

2025 年 03 月 02 日

热景生物(688068.SH)

投资评级：增持（首次）

——创新管线丰富，心衰大品种未来可期

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 02 月 28 日
收盘价（元）	67.30
一年内最高/最低（元）	80.90/22.94
总市值（百万元）	6,223.55
流通市值（百万元）	6,223.55
总股本（百万股）	92.47
资产负债率（%）	4.42
每股净资产（元/股）	34.67

资料来源：聚源数据

投资要点：

全球 FIC 心梗抗体药 SGC001 有望填补临床空白，国内外想象空间较大。目前急性心梗全球患者基数大，现有手段无法挽救已坏死的心肌细胞，心梗患者发展为心衰的风险较大，新型急性心肌梗死药物亟待开发。SGC001 注射液是热景生物参股公司舜景医药研制的全球 FIC 创新药，适用于急性心肌梗死患者的急救治疗，已实现中美双报双批。SGC001 通过抑制 S100A8A9 介导的炎症反应延缓心衰进展，与海外研究团队揭示类似机制相互佐证。此外，SGC001 临床前数据表现良好，实验动物模型急救给药可以显著降低实验动物死亡率、降低心肌梗死面积、提高射血分数并改善梗死心肌的病理重构。目前针对 AMI 全球范围内尚无同类抗体药物进入临床阶段，SGC001 有望填补市场空白，临床价值高应用空间大。

积极布局创新管线，“尧、舜、禹”子公司打开未来成长空间。根据公司发布快报，2024 年，公司收入 5.11 亿元，同比下滑，归母净利润亏损，主要与收入端下滑，持续拓展新领域和战略布局有关，公司通过参股尧景基因、舜景医药、禹景药业等子公司，分别布局核酸药物、抗体药物、新型益生菌等生物制药创新领域，其中小核酸药物、抗体药物处于研发、临床、报批等不同阶段，心脑血管、神经退行性疾病、抗肿瘤领域多管线并行，长期有望谱写创新增长新篇章。

POCT 领先品牌，创新性布局心梗抗体药，长期诊疗一体化雏形初现。2005 年热景生物成立于北京，公司持续在 POCT 检测赛道耕耘，发展了上转发光技术为代表的独特路线，目前聚焦于磁微粒化学发光，形成心肌、炎症、生殖、肝病等方向的临床检测项目，基于在心脏检测领域的积累和外延资源，公司布局抗体药物、外泌体药物等生物制药领域，心梗抗体药国内首创，中长期有望形成诊断+治疗发展战略。

盈利预测与评级：我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 5.11/6.02/7.08 亿元，同比增长-5.61%/17.85%/17.55%；2024-2026 年归母净利润分别为-1.77/-0.68/0.43 亿元。选取同为 POCT 厂家的万孚生物、九安医疗作为可比公司，基于公司 POCT 业务逐步稳定，创新药业务有望快速发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示。国内政策风险、研发失败风险、竞争加剧风险

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,557	541	511	602	708
同比增长率（%）	-33.76%	-84.78%	-5.61%	17.85%	17.55%
归母净利润（百万元）	945	27	-177	-68	43
同比增长率（%）	-56.78%	-97.10%	-747.97%	61.54%	162.73%
每股收益（元/股）	10.22	0.30	-1.92	-0.74	0.46
ROE（%）	28.33%	0.81%	-5.58%	-2.19%	1.36%
市盈率（P/E）	6.59	227.28	-35.08	-91.19	145.37

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 5.11/6.02/7.08 亿元，同比增长 -5.61%/17.85%/17.55%；2024-2026 年归母净利润分别为-1.77/-0.68/0.43 亿元。

选取同为 POCT 厂家的万孚生物、九安医疗作为可比公司，基于公司 POCT 业务逐步稳定，创新药业务有望快速发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

1) 检测试剂：肝炎、心肌标记物等项目逐步成熟，市场认可度稳步提升，25 年有望逐步回暖。预计 2024-2026 年检测试剂收入增速分别为-9.80%、18.00%、18.00%；

2) 检测仪器：试剂方案的不断丰富，对于检测仪器的需求也同步提升。预计 2024-2026 年检测仪器收入增速分别为 78.50%、12.00%、10.00%。

投资逻辑要点

热景生物是国内领先的 POCT 检测厂家，专注于心肌、炎症、肝炎等项目的快速检测，产品力获临床科室认可，基于临床端积累及外延并购，公司快速切入创新药领域，并在急性心梗领域取得较大突破，有望成为公司未来诊疗一体化发展的重要组成。

核心风险提示

国内政策风险、研发失败风险、竞争加剧风险。

内容目录

1. 以 POCT 为基础，开启创新药新曲线	5
2. POCT：肝炎、心梗多赛道布局有望兑现	8
2.1 肝炎产品覆盖全面	8
2.2 心肌检测助力 AMI 诊断	9
3. 创新药：全球 FIC 心梗抗体药 SGC001	12
4. 盈利预测与评级	15
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司免疫领域产品方案	5
图表 2: 热景生物股权结构	6
图表 3: 2016-2024Q1-3 年公司收入(百万元)及增速(%)	6
图表 4: 2016-2024Q1-3 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)	6
图表 5: 2016-2024H1 公司产线组成(百万元)	7
图表 6: 2016-2023 年公司区域销售组成(百万元)	7
图表 7: 2016-2024Q1-3 公司毛利率及净利率	7
图表 8: 2016-2024Q1-3 公司费用率变化	7
图表 9: 检测市场测算	8
图表 10: 公司肝病检测产品布局	8
图表 11: CK18-M30 和 M65 诊断 NASH 的 sROC 曲线	9
图表 12: 2020 年国内农村居民主要疾病死因构成	9
图表 13: 2020 年国内城市居民主要疾病死因构成	9
图表 14: 2000-2020 年国内城乡居民心血管病死亡率变化(1/10 万)	10
图表 15: 2002-2020 年国内城乡居民急性心肌梗死死亡率变化趋势(1/10 万)	10
图表 16: 心肌损伤和心肌梗死的鉴别流程	10
图表 17: AMI 发作不同阶段心肌标记物浓度变化	11
图表 18: 公司心肌标记物产品	11
图表 19: 2002-2018 年中国城乡地区急性心肌梗死死亡率变化趋势	12
图表 20: 心肌梗死后心力衰竭的发生机制	13
图表 21: S100A8/A9 通过介导炎症反应促进心衰作用机制	14
图表 22: 美国俄亥俄州立大学团队和瑞典隆德大学团队发现 S100A8/A9 相关作用机制	14
图表 23: 2024-2026 年热景生物预测 (百万元)	15
图表 24: 可比公司估值情况	16

1. 以 POCT 为基础，开启创新药新曲线

热景生物成立于 2005 年，公司以临床 POCT 为基础，探索自主创新诊断技术平台，拓展液体活检癌症技术，建立包括蛋白标志物、DNA 甲基化的多组学诊断技术平台，并持续布局抗体药物、活菌药物、外泌体药物等生物制药领域，形成诊断+治疗发展战略。

图表 1：公司免疫领域产品方案



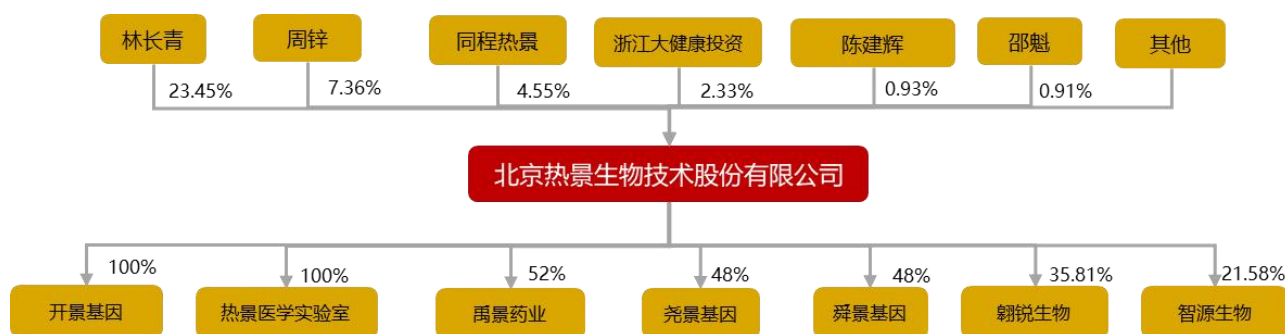
资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司董事长林长青先生直接持有公司 23.45%股权，另外持有同程热景 21.17%股权，合计共 24.41%公司股权。

通过参股尧景基因、舜景医药、禹景药业等，公司分别布局核酸药物、抗体药物、新型益生菌等生物制药创新领域。

- **尧景基因**：新一代小核酸药物研发，力争成为全球慢病和罕见病防治的领军者。
- **舜景医药**：先进抗体药物开发，联合首都医科大学北京市心肺血管疾病研究所杜杰教授团队共同研发的全球首款适用于急性心肌梗死患者的急救治疗创新药 SGC001 注射液获得 NMPA、FDA 临床试验报批，在研的心脑血管、神经退行性疾病以及抗肿瘤类研发管线。
- **禹景药业**：面向 C 端市场，致力于新型益生菌和后生元的研发，基于全球领先微生物培养组学平台，推动新一代生物基消费品在国民肠道健康与皮肤健康领域的应用。

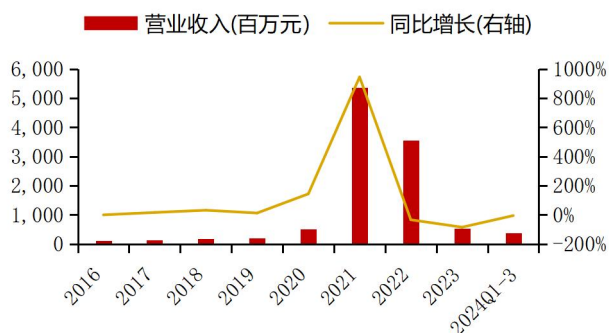
图表 2：热景生物股权结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所
 股东情况截至 2024Q3，参控股公司情况截至 2024 年 H1

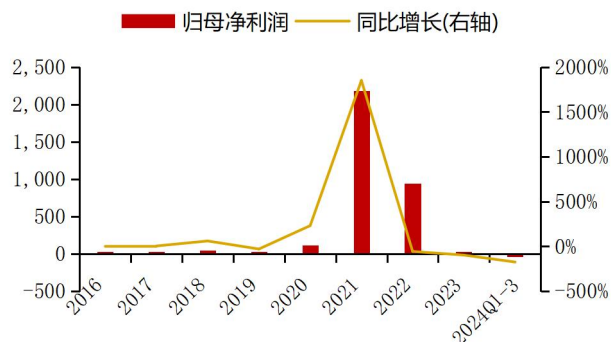
2024 年前三季度公司收入 3.86 亿元，同比下滑 5.10%，主要因新冠相关业务同比大幅下滑，同期归母净利润亏损 4063.86 万元，因收入端承压，公司持续加大投入，拓展新领域和战略布局，利润端有望随着新业务落地逐步回暖。

图表 3：2016-2024Q1-3 年公司收入(百万元)及增速(%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 4：2016-2024Q1-3 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)

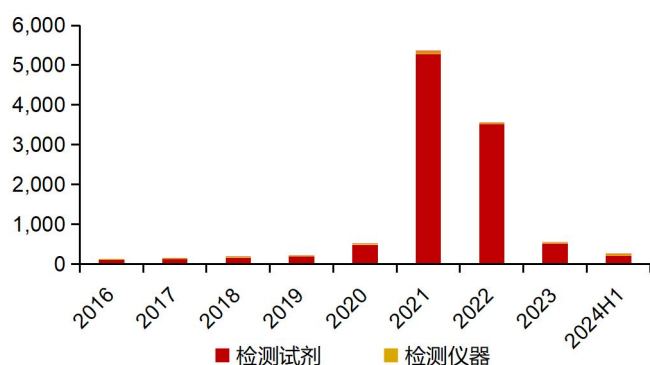


资料来源：ifind，华源证券研究所

2016-2024H1，公司检测试剂为核心业务，占比维持在 80%以上，因新冠检测产品的销售，2021-2022 年检测试剂销售额分别为 52.80、35.17 亿元，占比达到 98.35%、98.88%。

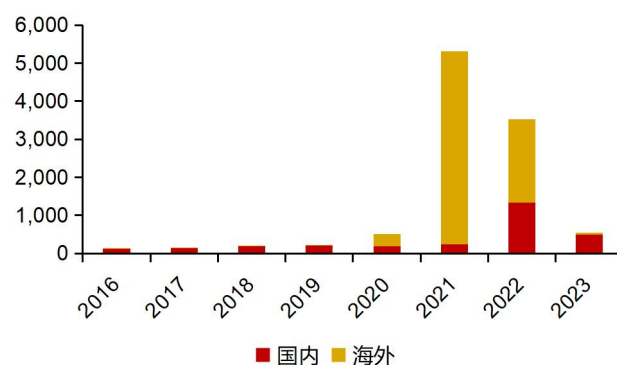
通过新冠检测产品的出口，公司 2021-2022 年海外销售额分别达到 50.63、21.97 亿元，为营收的增长奠定较强基础，2023 年随着境外检测需求下行，海外销售下降较多。

图表 5：2016-2024H1 公司产线组成(百万元)



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 6：2016-2023 年公司区域销售组成(百万元)

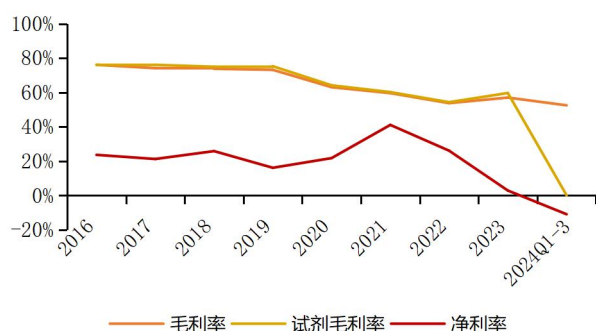


资料来源：ifind，华源证券研究所

2016-2019 年，公司整体毛利率基本维持在 70%以上，受新冠检测试剂价格波动影响，毛利率调整至 2023 年的 56.95%，因试剂占公司收入占比较大，试剂产线毛利率对整体毛利率趋势影响较大。以 POCT 试剂为核心业务，同期公司净利率基本维持在 20%以上，但因公司发展战略调整，对于创新药类业务支持力度较大，2024 年利润亏损导致净利率下滑较多。

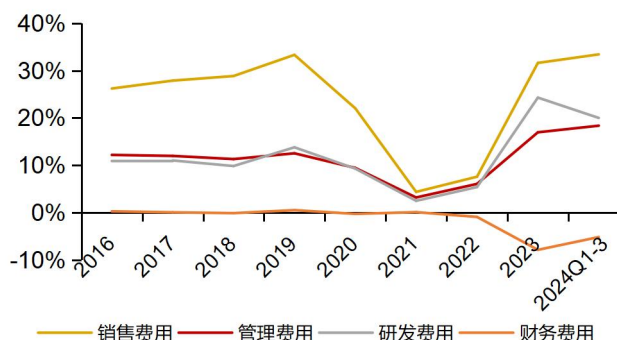
除 2021-2022 年外，2016-2024Q3 公司整体销售费用处于较高水平，截至 2024Q3，公司销售费用达到 33.43%，为历史新高；因营收端承压，管理费率、研发费率等也处于较高水平，导致利润端承压。

图表 7：2016-2024Q1-3 公司毛利率及净利率



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 8：2016-2024Q1-3 公司费用率变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

2. POCT：肝炎、心梗多赛道布局有望兑现

2.1 肝炎产品覆盖全面

公司公告显示，国内乙肝病毒感染人群约为 8000 万，肝癌三项检测费用约为 300 元/次，每半年检测一次，预计肝癌三项潜在市场容量为 129.12 亿元；国内慢性乙肝患者为 2000-3000 万人，每年需随访监测 2 次，HBV RNA 检测平均收费 150 元，预计潜在市场容量为 75 亿元。

图表 9：检测市场测算

类型	人群 万	依从率	费用 元	频次	市场容量 亿元
肝癌三项	8000	26.90%	300	2	129.12
HBV RNA 检测	2500	-	150	2	75

资料来源：公司公告，华源证券研究所

热景围绕肝病领域持续钻研，形成肝炎到肝癌诊断全流程健康管理平台，其中肝脏相关诊断包括肝癌三项、GP73、肝纤 5 项，乙肝病毒等，用药指导包括 HBV RNA 和脂肪肝检测，另外通过 C-GALAD II 肝癌风险预警模型，实现肝病预警。

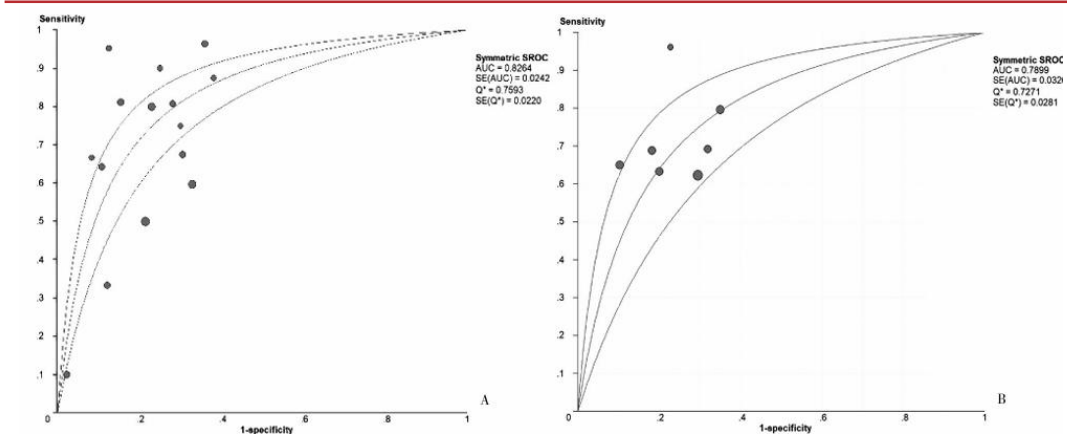
图表 10：公司肝病检测产品布局



资料来源：公司公告，华源证券研究所

基于肝病检测的造诣，热景不断丰富新产品，开发系列标志物，例如针对脂肪肝检测标志物 CK18，包括 CK18-M30 和 M65 是肝细胞凋亡和死亡的指标，生理周期、年龄等干扰相对较小，能作为肝脏活检的重要补充，并能规避肝脏穿刺以及病理检测的侵入性、早期灵敏度低等问题。

图表 11: CK18-M30 和 M65 诊断 NASH 的 sROC 曲线



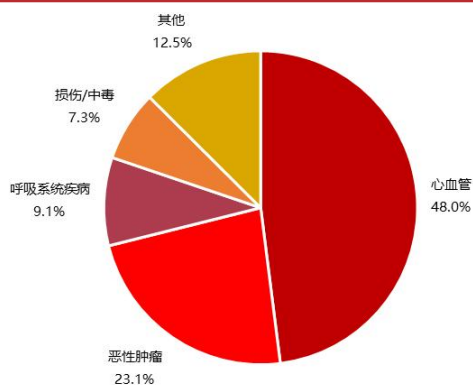
资料来源:《血清细胞角蛋白 18 的 M30 和 M65 水平 对非酒精性脂肪性肝炎诊断价值的 meta 分析》, 中国医药导报, 车阳等, 华源证券研究所

2024 年上半年, 公司肝炎肝癌类诊断试剂实现营业收入 5,225.35 万元, 同比增长 15.99%, 助力“国人肝健康工程”建设。

2.2 心肌检测助力 AMI 诊断

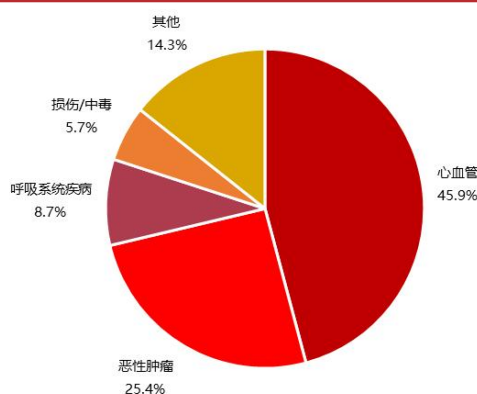
心血管疾病(Cardiovascular diseases, 以下简称 CVD)主要包括冠心病、心力衰竭、心房颤动, 国内心血管疾病患病率处于持续上升阶段, 2020 年 CVD 分别占农村、城市死因的 48.00%和 45.86%, 均为居民主要疾病死因首位, 高于恶性肿瘤、呼吸系统疾病等。

图表 12: 2020 年国内农村居民主要疾病死因构成



资料来源:《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》, 华源证券研究所

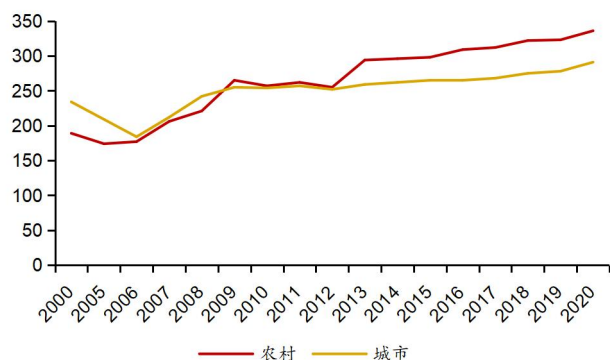
图表 13: 2020 年国内城市居民主要疾病死因构成



资料来源:《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》, 华源证券研究所

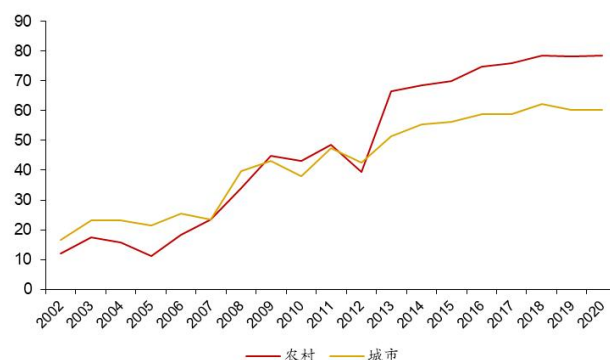
2020 年农村 CVD 死亡率为 336.13/10 万, 城市 CVD 死亡率为 291.04/10 万, 相较 2000 年均持续上升, 尤其以农村居民上升态势更为明显, 其中急性心肌梗死(AMI)导致的心脏病死亡同步提升明显, 截至 2020 年, 农村、城市居民 AMI 死亡率分别为每 10 万人 78.65、60.29, 相较 2002 年每 10 万人 12.00、16.46 的水平, 均有大幅提升。

图表 14：2000-2020 年国内城乡居民心血管病死亡率变化(1/10 万)



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》，华源证券研究所

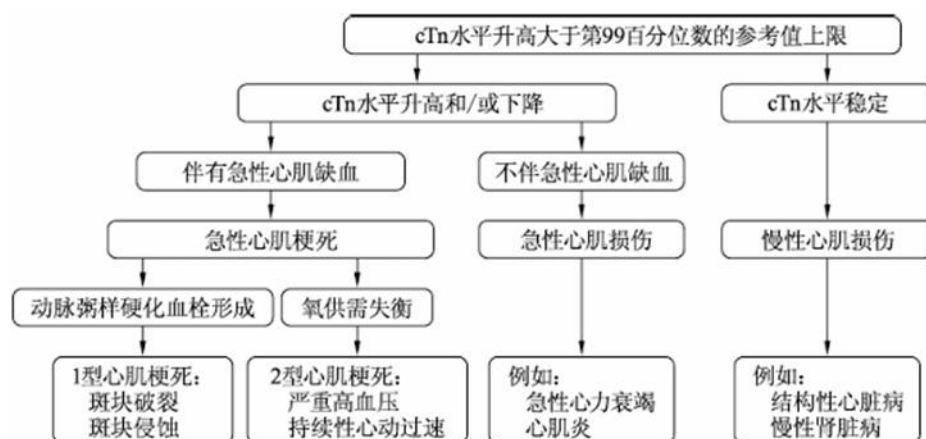
图表 15：2002-2020 年国内城乡居民急性心肌梗死死亡率变化趋势(1/10 万)



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》，华源证券研究所

肌钙蛋白(cTn)是心肌梗死辅助诊断的重要标志物，cTn 值高于正常参考值上限的第 99 百分位数，伴有急性心肌缺血，并与其他影像学、心电图等检验指标，则为心肌梗死，心肌标志物早期、动态的检测，对于急性心肌梗死的判断和用药，价值较大。

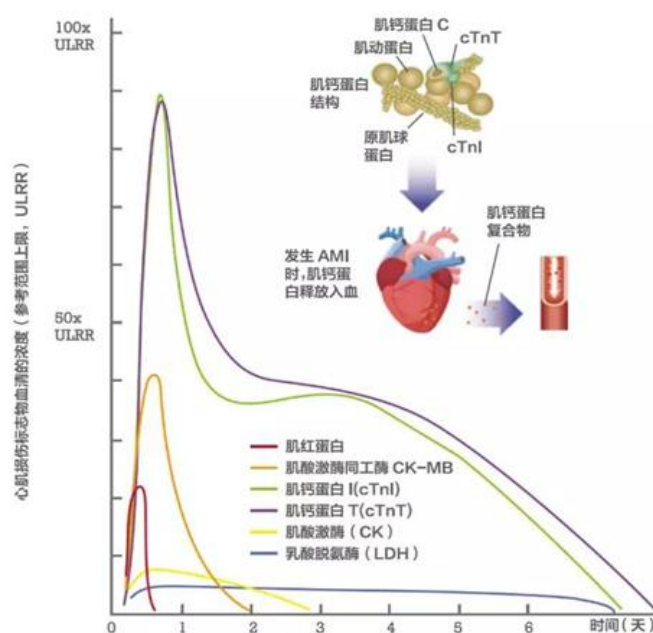
图表 16：心肌损伤和心肌梗死的鉴别流程



资料来源：《2018 年第四版心肌梗死通用定义》，华源证券研究所

除肌钙蛋白 cTn 外，肌红蛋白、肌酸激酶同工酶在 AMI 早期诊断、危险分层、非 ST 段抬高 MI 等辅助诊断中，具有不同诊疗意义，配合使用能提高临床检测准确性，进一步优化检测效果。

图表 17: AMI 发作不同阶段心肌标记物浓度变化



资料来源：体外诊断咨询网，华源证券研究所

公司在心肌检测相关标记物布局全面，早期获批 NT-proBNP 和 cTnI 产品分别针对心衰及心肌梗死症状，结合临床发展需要，进一步推出脂蛋白相关磷脂酶 A2(Lp-PLA2)等合计 7 项心脑血管标志物，产品矩阵丰富。

图表 18: 公司心肌标记物产品



资料来源：热景生物官网，华源证券研究所

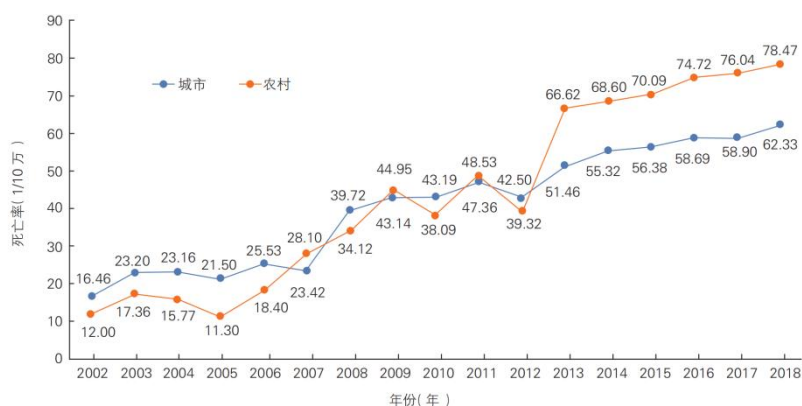
3. 创新药：全球 FIC 心梗抗体药 SGC001

公司成立参股公司尧景基因、舜景医药，子公司禹景药业，开启药物研发的新赛道。舜景医药是由孙志伟教授技术团队发起，专门从事抗体药物研发的高新技术企业。目前舜景医药已搭建一系列国际水准的技术平台，建立了多条极具市场潜力的原创性生物大分子药物产品管线，用于心脑血管、肿瘤、自身免疫等多种疾病的治疗领域。

SGC001 临床实现中美双报双批。SGC001 注射液是热景生物参股公司舜景医药研制的全球首款 FIC 创新药，为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。2024 年 5 月，SGC001 的 IND 申请获 FDA 批准许可。2024 年 8 月，SGC001 的 IND 申请获 NMPA 批准许可，实现中美双报双批。

急性心梗患者基数大，发展为心衰风险大。急性心肌梗死（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。据国家心血管病中心《中国心血管健康与疾病报告 2022》及 2024 Heart Disease and Stroke Statistics 的数据：2021 年，缺血性心脏病全球发生 2.542 亿例，其中死亡 921 万人；急性心肌梗死 AMI 在中国的死亡人数约为 100 万人/年，年发病人数约 400 万。根据 2020 年中国大陆冠脉介入治疗注册数据显示，我国 2020 冠脉介入治疗的患者为 968,651 例，居世界首位。

图表 19：2002-2018 年中国城乡地区急性心肌梗死死亡率变化趋势



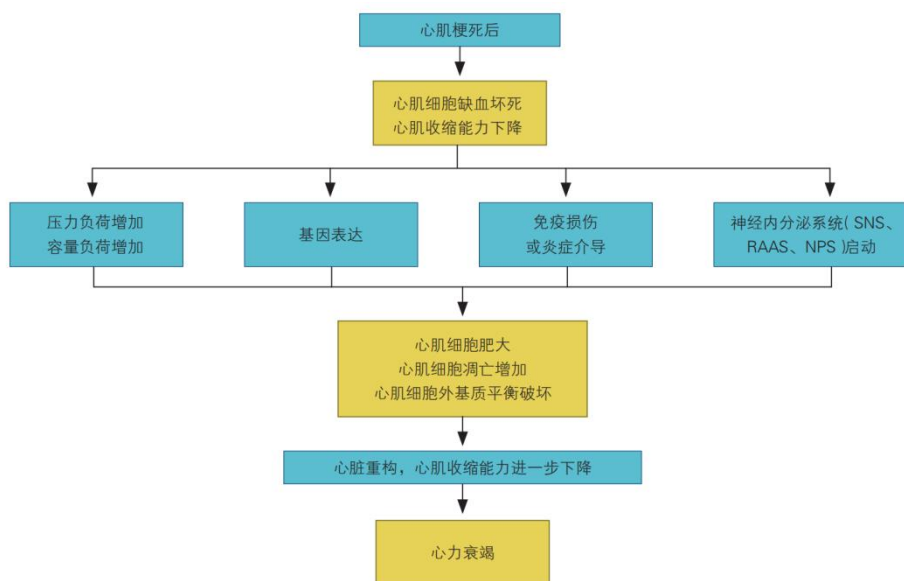
资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2020 概要》，中国心血管杂志，华源证券研究所

心梗后心衰发病率高，预后差。中国 CREATE 研究发现，ST 段抬高型心梗（STEMI）患者心梗后 7 d 内心衰的发生率为 19.3%。欧美地区数据显示，心梗后 30 d 至 6.7 年内心衰的发生率为 13.1%~37.5%。日本急性心梗登记研究发现，在接受经皮冠状动脉（冠脉）介入治疗（PCI）的心梗患者中，出院后第一年内发生心衰者的 5 年累积全因死亡（36.3% vs. 10.1%）、心衰住院（40.4% vs. 4.3%）、心血管死亡（19.1% vs. 3.3%）风险均高于第一年内未发生心衰的患者。

心梗后心衰的主要发病机制包括：(1) 心肌细胞丢失，导致心梗后心脏重构和心衰发生；(2) 心脏重构是心梗后心衰发生的基本病理过程；(3) 心梗后凋亡及坏死的心肌细胞引起免疫损伤，触发严重的炎症反应，加重组织功能受损；同时，心梗后心排出量的降低引起神经内分泌系统激活，如反射性激活交感神经系统、肾素 - 血管紧张素 - 醛固酮系统（RAAS）

等；此外，心脏压力和（或）容量负荷增加，机械应力改变，也会直接导致一系列病理生理改变，加重心脏重构，最终导致心衰。

图表 20：心肌梗死后心力衰竭的发生机制



注: SNS: 交感神经系统; NPS: 利钠肽系统; RAAS: 肾素 - 血管紧张素 - 醛固酮系统

资料来源：《2020 心肌梗死后心力衰竭防治专家共识》，中国循环杂志，华源证券研究所

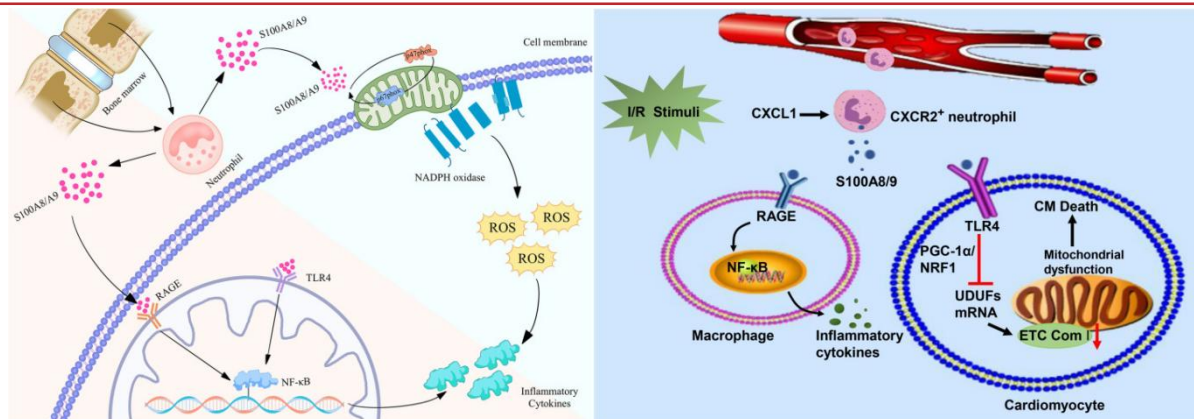
现有手段无法挽救已坏死的心肌细胞，新型急性心肌梗死药物亟待开发。基于此，目前主要针对心肌梗死的治疗方法包括溶血栓治疗、抗凝疗法、 β 受体阻滞剂、钙拮抗剂、葡萄糖 - 胰岛素 - 钾（极化液，保护心肌细胞）、冠状动脉腔内血管成形术（PTCA）和激素，但上述疗法均无法挽救已坏死的心肌细胞，故心梗后抢救时间至关重要。心肌细胞无法再生，现有手段无法挽救已坏死的心肌细胞，会无可避免导致心功能下降，从而导致后续心脏重构和炎症反应发生，致使后续心衰及其他并发症的发生，新型急性心肌梗死药物亟待开发。

SGC001 理论机制清晰可靠，与海外研究团队揭示类似机制相互佐证。

SGC001 通过抑制 S100A8/A9 介导的炎症反应延缓心衰进展。杜杰教授团队在靶点发现阶段，基于大规模多中心的心血管病（心梗等）队列样本通过转录组、蛋白组及表型组等多组学数据库研究发现 CXCR2+粒细胞分泌的 S100A8/A9 促进趋化因子表达，招募炎症细胞，启动心肌不良重构及心衰。CXCR2+细胞是感应心脏损伤的关键细胞，S100A8/A9 是感知损伤并启动心衰的关键分子，阻断 S100A8/A9 可以有效抑制心衰。

S100A8/A9 是 DAMP S100 家族的一种成分，形成 S100A8/A9-异二聚体，也称为 MRP8/14, 并且表达一致。S100A8/A9 由骨髓中性粒细胞释放，与细胞膜上的 RAGE 和 TLR4 受体结合，激活 NF- κ B 信号通路，从而引起炎症因子的表达：1）S100A8/A9 通过抑制 TLR4/Erk 调节的 PGC-1/NRF1 信号导致线粒体功能异常，从而抑制线粒体复合体 I 水平从而触发心肌细胞死亡与心肌损伤。2）S100A8/A9 与细胞膜上的 RAGE 受体结合，激活 NF- κ B 信号通路，从而引起炎症因子的表达。

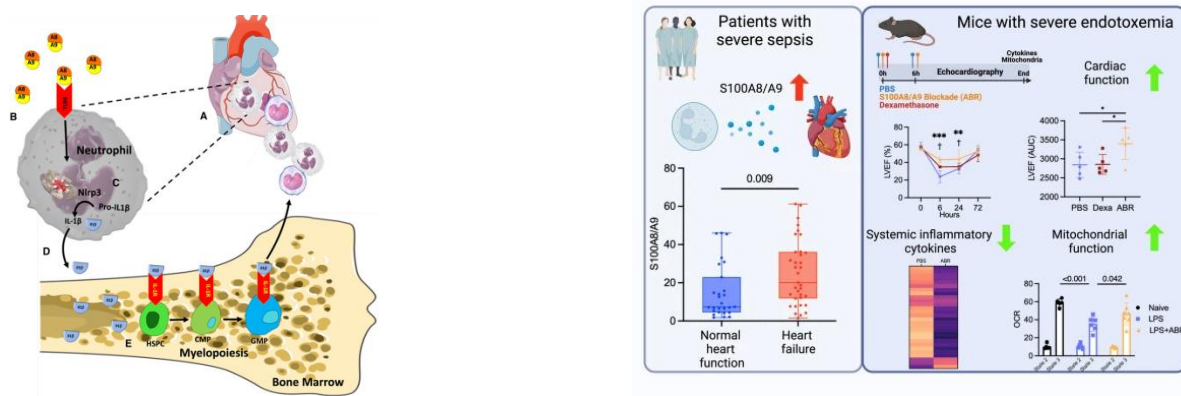
图表 21: S100A8/A9 通过介导炎症反应促进心衰作用机制



资料来源:《S100a8/A9 proteins: critical regulators of inflammation in cardiovascular diseases》YuSun et al.,《S100A8/A9 in Myocardial Infarction: A Promising Biomarker and Therapeutic Target》,ZhuLan Cai et al., 华源证券研究所

此外,美国俄亥俄州立大学团队发现,中性粒细胞中 S100A8/A9 信号或其下游介质(例如, NLRP3, IL-1 β)的干预策略可抑制粒细胞生成,并可能改善患者的心功能。瑞典隆德大学团队发现,高 S100 A8/A9 水平与脓毒症患者的急性 LV 功能障碍相关,并且用小分子抑制剂对 S100 A8/A9 阻断可以减轻内毒素血症中的心肌功能障碍,有效地降低了炎症细胞因子和趋化因子的全身水平,抑制了炎症并改善了心肌中的线粒体功能。两篇研究均揭示 S100A8/A9 通过炎症调控心衰进展,与杜杰教授发现的机制可相互佐证。

图表 22: 美国俄亥俄州立大学团队和瑞典隆德大学团队发现 S100A8/A9 相关作用机制



资料来源:《Neutrophil-Derived S100A8/A9 Amplify Granulopoiesis After Myocardial Infarction》Gopalkrishna Sreejit et al.,《Therapeutic S100A8/A9 blockade inhibits myocardial and systemic inflammation and mitigates sepsis-induced myocardial dysfunction》Gabriel Jakobsson et al., 华源证券研究所

临床前数据亮眼。临床前研究发现,SGC001 可以抑制免疫细胞炎症反应,具有抗细胞凋亡的作用。SGC001 在人源化全梗小鼠疾病模型中研究发现杜吉普单抗可降低模型动物的死亡率、心梗体积,改善其心脏功能,减轻心肌病变,在模型动物体内具有明确的量效关系。SGC001 在全梗恒河猴模型的体内药效研究发现,SGC001 低、中、高剂量下单次静脉给药,可减轻心肌组织病变程度,降低心肌梗死体积,改善心功能。

综合以上,由于 SGC001 尚未有患者临床数据读出,因此针对成药性分析只能从①药物早期理论作用机制、②药物映射、③临床前数据进行分析:

1) 早期理论作用机制: 杜杰教授 2019 年发现 S100A8/A9 是通过抑制线粒体功能导致缺血再灌注损伤心肌细胞死亡的早期关键分子, 随后大量权威论文进一步揭示 S100A8/A9 在心脏疾病中的作用机制, 尤其 2020 年及 2023 年, 美国俄亥俄州立大学团队和瑞典隆德大学团队相继发现 S100A8/A9 通过炎症调控心衰的作用机制, 与杜杰教授发现的机制可相互佐证。

2) 药物映射: 同靶点 Tasquinimod (S100A9 抑制剂), 在与炎症高度相关前列腺癌中, 观察到 PFS 积极结果, 对公司 SGC001 成药性有积极映射作用。此外, 诺和诺德高价收购的 IL6 单抗 ziltivekimab 针对急性心梗适应症已启动全球三期, 另一款 IL6 托珠单抗针对急性心梗的 II 期结果积极。S100A8/A9 作用于 IL6 上游, 对公司 SGC001 成药性有积极映射作用。

3) 临床前数据: 恒河猴模型与人类组织结构、生理生化和代谢机能极其相似, 具有参考价值。此外, 采用冠状动脉结扎法模拟急性心肌梗死的模型, 接近人类心力衰竭的病理生理演变过程, 具有参考价值。

4. 盈利预测与评级

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 5.11/6.02/7.08 亿元, 同比增长 -5.61%/17.85%/17.55%, 关键假设如下:

1) 检测试剂: 肝炎、心肌标记物等项目逐步成熟, 市场认可度稳步提升, 25 年有望逐步回暖。预计 2024-2026 年检测试剂收入增速分别为 -9.80%、18.00%、18.00%;

2) 检测仪器: 试剂方案的不断丰富, 对于检测仪器的需求也同步提升。预计 2024-2026 年检测仪器收入增速分别为 78.50%、12.00%、10.00%。

图表 23: 2024-2026 年热景生物预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3556.56	541.25	510.89	602.06	707.69
yoy	-33.76%	-84.78	-5.61%	17.85%	17.55%
毛利率	53.71%	56.95%	48.27%	50.98%	51.30%
检测试剂	3516.74	509.33	459.42	542.11	639.69
yoy	-33.40%	-85.52%	-9.80%	18.00%	18.00%
毛利率	54.27%	59.62%	55.00%	55.00%	55.00%
检测仪器	11.66	20.66	36.88	41.30	45.43
yoy	-36.67%	77.16%	78.50%	12.00%	10.00%
毛利率	10.02%	-10.44%	-30.00%	5.00%	5.00%
生物原料	3.75	7.91	11.07	14.95	18.69
yoy	-51.77%	111.13%	40.00%	35.00%	25.00%
毛利率	5.49%	44.71%	45.00%	45.00%	48.00%
其他	24.41	3.35	3.52	3.69	3.88
yoy	-61.04%	-86.26%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: ifind, 公司公告, 华源证券研究所

2024-2026 年归母净利润分别为-1.77/-0.68/0.43 亿元。选取同为 POCT 厂家的万孚生物、九安医疗作为可比公司。基于公司 POCT 业务逐步稳定，创新药业务有望快速发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 24：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值（亿元）	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300482.SZ	万孚生物	113	1.34	1.68	2.08	17	14	11
002432.SZ	九安医疗	196	3.18	3.33	3.67	13	12	11
	平均值		2.26	2.51	2.88	15	13	11
688068.SH	热景生物	62	-1.92	-0.74	0.46	-	-	147

资料来源：Wind，华源证券研究所。热景生物盈利预测来自华源证券研究所，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期，截至 2025.2.28

5. 风险提示

国内政策风险：公司 POCT 类产品，国内尚未有大规模集采，如果政策端加剧，可能对于核心业务稳定增长造成干扰；

研发失败风险：创新药存在研发失败风险，对于后续销售收入影响风险较大；

市场竞争加剧风险：主营 POCT 业务，国内外竞争对手较多，存在竞争进一步加剧风险，导致价格体系、销售收入受干扰。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	272	238	211	248
应收票据及账款	23	13	16	18
预付账款	22	11	13	15
其他应收款	12	6	7	8
存货	135	70	78	91
其他流动资产	364	311	316	323
流动资产总计	828	648	640	703
长期股权投资	365	317	276	245
固定资产	1,144	1,079	1,017	959
在建工程	48	58	68	78
无形资产	55	63	85	123
长期待摊费用	24	12	0	0
其他非流动资产	1,095	1,157	1,219	1,280
非流动资产合计	2,732	2,687	2,665	2,685
资产总计	3,561	3,336	3,306	3,388
短期借款	0	0	26	54
应付票据及账款	115	65	73	85
其他流动负债	70	60	67	77
流动负债合计	185	125	166	216
长期借款	8	6	5	3
其他非流动负债	10	10	10	10
非流动负债合计	18	16	15	13
负债合计	203	141	181	229
股本	92	92	92	92
资本公积	442	442	442	442
留存收益	2,825	2,648	2,580	2,611
归属母公司权益	3,360	3,183	3,114	3,146
少数股东权益	-2	12	11	13
股东权益合计	3,358	3,195	3,125	3,159
负债和股东权益合计	3,561	3,336	3,306	3,388

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	15	-214	-136	-19
折旧与摊销	78	93	95	87
财务费用	-43	-3	-3	-1
投资损失	17	-27	-43	-41
营运资金变动	-69	85	-4	-4
其他经营现金流	-51	59	75	73
经营性现金净流量	-52	-8	-15	95
投资性现金净流量	-162	-29	-39	-74
筹资性现金净流量	-37	2	27	17
现金流量净额	-251	-35	-27	37

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	541	511	602	708
营业成本	233	264	295	345
税金及附加	5	2	2	3
销售费用	171	186	165	141
管理费用	92	84	92	93
研发费用	131	180	172	130
财务费用	-43	-3	-3	-1
资产减值损失	-12	-15	-18	-21
信用减值损失	12	3	4	4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-17	27	43	41
公允价值变动损益	-5	0	0	0
资产处置收益	-1	-5	-5	-5
其他收益	88	39	39	39
营业利润	17	-153	-59	56
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	6	9	9	9
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	14	-160	-66	49
所得税	-2	3	4	4
净利润	15	-163	-70	45
少数股东损益	-12	14	-2	2
归属母公司股东净利润	27	-177	-68	43

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-84.78%	-5.61%	17.85%	17.55%
营业利润增长率	-98.42%	-987.97%	61.67%	196.41%
归母净利润增长率	-97.10%	-747.97%	61.54%	162.73%
经营现金流增长率	-105.31%	85.56%	-105.14%	714.82%
盈利能力				
毛利率	56.95%	48.27%	50.98%	51.30%
净利率	2.78%	-31.95%	-11.61%	6.39%
ROE	0.81%	-5.58%	-2.19%	1.36%
ROA	0.77%	-5.32%	-2.06%	1.26%
估值倍数				
P/E	227.28	-35.08	-91.19	145.37
P/S	11.50	12.18	10.34	8.79
P/B	1.85	1.96	2.00	1.98
股息率	0.28%	0.00%	0.00%	0.18%
EV/EBITDA	48	-69	182	37

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。