

2024年01月13日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

独家多联检测优势、深耕呼吸道检测市场

—英诺特（688253.SH）公司深度报告

买入（首次）

投资要点

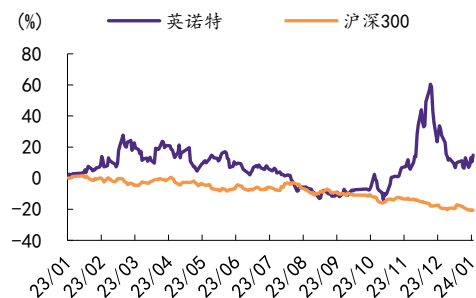
分析师：胡博新 S1050522120002
hubx@cfsc.com.cn

基本数据

2024-01-12

当前股价（元）	24.74
总市值（亿元）	34
总股本（百万股）	136
流通股本（百万股）	67
52周价格范围（元）	19.4-36.08
日均成交额（百万元）	63.24

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 深耕呼吸道快检市场，独家品种优势

英诺特是一家专注于 POCT 快速诊断产品研发、生产和销售的高科技生物医药企业，自 2016 年首个呼吸道多联检测产品获批，一直深耕呼吸道检测市场，不断丰富检测项目。在联合检测产品数量，尤其是三联及以上联检产品上，公司处于领先的地位，2019 年在全国呼吸道病原体检测市场占有率达到 12.4%。

■ 把握呼吸道快速检测市场机遇

呼吸道病原体检测属于新兴需求，虽然流感等呼吸道传染病已伴随人类漫长的历史，但规范化使用药物的时间较短，而且抗流感新药、抗新冠新药、抗 RSV 病毒新药等在持续研发中，病原学诊断对指导临床用药的价值提升，治疗指南也在持续完善推荐先检测后用药的理念。2023 年秋冬流感高峰，家庭自测需求爆发，医疗机构对联检认知显著提升，市场容量快速扩容。英诺特的呼吸道联检产品具有高效方便经济等优势，公司销售策略上选择对诊断效率要求最高的门诊急诊、儿童门诊作为切入点，抓住流感、支原体肺炎感染的高峰期，快速实现对医院的覆盖，公司产品已进入超过 1700 家终端医院。

■ 丰富呼吸道检测产品，储备肠道联检产品

英诺特储备了多个具有创新性的呼吸道联合检测项目，其中甲乙型流感+新冠抗原检测即将开展临床试验。公司还布局了肠道联检方向，2022 年公司取得主要应用于儿童腹泻未来肠道检测产品，而且为独家产品。公司起步阶段已搭建起核酸分子检测、液相免疫等技术平台。依托上游基因重组蛋白和细胞病原体培养平台，针对不断出现的病原体，公司将持续丰富产品线。

■ 盈利预测

预计 2023-2025 年公司营业收入为 4.64 亿元、5.68 亿元、7.33 亿元，归属于母公司净利润为 1.49 亿元、2.31 亿元、3.05 亿元，同比增速为-0.8%、54.9%、31.7%，EPS 分布为 1.10 元、1.70 元、2.24 元，当前股价对应 PE 分别为 22.5、14.5、11.0 倍。病原学诊断对指导临床用药的价值逐步提升，治疗指南也持续完善推荐先检测后用药的理念，公司在三联及以上联检产品处于领先的地位，首次覆盖，给予“买入”

投资评级。

■ 风险提示

联检产品在医院推广不及预期；新竞争加入，联检独家格局被打破；流感高峰期过后，呼吸道检测需求减少，企业订单减少；多联检测产品未来存在被集采的可能；公司后续多联产品研发的不确定性。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	447	464	568	733
增长率（%）	36.6%	3.9%	22.5%	29.1%
归母净利润（百万元）	151	149	231	305
增长率（%）	25.3%	-0.8%	54.9%	31.7%
摊薄每股收益（元）	1.11	1.10	1.70	2.24
ROE（%）	8.9%	8.2%	11.4%	13.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 呼吸道病原体检测为特色的 POCT 企业	5
1.1、 聚焦资源，深耕呼吸道检测市场	5
1.2、 独家联检优势，市场份额领先	6
1.3、 储备呼吸道检测开发技术，分享新冠检测红利	7
2、 把握呼吸道快速检测市场机遇	8
2.1、 呼吸道快检，医院检验和家庭自测趋势已起	8
2.2、 新兴蓝海市场，多联检测构建技术壁垒	11
2.3、 市场持续拓宽，从等级医院向基层渗透	15
3、 多技术平台，储备新发力点	16
4、 盈利预测评级	19
5、 风险提示	20

图表目录

图表 1：英诺特历史发展进程	5
图表 2：公司主要产品系列占比	5
图表 3：呼吸道系列中新冠和非新冠收入占比	5
图表 4：POCT 上市公司聚焦领域比较	6
图表 5：英诺特技术开发平台和覆盖呼吸道传染病原	6
图表 6：英诺特联检产品优势	7
图表 7：英诺特在呼吸道病原体检测市场占有率	7
图表 8：英诺特新冠和非新冠呼吸道产品收入变化(万元)	8
图表 9：2018-2022 年英诺特收入和利润变化（亿元）	8
图表 10：呼吸道传染病进程中临床检测项目及意义示意图	8
图表 11：呼吸道传染病检测方法比较	9
图表 12：发热患儿就诊流程规范化管理专家共识	10
图表 13：美团 12 种呼吸道病毒和细菌核酸检测项目及报告内容	10
图表 14：呼吸道疾病检测市场的空间测算	11
图表 15：我国呼吸道病原体检测试剂需求量（万人份）	11
图表 16：我国呼吸道病原体检测试剂市场（亿元）	11
图表 17：POCT 主要细分类别的成熟度	12
图表 18：夹心法免疫层析原理	12
图表 19：英诺特上游技术平台	13
图表 20：甲、乙型流感肺炎混合其他病原感染比较[例/%]	13
图表 21：英诺特已上市多联检测产品线及竞争格局	14

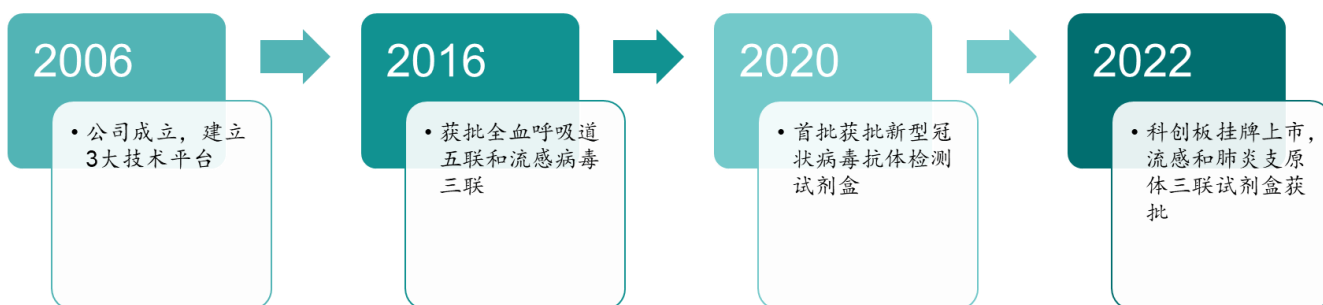
图表 22: 不同病原体潜伏期与 IgM 抗体产生时间.....	14
图表 23: 英诺特呼吸道疾病检测产品线研发项目及进度.....	15
图表 24: POCT 的推广应用场景.....	15
图表 25: 英诺特已覆盖重点儿科医院情况.....	16
图表 26: 英诺特六大研发平台.....	16
图表 27: 英诺特肠道病毒多联检测产品.....	17
图表 28: 2019 年 5 岁以下儿童死亡病因统计.....	17
图表 29: 2009-2013 年中国 5 岁以下儿童感染病因分析.....	18
图表 30: 英诺特在分子诊断和法学发光研发项目.....	18
图表 31: 公司营业收入假设 (单位: 万元).....	19
图表 32: 已布局呼吸道检测 IVD 企业的估值水平.....	20

1、呼吸道病原体检测为特色的 POCT 企业

1.1、聚焦资源，深耕呼吸道检测市场

公司是一家专注于 POCT 快速诊断产品研发、生产和销售的高科技生物医药企业，2006 年 2 月设立，2016 年获得全血呼吸道五联检测卡和流感病毒三联检测试剂盒，公司深耕呼吸道检测市场，不断丰富呼吸道检测项目，持续拓展医院市场。2020 年初新冠疫情发生，公司是国内首批新型冠状病毒抗体检测试剂盒注册证的企业之一，2022 年公司获批甲型流感病毒、乙型流感病毒、肺炎支原体抗原检测试剂盒三联试剂盒，在呼吸道检测市场的优势进一步扩大。2022 年 7 月公司 IPO 挂牌上市。

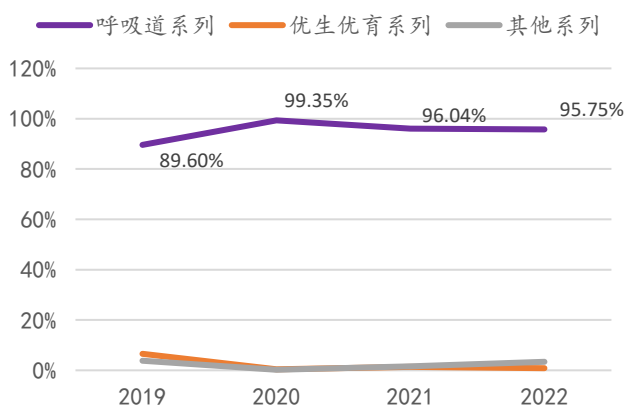
图表 1：英诺特历史发展进程



资料来源：招股说明书，国家药监局，华鑫证券研究

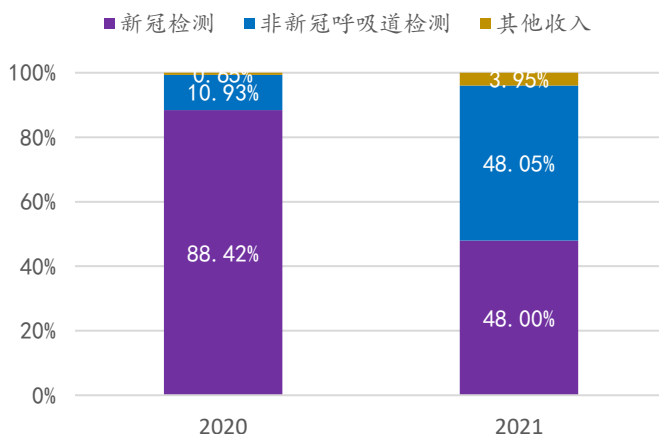
公司专注于呼吸道检测领域，并以此形成收入和利润的核心来源，优生优育、消化道、肝炎等其他系列有所兼顾，但占比相对较小。2020-2021 年扣除新冠检测试剂，呼吸道检测系列依然占据主要。

图表 2：公司主要产品系列占比



资料来源：招股说明书，2022 年年报，华鑫证券研究

图表 3：呼吸道系列中新冠和非新冠收入占比



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

与国内 POCT 上市公司相比较，公司更为聚焦于呼吸道领域，起步早、布局早、产品全。其他 POCT 上市公司有涉足于传染病领域，但主要是以梅毒、丙肝等为主，2020 年后都有新增新冠检测项目，但流感、肺炎支原体等其他呼吸道传染病依然少有布局。

图表 4：POCT 上市公司聚焦领域比较

	呼吸道	新冠	传染病	心血管	血气	感染炎症	毒品检测	妊娠	优生优育	肿瘤	肾功能	肝病
万孚生物	√	√	√	√	√	√	√	√		√		
基蛋生物		√		√		√				√	√	
明德生物		√		√	√	√			√		√	
热景生物		√		√		√				√		√
东方生物		√	√				√		√			
博拓生物	√	√	√				√		√			
安旭生物		√	√				√	√				
奥泰生物		√					√	√				
英诺特	√	√							√			

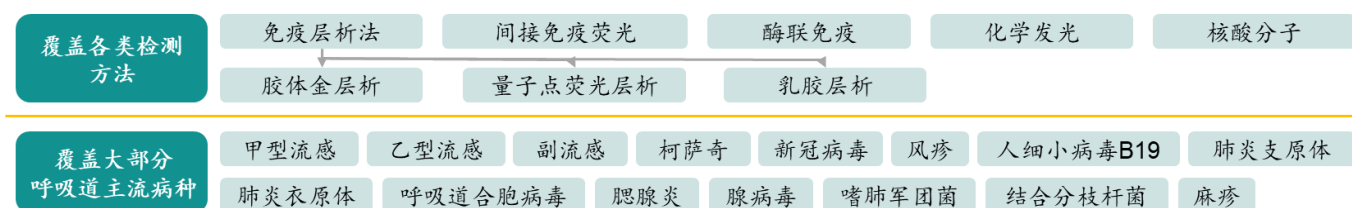
注：传染病系列不包括呼吸道传染病和新冠，聚集领域假定为剔除新冠后占比超过 5% 的业务

资料来源：各公司官网及招股说明书，华鑫证券研究

1.2、独家联检优势，市场份额领先

公司在呼吸道领域有多年的深耕，在胶体金层析、量子点荧光层析、乳胶层析等技术基础上不断开发新品种，覆盖新的呼吸道传染病原，是业内能少数提供呼吸道病原体快速筛查解决方案的企业。

图表 5：英诺特技术开发平台和覆盖呼吸道传染病原



资料来源：招股说明书，国家药监局，华鑫证券研究

与涉足呼吸道检测体外诊断企业比较，英诺特在呼吸道病原体检测领域的优势不仅仅是注册批文的数量，在联合检测产品数量，尤其是三联及以上联检产品上，公司处于领先地位。

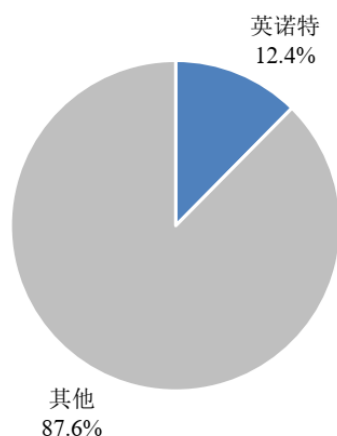
图表 6: 英诺特联检产品优势

对比	英诺特	万孚生物	圣湘生物	新产业
呼吸道病原体检测产品注册证数量	27	10	13	8
呼吸道病原体联合检测产品注册证数量	7	1	4	0
呼吸道病原体 3 项以上联合检测产品注册证数量	6	0	3	0
覆盖呼吸道病种数量	15	7	16	5

资料来源: 招股说明书, 国家药监局, 华鑫证券研究

根据智研咨询数据, 2019 年全国呼吸道病原体检测试剂总需求量 4,942 万人份计算, 英诺特 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%, 同样处于领先地位。

图表 7: 英诺特在呼吸道病原体检测市场占有率

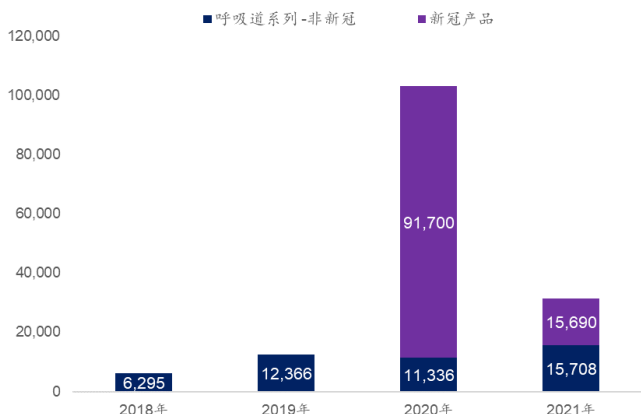


资料来源: 招股说明书, 智研咨询, 华鑫证券研究

1.3、储备呼吸道检测开发技术, 分享新冠检测红利

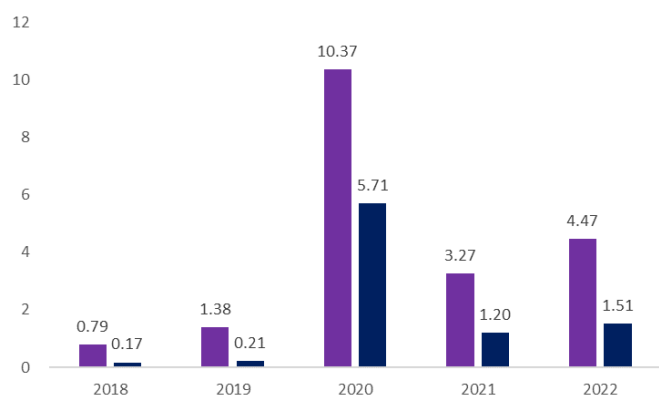
公司在呼吸道病原体检测领域积累的技术优势, 也促使公司能快速响应新冠等大流行疾病检测产品开发, 且为新冠检测“抗原+抗体”双证产品获得者。2020 年新冠抗体检测系列产品为公司带来丰厚的收入和利润回报。2021 年, 新冠产品收入减少, 但依靠开发医院渠道增加, 非新冠产品恢复增长。

图表 8：英诺特新冠和非新冠呼吸道产品收入变化(万元)



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 9：2018-2022 年英诺特收入和利润变化 (亿元)



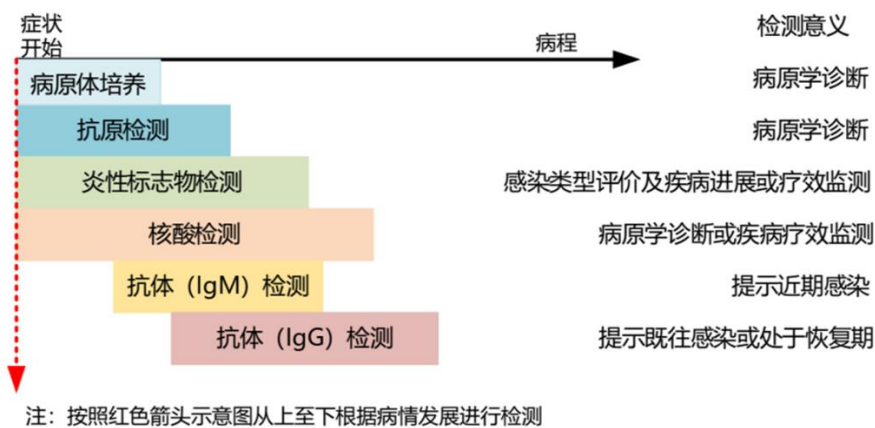
资料来源：公司公告，WIND，华鑫证券研究

2、把握呼吸道快速检测市场机遇

2.1、呼吸道快检，医院检验和家庭自测趋势已起

呼吸道感染由病毒、细菌、支原体、衣原体等不同的病原体引起，针对不同类型的病原体，用药不同，诊疗方案差异。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 10：呼吸道传染病进程中临床检测项目及意义示意图



资料来源：中华检验医学杂志，华鑫证券研究

呼吸道感染进程中的主要临床检测项目包括病原体培养、抗原检测、炎症标志物检测、核酸检测、IgM 抗体检测和 IgG 抗体检测。各类检测方法存在各自优劣，而且技术限制，准确度、效率、成本等多因素难以统一，各自应用场景也存区分和异同点。

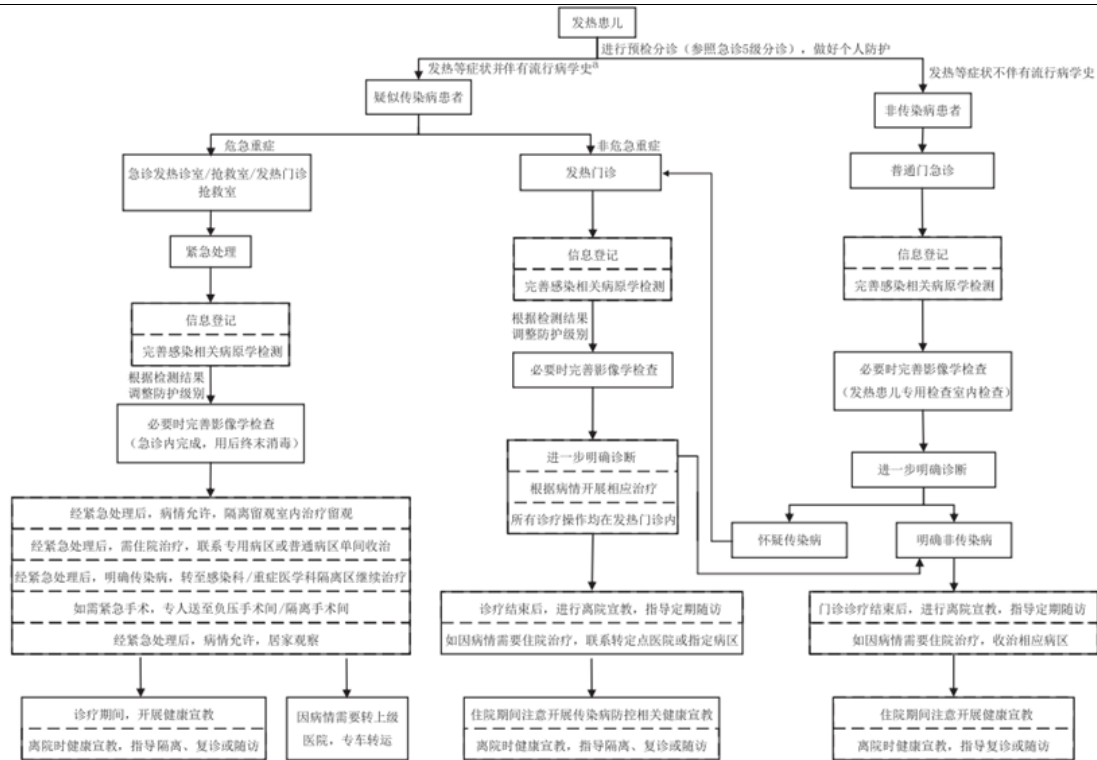
图表 11：呼吸道传染病检测方法比较

项目	病原体培养	抗原检测	炎症标志物检测	核酸检测	IgM 抗体检测	IgG 抗体检测
主要应用场景	有培养条件的医院、研究机构，常用于前期病原学诊断	各类医疗机构，多用于感染前期的快速筛查	各类医疗机构，用于鉴别病原体类别，确定治疗方案或进一步检测方向	各类医疗机构、疾控中心、传染性疾病预防的大范围筛查	各类医疗机构，尤其适合感染的急性期检测	各类医疗机构，可用于流行病学监测
检测成本	相对较高	方法学间存在差异通常免疫层析和酶联免疫相对较低，化学发光相对较高	相对较低	相对较高	方法学间存在差异通常免疫层析和酶联免疫相对较低，化学发光相对较高	方法学间存在差异通常免疫层析和酶联免疫相对较低，化学发光相对较高
优势	准确度高	可实现快速检测	1、鉴别病原体类别确定治疗方案或进一步检测方向 2、对于未知病原体也可起到初步的辅助鉴别作用	1、灵敏度高，特异性好 2、可实现高通量检测和快速检测	1、采样稳定，检测结果受样本采集和处理的影响小 2、可实现快速检测	1. 采样稳定，检测结果受样本采集和处理的影响小 2、可实现快速检测 3、可用于流行病学的检测
劣势	1、培养耗时长 2、对人员、设备、场地要求高 3、成本较高	1、病程早期和后期抗原浓度较低，影响检出率	1、检测速度较慢 2、通常无法鉴别具体病原体 3、对人员、设备、场地要求高	1、检测速度较慢 2、对人员、设备、场地要求高 3、成本较高	不适用于人体尚未产生有效抗体的感染前期和潜伏期	不适用于人体尚未产生有效抗体的感染前期和潜伏期

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

明确病原体是准确治疗的前提，早确诊，早治疗，早康复。在呼吸道疾病的高发时期，面对平常数倍的感染人群，快速而准确的检测可合理调配有限的医疗供给，缓解医疗资源的紧张。在门急诊应用中，尤其是对呼吸道检测的主要受众人群：儿童、老人、慢性病患者、孕妇等群体的及时救治具有重要的临床意义；快速检测技术缩短了患者等待时间，降低院内传播的风险，有助于加强院感控制。在持续更新的诊疗指南中，病原学的检测的重要性在持续提升。

图表 12: 发热患儿就诊流程规范化管理专家共识



资料来源: 中华医学会, 华鑫证券研究

美团京东等互联网平台在健康上的布局, 快速检测服务延伸家庭, 经历过新冠疫情之后, 城市居民尤其是一线城市对抗原自检操作已相对熟悉, 呼吸道家庭自检的趋势已经形成。

图表 13: 美团 12 种呼吸道病毒和细菌核酸检测项目及报告内容



资料来源: 上观新闻, 华鑫证券研究

中国是人口大国, 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》, 2020 年我国甲乙类呼吸道传染病发病 779,556 例, 死亡 6,558 人, 报告发病率为 55.53/10 万, 报告死亡率为 0.47/10 万; 流感发病 114.53 万例, 死亡 70 人, 发病率为 81.58/10 万, 报告死亡率为 0.005/10 万。实际常见的呼吸道感染以流感等丙类传染病为主, 按照成年人平均每年感冒 2-4 次、就诊率 20%、检测率 20%、平均单测价格 24 元, 以及学龄前儿童每年上呼吸道感染次数为 4-8 次、就

率 60%、检测率 50%、平均单测价格 30 元测算，上呼吸道感染的潜力需求预计超 80 亿元。

图表 14：呼吸道疾病检测市场的空间测算

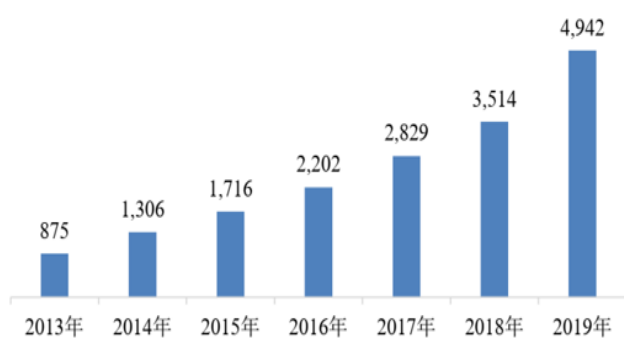
	学龄前儿童		成年人+学龄儿童	
人口基数 (万人)	9443		人口基数 (万人)	131735
年感染次数	6		年感染次数	3
就诊率 (%)	60%		就诊率 (%)	20%
检测率 (%)	50%		检测率 (%)	20%
单测价格 (元)	30		单测价格 (元)	24
市场容量空间 (亿元)	50.99		市场容量空间 (亿元)	37.94

资料来源：国家疾病预防控制中心，华鑫证券研究

2.2、新兴蓝海市场，多联检测构建技术壁垒

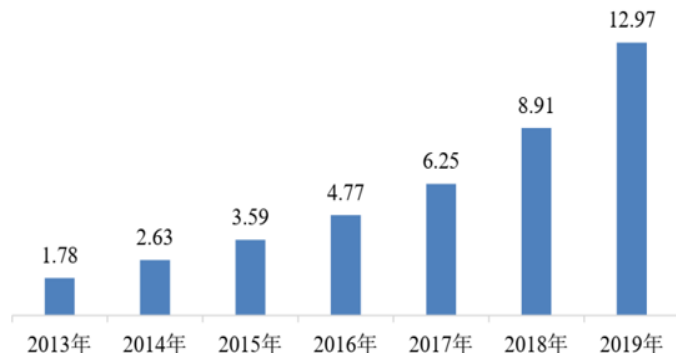
在分级诊疗体系不断推进、检测范围扩大、早诊早治趋势凸显等因素的驱动下，我国呼吸道病原体检测市场保持快速增长态势。我国呼吸道病原体检测试剂市场规模由 2013 年的 1.78 亿元增长至 2019 年的 12.97 亿元，复合增长率达到 39.24%；我国呼吸道病原体检测试剂需求量由 2013 年的 875 万人份增长至 2019 年的 4942 万人份，复合增长率达到 33.45%。

图表 15：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，华鑫证券研究

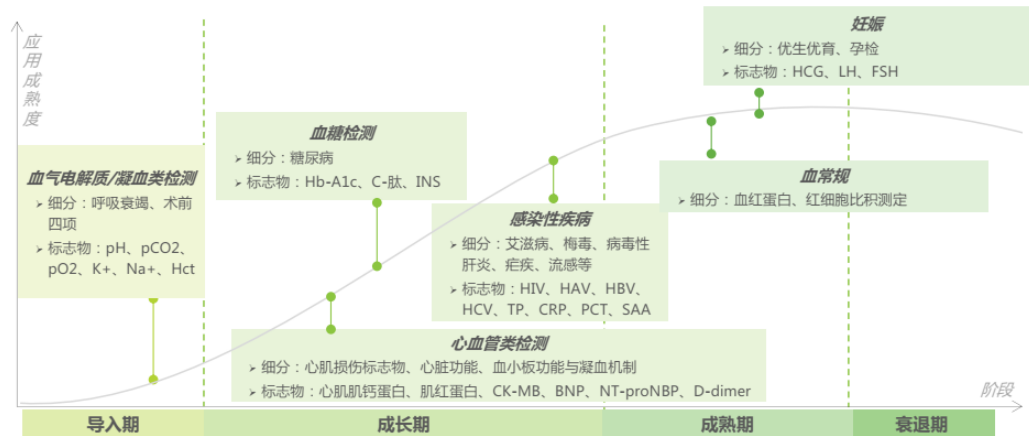
图表 16：我国呼吸道病原体检测试剂市场 (亿元)



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

在 POCT 行业，呼吸道病原体检测属于新兴需求，虽然流感、合胞病毒 (RSV) 等呼吸道传染病已伴随人类漫长的历史，但规范化使用流感药物的时间较短，而且抗流感新药、抗 RSV 病毒新药、抗新冠新药等呼吸道疾病药物仍在持续研发中，治疗指南也在持续完善推荐先检测后用药的理念。

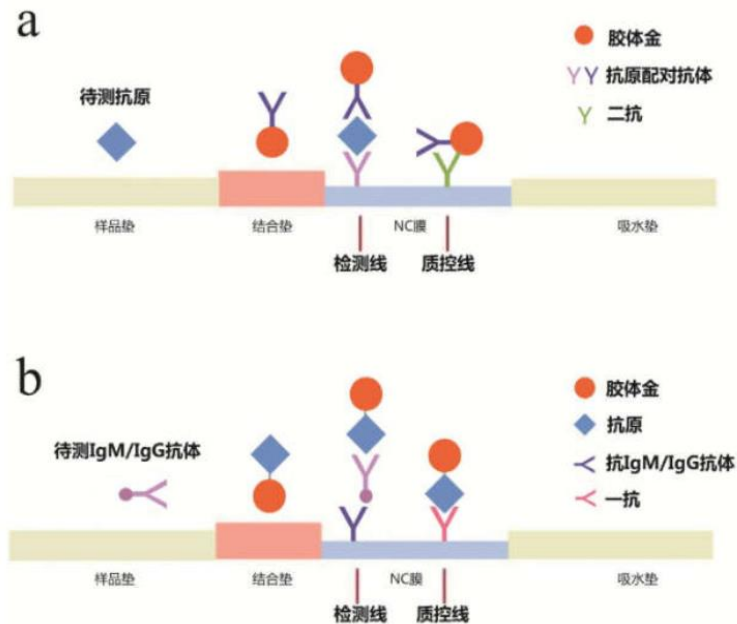
图表 17: POCT 主要细分类别的成熟度



资料来源: 艾瑞咨询, 华鑫证券研究

对比心机标志物、优生优育等热门项目, 呼吸道传染病 (除新冠检测) 关注度不高, 竞争内卷的程度低, 而且传染病的多联检测具有较高的进入壁垒。从检测方法学上分析, 呼吸道抗原检测试剂盒的开发需要制备高灵敏度, 高特异性的抗体, 依托于企业自主研发实力, 目前呼吸道检测仍是蓝海市场。

图表 18: 夹心法免疫层析原理



资料来源: TOLOBIO, 华鑫证券研究

英诺特掌握诊断试剂上游核心技术, 搭建了基因重组蛋白工程平台、细胞和病原体培养平台两大原材料制备平台, 拥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。

图表 19: 英诺特上游技术平台



资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

相对于单项目检测或者单项目组合, 多联检测更符合呼吸道检测需求。呼吸道病原体种类繁多, 临床症状和体征相似, 并且常呈现混合感染, 但不同呼吸道病原体的病理病程和治疗方法存在显著差异。联合检测技术能够通过一个产品、一次检测快速地鉴别多种病原体, 相比单病原体检测大大提高了诊断效率, 尤其适用于病原体种类繁多, 临床表征相似的呼吸道检测领域。






图表 20: 甲、乙型流感肺炎混合其他病原感染比较 [例/%]

项目	甲型流感	乙型流感	χ^2 值	P值
肺炎支原体	50 (10.8)	56 (23.9)	20.789	<0.001
病毒	73 (15.8)	19 (8.1)	7.934	0.005
博卡病毒	10 (2.2)	6 (2.6)	0.113	0.736
鼻病毒	10 (2.6)	6 (2.6)	0.000	0.983
偏肺病毒	11 (2.4)	4 (1.7)	0.328	0.567
呼吸道合胞病毒	32 (6.9)	7 (3.0)	4.522	0.033
副流感病毒3	6 (1.3)	2 (0.9)	0.020	0.889
腺病毒	4 (0.9)	1 (0.4)	0.029	0.865
细菌	232 (50.1)	98 (41.9)	4.221	0.040
肺炎链球菌	76 (16.4)	37 (15.8)	0.042	0.939
流感嗜血杆菌	105 (22.7)	42 (17.9)	2.089	0.158
卡他莫拉菌	15 (3.2)	10 (4.3)	0.480	0.488
金黄色葡萄球菌	29 (6.3)	11 (4.7)	0.702	0.402

资料来源: 公司微信公众号, 招股说明书, 华鑫证券研究

英诺特聚焦于呼吸道检测市场, 持续研发积累, 保持技术的领先。目前在呼吸道检测领域主导产品为三联、五联和九联检测, 多为独家品种。

图表 21：英诺特已上市多联检测产品线及竞争格局

产品名称	竞争格局	产品用途及特性介绍	产品图片
全血呼吸道五联检测卡	独家	呼吸道病原体种类多，常伴有重叠感染，且临床症状相似，本产品能同时对呼吸道常见的五种不同病原体的IgM抗体进行联合检测	
病毒血清五联检测卡	独家	对五种常见呼吸道病毒进行高效鉴别	
流感病毒三联检测卡	独家	对三种常见流感病毒进行高效鉴别	
呼吸道抗原三联检测卡	独家	用于体外定性检测口咽拭子样本中的甲型流感病毒抗原、乙型流感病毒抗原和肺炎支原体抗原	
呼吸道病原体九联间接免疫荧光试剂盒	国产唯一	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	

资料来源：公司公告，国家药监局，华鑫证券研究

按照《体外诊断试剂临床试验技术指导原则》，诊断试剂的临床试验需要与现有条件下公认的、可靠的、权威的疾病诊断标准进行对照，还需要与境内已上市同类产品的比较研究相结合，对产品的临床性能进行综合评价。对于多联呼吸道传染病检测，则需要在临床医疗机构收集足够的阳性新鲜样品，关联的病例越多，一次收集齐全的难度越高，准确评价的难度也越大，而且申请与英诺特相同品种还需要进行横向对比。对于抗体检测，不同个体、不同病原体产生 IgM 和 IgG 的时间差异，为验证带来难度。

图表 22：不同病原体潜伏期与 IgM 抗体产生时间

病原体	潜伏期	IgM抗体产生时间
肺炎衣原体	14-21天	1周左右
肺炎衣原体	30天左右	2-3周
呼吸道合胞病毒	3-7天	1周左右
腺病毒	2-14天	1周左右
柯萨奇病毒B组	7-14天	1-3天
流感病毒	1-7天	1周左右
副流感病毒	2-7天	1周左右
嗜肺军团菌	2-10天	1周左右

资料来源：公司微信公众号，华鑫证券研究

英诺特仍在持续投入研发，储备了多个具有创新性的呼吸道联合检测在研项目，即使已上市品种独家格局被打破，未来仍会持续补充独家品种，领先优势将持续保持。

图表 23: 英诺特呼吸道疾病检测产品线研发项目及进度

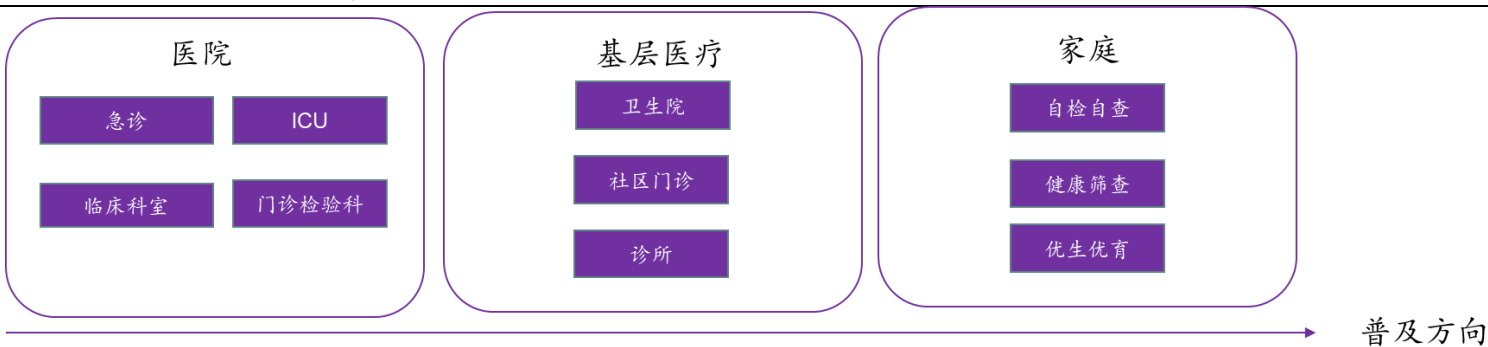
序号	在研项目名称	项目亮点	研发进展
1	甲型流感病毒抗原、乙型流感病毒抗原、新型冠状病毒抗原联合检测试剂盒（层析法）	布局后疫情时代需求特点，可联合检测新冠和流感病毒，采用乳胶层析法检测新型冠状病毒抗原，对呼吸道病原体鉴别诊断提供辅助依据	已完成原材料筛选、产品工艺研究、性能评估和注册检验，即将进行临床试验
2	呼吸道合胞病毒、腺病毒、偏肺病毒、副流感病毒抗原联合检测试剂盒（乳胶层析法）	4项联合检测，针对呼吸道最常见的病原体，采用乳胶层析法检测4种病原体抗原，对呼吸道病原体鉴别诊断提供辅助依据	已完成产品性能评估以及注册检验，正在进行临床试验
3	肺炎衣原体、肺炎支原体、沙眼衣原体核酸检测试剂盒（荧光探针法）	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
4	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（PCR荧光探针法）	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

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

2.3、市场持续拓宽，从等级医院向基层渗透

POCT 新产品推广核心在于市场教育，心脏标志物检验等项目的发展经历了从等级医院到基层社区到家庭自测的发展过程，对于呼吸道传染病，先检测后处方的理念在逐步获得更多专家的认同，病原检测的送检率在三级医院和头部儿童医院在持续提升。

图表 24: POCT 的推广应用场景



资料来源：公司微信公众号，华鑫证券研究

英诺特的呼吸道联检产品具有高效方便经济等优势，公司销售策略上选择对诊断效率要求最高的以门诊急诊、儿童门诊作为切入点，抓住流感、支原体肺炎感染的高峰期，快速实现对医院的覆盖，截止目前公司产品已进入超 1700 家终端医院，北京儿童医院等重点医院已开展业务。

图表 25: 英诺特已覆盖重点儿科医院情况



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

3、多技术平台，储备新发力点

英诺特技术储备并不局限于 POCT 领域，公司起步阶段已搭建起核酸分子检测、液相免疫等技术平台。依托上游基因重组蛋白和细胞病原体培养平台，针对不断出现的病原体，英诺特可持续丰富产品线。

图表 26: 英诺特六大研发平台




26

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

除呼吸道检测外，公司还研发上市肠道病毒感染的多联检测产品，，2022 年公司取得主要应用于儿童腹泻未来肠道检测产品，而且为独家产品。

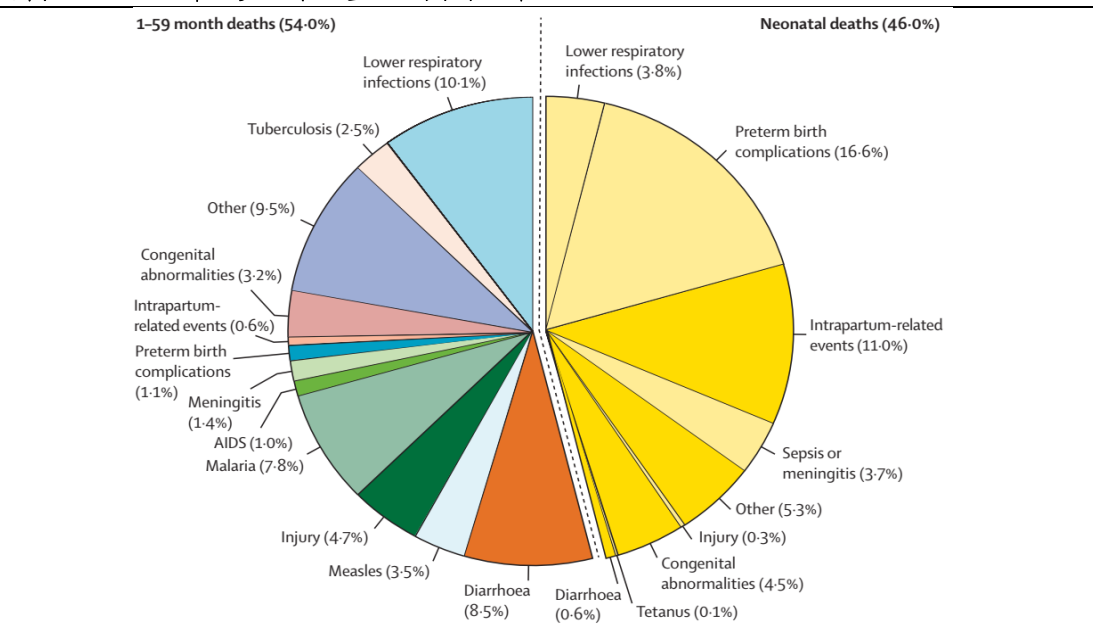
图表 27: 英诺特肠道病毒多联检测产品

产品名称	产品用途及特性介绍	产品图片
A群轮状病毒、腺病毒、诺如病毒抗原联合检测试剂盒	能够快速检测三种肠道病毒，主要应用于儿童腹泻的鉴别诊断，无需借助仪器，较为符合儿科快检的需求	

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

感染性腹泻是指由病毒、细菌、真菌或寄生虫引起的以腹泻为主要临床表现的胃肠道传染病，其对儿童健康造成极大威胁。据《柳叶刀》分析数据，2019 年腹泻是 5 岁以下儿童死亡的第二大感染因素。

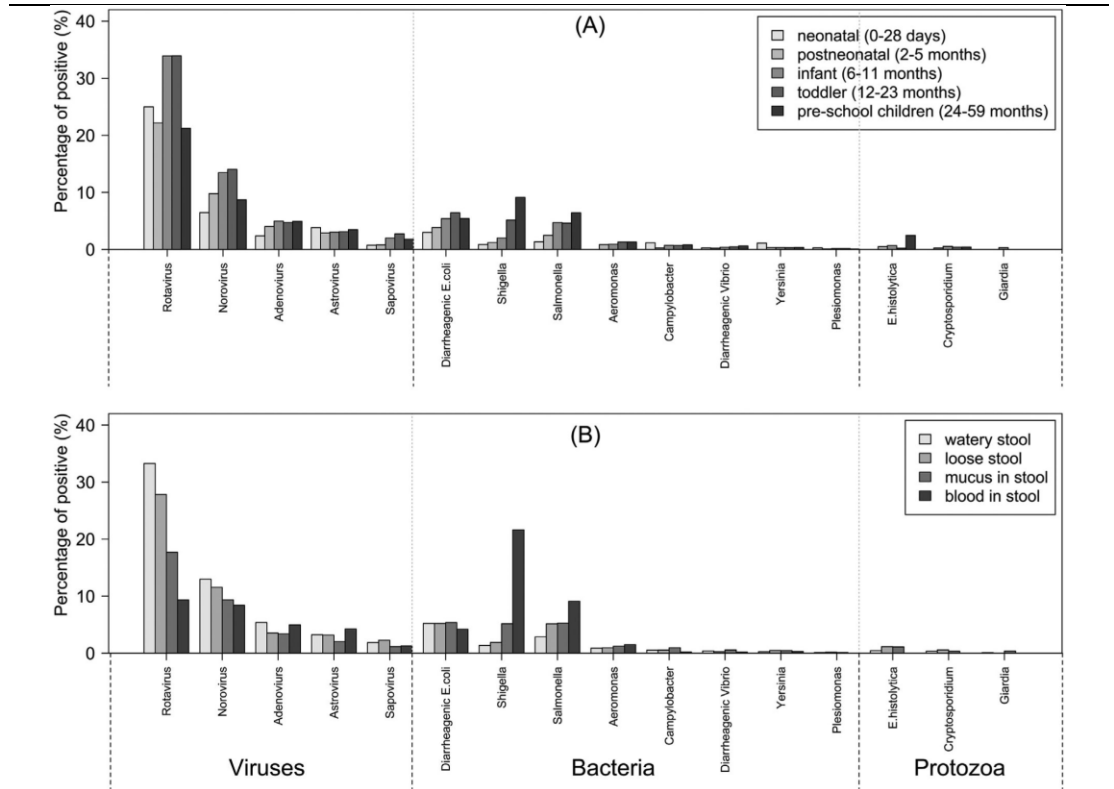
图表 28: 2019 年 5 岁以下儿童死亡病因统计



资料来源：LANCET CHILD ADOLESC HEALTH, 华鑫证券研究

儿童急性感染性腹泻以病毒为主，常见病毒为：轮状病毒、诺如病毒、腺病毒，病毒性腹泻和细菌性腹泻用药差异显著，快速诊断排查病因具有重要意义。英诺特的肠道病毒感染多联检测产品正切合儿童门急诊的需求，目前正处于推广阶段。我国 5 岁以下儿童腹泻病的年发病率为 2.50-3.38 次/人年，2018-2022 年出生人口为 6208 万人，按照 2.5 发病次数统计和 30% 的检测率统计，5 岁以下儿童的检测需求就达到 4656 万人份，未来随着检测率的提高，市场需求将持续释放。

图表 29: 2009-2013 年中国 5 岁以下儿童感染病因分析



资料来源: J INFECT, 华鑫证券研究

在不断丰富免疫层析平台产品的同时, 围绕传染病领域, 分子诊断和化学发光技术平台, 英诺特持续开发新产品。

图表 30: 英诺特在分子诊断和化学发光研发项目

方法学	在研项目名称	项目介绍
分子诊断	诺如病毒 GI 型/GII 型核酸检测试剂盒 (PCR 荧光探针法)	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
	腺病毒核酸检测试剂盒 (PCR 荧光探针法)	采用荧光探针的方法检测腺病毒, 运用了核酸检测试剂冻干保存技术, 提高了试剂运输、存储和使用的便捷性
	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 (PCR 荧光探针法)	采用荧光探针的方法在一个反应体系中检测甲型流感病毒/乙型流感病毒/呼吸道合胞病毒病原体
化学发光	甲型流感病毒/乙型流感病毒/新型冠状病毒 (SARS-CoV-2) 核酸检测试剂盒 (PCR 荧光探针法)	采用荧光探针的方法在一个反应体系中检测甲型流感病毒/乙型流感病毒/呼新型冠状病毒 (SARS-CoV-2), 为甲型流感病毒/乙型流感病毒/呼新型冠状病毒 (SARS-CoV-2) 感染提供诊断和鉴别诊断依据
	优生十项抗体检测试剂盒 (化学发光法)	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。
	呼吸道合胞病毒、流感病毒 A 型、肺炎支原体、腺病毒抗原检测试剂盒 (化学发光法)	通过直接化学发光的方法, 适配快速、多试剂位 POCT 发光仪, 对多种呼吸道病原体 IGM 抗体进行快速检测
	呼吸道合胞病毒 IgM 抗体、甲型流感病毒 IgM 抗体、乙型流感病毒 IgM 抗体、腺病毒 IgM 抗体、肺炎衣原体 IgM 抗体检测试剂盒 (化学发光法)	通过直接化学发光的方法, 适配快速、多试剂位 POCT 发光仪, 对多种呼吸道病原体抗原进行快速检测

资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

4、盈利预测评级

公司业绩受新冠诊断试剂影响较大，2023 年新冠诊断试剂收入主要集中在 1 季度，预计后续需求将下降，2024-2025 年新冠检测需求较小。2023 年上半年非新冠产品同比增长 134.94%，下半年秋冬流感阳性率创十年新高，公司医院覆盖率提升，预计增速继续提升，全年非新冠诊断试剂收入超 3.6 亿元。2024-2025 年预计公司覆盖医院逐步提升，提升至 2500 家以上，医院单产提高，非新冠呼吸道诊断试剂收入于 2025 年收入突破 7 亿元。

我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 4.64 亿元、5.68 亿元和 7.33 亿元，归属于母公司净利润为 1.49 亿元，2.31 亿元和 3.05 亿元，同比增速为-0.8%，54.9%和 31.7%，3 年复合归母净利润增速为 26.47%。按照 2023 年 12 月 29 日收盘价计算，对应 2023-2025 年英诺特动态估值为 22.8X，14.7X 和 11.2X。

图表 31：公司营业收入假设（单位：万元）

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
1. 体外诊断试剂	营业收入	103710	32355	44644	46,383	56,802	73,309
	增长率	651.46%	-68.80%	37.98%	3.89%	22.46%	29.06%
	营业成本	11,050	7,499	17,324	11,983	10,780	13,649
	毛利率	89.35%	76.82%	61.20%	74.16%	81.02%	81.38%
1.1 呼吸道系列	营业收入	103,036	31,398	42,756	44,400	54,700	71,080
	增长率	733.21%	-69.53%	36.17%	3.85%	23.20%	29.95%
	营业成本	10,641	6,941	16,015	10,624	9,342	12,127
	毛利率	89.67%	77.89%	62.54%	76.07%	82.92%	82.94%
1.1.1 新冠诊断试剂	营业收入	91,700	15,690	28,756	8,000	100	100
	增长率		-82.89%	83.27%	-72.18%	-98.75%	0.00%
	营业成本	9,126	4,592	13,915	4,800	60	60
	毛利率	90.05%	70.73%	51.61%	40.00%	40.00%	40.00%
1.1.2 非新冠呼吸道诊断试剂	营业收入	11,336	15,708	14,000	36,400	54,600	70,980
	增长率	-8.33%	38.57%	-10.87%	160.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	86.64%	85.04%	85.00%	84.00%	83.00%	83.00%
1.2 优生优育系列	营业收入	431	438	382	401	442	486
	增长率	-52.52%	1.72%	-12.73%	5.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	250	220	207	221	243	267
	毛利率	42.06%	49.70%	45.82%	45.00%	45.00%	45.00%
1.3 其他试剂	营业收入	243	519	1,506	1,581	1,661	1,744
	增长率	-53.96%	113.69%	190.04%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	160	337	1,102	1,139	1,196	1,255
	毛利率	34.28%	35.03%	26.86%	28.00%	28.00%	28.00%
2. 体外诊断检测仪器	营业收入		336	18	19	20	20
	增长率			-94.73%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本		128	4	5	5	5
	毛利率		61.72%	75.99%	75.00%	75.00%	75.00%
合计	营业收入	103,710	32,691	44,662	46,402	56,822	73,330
	增长率	651.46%	-68.48%	36.62%	3.90%	22.46%	29.05%
	营业成本	11,050	7,628	17,328	11,988	10,785	13,654
	毛利率	89.35%	76.67%	61.20%	74.16%	81.02%	81.38%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

公司所属行业为医疗器械体外诊断领域，目前业务类别中和公司同属 POCT 且呼吸道检测规模体量较大的为万孚生物，其他设置呼吸道病原检测的 IVD 企业主要是分子诊断和化

学发光，按照 2023 年 12 月 29 日收盘价计算，2025 年平均预测 PE 为 21.35X。

图表 32：已布局呼吸道检测 IVD 企业的估值水平

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2023 年预测 PE	2024 年预测 PE	2025 年预测 PE
688289.SH	圣湘生物	115.04	46.00	52.47	32.45
300832.SZ	新产业	614.43	37.38	29.04	22.63
688575.SH	亚辉龙	129.93	33.95	25.47	19.24
603658.SH	安图生物	334.23	25.85	21.00	17.05
300482.SZ	万孚生物	134.11	25.02	19.62	15.37
平均值			33.64	29.52	21.35

资料来源：WIND，华鑫证券研究（预测PE取自WIND一致预期盈利预测计算）

英诺特作为 IVD 企业中深度布局呼吸道感染检测领域的公司，多个多联产品具有竞争优势而且份额领先，在 2023 年秋冬季流感爆发阶段，公司实现了渠道的快速覆盖，为后续增长奠定重要基础，我们认为公司未来将持续受益于呼吸道疾病检测率的提升和家庭自检的趋势的形成，业绩成长具有延续性，而非一过性受益于短期流感感染高峰，给与公司“买入”评级。

5、风险提示

联检产品在医院推广不及预期；新竞争加入，联检独家格局被打破；流感高峰期过后，呼吸道检测需求减少，企业订单减少，多联检测产品未来存在被集采的可能，公司后续多联产品研发的不确定性。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	389	422	601	823
应收款	135	140	172	222
存货	75	54	49	62
其他流动资产	1,139	1,140	1,146	1,155
流动资产合计	1,738	1,755	1,967	2,262
非流动资产:				
金融类资产	1,115	1,115	1,115	1,115
固定资产	124	116	108	101
在建工程	0	0	0	0
无形资产	7	7	7	6
长期股权投资	2	2	2	2
其他非流动资产	72	72	72	72
非流动资产合计	205	196	188	181
资产总计	1,943	1,952	2,155	2,442
流动负债:				
短期借款	18	18	18	18
应付账款、票据	72	51	47	59
其他流动负债	49	49	49	49
流动负债合计	243	118	113	126
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
非流动负债合计	10	10	10	10
负债合计	253	128	123	136
所有者权益				
股本	136	136	136	136
股东权益	1,689	1,824	2,032	2,306
负债和所有者权益	1,943	1,952	2,155	2,442

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	151	149	231	305
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	19	9	8	8
公允价值变动	2	0	0	0
营运资金变动	-46	-110	-37	-59
经营活动现金净流量	126	48	203	253
投资活动现金净流量	-1086	8	8	7
筹资活动现金净流量	992	-15	-23	-30
现金流量净额	33	41	187	230

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	447	464	568	733
营业成本	173	120	108	137
营业税金及附加	9	4	5	7
销售费用	50	59	78	109
管理费用	41	51	56	68
财务费用	-49	-15	-21	-29
研发费用	72	74	80	97
费用合计	114	169	192	245
资产减值损失	-7	0	0	0
公允价值变动	2	0	0	0
投资收益	5	1	1	1
营业利润	168	172	266	348
加:营业外收入	0	0	0	2
减:营业外支出	4	0	0	0
利润总额	165	172	266	350
所得税费用	14	22	35	46
净利润	151	149	231	305
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	151	149	231	305

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	36.6%	3.9%	22.5%	29.1%
归母净利润增长率	25.3%	-0.8%	54.9%	31.7%
盈利能力				
毛利率	61.2%	74.2%	81.0%	81.4%
四项费用/营收	25.4%	36.5%	33.8%	33.4%
净利率	33.7%	32.2%	40.7%	41.6%
ROE	8.9%	8.2%	11.4%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	13.0%	6.6%	5.7%	5.6%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
存货周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
每股数据(元/股)				
EPS	1.11	1.10	1.70	2.24
P/E	22.3	22.5	14.5	11.0
P/S	7.5	7.3	5.9	4.6
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7年的生物类科研实体经验，3年医药行业研究经验。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。