

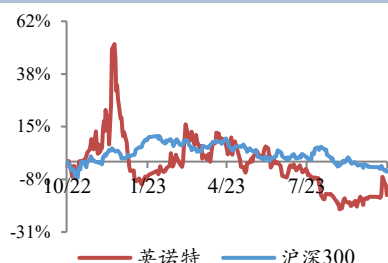
## 呼吸道病原体 POCT 检测龙头

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-10-24

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 20.25       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 37.42/19.53 |
| 总股本（百万股）        | 136         |
| 流通股本（百万股）       | 67          |
| 流通股比例（%）        | 49.15       |
| 总市值（亿元）         | 27.55       |
| 流通市值（亿元）        | 13.54       |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

### 联系人：钱琨

执业证书号：S0010122110012

邮箱：qiankun@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 我国呼吸道检测市场有望突破 60 亿元，“流感+新冠”成为全球主旋律

由于多种病原体引起的呼吸道感染症状十分类似，病原体检测成为了呼吸道感染临床诊疗途径的第一步。我国呼吸道病原体检测市场由 2013 年的 1.78 亿元增长至 2019 年的 12.97 亿元，2013-2019 年 CAGR 约 40%，并有望在 2025 年突破 60 亿元；我国疾控中心指出后疫情时代需要警惕新冠流感“双疫蔓延”，呼吸道病原体检测市场有望进一步扩容。

#### ● 流感高发季挤兑严重，呼吸道快速检测产品能有效提高门急诊周转率

公立医院门急诊常规呼吸道病原体诊断方法包括病原体抗原检测、IgM/IgG 抗体检测、病毒培养分离、核酸检测、NGS 等。公司主要经营呼吸道病原体 POCT 检测，多个现有特色联检产品为国内首家、独家品种，一次检测可以对 3-9 种常见高发病原体进行联合检测，大部分产品能在 15-25 分钟内即可判读结果，操作便捷，准确高效，适用于早期急性感染的检测，满足门急诊高峰时段检测需求。

#### ● 公司深耕呼吸道检测领域十载，多项呼吸道联检产品为国内独家品种

公司长期专注呼吸道病原体检测领域，是被市场忽略的呼吸道病原体 POCT 龙头：（1）公司六大技术平台中的两大平台为原料制备平台，目前已掌握 100 余种抗原抗体制备技术，实现自产抗原占比 60-70%。（2）公司已实现呼吸道 POCT 领域全面布局。截至 2023 年 10 月，公司在国内呼吸道病原体检测领域已取得 26 张三类注册证，包括抗原检测与抗体检测，其中 3 项以上联合检测产品注册证有 5 张，均为国内独家品种，覆盖呼吸道病种达 15 种，是国内呼吸道 POCT 领域拿证最多、布局最全的企业。（3）公司依托呼吸道检测固有渠道优势，积极布局优生优育、消化道、肝炎等其他 POCT 特色产品，尤其在消化道检测领域，后续管线强劲，联检产品丰富。（4）公司通过全球抗疫打通海外渠道，目前拥有海外注册证 100 多张，覆盖 70 多个国家和地区，目前泰国已获批呼吸道四联检快速检测产品，海外业绩有望加速兑现。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入有望分别实现 3.91 亿元、4.52 亿元、6.08 亿元，同比增长-12.5%、15.6%、34.5%；归母净利润分别实现 1.25 亿元、1.90 亿元、2.57 亿元，同比增长-16.8%、51.6%、35.3%；2023-2025 年 EPS 分别是 0.92/1.40/1.89 元，PE 倍数分别是 22/14/11 倍。考虑到公司是呼吸道病原体 POCT 领域布局最全的厂商，未来国内“流感+新冠”检测需求空间巨大，海外市场有望进一步拓展，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

产品研发进度不达预期风险、产品类型单一风险、市场竞争加剧风险等。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2022A | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入      | 447   | 391    | 452   | 608   |
| 收入同比 (%)  | 36.6% | -12.5% | 15.6% | 34.5% |
| 归属母公司净利润  | 151   | 125    | 190   | 257   |
| 净利润同比 (%) | 25.3% | -16.8% | 51.6% | 35.3% |
| 毛利率 (%)   | 61.2% | 78.2%  | 82.6% | 82.6% |
| ROE (%)   | 8.9%  | 7.0%   | 9.6%  | 11.5% |
| 每股收益 (元)  | 1.24  | 0.92   | 1.40  | 1.89  |
| P/E       | 19.21 | 21.97  | 14.49 | 10.71 |
| P/B       | 1.92  | 1.53   | 1.39  | 1.23  |
| EV/EBITDA | 20.93 | 14.04  | 8.93  | 6.01  |

资料来源: ifind, 华安证券研究所

## 正文目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 国内呼吸道 POCT 龙头，成长稳中向好 .....        | 6  |
| 1.1 公司专注呼吸道检测领域，务实求进 .....           | 6  |
| 1.2 非新冠业务稳步增长，疫情后业绩修复迅速 .....        | 8  |
| 2. 后疫情时代呼吸道检测行业蓬勃发展 .....            | 9  |
| 2.1 传染病诊断行业发展迅猛 .....                | 9  |
| 2.2 呼吸道病原体诊断行业发展概况 .....             | 10 |
| 3. 呼吸道病原体 POCT 龙头，海外业绩即将兑现 .....     | 14 |
| 3.1 业务轴心：纵深打造呼吸道病原体检测龙头 .....        | 14 |
| 3.2 基于呼吸道领域固有优势，横向覆盖更多产品和区域 .....    | 18 |
| 4. 公司盈利预测与投资建议 .....                 | 22 |
| 4.1 公司业绩拆分与估值 .....                  | 22 |
| 4.2 投资建议：呼吸道病原体 POCT 稀缺标的，首次覆盖 ..... | 25 |
| 5. 风险提示： .....                       | 25 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1 公司发展历程.....  | 6  |
| 图表 2 公司股权结构.....  | 6  |
| 图表 3 公司核心管理层.....   | 7  |
| 图表 4 公司营业收入及同比增速.....   | 8  |
| 图表 5 公司归母净利润及同比增速.....  | 8  |
| 图表 6 公司分产品的收入拆分（百万元）.....                                       | 8  |
| 图表 7 公司营业收入占比拆分（%）.....   | 8  |
| 图表 8 公司销售毛利率及销售净利率.....   | 9  |
| 图表 9 公司四大费用率情况.....   | 9  |
| 图表 12 2019-2027 年全球传染病体外诊断市场规模.....                             | 9  |
| 图表 13 2015-2019 年我国法定传染病病例.....                                 | 10 |
| 图表 14 2019-2027 年我国传染病体外诊断市场规模.....                             | 10 |
| 图表 15 人体上下呼吸道解剖示意图.....   | 11 |
| 图表 16 呼吸道传染病进程中临床检测项目及意义示意图.....                                | 11 |
| 图表 17 2019-2026 年全球呼吸道病原体诊断市场（亿美元）.....                         | 12 |
| 图表 18 我国呼吸道病原体检测试剂市场规模（亿元）.....                                 | 12 |
| 图表 19 我国呼吸道病原体检测试剂需求量（万人份）.....                                 | 12 |
| 图表 20 甲乙类呼吸道传染病发病人数（万人）.....                                    | 13 |
| 图表 21 流感发病人数（万人）.....   | 13 |
| 图表 22 中国 2018-2031 年流感 IVD 产品需求（百万美元）.....                      | 13 |
| 图表 23 万孚生物 2017-2022 年传染病检测销售收入及增速.....                         | 13 |
| 图表 28 公司主要现有及在研呼吸道常规检测产品（截至 2023 年 10 月）.....                   | 14 |
| 图表 29 公司与主要竞争对手在常规呼吸道病原体 POCT 产品的对比情况（境内产品，截至 2023 年 10 月）..... | 16 |
| 图表 31 公司具备两大原料制备平台.....   | 17 |
| 图表 32 公司被授予“全国抗击新冠肺炎疫情先进集体”.....                                | 17 |
| 图表 33 FDA 的 EUA 授权产品对比.....                                     | 17 |
| 图表 34 公司新冠检测产品管线（截至 2023 年 10 月）.....                           | 18 |
| 图表 35 2019 年公司呼吸道病原体检测市场占有率（%）.....                             | 18 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 36 公立医院呼吸道病原体诊断方法和检测所需时间（肺炎支原体） .....   | 19 |
| 图表 36 公司覆盖重点医院概览 .....                     | 19 |
| 图表 37 公司非呼吸道检测领域产品管线（截至 2023 年 10 月） ..... | 20 |
| 图表 38 公司境内境外营业收入及境外收入占比 .....              | 22 |
| 图表 39 公司收入拆分与盈利预测 .....                    | 23 |
| 图表 40 可比公司估值 .....                         | 24 |

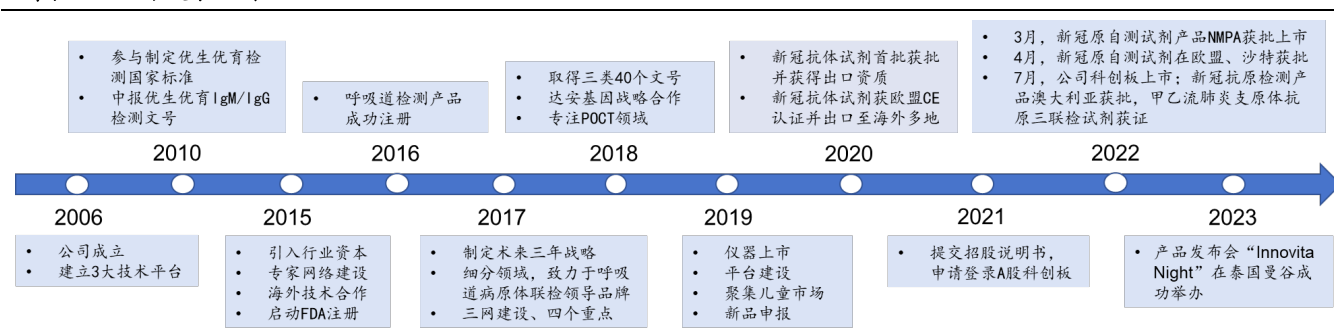
# 1. 国内呼吸道 POCT 龙头，成长稳中向好

## 1.1 公司专注呼吸道检测领域，务实求进

### 公司发展历程

英诺特成立于 2006 年，是一家专注于 POCT 快速诊断产品研发、生产和销售的高科技生物医药企业。公司产品以呼吸道病原体检测为主，同时覆盖优生优育、消化道、肝炎等多个检测领域。公司以急门诊，尤其是儿童急门诊检测作为切入点，布局多联检特色管线，致力于打造中国呼吸道病原体快速联合检测领导品牌。

图表 1 公司发展历程

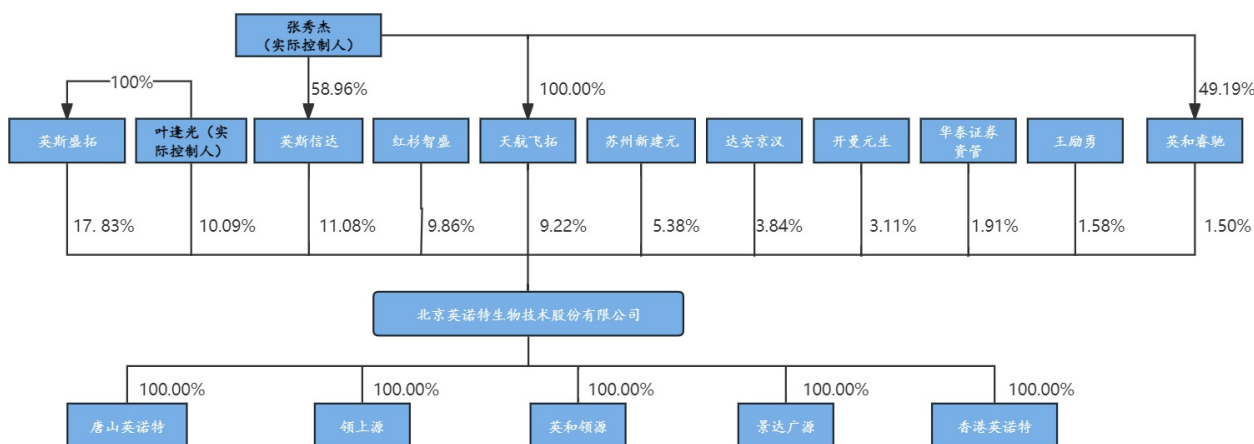


资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

### 公司股权结构

公司股权结构较为集中。公司实际控制人为叶逢光、张秀杰，叶逢光直接持有公司 10.09% 的股份，并通过英斯盛拓间接持有公司 17.83% 的股份；张秀杰通过英斯信达间接控制公司 11.08% 的股份，通过天航飞拓间接持有公司 9.22% 的股份，通过英和睿驰间接控制公司 1.50% 的股份，叶逢光、张秀杰合计控制英诺特 49.72% 的股份。公司拥有 5 家全资子公司，分别为唐山英诺特、领上源、英和领源、景达广源与香港英诺特。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 公司管理层

公司董事兼总经理张秀杰，曾任中国石化集团北京燕山石油化工有限公司研究院团支部书记、中国经营报记者、北京现代高达生物技术有限责任公司副总经理、中关村科技园区丰台园职业介绍所所长助理、北京市神舟力行人力资源管理有限公司总经理助理，从业经验丰富。公司董事兼副总经理张晓刚，曾任中国人民解放军总医院第八医学中心助理实验师和实验师、北京现代高达生物技术有限责任公司战略发展总监。

**图表 3 公司核心管理层**

| 姓名  | 职位           | 从业背景  |
|-----|--------------|---|
| 叶逢光 | 董事长、实际控制人    | 2008 年 9 月至 2010 年 10 月，曾在国能智深控制技术有限公司担任技术工程师；2010 年 10 月至 2015 年 6 月从事自由职业；2015 年 6 月至 2017 年 6 月，在北京英泰汇科技有限公司任副总经理；2015 年 10 月至今，在迁安市兴衡企业管理咨询服务有限公司任执行董事兼总经理；2017 年 7 月至今，在唐山富溪供应链管理有限公司担任副总经理；2018 年 11 月至今，在清徐县绿源贸易有限公司担任执行董事；2015 年 11 月至 2020 年 11 月，任英诺特有限董事长；2020 年 11 月至今，任北京英诺特股份有限公司董事长。   |
| 张秀杰 | 董事、总经理、实际控制人 | 1993 年 7 月至 1995 年 10 月，曾在中国石化集团北京燕山石油化工有限公司担任研究院团支部书记；1995 年 11 月至 1997 年 3 月，在中国经营报任记者；1997 年 3 月至 2003 年 3 月，曾任北京现代高达生物技术有限责任公司副总经理；2003 年 3 月至 2004 年 12 月，在中关村科技园区丰台园职业介绍所任所长助理；2004 年 12 月至 2006 年 1 月，任北京市神舟力行人力资源管理有限公司总经理助理；2006 年 2 月至 2006 年 9 月，任英诺特有限总经理；2006 年 9 月至 2015 年 11 月，担任英诺特有限执行董事兼总经理；2015 年 11 月至 2020 年 11 月，任英诺特有限董事兼总经理；2020 年 11 月至今，担任英诺特董事兼总经理。2021 年 11 月，当选北京市丰台区第十七届人民代表大会代表。 |
| 张晓刚 | 董事、副总经理      | 1986 年 8 月至 2004 年 3 月，曾在中国人民解放军总医院第八医学中心先后担任助理实验师与实验师；2004 年 4 月至 2008 年 9 月，在北京现代高达生物技术有限责任公司任战略发展总监；2008 年 9 月至 2019 年 12 月，任英诺特有限副总经理；2019 年 12 月至 2020 年 11 月，任英诺特有限董事、副总经理；2020 年 11 月至今，任公司董事、副总经理。  |
| 陈廷友 | 董事、研发总监      | 1994 年 4 月至 2003 年 4 月，任北京现代高达生物技术有限责任公司研发部经理；2003 年 5 月至 2006 年 3 月，任北京天石天力医疗器械技术开发中心研发部经理；自 2006 年 4 月至 2019 年 12 月，任英诺特有限研发总监；2019 年 12 月至 2020 年 11 月，任英诺特有限董事兼研发总监；2020 年 11 月至今，任公司董事兼研发总监。   |
| 陈富康 | 董事会秘书        | 2006 年 2 月至 2007 年 5 月，任广州中大医药发展中心有限公司培训部主管；2007 年 6 月至 2009 年 5 月，任北京怡德智医院管理有限公司咨询培训部主管；2009 年 6 月至 2013 年 5 月，任广州合谐医疗科技有限公司服拓展部经理；2013 年 12 月至 2015 年 12 月，任广州达安基因股份有限公司投资经理；2016 年 1 月至 2017 年 3 月，任广州勤安投资管理有限公司合伙人；2017 年 4 月至 2019 年 9 月，任广州安融达创企业咨询有限公司总经理；2019 年 10 月至 2020 年 11 月，任英诺特有限董事会秘书；2017 年 2 月至今，任广州安融投资有限公司执行董事；2020 年 5 月至今，任广州安创执行董事兼经理；2020 年 11 月至今，任公司董事会秘书。                            |

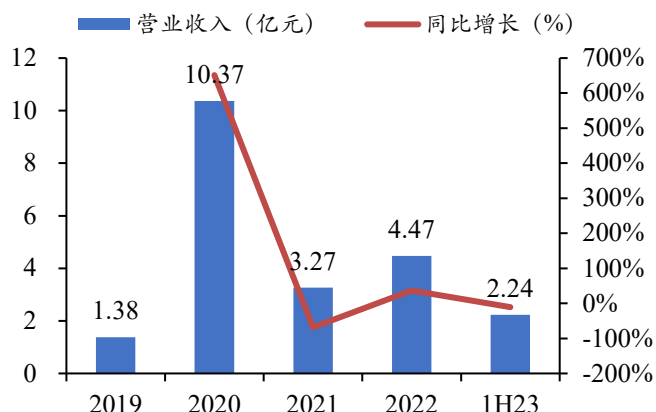
资料来源：招股说明书，华安证券研究所



## 1.2 非新冠业务稳步增长，疫情后业绩修复迅速

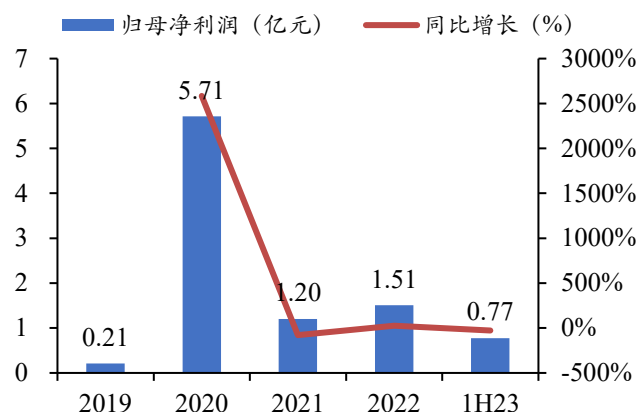
公司营业收入及净利润快速增长。公司营收由 2019 年的 1.38 亿元增长至 2022 年的 4.47 亿元,2019-2022 年复合增长率为 47.96%;归母净利润由 2019 年的 2100 万元增长至 2022 年的 1.51 亿元,2019-2022 年复合增长率为 93.01%。2020 年公司新冠产品(新冠抗原检测试剂)收入大幅增加,收入同比增幅 651.46%;同时公司非新冠核心产品也受到疫情影响有所下滑。

图表 4 公司营业收入及同比增速



资料来源: ifind, 华安证券研究所

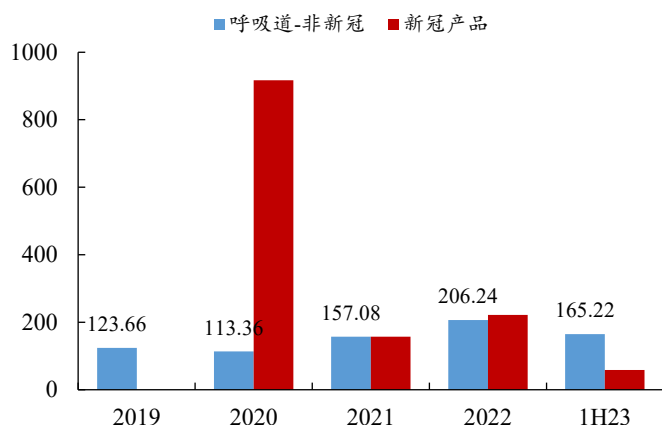
图表 5 公司归母净利润及同比增速



资料来源: ifind, 华安证券研究所

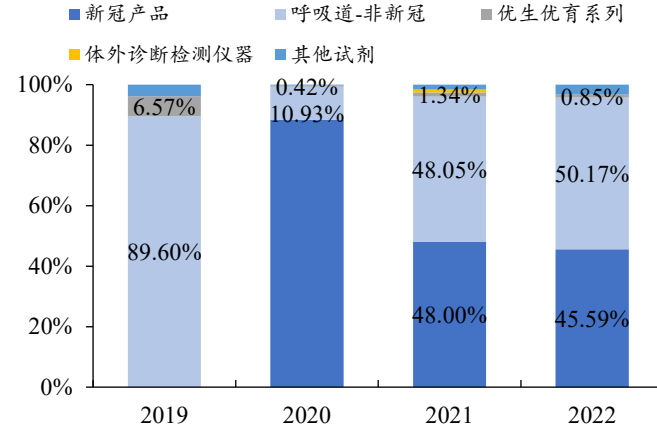
呼吸道病原体检测产品为公司核心品种。公司产品以呼吸道病原体检测为主,同时覆盖优生优育、消化道、肝炎等多个检测领域。其中,呼吸道系列产品(含新冠)为营业收入的重要来源,其占比始终维持在 90%以上。随着新冠产品收入逐渐下降,公司呼吸道检测收入逐步恢复。公司 2023 年 H1 营业收入 2.24 亿元,其中非新冠收入 1.65 亿元,同比增长 134.94%。

图表 6 公司分产品的收入拆分 (百万元)



资料来源: ifind, 招股说明书, 华安证券研究所

图表 7 公司营业收入占比拆分 (%)



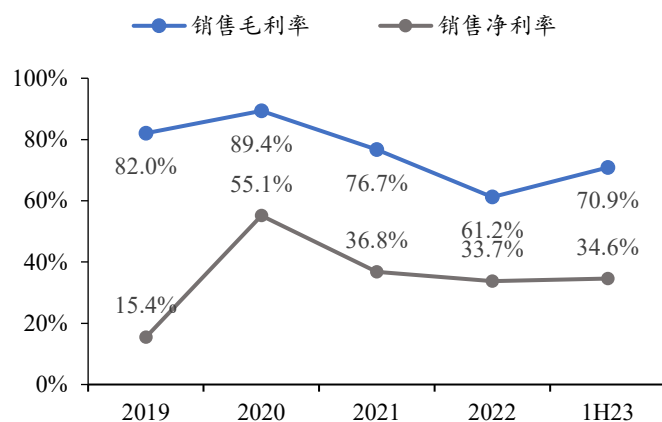
资料来源: ifind, 招股说明书, 华安证券研究所

公司毛利率、净利率及费用率受新冠产品波动,非新冠产品毛利率稳定。公司毛利率、净利率及四大费用率在 2020 年有较大波动,主要是由于公司的新冠抗体检测试剂需求攀升所致、新冠检测产品占比大幅提高所致;公司目前各项盈利指标较



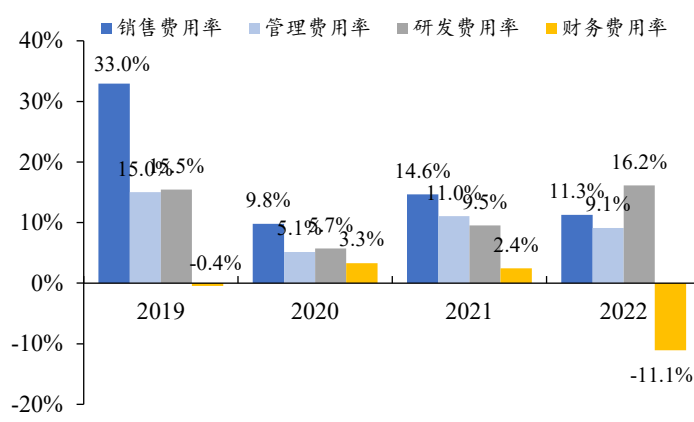
为稳定，后续业绩修复明显，非新冠产品毛利率稳定在 85% 左右。

图表 8 公司销售毛利率及销售净利率



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 9 公司四大费用率情况



资料来源：ifind，华安证券研究所

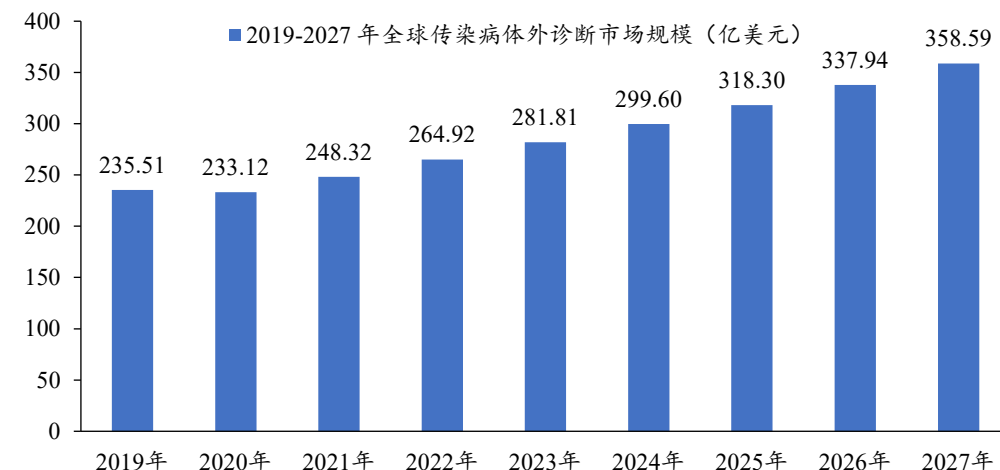
**公司经营近况更新：**23H1 公司在国内取得“钙卫蛋白、乳铁蛋白联合检测试剂盒（胶体金法）”产品注册证，在泰国市场取得的境外注册证“甲型流感病毒、乙型流感病毒、呼吸道合胞病毒、偏肺病毒抗原检测试剂盒（乳胶法）”，并正有序推进“甲型流感病毒抗原、乙型流感病毒抗原、新型冠状病毒抗原联合检测试剂盒”、“呼吸道合胞病毒、腺病毒、偏肺病毒、副流感病毒抗原联合检测试剂盒”（呼吸道四联检）等多个重点在研产品的临床注册工作。

## 2. 后疫情时代呼吸道检测行业蓬勃发展

### 2.1 传染病诊断行业发展迅猛

传染病诊断是目前体外诊断中增速最快的细分子领域之一，在国外市场发展已较为成熟。从市场规模来看，根据 Allied Market Research 预测，2019-2027 年全球传染病诊断市场规模将从 235.51 亿美元增至 358.59 亿美元，年均复合增长率为 5.40%。

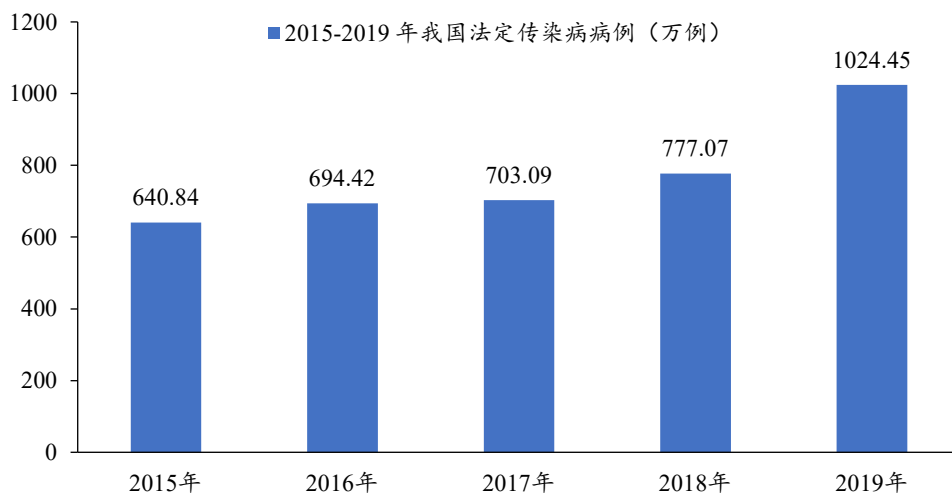
图表 12 2019-2027 年全球传染病体外诊断市场规模



资料来源：Allied Market Research，招股说明书，华安证券研究所

在我国，传染病发病率的上升直接推动了传染病体外诊断市场规模的快速增长。根据国家疾病预防控制中心统计数据，2015-2019 年，我国法定传染病例从 640.84 万例增长至 1024.45 万例，年均复合增长为 12.44%。

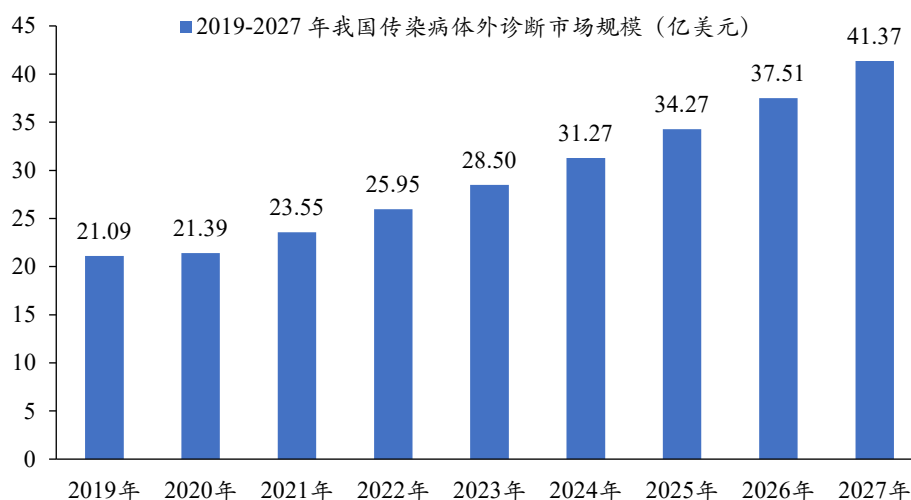
图表 13 2015-2019 年我国法定传染病病例



资料来源：疾病预防控制中心，招股说明书，华安证券研究所

从市场规模来看，未来随着国家对传染病控制力度的不断加大，我国传染病体外诊断市场规模有望从 2019 年的 21.09 亿美元增至 2027 年的 41.37 亿美元，年均复合增长率为 8.79%。

图表 14 2019-2027 年我国传染病体外诊断市场规模



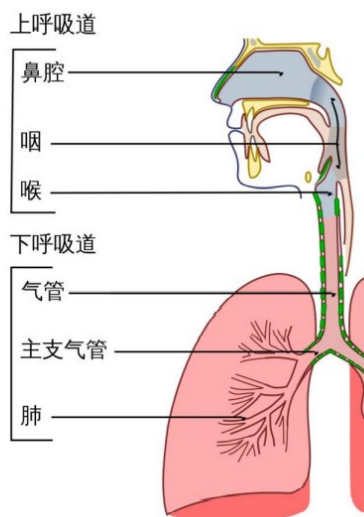
资料来源：Allied Market Research，招股说明书，华安证券研究所

## 2.2 呼吸道病原体诊断行业发展概况

呼吸道感染是指病原体感染人体的鼻腔、咽喉、气管和支气管等呼吸系统，分为上呼吸道感染和下呼吸道感染。上呼吸道感染常见的是急性上呼吸道感染，指鼻

腔、咽喉部急性炎症的概称，多为病毒感染所致，下呼吸道感染包括急性支气管炎、慢性支气管炎、肺炎、支气管扩张等，由病毒、细菌、支原体、衣原体、军团菌等微生物引起，其防治应遵循预防为主、准确诊断、及时治疗原则，治疗时必须明确引起感染的病原体以选择有效的药物及治疗方法。

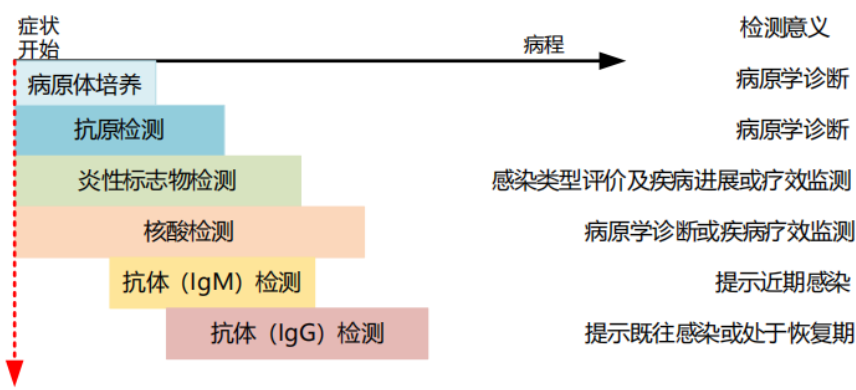
图表 15 人体上下呼吸道解剖示意图



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**呼吸道病原体检测和鉴别是呼吸道感染类疾病临床诊疗的第一步。**由于多种呼吸道病原体感染的临床症状和体征都较为相似，多表现为发热、咳嗽或头痛等，但其病理病程和治疗方法可能存在显著差异，因此通过对呼吸道病原体快速、准确地鉴别诊断，确定治疗方法和用药方案，在临床上具有重要的意义。呼吸道感染病程中临床检测的主要检测项目如下：

图表 16 呼吸道感染病程中临床检测项目及意义示意图



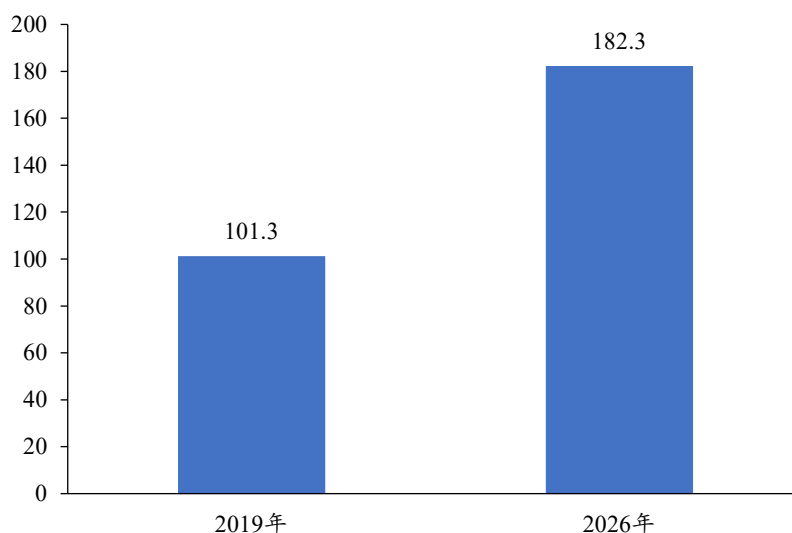
注：按照红色箭头示意图从上至下根据病情发展进行检测

资料来源：中华检验医学杂志《急性呼吸道感染病原体的临床检验诊断路径》，招股说明书，华安证券研究所

呼吸道感染由多种病毒和细菌病原体引起，根据美国卫生计量与评估研究所统计数据，呼吸系统疾病是全球仅次于心血管和癌症的第三大死亡因素。随着全球一

体化进程的加快，突发急性传染病对人类健康安全和社会经济发展构成的威胁不断增大，呼吸道检测市场需求会不断增长。根据 Global Market Insite 统计数据，2019 年全球呼吸道病原体诊断市场规模约为 101.3 亿美元，预计到 2026 年将增至 182.3 亿美元，年均复合增长率为 8.76%。

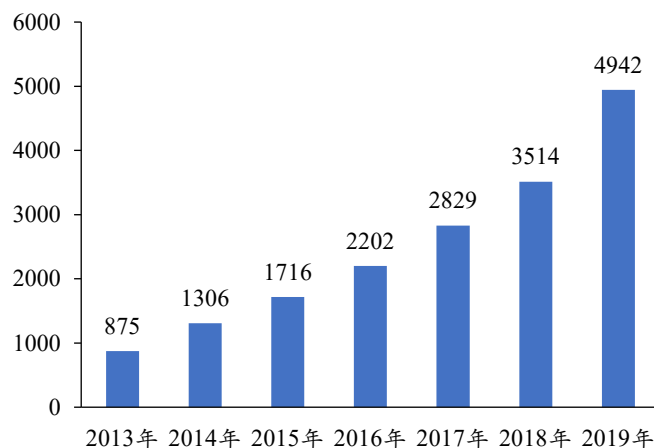
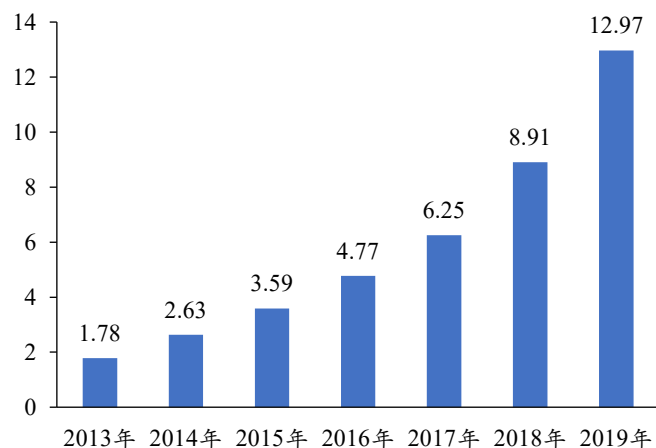
图表 17 2019-2026 年全球呼吸道病原体诊断市场 (亿美元)



资料来源：Global Market Insite，招股说明书，华安证券研究所

我国传染病死亡率居高位，呼吸道病原体检测市场规模有望突破 70 亿元。近年来，在分级诊疗体系不断推进、检测范围扩大、早诊早治趋势凸显等因素的驱动下，我国呼吸道病原体检测市场保持快速增长态势。我国呼吸道病原体检测试剂市场规模由 2013 年的 1.78 亿元增长至 2019 年的 12.97 亿元，复合增长率达到 39.24%，三年疫情防控措施造成的人群免疫缺失加速了后疫情时代的流感发病率，根据 2019-2025E CAGR 30%合理假设，我国 2025 年呼吸道病原体检测市场规模有望突破 60 亿元关口；我国呼吸道病原体检测试剂需求量由 2013 年的 875 万人份增长至 2019 年的 4942 万人份，复合增长率达到 33.45%。

图表 18 我国呼吸道病原体检测试剂市场规模 (亿元)      图表 19 我国呼吸道病原体检测试剂需求量 (万人份)

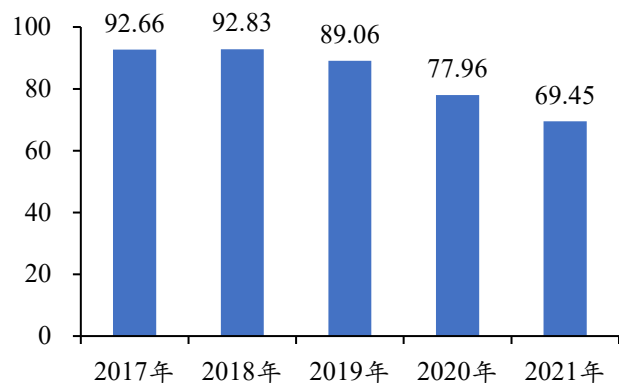


资料来源：智研咨询，招股说明书，华安证券研究所

资料来源：智研咨询，招股说明书，华安证券研究所

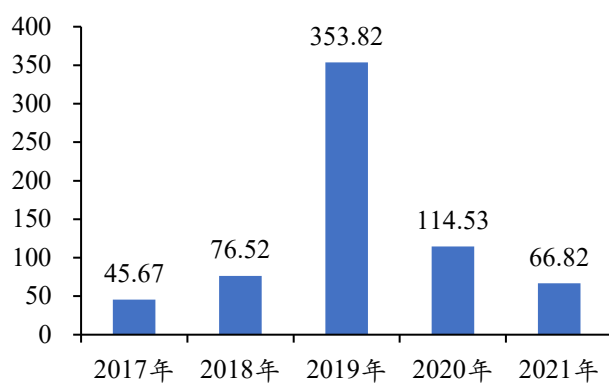
我国呼吸道传染病发病人数在我国常居高位。根据国家疾病预防控制中心颁布的《全国法定传染病疫情概况》，2021 年我国甲乙类呼吸道传染病发病 694,520 例，死亡 1,772 人，报告发病率为 49.26/10 万；流感发病 66.82 万例，报告发病率为 47.40/10 万。为减少呼吸道疾病对国人健康的威胁，进一步加强呼吸道病原体诊断势在必行。

图表 20 甲乙类呼吸道传染病发病人数 (万人)



资料来源：疾病预防控制中心，华安证券研究所

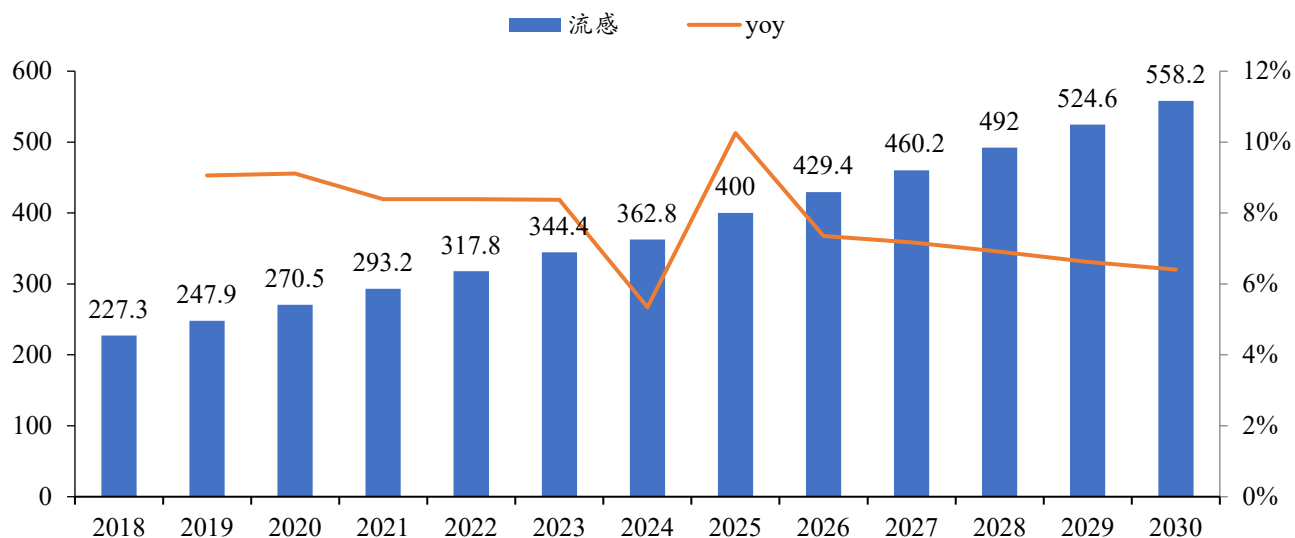
图表 21 流感发病人数 (万人)



资料来源：疾病预防控制中心，华安证券研究所

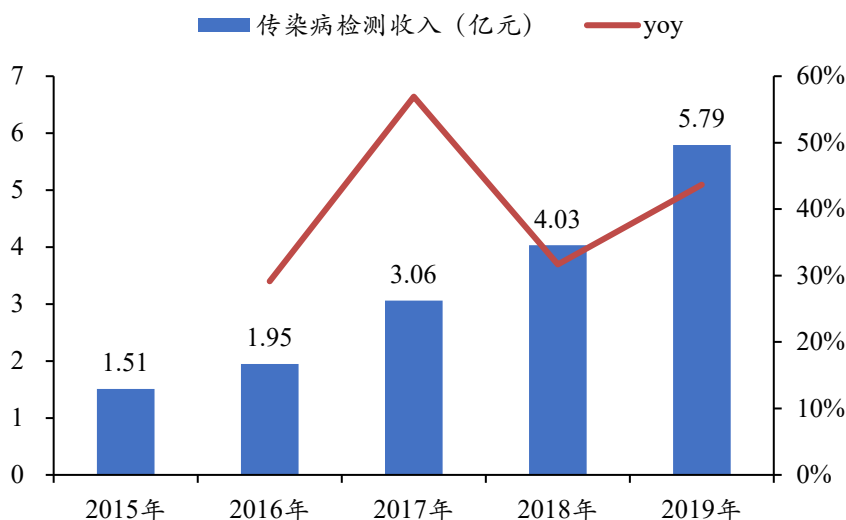
**流感检测需求端持续向好。**根据 Kalorama Information 预测，我国流感 IVD 产品需求在 2023 年市场规模达 3.44 亿美元，2018-2023 年复合增速 8.7%，并有望在 2025 年突破 4 亿美元。根据万孚生物数据，该公司传染病检测产品（新冠时期前）销售收入由 2015 年的 1.51 亿元，增长至 2019 年的 5.79 亿元，复合年增长率为 40%。

图表 22 中国 2018-2031 年流感 IVD 产品需求 (百万美元)



资料来源：Kalorama Information，华安证券研究所

图表 23 万孚生物 2017-2022 年传染病检测销售收入及增速



资料来源：万孚生物年报，华安证券研究所


### 3. 呼吸道病原体 POCT 龙头, 海外业绩即将兑现

#### 3.1 业务轴心：纵深打造呼吸道病原体检测龙头

公司呼吸道检测产品已覆盖肺炎支原体、肺炎衣原体、呼吸道合胞病毒、腺病毒、柯萨奇病毒、人细小病毒 B19、嗜肺军团菌、副流感病毒以及流感病毒（甲型流感病毒、乙型流感病毒）等多种常见病原体，其中多款产品为国内独家品种，以多项目联检为特色，具备较强的行业竞争力。

**联检产品为公立医院提升诊疗效率，公司拥有多款独家呼吸道联检产品。**公司依靠自主研发已拥有 5 款呼吸道联检产品，包括全血呼吸五联检测试剂盒、流感抗体三联检测试剂盒、血清呼吸五联检测试剂盒、呼吸荧光九联检测试剂盒以及流感抗原三联检测试剂盒。多项病原体联合检测在于将具有相似特征的常见呼吸道病原体进行整合、并放在同一产品内，仅通过一次检测对患者感染呼吸道病原体种类进行鉴别诊断。联检产品的巨大临床优势在于降低医疗成本、提高检测效率、促进门诊急诊周转。联合检测方法是未来趋势，人流较大的公立医院会倾向于首选联检产品，进而提高诊疗效率。


图表 28 公司主要现有及在研呼吸道常规检测产品（截至 2023 年 10 月）

| 技术平台 | 产品用途及特性介绍   | 产品图片/进展   |
|------|---|---|
| 免疫层析 | <b>全血呼吸五联检测试剂盒</b><br>1) <u>国内独家品种</u> ，使用全血或血清样本，同时对呼吸道常见的五种病原体：肺炎支原体、肺炎衣原体、呼吸道合胞病毒、腺病毒、柯萨奇病毒 B 组的 IgM 抗体进行联合检测；2) 呼吸道病原体种类多，常伴有重叠感染，且临床症状相似。该产品利用多种病原体联合检测技术，一次性对多种病原体进行检测，利于早识别、早治疗、防重症、早康复，尤其适用于早期急性感染的检测；3) 具有检测快速，操作便捷，项目全面的特点，适用于各级医疗机构呼吸道感染患者的早期快速检测。 |  |



|        |   |   |
|--------|---|---|
| 免疫层析   | <p><b>流感抗原三联检测试剂盒</b></p> <p>1) 国内独家产品，使用口咽拭子样本，同时对高发流行的甲型流感病毒、乙型流感病毒和肺炎支原体，进行联合鉴别诊断；2) 甲型流感病毒、乙型流感病毒、肺炎支原体均是易流行高发的病原体，且易导致混合感染，由于其用药不同，仅对单一病原体进行检测，可能存在漏检风险，造成患者病程延误。该产品利用多种病原体联合检测技术，一次性对三种病原体进行检测，其主要用于流感及肺炎支原体感染的鉴别诊断、合理治疗与预后；3) 具有检测快速，操作便捷，适用于各级医疗机构呼吸道感染患者的早期快速鉴别诊断。</p>           |    |
| 免疫层析   | <p><b>流感抗体三联检测试剂盒</b></p> <p>1) 国内独家品种，同时对流感病毒 A 型、流感病毒 B 型、副流感病毒 IgM 抗体进行联合检测；2) 对三种常见流感样病例的病毒进行高效鉴别，提供诊疗方案指导；3) 可使用全血或血清进行检测，具有检测快速，操作便捷，易于贮存的特点。</p>   |    |
| 免疫层析   | <p><b>血清呼吸五联检测试剂盒</b></p> <p>1) 用于呼吸道常见病毒的 IgM 抗体检测，可同时对呼吸道合胞病毒 IgM 抗体、人细小病毒 B19IgM 抗体、柯萨奇病毒 B 组 IgM 抗体、腺病毒 IgM 抗体、腮腺炎病毒 IgM 抗体进行联合检测；2) 尤其适用于早期急性感染的检测；3) 具有检测快速，操作便捷，易于贮存的特点。</p>   |   |
| 间接免疫荧光 | <p><b>呼吸荧光九联检测试剂盒</b></p> <p>1) 国内首创、国产唯一品种，同时对肺炎支原体、肺炎衣原体、甲型流感病毒、乙型流感病毒、副流感病毒、呼吸道合胞病毒、腺病毒、柯萨奇病毒 B 组和嗜肺军团菌的 IgM 抗体进行联合检测，满足不同检测需求；2) 尤其适用于早期急性感染的检测，对多达 9 种常见呼吸道病原体同时进行检测，提供诊疗方案指导，检测病种更符合国内流行病学特点；3) 具有经典荧光防干扰、项目组合合理、双色系统易判读等特点，适合住院患者中慢阻肺急性加重、反复感染、不明原因肺炎、医院获得性肺炎、呼吸及相关肺炎感染等病因的探查。</p> |  |
| 乳胶法    | <p><b>甲型流感病毒、乙型流感病毒、呼吸道合胞病毒、偏肺病毒抗原检测试剂盒（乳胶法）</b></p> <p>独家品种，同时对甲型流感病毒、乙型流感病毒、呼吸道合胞病毒、偏肺病毒抗原进行联合检测。</p>   | <p>泰国已获证，国内稳步推进临床注册工作</p>   |
| 乳胶层析法  | <p><b>呼吸道合胞病毒、腺病毒、偏肺病毒、副流感病毒抗原联合检测试剂盒</b></p> <p>独家品种，4 项联合检测，针对呼吸道最常见的病原体，采用乳胶层析法检测 4 种病原体抗原，对呼吸道病原体鉴别诊断提供辅助依据。</p>  | <p>已完成产品性能评估以及注册检验，正在进行临床试验</p>   |
| 荧光探针法  | <p><b>肺炎衣原体、肺炎支原体、沙眼衣原体核酸检测试剂盒</b></p> <p>采用荧光探针的方法在一个反应体系中对多种呼吸道病原体进行联合检测。</p>   | <p>已完成前期研发和性能评估</p>   |



|           |   |   |
|-----------|---|---|
| PCR 荧光探针法 | 甲型流感病毒、乙型流感病毒、呼吸道合胞病毒核酸检测试剂盒<br>采用荧光探针的方法在一个反应体系中对多种呼吸道病原体进行联合检测  | 已完成前期研发和性能评估，已完成注册检验，正在进行临床试验   |
| 免疫层析/酶联免疫 | <b>其他呼吸道检测产品</b><br>1) 公司在呼吸道检测领域拥有境内产品注册证达到 26 个，均为三类医疗器械注册证；2) 检测病种涵盖肺炎支原体、肺炎衣原体、麻疹病毒、风疹病毒、呼吸道合胞病毒、人细小病毒、柯萨奇病毒、腺病毒、腮腺炎病毒、结核分枝杆菌等超过 15 种呼吸道病原体，检测方法包括免疫层析和酶联免疫法等；3) 同时拥有单检、联检产品，主要用于相关病原体的感染的辅助诊断。 |  |

资料来源：公司半年报，华安证券研究所

公司是国内呼吸道常规检测布局最全的企业，在研产品贡献未来增量。公司深耕呼吸道检测领域多年，与国内其他公司相比，公司呼吸道常规病原体 POCT 检测产品在注册证数量、联检产品注册证数量、覆盖病种数量上均处于领先地位。截至 2023 年 10 月，公司在国内已取得 26 张注册证，其中 3 项以上联合检测产品注册证有 5 张，均为独家产品，覆盖呼吸道病种到达 15 种，具备国内最强竞争力。

在研产品方面，23H1 公司在国内取得“钙卫蛋白、乳铁蛋白联合检测试剂盒（胶体金法）”产品注册证，在泰国市场取得的境外注册证“甲型流感病毒、乙型流感病毒、呼吸道合胞病毒、偏肺病毒抗原检测试剂盒（乳胶法）”，并正有序推进“甲型流感病毒抗原、乙型流感病毒抗原、新型冠状病毒抗原联合检测试剂盒”、“呼吸道合胞病毒、腺病毒、偏肺病毒、副流感病毒抗原联合检测试剂盒”（呼吸道四联检）等多个重点在研产品的临床注册工作。

图表 29 公司与主要竞争对手在常规呼吸道病原体 POCT 产品的对比情况（境内产品，截至 2023 年 10 月）

| 项目                      | 万孚生物      | 万泰生物             | 亚辉龙       | 丽珠试剂           | 英诺特              |
|-------------------------|-----------|------------------|-----------|----------------|------------------|
| 呼吸道病原体检测产品注册证数量         | 11        | 18               | 8         | 9              | 26               |
| 呼吸道病原体联合检测产品注册证数量       | 1         | 2                | 0         | 2              | 7                |
| 呼吸道病原体 3 项以上联合检测产品注册证数量 | 无         | 无                | 无         | 无              | 5                |
| 覆盖呼吸道病种数量               | 9         | 12               | 3         | 4              | 15               |
| 主要检测方法                  | 免疫层析、核酸检测 | 核酸分子检测、酶联免疫、化学发光 | 化学发光、酶联免疫 | 免疫层析、酶联免疫、核酸检测 | 免疫层析、间接免疫荧光、酶联免疫 |
| 主要检测标的                  | 抗体、抗原     | 抗体、抗原、核酸         | 抗体、抗原     | 抗体、抗原          | 抗体、抗原            |

资料来源：NMPA，华安证券研究所

公司实现上游关键原料自研自产,自上而下开展研发。公司技术平台优势显著,目前已构建包括免疫层析、间接免疫荧光、液相免疫、核酸分子检测、基因重组蛋白工程以及细胞和病原体培养六大技术平台;其中基因重组蛋白工程平台及细胞和病原体培养是两大原料制备平台,拥有较为丰富的病毒种库,具有重组抗原抗体和天然抗原的制备能力,产品研发始于上游抗原抗体的重组、培养、修饰、制备,掌握超过 100 种抗原抗体制备技术,其中已应用于产品的超过 40 种,近年来自产抗原占比达到 60-70%。

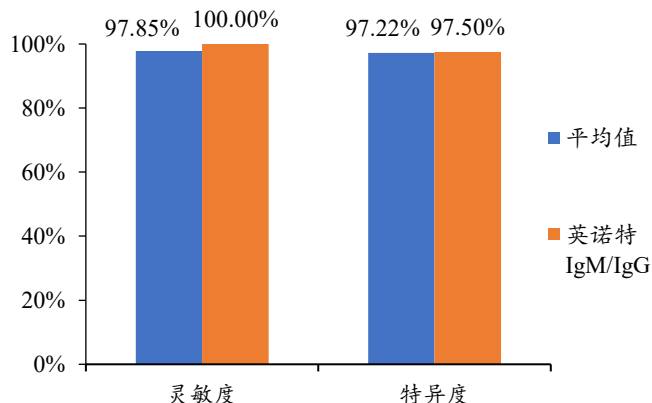
图表 31 公司具备两大原料制备平台



资料来源:公司官网,华安证券研究所

**新冠产品:** 疫情反应迅速,成为国内首批新冠抗体检测获批厂商。公司在呼吸道病原体新冠检测方面同样亮眼。2020 年初公司快速响应,开展对新冠病毒检测产品的研发攻关,并于 2020 年 2 月 22 日通过国家药监局应急通道审批,获得国内首批新型冠状病毒 IgM/IgG 抗体检测试剂盒注册证,并随后参与了 3 项新冠抗体检测国家标准制定。公司在国内凭借其抗疫工作中的优异表现,成为唯一一家被中共中央、国务院、中央军委授予“全国抗击新冠肺炎疫情先进集体”的体外诊断试剂生产商;公司在海外凭借产品技术过硬、检测结果可靠(IgM/IgG 抗体检测试剂灵敏度 100.00%、特异度 97.5%),陆续取得了包括 FDA 的 EUA 授权在内的多个海外市场准入许可。

图表 32 公司被授予“全国抗击新冠肺炎疫情先进集体” 图表 33 FDA 的 EUA 授权产品对比

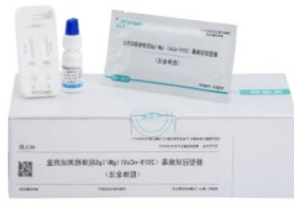



资料来源：英诺特官方微信公众号，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

除了目前已获批常规新冠抗体、抗原检测产品，公司甲流/乙流/新冠三联检试剂盒已完成原材料筛选、产品工艺研究、性能评估和注册检验，有望 2023 年下半年迎来获批；公司三联检新冠检更好针对并满足了新冠与流感的鉴别检测需求，有望在未来继续拓宽国内及海外新冠检测市场。

图表 34 公司新冠检测产品管线（截至 2023 年 10 月）

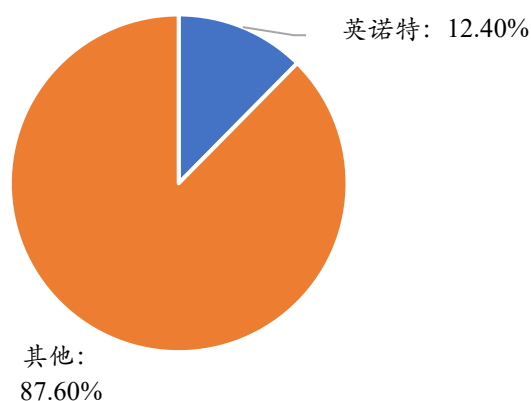
| 方法学   | 产品名称                              | 产品介绍  | 产品图片/项目进展  |
|-------|-----------------------------------|---|--|
| 免疫层析  | 新型冠状病毒 IgM/IgG 抗体检测试剂盒            | 同时对新型冠状病毒 IgG 抗体和 IgM 抗体进行联合检测；用于对新型冠状病毒核酸检测阴性疑似病例的补充检测指标或疑似病例诊断中与核酸检测协同使用；适用样本范围广，全血、血清、血浆均可；检测速度快，加样后 15 分钟即可判读结果；操作便捷，无需配套检测设备 |   |
| 乳胶层析法 | 新型冠状病毒抗原检测试剂盒                     | 采用彩色乳胶微球偶联新型冠状病毒抗体，基于双抗体夹心法和层析技术，直接检测新型冠状病毒抗原，采用鼻咽拭子取样，并且不需要依赖设备或实验室，方便快捷   |  |
| 层析法   | 甲型流感病毒抗原、乙型流感病毒抗原、新型冠状病毒抗原联合检测试剂盒 | 布局后疫情时代需求特点，对甲型流感病毒抗原、乙型流感病毒抗原、新型冠状病毒抗原三种病原体抗原的联合检测，采用咽拭子采样，方便快捷  | 正在进行临床试验   |

资料来源：ifind，招股说明书，华安证券研究所

### 3.2 基于呼吸道领域固有优势，横向覆盖更多产品和区域

**公司呼吸道检测业务渠道优势明显。**公司长期扎根 POCT 快速检测领域，以呼吸道病原体检测为轴心，以多种病原体联合检测为特色，致力于打造中国呼吸道病原体快速联合检测领导品牌。根据智研咨询数据，以 2019 年全国呼吸道病原体检测试剂总需求量 4942 万人份计算，公司在 2019 年非新冠呼吸道病原体检测产品销量为 611.48 万人份，在全国呼吸道病原体检测市场占有率达到 12.4%。

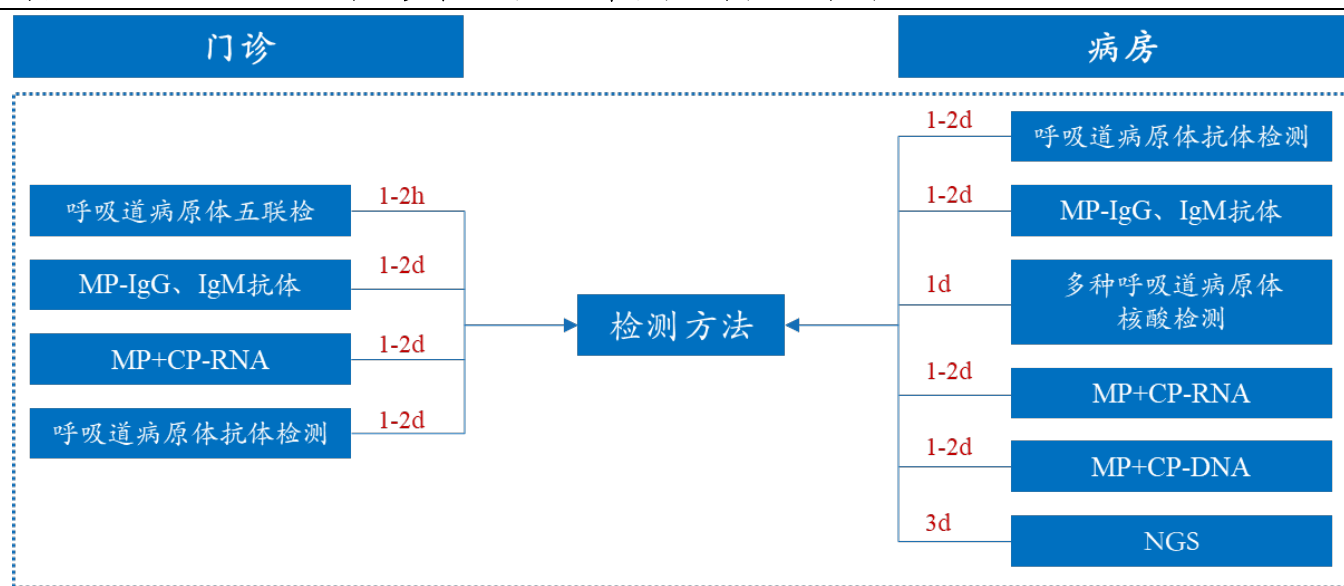
图表 35 2019 年公司呼吸道病原体检测市场占有率（%）



资料来源：智研咨询，招股说明书，华安证券研究所

**联检产品有效提升公立医院诊疗效率。**以某儿童医院针对肺炎支原体（MP）的诊断方法为例，门诊和病房的诊断方法主要包括含 MP 的多联检（三联检、五联检）、MP-IgG/IgM 抗体检测、MP+CP-RNA/DNA、NGS、核酸检测等；其中多联检是最快的肺炎支原体检测手段（1-2 小时出结果），能有效提高检出率的同时，降低复诊和等待周期，在多种呼吸道病原体流行高发时节加快公立医院门急诊诊疗效率。

图表 36 公立医院呼吸道病原体诊断方法和检测所需时间（肺炎支原体）



资料来源：苏州大学附属儿童医院，华安证券研究所整理

公司依托多种呼吸道联检产品的快速检测优势，以急门诊（尤其是儿童急门诊）检测作为切入点，向其他科室扩展。目前公司产品已进入超 1700 家终端医院，覆盖大量三级甲等医院及重点儿科专科医院。

图表 36 公司覆盖重点医院概览






资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

公司依托现有成熟渠道，加速业务横向拓展。在呼吸道检测领域渠道优势的引领下，继续发挥联检技术优势，建立并覆盖优生优育、消化道、肝炎等其他领域。截至 2023 年 8 月，公司的重磅产品妇科三联检产品（白色念珠菌、阴道毛滴虫、加德纳杆菌抗原联合检测试剂盒）和诺如分型产品（诺如病毒 GI 型/GII 型核酸检测试剂盒）已处于申报注册阶段，多款在研产品属于联检特色 POCT，预期在未来 2-3 年持续贡献业绩增量。

图表 37 公司非呼吸道检测领域产品管线（截至 2023 年 10 月）

| 产品种类   | 方法学       | 产品名称及介绍   | 产品图片/项目进展   |
|--------|-----------|---|---|
| 优生优育系列 | 免疫层析/酶联免疫 | <b>优生优育已上市产品</b><br>1) 公司在优生优育领域拥有超过 20 个检测产品注册证，绝大多数为三类医疗器械注册证；2) 其中公司的优生五联检测卡用于体外定性检测人血清中的弓形虫 IgM 和 IgG 抗体、巨细胞病毒 IgM 和 IgG 抗体、风疹病毒 IgG 抗体共 5 种抗体，采用了公司抗体联合检测核心技术，可在一张试纸条上同时检测 IgM 和 IgG 两种抗体，检验速度快，操作便捷；3) 此外，公司在优生优育检测领域监测范围还涵盖人绒毛膜促性腺激素、单纯疱疹病毒、解脲支原体、促黄体生成素、精子 SP10 蛋白等，检测方法包括免疫层析和酶联免疫，同时拥有单检、联检产品，能够覆盖各类常见优生优育的检测和筛查需求。 |  |
|        | 化学发光法     | <b>优生十项抗体检测试剂盒</b><br>采用直接化学发光法分别对 5 种优生系列病原体的 IgG 抗体和 IgM 抗体进行检测，具有良好的灵敏度和特异性。   | 原材料筛选和工艺研究阶段  |
|        | 乳胶层析法     | <b>白色念珠菌、阴道毛滴虫、加德纳杆菌抗原联合检测试剂盒</b><br>项目基于免疫层析乳胶法技术，对白色念珠菌、阴道毛   | 已完成原材料筛选、产品工艺研究和优化、产品性能评估以及注册检验，准   |

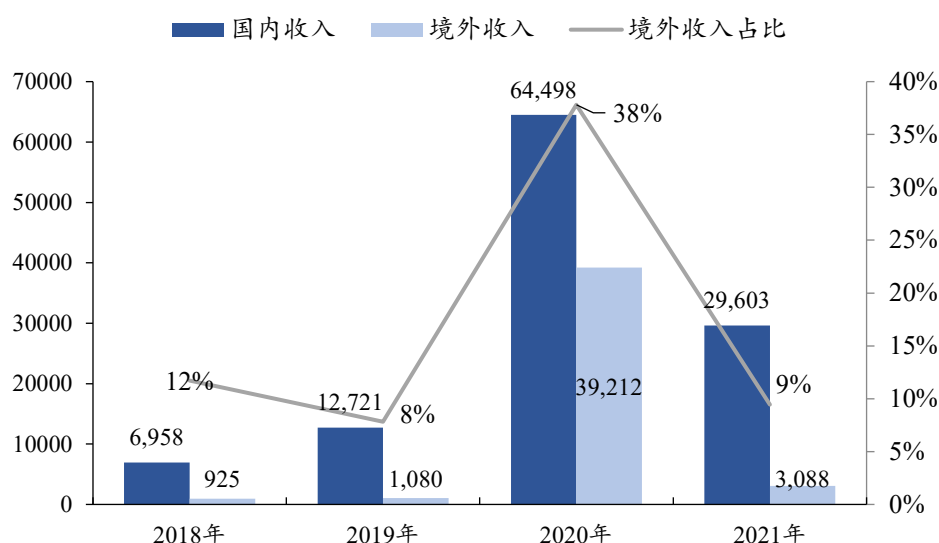
|       |           |  |  |
|-------|-----------|--|--|
|       |           | 滴虫、加德纳杆菌三种病原体抗原的联合检测，为临床白色念珠菌、阴道毛滴虫、加德纳杆菌引起的阴道炎症提供辅助诊断和鉴别依据  | 备开展临床试验研究  |
| 消化道系列 | 乳胶层析法     | <b>A 群轮状病毒、腺病毒、诺如病毒抗原联合检测试剂盒</b><br>市场独家产品，基于乳胶微球层析技术，对轮状病毒、腺病毒、诺如病毒三种病原体抗原进行联合检测，为临床轮状病毒、腺病毒、诺如病毒引起的急性病毒性感染腹泻提供辅助诊断依据 |   |
|       | 胶体金法      | <b>钙卫蛋白、乳铁蛋白联合检测试剂盒</b><br>采用胶体金法，通过粪便样本对钙卫蛋白、乳铁蛋白两个肠道炎症相关蛋白进行联合检测，为临床慢性肠道感染提供早期辅助诊断依据                                 | 国内已获批  |
|       | PCR 荧光探针法 | <b>诺如病毒 GI 型/GII 型核酸检测试剂盒</b><br>采用荧光探针技术检测粪便样本中诺如病毒，可为诺如病毒 I 型和 II 型分型鉴别提供依据  | 已完成全部的分析性能研究，已完成注册检验，正在进行临床试验  |
|       | 胶体金法      | <b>幽门螺杆菌抗原检测试剂盒</b><br>以粪便作为样本，采用双抗体夹心法检测幽门螺杆菌抗原   | 已完成全部的分析性能研究，已完成注册检验，正在进行临床试验  |
| 其他系列  | 免疫层析/酶联免疫 | <b>肝炎诊断已上市产品</b><br>涵盖甲肝、丁肝、戊肝、庚肝等检测项目；还涉及消化道、沙眼等检测项目  |  |
|       | 荧光定量 PCR  | <b>SFTS 病毒等 6 种出血热病毒快速核酸检测试剂技术转正在研产品</b><br>基于多重荧光定量 PCR 技术，将六种出血热病原体分为两组，并加入内标进行四通道检测，在两个反应体系内同时检测六种出血热病原体            | 已签订委托研发协议，正处于研发工艺优化和验证过程中  |
|       | 胶体金法      | <b>登革热 NS1 抗原、IgG/IgM 抗体检测试剂盒</b><br>检测登革热 NS1 抗原、IgG/IgM 抗体，方便快捷  | 已完成全部的分析性能研究，已完成注册检验，正在准备进行临床试验  |

资料来源：ifind，招股说明书，华安证券研究所

**公司国际市场布局，即将迎来兑现期。**公司通过 2020 年全球抗疫的铺垫，目前已在很多国家建立了合作渠道。截止 2022 年 11 月 30 日，公司在国际市场取得了超过 100 项注册证，产品覆盖亚洲、欧洲、北美洲、南美洲、非洲等 70 多个国家和地区。得益于海外渠道的快速打开，公司未来众多在研产品即将国内外同步开展临床试验，如甲流/乙流/新冠抗原三联检测产品在国际和国内市场同时进行。23H1 公司在泰国市场取得的境外注册证“甲型流感病毒、乙型流感病毒、呼吸道合胞病毒、偏肺病毒抗原检测试剂盒（乳胶法）”。

公司 2020 年海外营业收入 3.92 亿元人民币，总营收占比 38%，主要得益于新冠抗体/抗原在海外陆续获批并商业化。公司新冠检测产品技术过硬，检测准确率高、结果可靠，为后续呼吸道常规检测以及更多检测产品在境外进一步拓宽打开渠道。

图表 38 公司境内境外营业收入及境外收入占比



资料来源: ifind, 华安证券研究所

## 4. 公司盈利预测与投资建议

### 4.1 公司业绩拆分与估值

#### 收入预测

##### 1. 新冠业务

我们预计公司在 2023 年含少量新冠业务收入, 2024-2025 年无新冠检测业务。随着国内已经完全实施开放政策, 我们视作 1H23 披露的 5836 万元新冠收入为公司最后的新冠收入, 下半年不再有新冠业务收入。我们预测公司 2023-2025 年新冠检测收入分别为 5836 万元、0 亿元、0 亿元。

##### 2. 非新冠业务

##### 2.1 呼吸道病原体常规检测业务

我们预计公司呼吸道常规病原体检测 2023-2025 年营业收入增速明显, 基于以下推测: 1) 呼吸道常规病原检测行业蓬勃发展。目前该市场已成为传染病体外诊断行业甚至全体外诊断行业中增速最快的子领域之一; 根据智研咨询数据, 2019 年我国呼吸道病原体检测试剂市场规模已达 12.97 亿元, 2014-2019 年复合增速约 40%。2) 公司深耕呼吸道病原检测领域多年, 具备六大技术平台, 原料制备可逐渐实现自给。公司的呼吸道常规检测产品丰富, 其中多款产品为国内独家品种; 与国内其他厂商相比, 公司呼吸道常规病原检测产品在注册证数量、联检产品注册证数量、病原体覆盖率上均处于行业领先地位, 未来有望每年新增获批 2-3 张注册证。3) 公司通过固有渠道优势横向覆盖其他检测产品, 并布局国际市场。我们预计公司 2023-2025 年呼吸道常规病原体检测收入分别为 3.00 亿元、3.98 亿元、5.28 亿元, 同比增速 45.5%、32.7%、32.5%。

##### 2.2 优生优育系列

我们预计公司优生优育检测业务在 2023-2025 年呈现稳步增长态势, 基于以下推测: 1) 我国优生优育检测市场规模近百亿, 公司此前尚未涉足该领域, 考虑到多



项联检的优势，公司有望未来在该细分领域获得 1% 的市场份额。2) 公司此前尚无重磅产品推出，预计未来 2 年均有重磅产品获批（妇科三联检、优生十项检测），临床需求广泛。我们预计公司 2023-2025 年优生优育系列收入分别为 400 万元、500 万元、600 万元，同比增速 4.6%、25.0%、20.0%。

### 2.3 消化道检测系列

我们预计公司优生优育检测业务在 2023-2025 年呈现快速放量态势。考虑到公司此前尚无消化道产品覆盖，我们预期公司未来 3 年均有消化道产品陆续获批，使用场景以急诊、儿科为主，有较大临床需求，预期公司 2022-2024 年消化道检测收入分别为 1500 万元、3000 万元、5000 万元，同比增速 200.0%、100.0%、66.7%。

### 2.4 其他系列

考虑到其他业务尚无覆盖，一旦上市会进入快速放量阶段，预期获批产品包括 SFTS 病毒等 6 种合作研发技术转让、登革热等。我们预期公司 2023-2025 年其他系列收入分别为 1000 万元、1500 万元、2000 万元，同比增速 41.6%、50.0%、33.3%。

### 2.5 体外诊断检测仪器

我们预期公司 2023-2025 年体外诊断检测仪器收入分别为 350 万元、375 万元、400 万元，同比增速 10.1%、7.1%、6.7%。

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年营业收入有望分别实现 3.91 亿元、4.52 亿元、6.08 亿元，同比增长-12.5%、15.6%、34.5%；归母净利润分别实现 1.25 亿元、1.90 亿元、2.57 亿元，同比增长-16.8%、51.6%、35.3%。

**图表 39 公司收入拆分与盈利预测**

| 单位：百万元          | 2020A    | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E   | 2025E  |
|-----------------|----------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业总收入           | 1,037.10 | 326.91 | 446.62 | 390.86 | 451.82  | 607.53 |
| 同比增长率 YOY(%)    | 651.5%   | -68.5% | 36.6%  | -12.5% | 15.6%   | 55.6%  |
| 营业成本            | 110.48   | 76.29  | 128.38 | 85.04  | 78.44   | 105.55 |
| 销售费用(%)         | 9.8%     | 14.6%  | 11.3%  | 12.1%  | 12.3%   | 12.1%  |
| 管理费用(%)         | 5.1%     | 11.0%  | 9.1%   | 9.1%   | 9.4%    | 9.2%   |
| 研发费用(%)         | 5.7%     | 9.5%   | 16.2%  | 12.2%  | 13.1%   | 13.3%  |
| 财务费用(%)         | 3.3%     | 2.4%   | -11.1% | -0.8%  | -0.9%   | -0.9%  |
| 销售毛利率(%)        | 89.3%    | 76.7%  | 61.2%  | 78.2%  | 82.6%   | 82.6%  |
| 归母净利润           | 571.45   | 120.25 | 150.68 | 125.41 | 190.18  | 257.33 |
| 归母净利润 yoy(%)    | 2584.4%  | -79.0% | 25.3%  | -16.8% | 51.6%   | 35.3%  |
| 净利率(%)          | 55.1%    | 36.8%  | 33.7%  | 32.1%  | 42.1%   | 42.4%  |
| <b>1. 新冠业务</b>  |          |        |        |        |         |        |
| 营业收入            | 917.00   | 156.90 | 221.32 | 58.36  | 0.00    | 0.00   |
| 营业收入 YOY(%)     |          | -82.9% | 41.1%  | -73.6% | -100.0% | —      |
| 营业成本            | 91.24    | 45.92  | 88.53  | 28.01  | 0.00    | 0.00   |
| 毛利率(%)          | 90.1%    | 70.7%  | 60.0%  | 52.0%  | —       | —      |
| 占营业收入比(%)       | 88.4%    | 48.0%  | 49.6%  | 14.9%  | 0.0%    | 0.0%   |
| <b>2. 非新冠检测</b> |          |        |        |        |         |        |
| 营业收入            | 120.10   | 170.01 | 225.30 | 332.50 | 451.82  | 607.53 |
| 营业收入 YOY(%)     | -13.0%   | 41.6%  | 32.5%  | 47.6%  | 35.9%   | 34.5%  |
| 营业成本            | 19.24    | 30.36  | 39.85  | 57.02  | 78.44   | 105.55 |
| 毛利率(%)          | 84.0%    | 82.1%  | 82.3%  | 82.9%  | 82.6%   | 82.6%  |

|                       |        |        |        |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 占营业收入比(%)             | 11.6%  | 52.0%  | 50.4%  | 85.1%  | 100.0% | 100.0% |
| <b>2.1 呼吸道常规检测</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入                  | 113.36 | 157.08 | 206.24 | 300.00 | 398.07 | 527.53 |
| 营业收入 YOY(%)           | -8.3%  | 38.6%  | 31.3%  | 45.5%  | 32.7%  | 32.5%  |
| 营业成本                  | 15.14  | 23.50  | 30.85  | 44.88  | 59.55  | 78.92  |
| 毛利率(%)                | 86.6%  | 85.0%  | 85.0%  | 85.0%  | 85.0%  | 85.0%  |
| 占营业收入比(%)             | 10.9%  | 48.0%  | 46.2%  | 76.8%  | 88.1%  | 86.8%  |
| <b>2.2 优生优育系列</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入                  | 4.31   | 4.38   | 3.82   | 4.00   | 5.00   | 6.00   |
| 营业收入 YOY(%)           | -52.5% | 1.7%   | -12.7% | 4.6%   | 25.0%  | 20.0%  |
| 营业成本                  | 2.50   | 2.20   | 2.07   | 2.13   | 2.61   | 3.07   |
| 毛利率(%)                | 42.1%  | 49.7%  | 45.8%  | 46.8%  | 47.8%  | 48.8%  |
| 占营业收入比(%)             | 0.4%   | 1.3%   | 0.9%   | 1.0%   | 1.1%   | 1.0%   |
| <b>2.3 消化道系列</b>      |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入                  |        |        | 5.00   | 15.00  | 30.00  | 50.00  |
| 营业收入 YOY(%)           |        |        |        | 200.0% | 100.0% | 66.7%  |
| 营业成本                  |        |        | 1.00   | 3.00   | 6.00   | 10.00  |
| 毛利率(%)                |        |        | 80.0%  | 80.0%  | 80.0%  | 80.0%  |
| 占营业收入比(%)             |        |        | 1.1%   | 3.8%   | 6.6%   | 8.2%   |
| <b>2.4 其他系列 (肝炎等)</b> |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入                  | 2.43   | 5.19   | 7.06   | 10.00  | 15.00  | 20.00  |
| 营业收入 YOY(%)           | -54.0% | 113.7% | 36.0%  | 41.6%  | 50.0%  | 33.3%  |
| 营业成本                  | 1.60   | 3.37   | 5.16   | 6.00   | 9.00   | 12.00  |
| 毛利率(%)                | 34.3%  | 35.0%  | 26.9%  | 40.0%  | 40.0%  | 40.0%  |
| 占营业收入比(%)             | 0.2%   | 1.6%   | 1.6%   | 2.6%   | 3.3%   | 3.3%   |
| <b>2.5 体外诊断检测仪器</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入                  |        | 3.36   | 3.18   | 3.50   | 3.75   | 4.00   |
| 营业收入 YOY(%)           |        |        | -5.3%  | 10.1%  | 7.1%   | 6.7%   |
| 营业成本                  |        | 1.28   | 0.76   | 1.02   | 1.28   | 1.56   |
| 毛利率(%)                |        | 61.7%  | 76.0%  | 71.0%  | 66.0%  | 61.0%  |
| 占营业收入比(%)             |        | 1.0%   | 1.5%   | 1.2%   | 0.9%   | 0.8%   |

资料来源: ifind, 华安证券研究所测算

## 可比公司估值

由于公司主营业务呼吸道病原体 POCT 产品属于 IVD 板块, 我们选取了含呼吸道病原体检测业务的 IVD 公司作为英诺特的估值参照: 亚辉龙(化学发光 IVD 公司)、万泰生物 (IVD 及疫苗公司)、万孚生物 (国内 POCT 龙头公司)、安图生物 (化学发光 IVD 公司)。截至 2023 年 10 月 24 日, A 股可比公司 2023-2025 年市盈率 (PE) 为 19/15/12 倍, 我预测公司 2023-2025 年市盈率 (PE) 为 22/14/11 倍。公司 PE 倍数高于 A 股可比公司平均 PE 主要系公司营业收入及净利润体量较小, 成长性较高。

图表 40 可比公司估值

| 证券代码 | 证券名称 | 总市值 (亿) | 净利润 (百万元) | PE |
|------|------|---------|-----------|----|
|------|------|---------|-----------|----|

|           |      | 元)     | 22A     | 23E     | 24E     | 25E     | 23E   | 24E   | 25E   |
|-----------|------|--------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| 688575.SH | 亚辉龙  | 111.07 | 1012.39 | 384.44  | 509.58  | 675.96  | 28.89 | 21.80 | 16.43 |
| 603392.SH | 万泰生物 | 543.55 | 4735.80 | 4278.06 | 5655.17 | 5929.25 | 12.71 | 9.61  | 9.17  |
| 300482.SZ | 万孚生物 | 110.11 | 1196.97 | 616.10  | 785.22  | 1004.59 | 17.87 | 14.02 | 10.96 |
| 603658.SH | 安图生物 | 243.19 | 1167.44 | 1344.11 | 1661.76 | 2043.19 | 18.09 | 14.63 | 11.90 |
|           | 均值   |        | /       |         |         |         | 19.39 | 15.02 | 12.12 |
| 688253.SH | 英诺特  | 27.55  | 150.68  | 125.41  | 190.18  | 257.33  | 21.97 | 14.49 | 10.71 |

资料来源：ifind（2023 年 10 月 24 日），华安证券研究所

## 4.2 投资建议：呼吸道病原体 POCT 稀缺标的，首次覆盖

我国呼吸道检测市场有望突破 60 亿元，“流感+新冠”成为全球主旋律。由于多种病原体引起的呼吸道感染症状十分类似，病原体检测成为了呼吸道传染病临床诊疗途径的第一步。我国呼吸道病原体检测市场由 2013 年的 1.78 亿元增长至 2019 年的 12.97 亿元，2013-2019 年 CAGR 约 40%，并有望在 2025 年突破 60 亿元；我国疾控中心指出后疫情时代需要警惕新冠流感“双疫蔓延”，呼吸道病原体检测市场有望进一步扩容。

流感高发季挤兑严重，呼吸道快速检测产品能有效提高门急诊周转率。公立医院门急诊常规呼吸道病原体诊断方法包括病原体抗原检测、IgM/IgG 抗体检测、病毒培养分离、核酸检测、NGS 等。公司主要经营呼吸道病原体 POCT 检测，多个现有特色联检产品为国内首家、独家品种，一次检测可以对 3-9 种常见高发病原体进行联合检测，大部分产品能在 15-25 分钟内即可判读结果，操作便捷，准确高效，适用于早期急性感染的检测，满足门急诊高峰时段检测需求。

公司深耕呼吸道检测领域十载，多项呼吸道联检产品为国内独家品种。公司长期专注呼吸道病原体检测领域，是被市场忽略的呼吸道病原体 POCT 龙头：（1）公司六大技术平台中的两大平台为原料制备平台，目前已掌握 100 余种抗原抗体制备技术，实现自产抗原占比 60-70%。（2）公司已实现呼吸道 POCT 领域全面布局。截至 2023 年 10 月，公司在国内呼吸道病原体检测领域已取得 26 张三类注册证，包括抗原检测与抗体检测，其中 3 项以上联合检测产品注册证有 5 张，均为国内独家品种，覆盖呼吸道病种达 15 种，是国内呼吸道 POCT 领域拿证最多、布局最全的企业。

（3）公司依托呼吸道检测固有渠道优势，积极布局优生优育、消化道、肝炎等其他 POCT 特色产品，尤其在消化道检测领域，后续管线强劲，联检产品丰富。（4）公司通过全球抗疫打通海外渠道，目前拥有海外注册证 100 多张，覆盖 70 多个国家和地区，目前泰国已获批呼吸道四联检快速检测产品，海外业绩有望加速兑现。

**投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入有望分别实现 3.91 亿元、4.52 亿元、6.08 亿元，同比增长-12.5%、15.6%、34.5%；归母净利润分别实现 1.25 亿元、1.90 亿元、2.57 亿元，同比增长-16.8%、51.6%、35.3%；2023-2025 年 EPS 分别是 0.92/1.40/1.89 元，PE 倍数分别是 22/14/11 倍。考虑到公司是呼吸道病原体 POCT 领域布局最全的厂商，未来国内“流感+新冠”检测需求空间巨大，海外市场有望进一步拓展，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示：

产品研发进度不达预期风险、产品类型单一风险、市场竞争加剧风险等。

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度            | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>流动资产</b>    | 1738  | 1688  | 1869  | 2143  | <b>营业收入</b>     | 447   | 391   | 452   | 608   |
| 现金             | 389   | 483   | 658   | 898   | 营业成本            | 173   | 85    | 78    | 106   |
| 应收账款           | 124   | 31    | 41    | 59    | 营业税金及附加         | 9     | 6     | 7     | 10    |
| 其他应收款          | 11    | 4     | 5     | 7     | 销售费用            | 50    | 47    | 55    | 73    |
| 预付账款           | 23    | 20    | 18    | 23    | 管理费用            | 41    | 35    | 43    | 56    |
| 存货             | 75    | 33    | 31    | 41    | 财务费用            | -49   | -3    | -4    | -6    |
| 其他流动资产         | 1116  | 1116  | 1116  | 1116  | 资产减值损失          | -1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 205   | 207   | 222   | 231   | 公允价值变动收益        | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 2     | 3     | 4     | 5     | 投资净收益           | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 124   | 140   | 150   | 153   | <b>营业利润</b>     | 168   | 173   | 213   | 288   |
| 无形资产           | 7     | 9     | 10    | 12    | 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 72    | 55    | 58    | 61    | 营业外支出           | 4     | 32    | 1     | 1     |
| <b>资产总计</b>    | 1943  | 1895  | 2091  | 2374  | <b>利润总额</b>     | 165   | 141   | 212   | 287   |
| <b>流动负债</b>    | 243   | 90    | 96    | 121   | 所得税             | 14    | 16    | 22    | 30    |
| 短期借款           | 18    | 24    | 31    | 40    | <b>净利润</b>      | 151   | 125   | 190   | 257   |
| 应付账款           | 69    | 26    | 24    | 31    | 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 156   | 40    | 41    | 50    | <b>归属母公司净利润</b> | 151   | 125   | 190   | 257   |
| <b>非流动负债</b>   | 10    | 10    | 10    | 10    | EBITDA          | 137   | 164   | 239   | 316   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.24  | 0.92  | 1.40  | 1.89  |
| 其他非流动负债        | 10    | 10    | 10    | 10    |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 253   | 100   | 106   | 131   |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 136   | 136   | 136   | 136   |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 1022  | 1022  | 1022  | 1022  |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 531   | 638   | 828   | 1085  |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 1689  | 1796  | 1986  | 2243  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 1943  | 1895  | 2091  | 2374  |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率      |       |        |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 会计年度        |       |        |       |       |
| 会计年度           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A       | 2023E | 2024E  | 2025E |       |
| <b>经营活动现金流</b> | 126   | 166   | 215   | 278   | <b>成长能力</b> |       |        |       |       |
| 净利润            | 151   | 125   | 190   | 257   | 营业收入        | 36.6% | -12.5% | 15.6% | 34.5% |
| 折旧摊销           | 26    | 26    | 31    | 35    | 营业利润        | 20.3% | 2.8%   | 23.5% | 34.8% |
| 财务费用           | 0     | 1     | 1     | 1     | 归属于母公司净利    | 25.3% | -16.8% | 51.6% | 35.3% |
| 投资损失           | -5    | 0     | 0     | 0     | <b>获利能力</b> |       |        |       |       |
| 营运资金变动         | -51   | -15   | -8    | -17   | 毛利率 (%)     | 61.2% | 78.2%  | 82.6% | 82.6% |
| 其他经营现金流        | 207   | 169   | 199   | 275   | 净利率 (%)     | 33.7% | 32.1%  | 42.1% | 42.4% |
| <b>投资活动现金流</b> | -1086 | -56   | -47   | -45   | ROE (%)     | 8.9%  | 7.0%   | 9.6%  | 11.5% |
| 资本支出           | -58   | -79   | -46   | -44   | ROIC (%)    | 6.0%  | 6.7%   | 9.2%  | 11.0% |
| 长期投资           | -1037 | -1    | -1    | -1    | <b>偿债能力</b> |       |        |       |       |
| 其他投资现金流        | 9     | 23    | 0     | 0     | 资产负债率 (%)   | 13.0% | 5.3%   | 5.0%  | 5.5%  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 816   | -17   | 7     | 8     | 净负债比率 (%)   | 15.0% | 5.5%   | 5.3%  | 5.8%  |
| 短期借款           | 18    | 6     | 8     | 9     | 流动比率        | 7.15  | 18.77  | 19.48 | 17.65 |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 速动比率        | 6.74  | 18.16  | 18.95 | 17.12 |
| 普通股增加          | 34    | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |       |        |       |       |
| 资本公积增加         | 766   | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.33  | 0.20   | 0.23  | 0.27  |
| 其他筹资现金流        | -2    | -23   | -1    | -1    | 应收账款周转率     | 6.95  | 5.02   | 12.43 | 12.16 |
| <b>现金净增加额</b>  | -101  | 94    | 174   | 240   | 应付账款周转率     | 3.84  | 1.79   | 3.16  | 3.83  |

| 每股指标 (元)  |       |       |       |       | 估值比率      |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度      | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度      | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 每股收益      | 1.24  | 0.92  | 1.40  | 1.89  | P/E       | 19.21 | 21.97 | 14.49 | 10.71 |
| 每股经营现金流薄) | 0.93  | 1.22  | 1.58  | 2.04  | P/B       | 1.92  | 1.53  | 1.39  | 1.23  |
| 每股净资产     | 12.42 | 13.20 | 14.60 | 16.49 | EV/EBITDA | 20.93 | 14.04 | 8.93  | 6.01  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 华安证券研究所所长助理, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**联系人:** 钱琨, 研究助理, 主要负责医疗器械行业研究。上海交通大学医学本硕, 曾任职于美敦力(上海)管理有限公司、某国产结构性心脏病公司。

## 重要声明

### 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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或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。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 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。