



Research and  
Development Center

# 分子诊断龙头峥嵘初露，力寻平台化发展

—圣湘生物(688289)公司深度报告

2024年07月31日

唐爱金 医药行业首席分析师	曹佳琳 医药行业分析师
S1500523080002	S1500523080011
tangaijin@cindasc.com	caojialin@cindasc.com

相关研究

1. 呼吸道产品需求提升，2023年常规试剂收入翻倍增长

证券研究报告

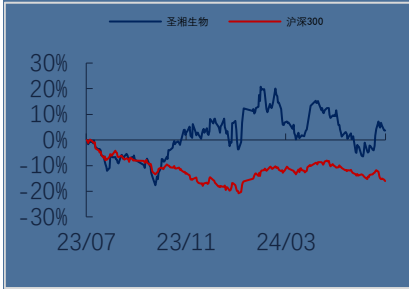
公司研究

公司深度报告

圣湘生物 (688289)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	18.72
52 周内股价波动区间 (元)	21.81-14.87
最近一月涨跌幅 (%)	6.85
总股本 (亿股)	5.83
流通 A 股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	109.21

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦  
 B 座  
 邮编：100031

# 分子诊断龙头峥嵘初露，力寻平台化发展

2024 年 07 月 31 日

## 本期内容提要：

圣湘生物是分子诊断领域的领先企业，营业收入从 2017 年的 2.25 亿元增长到 2023 年的 10.07 亿元，年复合增长率达 28.37%。我们认为公司在分子诊断领域拥有“产品丰富”+“市场拓展能力领先”的优势，有望率先受益分子诊断市场扩容，叠加公司通过投资并购不断拓宽业务边界，具备长期增长潜力，未来可期。

### 1、市场端：分子诊断可及性提高，市场有望持续扩容

一方面，在新冠疫情期间，我国 PCR 实验室数量大规模增长，医疗机构分子诊断能力提升，另一方面，分子诊断市场参与者众多，技术迭代较快，成本有望持续下降，我们认为“PCR 实验室增多”+“成本下降”有助于提升分子诊断的可及性，推动核酸检测项目普及，从而带动分子诊断试剂放量增长，叠加疫情期间核酸检测的普及，公众对分子诊断的认知度和接受度大幅提高，分子诊断市场未来有望加速发展，市场规模持续扩容。

### 2、企业端：“产品+市场”兼具竞争实力，呼吸道产品表现亮眼

**①产品端：**公司拥有分子诊断产品千余种，涵盖呼吸道感染、肝炎检测、生殖道感染、核酸血液筛查等，我们认为公司的产品可以满足医疗机构对疾病的精准诊断需求，提升医疗机构 PCR 实验室在新冠检测需求褪去后的产能利用率，目前公司呼吸道产品已抓住流感高发契机，率先成为明星产品，为未来其他产品放量树立了标杆效应；**②市场端：**公司实施市场、医学、研发、营销、客户服务五位一体的协同作战机制，通过学术推广及技术服务，打造规模标杆医院、标杆市场，构建专家网络，推动产品快速入院及临床上市。

### 3、远期发展：并购布局“POCT+化学发光+测序”，打造 IVD 平台型企业

公司通过持续的技术创新、战略合作以及产业链投资等手段，形成了多元化的业务布局：**①**与全球领先的英国 QuantuMDx 团队的合作，提升 POCT 产品能力；**②**携手安赛诊断，凭借电化学发光高灵敏度优势强势切入免疫市场；**③**投资真迈生物，拓展上游测序仪，强化在分子诊断领域的竞争优势。我们认为多元化发展为公司注入源源不断的动力，增强了市场竞争力和行业影响力，为公司的长期可持续发展奠定了坚实的基础。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 14.86 亿元、20.05 亿元、25.07 亿元，同比增速分别为 47.6%、34.9%、25.0%，2023-2025 年实现归母净利润为 3.27 亿元、4.54 亿元、5.88 亿元，同比分别增长 10.1%、39.0%、29.5%，对应当前股价 PE 分别为 33、24、19 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

**风险提示：**新产品研发进展不及预期风险；国际化进程不及预期风险；呼吸道感染检测渗透率提升不及预期风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6,450	1,007	1,486	2,005	2,507
增长率 YoY %	42.9%	-84.4%	47.6%	34.9%	25.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,937	364	327	454	588
增长率 YoY%	-13.6%	-81.2%	-10.1%	39.0%	29.5%
毛利率%	58.8%	71.5%	76.5%	77.6%	78.0%
净资产收益率ROE%	25.8%	5.1%	4.6%	6.2%	7.8%
EPS(摊薄)(元)	3.32	0.62	0.56	0.78	1.01
市盈率 P/E(倍)	5.64	30.03	33.39	24.03	18.56
市净率 P/B(倍)	1.46	1.52	1.53	1.50	1.44

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 07 月 30 日收盘价

<b>1. 扎根分子诊断赛道，多元化布局增强竞争优势</b> .....	7
1.1. 深耕分子诊断赛道，打造整体解决方案提供商.....	7
1.2. 实控人增持+股权激励加码，彰显成长信心.....	7
1.3. 抓住新冠核酸检测需求，为公司未来发展提供资金支持.....	9
<b>2. 聚焦呼吸道检测领域，B+C 双渠道突破，打造拳头产品</b> .....	12
2.1. 呼吸道疾病发病人数创新高，呼吸道病原体检测产品需求快速扩张.....	12
2.2. 公司呼吸道检测产品管线丰富，互联网助力打通 C 端市场.....	16
<b>3. 分子诊断市场兴兴向荣，龙头企业多点开花</b> .....	19
3.1. 分子诊断兴兴向荣，国内百亿蓝海市场，潜力广阔.....	19
3.2. 政策加码助力成长，分子诊断渗透率有望进一步提升.....	20
3.3. 多方向布局分子诊断产品，打造丰富的产品矩阵.....	22
<b>4. “内研+外延”拓宽业务赛道，打造平台型 IVD 企业</b> .....	27
4.1. 高度重视技术创新，研发投入居行业前列.....	27
4.2. 并购布局“POCT+化学发光+测序”，拓宽商业版图.....	27
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	31
<b>6. 风险提示</b> .....	33

## 表目录

表 1: 市面主要呼吸道检测产品市场价格.....	14
表 2: 呼吸道病原体检测试剂院端市场规模测算.....	15
表 3: 呼吸道病原体检测试剂家用端市场空间测算.....	16
表 4: 公司收入简要拆分及预测（百万元）.....	31
表 5: 公司盈利预测情况（2023-2026E）.....	32
表 6: 可比公司估值.....	32

## 图目录

图 1: 圣湘生物业务布局.....	7
图 2: 圣湘生物股权架构情况（截止至 2024 年一季度）.....	8
图 3: 圣湘生物 2023 年股权激励计划绩效考核指标.....	8
图 4: 圣湘生物 2017-2023 营业收入情况.....	9
图 5: 圣湘生物 2017-2023 归母净利润情况.....	9
图 6: 圣湘生物 2017-2023 年营业收入构成（分业务）.....	10
图 7: 圣湘生物 2021-2022 年新冠核检试剂销售收入占比.....	10
图 8: 圣湘生物 2017-2023 年营业收入构成（分地区）.....	10
图 9: 圣湘生物 2017-2023 毛利率与净利率情况.....	11
图 10: 圣湘生物 2017-2023 费用率情况.....	11
图 11: 呼吸系统常见感染性疾病分类.....	12
图 12: 呼吸道传染病进程中临床检测项目及意义.....	12
图 13: 全国流感发病人数变化.....	13
图 14: 2013-2019 全国呼吸道病原体检测市场规模变化.....	13
图 15: 2013-2019 中国呼吸道病原体检测需求量变化.....	13
图 16: 全国医疗机构总诊疗人次变化.....	14
图 17: 全国哨点医院报告流感样病例（ILI）总人次变化（估算）.....	14
图 18: 国内呼吸道病原体检测价格走势.....	15
图 19: 圣湘生物呼吸道病原体检测产品上市节奏.....	16
图 20: 圣湘生物 EB 病毒核酸检测试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比.....	17
图 21: 圣湘生物呼吸道病原体六联检试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比.....	17
图 22: “居家快检”流程.....	18
图 23: 2016-2024 全球分子诊断市场规模变化.....	19
图 24: 2019-2024 中国分子诊断市场规模变化.....	19
图 25: 分子诊断产业链.....	20
图 26: 中国分子诊断各应用领域占比.....	20
图 28: 分子诊断细分技术结构占比.....	22
图 29: 2020-2023 年全国新冠病毒检测室间质评参评企业数量（家）.....	22
图 30: 2016-2021 年全国病毒性肝炎报告病例.....	22
图 31: 圣湘生物病毒肝炎系列产品.....	23
图 32: 圣湘生物乙肝病毒核酸检测试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比.....	23
图 33: 全国宫颈癌新发病例及死亡病例数变化趋势.....	25
图 34: 圣湘生物 HPV 核酸检测试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比.....	25

图 35: 圣湘生物血源筛查核酸检测试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比.....	26
图 36: 圣湘生物仪器类产品 .....	26
图 37: 2023 年国内主要分子诊断试剂企业研发投入对比 .....	27
图 38: 2017-2023 年圣湘生物研发投入情况 (亿元,%) .....	27
图 39: 圣湘生物阶段性研发成果及目标.....	27
图 40: POCT 系统应用场景 .....	28
图 41: 圣湘移动分子诊断系统 .....	28
图 42: 安赛诊断全自动电化学发光平台.....	29
图 43: 圣湘生物高通量基因测序仪 Sansure Seq 1000 .....	30

## 投资聚焦：

### 1、分子诊断可及性提升，市场潜能较大，有望迎来加速发展

从可及性角度来看：①一方面，在新冠疫情期间，我国 PCR 实验室建设大规模增长，根据全国新冠病毒检测室间质评结果报告显示，2020 年参评实验室仅有 844 家，2022 年最高曾达 7568 家，PCR 实验室数量的大幅增长，将有助于核酸检测项目的推广普及，带动分子诊断试剂放量增长；②另一方面，我国分子诊断企业数量众多，市场极具活力，研发进程和技术的更新换代速度较快，大幅降低了分子诊断技术的应用成本，使得分子诊断服务的普及成为可能。根据 Frost&Sullivan 数据，我国分子诊断市场规模 2019-2024 年间的年复合增长率预计为 27%，展现了较强的成长性，我们认为，随着分子诊断的可及性提升，叠加疫情期间核酸检测的普及，公众对分子诊断的认知度和接受度大幅提高，我国分子诊断市场规模未来有望加速发展。

### 2、产品丰富+市场拓展能力领先的企业，有望率先受益分子诊断市场扩容

随着分子诊断市场扩容，我们认为产品的丰富度高，以及市场拓展能力强的企业有望率先受益：①新冠核酸检测需求褪去后，医疗机构在疫情期间建设的 PCR 实验室产能空置，拥有丰富产品矩阵的企业可以给医院提供一揽子解决方案，提升医疗机构 PCR 实验室的产能利用率。圣湘生物拥有分子诊断产品千余种，涵盖呼吸道感染、肝炎检测、生殖道感染、核酸血液筛查等，可以满足医疗机构对疾病的精准诊断需求。②其次，分子诊断属于较新的检测手段，需要厂家在临床价值论证、学术教育、物价及准入等领域投入较多资源，推动产品在临床使用。圣湘生物实施市场、医学、研发、营销、客户服务五位一体的协同作战机制，从高端到基层、从医院到疾控、从检验到临床，通过强化线上线下的学术推广及技术服务，打造标杆医院、标杆市场，构建专家网络，推动产品快速上量。

### 3、呼吸道检测率先成为分子诊断明星产品，公司管线丰富，表现亮眼

2023 年流感发病人数显著增加，随着呼吸道检测重视度提升，相关检测需求显著提升，我们认为呼吸道病原检测已成为分子诊断明星产品，未来随着渗透率持续提升，仍有较大增长空间。圣湘生物在呼吸道疾病领域产品布局全面，截止到 2023 年末，已布局 60 余种产品，能够提供单检、多联检、免疫抗原、耐药基因筛查、病原体二代测序等多种组合方案，还与美团、京东携手，打造“3 小时呼吸道核酸检测圈”，率先开拓核酸检测居家服务之路，在呼吸道检测市场，具有较强竞争力。我们认为呼吸道检测需求的爆发，进一步强化了公司在分子诊断领域的竞争优势，为未来其他产品放量树立了标杆效应。

### 4、“内研+外延”拓展业务边界，多元化布局，打造平台型 IVD 企业

公司通过持续的技术创新、战略合作以及产业链投资等手段，形成了多元化的业务布局。在 POCT 领域，公司与全球领先的英国 QuantuMDx 团队的合作，加强多靶标检测能力，呼吸道感染和生殖道感染多个产品的研发取得良好进展；在免疫领域，公司战略投资安赛诊断，设立具备核心专利技术的增强型电化学发光平台产品线，凭借高灵敏度破局化学发光市场；此外，公司还延伸至上游测序仪领域，和真迈生物合作开发了国产高通量基因测序仪 Sansure Seq1000，进一步强化了公司在分子诊断领域的核心优势。公司注重内生增长与外延发展，通过多元化布局，打造平台型 IVD 企业，我们认为多元化布局为公司注入源源不断的增长动力，增强了市场竞争力和行业影响力，为公司的长期可持续发展奠定了坚实的基础。



## 1. 扎根分子诊断赛道，多元化布局增强竞争优势

### 1.1. 深耕分子诊断赛道，打造整体解决方案提供商

圣湘生物成立于2008年，多年来以推动分子诊断技术高精化、简便化、系统化、移动化、智能化的“五化建设”为核心，不断提升产品性能、完善产品管线，并积极开展投资并购事项（控股或参股安赛诊断、真迈生物等多家企业），扎根分子诊断赛道。经过多年发展，圣湘生物逐渐成长为一家集医疗诊断试剂、仪器、第三方医学检验服务为一体的整体解决方案提供商。

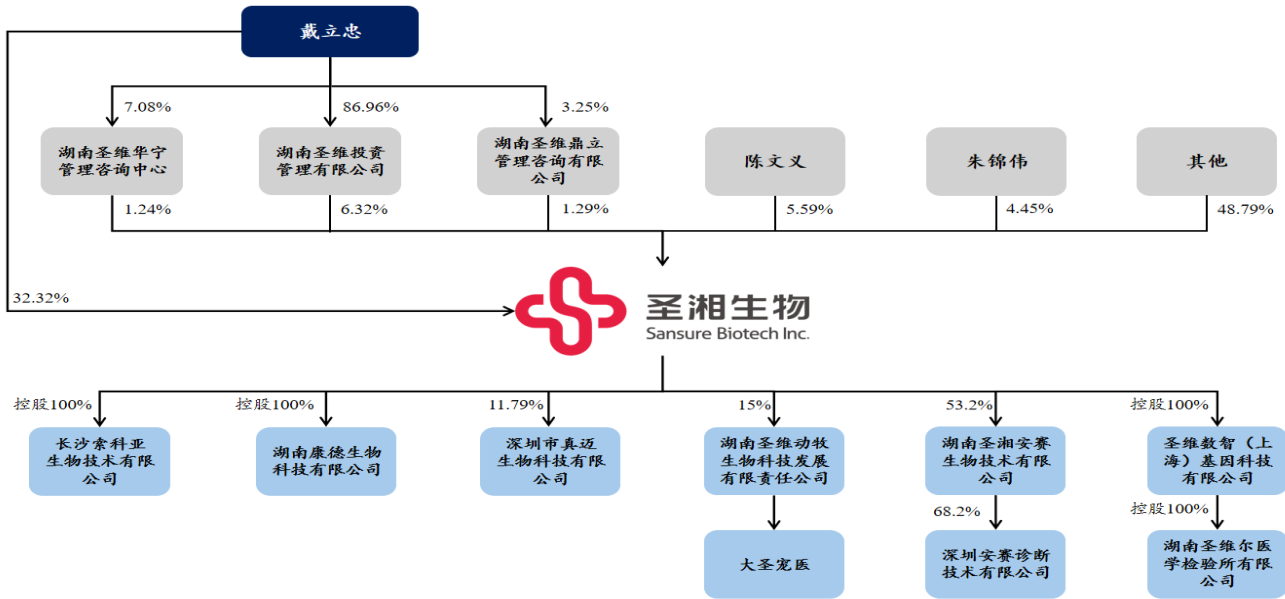
图 1：圣湘生物业务布局



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 1.2. 实控人增持+股权激励加码，彰显成长信心

**公司股权结构稳定，实控人增持彰显公司成长信心。**截止至2024年一季度，公司实控人兼董事长戴立忠先生直接持有公司32.32%的股权，且通过具有一致行动人关系的湖南圣维投资管理有限公司、湖南圣维鼎立管理咨询有限公司和湖南圣维华宁管理咨询中心间接持股8.85%，共持有公司41.17%的股份，股份较为集中，结构较为稳定。2024年2月，公司发布高管增持公告，董事长戴立忠先生拟于12个月内累计增持金额5000万到1亿元的公司股份，彰显了实控人对公司未来长远发展的信心。

**图 2：圣湘生物股权架构情况（截止至 2024 年一季度）**


资料来源：iFind，天眼查，信达证券研发中心

拥有专业的管理和技术团队，并以高效的激励机制为公司持续发展注入动力。公司管理团队均有多年医药生物领域、财会领域管理经验，核心技术人员曾任职于雅培、达安、海尔施等行业内优秀企业，在技术平台、试剂、仪器、质控品等方面具有扎实的理论基础和丰富的研发经验。2023 年，公司分别发布两期股权激励计划，公司激励计划除关注销售收入和利润外，也对研发成果提出了要求，如 2023 年 4 月 19 日发布的计划草案中，公司对于化学发光领域技术平台的搭建制定了明确目标。

**图 3：圣湘生物股权激励计划绩效考核指标**

首次公告日	授予价格	授予股数	归属期	业绩考核目标	
2023.04.19	12.01 元/股	40 万股	第一个归属期	2023 年设立化学发光领域的技术平台，并通过合作或自主研发设立 2 条具备合法销售资质的化学发光领域重点产线	
			第二个归属期	2023 年至 2024 年建设完善化学发光领域的技术平台；通过合作或自主研发设立 3 条具备合法销售资质的化学发光领域重点产线，在化学发光领域新增产品不低于 40 项	
2023.12.02	9.26 元/股	675.88 万股	首次授予的限制性股票	第一个归属期	2024 年扣非净利润不低于 2.00 亿元
				第二个归属期	下列考核条件满足其一即可： (1) 2025 年扣非净利润不低于 3.00 亿元 (2) 2024 年-2025 年累计扣非净利润不低于 5.00 亿元
				第三个归属期	下列考核条件满足其一即可： (1) 2026 年营业收入较 2025 年增长率不低于 40.00% (2) 2024 年-2026 年累计扣非净利润不低于 9.50 亿元
				第四个归属期	下列考核条件满足其一即可： (1) 2027 年营业收入较 2026 年增长率不低于 20.00% (2) 2024 年-2027 年累计扣非净利润不低于 16.50 亿元

资料来源：公司公告，信达证券研发中心



### 1.3. 抓住新冠核酸检测需求，为公司未来发展提供资金支持

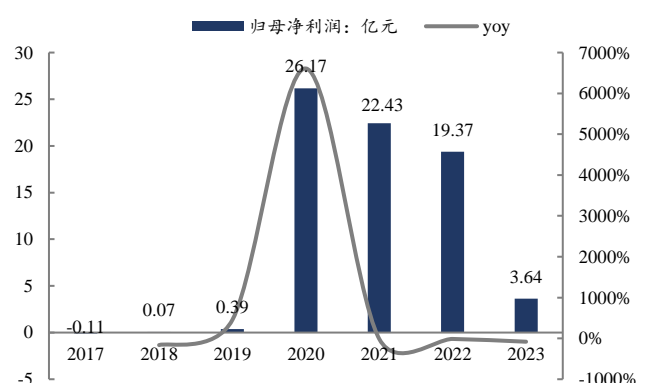
圣湘生物作为国内核酸检测试剂的龙头企业，新冠疫情期间，抓住需求，收入实现飞速增长，为公司后续发展提供强有力的资金保障。从营收情况来看，公司营业收入从2017年的2.25亿元上涨到2019年的3.65亿元，2020-2022年受到新冠核酸检测试剂需求拉动，公司营收实现快速增长，分别达到47.63亿元（yoy+1204.9%）、45.15亿元（yoy-5.2%）、64.5亿元（yoy+42.9%），在新冠核酸检测需求褪去后，公司呼吸道产品需求提升，助力公司2023实现营业收入10.07亿元。从利润端来看，公司归母净利润从2017年亏损0.11亿元到2023年盈利3.64亿元，其中2020-2022年受新冠核酸检测试剂销售规模大幅增长影响，分别实现归母净利润26.17亿元、22.43亿元、19.37亿元，为公司未来业务拓展提供了较强的资金保障。疫情期间，公司研制的新冠核酸检测产品，服务于全球150多个国家和地区的疫情防控一线，“圣湘方案”在多个国家曾成为抗疫核酸检测的主导方案，我们认为新冠核酸试剂的销售不单单给公司业务发展提供了充足的现金流，也为公司其他产品销售奠定了较好的市场基础。

图4：圣湘生物2017-2023营业收入情况



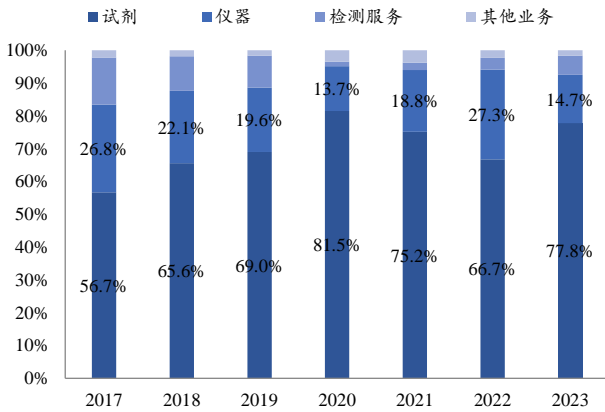
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图5：圣湘生物2017-2023归母净利润情况

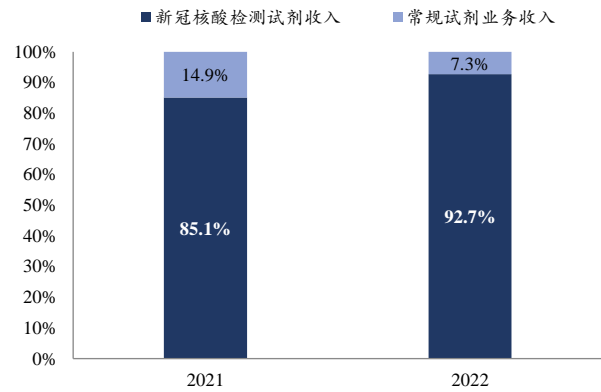


资料来源：iFind，信达证券研发中心

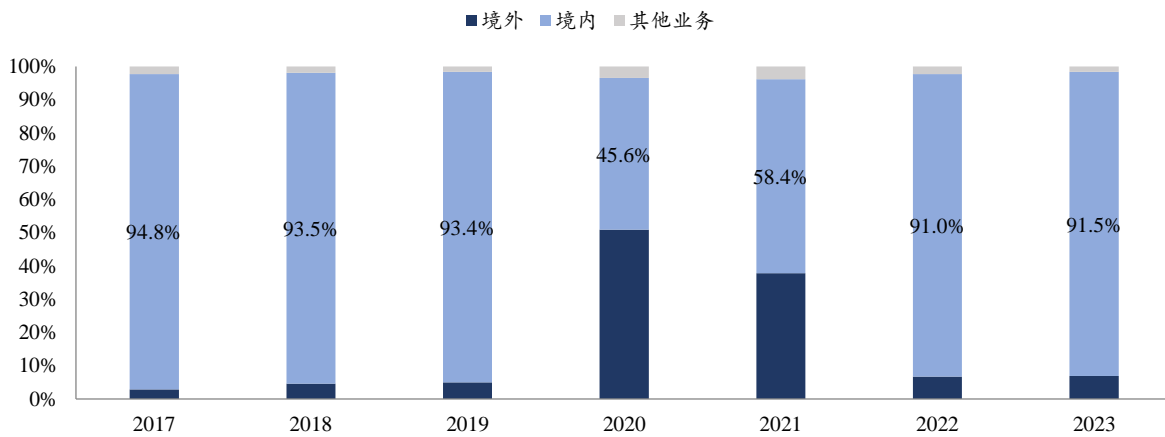
以试剂销售为核心，兼顾仪器生产与第三方检验服务协同发展。分业务来看，公司的核心业务为试剂产品的销售，占营收总额的比重在50%以上，从试剂构成来看，2021年和2022年，新冠核酸检测试剂收入占试剂销售收入比重分别为85.1%和92.7%，常规试剂业务收入占比较低。分地区来看，公司近年开始关注海外业务的拓展，但整体比重仍然较低，2020年主要是由于新冠核酸检测试剂出口拉动所致。

**图 6：圣湘生物 2017-2023 年营业收入构成（分业务）**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

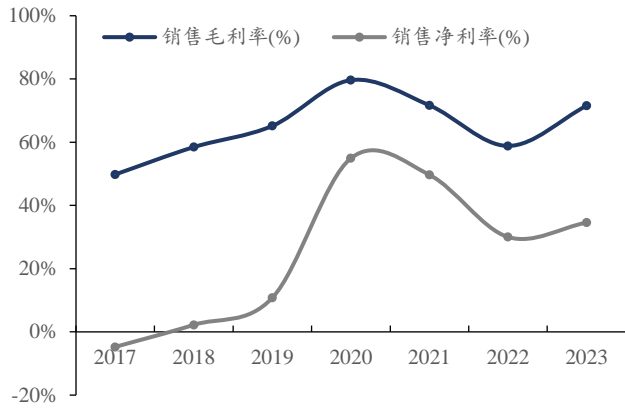
**图 7：圣湘生物 2021-2022 年新冠核酸检测试剂销售收入占比**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

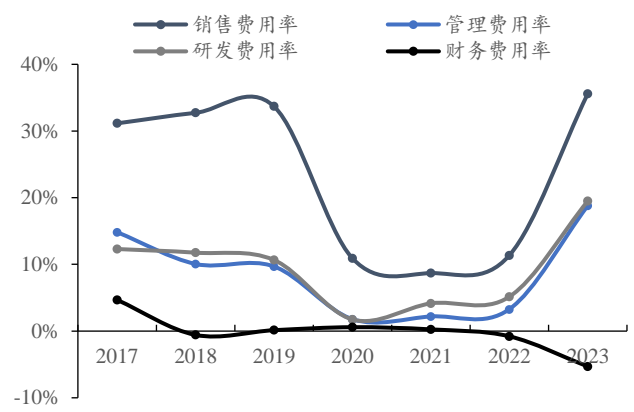
**图 8：圣湘生物 2017-2023 年营业收入构成（分地区）**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

加大投入，短期费用率上升，长期盈利能力有望增强。从销售毛利率和净利率来看，整体呈上升趋势，2020 年由于新冠核酸检测试剂需求激增，价格上涨，叠加规模效益凸显，公司毛利率和净利率达到峰值，2021-2022 年期间，随着新冠核酸检测试剂价格下调，毛利率和净利率均出现回落。2023 年公司积极转型，加大常规试剂业务的拓展，包括新产品研发和渠道开拓，费用率整体出现上涨，销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为 35.6%、19.5%、18.8%，随着常规产品销售收入逐步增长，公司盈利能力也逐步实现回升，2023 年公司销售毛利率和净利率分别提升到 71.54%和 34.57%，长期来看，盈利能力有望逐步增强。

**图 9：圣湘生物 2017-2023 毛利率与净利率情况**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 10：圣湘生物 2017-2023 费用率情况**


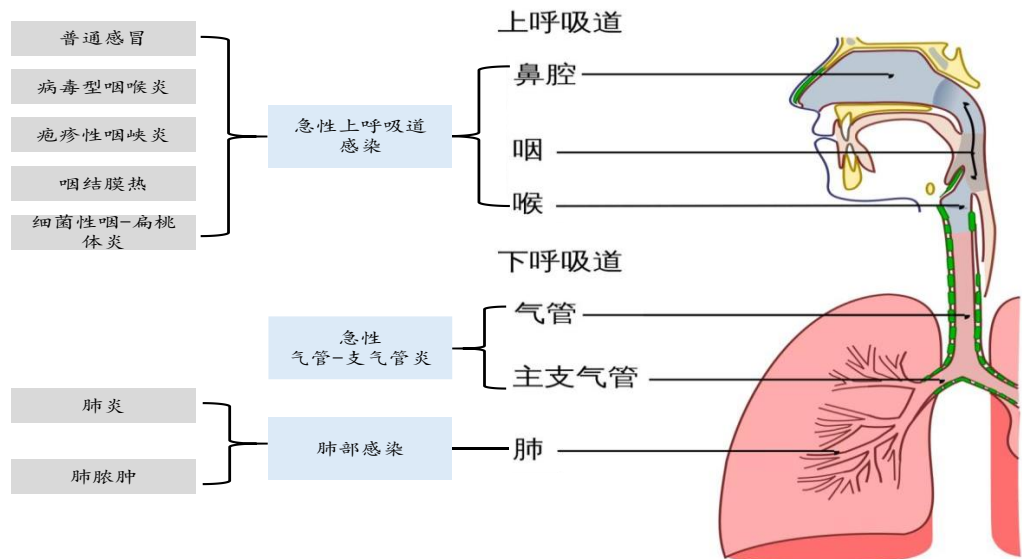
资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 2. 聚焦呼吸道检测领域，B+C 双渠道突破，打造拳头产品

### 2.1. 呼吸道疾病发病人数创新高，呼吸道病原体检测产品需求快速扩张

呼吸道感染分为上呼吸道感染和下呼吸道感染，其中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，而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。由于呼吸道感染的种类较多，治疗时必须先明确引起感染的病原体，才能更有效的选择药物及治疗方法。

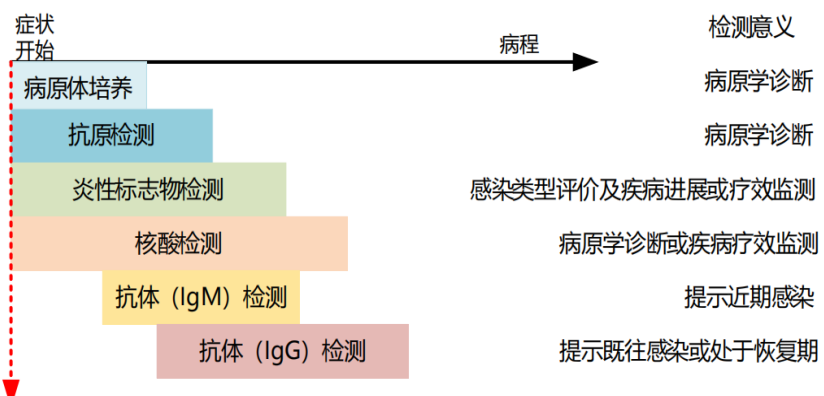
图 11：呼吸系统常见感染性疾病分类



资料来源：英诺特招股书，春雨医生，博禾医生，信达证券研发中心

核酸检测优势明显，是呼吸道感染诊断的金标准。目前，在呼吸道感染诊断中，常见的临床检测方法包括病原体培养、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，其中核酸检测适用的病程较长，从发生感染至病原体被完全清除之前均可进行检测，且特异性好，灵敏度高，目前被作为呼吸道感染检测的金标准。

图 12：呼吸道传染病进程中临床检测项目及意义



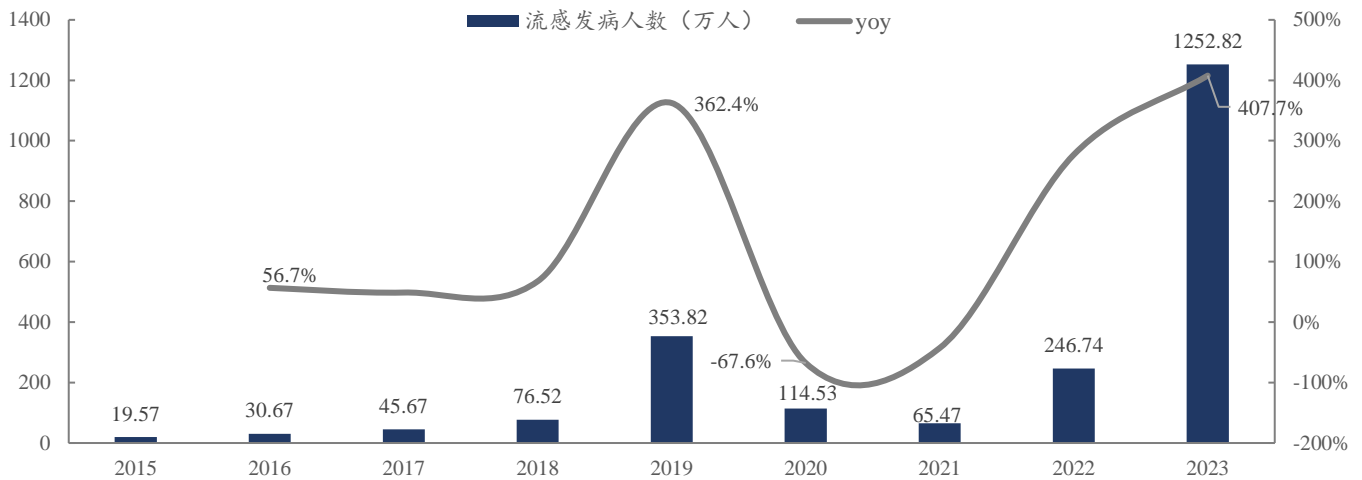
注：按照红色箭头示意图从上至下根据病情发展进行检测

资料来源：英诺特招股书，信达证券研发中心

呼吸道检测重视度提升，检测需求显著提升。2019 年，《流行性感冒诊疗方案（2019 年）》请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

版)》出台,各级医疗机构对流感筛查、识别的重视程度大幅提升,全国哨点医院统计的流感发病人数达 353.82 万人 (yoy+362.4%),疫情期间由于严格的管控,人群接触减少,同时也减少了常规病原体的传播,因此流感发病人数呈现下滑,2023 年随着经济活动恢复常态,常规流感类疾病呈现出爆发状态,流感发病人数达到 1252.82 万人 (yoy+407.7%)。我们认为流感发病人数激增的原因主要有两方面:①疫情期间,社会民众防护意识较高(佩戴口罩+减少人群接触),流感整体感染率较低,因而人体对流感病毒的免疫力也较低,管控措施优化后,人群接触和流动更加频繁,加速了流感病毒的传播,叠加身体里缺乏对抗流感病毒的抗体,比较容易出现大范围的感染。②新冠疫情后,公众对于类流感状疾病的防范意识提升,出现相关症状后前往医院的检测意愿变强,从而使得报告病例数增多。

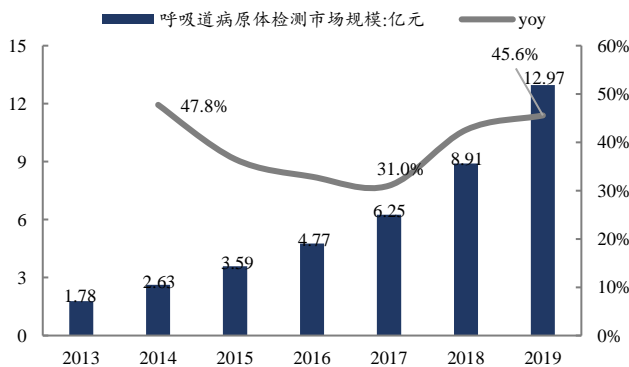
图 13: 全国流感发病人数变化



资料来源: 国家疾病预防控制中心, 信达证券研发中心

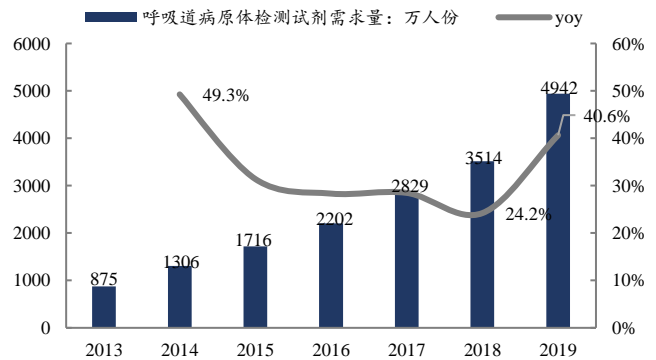
市场仍处发展萌芽初期,“院内+家用”市场空间广阔。根据智研咨询数据,截至 2019 年我国呼吸道病原体检测行业市场规模 12.97 亿元,2013 至 2019 年 CAGR 为 39.24%,2019 年检测试剂需求量 4942 万人份,2013 至 2019 年 CAGR 为 33.45%,保持较为快速的增长趋势。我们认为新冠疫情后,公众对呼吸道检测的重视程度加深,叠加医疗机构检测能力大幅提升(PCR 实验室数量增加+产品种类更加丰富),未来呼吸道检测市场规模仍有较大增长空间。

图 14: 2013-2019 全国呼吸道病原体检测市场规模变化



资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

图 15: 2013-2019 中国呼吸道病原体检测需求量变化

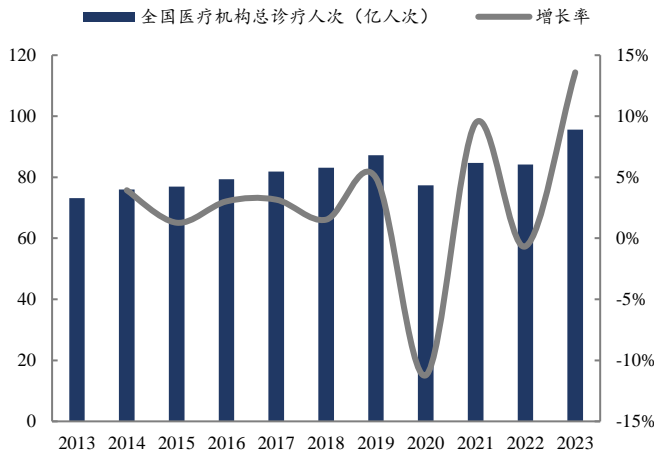


资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

## (1) 院端市场规模测算

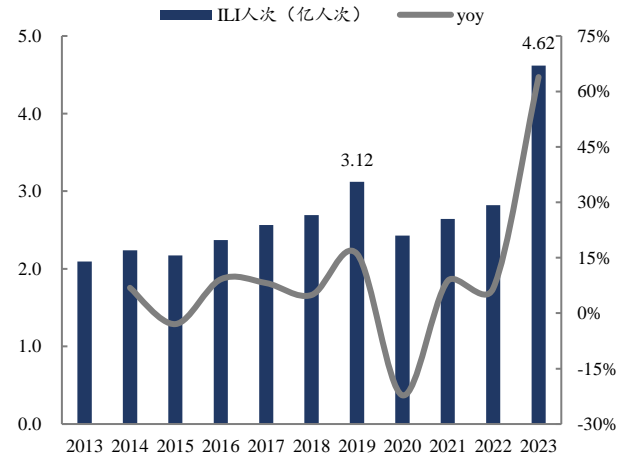
①**呼吸道诊疗人数预估**：根据国家统计局公布的全国医疗机构总诊疗人次，以及国家流感中心公布的全国哨点医院报告流感样病例（ILI）数据，测算得到 2023 年全国 ILI 共 4.79 亿人次，2013 至 2019 年、2020 至 2023 年以及 2013 至 2023 年 CAGR 分别为 7.37%、24.54%、8.65%，考虑到 2023 年的高速增长有一定时间特殊性，且随着人群渗透率提升，增速变缓，我们假设 ILI 人次 2023-2025、2023-2028、2023-2030 年间的 CAGR 分别为 6.0%、5.5%、5.0%，得到 2025、2028 和 2030 年的 ILI 分别有 5.38、6.26、6.74 人次。

图 16：全国医疗机构总诊疗人次变化



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 17：全国哨点医院报告流感样病例（ILI）总人次变化（估算）



资料来源：中国国家流感中心，信达证券研发中心（测算方式：全国医疗机构总诊疗人次\*ILI%）

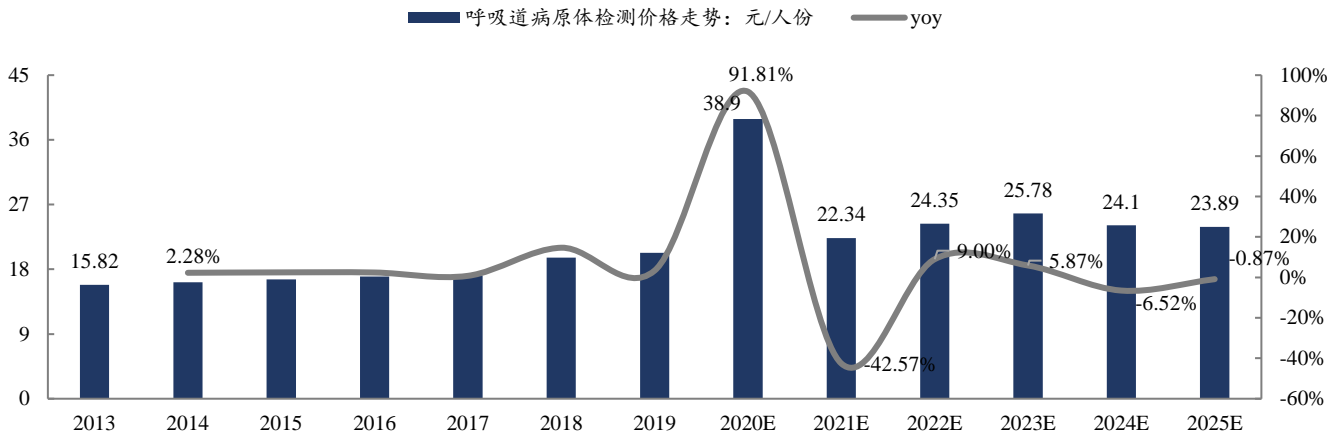
②**呼吸道病原体检测试剂均价预估**：从当前主要厂商出厂价格来看，分子检测产品均价接近 35 元/人份，单价约为胶体金产品 1.5-2 倍。根据智研咨询数据，2021 年后呼吸道病原体检测试剂（包括抗原和分子检测试剂）价格在 22-26 元/人份间波动，我们假设随着市场需求不断扩大，供应增加，呼吸道病原体检测试剂均价有所回落至稳态，预计分子检测试剂约为 30-32 元/人份，抗原检测试剂约为 18-20 元/人份。

表 1：市面主要呼吸道检测产品市场价格

公司	产品名称	归属分类	产品单价（元）			
			2021	2020	2019	2018
仁度生物	呼吸道系列	分子检测	27.45	37.90	43.38	38.05
之江生物	呼吸道核酸检测产品	分子检测	-	59.83	34.88	40.11
亚辉龙	呼吸道病原体试剂盒	胶体金	-	12.43	7.16	6.57
英诺特	呼吸道系列-非新冠类产品	胶体金	18.08	19.8	20.22	-

资料来源：iFind，仁度生物招股书，之江生物招股书，亚辉龙招股书，英诺特招股书，信达证券研发中心



**图 18：国内呼吸道病原体检测价格走势**


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

**③市场规模预估：**根据上述测算结果，我们可以用全国ILI总人次作为院端市场人群基数，对呼吸道病原体检测试剂院端市场规模（包括抗原和分子检测）做进一步测算。

其中：ILI人次和试剂单价假设依据参考上文①和②，渗透率分为悲观、中性和乐观（我们认为分子检测作为诊断金标准，在呼吸道领域渗透率会持续提升），销售量=ILI人次\*渗透率，市场规模=销量\*试剂单价。

我们预计 2030 年，在中性预期下，分子检测渗透率达到 70%，抗原检测渗透率为 30%，呼吸道检测院端市场规模达 133 亿元，其中分子检测和抗原检测对应的市场规模将分别为 106 亿元和 27 亿元。

**表 2：呼吸道病原体检测试剂院端市场规模测算**

年份	CAGR (自2023年起)	ILI人次 (亿人)	检测率 (%)	检测人次 (亿人)	检测技术	试剂单价 (元/人份)	渗透率			销量 (亿人份)			市场规模 (亿元)			
							悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	合计 (中性)
2025E	6.0%	5.38	50.00%	2.69	分子检测	32	30%	40%	50%	0.81	1.08	1.35	25.83	34.45	43.06	66.74
					抗原	20	70%	60%	60%	1.88	1.61	5.07	37.67	32.29	32.29	
2028E	5.5%	6.26	65.00%	4.07	分子检测	31	50%	60%	70%	3.13	3.76	4.38	63.07	75.69	88.30	106.61
					抗原	19	50%	40%	30%	3.13	2.50	1.88	38.66	30.93	23.19	
2030E	5.0%	6.74	75.00%	5.06	分子检测	30	60%	<b>70%</b>	80%	4.04	4.72	5.39	90.99	<b>106.16</b>	121.32	<b>133.45</b>
					抗原	18	40%	30%	20%	2.70	2.02	18.17	36.40	<b>27.30</b>	18.20	

资料来源：中国国家流感中心，iFind，仁度生物招股书，之江生物招股书，亚辉龙招股书，英诺特招股书，圣湘生物 2023 年年报，英诺特 2023 年年报，美国 CDC，AHA 网站，信达证券研发中心测算

## （2）家用市场空间测算

随着“互联网+医疗健康”的概念逐渐普及，在呼吸道感染高发的 2023 年秋冬季，京东和美团携手圣湘生物，推出居家快检业务，并首先于北京、广州等城市展开试点，逐渐覆盖一二线城市，“居家快检”这类新的检测业态萌芽，打开了呼吸道病原体检测 C 端市场的大门。

根据《EClinical Medicine》研究数据，2019 年东亚地区上呼吸道感染发病率约为 19 万人次/10 万人，且 1990 年以来发病率比较稳定。由于中国样本在东亚地区代表性较强，我们认为中国每年呼吸道感染发病率约为 190%-195%，进而测算得出中国呼吸道感染发病人次约为 27 亿人次。

据此，我们对中国呼吸道病原体检测市场家用端市场空间进行了测算，其中①家用端市场

中呼吸道感染人次=人口总数\*呼吸道感染发病率；②检测率为呼吸道感染人群中自我检测的比例（我们认为随着民众对呼吸道疾病认知度提升，以及精准医疗概念逐渐深入人心，检测类不断提升）；③检测人次=检测率\*呼吸道感染人数；④试剂单价参考“院端市场规模测算-呼吸道病原体检测试剂均价预估”；⑤渗透率分为悲观、中性和乐观（我们认为分子检测作为诊断金标准，在呼吸道领域渗透率会持续提升）；⑥销售量=检测人次\*渗透率；⑦市场规模=销量\*试剂单价。

我们预计当 2030 年家用端呼吸道病原体检测率达到 40%，则家用端市场规模合计达 240 亿元，其中分子检测市场规模将达 113.7 亿元（渗透率=35%），抗原检测市场规模可达 126.7 亿元（渗透率=65%）。

表 3：呼吸道病原体检测试剂家用端市场空间测算

年份	呼吸道感染人次	检测率(预估)	检测人次(亿人)	检测技术	试剂单价	渗透率			销量(亿人份)			市场规模(亿元)			
						悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	合计(中性)
2025E	27.07	20%	5.41	分子检测 抗原	32 20	10% 90%	15% 85%	20% 80%	0.54 7.31	0.81 4.60	1.08 4.33	17.32 146.18	25.99 92.04	34.65 86.62	118.03
2028E	27.07	30%	8.12	分子检测 抗原	31 19	20% 80%	25% 75%	30% 70%	1.62 6.50	2.03 6.09	2.44 5.68	50.35 123.44	62.94 115.72	75.53 108.01	178.66
2030E	27.07	40%	10.83	分子检测 抗原	30 18	30% 70%	35% 65%	40% 60%	3.25 7.58	3.79 7.04	4.33 6.50	97.45 136.43	113.69 126.69	129.94 116.94	240.38

资料来源：EClinical Medicine (Xuting Jin, Jiajia Ren, Ruohan Li, Ya Gao, Haoying Zhang, Jiamei Li, Jingjing Zhang, Xiaochuang Wang, Gang Wang 《Global burden of upper respiratory infections in 204 countries and territories, from 1990 to 2019》)，国家统计局，iFind，仁度生物招股书，之江生物招股书，亚辉龙招股书，英诺特招股书，信达证券研发中心测算

## 2.2. 公司呼吸道检测产品管线丰富，互联网助力打通 C 端市场

在呼吸道疾病检测领域，公司产品管线丰富，能够提供单检、多联检、免疫抗原、耐药基因筛查、病原体二代测序等多种组合方案，2023 年圣湘生物呼吸道类产品营业收入超 4 亿元，同比增长达 680%。

就检测产品来看，公司代表性产品有基于 PCR 荧光探针法开发的结核分枝杆菌核酸检测试剂盒、肺炎支原体核酸检测试剂盒、甲型流感病毒通用型核酸检测试剂盒等产品。其中，于 2021 年获批的呼吸道病原体六联检试剂盒和 2022 年获批的呼吸道病原菌六联检试剂盒已经成为当前公司的拳头产品。

图 19：圣湘生物呼吸道病原体检测产品上市节奏



资料来源：公司官网，国家药监局，信达证券研发中心

在儿科呼吸道检测领域，公司基于一办法技术和磁珠法技术开发了手足口肠道病毒、EB病毒、巨细胞病毒、肺炎支原体及结核分枝杆菌、甲型流感病毒等核酸检测试剂，具有操作简便、灵敏度高、操作过程生物安全性好的特点，其中结核分支杆菌检测试剂检测灵敏度达到1个菌/mL，优于国内同类产品，达到领先水平。

图 20：圣湘生物 EB 病毒核酸检测试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比

品牌	圣湘生物	达安基因	天隆科技	之江生物	鑫诺美迪
注册信息	国械注准 20173400077	国械注准 20173400176	国械注准 20153402134	国械注准 20183401703	国械注准 20163402082
灵敏度 (copies/mL)	400	5000	500	1000	1000
线性范围 (copies/mL)	400-4.0×10 <sup>9</sup>	5×10 <sup>3</sup> -5×10 <sup>7</sup>	1×10 <sup>3</sup> -1.0×10 <sup>8</sup>	定性	5×10 <sup>3</sup> -5×10 <sup>8</sup>
提取方法	一步法	煮沸法	煮沸法	煮沸法	煮沸法
内标	是	否	否	是	是
有效期	12 个月	6 个月	12 个月	12 个月	6 个月

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

在流行性呼吸道疾病检测方向上，公司基于荧光 PCR 技术平台开发的六项呼吸道病原体核酸检测试剂盒采用超顺纳米核酸磁珠法核酸提取技术，覆盖六项呼吸道感染常见的病毒及肺炎支原体，阳性检出率达到 64.56%，具有检出率高、检出结果精准、兼容性强等优点，且灵敏度达到了业内领先水平。

图 21：圣湘生物呼吸道病原体六联检试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比

生产企业	圣湘生物	硕世生物	中帜生物	伯杰医疗	博奥晶芯	卓诚惠生
技术平台	荧光PCR法	荧光PCR法	双扩增法	荧光PCR法	恒温扩增芯片法	PCR荧光探针法
核酸提取方法	超顺 纳米磁珠法	磁珠法	无需核酸提取	磁珠法	-	磁珠法
联检项目	甲型/乙型流感病毒、 呼吸道合胞病毒、 腺病毒、肺炎支 原体、人鼻病毒	甲型/乙型 流感病毒	甲型流感病毒、乙型流 感病毒、呼吸道合胞病 毒、副流感病毒、腺病 毒、肺炎支原体、肺炎 衣原体	呼吸道合胞病毒、 腺病毒、人偏 肺病毒、副流感 病毒 I、II、III 型	新型冠状病毒S和N 靶基因、甲型流感 病毒、甲型H1N1流 感病毒、甲型H3N2 流感病毒、乙型流 感病毒、呼吸道合 胞病毒核酸	甲型流感病毒、乙 型流感病毒、呼吸 道合胞病毒、腺病 毒、副流感病毒I型 及副流感病毒III型
试剂灵敏度	甲型/乙型流感病 毒： 2.0 TCID <sub>50</sub> /mL； 其他病毒： 500copies/mL	下限2.0TCID <sub>50</sub> /mL	-	1000copies/mL	≤150copies/ml (据前代产品推算)	1000copies/mL
内标	有	有	内源基因质控	-	-	含非目标基因片段的假病毒
样本类型	咽拭子，但兼容各 种样本	咽拭子	咽拭子、鼻拭子、 痰、肺泡灌洗液	口咽拭子	咽拭子	鼻拭子

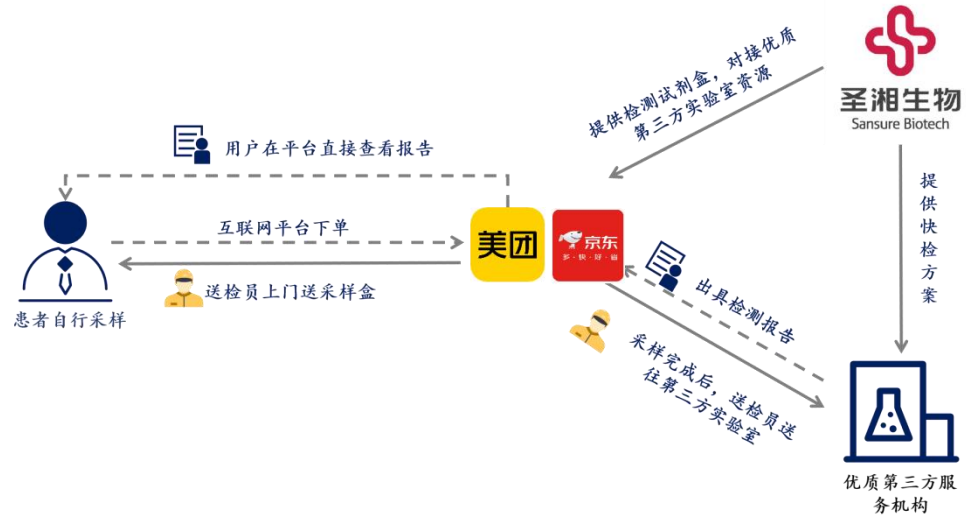
资料来源：各公司官网，硕世生物招股书，生物器材网，贝登医疗，信达证券研发中心

公司和美团、京东等互联网公司合作，推出“居家快检”项目，打造“3 小时呼吸道核酸检测圈”。以美团为例，用户可在美团 App “看病买药”频道，搜索“居家快检”进入检测专题页，进行下单，送检员会根据下单信息致电确认后送货上门，用户可按照说明书或视频引导自行采样，然后将密封试管交给送检员，3 小时后即可查看报告。当前，“居家快检”服务项目除包含原有标准版 12 重联检及专业版 15 重联检外，还新增了“百日咳杆菌

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

菌”检测项目，服务价格在 99-188 元不等，我们认为“居家快检”的服务模式极大缩减了公众核酸检测的时间成本，随着覆盖城市不断增多，普及率不断提高，服务项目数量不断拓宽，“居家快检”市场规模具有较大的增长潜力。

图 22：“居家快检”流程



资料来源：中国新闻网，腾讯网、财联社，信达证券研发中心

### 3. 分子诊断市场兴兴向荣，龙头企业多点开花

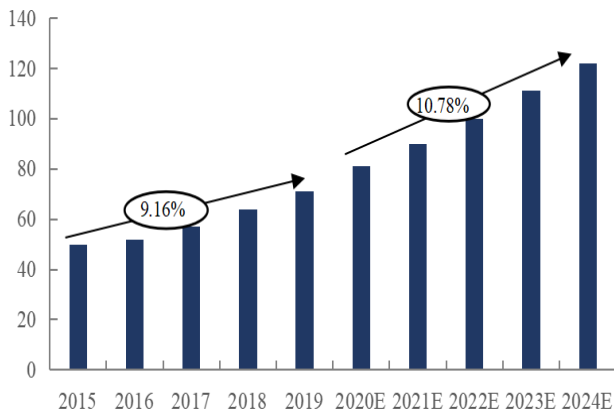
#### 3.1. 分子诊断兴兴向荣，国内百亿蓝海市场，潜力广阔

分子诊断学是应用分子生物学方法，研究人体内源性或外源性生物大分子和大分子体系的存在、结构或表达调控的变化，为疾病的预防、诊断、治疗提供信息和依据的一门学科。虽然当前分子诊断技术的对象已经覆盖了 DNA、RNA、蛋白与多肽等生物大分子，但从基因维度渗入，以 DNA 和 RNA 为诊断材料，通过检测遗传物质的存在、缺失或者状态变化，探究基因编码对蛋白表达的影响，解锁人体病症表现与基因关系的核酸靶标诊断技术仍为当前主流。

作为体外诊断赛道的明星选手，分子诊断因其技术的先进性，应用前景广阔，市场空间较大，近年来呈现加速发展的趋势。根据 Frost & Sullivan 的报告数据显示，全球分子诊断市场规模从 2015 年的 50 亿美元增长至 2019 年的 71 亿美元，年复合增长率达 9.16%，预计 2024 年市场规模将扩张至 122 亿美元，预计 2020-2024 年的年复合增长率将达到 10.78%。

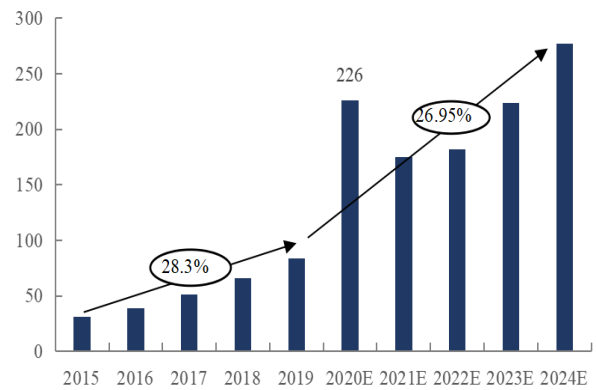
我国分子诊断起步较晚，市场规模较小，但近年来发展较快。在新冠疫情期间，核酸检测方法作为病毒检测的金标准，在全国范围得到大规模使用，2020 年分子诊断规模创新高，达到 226 亿元，同比增长 169%。新冠疫情为中国分子诊断企业提供了腾飞的助推器，加之各级政府及医疗机构逐步重视分子诊断技术的应用，中国分子诊断市场发展兴兴向荣，Frost & Sullivan 预计到 2024 年中国分子诊断市场规模将达到 277 亿元，2019-2024 年的年复合增长率将达到 27.0%。

图 23：2016-2024 全球分子诊断市场规模变化（亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，仁度生物招股书，信达证券研发中心

图 24：2019-2024 中国分子诊断市场规模变化（亿元）

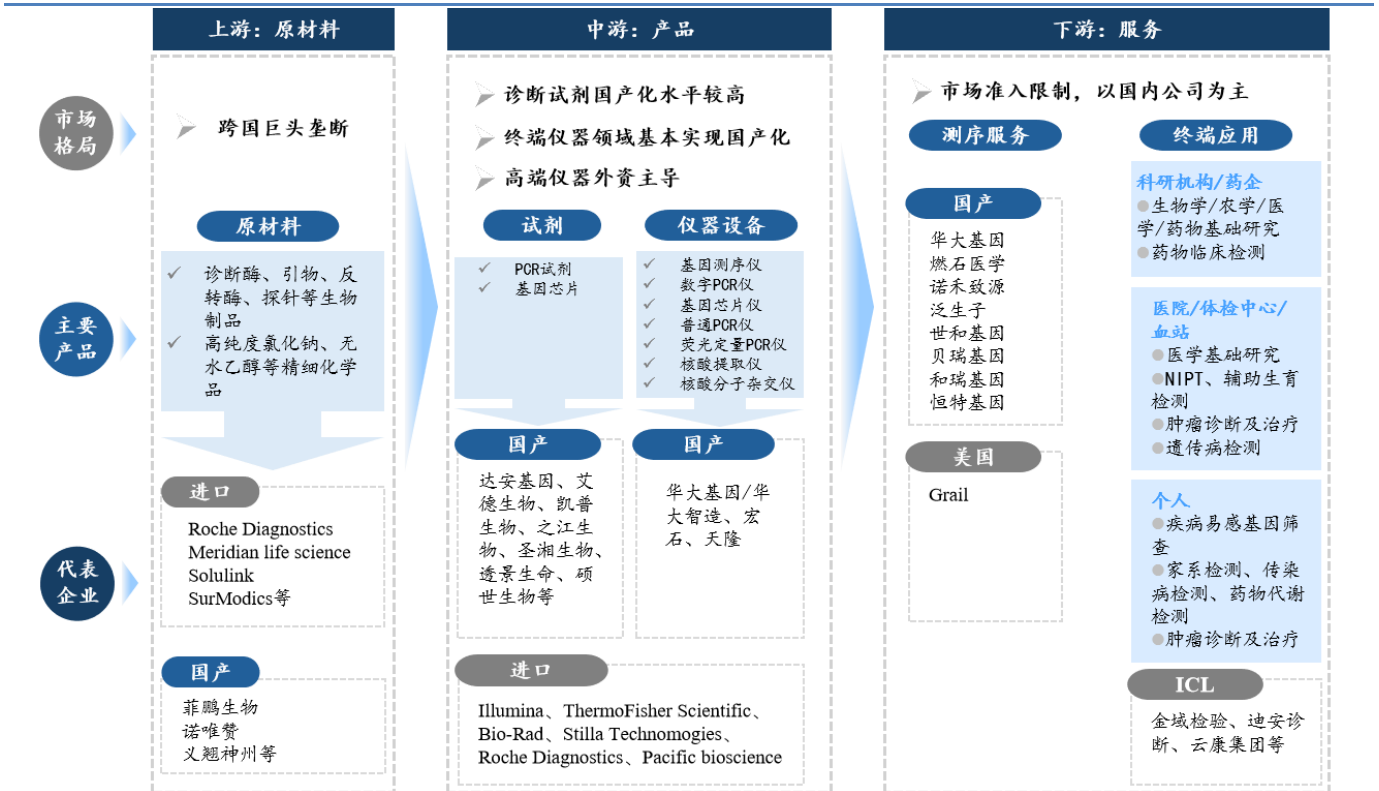


资料来源：Frost & Sullivan，仁度生物招股书，信达证券研发中心

分子诊断产业链中下游厂商国产化率高，并逐步向上游突破。上游原材料主要包括生物制品和精细化学品（如诊断酶、引物等），代表企业主要为罗氏等跨国巨头；中端产品主要包括诊断试剂和仪器设备，国产化程度较高，主要是之江、达安、圣湘等本土企业；下游服务主要包括中间环节的基因测序服务，以及对试剂、仪器和测序服务最终使用的应用终端。目前越来越多的本土企业开始进军上游原料酶市场，逐步实现部分原料自给，未来有望实现国产替代。



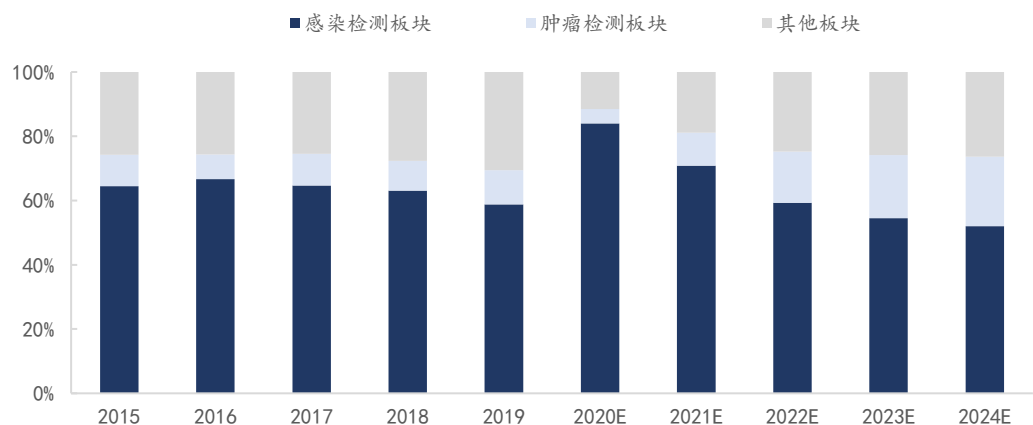
图 25：分子诊断产业链



资料来源：健康界，中关村产业研究院，信达证券研发中心

分子诊断优势明显，感染性疾病为分子诊断应用最大的细分市场。分子诊断因其高灵敏性、高特异性等优势，诊断内容逐渐多样化，已从早期的单一疾病诊断发展到对疾病的疗效监控、预后评估等医学领域。根据 Frost & Sullivan 报告数据，将我国分子诊断市场拆分为感染检测板块、肿瘤检测板块、其他板块（包括生育健康、遗传病等）来看，感染性疾病为分子诊断应用最大的细分市场，2019 年达 50 亿元，占比约为 59%，包含了呼吸道感染、血液传播疾病感染、性传播感染、人乳头瘤病毒感染等，肿瘤检测 2019 年占比仅为 11%，随着精准医疗的倡导，有望加速发展，预计 2024 年占比将达 22%。

图 26：中国分子诊断各应用领域占比



资料来源：Frost & Sullivan，仁度生物招股书，信达证券研发中心

### 3.2. 政策加码助力成长，分子诊断渗透率有望进一步提升

制度趋于完善，政策助力分子诊断行业发展。在早期，我国分子诊断行业标准不够完善，



监管力度较为宽松，导致市场发展较为无序。随着“体外诊断”被列为十三五规划重要发展的行业后，国务院、发改委、卫健委等监管机构近年来陆续发布多份制度文件，对包含分子诊断相关的体外诊断行业发展进行了规范。2022年5月，国家“十四五”规划提出要大力发展分子诊断，并推动装备向智能化、小型化、快速化、精准化、多功能集成化发展，**叠加精准医疗的稳步推进、分级诊疗体系逐步完善，分子诊断行业在政策助力下有望迎来快速成长。**

图 27：分子诊断领域主要政策

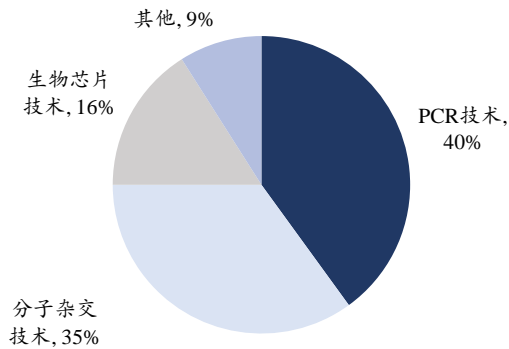
发布日期	发布机构	文件名称	相关内容
2023.08	国务院	《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023-2025）》	要高度重视国产医疗装备的推广应用，完善相关支持政策，促进国产医疗装备迭代升级。
2022.05	发改委	《“十四五”生物经济发展规划》	提升疾病诊断能力。推动生物技术与精密机械、新型材料、增材制造等前沿技术融合创新， <b>大力开发分子诊断、化学发光免疫诊断、即时即地检验等先进诊断技术和产品，发展高端医学影像等诊断装备，促进装备向智能化、小型化、快速化、精准化、多功能集成化发展。</b>
2022.02	工信部、发改委等	《“十四五”医药工业发展规划》	加快制定人工智能医疗器械、新型生物材料、新型分子诊断试剂等医疗器械标准。重点发展医学影像、体外诊断、疾病康复、肿瘤放疗、急救救治、生命支持、可穿戴监测、中医诊疗等领域的医疗器械， <b>疾病筛查、精准用药所需的各类分子诊断产品</b> ，支架瓣膜、心室辅助装置、颅骨材料、神经刺激器、人工关节和脊柱、运动医学软组织固定系统、人工晶体等高端植入介入产品。
2022.01	国务院	《国家残疾预防行动计划（2021-2025）》	提供生育全程基本医疗保健服务， <b>广泛开展产前筛查，加强对常见胎儿染色体病、严重胎儿结构畸形、单基因遗传病等重大出生缺陷的产前筛查和诊断。</b>
2021.12	卫健委等	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	提出7个重点领域包括： <b>诊断检验装备</b> 、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源植入器械，基本覆盖了全人群从防、诊、治到康、护、养全方位全生命周期医疗健康服务装备需求。
2021.01	卫健委	《肿瘤诊疗质量提升行动计划》	各地卫生健康行政部门要加强制度设计，针对适宜肿瘤病种制订完善筛查指南，明确安全、有效、经济的筛查方法。 <b>要广泛开展培训和科普宣传，提高肿瘤早期识别能力和机会性筛查水平，促进早诊早治。</b>
2021.03	国家发改委	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	<b>基因与生物技术被确定为强化国家战略科技力量、加强原创性引领性科技攻关的七大科技前沿领域之一</b> ，被列为国家战略性新兴产业未来产业。

资料来源：国务院，卫健委，发改委，工信部，中国政府网，新华社，信达证券研发中心

**PCR 是分子诊断主流技术，实验室建设助力分子诊断服务下沉。**从分子诊断细分技术结构占比情况来看，PCR（聚合酶链式反应）技术是目前最为成熟、应用最广泛的分子诊断技术，占比达40%。自2020年新冠疫情爆发以来，核酸检测作为新冠病毒检测主要方式，国务院、卫健委等相继发文，要加大基层检测能力建设，PCR实验室资源下沉成为加强医院检测能力的一大工作重点，根据全国新冠病毒检测室间质评结果报告显示，2020年参评实验室仅有844家，2022年最高曾达7568家，2023年仍有2505家实验室参评。我

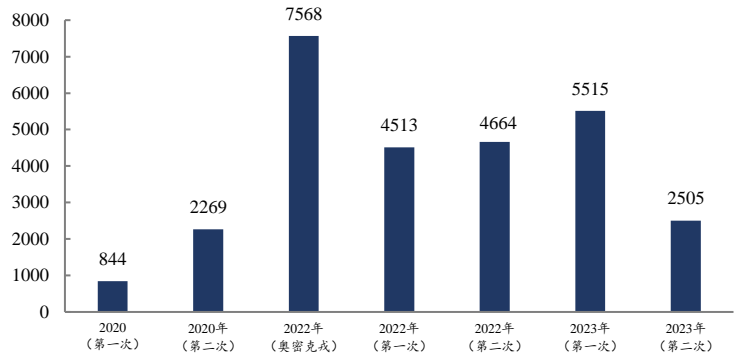
们认为 PCR 实验室资源的下沉为核酸检测项目在医疗机构的开展和推广提供了较好的基础设施，叠加在新冠期间，核酸检测精准度被社会公众广泛知晓，民众对核酸检测的认可度大幅提升，分子诊断市场有望迎来快速发展。

图 28：分子诊断细分技术结构占比



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 29：2020-2023 年全国新冠病毒检测室间质评参评企业数量（家）



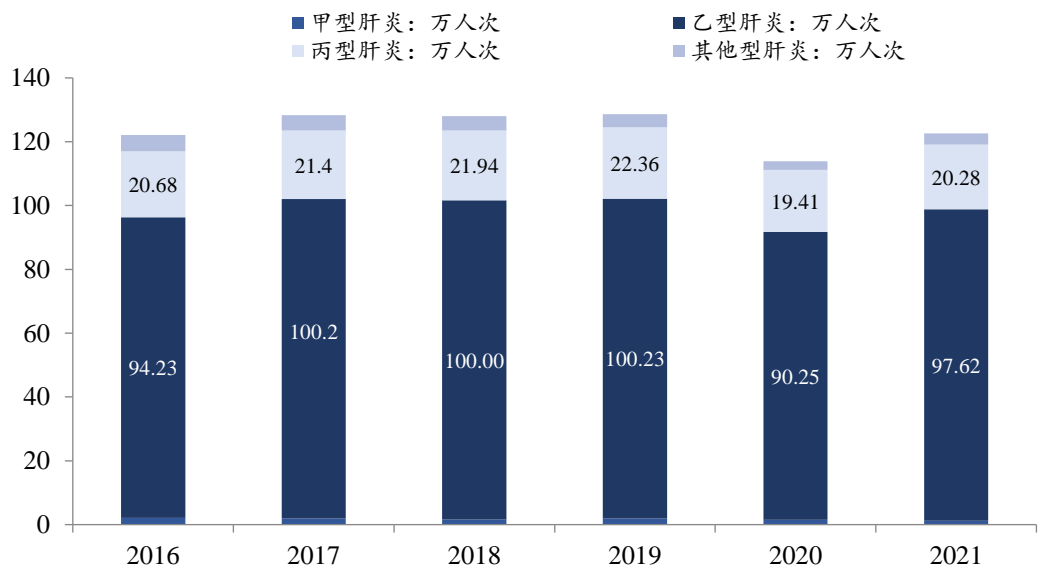
资料来源：卫健委临检中心，全国体外诊断网，信达证券研发中心

### 3.3. 多方向布局分子诊断产品，打造丰富的产品矩阵

#### 1) 病毒性肝炎系列：

乙、丙型病毒性肝炎已成为我国报告病例最多的流行性传染病。据世界卫生组织（WHO）数据，全球约有 2.57 亿人感染乙型肝炎病毒（HBV），每年约有 88.7 万人死于 HBV 感染相关疾病，比如我国肝硬化和肝癌（HCC）患者中，由 HBV 所致者分别为 77% 和 84%。目前我国 HBsAg 流行率为 5%-6%，慢性 HBV 感染者约 7000 万例，根据疾控中心数据，2016-2021 年，全国乙型肝炎报告病例连续 6 年超过 90 万例，丙型肝炎在 20 万例左右。

图 30：2016-2021 年全国病毒性肝炎报告病例



资料来源：国家疾病预防控制中心《法定传染病报告》，信达证券研发中心

公司肝炎系列的产品丰富，质量领先，在肝炎核酸检测市场具有较强的竞争力。公司基于高敏磁珠提取技术和一步法核酸释放技术，开发了一系列病毒性肝炎核酸检测系列产品，

覆盖了病毒性肝炎诊断、治疗方案确定、治疗随访检测、耐药监测、治疗终点判断等病毒性肝炎诊疗全过程。其中基于快速简便“一步法”技术平台的乙肝核酸定量测定试剂盒，仅需 10 分钟即可完成样本裂解，相比磁珠法和柱提法操作（需 60-120 分钟）简便、省时。

图 31：圣湘生物病毒肝炎系列产品

产品系列	用途	产品图片
病毒性肝炎系列	体外定量或定性检测肝炎病毒核酸，肝炎病毒基因分型和基因突变位点检测	

资料来源：公司招股书，公司官网，公司公众号，信达证券研发中心

就 DNA 检测产品来看，公司乙肝超敏检测试剂盒：1) 核心性能指标灵敏度更高，检测下限低至 5IU/mL；2) 更广线性范围和基因型覆盖范围，均超过国内同类代表产品；3) 提取过程仅洗涤一次，且免洗脱磁珠，拥有更简捷的操作流程，从而可以减少核酸损失和操作误差，提高检测效率。

图 32：圣湘生物乙肝病毒核酸检测试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比

品牌	圣湘生物	罗氏	雅培	达安基因	科华生物
注册证号	国械注准 20193400886	国械注进 20183400500	国械注进 20153403851	国械注准 20163400142	国械注准 20193401792
灵敏度 (IU/mL)	5	7.6	10	10	30
线性范围 (IU/mL)	20-2.0×10 <sup>9</sup>	10-1.0×10 <sup>9</sup>	10-1.0×10 <sup>9</sup>	20-1.0×10 <sup>9</sup>	50-5.0×10 <sup>8</sup>
覆盖基因型	A-H	A-H	A-H	B、C、D	A-G
提取方法	磁珠法	磁珠法	磁珠法	磁珠法	磁珠法
有效期	18 个月	24 个月	18 个月	9 个月	12 个月
洗涤次数	1	2	2	2	4
洗脱磁珠	否	否	是	是	是

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

2024 年 6 月，公司乙型肝炎病毒核糖核酸 (HBV RNA) 检测试剂盒 (PCR-荧光探针法) 获批上市，公司成为中国首家 HBV RNA 和 HBV DNA 检测产品均获批上市的企业，进一步完善肝炎全场景解决方案。

血清 HBV RNA 是肝穿刺的无创替代指标。存在于肝组织内的共价闭环环状 DNA (cccDNA) 是 HBV 复制的源头，与慢性持续性感染和 CHB (慢性乙型肝炎) 难以治愈密切相关，一般 cccDNA 的检测需要有创的肝穿活检，不适合广泛开展，由于 HBV RNA 主要由肝细胞核内的 cccDNA 模板转录生成，使用 HBV RNA 检测试剂盒可用于定量检测临床血清样本中的乙型肝炎病毒 (HBV) RNA 水平，我国《慢性乙型肝炎防治指南 (2022

年版)》、《慢性 HBV 感染者血清 HBV RNA 检测及临床应用的专家共识》和欧洲肝病学会的《乙型肝炎病毒感染管理临床实践指南 (2017 年版)》均指出, 血清 HBV RNA 可作为检测肝组织内 cccDNA 存在及转录活性的血清替代指标, 具有无创的优点, 同时也能预测乙肝患者对 NAs 和干扰素两类药物的治疗应答, 预测停药以及停药后复发风险。

公司的 HBV RNA 检测试剂盒检测灵敏度达 50 copies/mL, 线性范围达 1.0E+02 copies/mL~1.0E+09 copies/mL, 产品质量较强。我们认为公司深耕肝炎市场, 临床价值凸显的 HBV RNA 检测试剂盒有望依托前期打下的客户基础, 快速入院, 实现放量。

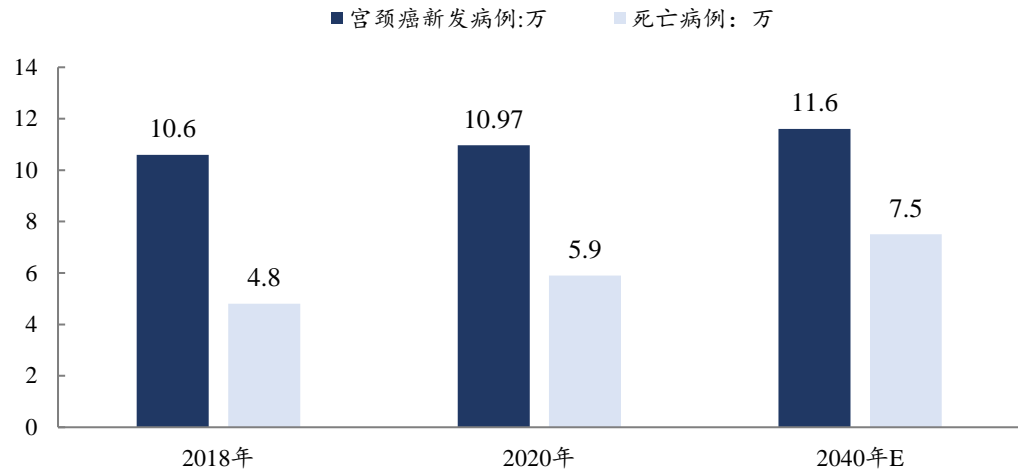
图 32: 圣湘生物 HBV RNA 检测试剂盒与其他厂商产品性能指标对比

生产企业	圣湘生物	热景生物	仁度生物
注册证号	国械注准 20243401083	国械注准 20223401509	国械注准 20213400174
技术平台	PCR-荧光探针法	PCR-荧光探针法	RNA捕获探针法
核酸提取方法	超顺 纳米磁珠法	磁珠法	磁珠法
覆盖基因型	A-H 8种基因型	-	-
试剂灵敏度	50 copies /mL	300copies/mL	50 copies /mL
线性范围	100-1×10 <sup>9</sup> copies/mL	1.0×10 <sup>3</sup> -1.0×10 <sup>8</sup> copies/mL	100-1.0×10 <sup>8</sup> copies/mL
阳性判断值	ct≤40	靶标 ct≤26	靶标 dt≤27.3 内标 dt≤30.6
样本类型	血清	血清	血清
稳定保存时间	14个月	6个月	12个月

资料来源: 各公司官网, 国家药监局医疗器械技术审评中心, 信达证券研发中心

## 2) 生殖道感染与遗传系列

宫颈癌已成为国内发病率较高的癌种, 筛查将是有效的预防手段。根据智研咨询整理的 GLOBOCAN 数据显示, 2020 年中国宫颈癌新发病例 10.97 万, 相比 2018 年增长约 3.5%, 占中国女性肿瘤总发病数的 5.2%, 死亡病例达 5.9 万, 相比 2018 年增长约 23.0%, 占女性肿瘤总死亡数的 5%, 中国已成为世界第二大宫颈癌疾病负担国。智研咨询预计到 2040 年, 中国宫颈癌发病病例将达 11.6 万, 相比 2020 年增长 5.7%, 死亡病例预计达 7.5 万, 相比 2020 年增长 26.3%。人乳头状瘤病毒 (HPV) 作为宫颈癌最常见的诱发病毒, 对其进行筛查, 将是预防宫颈癌发病的关键步骤。

**图 33：全国宫颈癌新发病例及死亡病例数变化趋势**


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

公司 HPV 产品种类齐全，检测效率较高，适合大规模筛查。①产品种类方面：公司基于一步法样本处理技术平台上开发的 HPV 检测系列产品，可根据不同应用场景提供 HPV 分型、不分型及部分分型等多种产品组合和检测方案，可快速、精准地检测受检样本中高危和低危险 HPV 亚型。②检测效率方面：公司 HPV 产品不仅检测灵敏度(400copies/mL)方面高于国内很多相关竞品，检测效率方面也有独特优势，96 个标本核酸前处理仅需 30 分钟，可在 2 小时内完成全过程检测和结果报告，检测效率比同类产品大幅提升，尤其适用于我国适龄妇女人群的大规模检测和筛查。

**图 34：圣湘生物 HPV 核酸检测试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比**

品牌	圣湘生物	硕世生物	之江生物	凯普生物	罗氏
注册证号	国械注准 20163401295	国械注准 20153400364	国械注准 20153400044	国械注准 20153401700	国械注进 20143405904
灵敏度 (copies/mL)	400	10000	10000	500	80-7200
提取方法	一步法	煮沸法	煮沸法	煮沸法	磁珠法
是否需加热	否	是	是	是	是
是否需高速离心	否	是	是	是	否
防污染	UNG 酶体系	UNG 酶体系	无	无	UNG 酶体系

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

### 3) 血液筛查核酸检测产品系列

血液筛查有效地降低了乙型肝炎病毒、丙型肝炎病毒、人类免疫缺陷病毒的传染风险，据统计，血源传染病检测市场容量每年超 1 亿人次，对应的血源传染病核酸检测潜在市场规模超 100 亿元。

**联检产品覆盖全面，降低漏检风险。**在血液筛查领域，公司基于超敏磁珠提取技术，开发了用于检测样本中的乙型肝炎病毒（HBV）、丙型肝炎病毒（HCV）及人类免疫缺陷病毒 1+2 型（HIV1+2）核酸的检测试剂，灵敏度 HBV 达到 3IU/mL，HCV 达到 10IU/mL，HIV-1/HIV-2 均达到 45IU/mL，性能达到国际水平，同时三种病毒的亚型覆盖更为全面，有效地避免漏检的情况。



**图 35：圣湘生物血源筛查核酸检测试剂盒与其他主流厂商产品性能指标对比**

品牌	圣湘	Roche	Grifols	PE (浩源)	科华生物	华益美	万泰	达安基因
注册证号	国药准字 S20183001	国药准字 S20181014	国药准字 S20181015	国药准字 S20100010	国药准字 S20100011	国药准字 S20191008	国药准字 S20173002	国药准字 S20100012
检测方式	单管联检 (可区分)	单管联检 (可区分)	单管联检 (不区分)	单管联检 (可区分)	单管单检	单管联检 (可区分)	单管联检 (可区分)	单管单检
反应管	1	1	1	1	3	1	1	3
磁分离技术	侧吸法	底吸法	底吸法	上吸法	底吸法	底吸法	上吸法	上吸法
检测模式	1/6	6	1	1/8	01/8/24	8	01/6/24	8
HIV-2检测	是	是	是	否	否	是	否	否
HBV灵敏度	3	3.7/2.3	10.44	6.3	5	5.7	3	100
HCV灵敏度	10	10.7/6.8	3.01	23.3	50	21.5	20	100
HIV灵敏度	45	49/50.3	28.79	47.6	50	42.3	40	100

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

#### 4) 分子诊断设备

自动化核酸提取设备助力检测效率提升，小型化仪器拓宽分子诊断使用场景。①在自动化方面，公司开发了 Natch S、Natch CS、Natch CS2、Fast DP01、Fast DP02 等一系列自动化核酸提取系统，改变了原来 PCR 实验室手工操作为主的应用现状，实现了高通量、高精度、高效率的分子诊断应用。②在小型化方面，公司开发了 POCT 移动分子诊断系统，为基层医疗机构、临床急救、健康管理、军事安全、生物应急等领域提供快速便捷的诊断结果，实现分子诊断的普适化、全场景化的应用。

**图 36：圣湘生物仪器类产品**

产品系列	产品名称	产品图片
全自动核酸检测反应体系构建系列	全自动核酸提取仪 (S11A、S11C、S12A、S12C、S-S13A) 全自动核酸检测反应体系构建系统 (S21A)	
POCT 移动分子诊断系统	便携式全自动核酸提取及扩增仪 (S-Q21A) 核酸快速扩增仪 (S-Q22A)	

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

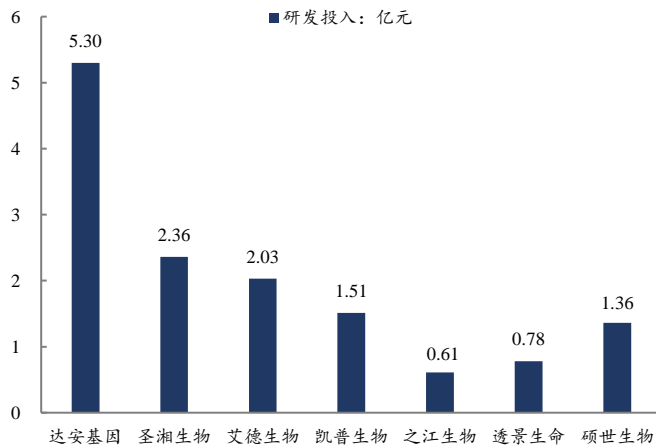


## 4. “内研+外延”拓宽业务赛道，打造平台型 IVD 企业

### 4.1. 高度重视技术创新，研发投入居行业前列

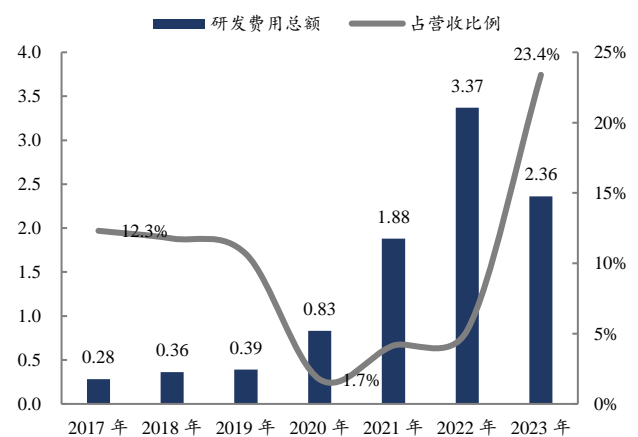
公司对研发创新的重视程度较高，研发投入和研发能力均处于行业第一梯队。①在管理架构上，公司设置了生命科学研究院统筹公司的研发工作，分成技术研究、产品开发、产业化三大专业模块，鼓励研发人员聚焦专业深度，提高研发产品的效率和质量。②在研发投入上，公司 2023 年全年研发投入达到 2.36 亿元，在主要分子诊断试剂厂商中仅次于达安基因，占营收的 23.4%，研发人员数量达到 490 人，占公司总员工的 24.43%。

图 37：2023 年国内主要分子诊断试剂企业研发投入对比



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 38：2017-2023 年圣湘生物研发投入情况 (亿元,%)



资料来源：iFind，信达证券研发中心

公司关注新产品的开发和知识产权体系的搭建，阶段性研发成果卓著。目前，公司在呼吸道病原体诊断、血筛安全、肝炎检测、肿瘤早诊早筛等多个领域的技术水平，已达到国际领先水平。

图 39：圣湘生物阶段性研发成果及目标

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平
呼吸道病原体诊断系列产品	已获得注册证的产品 9 个，处于研发阶段和临床阶段的产品若干	形成一套系统的呼吸道精准检测方案	国际领先
移动分子诊断 (POCT)	已获得注册证的产品 2 个，获得 CE 注册产品 3 个，处于研发阶段的产品若干	形成一套 POCT 多场景需求的解决方案	国际领先
血筛安全系列产品	正在注册审评的产品 1 个，处于研发阶段的产品若干，获得 CE 注册的产品 1 个	获得 2 个三类医疗器械证书和一个 CE 证书	国际领先
妇幼诊断系列产品	获得 3 个三类产品证书，进入临床阶段的产品 1 个，处于研发阶段的产品若干	获得 3 个三类医疗器械证书	国内领先
肝炎诊断系列产品	正在注册审批的产品 2 个，获得 CE 注册产品 3 个，处于研发阶段的产品若干	获得三类证书 1 项，CE 认证 2 项	国际领先
高通量测序系列产品	国产高通量基因测序仪 SansureSeq1000 审批中，并在此平台上自主开发了测序反应通用试剂盒；其他产品研发进行中	注册报证	国内领先
提取及自动化系列产品	研发进行中	实现提取产品线应用场景全覆盖	国内领先
肿瘤早筛早诊产品	研发进行中	获得三类医疗器械证书	国际领先

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 4.2. 并购布局“POCT+化学发光+测序”，拓宽商业版图

#### (1) POCT 推动分子诊断走向去中心化实验室化市场

分子 POCT 产品具有集成化、小型化、自动化、高速化、简易化、高精度等优点，可对

传统中心化 PCR 实验室难以覆盖的碎片化检测需求进行补充，应用场景较为丰富，包括急诊场景的初诊、特定病区的治疗监测等，有利于在落实分级诊疗的同时推动精准医疗的发展。

图 40：POCT 系统应用场景



资料来源：呈晖医疗科技公众号，信达证券研发中心

目前，在分子 POCT 的方向，一方面，公司基于在自动化核酸提取、自动样本处理等领域的积累，自研推出了移动分子诊断系统（iPonatic），该系统集核酸提取、PCR 扩增、结果分析与报告打印于一体，可对多种病原体和基因靶点进行精准检测，将分子诊断由小时级转变为分钟级，提升检测效率，适用场景广泛。另一方面，公司针对多靶标的检测场景，持续深化与英国 QuantuMDx 团队的合作，呼吸道感染和生殖道感染多个产品的研发取得良好进展，多重检测可以提高混合感染的检出率，对呼吸系统疾病起到控制作用，减少群体性传播。此外，公司还进军免疫 POCT 领域，进一步补充完善呼吸道产品组合，截止至 2023 年底，真菌毒素五项已进入量产验证阶段，单人份化学发光仪器及 60 余种发光试剂获得 CE 证书，已在海外多个国家进行销售。

图 41：圣湘移动分子诊断系统



仪器型号	S-Q31A			
升温速率	最快 6°C/秒 (50°C~90°C)			
降温速率	最快 2°C/秒 (50°C~90°C)			
温度控制范围	室温±5°C~99°C			
样本体积	25/50ul			
激发光源	高能，长寿命的四色 LED 光源			
检测器	高灵敏度光电二极管			
检测方式	实时动态监测			
检测通道	4			
激发波长	通道一	通道二	通道三	通道四
	470nm	525nm	580nm	635nm
适用染料	FAM	VIC	ROX	CY5
灵敏度	可检测单拷贝基因			
检出限	<2nM (对于 FAM/VIC/ROX/CY5)			
动态线性范围/线性度	8 个或更多数量级/梯队线性回归系数 R ≥ 0.99			

资料来源：公司官网，信达证券研发中心


## (2) 拓展化学发光技术，布局免疫诊断，开辟第二增长曲线

近年来，公司在前期布局的基础上加大了对免疫平台的研发投入，并将布局化学发光领域作为未来的重要战略之一。由于化学发光诊断具有灵敏度高可实现定量检测、结果稳定、应用场景广、使用更加便捷等优势，在免疫领域占据较大的比重，而且在化学发光市场外资占据主要的市场份额，进口替代成为未来发展趋势，公司由此选择化学发光作为进军免疫赛道的切入点。

为了快速补齐和完善化学发光领域的技术平台，以实现在该赛道内的重大突破，公司战略投资安赛诊断，设立具备核心专利技术的增强型电化学发光平台产品线，全面进军免疫领域。深圳安赛持有的电化学发光免疫分析平台和相关试剂研发核心技术，较传统的电化学发光平台对比，具有更强的发光信号、更灵敏的信号产生机制以及无生物素干扰的试剂系统，灵敏性更高，可有效提升公司在化学发光领域的研发拓展能力。

目前，电化学发光平台心肌和炎症等系列产品已开始进入市场销售，肿瘤标志物、甲状腺功能、性激素、阿尔茨海默早期检测等项目正在积极研发中，公司发挥电化学发光平台优势，所有项目均采用电中性钆配合物作为发光标记物（本身为电中性，表现出更强的发光，更慢的发光衰减，以及对激发电压的相对不敏感性），大大提升了产品性能。

图 42：安赛诊断全自动电化学发光平台

	仪器型号	YnY 3030
	标记技术	采用三杂配电中性钆配合物(NRC)特有标记技术
	发光原理	增强型电化学发光
	清洗分离	流动清洗磁分离
	首报告时间	急诊模式，5分钟
	样本位	盘式，6×10样本架，连续进样
	样本量	最小样本量5μL，5μL取样系统CV≤1%
	样本针探测功能	液面感应功能、样本凝块检测功能、样本针防撞功能
	试剂位	25个，2-8℃低温冷藏
	操作系统	高分辨率、彩色、中文、电容式触屏一体机
	信息输入	试剂、样本条码扫描、LIS双向传输
	结果输出	自动打印，U盘导出，LIS双向传输
	尺寸	1012 mm × 703 mm × 746 mm(长×宽×高)
	仪器重量	137 kg

资料来源：安赛诊断官网，信达证券研发中心

### （3）投资真迈生物，打通基因测序产业链上游

基因测序仪位于基因测序产业链的上游，不仅是所有基因数据、遗传信息的出口，也将是精准医疗行业的基础工具和底层平台，布局基因测序仪领域，不单单进一步拓展业务边界，还有利于延展公司产业链，深化公司在分子检测领域的核心竞争力。根据《中国基因测序行业市场前瞻与投资战略规划报告》预测，2020 年全球基因测序市场规模在 149 亿美金，预计到 2025 年将达到 341 亿美金，5 年复合增长率达 18%，基因测序市场潜力较大。

真迈生物专注于基因测序产业上游设备和试剂的研发制造，是拥有基因测序仪自主品牌和关键核心技术的硬科技企业，在仪器硬件、化学试剂、测序芯片、生信算法等测序系统的底层“卡脖子”技术平台方面已积累了大量的核心设计和工艺能力，目前已推出自主创新研发的单分子测序平台 GenoCare 和高通量测序平台 GenoLab，可提供“仪器—试剂—芯片—软件”全平台解决方案。

基于真迈的技术积累，公司引进和开发新一代的小型化高通量测序仪平台，2022 年，公司与真迈生物合作的国产高通量基因测序仪 Sansure Seq 1000 通过了注册检验，推出了病原

微生物基因检测系列、肿瘤精准用药基因检测系列等产品，并向湖南、福建、内蒙古等省、市、县疾控及医疗机构交付了数十台测序仪及测序解决方案，打造出基层医疗和公共卫生用得起、用得好的全场景解决方案。目前，公司在测序平台上成功研发并应用了病原超多重靶向测序（tNGS）、病原宏基因组测序（mNGS）和病原全基因组（WGS）等多种检测技术，已经运用于结核诊断及耐药防控、呼吸道感染、血流感染、中枢系统感染等多个临床重点及难点领域，未来有望借助 LDT 政策的落实，进一步全面推广。

图 43：圣湘生物高通量基因测序仪 Sansure Seq 1000



仪器型号	SansureSeq1000高通量测序仪
芯片数/Run	2（支持单、双芯片独立运行）
Reads数/Run	500M（中高通量双芯片FCM）；1000M（高通量双芯片FCH）
读长模式	SE 50~150 bp；PE 50~150 bp
最大数据产量/Run	25~150Gb（FCM）；50~300Gb（FCH）
测序时长	12~48h
数据质量	≥80%的碱基分值高于Q30，准确度超过99.9%
应用方向	支持生殖遗传、病原感染、肿瘤检测等
兼容性	兼容Illumina文库系统

资料来源：圣湘生物官网，信达证券研发中心



## 5. 盈利预测与投资建议

综上所述，我们结合行业发展趋势和公司经营情况，分业务板块做出如下的关键假设：

**试剂板块：**公司在呼吸道、妇幼健康、血筛等常规试剂领域构建了丰富的产品矩阵，随着疫情后公司业务重心转型的完成，在精准医疗稳步推进的背景下，逐步开始放量。我们假设 2024-2026 年该板块业务收入同比增速为 60%、38%、26%，毛利率为 85%。

**仪器板块：**公司仪器板块主要覆盖分子诊断试剂配套仪器以及化学发光仪的销售，由于疫情期间分子诊断相关的仪器市场较为饱和，2024 年增长承压，随着公司发光、POCT 等业务逐步发展，2025 年有望恢复增长，我们假设 2024-2026 年该板块业务收入同比增速-15%、15%、15%，毛利率为 20%。

**检测服务板块：**随着 DRGS 等控费措施执行，医院降本增效需求较为凸显，检验外包率持续提升，叠加呼吸道居家监测市场发展，公司第三方检验服务业务有望保持平稳发展，我们假设 2024-2026 年该板块业务收入同比增 50%、25%、25%，毛利率为 40%。

**其他业务板块：**我们假设 2024-2026 年公司其他业务收入同比增速 10%，毛利率为 60%。

表 4：公司收入简要拆分及预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	4762.96	4514.54	6450.35	1007.12	1486.20	2005.41	2506.66
yoy	1203.56%	-5.22%	42.88%	-84.39%	47.57%	34.94%	24.99%
毛利率	79.64%	71.67%	58.83%	71.54%	76.48%	77.55%	77.96%
<b>业务拆分：</b>							
<b>试剂</b>							
收入	3879.8	3393.17	4304.43	783.23	1253.17	1729.37	2179.01
yoy	1438.69%	-12.54%	26.86%	-81.80%	60.00%	38.00%	26.00%
毛利率	87.41%	82.37%	71.88%	88.40%	85.00%	85.00%	85.00%
<b>仪器</b>							
收入	652.39	850.58	1763.86	148.3	126.06	144.96	166.71
yoy	810.40%	30.38%	107.37%	-91.59%	-15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	37.90%	30.45%	28.99%	17.27%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>检测服务</b>							
收入	65.78	97.93	235.48	59.57	89.36	111.69	139.62
yoy	85.19%	48.88%	140.46%	-74.70%	50.00%	25.00%	25.00%
毛利率	59.96%	56.98%	51.97%	6.00%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>其他业务</b>							
收入	164.99	172.86	146.58	16.02	17.62	19.38	21.32
yoy	2627.11%	4.77%	-15.20%	-89.07%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	69.75%	72.67%	45.89%	-6.54%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

根据以上假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 14.86 亿元、20.05 亿元、25.07 亿元，同比增速分别为 47.6%、34.9%、25.0%，2023-2025 年实现归母净利润为 3.27

亿元、4.54 亿元、5.88 亿元，同比分别增长-10.1%、39.0%、29.5%，对应当前股价 PE 分别为 33、24、19 倍。

**表 5：公司盈利预测情况（2023-2026E）**

单位/百万	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,007	1,486	2,005	2,507
(+/-)(%)	-84.4%	47.6%	34.9%	25.0%
归母净利润	364	327	454	588
(+/-)(%)	-81.2%	-10.1%	39.0%	29.5%
毛利率 (%)	71.5%	76.5%	77.6%	78.0%
ROE(%)	5.1%	4.6%	6.2%	7.8%
EPS(元)	0.62	0.56	0.78	1.01
P/E	30.03	33.39	24.03	18.56
P/B	1.52	1.53	1.50	1.44

资料来源：wind，信达证券研发中心（数据更新时间为 2024.07.30）

我们选取业务相关的万孚生物、英诺特、亚辉龙、凯普生物、华大基因、睿昂基因作为可比企业，在 PE 估值法下，2024-2026 年可比公司平均 PE 约为 40、30、21 倍。圣湘生物作为分子诊断领先企业，当前正处于快速发展期，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

**表 6：可比公司估值**

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300482.SZ	万孚生物	111.62	6.50	8.30	10.45	17	13	11
688253.SH	英诺特	44.49	2.95	4.10	6.28	15	11	7
688575.SH	亚辉龙	106.57	4.76	6.36	8.20	22	17	13
300639.SZ	凯普生物	29.09	1.18	1.50	1.85	25	19	16
688217.SH	睿昂基因	7.52	0.12	0.14	0.17	63	54	44
300676.SZ	华大基因	142.59	1.48	2.08	3.73	96	69	38
	均值					40	30	21
688289.SH	圣湘生物	109.21	3.27	4.54	5.88	33	24	19

资料来源：wind，信达证券研发中心

注：1. 市值截至 20240730；2. 可比公司归母净利润数据来自 wind 一致预期；



## 6. 风险提示

**(1) 新产品研发进展不及预期风险：**公司处于转型扩张的关键阶段，对新产品的研发投入力度较大，近年研发费用率持续走高。如果新产品技术攻关受阻，研发进展不佳，导致上市节奏过慢，短期内无法贡献收入，公司营收增长可能会缺乏动力。

**(2) 国际化进程不及预期风险：**公司近年来对国际市场持续投入，但由于起步较晚，国际巨头在海外深耕多年，市场渠道稳固，因此，如果海外新市场开拓速度低于预期，可能导致公司整体成长受阻。

**(3) 呼吸道感染检测渗透率提升不及预期风险：**2023年常规呼吸道感染检测需求大幅增长，公司抓住机遇，率先抢占市场，呼吸道感染检测试剂的销售大幅增长，但流行性疾病爆发具有不确定性，若未来呼吸道感染检测渗透率提升不及预期，叠加市场竞争进一步加剧，公司呼吸道感染检测产品可能面临成长空间受限的风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	7,525	5,950	6,305	6,777	7,321	
货币资金	3,213	4,233	4,312	4,293	4,478	
应收票据	22	3	4	5	6	
应收账款	1,276	690	916	1,304	1,588	
预付账款	92	54	59	80	96	
存货	355	377	413	479	529	
其他	2,567	594	601	614	624	
<b>非流动资产</b>	1,648	2,505	2,583	2,623	2,622	
长期股权投资	295	209	209	209	209	
固定资产(合计)	489	1,009	1,045	1,064	1,044	
无形资产	79	283	301	315	328	
其他	786	1,004	1,028	1,034	1,040	
<b>资产总计</b>	9,174	8,454	8,888	9,399	9,943	
<b>流动负债</b>	1,572	919	1,025	1,393	1,664	
短期借款	0	9	9	9	9	
应付票据	0	57	63	85	102	
应付账款	791	469	514	699	836	
其他	780	384	439	600	718	
<b>非流动负债</b>	89	110	498	498	498	
长期借款	0	0	390	390	390	
其他	89	110	108	108	108	
<b>负债合计</b>	1,661	1,029	1,523	1,891	2,162	
少数股东权益	12	224	216	205	189	
归属母公司股东权益	7,501	7,201	7,149	7,303	7,591	
<b>负债和股东权益</b>	9,174	8,454	8,888	9,399	9,943	

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,450	1,007	1,486	2,005	2,507
同比(%)	42.9%	-84.4%	47.6%	34.9%	25.0%
归属母公司净利润	1,937	364	327	454	588
同比(%)	-13.6%	-81.2%	-10.1%	39.0%	29.5%
毛利率(%)	58.8%	71.5%	76.5%	77.6%	78.0%
ROE%	25.8%	5.1%	4.6%	6.2%	7.8%
EPS(摊薄)(元)	3.32	0.62	0.56	0.78	1.01
P/E	5.64	30.03	33.39	24.03	18.56
P/B	1.46	1.52	1.53	1.50	1.44
EV/EBITDA	4.19	37.40	14.53	10.78	8.30

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	6,450	1,007	1,486	2,005	2,507	
营业成本	2,655	287	349	450	553	
营业税金及附加	28	5	6	9	11	
销售费用	732	358	461	614	757	
管理费用	211	189	163	217	263	
研发费用	332	196	178	241	301	
财务费用	-50	-53	-53	-45	-45	
减值损失合计	-269	8	-2	-2	-1	
投资净收益	-20	254	-15	-14	-14	
其他	86	141	15	20	25	
<b>营业利润</b>	2,340	427	378	524	677	
营业外收支	-24	-17	0	0	0	
<b>利润总额</b>	2,316	410	378	524	677	
所得税	379	62	58	81	104	
<b>净利润</b>	1,937	348	320	443	572	
少数股东损益	0	-16	-7	-12	-16	
<b>归属母公司净利润</b>	1,937	364	327	454	588	
EBITDA	2,324	195	484	655	828	
EPS(当年)(元)	3.31	0.62	0.56	0.78	1.01	

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2,559	44	335	532	714
净利润	1,937	348	320	443	572
折旧摊销	97	137	159	175	195
财务费用	12	-2	11	20	20
投资损失	20	-254	15	14	14
营运资金变动	304	-165	-171	-122	-88
其它	189	-21	2	2	1
<b>投资活动现金流</b>	-1,167	1,398	-256	-231	-210
资本支出	-559	-391	-231	-217	-196
长期投资	-654	1,678	0	0	0
其他	46	110	-24	-14	-14
<b>筹资活动现金流</b>	-916	-369	1	-320	-320
吸收投资	0	160	-111	0	0
借款	0	9	390	0	0
支付利息或股息	-657	-400	-275	-320	-320
<b>现金流净增加额</b>	466	1,073	79	-19	184

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。