

**投资评级 优于大市 维持**

## 营销改革取得初步成效，业绩短期受疫情扰动大

### 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 05月06日收盘价(元)  | 20.88       |
| 52周股价波动(元)    | 18.98-90.45 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 164/139     |
| 总市值/流通市值(百万元) | 3422/2895   |

### 相关研究

 《新品逐渐放量，营销改善助力业绩增长》  
 2021.05.12

 《新品逐渐放量，营销改善助力业绩增长》  
 2021.05.12

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M    | 3M    |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -24.7 | -27.1 | -24.7 |
| 相对涨幅(%) | -16.4 | -14.1 | -10.4 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@htsec.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婷

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@htsec.com

### 投资要点:

- 事件:** 公司公告 2021 年年报及 2022 年一季报, 2021 年实现营业收入 6.55 亿元 (+33.70%), 归母净利润 1.61 亿元 (+33.62%), 扣非归母净利润 1.23 亿元 (+24.04%)。2022Q1 公司实现营业收入 1.45 亿元 (+22.30%), 归母净利润 527 万元 (-77.10%), 扣非归母净利润 307 万元 (-85.51%), 利润端同比下滑的原因为疫情下产品结构暂时性变化导致。
- 点评:**
  - 检测试剂毛利率提升, 检测仪器全年装机超 800 台。** 分业务来看, 2021 年公司体外诊断试剂实现收入 5.62 亿元 (+34.82%), 毛利率同比提升 1.19pct 至 77.54%。体外诊断仪器实现收入 8820 万元 (+31.13%), 完成了 859 台各类仪器的装机(含销售), 仪器主要来自于流式荧光检测仪、化学发光检测 i100、PCR 仪、核酸开盖提取一体机等, 其中流式荧光检测仪的新增安装数量明显提升。流式荧光检测仪和 i100 作为公司自产试剂的配套机型, 装机后有望带动未来稳定的试剂收入。
  - 营销改革取得进展, 三级医院客户覆盖率不断提升。** 公司进一步加强营销能力建设, 稳步扩张组织规模, 优化营销组织结构, 截至 2021 年底公司营销人员 260 余人(包含市场推广人员等)。营销组织的结构调整和组织结构的扩张, 为公司营业收入恢复快速增长奠定了基础。截至 2021 年底公司产品在国内 1500 余家终端用户使用, 其中三级医院占医院客户的 70.96%, 2021 年内新开拓三级医院客户数超过 150 家, 覆盖率不断提升。
  - 不断丰富产品品类, 加快国际市场布局。** 目前主要布局在 IVD 行业中市场份额最大的免疫诊断和增长最快的分子诊断领域, 截至 2021 年底, 公司累计取得国内医疗器械注册证书及备案证书共 301 个, 在研的项目超过 100 个, 涉及自身免疫、心血管、感染、激素、代谢、肿瘤等多个领域, 多项在研产品已进入临床试验和注册报批阶段, 为公司后续不断推出新产品做好了充足的技术和产品储备。同时, 公司在海外市场也取得突破, 截至 2021 年底共有 54 个产品通过 CE 认证, 产品涵盖新冠、HPV、肿瘤伴随诊断、肺癌及结直肠癌甲基化、传染病、心脏标志物、检测仪器等多个领域, 为公司海外市场的开拓奠定了基础。
  - 盈利预测:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.87 亿元、2.48 亿元、3.38 亿元, 同比分别增长 16.0%、32.7%、36.2%, 对应 EPS 分别为 1.14 元、1.51 元、2.06 元, 参考可比公司, 我们给予公司 2022 年 16-20X PE, 对应合理价值区间为 18.23-22.79 元, 继续维持“优于大市”评级。
  - 风险提示:** 新产品开发和推广不及预期的风险, 价格变动的风险, 市场竞争加剧的风险, 疫情反复的风险。

### 主要财务数据及预测

|             | 2020   | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 490    | 655   | 852   | 1100  | 1422  |
| (+/-)YoY(%) | 10.9%  | 33.7% | 30.1% | 29.2% | 29.2% |
| 净利润(百万元)    | 121    | 161   | 187   | 248   | 338   |
| (+/-)YoY(%) | -23.2% | 33.6% | 16.0% | 32.7% | 36.2% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.74   | 0.98  | 1.14  | 1.51  | 2.06  |
| 毛利率(%)      | 66.4%  | 66.8% | 66.7% | 67.7% | 68.9% |
| 净资产收益率(%)   | 9.5%   | 11.6% | 11.8% | 13.6% | 15.6% |

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 透景生命分项收入 (百万元)**

|                  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E   | 2024E   |
|------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入 (百万元)      | 441.46 | 489.58 | 654.59 | 851.69 | 1100.29 | 1421.94 |
| 增速 (%)           |        | 10.9%  | 33.7%  | 30.1%  | 29.2%   | 29.2%   |
| 毛利率 (%)          | 78.6%  | 66.4%  | 66.9%  | 66.7%  | 67.7%   | 68.9%   |
| 体外诊断试剂营业收入 (百万元) | 415.12 | 416.88 | 562.05 | 730.66 | 949.86  | 1234.82 |
| 增速 (%)           |        | 0.4%   | 34.8%  | 30.0%  | 30.0%   | 30.0%   |
| 毛利率 (%)          | 86.3%  | 76.4%  | 77.5%  | 76.0%  | 76.5%   | 77.0%   |
| 服务业务营业收入 (百万元)   | 8.65   | 4.69   | 3.83   | 4.02   | 4.23    | 4.44    |
| 增速 (%)           |        | -45.8% | -18.2% | 5.0%   | 5.0%    | 5.0%    |
| 毛利率 (%)          | 20.2%  |        |        | 20.0%  | 20.0%   | 20.0%   |
| 仪器业务营业收入 (百万元)   | 17.05  | 67.26  | 88.20  | 116.42 | 145.53  | 181.91  |
| 增速 (%)           |        | 294.5% | 31.1%  | 32.0%  | 25.0%   | 25.0%   |
| 毛利率 (%)          | 19.2%  | 19.6%  | 12.5%  | 10.0%  | 12.0%   | 15.0%   |
| 其他业务营业收入 (百万元)   | 0.64   | 0.75   | 0.51   | 0.59   | 0.67    | 0.78    |
| 增速 (%)           |        | 18.0%  | -32.1% | 15.0%  | 15.0%   | 15.0%   |
| 毛利率 (%)          |        | 28.5%  | 33.2%  | 33.0%  | 33.0%   | 33.0%   |

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值**

| 代码     | 简称   | 收盘价 (元)  |      |       | 每股收益 (元) |       |       | 市盈率 (X) |  |  |
|--------|------|----------|------|-------|----------|-------|-------|---------|--|--|
|        |      | 2022/5/6 | 2021 | 2022E | 2023E    | 2021  | 2022E | 2023E   |  |  |
| 603658 | 安图生物 | 46.85    | 1.66 | 2.16  | 2.76     | 28.22 | 21.73 | 16.97   |  |  |
| 300832 | 新产业  | 41.15    | 1.24 | 1.73  | 2.28     | 33.13 | 23.84 | 18.02   |  |  |
| 300639 | 凯普生物 | 23.98    | 2.91 | 2.46  | 2.30     | 8.24  | 9.76  | 10.41   |  |  |
|        | 均值   |          |      |       |          | 23.20 | 18.44 | 15.14   |  |  |

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2022 年 5 月 6 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表 (百万元)          | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业收入</b>        | <b>655</b>  | <b>852</b>   | <b>1100</b>  | <b>1422</b>  |
| 每股收益               | 0.98        | 1.14         | 1.51         | 2.06         | 营业成本               | 217         | 284          | 355          | 443          |
| 每股净资产              | 8.50        | 9.64         | 11.16        | 13.22        | 毛利率%               | 66.8%       | 66.7%        | 67.7%        | 68.9%        |
| 每股经营现金流            | 0.50        | 0.65         | 1.07         | 1.45         | 营业税金及附加            | 4           | 4            | 5            | 7            |
| 每股股利               | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业税金率%             | 0.5%        | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 181         | 229          | 299          | 385          |
| P/E                | 21.25       | 18.32        | 13.80        | 10.13        | 营业费用率%             | 27.7%       | 26.9%        | 27.2%        | 27.1%        |
| P/B                | 2.46        | 2.17         | 1.87         | 1.58         | 管理费用               | 44          | 52           | 69           | 88           |
| P/S                | 5.23        | 4.02         | 3.11         | 2.41         | 管理费用率%             | 6.7%        | 6.1%         | 6.3%         | 6.2%         |
| EV/EBITD           | 23.86       | 13.24        | 9.99         | 7.19         | EBIT               | 136         | 201          | 265          | 361          |
| 股息率%               | <b>0.0%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | 财务费用               | -4          | -6           | -8           | -12          |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | -0.6%       | -0.7%        | -0.7%        | -0.8%        |
| 毛利率                | 66.8%       | 66.7%        | 67.7%        | 68.9%        | 资产减值损失             | -3          | 0            | 0            | 0            |
| 净利润率               | 24.6%       | 21.9%        | 22.5%        | 23.8%        | 投资收益               | 10          | 0            | 0            | 0            |
| 净资产收益率             | 11.6%       | 11.8%        | 13.6%        | 15.6%        | <b>营业利润</b>        | <b>181</b>  | <b>206</b>   | <b>273</b>   | <b>373</b>   |
| 资产回报率              | 10.7%       | 10.9%        | 12.5%        | 14.3%        | 营业外收支              | -2          | 0            | 0            | 0            |
| 投资回报率              | 8.7%        | 11.3%        | 13.0%        | 15.0%        | <b>利润总额</b>        | <b>178</b>  | <b>206</b>   | <b>273</b>   | <b>373</b>   |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITD              | 211         | 244          | 314          | 414          |
| 营业收入增长率            | 33.7%       | 30.1%        | 29.2%        | 29.2%        | 所得税                | 17          | 20           | 25           | 35           |
| EBIT 增长率           | 11.7%       | 47.8%        | 32.4%        | 36.1%        | 有效所得税率%            | 9.6%        | 9.5%         | 9.2%         | 9.4%         |
| 净利润增长率             | 33.6%       | 16.0%        | 32.7%        | 36.2%        | 少数股东损益             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>161</b>  | <b>187</b>   | <b>248</b>   | <b>338</b>   |
| 资产负债率              | 6.8%        | 7.9%         | 8.0%         | 8.2%         |                    |             |              |              |              |
| 流动比率               | 11.01       | 9.36         | 9.53         | 9.60         | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 速动比率               | 8.30        | 6.60         | 6.70         | 6.79         | 货币资金               | 186         | 212          | 306          | 461          |
| 现金比率               | 2.29        | 1.84         | 2.21         | 2.67         | 应收账款及应收票据          | 188         | 246          | 317          | 410          |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 存货                 | 213         | 284          | 353          | 441          |
| 应收账款周转天数           | 104.88      | 105.43       | 105.25       | 105.31       | 其它流动资产             | 310         | 338          | 341          | 348          |
| 存货周转天数             | 358.34      | 365.05       | 362.81       | 363.56       | 流动资产合计             | 897         | 1079         | 1317         | 1661         |
| 总资产周转率             | 0.44        | 0.50         | 0.55         | 0.60         | 长期股权投资             | 42          | 42           | 42           | 42           |
| 固定资产周转率            | 2.01        | 2.34         | 2.76         | 3.33         | 固定资产               | 326         | 364          | 398          | 427          |
|                    |             |              |              |              | 在建工程               | 0           | 0            | 0            | 0            |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 13          | 13           | 12           | 12           |
|                    |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 602         | 640          | 673          | 702          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>1499</b> | <b>1719</b>  | <b>1990</b>  | <b>2363</b>  |
| 净利润                | 161         | 187          | 248          | 338          | 短期借款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东损益             | 0           | 0            | 0            | 0            | 应付票据及应付账款          | 42          | 58           | 71           | 89           |
| 非现金支出              | 85          | 43           | 48           | 53           | 预收账款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 非经营收益              | -30         | 0            | 0            | 0            | 其它流动负债             | 39          | 58           | 67           | 84           |
| 营运资金变动             | -133        | -123         | -121         | -154         | 流动负债合计             | 81          | 115          | 138          | 173          |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>83</b>   | <b>107</b>   | <b>175</b>   | <b>237</b>   | 长期借款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 资产                 | -114        | -82          | -82          | -82          | 其它长期负债             | 21          | 21           | 21           | 21           |
| 投资                 | -63         | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 21          | 21           | 21           | 21           |
| 其他                 | 8           | 0            | 0            | 0            | <b>负债总计</b>        | <b>103</b>  | <b>136</b>   | <b>159</b>   | <b>194</b>   |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-169</b> | <b>-82</b>   | <b>-82</b>   | <b>-82</b>   | 实收资本               | 164         | 164          | 164          | 164          |
| 债权募资               | 0           | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司所有者权益        | 1394        | 1581         | 1829         | 2166         |
| 股权募资               | 13          | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 2           | 2            | 2            | 2            |
| 其他                 | -53         | 0            | 0            | 0            | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>1499</b> | <b>1719</b>  | <b>1990</b>  | <b>2363</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-40</b>  | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>-127</b> | <b>26</b>    | <b>94</b>    | <b>156</b>   |                    |             |              |              |              |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余文心 医药行业  
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：人福医药,凯莱英,纳微科技,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,百普赛斯,诺唯赞,诺禾致源,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,泰格医药,万孚生物,康华生物,康希诺,智飞生物,老百姓,新天药业,爱博医疗,牙博士医疗,百克生物,一心堂,云南白药

### 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                            |
|--|--------|------|-------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;        |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。    |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A股市场以海通综指为基准;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。                | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。     |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。