先企业, 同时在实体瘤、传染病等领域也具有一定的技术储备, 随着新产品的不断推出, 新的市场空间的打开, 以及营销改革的不断推进, 我们预计公司将呈现加速增长的趋势。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 0.77/0.99/1.36 元, 现价对应 22-24 年 PE 为 48/37/27 倍, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

4.4、股价驱动因素

短期股价催化剂: 白血病 15 种融合基因检测试剂盒获批上市; 淋巴瘤产品逐步放量; 实体瘤检测产品的放量。

长期股价催化剂: 数字 PCR 仪和全基因组测序等技术储备的逐步转化; 产学研转化平台。

5、风险分析

新产品研发上市进度不及预期风险

公司的主营业务板块受核心产品更新研发的进度影响较大，如果新产品研发上市进度不及预期，会对公司业绩增长带来较大不确定性。

入院渠道拓展不及预期风险

若公司的营销改革推进缓慢，进而影响入院渠道的拓展速度，则会对主要产品的放量产生较大影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	285	291	374	485	624
营业成本	80	78	87	105	123
折旧和摊销	28	33	37	45	55
税金及附加	1	1	1	1	2
销售费用	59	75	99	135	177
管理费用	31	40	68	84	106
研发费用	74	69	90	124	164
财务费用	3	0	-5	-6	-8
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	40	36	40	53	75
利润总额	40	42	46	59	81
所得税	1	2	3	4	5
净利润	39	40	43	55	76
少数股东损益	0.1	-7.3	0.2	0.2	0.2
归属母公司净利润	39	47	43	55	76
EPS(元)	0.93	0.85	0.77	0.99	1.36

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	70	78	82	85	109
净利润	39	47	43	55	76
折旧摊销	28	33	37	45	55
净营运资金增加	8	-5	9	9	8
其他	-5	3	-7	-24	-30
投资活动产生现金流	-49	-279	-85	-102	-77
净资本支出	-50	-94	-80	-80	-80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1	-184	-5	-22	3
融资活动现金流	-11	192	36	59	91
股本变化	0	14	0	0	0
债务净变化	0	5	0	0	0
无息负债变化	2	-4	63	81	104
净现金流	5	-10	32	43	123

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	71.8%	73.1%	76.8%	78.4%	80.2%
EBITDA 率	27.5%	24.7%	20.9%	18.9%	19.3%
EBIT 率	16.1%	12.0%	11.1%	9.6%	10.5%
税前净利润率	14.1%	14.6%	12.2%	12.2%	13.0%
归母净利润率	13.6%	16.3%	11.4%	11.4%	12.1%
ROA	5.5%	4.2%	4.1%	4.7%	5.5%
ROE (摊薄)	6.0%	5.3%	4.6%	5.6%	7.1%
经营性 ROIC	8.4%	5.7%	6.4%	7.3%	11.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	7%	5%	11%	16%	22%
流动比率	10.37	16.64	9.37	7.41	7.37
速动比率	9.65	15.52	8.69	6.83	6.81
归母权益/有息债务	-	189.30	198.38	210.16	226.24
有形资产/有息债务	-	180.59	203.69	232.70	271.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	712	948	1,053	1,190	1,370
货币资金	142	123	156	198	321
交易性金融资产	0	201	201	201	201
应收账款	164	164	170	187	202
应收票据	4	1	4	4	4
其他应收款 (合计)	3	6	5	7	10
存货	27	37	45	54	64
其他流动资产	26	10	10	10	10
流动资产合计	389	556	613	690	846
其他权益工具	48	57	57	57	57
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	148	146	157	165	169
在建工程	17	59	83	102	116
无形资产	45	46	46	47	47
商誉	46	46	41	41	41
其他非流动资产	6	31	39	39	39
非流动资产合计	323	391	440	500	524
总负债	50	51	114	195	299
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	12	11	17	21	25
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	3	28	50	64
流动负债合计	38	33	65	93	115
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	12	43	96	179
非流动负债合计	12	17	48	102	184
股东权益	662	897	940	995	1,071
股本	42	56	56	56	56
公积金	537	718	722	727	735
未分配利润	68	116	154	204	272
归属母公司权益	647	889	931	987	1,062
少数股东权益	15	8	8	8	8

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	20.74%	25.94%	26.46%	27.78%	28.34%
管理费用率	10.75%	13.69%	18.20%	17.30%	16.92%
财务费用率	1.21%	-0.15%	-1.24%	-1.27%	-1.31%
研发费用率	26.10%	23.59%	24.06%	25.51%	26.22%
所得税率	3.2%	5.6%	6.5%	6.5%	6.5%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.68	1.40	1.47	1.54	1.97
每股净资产	15.52	15.99	16.76	17.75	19.11
每股销售收入	6.84	5.24	6.74	8.73	11.23

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	40	43	48	37	27
PB	2.4	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	20.0	26.6	22.9	18.8	13.3
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE