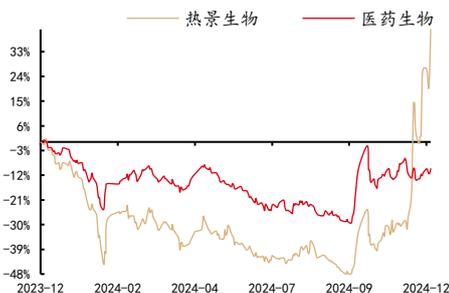


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	62.58
总股本/流通股本(亿股)	0.92 / 0.92
总市值/流通市值(亿元)	58 / 58
52周内最高/最低价	62.58 / 23.02
资产负债率(%)	5.7%
市盈率	201.87
第一大股东	林长青

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com

热景生物(688068)

深耕 IVD 检测市场，战略性布局创新药产业

● 公司实现从特色诊断到创新制药的全产业链发展

热景生物创立于 2005 年，是一家聚焦生物医药领域的高新技术企业。秉承“发展生物科技造福人类健康”的使命，致力于打造从特色诊断到创新制药的全产业链发展战略。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 5.43/6.55/7.92 亿元，归母净利润分别为 329/5917/9858 万元，对应 EPS 分别为 0.04/0.64/1.07 元/股，当前股价对应 PE 分别为 1759.7/97.8/58.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● IVD: 肝病诊断实现全病程覆盖，糖捕获技术前景广阔

公司深耕体外诊断 19 年，特色项目突出，在肝炎肝癌诊断领域、癌症早诊早筛、阿尔茨海默病 (AD) 及神经退行性疾病领域具有国内、国际领先的系列相关特色诊断产品及在研项目。优势平台方面，公司单人份化学发光产品解决基层检测痛点，业务保持高速增长。上转发光技术平台助力公共安全，应用范围广泛。在疾病诊断新领域积极研发拓展基于国际领先糖捕获技术的“国人肝健康工程”、“国人脑健康工程”和“国人癌症早诊早筛工程”为核心技术的三大“国人健康工程”做大做强体外诊断主业。

● 创新药: SGC001 在中美 IND 双报双批，临床应用可期

公司不断探索自主创新诊疗技术平台，现已布局核酸药物、抗体药物及消费品等前沿领域。参股公司舜景医药 FIC 产品 SGC001 注射液 (杜吉普单抗) 于中美获批临床。杜吉普单抗是全球首款 (First in Class) 治疗心梗的全人源单抗，成药特性良好，工艺稳定，质量可靠。杜吉普单抗有望为 AMI 的急救治疗带来革命性的变化。参股公司智源生物在 AD 疾病生物创新药研发进展较快。此外，公司成立“X-Gen AI 新药发现与设计研究中心”，加速新药研制。

● 风险提示:

市场竞争加剧风险; 创新药进度不及预期风险; 政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	541	543	655	792
增长率(%)	-84.78	0.24	20.70	20.87
EBITDA(百万元)	110	151	195	217
归属母公司净利润(百万元)	27	3	59	99
增长率(%)	-97.10	-87.99	1699.14	66.61
EPS(元/股)	0.30	0.04	0.64	1.07
市盈率(P/E)	211.34	1,759.70	97.81	58.70
市净率(P/B)	1.72	1.77	1.76	1.74
EV/EBITDA	31.97	37.94	29.14	25.63

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

目录

1 IVD 业务：肝病诊断实现全病程覆盖，糖捕获技术前景广阔	4
1.1 公司体外诊断产品齐全，实现从等级医院到基层医疗机构全面覆盖	4
1.2 糖捕获技术助力三大“国人健康工程”，做大做强体外诊断主业	5
1.3 公司打造多项具有领先优势的技术平台，为 IVD 业务高速增长保驾护航	9
2 创新药业务：SGC001 在中美 IND 双报双批，临床应用可期	9
3 财务及股权激励：研发费用率维持高位，股权激励目标三年 CAGR 20%	11
4 盈利预测与投资建议	12
5 风险提示	12

图表目录

图表 1: 公司实现全场景免疫诊断平台覆盖	4
图表 2: 公司化学发光收入实现良好增长 (单位: 亿元)	5
图表 3: 公司小发光业务收入增速快于大发光 (单位: 亿元)	5
图表 4: 公司围绕肝病全病程布局相关检测指标	6
图表 5: 肝病诊断全球市场总体规模近年快速增长	6
图表 6: 亚太地区肝病诊断市场保持高增长	6
图表 7: 公司 CK18 化学发光检测产品获国内首证	7
图表 8: CK18 指标与 MASH 具备强相关性	7
图表 9: 公司糖捕获技术有望广泛应用于癌症、AD 等早诊和筛查	8
图表 10: 公司核心技术拥有广泛应用场景	9
图表 11: 舜景医药 SGC001 注射液获 NMPA 批准临床	10
图表 12: 公司营收近两年增速承压 (单位: 百万元)	11
图表 13: 公司近两年归母净利润承压较大 (单位: 百万元)	11
图表 14: 近两年, 公司研发费用率维持较高水平	11
图表 15: 公司近年研发投入金额较大 (单位: 百万元)	11

1 IVD 业务：肝病诊断实现全病程覆盖，糖捕获技术前景广阔

1.1 公司体外诊断产品齐全，实现从等级医院到基层医疗机构全面覆盖

公司深耕体外诊断 19 年，特色项目突出，在肝炎肝癌诊断领域、癌症早诊早筛、阿尔茨海默病(AD)及神经退行性疾病领域具有国内、国际领先的系列相关特色诊断产品及在研项目；在常规临床体外诊断领域公司具有从小型（POCT）、中型到大型（高通量全自动）适用于全场景的免疫诊断仪器平台以及涵盖炎症感染、心脑血管、细胞因子等百余项指标的丰富产品线布局；同时公司还具有独具特色的公共安全检测试剂、仪器等公共安全领域的产品优势。公司是业内为数不多的实现免疫诊断平台全覆盖的供应商之一，建立了从高精度上转发光 POCT（UPT 系列，UPT-3A-1800-mini、UPT-3A-1800、UPT2800、UPT6800）到小型、中型、大型及全自动单人份化学发光平台（MQ60 系列，包括 MQ60 smart、MQ60 ProB、MQ60 Plus、MQ60 AUTO），到小型全自动化学发光平台（C800、C900），再到大型全自动化学发光平台（C2000、C3000、C6000）。

图表1：公司实现全场景免疫诊断平台覆盖



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

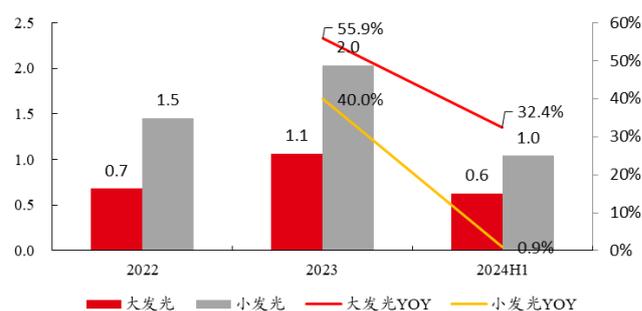
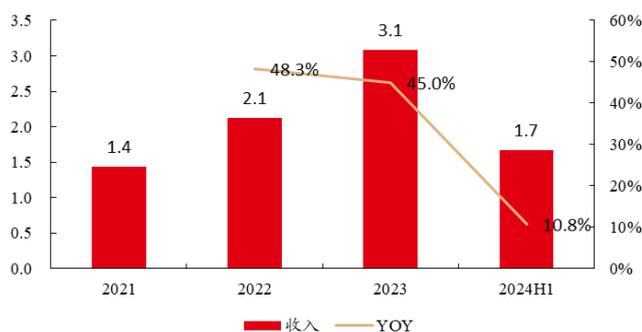
公司体外诊断产品齐全，实现从等级医院到基层医疗机构全面覆盖。公司的产品在临床领域涵盖炎症感染、心脑血管、骨代谢、甲功激素、糖尿病、高血压、肝炎肝癌、肿瘤、肾损伤、胃功能等多种疾病的检测，广泛应用于全国各级医院、社区卫生服务站、乡镇卫生院、第三方检测中心、体检中心等。

单人份化学发光解决基层检测痛点，相关业务保持高速增长。单人份化学发光解决了传统免疫层析、免疫荧光检测的结果无法满足日益增长的临床对检测灵敏度、检测精密度的问题，同时满足仪器小、检测快、结果准、试剂不浪费的要求。公司研发的单人份化学发光从解决终端使用的痛点上下功夫，试剂单人份包装，可以全血检测，无需耗材，无隐性成本，无开瓶有效期限限制，有质控，配套 112 个获证项目，包含炎症、心脏标志物、甲功激素、肿瘤标志物、高血压、糖尿病等检测项目，适合在基层医疗机构开展。公司全面的检测项目加上单人份化学发光方法学的优势，帮助基层医疗机构提升检测能力，真正实现“分诊”功能。截止 2024 年 6 月 30 日，公司单人份化学发光免疫分析仪(MQ 系列)已顺利完成装机超 13,600 个测试单元。

我国广大的基层医疗机构（含县级医院、乡镇卫生院、社区卫生服务站等）在医疗体系中发挥着重要作用，全国共有县级（含县级市）医院 17555 所；2022 年国家卫健委统计数据显

示我国基层医疗卫生机构有 99 万个。2023 年中共中央办公厅国务院办公厅印发《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》中强调突出县级医院县域龙头地位。加强县级医院（含中医医院，下同）临床专科和管理能力建设，强化县级医院公共卫生服务职能。发展急诊科、妇产科、儿科、重症医学科、中医科、精神科、老年医学科、康复医学科、感染性疾病科等学科，提升肿瘤、心脑血管疾病等重大疾病诊疗能力，鼓励依托现有资源建立相关专科专病中心。国家卫健委基层卫生健康司印发的《乡镇卫生院服务能力标准（2022 版）》、《社区卫生服务中心服务能力标准（2022 版）》、《村卫生室服务能力标准（2022 版）》等文件，要求乡镇卫生院能开展心肌损伤标志物、肿瘤标志物等检测项目，并明确要求配备全自动化学发光免疫分析仪。

图表2：公司化学发光收入实现良好增长（单位：亿元） **图表3：公司小发光业务收入增速快于大发光（单位：亿元）**



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

上转发光技术平台助力保障公共安全，应用范围广泛。公司基于上转发光技术平台研制了多种特色生物安全检测试剂，覆盖生物安全、食源性致病菌、真菌毒素、传染病等，广泛应用于全国各级疾病预防控制中心、公安、消防、军队、口岸、食药监、粮食饲料企业等，凭借过硬的质量、先进的技术和良好的企业信誉，公司的公共安全类产品获得了用户的高度认可；公司公共安全产品多次应用于奥运会、世博会、国庆阅兵、APEC 会议、金砖国家峰会等国家重大活动的安保工作；公司毒品三项（吗啡、甲基安非他明和氯胺酮）检测试剂盒（上转发光法）被评为 2018 年北京市新技术新产品。2024 年 7 月，国家药品监督管理局（NMPA）批准了我国首款 III 类毒品头发检测试剂，分别为公司生产的氯胺酮头发检测试剂盒（上转发光法）、甲基安非他明头发检测试剂盒（上转发光法）。

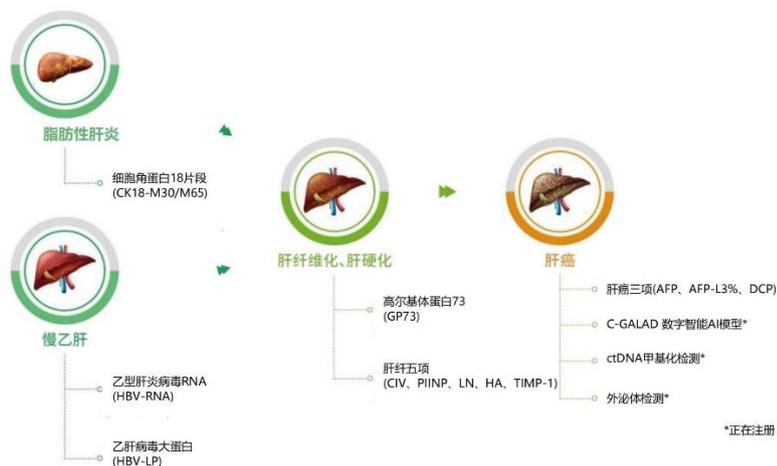
1.2 糖捕获技术助力三大“国人健康工程”，做大做强体外诊断主业

公司秉承“创新诊断、价值检验”的理念，不断探索自主创新诊断技术平台，在疾病诊断新领域积极研发拓展基于国际领先糖捕获技术的“国人肝健康工程”、“国人脑健康工程”和“国人癌症早诊早筛工程”为核心技术的三大“国人健康工程”做大做强体外诊断主业。

(1) 肝病领域：公司聚焦国人肝健康，围绕肝病领域深耕多年，已打造国内唯一的从肝炎到肝癌诊断全流程肝健康管理平台。疾病诊断及早期筛查包括肝癌三项（AFP、AFP-L3%及 DCP）、GP73、肝纤五项、乙肝病毒大蛋白、ctDNA 甲基化和外泌体；肝病预警包括数字智能 AI 诊断模型——C-GALAD 肝癌风险预警模型；用药指导包括 HBV RNA 和脂肪肝检测试剂盒。公司与中国肝炎防治基金会和中国健康促进基金会联合成立“国人肝健康工程”，结合健康中国行公益活动、科普教育等，全面打造“国人肝健康工程”。

“国人肝健康工程”建立了从疾病进程诊断（肝癌三项、高尔基体蛋白 73、肝纤五项、乙肝病毒大蛋白），到精准治疗用药指导（HBV RNA、脂肪性肝病检测）、肝癌早筛（DNA 甲基化、外泌体）、肝癌预警（C-GALAD 模型），以及治疗的全流程肝病健康管理平台；结合健康中国行公益活动、科普教育以及健康管理平台（健康保险、脂肪肝管理、肝癌早筛）等，深入推进由公司、中国肝炎防治基金会、中国健康促进基金会等国家机构共同牵头成立的“国人肝健康工程”，护卫国人肝健康。

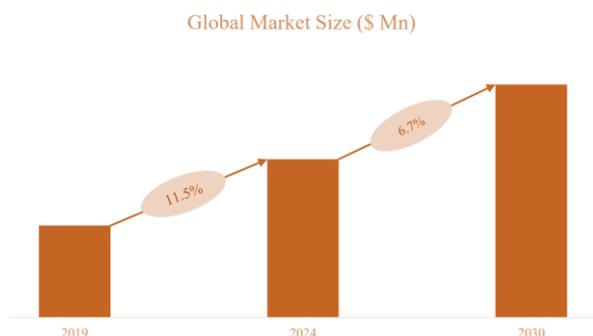
图4：公司围绕肝病全病程布局相关检测指标



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

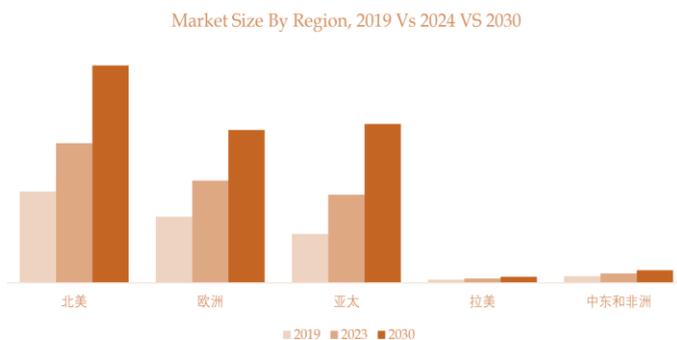
据 QY Research 数据显示，预计 2030 年全球肝病诊断市场规模将达到 212.9 亿美元，2024-2030 年复合增长率 CAGR 有望达到 6.7%。国内方面，我国肝病检测领域的市场空间巨大，仅按照 8000 万病毒感染人群计算，按照肝癌高危人群二级预防依从性依从率中位数 26.9%，肝癌三项检测费用 300 元/次，每半年监测一次计算，全国肝癌三项的检测费市场容量为 129.12 亿元，目前公司肝癌三项的市场渗透率较低，未来的成长空间巨大；目前我国慢性 HBV 感染者约 7000 万例，其中慢乙肝患者约 2000 万-3000 万例，HBV 无法彻底清除，每年至少随访监测 2 次，据此估算 HBV RNA 的检测存在较大市场潜力。未来，公司 HBV RNA 产品有望提供新的业绩增长点。

图5：肝病诊断全球市场总体规模近年快速增长



资料来源：QYResearch、中邮证券研究所

图6：亚太地区肝病诊断市场保持高增长



资料来源：QYResearch、中邮证券研究所

CK18 化学发光检测产品获国内首证，有望广泛应用于脂肪肝门诊/减重门诊，有望成为新的业绩增长点。在代谢相关脂肪性肝病领域，CK18（细胞角蛋白 18）作为一种重要的蛋白标志物，展现出了巨大的潜力。它不仅在疾病的早期诊断中发挥关键作用，还能够在疾病治疗过程中提供动态监测，帮助医生优化临床治疗方案。公司新品 CK18（化学发光法国内第一证）采用先进的化学发光免疫分析技术，具备极高的灵敏度和特异性，能够准确检测血清中的 CK18-M30 和 CK18-M65 水平。

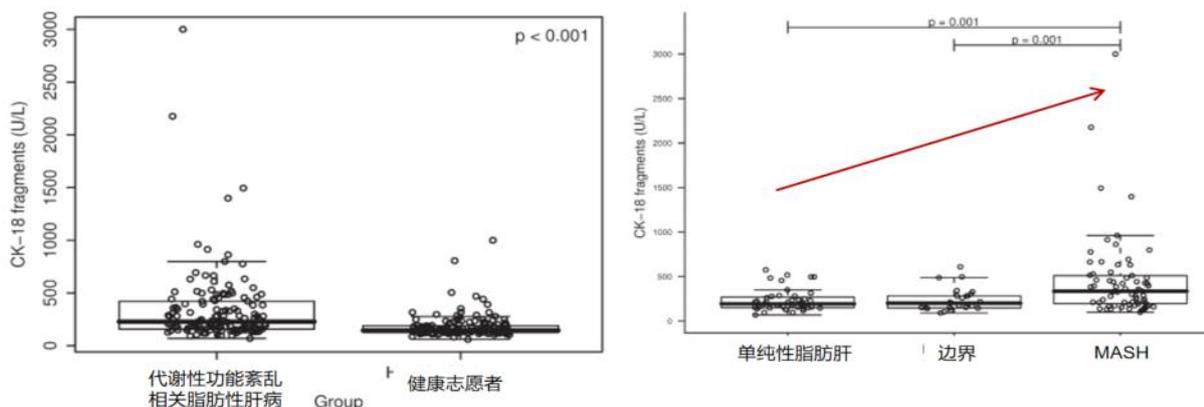
图表7：公司 CK18 化学发光检测产品获国内首证



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

CK18 可作为 MASH(脂肪性肝炎) 诊断的标志物应用于临床检测。CK18 是肝细胞中的一种结构蛋白，其主要作用是维持肝细胞的稳定性。在肝脏受到损伤时，CK18 通过肝细胞的凋亡或坏死进入血液循环。因此，CK18 的水平变化可以作为肝脏损伤的敏感指示，尤其是对于 MASH 这种以肝细胞损伤为特征性疾病。CK18 的检测可以帮助医生早期发现疾病，提供有力的诊断依据。研究表明，CK18 在 MASH 患者中常常表现出显著的升高，并且这种升高与肝脏的炎症程度、脂肪沉积以及纤维化的进展密切相关。通过血液中 CK18 水平的监测，医生可以较为准确地评估 MASH 的严重性，从而为患者制定更合适的治疗方案。与健康人相比，MASLD(代谢功能障碍相关脂肪变性肝病) 患者血清 CK18 含量显著升高；与单纯性脂肪变性和边缘诊断患者相比，MASH 患者血清 CK18 含量显著升高。MASH 患者血液中 CK-18 片段显著增加，CK18 是 MASH 的独立预测因子。

图表8：CK18 指标与 MASH 具备强相关性



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

特色肝病检测项目方面，公司基于 Glypro-Capture 蛋白糖捕获技术的甲胎蛋白异质体（AFP-L3%）比率检测试剂的市场推广应用不断推进：肝癌早诊三联检产品（AFP、AFP-L3%、DCP），可显著提高早期肝癌检出率，并在多数大型标杆三甲医院的应用；根据中国肝癌患病及高危人群特征，通过大数据建模，已建立了以三联检产品（AFP、AFP-L3%、DCP）为核心的 C-GALAD 肝癌风险预警模型，用于对肝癌患病风险的评估，展现了比国际两大主流肝癌预警模型更优异的性能，助力“国人肝健康工程”发展和实施；报告期内，公司联合西安交通大学第二附属医院、中国肝炎防治基金会制定并推进的“国人肝健康工程之向阳计划”——《C-GALAD 肝癌诊断模型在真实世界的研究》多中心课题顺利开展。2024 年 7 月，海南省卫生健康委印发《海南省二级及以上医疗机构开展早期肝癌筛查和监测工作实施方案》（以下简称《方案》），计划在全省二级及以上医疗机构建立早期肝癌筛查和监测工作机制。《方案》将病毒性、代谢性慢性肝病患者列为重点监测对象，在随访管理过程中检测血清甲胎蛋白（AFP）、甲胎蛋白异质体（AFP-L3）、异常凝血酶原 II（DCP）三项肝癌相关标志物。

(2) 肿瘤早筛领域：公司持续开发基于糖捕获技术的异常糖链捕获外泌体的技术——“GlyExo-Capture”，推出“GlyExo-Capture®外泌体快速分离系统”和“外泌体 microRNA 全自动检测仪（EXO-01）”，是公司致力于打造领先技术优势，率先成长为该领域国际先行者的标志；在产品层面，率先实现了外泌体提取全自动化的巨大飞跃，率先用于肿瘤早筛领域。

此外，基于 ctDNA 甲基化检测，参股公司研发了“利为安”、“消为安”等消化系统常见的多癌种早筛产品，从多个方面打造国人癌症早诊早筛工程；还获批了包括肝癌、胃癌及全系列化学发光泛肿瘤蛋白标志物，用于“国人癌症早诊早筛工程”辅助诊断。

图表9：公司糖捕获技术有望广泛应用于癌症、AD 等早诊和筛查

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
糖捕获、外泌体及多种基因检测技术研发	公司基于糖捕获技术累计获得 14 项国家发明专利和 PCT 专利授权，推出了具有自主知识产权的“GlyExo-Capture®外泌体快速分离系统”和“全球突破性技术14项国家发明专利”；基于该技术开发的外泌体 microRNA 全自动检测仪（EXO-01）；基于该技术开发的肝癌早诊试剂盒已通过注册检，启动用于肝癌诊断的大规模前瞻性多中心注册临床试验；建立了以肝癌早诊三联检产品（AFP、AFP-L3%、DCP）为核心的 C-GALAD 肝癌风险预警模型；糖链异常短肽捕获及质谱检测技术达成战略合作。	累计获得超过 14 项国家发明专利和 PCT 专利授权；获国际先进	得不少于 5 项医疗器械注册证。	应用于癌症、老年痴呆等早期诊断和筛查，医疗机构和体检中心

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

(3) 脑健康领域：“国人脑健康工程”是公司打造的“国人健康三大工程”之一，深化脑健康相关疾病诊断、治疗领域的研发布局，已在脑健康相关疾病的诊断方面研发多年，涉及的疾病包括阿尔茨海默病、帕金森病等，目前研发进展顺利，取得突破性进展。公司与天坛医院国家神经系统疾病临床医学研究中心达成战略合作，联合国家神经系统疾病临床医学研究中心、中国卒中学会共同搭建深化合作的创新研究平台——“天坛-热景脑科学研究中心”，中心将依托公司在生物医药领域的技术和经验，与天坛医院国家神经系统疾病临床医学研究中心的临床资源和科研实力相结合，聚焦脑疾病领域展开科技攻关，开展前沿的脑科学研究和脑疾病的诊断与治疗，解决脑科学研究的重大问题，加快优秀科研成果转化落地，推进脑科学的发展和应用。公司与舜景医药、智源生物成立“国人脑健康工程”联合实验室，充分整合了三家公司在各自领域的优势，发挥了强大的协同效应，实现资源共享、优势互补，必将促使联合实验室在脑科学领域的研究与发展迈上新的台阶，推动我国脑健康事业的发展。

1.3 公司打造多项具有领先优势的技术平台，为 IVD 业务高增长保驾护航

公司建立了包括蛋白标志物糖链外泌体、DNA 甲基化等多组学诊断技术平台。基于国际领先并具有核心自主知识产权的糖捕获技术平台，深耕液体活检的糖捕获检测技术，完成在糖链异常蛋白捕获检测技术、糖链外泌体捕获及外泌体核酸和蛋白检测技术布局。该项技术科显著提高早期肝癌检出率，并在多数大型标杆三甲医院的应用；根据中国肝癌患病及高危人群特征，通过大数据建模，建立了以肝癌早诊三联检产品（AFP、AFP-L3%、DCP）为核心的 C-GALAD 肝癌风险预警模型，可用于对肝癌患病风险的评估，展现了比国际两大主流肝癌预警模型更优异的性能。

图表10：公司核心技术拥有广泛应用场景

核心技术	技术描述	主要技术应用	技术来源	成熟程度
1、噬菌体大容量全合成抗体库制备技术	大容量全合成噬菌体库平台技术是制备体外诊断生物活性原料和治疗性抗体研制的主要平台技术之一；可直接高通量筛选获得全人源抗体。技术水平处于国内领先，国际先进水平。	在体外诊断领域自主研制并生产部分核心生物活性原料以及质控品、参考品；在抗体药物领域，筛选获得针对肿瘤、自身免疫性疾病、代谢性疾病和心血管疾病等不同靶点的近百个候选抗体分子，部分候选抗体药物已经进入开发阶段。	自主研发	技术成熟
2、糖捕获技术	糖捕获技术是将糖链配基偶联在载体上，利用糖链配基对糖链特异性捕获，包括链蛋白、糖链外泌体、糖链短肽等，用于肿瘤早诊、早筛，老年痴呆等，技术水平达到国际先进水平。	自主研发国际领先的肿瘤相关糖链蛋白、糖链短肽等糖链捕获技术平台，用于肿瘤早诊早筛、老年痴呆等。	自主研发，建立核心知识平台，知识产权保护	技术成熟已实现产业化，后续产品开发中
3、磁微粒化学发光免疫分析技术	磁微粒化学发光免疫分析技术具有灵敏度高、光信号持续时间长、检测结果稳定、单人份全定量、全自动高通量化学发光操作相对简便等优点，是目前免疫诊断领域国际先进的主流技术。	自主研发	自主研发	技术成熟实现产业化
4、上转换发光技术	利用纳米稀土颗粒的上转换发光特性，制成生物示踪颗粒，应用于体外诊断试剂，与传统的稳态发光检测技术相比，由于信号/噪声比显著增大，其检测灵敏度大大提高，技术水平行业领先	上转换发光全定量 POCT 免疫分析仪及检测试剂。	产学研合作	技术成熟已实现产业化

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2 创新药业务：SGC001 在中美 IND 双报双批，临床应用可期

公司不断探索自主创新诊疗技术平台，旗下创新技术孵育平台—未来技术研究院，现已布局核酸药物、抗体药物及消费品等前沿领域。公司成立参股及控股公司大力投入创新药研发，包括：尧景基因（核酸药物，48%股份占比）、舜景医药（抗体药物，46%股份占比）、禹景药业（新型益生菌，52%股份占比）、智源生物（AD 抗体药物，21.6%股份占比），开启药物研发的新赛道。

(1) 舜景医药 FIC 产品 SGC001 注射液（杜吉普单抗）获批临床，实现中美双报双批。
 2024 年 05 月 22 日公司 SGC001 获得美国 FDA 临床试验(IND)许可。2024 年 08 月 05 日,SGC001 注射液成功获得国家药品监督管理局药品审评中心临床试验默示许可。SGC001 是一款由舜景医药孙志伟研发团队联合首都医科大学北京市心肺血管疾病研究所杜杰教授、李玉琳教授团队共同开发研制的急救用单克隆抗体药物，适用于急性心肌梗死（Acute Myocardial Infarction, AMI）患者的急救治疗。在第四届华夏大健康产业发展大会暨金手杖奖颁奖盛典，舜景医药凭借卓越的科研和创新药物开发能力，以及全球首款心梗抗体药 SGC001 注射液项目的创新性和潜在的社会经济价值，荣获“2024 年度十大创新药企业”称号。

目前，针对 AMI 疾病，全球范围内尚无同类抗体药物进入临床研究阶段及审批上市。临床前药效学模型研究结果揭示 SGC001 对心梗后心衰及心脏病理性重塑有明显的治疗作用，可以显著降低心梗的死亡率，减少心肌梗死面积，改善心功能，具有较好的疗效和良好的安全窗口。SGC001 作为 first-in-class 药物，有望为全球的 AMI 患者提供一种更加安全、有效的治疗手段。总之，SGC001 注射液（杜吉普单抗）是全球首款（First in Class）治疗心梗的全人源单抗，成药特性良好，工艺稳定，质量可靠。临床前研究安全有效，在动物体内疗效与理论预期一致，杜吉普单抗的成功研制将能够为 AMI 的急救治疗带来革命性的变化。

图表11：舜景医药 SGC001 注射液获 NMPA 批准临床



国家药品监督管理局药品审评中心
 CENTER FOR DRUG EVALUATION, NMPA

当前位置：信息公开 >> 临床试验默示许可

查询条件：

序号	受理号	药品名称	申请人名称	适应症	注册分类
1	CXSL2400352	SGC001注射液	北京舜景生物医药技术有限公司	前壁ST段抬高型心肌梗死	1

资料来源：公司官网、中邮证券研究所

急性心梗市场空间巨大，公司产品一旦成药有望成为爆款。AMI 是由于冠脉急性闭塞造成的心肌坏死，具有较高的发病率，死亡率和致残率，并发症多且严重。据专业机构数据统计，国内每年有 250 万人死于心梗，新增的心梗患者人数可达到百万级，心梗患者的发病有着明显的“年轻化”趋势。2020 年发表的一项中国患者心脏事件评估的前瞻性 AMI 研究 PEACE (Patient-centered Evaluative Assessment of Cardiac Events) 结果显示，预计到 2030 年，中国的 AMI 患者数量或可达 2300 万。AMI 对社会、家庭造成巨大的经济负担。中国心血管健康与疾病 2022 报告指出，2020 年中国心脑血管病住院总费用为 2709.01 亿元，其中 AMI 住院费用为 346.85 亿元，AMI 是最重要的公共卫生问题之一。

(2) 智源生物专注于 AD 抗体药物开发，已取得较大进展。公司参股公司智源生物专注于神经退行性疾病相关的生物创新药，其自主研发的具有独特抗原表位的治疗阿尔兹海默病 (AD) 的抗淀粉样蛋白聚集体特异性抗体，已在抗体药物的安全性评价、药理药效和药物代谢方面取得较大进展；同时智源生物在神经退行性疾病方面布局多条产品管线，开发多款创新性药物，正在开展临床前研究。

(3) 成立“X-Gen AI 新药发现与设计研究中心”，加速新药研制。公司成立“X-Gen AI 新药发现与设计研究中心”，团队核心成员来自清华大学、华中科技大学、中国科学院、约翰·霍普金斯大学等国内外顶尖高校及科研院所，充分融合了生物医药行业、人工智能领域独特的人才和技术特点，为进一步探索跨学科交叉深度创新提供了坚实的发展基础，为更多生物创新药研发机构或药企提供智能化设计解决方案，提高研发效率，促进整个医药产业的协同创新发展。

3 财务及股权激励: 研发费用率维持高位, 股权激励目标三年 CAGR 20%

表观增速承压, 常规业务保持较高增速。公司营业总收入和归母净利润在 2023-2024 年表观承压, 主要系 2021-2022 公司新冠检测相关产品销售带来的高基数。排除新冠产品销售波动影响, 公司常规业务 2019-2023 年复合增长率为 18%。

图表12: 公司营收近两年增速承压 (单位: 百万元)



图表13: 公司近两年归母净利润承压较大 (单位: 百万元)

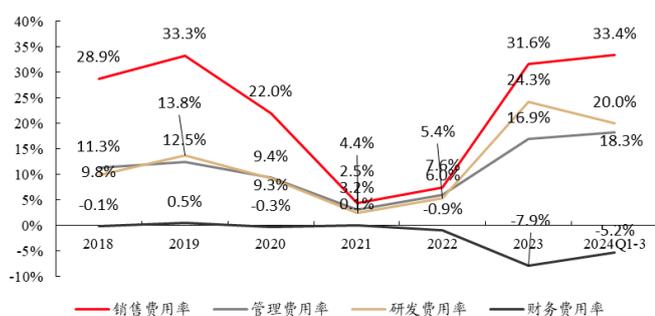


资料来源: Wind、中邮证券研究所

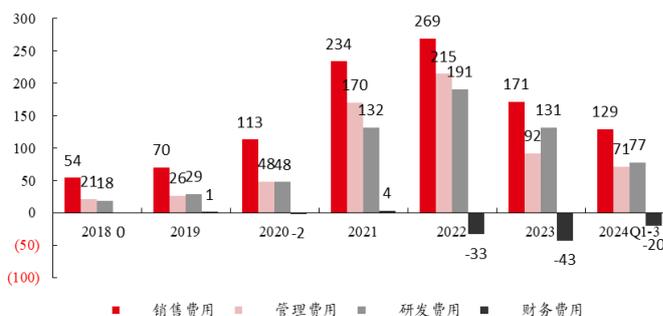
资料来源: Wind、中邮证券研究所

研发持续高投入, 临床研发成果丰硕。报告期内, 公司基于现有核心技术平台, 聚焦临床诊断需求和生物创新药发展趋势, 不断进行技术创新、研发新产品, 完善产品菜单。公司持续加大研发投入, 2024 年 6 月 30 日, 公司研发累计投入 7720 万元, 占营业收入的 20.0%。截止 2024 年 6 月 30 日, 公司国内外医疗器械注册证/备案证, 累计已达 802 项 (其中国内 230 项, 国外 572 项)。

图表14: 近两年, 公司研发费用率维持较高水平



图表15: 公司近年研发投入金额较大 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、中邮证券研究所

资料来源: Wind、中邮证券研究所

新一轮持股计划维持较高增速目标, 彰显公司对未来发展信心。2024 年 5 月, 公司发布新一轮员工持股计划, 拟受让公司回购股份的数量不超过 286 万股, 占公司当前股本总额的 3.09%; 受让价格为 14.63 元/股。员工持股计划解锁条件为, 以 2023 年扣除新冠业务收入后的营业收入为基数, 2024-2026 年收入增速不低于 20%、44%、73%, 年复合增速为 20%, 显示公司对未来发展信心。

4 盈利预测与投资建议

公司聚焦生物医药领域，秉承“发展生物科技造福人类健康”的使命，致力于打造从特色诊断到创新制药的全产业链发展战略。体外诊断方面，公司特色项目突出，在肝炎肝癌诊断领域、癌症早诊早筛、阿尔茨海默病（AD）及神经退行性疾病领域具有国内、国际领先的系列相关特色诊断产品及在研项目。创新药方面，参股公司舜景医药 FIC 产品 SGC001 注射液（杜吉普单抗）于中美获批临床。我们认为公司具备丰富的创新产品，有望推动公司在未来数年高速增长。预计 2024-2026 年公司收入分别为 5.43/6.55/7.92 亿元，归母净利润分别为 329/5917/9858 万元，对应 EPS 分别为 0.04/0.64/1.07 元/股，当前股价对应 PE 分别为 1759.7/97.8/58.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

市场竞争加剧风险；创新药进度不及预期风险；政策超预期风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	541.25	542.56	654.86	791.54	营业收入	-84.78%	0.24%	20.70%	20.87%
营业成本	232.99	229.21	254.77	304.98	营业利润	-98.42%	-42.74%	378.32%	50.02%
税金及附加	4.69	2.95	3.98	4.98	归属于母公司净利润	-97.10%	-87.99%	1699.14%	66.61%
销售费用	171.15	170.91	204.32	245.38	获利能力				
管理费用	91.73	92.24	111.33	130.60	毛利率	56.95%	57.75%	61.09%	61.47%
研发费用	131.45	81.38	85.13	102.90	净利率	5.06%	0.61%	9.04%	12.45%
财务费用	-42.78	-7.71	-1.22	-2.77	ROE	0.81%	0.10%	1.80%	2.96%
资产减值损失	-11.61	0.00	0.00	0.00	ROIC	1.06%	-0.16%	1.18%	1.90%
营业利润	17.21	9.85	47.13	70.71	偿债能力				
营业外收入	2.60	1.96	2.13	2.15	资产负债率	5.69%	4.27%	4.96%	5.92%
营业外支出	6.30	9.46	9.72	9.06	流动比率	4.48	9.43	9.10	8.86
利润总额	13.50	2.36	39.54	63.80	营运能力				
所得税	-1.55	0.03	-0.32	-1.19	应收账款周转率	9.17	27.94	33.96	32.51
净利润	15.05	2.32	39.87	64.98	存货周转率	1.61	2.15	2.92	2.79
归母净利润	27.38	3.29	59.17	98.58	总资产周转率	0.15	0.16	0.19	0.23
每股收益(元)	0.30	0.04	0.64	1.07	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.30	0.04	0.64	1.07
货币资金	272.39	56.16	107.99	240.63	每股净资产	36.33	35.33	35.57	35.96
交易性金融资产	280.02	400.02	500.02	600.02	估值比率				
应收票据及应收账款	23.03	17.06	22.52	27.52	PE	211.34	1,759.70	97.81	58.70
预付款项	21.89	13.54	16.29	20.53	PB	1.72	1.77	1.76	1.74
存货	135.05	78.14	96.63	121.95	现金流量表				
流动资产合计	828.24	1,164.42	1,352.49	1,628.82	净利润	15.05	2.32	39.87	64.98
固定资产	1,130.49	995.09	859.70	724.30	折旧和摊销	78.28	156.63	156.83	155.66
在建工程	48.18	48.18	48.18	48.18	营运资本变动	-140.01	13.24	-11.21	-8.37
无形资产	55.07	51.72	48.37	45.02	其他	-5.28	21.37	20.36	23.35
非流动资产合计	2,732.36	2,245.69	2,085.04	1,846.56	经营活动现金流净额	-51.95	193.57	205.84	235.63
资产总计	3,560.59	3,410.11	3,437.53	3,475.39	资本开支	-409.61	-8.08	-8.21	-7.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	247.75	-302.80	-107.86	-32.35
应付票据及应付账款	115.43	72.13	88.96	110.42	投资活动现金流净额	-161.87	-310.88	-116.07	-40.07
其他流动负债	69.60	51.41	59.61	73.46	股权融资	7.14	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	185.03	123.54	148.57	183.88	债务融资	0.00	-7.15	0.00	0.00
其他	17.53	21.92	21.92	21.92	其他	-43.69	-91.88	-37.94	-62.91
非流动负债合计	17.53	21.92	21.92	21.92	筹资活动现金流净额	-36.55	-99.03	-37.94	-62.91
负债合计	202.56	145.46	170.49	205.80	现金及现金等价物净增加	-250.83	-216.23	51.83	132.65
股本	92.27	92.47	92.47	92.47					
资本公积金	442.44	442.44	442.44	442.44					
未分配利润	2,939.28	2,940.10	2,952.92	2,974.27					
少数股东权益	-1.95	-2.91	-22.21	-55.81					
其他	-114.02	-207.45	-198.57	-183.78					
所有者权益合计	3,358.03	3,264.66	3,267.05	3,269.59					
负债和所有者权益总	3,560.59	3,410.11	3,437.53	3,475.39					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048