

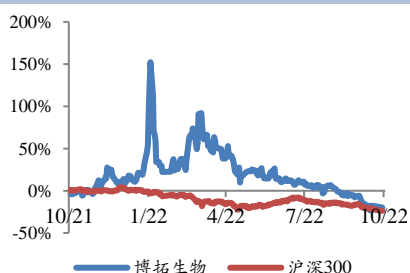
# 借新冠东风打造优秀诊断品牌，成就国际 POCT 行业领军企业

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-10-13

收盘价（元）	47.50
近 12 个月最高/最低（元）	152.50/44.00
总股本（百万股）	107
流通股本（百万股）	39
流通股比例（%）	37%
总市值（亿元）	51
流通市值（亿元）	19

## 公司价格与沪深 300 走势比较



## 分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

## 分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

## 主要观点：

### ● 致力于为全球用户提供 POCT 服务的国际领军企业

博拓生物创立于 2008 年，公司是全球 POCT 诊断试剂品种较为齐全的生产厂商之一，现有产品覆盖了生殖健康检测、药物滥用（毒品）检测、传染病检测、肿瘤标志物检测、心肌标志物检测等五大检测领域。公司业务覆盖全球一百多个国家和地区，服务 30 多亿人口。

海外为主，疫情下公司收入及利润实现大幅度增长。从销售地区来看，公司以境外销售为主。2021 年境外客户收入占比 97.35%，主要分布在欧洲、北美洲、亚洲。2022 年上半年，公司保持增长势头，营业总收入为 15.24 亿，同比增长 31.62%，其中新冠业务同比增长 30%，非新冠类产品同比增速达到了 46%。归母净利润为 7.45 亿，同比增长 30.99%。

### ● 传染病业务获得多项国际认证，业绩迅速拉升

传染病 POCT 市场最主要的驱动因素是全球不断提高的传染病发病率。全球传染病检测类 POCT 产品市场规模从 2015 年的 9.35 亿美元增长到 2019 年的 14.3 亿美元，预计 2021 年全球传染病检测类 POCT 产品市场规模可达 17.3 亿美元。疫情驱动下，国内企业获得市场进入机会，业绩提升。

公司经过多年积累，公司已建立了丰富的产品线，目前传染病检测覆盖疾病广泛，基本满足重大流行病及传染性疾病预防需求，形成了对体外快速诊断市场较为全面的覆盖。2020 年以来，公司新冠检测快速推出优秀产品，有效抓住新冠机会；非新冠传染病业务上，一方面打开新兴市场，另一方面积极进入国内政府医疗机构采购目录。

### ● 毒品检测业务稳定发展，开拓新产品新渠道

主要需求来自美国及东南亚地区，随着海外人口流动恢复和复工复产，吸食人口及检测需求将进一步提高，预计 2021 年市场规模将达到 11.07 亿美元。公司是现有滥用药品（毒品）市场检测药物品种较为齐全的中国厂商之一。公司毒品检测系列覆盖全，不断进行多种新型毒品快速检测试剂开发，推出大麻唾液原型检测试剂等新产品，继续扩充毒品种类的覆盖范围，应对美洲主要市场的检测需求，并开拓俄罗斯、澳洲、加拿大和墨西哥等新兴市场。国内市场公司生产的毒品检测产品也已进入省市级公检法部门使用，市场有望带来新增长。

### ● 公司战略规划清晰，布局上游+品类拓展+营销扩展开启公司发展新征程

- 布局上游：上游原料自主可控一体化，完成 POCT 技术体系全程覆盖。公司成功开发了几十种原料，其中新冠抗原检测产品的核心抗体原料在 2021 年开始实现在产品中应用，在保证产品性能的同时，有效降低了新冠抗原检测产品生产成本。

- **品类拓展:** POCT 品种丰富, 不断补充各子领域。公司不断补充新产品, 目前研发项目达到 20 项, 包含多项传染病检测、多种新型毒品快速检测、上游原料、心肌标记、肿瘤标记、动物检测等多项产品, 项目进展稳健推进中。其中方法学上研发荧光标记法、应用场景上拓展到动物检测, 未来有望成为公司的新增长极。
- **营销扩展:** 模式绑定+全球布局, 打开新市场。模式上, ODM+OBM 模式深度绑定海外客户。范围上, 产品销往近 100 多个国家或地区, 2022 上半年公司新开拓了俄罗斯、澳洲、加拿大、墨西哥、瑞士、拉美等检测市场, 有一批合作稳定的优质客户, 销售网络全球覆盖。

#### ● 投资建议

我们预计, 公司 2022~2024 年收入分别 24.1/25.5/27.6 亿元, 分别同比增长 32.7%/5.7%/8.2%, 归母净利润分别为 9.8/9.0/9.1 亿元, 分别同比增长 17.8%/-8.6%/1.5%, 对应估值为 5X/6X/6X。首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

#### ● 风险提示

新产品研发和注册风险; 新规变动风险; 汇率波动的风险; 中美贸易摩擦和政治风险等。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1818	2412	2550	2759
收入同比 (%)	110.1%	32.7%	5.7%	8.2%
归属母公司净利润	834	982	897	911
净利润同比 (%)	91.6%	17.8%	-8.6%	1.5%
毛利率 (%)	61.8%	59.3%	53.8%	53.7%
ROE (%)	39.6%	32.3%	23.0%	19.0%
每股收益 (元)	9.62	9.21	8.41	8.54
P/E	7.27	5.16	5.65	5.56
P/B	3.54	1.67	1.30	1.06
EV/EBITDA	6.24	2.34	1.80	1.04

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 致力于为全球用户提供 POCT 服务的国际领军企业 .....	5
2 传染病业务获得多项国际认证，业绩迅速拉升 .....	9
2.1 行业介绍：国外集中国内分散，定位发展中国家市场 .....	10
2.2 公司业务：渠道开拓顺利，有效覆盖海外市场 .....	12
2.3 收入情况：新冠产品销售大增，非新冠产品稳定增长 .....	13
3 毒品检测业务稳定发展，开拓新产品新渠道 .....	16
3.1 美国东南亚为主要市场，旅行恢复带动业绩 .....	16
3.2 公司毒品检测产品覆盖全，性能优异 .....	17
3.3 毒品检测整体营收高速增长，毛利率保持稳定 .....	17
3.4 业务发展：新产品应用+新市场开拓 .....	18
4.公司战略规划清晰，布局上游+品类拓展+营销扩展开启公司发展新征程 .....	19
4.1 布局上游：上游原料自主可控一体化，完成 POCT 技术体系全程覆盖 .....	19
4.2 品类拓展：POCT 品种丰富，不断补充各子领域 .....	20
4.3 营销扩展：模式绑定+全球布局，打开新市场 .....	22
5 盈利预测和投资建议 .....	24
5.1 盈利预测 .....	24
5.2 投资建议 .....	25
风险提示： .....	25
财务报表与盈利预测 .....	27

## 图表目录

图表 1 博拓生物发展历程	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2022 年 10 月)	6
图表 3 公司高管团队	6
图表 4 公司产品布局	7
图表 5 公司营业总收入及归母净利润 (亿元)	8
图表 6 公司收入构成—按产品种类分 (百万元)	8
图表 7 公司收入构成—按地区分 (百万元)	9
图表 8 公司费用率情况 (百万元)	9
图表 9 公司毛利及毛利率情况 (百万元)	9
图表 10 2015~2021 全球传染病类 POCT 产品市场规模 (亿美元)	10
图表 11 公司业务直接竞争公司概况	11
图表 12 竞争公司 2020 传染病检测业务营收 (万元) 及新冠业务占总营收比例	11
图表 13 传染病系列主要产品	12
图表 14 传染病检测系列产品营收 (万元)	14
图表 15 传染病检测系列产品毛利率	14
图表 16 2020 年新冠检测产品收入占比	15
图表 17 2020 年新冠检测产品毛利占比	15
图表 18 公司历年主营业务区域构成	15
图表 19 2015~2021 全球毒品类 POCT 产品市场规模 (亿美元)	17
图表 20 毒品检测系列主要产品	17
图表 21 毒品检测系列产品营收 (万元)	18
图表 22 毒品检测系列产品毛利率	18
图表 23 毒品检测系列产品	18
图表 24 公司生物核心原料技术平台情况	19
图表 25 公司实现技术体系有效覆盖	20
图表 26 公司知识产权情况 (2022H1, 项)	20
图表 27 公司认证情况 (2022H1, 项)	20
图表 28 公司研发费用 (万元) 及研发费用率情况	21
图表 29 公司研发项目一览 (2022H1)	21
图表 30 公司营销网络全球覆盖	24
图表 31 业绩拆分 (百万元)	24
图表 32 可比公司估值	25

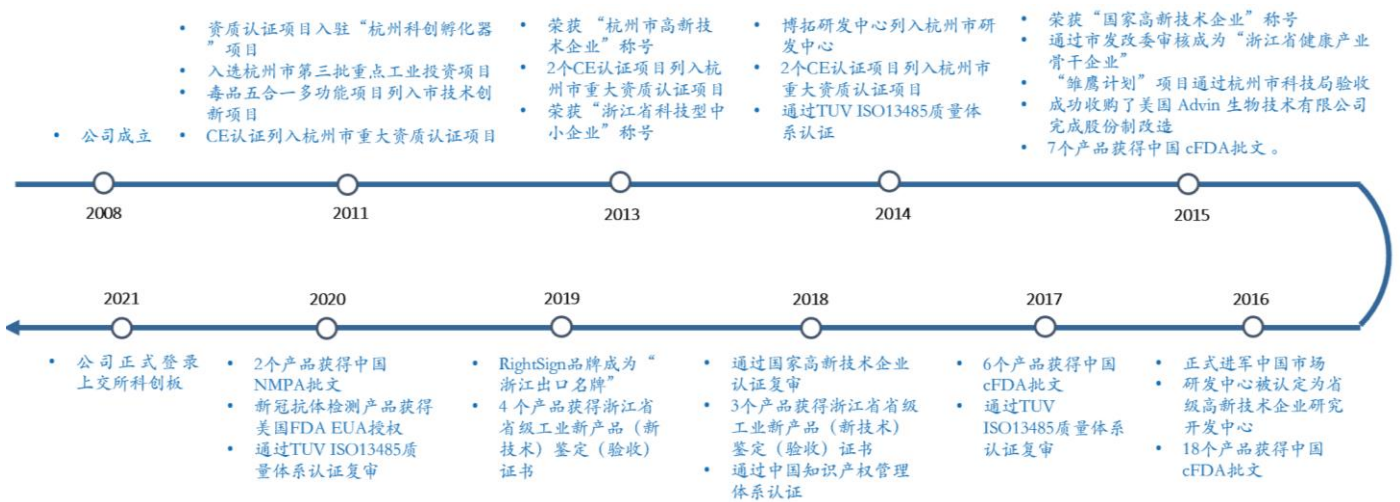
# 1 致力于为全球用户提供POCT服务的国际领军企业

博拓生物创立于2008年，自设立以来一直专注于POCT（即时检验）领域，是专业从事体外诊断试剂、原料和仪器的研发、制造、销售和服务的国家高新技术企业。公司是全球POCT诊断试剂品种较为齐全的生产厂商之一，现有产品覆盖了生殖健康检测、药物滥用（毒品）检测、传染病检测、肿瘤标志物检测、心肌标志物检测等五大检测领域，广泛应用于国内外各级医疗机构、司法检测系统、第三方检测机构、疾病预防控制中心、采血站、私人诊所等。公司业务覆盖全球一百多个国家和地区，服务30多亿人口。

## 公司发展历史分为三个阶段：

- (1) 2008-2014年，公司业务初创阶段和技术研发积累阶段：公司进行诊断试剂产品研发工作，并取得医疗器械生产企业许可证。公司搭建了快速免疫诊断产品技术平台，分批次地成功研制出了五大系列检测产品并实现产业化，同时开拓了欧盟，亚洲、非洲、拉美等国际市场。
- (2) 2015-2018年，初级发展阶段，积极拓展产品线和市场：公司搭建了生物核心原料技术平台，自动化生产工艺技术平台快速推进了国内市场产品注册报批，并获得26个三类证，5个二类证和1个一类备案证。与此同时，公司开始拓展中国国内市场，并向国际市场推出新产品。
- (3) 2019年至今，综合实力全面提升阶段：公司搭建基因重组蛋白表达技术，持续推出沙眼衣原体/淋球菌抗原联合检测试剂，新冠肺炎抗体检测试剂等产品。2020年至今，公司多个产品获得FDA和CE认证，6个产品获得国家三类医疗器械产品注册证书。

图表 1 博拓生物发展历程

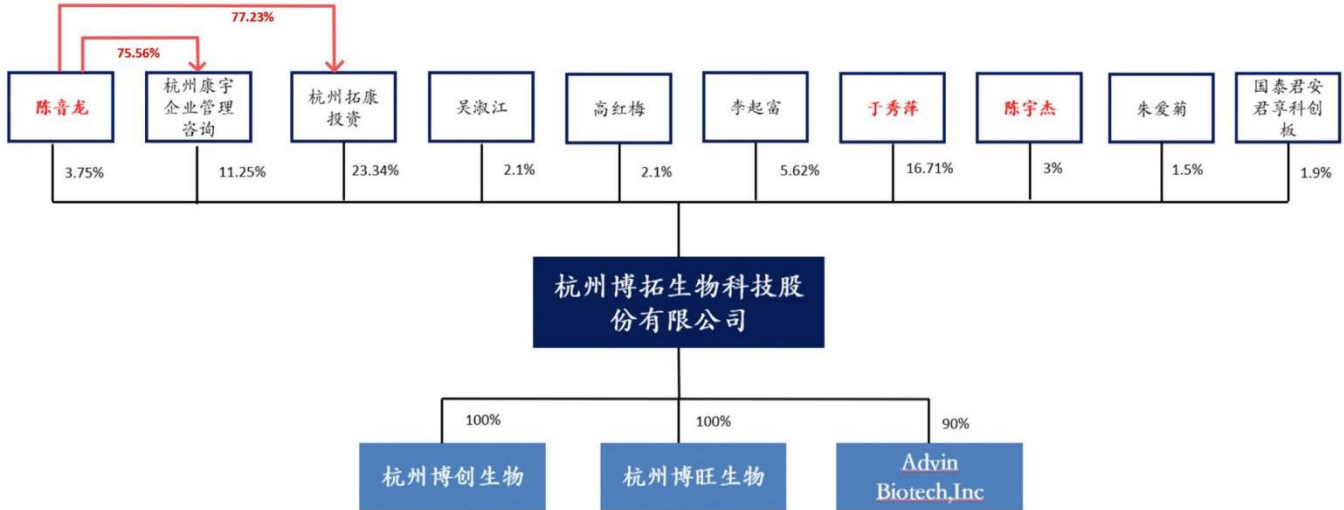


资料来源：公司官网，华安证券研究所

**股权集中。**杭州拓康投资有限公司为公司控股股东，直接占有公司23.34%股份。公司实际控制人为陈音龙、于秀萍夫妇及其子陈宇杰，三人为一致行动人。陈音龙直接持有公司3.75%的股份，通过拓康投资和杭州康宇间接持股，合计持有公司

30.28% 的股份。于秀萍直接持有公司 16.71% 的股份，陈宇杰直接持有公司 3% 的股份。杭州博创生物、美国子公司 Advin Biotech, Inc. 和杭州博旺生物为公司旗下的全资控股子公司。

图表 2 公司股权结构 (截至 2022 年 10 月)



资料来源：公司中报，iFind，华安证券研究所 注：标红为实际控制人

**公司管理团队从业经验丰富。**公司董事兼总经理吴淑江技术人员出身，曾任艾康生物（杭州）研发项目经理和生产技术总监，和艾博生物（杭州）运营副总经理，并获得杭州经济技术开发区突出贡献人才、中国优秀职业经理等荣誉。公司董事兼副总经理高红梅先后担任艾康生物（杭州）和艾博生物（杭州）的国际销售经理及国际销售总监，在国际销售领域拥有近二十年的深耕。

图表 3 公司高管团队

姓名	职位	从业背景
陈音龙	董事长、实际控制人	现任公司董事长，同时担任杭州余杭南湖塑料制品厂监事、杭州禹航物资有限公司执行董事兼经理、杭州康锐投资管理有限公司和杭州拓康投资有限公司执行董事兼总经理。
吴淑江	董事、总经理、核心技术人员	1999 年 7 月至 2005 年 12 月曾在艾康生物技术（杭州）有限公司先后担任研发项目经理、生产技术总监；2005 年 12 月至 2011 年 2 月在艾博生物医药（杭州）有限公司任运营副总经理，2011 年 2 月至 2015 年 9 月任博拓有限总经理，2015 年 9 月至今任博拓生物的董事、总经理。获得杭州经济技术开发区突出贡献人才（2009 年）、新世纪“131”优秀中青年人才培养计划第三层次人选（2006 年）、新世纪“131”优秀中青年人才培养计划第二层次人选（2011 年）、中国优秀职业经理（2011 年）等荣誉。
陈宇杰	董事、实际控制人	加州州立大学金融学专业毕业。2015 年 9 月至今任发行人董事，2019 年 3 月至今任 Advin Biotech, Inc. 财务负责人。
高红梅	董事、副总经理	2003 年 3 月至 2009 年 5 月曾在艾康生物技术（杭州）有限公司任国际销售经理；2009 年 5 月至 2010 年 4 月在艾博生物医药（杭州）有限公司任国际销售总监；2010 年 5 月至 2013 年 11 月英维利斯新创（杭州）健康咨询有限公司任国际销售总监；2013 年 11 月至 2015 年 9 月任博拓有限副总经理，2015 年 9 月至今任博拓生物的董事、副总经理。
杨军	副总经理	2007 年至 2009 年在艾康生物技术（杭州）有限公司任副总经理；2009 年至 2016 年在美艾利尔（上海）医疗器械有限公司任副总裁；2016 年加入博拓生物，2017 年 2 月起任发行人副总经理。
俞苗苗	财务负责人	2000 年 7 月至 2005 年 12 月在杭州余杭锦江木业有限公司任财务部会计助理；2006 年 1 月至 2012 年 9 月在杭州福锦人造板有限公司任财务部经理；2012 年 10 月至 2015 年 11 月在杭州余杭南湖塑料制品厂任财

		务部经理；2016年1月起加入博拓生物，2016年5月起任财务负责人。
宋振金	董事会秘书	2009年7月至2010年12月，在大华会计师事务所浙江（万邦分所）任高级审计员；2010年12月至2019年1月在天健会计师事务所（特殊普通合伙）任部门经理；2019年1月至2019年10月在宋都基业投资股份有限公司任集团财务副总监；2019年10月至2020年6月在宋都服务集团有限公司担任财务总监；2020年6月起加入博拓生物，担任董事会秘书。
叶春生	监事、核心技术人员	1998年8月至2002年6月在浙江新安化工集团股份有限公司任技术中心课题组长；2002年6月至2003年3月在拜耳作物科学（杭州）有限公司任EHSQ实验室负责人；2003年3月至2006年6月在艾康生物技术（杭州）有限公司任研发技术部项目负责人；2006年6月至2011年3月在艾博生物医药（杭州）有限公司任调试技术部技术改进主管；2011年3月至今任发行人研发技术部经理、总监、生产运营高级总监，2015年9月起任发行人监事。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

经过多年的技术研究与积累，公司已经形成了完备的以 POCT 为核心的产品体系，覆盖医学检验的多个领域。公司产品按检测用途分为生殖健康检测系列、药物滥用（毒品）检测系列、传染病检测系列、肿瘤标志物检测系列和心肌标志物检测系列等五大类。

图表 4 公司产品布局



药物滥用(毒品)检测



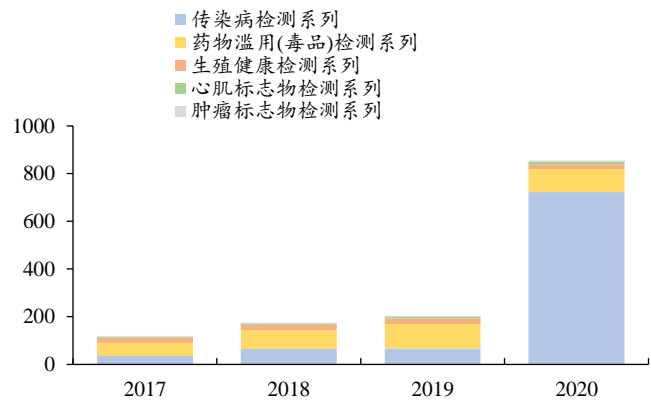
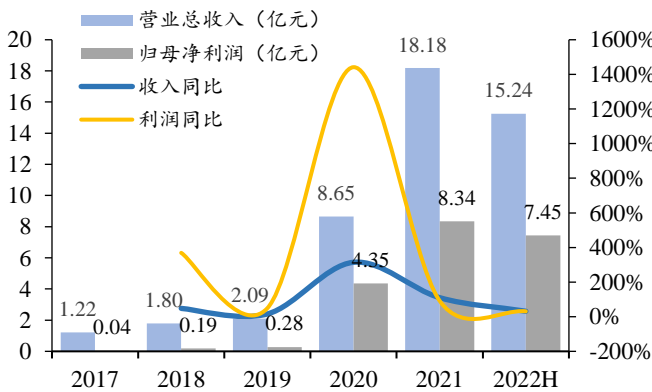
资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

**疫情下公司收入及利润实现大幅度增长。**2021年实现营业总收入18.18亿元，同比增长110.09%，归母净利润为8.34亿，同比增长91.57%。2022年上半年，公司保持增长势头，营业总收入为15.24亿，同比增长31.62%，归母净利润为7.45亿，同比增长30.99%。

2017年-2019年，公司药物滥用(毒品)检测系列产品占销售收入比例最高，占比在43%-49%左右，其次为传染病检测系列和生殖健康检测系列产品。由于新冠疫情的爆发，2020年公司传染病检测系列产品收入激增，从2019年的66.74百万元增加到723.09百万元，同比增长983.42%，占当年营业收入的83.56%。

图表5 公司营业总收入及归母净利润(亿元)

图表6 公司收入构成—按产品种类分(百万元)



资料来源：公司年报，iFind，华安证券研究所

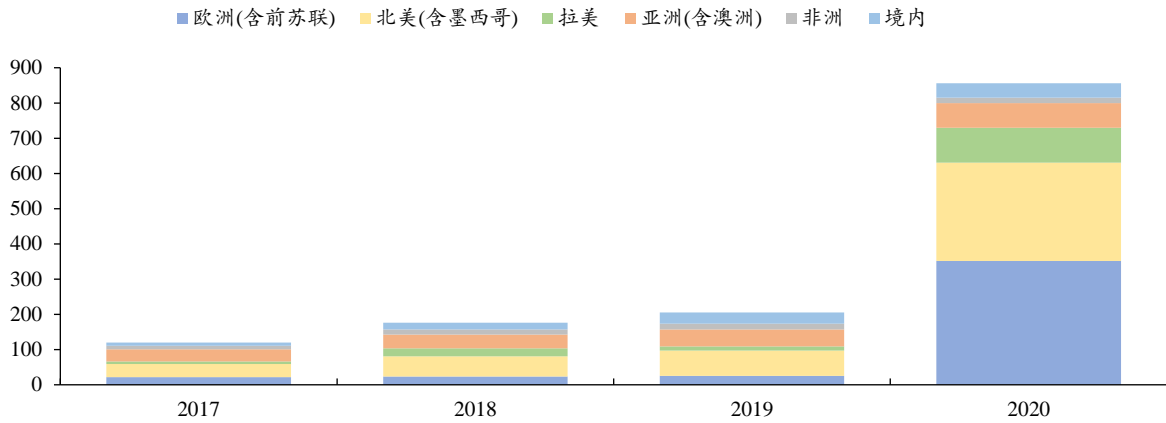
资料来源：公司年报，iFind，华安证券研究所

从销售地区来看，公司以境外销售为主。2021年境外客户收入占比97.35%，主要分布在欧洲、北美洲、亚洲，境内收入占比较小。境外主要分布在欧洲、北美洲、亚洲。2017年-2019年，北美是公司最大的海外市场，销售收入占境外收入30%-40%左右。2020年-2021年，欧洲销售收入占比超过北美，成为公司销售收入最高的海



外市场。2021年，欧洲销售收入占总收入的76.91%，北美洲销售收入占总收入的11.39%，亚洲销售收入占总收入的5.73%。

图表7 公司收入构成—按地区分 (百万元)

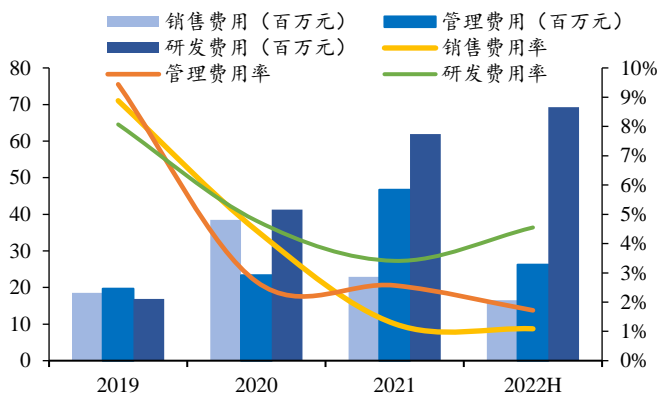


资料来源：公司年报，iFind，华安证券研究所

随着公司业务规模的逐渐扩大，公司销售费用率和管理费用率呈现下降态势，在2021年分别达到1.09%和1.72%。公司研发费用率虽有波动，但因公司营业收入的增加，整体也成下降趋势。2019年，随着一系列研发项目的论证结束并开始实施，公司的研发费用大幅上升；2020年研发费用占营业收入的比例有所下降，系2020年营业收入增长较快所致。2021年，公司研发费用率为3.41%。

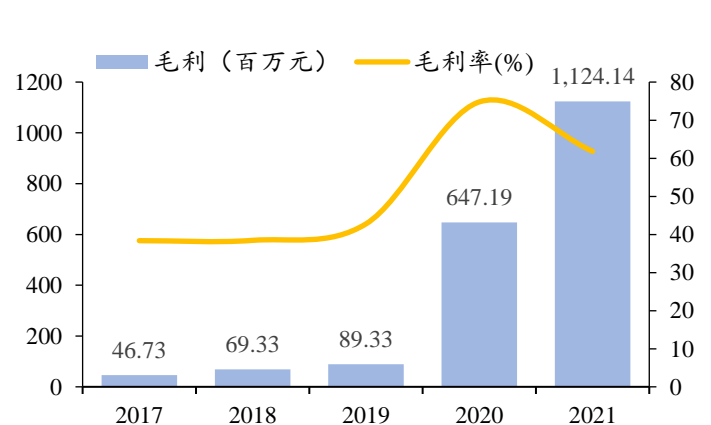
2017年-2019年，公司毛利平稳增长，毛利率稳定在40%左右。2020年1-6月，受新冠疫情影响，公司新冠检测试剂销量较大，且该产品毛利率较高，促使公司毛利率提升至74.79%。扣除新冠检测产品后，2020年全年公司主营业务毛利率为46.04%，仍有所增长。2021年虽有所回落，但仍维持了61.83%的高毛利率。

图表8 公司费用率情况 (百万元)



资料来源：公司年报，iFind，华安证券研究所

图表9 公司毛利及毛利率情况 (百万元)



资料来源：公司年报，iFind，华安证券研究所

## 2 传染病业务获得多项国际认证，业绩迅速拉升

## 2.1 行业介绍：国外集中国内分散，定位发展中国家市场

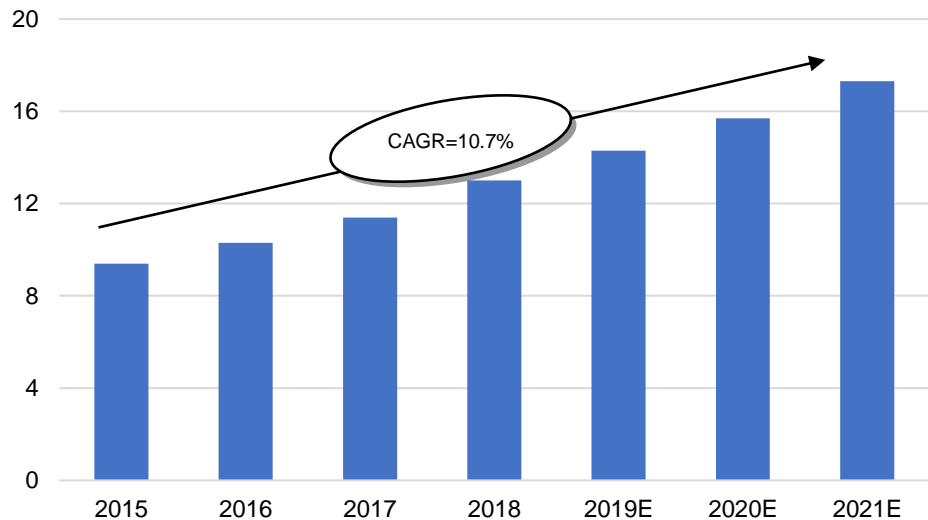
每年由于季节性等因素，流感等传染病每年在全球不同范围内会有不同程度的爆发，同时随着国际人口频繁流动一些新发传染病仍对世界各国带来严重威胁，传染病检测类 POCT 产品的需求持续增长。

### 定位发展中国家市场，快检辅助诊断，减轻医疗负担

传染病 POCT 市场最主要的驱动因素是全球不断提高的传染病发病率。传染病 POCT 即时检测产品可以显著地提高传染病的监测能力，尤其在亚洲、非洲及拉美等欠发达地区，传染病发病率高、发病人口基数大，医疗基础设施不完善，传染病 POCT 即时检测产品能协助医生及时、准确地对患者进行诊断及治疗，减轻医生诊疗负担，提升当地的医疗水平。

随着季节交替，北半球进入秋冬，预计传染病 POCT 需求将再次提高。据 TriMark 数据显示，全球传染病检测类 POCT 产品市场规模从 2015 年的 9.35 亿美元增长到 2019 年的 14.3 亿美元，预计 2021 年全球传染病检测类 POCT 产品市场规模可达 17.3 亿美元。

图表 10 2015~2021 全球传染病类 POCT 产品市场规模 (亿美元)



资料来源：TriMark, Wind, 华安证券研究所

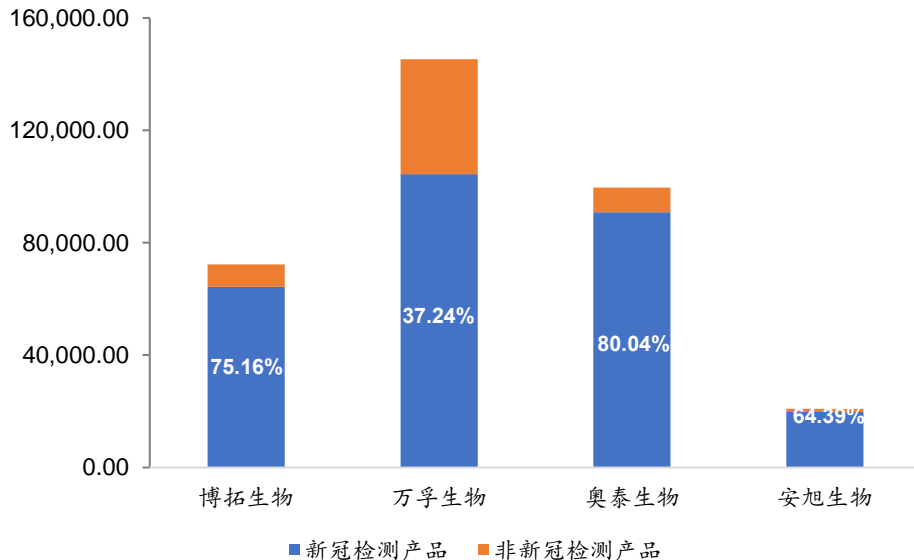
在体外诊断行业，主要市场都集中在 IVD 头部公司，以罗氏(Roche)、丹纳赫(Danaher)、雅培(Abbott)、西门子(Siemens)、赛默飞(Thermo Fisher)为代表的行业第一梯队占有 50%以上的市场份额，根据 Evaluate Med Tech 统计，2018 年全球体外诊断市场销售规模前十位的公司共实现销售 445.03 亿美元，占据全球约 81.6%。未来随着研发水平和工艺水平的提升，在一些中高端领域完成进口替代后，国产产品市场份额会逐步提升。其中在 POCT 胶体金技术领域国内企业竞争力相对较强，尚能与外资一搏抢占市场。

图表 11 公司业务直接竞争公司概况

公司名称	成立时间	公司概况	2021 营收 (万元)	同比去年 增减
博拓生物 (688767)	2008	从事 IVD 行业 POCT 诊断试剂、检测仪器的研发生产与销售，产品涵盖传染病、毒品检测、肿瘤疾病、心血管疾病及动物检测等	1,818,07.59	110.09%
万孚生物 (300482)	1992	从事 IVD 行业 POCT 诊断试剂、检测仪器的研发生产与销售，产品涵盖传染病、妇女健康检测、心血管疾病、毒品检测、肿瘤疾病和代谢疾病等	3,361,04.32	19.57%
东方生物 (688298)	2005	从事 IVD 诊断产品的研发生产与销售，产品涵盖传染病、优生优育检测、毒品检测、肿瘤标志物和心血管疾病等	10,169,16.77	211.43%
奥泰生物 (688606)	2009	从事 IVD 诊断产品的研发生产与销售，产品涵盖传染病、优生优育检测、毒品检测、肿瘤标志物和心血管疾病等	1,873,42.77	64.98%
安旭生物 (688075)	2008	从事 IVD 行业 POCT 诊断试剂、检测仪器的研发生产与销售，产品涵盖传染病、妇女健康检测、心血管疾病、慢性病检测、毒品检测、肿瘤疾病及生化、过敏原检测等	1,589,27.91	32.47%

资料来源：招股说明书，公司年报，华安证券研究所

图表 12 竞争公司 2020 传染病检测业务营收 (万元) 及新冠业务占总营收比例



资料来源：招股说明书，公司年报，华安证券研究所

**POCT 产品方法迭代迅速，监管严格，打造丰富产品线以应对市场竞争**

体外诊断行业集成了分子生物学、生物化学、免疫学、病理学、信息学等多学科技术领域的复合型技术，是技术创新推动型行业，随着基础学科的知识更新，企

业需要通过研究开发和工艺改进来实现技术成果转化,随着新技术、新方法不断引入,POCT 行业技术门槛进一步提高。由于 POCT 产品直接应用到消费端,大部分国家对体外诊断产品设置了较高的市场准入门槛,对生产经营实行许可证制度,对产品应用实行严格的注册监督管理。监管趋严,准入门槛提高,一些资质较差、经营效益低的企业将被逐渐淘汰,行业集中度进一步提高。这将促进行业更加健康有序发展,资源得到更加有效配置,龙头企业能够获得更多市场份额。

要通过严格的质量管理体系考核,企业未来只有不断加大对研发投入,不断技术创新才能应对激烈的市场竞争。

## 2.2 公司业务: 渠道开拓顺利, 有效覆盖海外市场

### 传染疾病检测产品种类多, 多项产品获得国际认证, 有效覆盖市场

公司一直注重新产品的设计和研发,以满足客户的个性化需求。经过多年积累,公司已建立了丰富的产品线,目前,传染病检测覆盖疾病广泛,并推出梅毒螺旋体抗体/HIV 抗体/乙型肝炎病毒表面抗原/丙型肝炎病毒抗体联合检测试剂等多疾病联检产品,极大提高产品力,基本满足重大流行病及传染性疾病预防需求,形成了对体外快速诊断市场较为全面的覆盖。在欧洲市场,欧盟 CE 证书 5 项涵盖 15 个产品(公司 3 大类传染病产品属于欧盟 CE 认证 list A 目录),CE 自我声明类产品 117 项。

图表 13 传染病系列主要产品

传染病检测 系列产品 (28)	新型冠状病毒 (COVID-19)IgG/IgM 抗体检测试剂	
	新型冠状病毒 (COVID-19)中和抗体检测试剂	
	新型冠状病毒 (COVID-19)抗原检测试剂	
	新型冠状病毒 (COVID-19)抗原检测试剂 (自测)	
	呼吸道联合检测试剂	
	腺病毒检测试剂	
	甲型、乙型流感病毒检测试剂	
	结核分枝杆菌抗体检测试剂	
	伤寒抗体检测试剂	
	甲型肝炎抗体检测试剂	
	乙型肝炎病毒表面抗原、表面抗体、e 抗原、e 抗体、核心抗体检测试剂	
	乙型肝炎病毒表面抗原检测试剂	
	丙型肝炎病毒抗体检测试剂	
	戊型肝炎 IgM 检测试剂	

梅毒螺旋体抗体检测试剂



梅毒螺旋体抗体/HIV 抗体联合检测试剂

HIV1/2 抗体检测试剂



登革病毒 IgG/IgM 抗体检测试剂

轮状病毒/腺病毒二合一检测试剂



艰难梭菌检测试剂

疟疾检测试剂

寨卡病毒抗体检测试剂

基孔肯雅检测试剂

登革热抗原/抗体, 寨卡病毒抗体,  
基孔肯雅病毒抗体联合检测试剂

幽门螺旋杆菌抗体/抗原检测试剂



A 族溶血性链球菌检测试剂

A 群轮状病毒、肠道腺病毒抗原检测试剂

资料来源: 招股说明书, 公司官网, 华安证券研究所

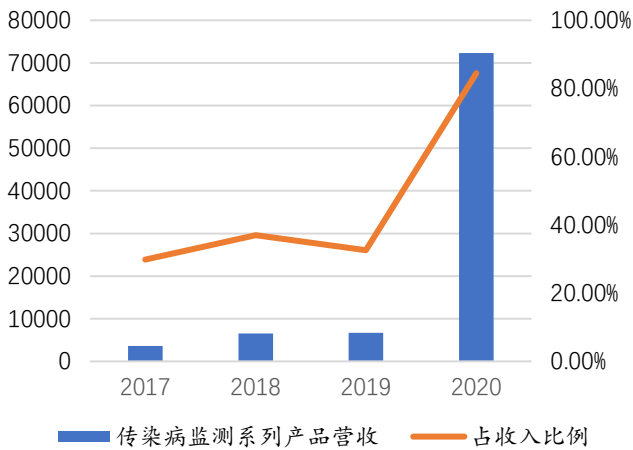
## 2.3 收入情况: 新冠产品销售大增, 非新冠产品稳定增长

### 高毛利率新冠检测产品带动传染病检测业务整体营收及毛利率增长

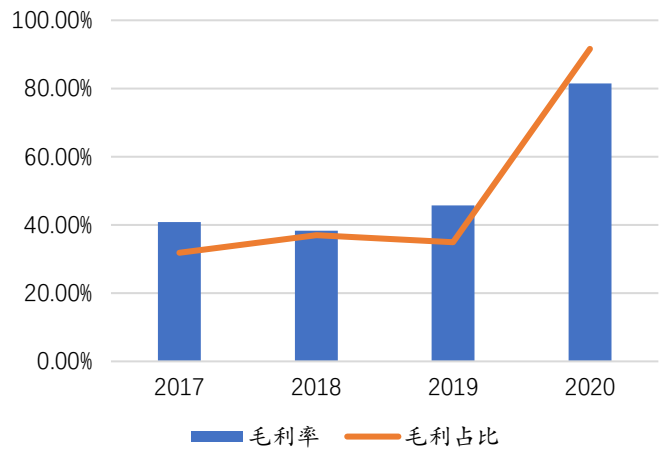
2017 至 2020 上半年, 公司主营业务毛利分别是 4,600.22 万元、6,753.23 万元、8,742.6 万元和 40,169.49 万元, 保持较好的增长趋势, 并与收入的增长趋势相一致。主营业务毛利占比均超 97%, 其他业务毛利均低于 3%, 其中, 主营业务毛利率分别为 38.32%、38.34%、42.65%和 82.39%。公司的主营业务突出, 具有良好的盈利能力与持续发展能力。

主要盈利业务来源传染病检测、毒品检测两大产品系列。2017~2020, 传染病检测业务营收分别为 3,582.45 万元、6,513.40 万元、6,674.18 万元和 72,309.49 万元, 同比去年分别增长 81.81%、2.47%和 2166.84%。2020 年公司营收及毛利率的大幅增长源于高毛利率新冠检测产品销售大增。除新冠检测产品, 公司在通过改进工艺及配方, 降低了单位成本消耗, 乙肝、丙肝、幽门螺旋杆菌等其他传染病产品毛利率也有所提升。

图表 14 传染病检测系列产品营收 (万元)



图表 15 传染病检测系列产品毛利率



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

### 2.3.1 敏锐抓住新冠机会, 国外接触防疫带来非新冠业务恢复

#### 新冠检测快速推出优秀产品, 有效抓住新冠机会

新冠检测产品方面, 利用本身在胶体金领域的技术优势, 快速研发全面布局新冠抗体检测、针对愈后的中和抗体检测、抗原检测及抗原自测产品, 敏锐抓住新冠机会从而在传染病板块带来大幅增长。公司的新冠试剂产品凭借优秀的产品性能、良好的技术支持和高效的客户服务赢得境外客户的认可, 获得较高的市场美誉度, 加深了与公司主要客户的客户粘性。

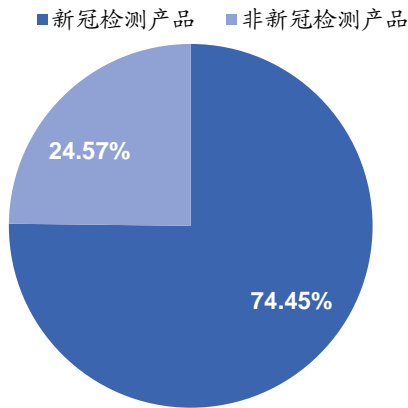
2020年新冠检测产品营收6.4亿元, 占整体营收74.45%, 以84.76%的高毛利率拉高公司综合毛利率。

#### 非新冠传染病检测产品积极进入政府医疗机构采购目录

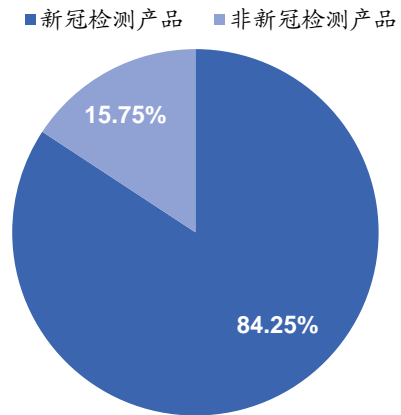
非新冠传染病检测产品方面, 则是进一步拓宽销售渠道, 目前公司销售网络已经基本覆盖了全国绝大多数地区, 已经在江苏、四川、山西、河北、重庆、浙江、湖北、甘肃、安徽、海南等多个开展阳光采购或拥有省级集中采购平台的省份中标, 产品获准进入平台所在区域各级医疗单位的采购目录; 在无省级平台的地方, 公司也积极参与地方性区域采购招标。公司的大便隐血、幽门螺旋杆菌、乙肝检测产品已广泛运用于多省市的高危人群筛查与评估项目。

公司非新冠检测产品营收2.1亿元, 占整体营收24.57%, 毛利率55.11%。

图表 16 2020 年新冠检测产品收入占比



图表 17 2020 年新冠检测产品毛利占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

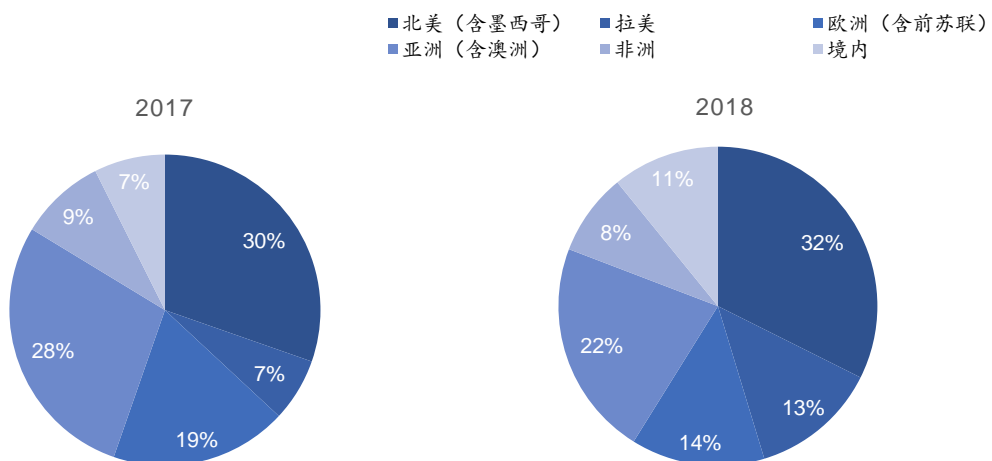
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

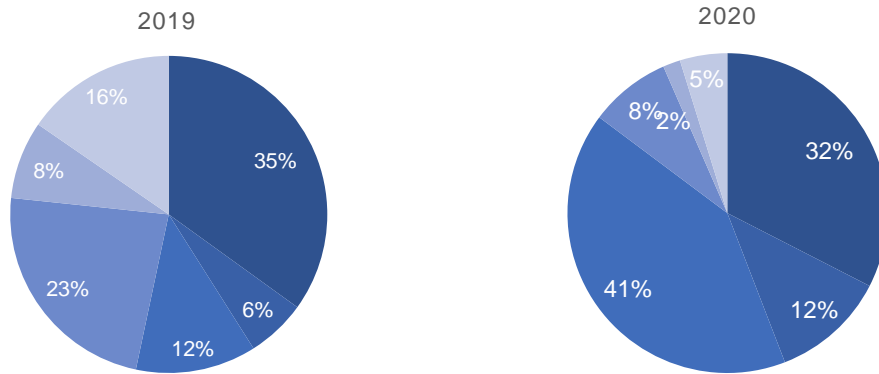
### 2.3.2 欧盟认证获得准入，切入拉美非洲市场

#### 大力加强国内外市场准入，切入拉美非洲新市场

北美及欧盟地区为公司主要市场区域，由于在欧盟区域获得多项准入，有效带动了该地区的业务增长，欧洲地区营收在 2020 年达到 3.52 亿元，占总营收的 41.09%，反超北美的 2.78 亿元（占比 32%），成为公司最大营收来源地区。另外亮眼的还有拉美地区的销售情况，2020 较 2019 年达到 697.48% 的飞速增长，成为仅次于欧洲及北美地区的第三大销售来源地区。公司继续大力推动医疗器械产品备案/注册进程，2021 年国内国际市场新增认证 22 项，其中新增国际认证 20 项，18 项为欧盟 CE A list 认证，新增国内认证 2 项。截至 2021 年末，累计已取得认证 201 项，其中累计国际认证 165 项，累计国内认证 36 项。

图表 18 公司历年主营业务区域构成





资料来源：招股说明书，华安证券研究所

### 3 毒品检测业务稳定发展，开拓新产品新渠道

#### 3.1 美国东南亚为主要市场，旅行恢复带动业绩

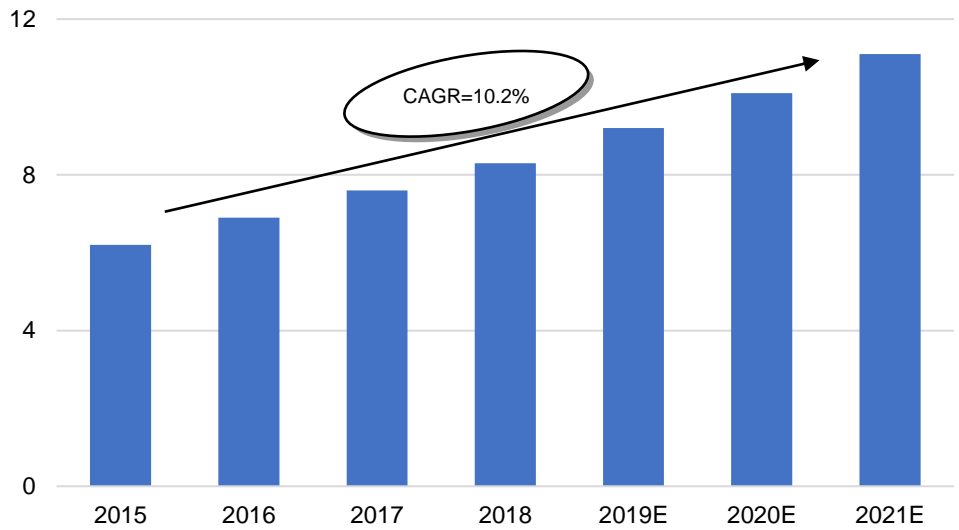
主要需求来自美国及东南亚地区，随着海外新冠消退人口流动恢复，海关入境检测将进一步提高

药物滥用即时检测产品主要用于即时检测使用者是否有吸食毒品，如大麻、可卡因，海洛因等，近些年毒品市场正日趋复杂，药物的非医疗使用也快速增多。毒品检测主要由海关及公检等执法机构应用于流动人口及食品与环境中的毒情监测。根据世界卫生组织发布的《World Drug Report 2020》统计显示过去一年存在使用毒品情况的人数持续增长，2018年，全球估计有2.69亿人上一年至少吸毒一次，这相当于全球成年人口的5.4%。其中，美国是世界最大的毒品消费国，全世界生产的毒品60%以上输往美国。

随着各国间对毒品采取严格的管制措施，即时检测产品市场具有极大的市场潜力和广阔的发展前景。2018年，全球毒品及药物滥用POCT市场规模已达到8.3亿美元，2018-2021年预测期内将保持10.2%的复合增长率，预计2021年市场规模将达到11.07亿美元。由于新冠疫情影响，各国间旅客出行数量大幅减少，加之对毒情监测执法活动开展了造成一定影响，但随着海外人口流动逐渐恢复正常，毒品检测业务将继续增长。



图表 19 2015~2021 全球毒品类 POCT 产品市场规模 (亿美元)



资料来源: TriMark, Wind, 华安证券研究所

### 3.2 公司毒品检测产品覆盖全, 性能优异

毒品检测系列覆盖全, 高灵敏度高特异性降低漏检、错检率

公司是美国药物滥用(毒品)诊断市场产检测药物品种较为齐全的中国厂商之一。公司毒品检测产品在主要市场美国已获得 3 项 FDA 510(k)证书, 涵盖 21 个检测品种, 极大的丰富了公司药物滥用(毒品)检测产品线; 在国内市场, 公司已经有 33 个产品获得了 NMPA 的国内注册证书(其中 III 类产品有 27 个)。公司的药物滥用(毒品)检测系列产品采用优异的免疫配对, 通过独特的金标标记方法与配方研制而成, 具备阈值附近梯度好、假阳性率低、漏检率低等特点。

图表 20 毒品检测系列主要产品

序号	产品名称	检测样本	形式	规格
1	吗啡检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
2	甲基安非他明检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
3	氯胺酮检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
4	单乙酰吗啡检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
5	二亚甲基双氧安非他明检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
6	四氢大麻酚检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
7	可卡因检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
8	甲卡西酮检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
9	苯二氮卓检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
10	芬太尼检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型	40人份/盒
11	多项毒品联合检测试剂	尿液/唾液/毛发	板型 插板型 尿杯	25人份/盒
12	吗啡、甲基安非他明联合检测试剂	尿液/唾液	板型 插板型	25人份/盒
13	吗啡、甲基安非他明、氯胺酮联合检测试剂	尿液/唾液	板型 插板型	25人份/盒
14	丁丙诺啡检测试剂	尿液/唾液	板型	40人份/盒
15	安非他明检测试剂	尿液/唾液	板型	40人份/盒
16	曲马多检测试剂	尿液/唾液	板型	40人份/盒
17	美沙酮检测试剂	尿液/唾液	板型	40人份/盒
18	巴比妥类检测试剂	尿液/唾液	板型	40人份/盒
19	可替宁检测试剂	尿液/唾液	板型	40人份/盒
20	羟考酮检测试剂	尿液/唾液	板型	40人份/盒
21	苯环己哌啶检测试剂	尿液/唾液	板型	40人份/盒
22	亚甲基二氧吡咯戊酮检测试剂	尿液/唾液	板型	40人份/盒
23	咖啡因检测试剂	尿液	板型	40人份/盒
24	三环类抗抑郁药检测试剂	尿液	板型	40人份/盒
25	合成大麻检测试剂	尿液	板型	40人份/盒
26	酒精检测试剂	尿液	条型	40人份/盒
27	尿掺假检测试剂	尿液	条型	25人份/筒

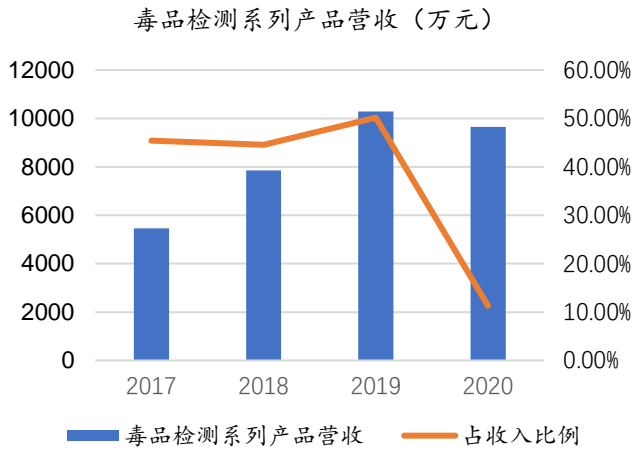
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

### 3.3 毒品检测整体营收高速增长, 毛利率保持稳定

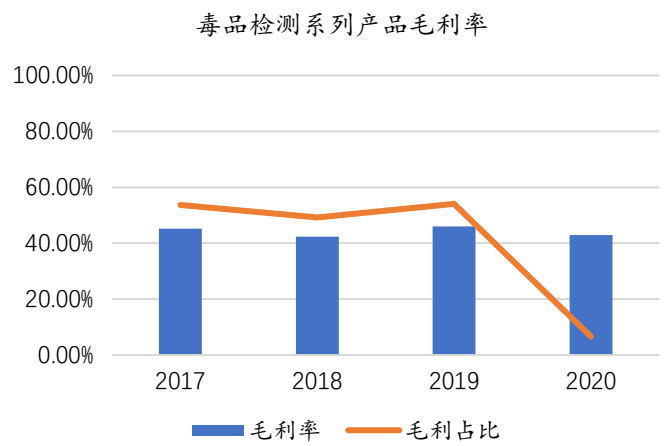
2017~2020 毒品检测产品收入分别为 5,454.96 万元, 7,850.65 万元, 10,282.90

万元和9,654.63万元,在2017~2019年高增速稳定增长,由于2020新冠疫情影响,全年毒品检测业务与去年相比有所下滑。2017~2020其毛利率分别为45.23%、42.34%、45.98%和43.97%,毛利率整体表现较为平稳,其波动主要是由于美国市场销售占比的变化。随着海外人口流动逐渐恢复正常,料2022年毒品检测业务将继续增长。

图表 21 毒品检测系列产品营收 (万元)



图表 22 毒品检测系列产品毛利率



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

### 3.4 业务发展: 新产品应用+新市场开拓

#### 扩充检测种类, 拓宽使用场景, 仪器+试剂销售提供解决方案

公司不断进行多种新型毒品快速检测试剂开发, 推出大麻检测试剂等新产品, 继续扩充毒品种类的覆盖范围, 并逐渐由单项指标向多指标联检产品方向研发, 继续提高产品力。并推出自研样本前处理及检测仪器设备, 配合检测试剂为客户提供整体解决方案。相继研发出以毛发为样本的新检测相关试剂及设备, 在原有尿液检测的基础上, 进一步提高了毒品 POCT 检测的便利程度, 拓宽了使用场景, 助力更高效的毒情监测。

图表 23 毒品检测系列产品



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

#### 加强营销网络建设, 进一步拓宽销售渠道

对于药物滥用(毒品)检测产品这样的特殊产品, 通过招投标方式获得客户, 向最终用户进行销售, 此类客户通常为军队、警察、司法系统或 OTC 系统采购, 另一方面, 公司直接向第三方检测机构销售自有品牌产品。目前, 公司的毒品检测产品顺利进入多省市级公检法部门使用, 拥有一定的品牌知名度。海外方面, 公司一直持续优化海外市场布局, 加大对欧美和亚洲等国家和地区的销售力度, 新增俄罗斯、澳洲、瑞士、墨西哥等国市场, 进一步拓宽销售渠道。

## 4.公司战略规划清晰，布局上游+品类拓展+营销 扩展开启公司发展新征程

### 4.1 布局上游：上游原料自主可控一体化，完成 POCT 技术体系全程覆盖

子公司杭州博创生物科技有限公司（博创生物）主要负责核心生物原料的生产和技术研发。博创生物成立于 2013 年，作为公司生物核心原料平台，主要生产抗原/抗体生物原料，用于传染病、毒品、生殖健康等系列诊断试剂的开发和生产。在单克隆抗体、基因重组蛋白表达、抗原偶联技术上自主研发，保障特异性抗原、抗体等关键性原料自制，代表产品达到 30 余项。

**图表 24 公司生物核心原料技术平台情况**

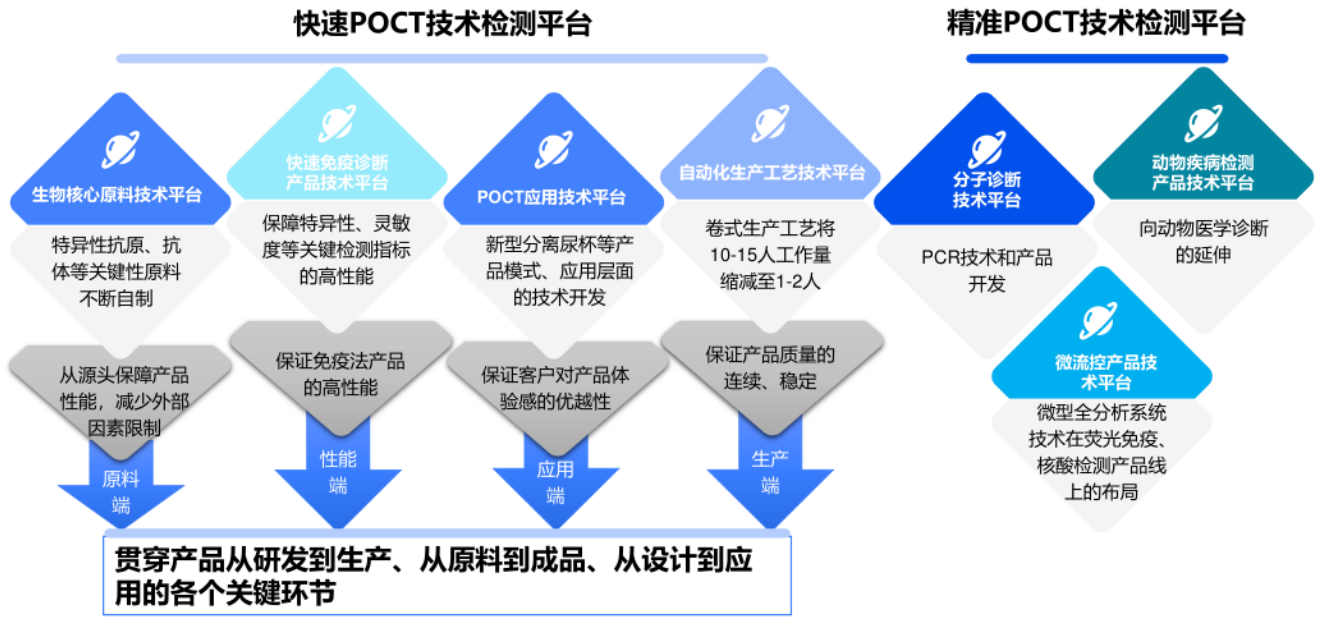
技术平台	主要技术应用	核心技术名称	技术来源
生物核心原料技术平台	从原料端保障产品性能，减少外部因素限制，保障特异性抗原、抗体等关键性原料自制	单克隆抗体技术	自主研发
		基因重组蛋白表达技术	
		抗原偶联技术	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司于 2020 年下半年开发成功新冠抗原检测产品并实现大规模对外销售，公司产品性能得到客户普遍认可并通过英国牛津大学的检测。同时，公司成功开发了新冠抗原检测产品的核心抗体原料，并在 2021 年开始实现在产品中应用，在保证产品性能的同时，有效降低了新冠抗原检测产品生产成本。经过公司评估，自制原材料相较于外购原材料在灵敏度、特异性以及稳定性能方面保持一致，部分原材料性能优于外购原材料。

目前博创生物虽处于亏损状态（2022H1 净利润为-425 万元），但公司前瞻性布局上游原料，以此保障生物原料稳定供应和产品的质量，从而降低生产成本同时能够提升产品质量，实现部分原料替代进口。公司完成 POCT 技术体系有效覆盖，贯穿产品从研发到生产、从原料到成品、从设计到应用的各个关键环节。

图表 25 公司实现技术体系有效覆盖

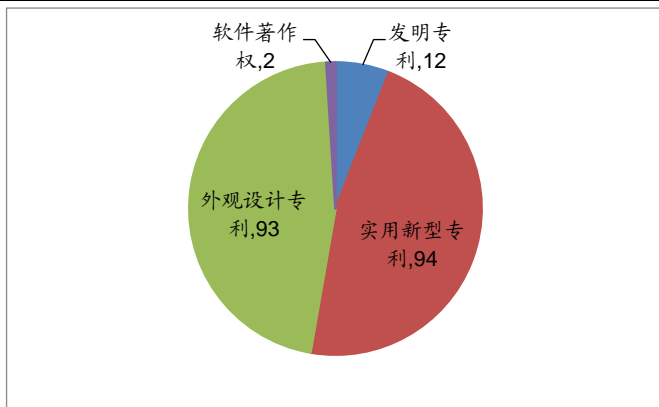


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

#### 4.2 品类拓展: POCT 品种丰富, 不断补充各子领域

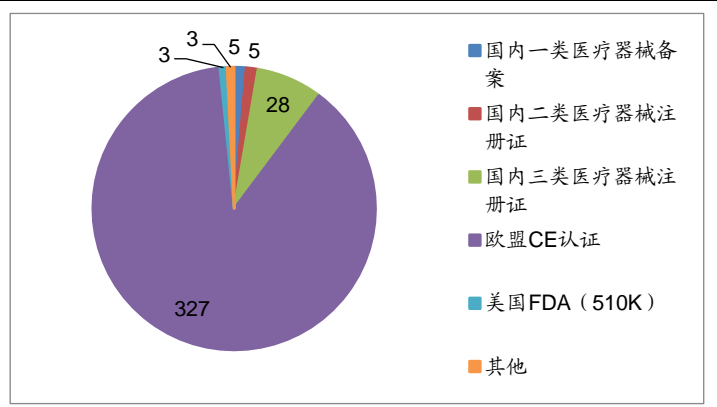
公司不断补充新精神活性类物质系列、呼吸道系列、传染病系列、宠物疾病等系列的定量、半定量检测产品; 积极拓展分子诊断平台产品。截至 2022 年 6 月 30 日, 累计获得知识产权合计 201 项, 境内 162 项, 境外 39 项, 其中发明专利 12 项。认证方面累计已取得认证 371 项, 其中累计国际认证 333 项(CE327 项, FDA3 项), 累计国内认证 38 项。

图表 26 公司知识产权情况 (2022H1, 项)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

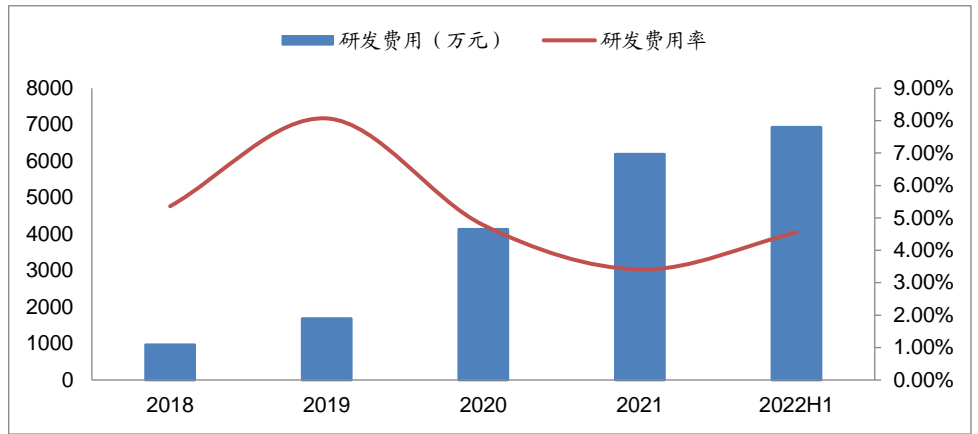
图表 27 公司认证情况 (2022H1, 项)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

随着收入的提升, 公司研发投入同步提升。2021 年公司研发费用为 6,192.45 万元, 研发费用率为 3.41%。2022 上半年研发费用投入已经超过 2021 年全年达到 6,930.95 万元, 研发费用率为 4.55%。

图表 28 公司研发费用 (万元) 及研发费用率情况



资料来源: iFind, 华安证券研究所

公司研发反应迅速, 公司是最早获 EUA 认证的新冠检测产品企业之一, 在一周时间完成新冠病毒抗体检测试剂开发设计, 一个月完成 CE 注册。目前研发项目达到 20 项, 包含多项传染病检测、多种新型毒品快速检测、上游原料、心肌标记、肿瘤标记、动物检测等多项产品, 项目进展稳健推进中。目前公司在研项目和在研产品众多, 通过扩大这些新产品、新市场和增加的新客户会成为公司未来非新冠类产品营收增长的驱动力。

公司在已有的五大系列产品种类及技术进行升级。技术上如荧光免疫法产品目前我们已经拿到了二十多张证书, 未来会有更多的荧光免疫法产品推向市场; 种类上分子诊断产品和动物疾病检测平台的产品陆续取得证书中。

图表 29 公司研发项目一览 (2022H1)

序号	项目名称	预计总投资规模 (万元)	本期投入金额 (万元)	累计投入金额 (万元)	进展或阶段性成果
1	动物疾病病原体核酸检测试剂开发	800.00	197.07	197.07	部分项目已完成设计, 其他多个项目研发进行中
2	多种新型毒品快速检测试剂开发	1,300.00	156.55	390.65	已完成此项目中 1 种新型毒品检测产品开发, 1 个新型毒品检测产品完成可行性研究
3	慢性疾病检测系列试剂开发	2,000.00	834.16	1,079.48	已完成此项目中 1 种慢性疾病检测产品开发, 其他项目正在开发当中。
4	炎症系列检测试剂开发	2,000.00	208.34	560.88	3 个炎症项目已完成开发。
5	心肌标志物检测系列项目开发	1,200.00	136.52	374.21	1 个心肌标志物荧光检测项目实验室建模完成; 其他心肌标志物项目研发中
6	肿瘤标志物检测系列试剂开发	1,800.00	1,005.05	1,277.35	已完成此项目中 2 种肿瘤标志物检测产品开发, 其他项目正在开发当中。
7	动物疾病检测系列开发	1,200.00	98.79	395.82	5 个宠物疾病的检测试剂已开发完成; 4 款新的动物检测试剂正在研发、验证、临床中。
8	多项传染病检测系列试剂开发	5,000.00	768.61	1,155.26	已完成此项目中 3 多项传染病检测产品开发, 其他项目正在开发当中。
9	多项毒品检测试剂改进项目	1,600.00	138.50	537.27	已完成此项目中 1 种毒品检测产品改进, 1 个毒品检测产品正在筛选原材料

10	分子诊断系列试剂开发	2,200.00	172.09	365.78	部分项目已完成设计, 其他多个项目研发进行中
11	新冠中和抗体检测试剂(化学发光法)	1,300.00	1,103.30	1,113.71	项目开发中, 部分项目转产验证中
12	快速 PCR 检测项目开发	1,200.00	279.39	423.73	已完成新冠核酸检测试剂 LAMP 法的 CE 备案
13	优生优育项目荧光定量检测试剂	1,500.00	195.40	641.78	2 个产品完成转产验证, 其他产品正在项目研发、验证、临床中
14	多种药物滥用毛发检测试剂项目	1,300.00	137.03	1,032.42	已完成此项目中 9 个毛发产品开发, 5 个产品完成了生产转移
15	多重 PCR 检测项目开发	1,000.00	135.67	359.86	已完成 5 个产品的 CE 备案
16	多种偶联抗原开发项目	400.00	92.18	92.18	小样开发阶段
17	多种单克隆抗体研发	1,000.00	306.22	306.22	动物免疫阶段
18	重组梅毒螺旋体抗原	1,500.00	323.14	619.50	完成前期的可行性研究
19	新冠产品项目	238.00	115.70	115.70	根据要求收集样本展开临床实验
20	药物滥用检测产品临床研究项目	1,220.00	527.23	527.23	已完成 15 个药物滥用产品的临床实验, 其他产品临床实验正在进行中
合计		<b>29,758.00</b>	<b>6,930.95</b>	<b>11,566.08</b>	-

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 4.3 营销扩展: 模式绑定+全球布局, 打开新市场

#### 4.3.1 ODM+OBM 模式深度绑定海外客户

在国际销售方面, 公司建立亚洲、中东、欧洲、非洲、北美洲、拉丁美洲、俄罗斯等业务板块, 并实行销售经理负责制度, 负责市场开拓, 客户开发和售后服务。在海外销售模式下, 公司主要采取 ODM 和 OBM 相结合的销售模式。

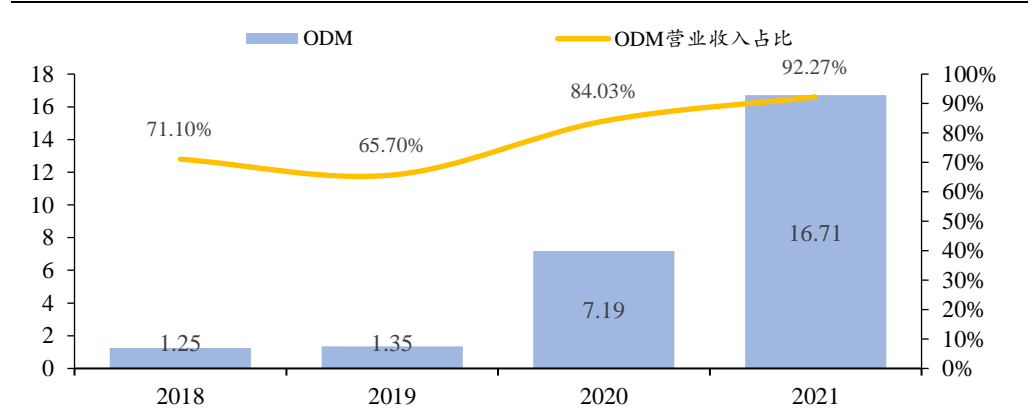
- 在 ODM 销售模式下, 公司自主完成产品的设计和研发, 同时基于现有的产品, 根据客户的要求对产品外观设计、包装进行一定的调整, 以满足客户多样化的需求。公司与客户签署合作框架协议, 客户按需下单, 约定产品类别、规格、型号、采购数量、交货时间等信息, 公司根据客户的订单进行生产, 交付后客户以其品牌在市场上进行销售。通过 ODM 模式快速打开市场, 降低销售成本, 公司作为生产厂商和客户在产品证书上存在深度绑定关系, 因此公司的合作长期且稳定。
- 在 OBM 销售模式下, 公司自主完成产品全部的设计、研发和生产工作, 并以自有品牌销售给客户。目前公司拥有 RightSign, Ms.Tell me, ADVIN, BT, iTest, Ovios, Oright 等多个自主品牌, 覆盖全系列产品, 销往多个国家。通过新冠所带来的品牌优势、公司自有营销渠道的拓展以及客户更加密切的合作关系, 公司将持续推出自有品牌的常规产品。

ODM 和 OBM 销售模式除采用品牌不同以外, 无其他差异。海外销售模式下公

司客户并非经销商,经销一般指依照协议约定,按一定的销售价格或保修条件分批、连续地协助品牌商向终端消费者销售指定商品的商业关系。相较于典型经销模式,公司海外销售模式下对于经销体系、终端价格、品牌排它性上并无管控,并非典型经销关系,不属于经销。

2021年,公司ODM模式产生的收入占主营业务收入的比例为92.27%,主要系在全球新冠疫情期间,新冠检测产品的销售收入成为公司在2021年度的主要收入来源,而新冠检测需求主要源于欧美相对发达的国家和地区,公司在该等地区主要以ODM模式开展业务,因此带来ODM模式占比上升。

图表8 公司ODM模式销售收入及占比(亿元)



资料来源:公司年报, iFind, 华安证券研究所

#### 4.3.2 销售网络全球覆盖

在国际市场,公司长年深耕海外市场,产品销往美洲、欧洲、亚洲和非洲等近100多个国家或地区,拥有一批非常优质且长期稳定合作关系的当地知名医疗器械商。公司2015年收购美国Advin BIOTECH, Advin作为子公司是在美国的研发和销售中心,提供本土化生产和服务,保证公司紧跟全球体外诊断行业技术发展趋势。

2022年以来,新冠病毒持续变异,特别是奥密克戎变异毒株的强传染性,海外感染人数激增,导致的新冠检测需求增加,面对陡然激增的订单需求,公司积极应对,优先保障国外长期稳定的客户的订单,同时积极拓展新客户,赢得包括澳洲、加拿大、俄罗斯、墨西哥等新市场客户的青睐,进一步拓宽国际销售渠道。

在国内市场,公司的销售网络已经基本覆盖了全国主要省份,拥有较为稳定的客户渠道。公司的产品在江苏、浙江、广东、安徽等全国大多数已经有省级阳光采购或医用试剂耗材平台的省份均已挂网,拥有一定的知名度和客户认可度。公司在国内市场取得了较为齐全的医疗器械证书,其中三类证书达30个,已形成覆盖全国主要城市的营销网络以及良好的口碑。

在公检法系统中,公司的毒品检测产品入选公安部评选的吸毒检测试剂盒的合格供应商和产品目录,具有较强的竞争优势。幽门螺旋杆菌、乙肝等检测等产品已广泛运用于各省市高危人群筛查与评估项目中。

图表 30 公司营销网络全球覆盖



资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 5 盈利预测和投资建议

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设

根据公司公告的投资交流资料：2022 年上半年新冠类产品较去年同期增速约 30%，受新冠订单产能挤兑影响的情况下，非新冠类产品同比增速达到了 46%；其中毒品检测较去年同期增长约 45%，非新冠传染病类产品较去年同期增长约 38%。以此拆分为新冠业务和非新冠业务进行合理假设。

- 新冠业务：2022 年上半年受海外新冠订单增长，预计为 30%以上增长，由于海外疫情放开，预计 2023/2024 年后依旧可以维持。
- 非新冠业务：2020/2021 年由于新冠订单导致产能挤兑增长有限，2022 年以来公司产能扩大调整后新冠业务影响明显减少，并且随着新产品的研发和新区域的拓展，预计未来保持 35%以上高增长且持续加速。

图表 31 业绩拆分 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	180	209	865	1,818	2,412	2,550	2,759
YOY	48.1%	15.8%	314.4%	110.1%	32.7%	5.7%	8.2%
营业成本	111	120	218	694	983	1,177	1,278
毛利率	38.5%	42.8%	74.8%	61.8%	59.3%	53.8%	53.7%



<b>非新冠收入</b>	<b>180</b>	<b>209</b>	<b>222</b>	<b>228</b>	<b>313</b>	<b>451</b>	<b>660</b>				
YOY		15.8%	6.3%	2.7%	37.3%	44.0%	46.5%				
占公司收入百分比	100.0%	100.0%	25.7%	12.5%	13.0%	17.7%	23.9%				
<b>新冠收入</b>			<b>643</b>	<b>1,590</b>	<b>2,099</b>	<b>2,099</b>	<b>2,099</b>				
YOY				147.2%	32.0%	0.0%	0.0%				
占公司收入百分比			74.3%	87.5%	87.0%	82.3%	76.1%				

资料来源: wind, 华安证券研究所

**图表 32 可比公司估值**

	股票		总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
	代码	名称		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
可比公司	300482. SZ	万孚生物	131	6.34	14.73	12.09	13.21	28	9	11	10
	688298. SH	东方生物	131	49.20	102.10	48.07	55.31	16	1	3	2
	603387. SH	基蛋生物	60	3.99	6.19	5.28	5.75	24	10	11	10
	平均值								23	7	8
公司	688767. SH	博拓生物	51	8.34	9.82	8.97	9.11	17	5	6	6

资料来源: wind (一致预期, 总市值参考 2022/10/13 收盘价), 华安证券研究所

## 5.2 投资建议

公司作为为全球用户提供 POCT 服务的国际领军企业, 借助新冠东风获得全球市场认可。公司传染病业务获得多项国际认证, 业绩得到迅速拉升; 毒品检测业务同步稳定发展, 新产品新渠道的开拓为公司提供新增量。并且公司战略规划清晰, 布局上游+品类拓展+营销扩展开启公司发展的新征程。

我们预计, 公司 2022~2024 年收入分别 24.1/25.5/27.6 亿元, 分别同比增长 32.7%/5.7%/8.2%, 归母净利润分别为 9.8/9.0/9.1 亿元, 分别同比增长 17.8%/-8.6%/1.5%, 对应估值为 5X/6X/6X。首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

## 风险提示:

- **新产品研发和注册风险:** 公司在新产品研制过程中, 存在研发技术路线出现偏差、研发进程不及预期甚至最终失败的可能性, 并且还可能在产品研发成功后未能及时注册或无法注册情形。
- **新规变动风险:** 目前公司主要为境外销售, 主要适用的法律法规为美国 FDA 颁布的《医疗器械安全法案》和欧盟的《体外诊断医疗器械指令》(IVDD,98/79/EC)。新法规 IVDR 对制造商申请 CE 认证的要求更严格, 并强化了 POCT 制造商责任和监管要求, 若公司无法向 ODM 客户提供相应的技术支持或无法完成认证程序, 可能对公司与现有 ODM 客户的合作

产生不利影响。

- **汇率波动的风险：**公司主要收入来源于境外销售，境外产品销售结算货币主要以美元和欧元结算，人民币汇率将直接影响产品的价格竞争力，并直接影响公司汇兑损益。给公司经营活动带来一定风险。
- **中美贸易摩擦和政治风险：**2018年3月以来中美贸易摩擦不断，相关贸易争端短期内尚未得到有效解决，若未来中美之间的贸易摩擦持续升级，将影响公司在美国市场的业务拓展，进而对公司业绩造成较大的不利影响。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2033	3162	4011	4936	<b>营业收入</b>	1818	2412	2550	2759
现金	1368	2245	3100	3935	营业成本	694	983	1177	1278
应收账款	147	232	225	254	营业税金及附加	17	22	24	26
其他应收款	8	20	16	20	销售费用	23	72	102	124
预付账款	7	13	13	15	管理费用	47	72	89	110
存货	142	291	295	349	财务费用	2	-7	-11	-15
其他流动资产	361	361	361	361	资产减值损失	-12	0	0	0
<b>非流动资产</b>	399	451	498	554	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	7	8	8
固定资产	224	264	301	346	<b>营业利润</b>	967	1164	1045	1061
无形资产	20	31	35	43	营业外收入	3	2	4	5
其他非流动资产	154	157	161	165	营业外支出	1	8	4	5
<b>资产总计</b>	2432	3613	4509	5490	<b>利润总额</b>	969	1158	1045	1061
<b>流动负债</b>	318	565	592	680	所得税	133	174	146	149
短期借款	6	6	6	6	<b>净利润</b>	836	984	899	913
应付账款	224	388	423	482	少数股东损益	2	2	2	2
其他流动负债	88	172	164	193	<b>归属母公司净利润</b>	834	982	897	911
<b>非流动负债</b>	6	6	6	6	EBITDA	978	1213	1099	1103
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	9.62	9.21	8.41	8.54
其他非流动负债	6	6	6	6					
<b>负债合计</b>	323	571	598	686					
少数股东权益	1	3	5	7					
股本	107	107	107	107					
资本公积	815	815	815	815					
留存收益	1185	2118	2985	3876					
归属母公司股东权益	2107	3039	3906	4797					
<b>负债和股东权益</b>	2432	3613	4509	5490					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	908	1043	991	962	<b>成长能力</b>				
净利润	834	982	897	911	营业收入	110.1%	32.7%	5.7%	8.2%
折旧摊销	11	64	67	59	营业利润	88.4%	20.4%	-10.2%	1.5%
财务费用	16	0	0	0	归属于母公司净利	91.6%	17.8%	-8.6%	1.5%
投资损失	0	-7	-8	-8	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	34	-4	32	-2	毛利率 (%)	61.8%	59.3%	53.8%	53.7%
其他经营现金流	815	994	867	914	净利率 (%)	45.9%	40.7%	35.2%	33.0%
<b>投资活动现金流</b>	-600	-115	-105	-106	ROE (%)	39.6%	32.3%	23.0%	19.0%
资本支出	-200	-121	-111	-113	ROIC (%)	39.4%	32.0%	22.6%	18.6%
长期投资	-400	-1	-2	-2	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	0	7	8	8	资产负债率 (%)	13.3%	15.8%	13.3%	12.5%
<b>筹资活动现金流</b>	813	0	0	0	净负债比率 (%)	15.3%	18.8%	15.3%	14.3%
短期借款	-5	0	0	0	流动比率	6.40	5.59	6.78	7.26
长期借款	0	0	0	0	速动比率	5.93	5.05	6.26	6.72
普通股增加	27	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	803	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.67	0.57	0.50
其他筹资现金流	-11	0	0	0	应收账款周转率	12.38	10.41	11.31	10.84
<b>现金净增加额</b>	1107	877	855	835	应付账款周转率	3.09	2.53	2.78	2.65
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	9.62	9.21	8.41	8.54
					每股经营现金流薄)	8.51	9.78	9.29	9.02
					每股净资产	19.75	28.49	36.62	44.98
					<b>估值比率</b>				
					P/E	7.27	5.16	5.65	5.56
					P/B	3.54	1.67	1.30	1.06
					EV/EBITDA	6.24	2.34	1.80	1.04

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师:** 李昌幸, 医药分析师, 主要负责消费医疗(药店+品牌中药+OTC)、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士, 曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

## 投资评级说明

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

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。