

赛科希德 (688338.SH)

强烈推荐 (首次)

消费品/医药生物
目标估值: NA
当前股价: 46.5 元

凝血检测国产一线企业，借行业之东风大有可为

凝血检测行业直接受益于常规诊疗恢复，行业趋势常态化增长由量价齐升推动，同时国产替代受到多重催化正在加速。赛科希德作为国产一线企业，检测仪器梯队良好，检测试剂对标外资企业，为国产替代打下坚实基础，具备高成长性。

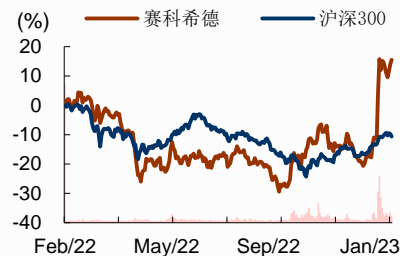
- 凝血检测行业趋势：1) 量价齐增推动行业扩容。**凝血检测是针对受试者凝血功能的检测，2019年市场规模645亿元，维持15%以上增长。行业扩容驱动因素**量增**方面：i) 住院手术患者检测场景从术前检查向围手术期检测转变；ii) 检测项目上，检测项目不断新增形成检测方案。**价增**方面：新增加检测项目价值量远高于常规检测项目。量价齐增共同推动行业扩容。**2) 外资企业占据80%市场份额，多因素催化国产替代加速。**行业目前仍由外资企业占据80%左右市场份额，国产替代空间巨大。财政部文件要求全自动凝血分析仪全部采购国产，安徽集采外资企业沃芬并未中标，催化国产替代加速。**3) 凝血检测直接受益于常规诊疗恢复。**凝血检测场景与住院手术量直接相关，疫情后的常规诊疗的恢复将直观反映到凝血检测测试量增加上，行业将加速恢复。
- 赛科希德公司亮点：1) 仪器梯队良好，高速仪器可以满足高等级医院的要求。**赛科希德仪器研发起家，是最早突破全自动凝血测试仪的国产企业。现已经形成良好的仪器梯队，高端剂型 SF-9200 测试速度已经达到外资企业水平，完全满足高等级医院测试量需求。**2) 检测试剂项目对标进口，为国产替代打下基础。**赛科希德检测项目布局相对完备，主流检测项目均可以完成测试，AT III 已经递交注册申报。同时赛科希德在开发试剂过程中，注重与外资企业保持一致性，检测项目外源加入物类齐全，涵盖所有外资企业种类，为国产替代打下基础。**3) 标杆医院引进赛科希德凝血测试仪器，参与行业标准制定。**赛科希德已经完成标杆头部三甲医院凝血检测仪器装机，例如朝阳医院，西部战区总医院等等。同时赛科希德参与纤维蛋白(原)降解产物、抗凝血酶 III 的检测试剂行业标准制定，行业地位得到认可。**4) 现金储备充足，后续发展基础稳固。**截至2022年三季度末，公司拥有货币资金12.97亿元，现金储备充足，为后续发展打下牢固基础。
- 首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**我们看好赛科希德在凝血行业扩容、进口替代加速的大趋势下的发展前景，预计2022-2024年净利润分别为1.0、1.4、1.9亿元，对应PE分别为37、27、20倍，给予“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：装机进度不及预期风险、检测试剂放量不及预期风险、集采降价不确定性风险、竞争加剧风险、研发进度不及预期风险。**

基础数据

总股本(万股)	8165
已上市流通股(万股)	4899
总市值(亿元)	38
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	18.1
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	5.5%
主要股东	吴仕明
主要股东持股比例	34.66%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	42	38	15
相对表现	34	36	23



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

许菲菲 S1090520040003
 xufeifei@cmschina.com.cn
 焦玉鹏 研究助理
 jiaoyupeng@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	222	240	243	331	443
同比增长	-3%	8%	1%	36%	34%
营业利润(百万元)	85	108	114	159	217
同比增长	4%	28%	5%	39%	37%
归母净利润(百万元)	69	97	102	141	191
同比增长	-3%	41%	5%	38%	36%
每股收益(元)	0.85	1.19	1.25	1.73	2.34
PE	54.9	39.0	37.2	26.9	19.8
PB	2.8	2.7	2.5	2.4	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 赛科希德：凝血检测赛道国产一线企业	4
1、 多年深耕凝血检测赛道，仪器试剂不断突破发展	4
2、 赛科希德股权结构清晰稳定	5
二、 凝血检测行业：量价齐增行业扩容，国产替代加速，直接受益诊疗恢复	5
1、 凝血检测针对血栓发生与止血，检测项目组合构成凝血检测方案	5
2、 检测量与检测价值量齐增，共同推动凝血检测行业扩容	6
3、 进口企业当前仍占据主要市场份额，多重催化国产替代正在加速	8
4、 凝血检测直接受益于常规诊疗恢复，行业预计进入加速增长阶段	9
三、 公司亮点：仪器梯队良好，试剂对标进口，定位国产一线企业	9
1、 检测仪器梯队良好，高速仪器可以满足高等级医院要求	9
2、 检测试剂项目对标进口，为国产替代打好基础	10
3、 标杆医院引进赛科希德凝血仪器，参与行业标准指定	11
4、 现金储备充足，后续发展基础牢固	11
四、 盈利预测与估值	12
五、 风险提示	13

图表目录

图 1：赛科希德发展历史	4
图 2：赛科希德营业收入、归母净利润与经营性现金流（百万）	4
图 3：赛科希德股权结构	5
图 4：凝血过程与凝血因子	5
图 5：常规四项构成凝血检测基本方案	6
图 6：凝血检测市场规模（亿元）	6
图 7：各科室抗血栓防治指南	7
图 8：我国凝血检测项目发展历史	7
图 9：赛科希德凝血检测项目单价（万元/升）	8
图 10：2018 年中国凝血检测市场主要厂家市场份额	8
图 11：院内诊疗恢复情况	9
图 12：赛科希德凝血检测仪器	9

图 13: 进口与国产企业高端机型对比 10

图 14: 进口与国产企业检测项目对比 10

图 15: 赛科希德完成凝血装机的部分三甲医院 11

图 16: 赛科希德营业收入预测 (百万元) 12

图 17: 赛科希德历史 PE Band 12

图 18: 赛科希德历史 PB Band 12

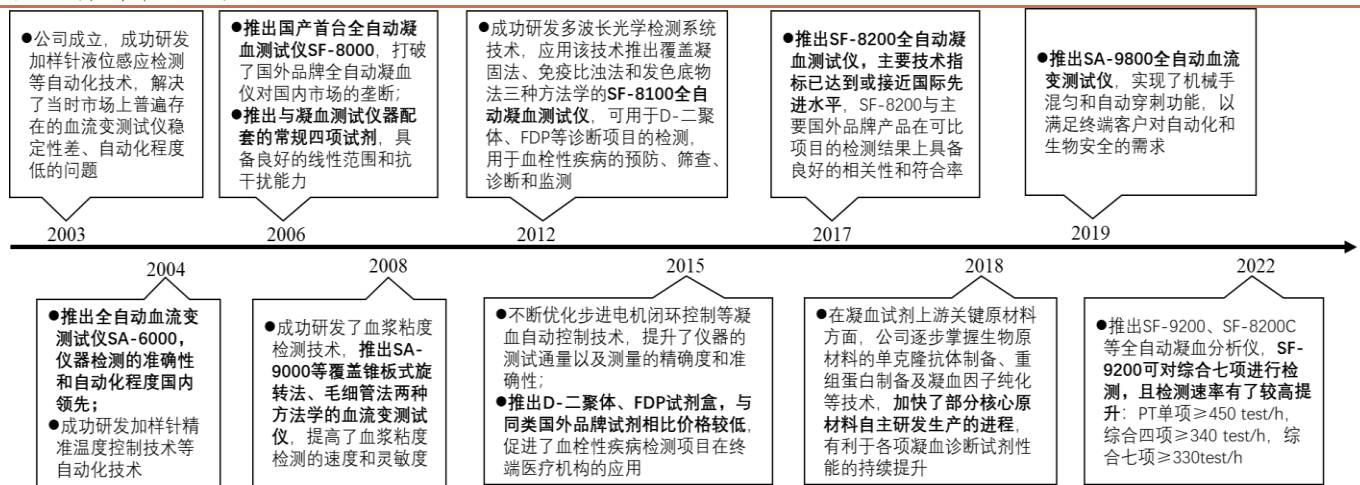
附: 财务预测表 14

一、赛科希德：凝血检测赛道国产一线企业

1、多年深耕凝血检测赛道，仪器试剂不断突破发展

赛科希德成立于 2003 年，以凝血检测和血流变检测为方向进行业务发展，2006 年退出国产首台全自动凝血测试仪 SF-8000，打破了外资企业全自动凝血仪对国内市场的垄断。同时推出与凝血仪配套的常规四项检测试剂。2015 年在凝血检测常规四项的基础上，推出 D-二聚体、FDP 试剂盒扩充检测品类，2017 年推出 SF-8200 全自动凝血测试仪，主要技术指标已经接近国际领先水平。2022 年推出 SF-9200 高速凝血分析仪，仪器水平达到国际一线。

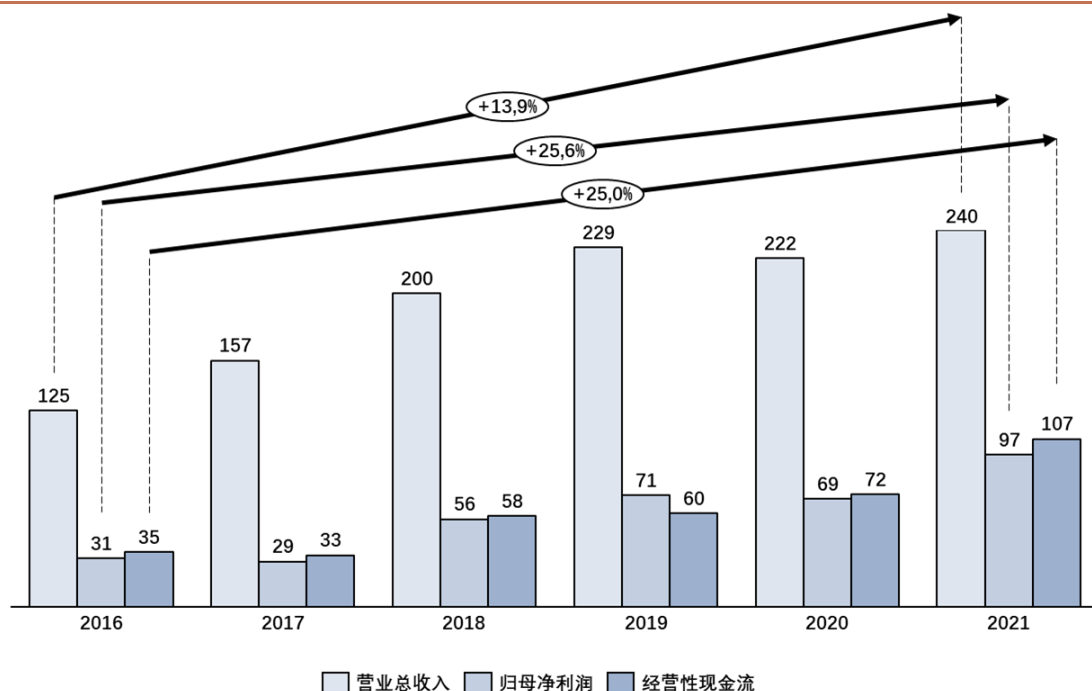
图 1：赛科希德发展历史



资料来源：赛科希德招股书、官方公众号、招商证券

从营业收入与利润角度，公司近年来保持相对稳定增长，2020 年受到疫情影响有所调整，2021 年有所恢复，营业收入为 2.4 亿元，归母净利润 9700 万。从营业收入占比来看，凝血类（仪器/试剂/耗材）占据总营收 90% 以上。同时从经营性现金流角度，公司经营性现金流保持持续的稳定增长。

图 2：赛科希德营业收入、归母净利润与经营性现金流（百万）

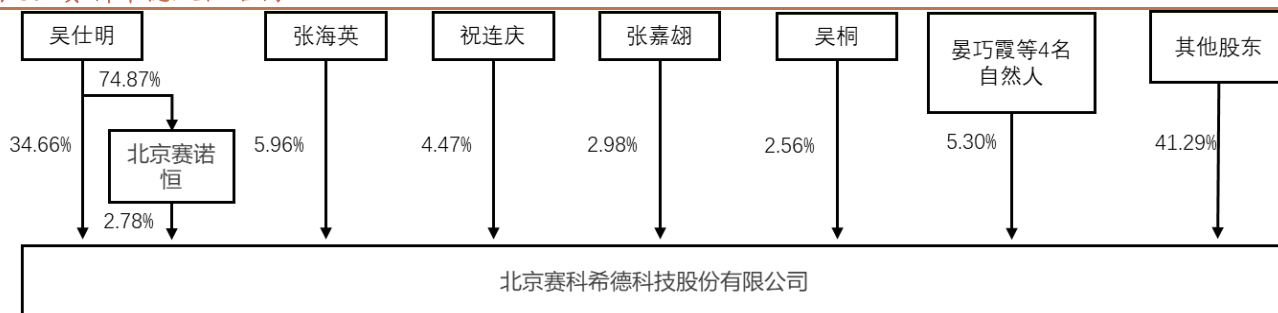


资料来源：公司公告、Wind、招商证券

2、赛科希德股权结构清晰稳定

从股权结构角度，公司控股股东及实际控制人为吴仕明，直接持有公司 34.66% 股份，并通过公司员工持股平台北京赛诺恒间接控制公司 2.08% 股份，合计控制公司 36.74% 股份，其他较大的自然人股东中，张嘉翎为赛科希德副总经理、董事会秘书。赛科希德股权结构清晰稳定。

图 3：赛科希德股权结构



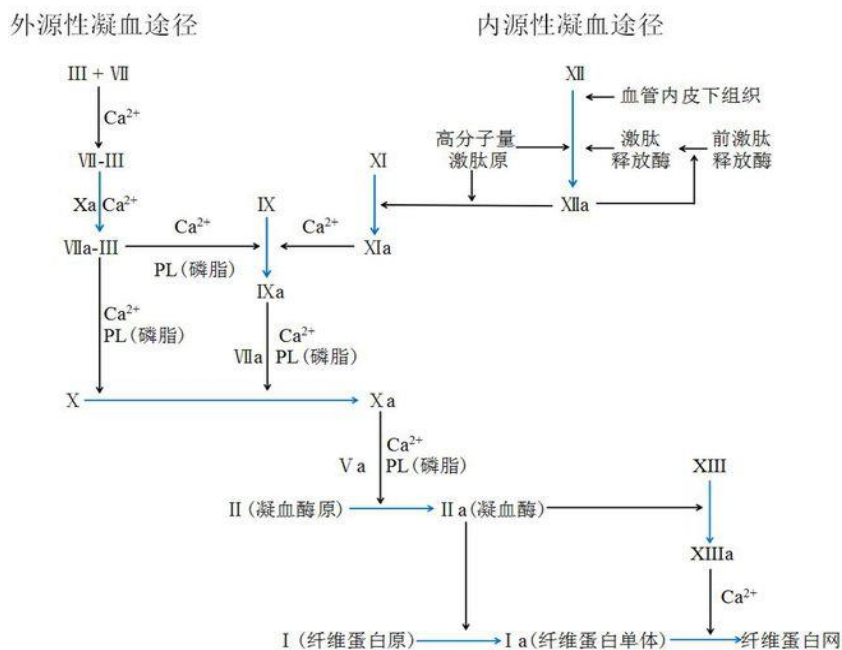
资料来源：公司公告、天眼查、招商证券

二、凝血检测行业：量价齐增行业扩容，国产替代加速，直接受益诊疗恢复

1、凝血检测针对血栓发生与止血，检测项目组合构成凝血检测方案

凝血检测针对血栓发生与止血环节多个因子功能进行检测。凝血检测针对人凝血级联反应发生过程中的多项凝血因子与抗凝因子，凝血级联反应主要包括内源性和外源性凝血途径并涉及多种凝血因子酶原激活的瀑布级联反应，从而导致纤维蛋白原的激活与血栓的形成。凝血过程总体可分为外源性凝血途径与内源性凝血途径，参与凝血过程的各种蛋白被统称为凝血因子，目前已知的凝血因子共 15 种，凝血检测即可反应各个凝血因子功能是否正常，进而判断受试者的凝血功能，临床上用于监测血栓发生风险、指导抗凝药物服用等、同时是常规的术前检查项目。同时需要注意的是，凝血过程是动态平衡过程，与凝血过程相对应的为纤溶过程。

图 4：凝血过程与凝血因子



资料来源：《生理学（第八版）》、招商证券

凝血检测特点为多个项目联合检测形成解决方案。凝血检测以常规四项（PT/APTT/TT/FIB）为基础，在常规四项基础上，可以叠加纤溶、抗凝项目如D-二聚体检测项目构成凝血五项检测；在凝血五项基础上，叠加FDP检测项目构成凝血六项检测；在凝血六项基础上，叠加抗凝血酶III检测项目可以构成凝血七项。此外还有蛋白C、蛋白S、狼疮抗凝物、抗活化因子X等等特殊检测项目。凝血检测项目的特点即是检测项目的组合构成检测方案，多个检测结果协助判断受试者凝血功能。以常规四项为例，其参考值范围与临床意义如下表所示：

图 5：常规四项构成凝血检测基本方案

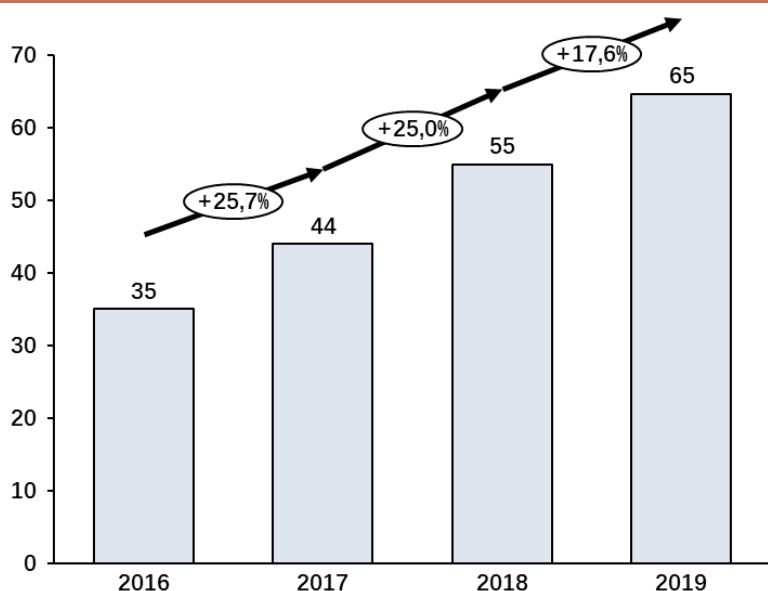
简写	全称	正常参考值	临床意义
PT	凝血酶原时间	11-14s	血浆中加入钙离子和组织因子后血浆凝固时间，可用来证实先天性或获得性纤维蛋白原(FIB)、凝血酶原和凝血因子V、VII、X的缺陷或抑制物的存在
APTT	活化部分凝血酶时间	28-44s	血浆中加入活化的部分凝血活酶时间试剂和钙离子后,血浆凝固所需要的时间，可用来证实先天性或获得性凝血因子VIII、IX、XI的缺陷或是否存在它们相应的抑制物；可用来监测凝血因子XII、激肽释放酶原和高分子量激肽释放酶原是否缺乏
FIB	纤维蛋白原	2-4g/L	用来检测纤维蛋白原含量
TT	凝血酶时间	13-21s	在血浆中加入标准凝血酶以后,血液凝固的时间，用于检测外源性凝血系统功能

资料来源：赛科希德招股书、《凝血四项检测的影响因素》、招商证券

2、检测量与检测价值量齐增，共同推动凝血检测行业扩容

凝血检测行业 2019 年市场规模 64.7 亿元，近年来增速维持在 15%以上。根据《中国体外诊断产业发展蓝皮书》，2015-2019 年，我国血栓与止血体外诊断市场规模年均复合增长率为 24.8%；2019 年，我国血栓与止血体外诊断市场规模为 64.7 亿元（出厂口径），同比增长 17%。

图 6：凝血检测市场规模（亿元）



资料来源：《中国体外诊断产业发展蓝皮书》、招商证券

量价齐升推动行业扩容，检测量增长方面，推动之一为住院患者检测场景增加，且有从检测筛查转为过程中监测趋势。凝血检测主要应用场景之一住院患者的血栓风险筛查的必要性得到认知，同时术前筛查有向整个手术过程中的血栓风险检测。根据赛科希德招股书，40-60%的住院患者存在静脉血栓栓塞症（VTE）的风险，而高危人群的预防比例很

低，早期识别高危静脉血栓栓塞患者并及时预防，可以减少医院内的发生静脉血栓栓塞。所以近年来内科、骨科、血管外科、呼吸科、肿瘤科等各学科协会相继发布了各种血栓性疾病防治相关的指南和专家共识，不断促进临床医生对血栓性疾病相关诊断项目的认知。同时随着在医生教育程度的不断提高，围手术期的栓塞风险监测的重要性得到进一步重视，有术前筛查转向围手术期监测的趋势。

图 7: 各科室抗血栓防治指南

科室	时间	指南
全科	2018 年	中国血栓性疾病防治指南
	2019 年	中国急性血栓性疾病抗栓治疗共识
骨科	2016 年	中国骨科大手术静脉血栓栓塞症预防指南
普外科	2016 年	中国普通外科围术期血栓预防和管理指南
血管外科	2017 年	深静脉血栓形成的诊断和治疗指南
呼吸科	2018 年	肺血栓栓塞症诊治与预防指南
内科	2015 年	内科住院患者静脉血栓栓塞症疾病中国专家共识
肿瘤科	2019 年	肿瘤相关静脉血栓栓塞症预防和治疗中国专家指南
	2018 年	胸部恶性肿瘤围手术期静脉血栓栓塞症预防中国专家共识
妇产科	2018 年	低分子肝素防治自然流产中国专家共识
	2017 年	妇科手术后深静脉血栓及肺栓塞预防专家共识

资料来源：赛科希德招股书、招商证券

检测量增长，推动之二为在常规四项基础上推广普及如 D-二聚体、FDP、AT 等检测项目，完成解决方案中检测项目的不断扩容。在抗凝血检测常规四项的基础上，以 D-二聚体为代表的纤溶、抗凝项目（主要为 D-二聚体、FDP、AT III）临床意义得到重视，并逐渐从三甲医院开始向下普及。以 D-二聚体为例，D-二聚体是纤维蛋白单体的降解产物，其质量浓度增加反应体内高凝状态和继发性纤溶亢进。更进一步，凝血七项以外的特色检测项目如蛋白 C、蛋白 S 等逐渐在三级医院打开市场。检测项目的不断增加推动检测量的扩容。

图 8: 我国凝血检测项目发展历史

2000

卫生部颁布《卫生部关于印发、凝血时间检验方法操作规程的通知》，拉开我国凝血检测的序幕

三级医院

2000年开始，检验科装备凝血测试仪器，主要进行凝血四项筛查

2007年，部分纤溶、抗凝项目逐渐在三级医院展开

2015年，新型口服抗凝药检测、易栓症诊断、抗磷脂综合征等更多检测项目进入三甲医院

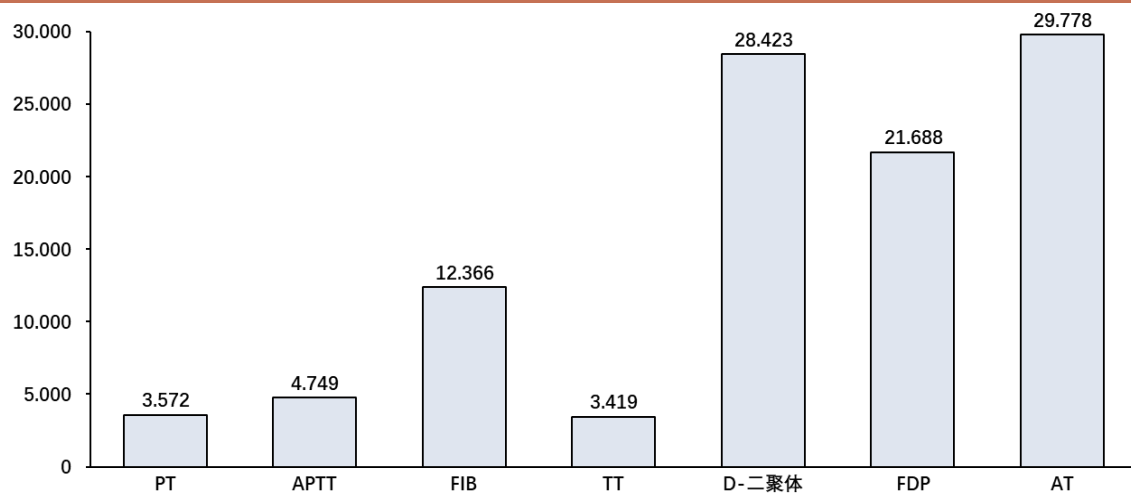
二级医院

2012年，部分纤溶、抗凝项目逐渐在二级医院开始推广

资料来源：赛科希德招股书、招商证券

在检测项目价值量方面，以 D-二聚体为代表的纤溶、抗凝项目价值量远高于常规四项，在量增基础上进一步打开行业空间。以 D-二聚体为例，终端检测价方面医院端检测 D-二聚体价格单项收费约为 60 元，而常规四项合并医院端收费约为 50-60 元。而根据赛科希德提供的检测试剂项目单价，纤溶、抗凝项目价格远高于常规四项价格。

图 9：赛科希德凝血检测项目单价（万元/升）

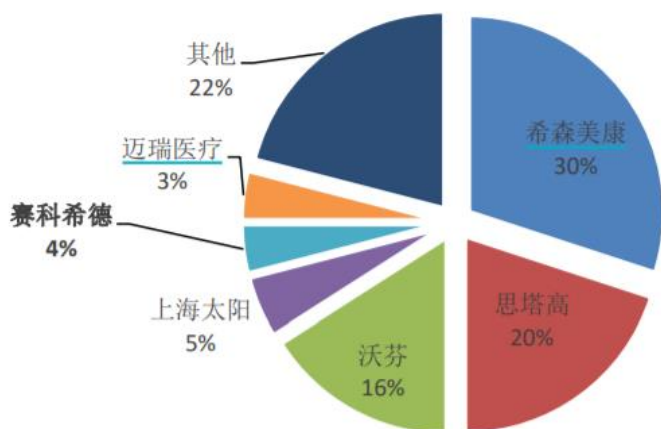


资料来源：赛科希德招股书、招商证券

3、进口企业当前仍占据主要市场份额，多重催化国产替代正在加速

从竞争格局来看，目前进口企业仍然占据大部分市场份额，国产替代空间巨大。根据《中国体外诊断产业发展蓝皮书》数据，中国凝血诊断市场中，进口企业希森美康，思塔高，沃芬占据 80% 以上国内市场份额，国产企业中，迈瑞医疗，赛科希德，上海太阳，众驰伟业为主要玩家。由于外资企业进入中国市场时间早，因此在三级医院主要被外资企业占据，国产企业目前主要将二级医院作为主要目标，同时覆盖基层医疗机构，民营医院，并不断向三级医院突破。

图 10：2018 年中国凝血检测市场主要厂家市场份额



资料来源：赛科希德招股书、招商证券

国产替代受到财政部《政府采购进口产品审核指导标准》大力推动，以安徽集采为代表的凝血集采又进一步加速国产替代的进程。2021 年 10 月，国家财政部及工信部联合发布的《政府采购进口产品审核指导标准》（2021 年版），明确规定政府机构（事业单位）采购国产医疗器械及仪器的比例要求，其中全自动凝血分析仪要求全部采购国产，凝血检测的国产替代受到大力推动。

2023 年 1 月安徽省医药集中采购平台发布了《关于公示安徽省凝血类、心梗类临床检验试剂集中带量采购拟中选结果的通知》，凝血类中选结果中 23 家企业拟中选，进口企业 2 家拟中选（希森美康、思塔高拟中选），余下均为国产企业。安徽集采首先在中选规则中明确“凝血产品综合降幅高于 40%，增补为拟中选采购单元，不受中选采购单元数量限制”，此项规则实际上确认了兜底中标降幅，企业不再面临因徒困境博弈，且 40% 的降幅相对温和。在集采拟中选企业中，国产企业赛科希德、迈克生物等拟中选，迈瑞医疗等增补拟中选。进口企业沃芬未中选，其原有份额将被中选企业替代。以安徽集采为始，在价格挂网后，有全国联动推行预期，将进一步加速国产替代的进程。

4、凝血检测直接受益于常规诊疗恢复，行业预计进入加速增长阶段

凝血检测直接受益常规诊疗恢复，2023 年预计将进入行业加速增长阶段。凝血检测场景直接对应住院手术，根据国家卫健委统计信息中心数据，2021 年医院门诊急诊数量已经恢复到 19 年水平，住院数量仍较低，但住院手术率从 31.2% 上升到 37.7%，推动手术量创新高（CAGR 7.2%）。手术量与凝血检测直接相关，随着新冠乙类乙管，2023 年将是常规诊疗快速恢复的年份，整个凝血行业预计进入加速增长阶段，叠加检测价值量的上升，行业增长速度预期超过手术量恢复增速。

图 11：院内诊疗恢复情况

科室	门急诊 (万)				专科医院占比	住院手术率				出院人次 (万)				住院手术人次 (万)					
	医院					2018	2019	2020	2021	医院				医院					
	2019	2020	2021	CAGR						2019	2020	2021	CAGR	2019	2020	2021	CAGR	2019	2020
全部	375,266	323,176	378,156	0.4%	10.0%	10.1%	10.5%	29.4%	31.2%	34.5%	37.7%	21,108	18,334	20,067	-2.5%	6,587	6,325	7,574	7.2%
内科	79,528	70,144	79,840	0.2%				7.6%	11.8%	18.3%	20.3%	5,876	5,126	5,521	-3.1%	695	940	1,124	27.2%
心血管								48.1%	47.8%	46.7%	56.0%								
全科医疗科	5,387	4,130	4,741	-6.2%				2.0%				180	152	161	-5.5%	4	3	3	-5.5%
急诊医学科	19,973	17,882	21,737	4.3%				0.0%				179	149	155	-7.0%	-	-	-	
精神科	5,864	5,864	6,689	6.8%	76.5%	75.9%	74.7%	4.8%	5.0%	5.4%	5.7%	327	325	394	9.7%	16	18	22	16.5%
外科	35,634	32,244	37,917	3.2%				54.0%	55.0%	57.0%	58.0%	3,948	3,580	3,979	0.4%	2,171	2,041	2,308	3.1%
骨科								45.6%	47.0%	50.5%	51.4%								
胸科								29.0%	34.3%	55.5%	76.2%								
肿瘤	4,569	4,693	5,581	10.5%	48.2%	45.5%	45.5%	28.2%	28.6%	30.1%	32.1%	1,022	1,009	1,212	8.9%	293	304	389	15.4%
妇产科	31,610	26,482	28,369	-5.3%	13.3%	13.8%	14.0%	48.5%	50.5%	49.8%	61.4%	1,872	1,576	1,533	-9.5%	946	785	941	-0.3%
儿科	33,321	20,658	28,546	-7.4%	20.2%	23.1%	21.9%	32.4%	32.1%	41.0%	43.8%	1,741	1,150	1,422	-9.6%	558	472	623	5.7%
眼科	11,866	10,451	12,502	2.6%	28.2%	31.9%	33.0%	86.6%	90.6%	84.8%	91.6%	601	547	630	2.4%	545	463	577	2.9%
耳鼻喉	10,509	8,392	10,112	-1.9%	4.8%	4.5%	4.6%	61.9%	62.0%	67.0%	73.7%	360	294	350	-1.4%	223	197	258	7.5%
口腔	12,243	10,529	12,705	1.9%	36.4%	37.3%	39.7%	53.7%	59.9%	59.1%	66.3%	66	54	61	-4.2%	40	32	40	0.7%
重症医学科		238	213									109	112						
康复科	3,469	3,109	3,762	4.1%	30.5%	32.7%	35.5%	10.7%	9.5%	9.1%	10.6%	330	310	348	2.7%	31	28	37	8.6%
传染科	5,322	5,555	6,972	14.5%	38.9%	30.1%	28.5%	16.2%	19.6%	23.5%	28.2%	346	246	259	#####	68	58	73	3.7%
皮肤科	11,094	9,164	11,155	0.3%	7.6%	8.0%	8.2%	8.9%	11.0%	11.7%	13.5%	63	49	58	-3.8%	7	6	8	6.7%
医疗美容科	1,227	1,252	1,639	15.6%	73.5%	74.8%	72.9%	67.5%	69.6%	63.5%	71.7%	27	26	30	4.4%	19	17	21	5.9%
其他	103,648	92,389	105,676	1.0%	4.1%	3.7%	4.1%	21.7%	23.3%	26.5%	29.9%	4,169	3,630	3,843	-4.0%	971	962	1,149	8.8%

资料来源：国家卫健委统计信息中心、招商证券

三、公司亮点：仪器梯队良好，试剂对标进口，定位国产一线企业

1、检测仪器梯队良好，高速仪器可以满足高等级医院要求

赛科希德在凝血检测领域以仪器起家，仪器研发上具有优势。赛科希德是最早突破全自动高速凝血仪的国产企业，现在已经形成良好的仪器梯队：从半自动凝血测试仪 SF-400，到全自动凝血测试仪 SF-8000、SF-8050、SF-8100、SF-8200 到 SF-9200，已经构建了完善的仪器梯队，适用于不同的医疗机构与检测场景。

图 12：赛科希德凝血检测仪器

	SF-8000	SF-8050	SF-8100	SF-8200	SF-9200
方法学	磁珠法	磁珠法	磁珠法	磁珠法	磁珠法
单项目测试速度	200PT/h	360PT/h	360PT/h	360PT/h	450PT/h
通道数	4	6	4	8	8
联检速度	120/h				330/h

资料来源：赛科希德官网、仪器宣传资料、招商证券

高速机器可满足高等级医院需求。与进口企业及其他国产企业对比来看，赛科希德高端机型 SF-9200 已经可以达到单项目检测速度 450PT/h、联检速度 330/h，能够满足三级医院的检测速度需求，具备较强竞争能力。

图 13: 进口与国产企业高端机型对比

	沃芬	希森美康	思塔高	迈瑞	赛科希德	上海太阳	众驰伟业
高端机型	ACL TOP700	CN-6000	STA Compact Max	CX-9000	SF-9200	UP5500	XL3690
方法学	光学法	光学法	磁珠法	光学法	磁珠法	光学法	光学法
单项目测试速度	720PT/h	450PT/h	350PT/h	450PT/h	450PT/h	400PT/h	600PT/h
联检速度	240/h		220/h	450/h	330/h		
是否有流水线	是	是	是	否	否	否	否

资料来源: 公司官网、招商证券

2、检测试剂项目对标进口，为国产替代打好基础

常规检测项目基本完备,可满足高等级医院需求。在检测试剂布局上,主流检测项目赛科希德基本可以完成自主研发,自主研发的抗凝血酶检测 AT III 已经递交注册申报。目前可以进行常规四项、凝血五项、凝血六项的检测,AT III 目前为采购经销第三方厂家生产试剂完成,已经可以满足高等级医院的需求。在特殊检测项目研发上,狼疮抗凝物检测试剂盒已经进入中试阶段,抗 Xa 检测试剂盒已经进入中试阶段。

图 14: 进口与国产企业检测项目对比

	检测项目	简称	功能	沃芬	希森美康	思塔高	赛科希德	迈瑞医疗	太阳生物	众驰伟业
主流检测项目	常规四项	PT/APTT/TT/FIB	主要用于临床术前凝血功能评估,抗凝用药监测等方面	√	√	√	√	√	√	√
	二聚体	D-二聚体	主要用于反映体内高凝状态和纤溶亢进,用于对DVT、PE的排除诊断,对新型冠状病毒肺炎、DIC、心血管等疾病的诊疗以及监测等方面	√	√	√	√	√	√	√
	纤维蛋白(原)降解产物	FDP	主要用于对DIC疾病的诊断,及鉴别原发性、继发性纤溶亢进等方面,多用于与D-二聚体的联合检测	√	√	√	√	√	√	√
	抗凝血酶	AT III	抗凝系统的重要指标,主要用于易栓症的诊断,肝素用药效果判断等方面	√	√	√	注册申报	√	√	√
特殊检测项目	蛋白质C、蛋白质S	PC/PS	用于易栓症诊断	√	√	√				
	狼疮抗凝物	LA	用于抗磷脂综合征诊断	√	√	√				
	凝血因子	X/V	用于检测体内各凝血因子缺乏、增高以及对A型、B型血友病诊断	IX、X、XI、XII、XIII、II、V、VII、VIII	IX、X、XI、XII、II、V、VII、VIII	IX、X、XI、XII、II、V、VII、VIII				
	抗活化因子X	Anti-Xa	抗凝治疗中用于定量监测普通肝素、低分子肝素、磺达肝素及利伐沙班	√	√	√				
	纤溶酶原/抗纤溶酶	纤溶酶	纤溶系统的指标,可用于溶栓治疗监测	纤溶酶原、纤溶酶抑制物	纤溶酶原、纤溶酶抑制剂、α2纤溶酶抑制剂、纤溶酶原激活剂-抑制剂1复合体	纤溶酶原				
	血管性血友病因子	vWF	用于血管性血友病的诊断和分型;也应用于血管内皮损伤的评估	√	√	√				

资料来源: 药监局网站、招商证券

具体检测项目中外源加入物种类完备,对标外资企业,为国产替代打下基础。赛科希德 PT 检测项目中加入外源物有

重组与兔脑粉两种，APTT 检测项目中加入外源物有硅土和鞣花酸两种，目的即是与外资企业保持一直，覆盖三家外资所有外源加入物，为国产替打下基础。

3、标杆医院引进赛科希德凝血仪器，参与行业标准指定

赛科希德已经完成部分头部三甲医院的凝血仪器装机，标杆医院起到示范带头作用。代表性标杆医院招标准入赛科希德凝血仪器的有：首都医科大学附属世纪坛医院、首都医科大学附属朝阳医院、武汉市儿童医院、广东省第二人民医院、西部战区总医院等等。

图 15：赛科希德完成凝血装机的部分三甲医院

医院名称	等级	医院名称	等级
首都医科大学附属世纪坛医院	三甲	南方医科大学中西医结合医院	三甲
首都医科大学附属朝阳医院	三甲	海南医学院附属医院	三甲
武汉市儿童医院	三甲	广西医科大学附属第一医院	三甲
华中医科大学附属协和医院	三甲	广西医科大学附属肿瘤医院	三甲
武汉市第四人民医院	三甲	湖南中医药大学附属第一医院	三甲
济南市中心医院	三甲	西部战区总医院	三甲
广东省第二人民医院	三甲	四川省妇女儿童医院	三甲
贵阳市第一人民医院	三甲	新乡医学院第一附属医院	三甲
佛山市中医院	三甲	南京市第一人民医院	三甲

资料来源：医院招标中标公告、赛科希德宣传资料、招商证券

赛科希德参与凝血检测试剂行业标准制定。在凝血检测试剂《纤维蛋白_纤维蛋白原降解产物测定试剂盒行业标准》（2021 年 9 月发布，2023 年 9 月执行）、《抗凝血酶 III 测定试剂盒行业标准》（2021 年 3 月发布、2023 年 4 月执行）的制定中，赛科希德均作为起草单位方参与制定，有助于后续打开高等级医院市场。

4、现金储备充足，后续发展基础牢固

赛科希德账面现金储备充足，截至 2022 年三季度末，货币资金 12.97 亿元，现金储备充足，后续发展基础牢固。在企业定位上，综合以上仪器、试剂的分析，到产业的深耕程度，赛科希德均定位为国产一线企业，在行业加速恢复增长与国产替代的大趋势下，占据一定优势。

四、盈利预测与估值

对赛科希德进行盈利预测，我们预计随着赛科希德凝血测试仪器销售不断增加，凝血试剂随着检测量增加与检测价值量的增加，其凝血板块收入将不断提升，血流变类板块保持基本稳定。

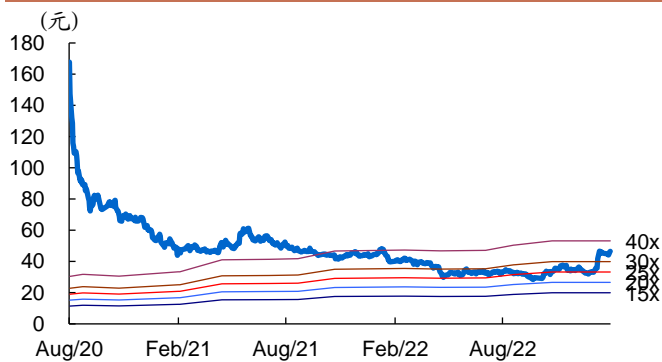
图 16: 赛科希德营业收入预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	222	240	263	347	455
yoy		8.1%	9.6%	31.9%	31.1%
凝血类	194	212	240	323	431
yoy		9.3%	13.2%	34.6%	33.4%
血流变类	16	15	17	18	18
yoy		-6.3%	13.3%	5.9%	2.2%

资料来源: Wind、招商证券

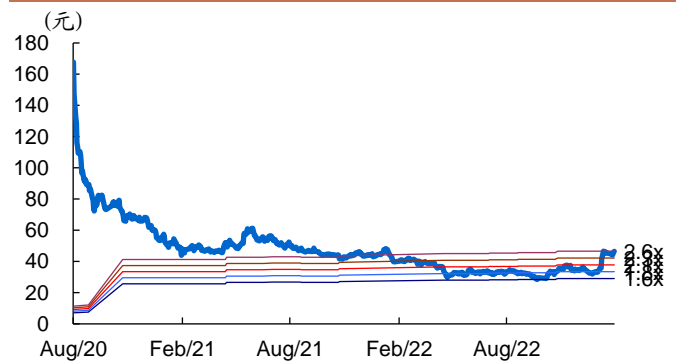
根据我们预测，赛科希德 2022-2024 年净利润分别为 1.0、1.4、1.9 亿元，增速分别为 5%、38%、36%，对应 PE 分别为 37x、27x、20x。考虑到凝血行业相对稳定的 15%以上行业增速，巨大的国产替代空间，同时考虑到赛科希德凝血检测仪器的先进性与试剂的完备性，定位国产一线企业的能力，给予“强烈推荐”投资评级。

图 17: 赛科希德历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 18: 赛科希德历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

五、风险提示

装机进度不及预期风险。公司凝血测试仪器装机进院速度可能面临不及预期风险。

检测试剂放量不及预期风险。公司凝血检测试剂放量可能面临不及预期风险,影响因素可能有常规诊疗恢复不及预期、疫情反复等。

集采降价不确定性风险。在集采推广过程中,中标降价幅度可能面临不确定性风险。

竞争加剧方向。行业可能面临竞争加剧风险。

研发进度不及预期风险。公司仪器、试剂研发进度可能存在不及预期风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1328	1388	1470	1592	1755
现金	1269	1322	1423	1529	1673
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	0	0	0	0
应收款项	19	24	14	19	25
其它应收款	0	0	0	1	1
存货	32	38	31	40	52
其他	6	3	3	3	5
非流动资产	74	95	91	87	84
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	38	36	35	34
无形资产商誉	29	27	24	22	20
其他	5	30	30	30	30
资产总计	1401	1484	1561	1680	1839
流动负债	44	60	56	64	75
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	7	10	10	13	17
预收账款	15	17	16	21	28
其他	22	34	30	30	31
长期负债	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	2	2	2	2
负债合计	45	63	59	67	77
股本	82	82	82	82	82
资本公积金	1036	1036	1036	1036	1036
留存收益	239	303	385	495	644
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1356	1421	1503	1613	1762
负债及权益合计	1401	1484	1561	1680	1839

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	72	107	96	113	164
净利润	69	97	102	141	191
折旧摊销	4	5	6	6	5
财务费用	5	2	(27)	(23)	(20)
投资收益	0	0	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(5)	5	28	(13)	(17)
其它	(1)	(1)	(11)	5	7
投资活动现金流	(32)	(16)	1	1	1
资本支出	(32)	(16)	(1)	(1)	(1)
其他投资	0	0	3	3	3
筹资活动现金流	907	(37)	3	(8)	(22)
借款变动	(26)	(32)	(3)	0	0
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	904	0	0	0	0
股利分配	0	(33)	(20)	(31)	(42)
其他	8	27	27	23	20
现金净增加额	947	55	100	107	143

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	222	240	243	331	443
营业成本	89	96	93	121	158
营业税金及附加	2	2	3	3	5
营业费用	32	34	31	35	42
管理费用	12	14	14	16	19
研发费用	13	15	18	21	25
财务费用	(8)	(27)	(27)	(23)	(20)
资产减值损失	(0)	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	3	3	3	3	3
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	85	108	114	159	217
营业外收入	0	4	4	4	4
营业外支出	5	0	0	0	0
利润总额	80	112	118	163	221
所得税	11	15	16	22	29
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	69	97	102	141	191

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-3%	8%	1%	36%	34%
营业利润	4%	28%	5%	39%	37%
归母净利润	-3%	41%	5%	38%	36%
获利能力					
毛利率	60.1%	60.1%	61.8%	63.3%	64.4%
净利率	31.1%	40.6%	42.1%	42.6%	43.2%
ROE	8.0%	7.0%	7.0%	9.1%	11.3%
ROIC	7.7%	5.1%	5.1%	7.5%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	3.2%	4.2%	3.8%	4.0%	4.2%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	30.4	23.0	26.2	24.7	23.4
速动比率	29.6	22.3	25.6	24.1	22.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	2.8	2.7	2.7	3.4	3.4
应收账款周转率	10.3	10.6	12.7	20.4	20.3
应付账款周转率	10.7	11.2	9.3	10.7	10.7
每股资料(元)					
EPS	0.85	1.19	1.25	1.73	2.34
每股经营净现金	0.89	1.32	1.17	1.39	2.01
每股净资产	16.61	17.40	18.40	19.75	21.58
每股股利	0.40	0.25	0.38	0.52	0.70
估值比率					
PE	54.9	39.0	37.2	26.9	19.8
PB	2.8	2.7	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	29.7	28.0	25.7	16.9	11.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

焦玉鹏 生物医药行业研究助理

复旦大学理学学士、有机化学硕士，2021年7月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。