

圣湘生物 (688289) \ 医药生物

分子龙头蓄势深耕全球市场

投资要点:

圣湘生物是聚焦分子赛道国内领军企业，围绕分子诊断，形成PCR、POCT移动分子诊断系统、高通量测序等产品矩阵，积累了优质的客户资源。随着国内外常规诊疗活动逐步复苏，检测需求提升有望带动公司非新冠产品推广，驱动疫情后增长。

► 体外诊断赛道高成长，新冠后国产替代有望加速

根据Kalorama数据，2022年，全球非新冠分子诊断市场约为295.0亿美元，其中常规核酸试剂在2022-2027年CAGR为8.0%；国内分子诊断市场为182.0亿元，2021-2024年CAGR为27.0%。通过新冠核酸试剂的销售，部分国产分子品牌市场份额已经陆续超过进口，而非新冠试剂，仍以罗氏、雅培等进口品牌占主导。通过核酸检测能力建设，分子诊断设备在基层医疗机构普及，疫情后，常规非新冠检测项目需求复苏，存量设备作为检测平台，从新冠检测无缝切换到非新冠检测，有望推动行业持续发展。

► 公司分子产品矩阵丰富，海外市场加速拓展

公司长期耕耘分子诊断，形成病毒性肝炎、血液筛查、呼吸道感染等检测菜单，独有的POCT移动分子诊断方案兼容不同场景，拓展基层分子诊断应用；公司通过产业投资、股权收购进行分子赛道全方位布局，打造圣湘分子整体解决方案，并在发明专利、行业标准、海外认证中形成壁垒，并通过“5+10”海外战略区及重点国家规划，进一步扩大公司的海外业务和全球影响力。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-2024年收入分别为60.44/24.49/30.37亿元，增速分别为33.88%/-59.48%/24.03%，归母净利润分别为21.97/9.74/12.50亿元，增速分别为-2.03%/-55.69%/28.37%，EPS分别为3.73/1.65/2.12元/股。DCF绝对估值法测得公司每股价值53.18元，可比公司平均PE为18倍，鉴于公司分子仪器装机量提升，常规战略产品疫后复苏带动分子试剂销售，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司2023年27倍PE，目标价44.55元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 疫情产品收入占比过高；新产品推广不及预期；海外推广风险。

投资评级:

行业:

医药生物

投资建议:

买入/ (首次评级)

当前价格:

22.81元

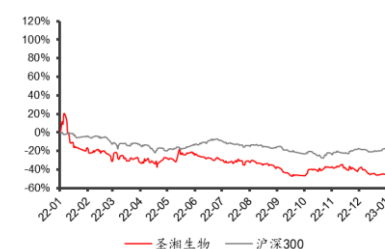
目标价格:

44.55元

基本数据

| | |
|----------------|---------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 588.46/349.23 |
| 流通A股市值 (百万元) | 6,541 |
| 每股净资产 (元) | 13.12 |
| 资产负债率 (%) | 10.06 |
| 一年内最高/最低 (元) | 51.14/21.28 |

股价相对走势



分析师: 郑薇

执业证书编号: S0590521070002

邮箱: zhengwei@glsc.com.cn

联系人: 林海霖

邮箱: linhl@glsc.com.cn

相关报告

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 4,762.96 | 4,514.54 | 6,043.86 | 2,448.74 | 3,037.08 |
| 增长率 (%) | 1203.53% | -5.22% | 33.88% | -59.48% | 24.03% |
| EBITDA (百万元) | 3,126.80 | 2,686.71 | 2,720.47 | 1,237.64 | 1,570.63 |
| 归母净利润 (百万元) | 2,616.60 | 2,242.70 | 2,197.28 | 973.71 | 1,249.97 |
| 增长率 (%) | 6527.90% | -14.29% | -2.03% | -55.69% | 28.37% |
| EPS (元/股) | 4.45 | 3.81 | 3.73 | 1.65 | 2.12 |
| 市盈率 (P/E) | 5.1 | 6.0 | 6.1 | 13.8 | 10.7 |
| 市净率 (P/B) | 2.8 | 2.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 13.4 | 7.1 | 1.4 | 1.5 | 0.6 |

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 1 月 16 日收盘价

投资聚焦

分子诊断赛道优质：预计 2022 年全球非新冠分子诊断市场为 295.0 亿美元，其中全球常规核酸试剂在 2022-2027 年 CAGR 为 8.0%，国内分子诊断市场为 182.0 亿元，2021-2024 年 CAGR 为 27.0%，高于医疗器械平均增速。新冠核酸检测的普及，加快国产品牌追赶进口的步伐。

公司基层检测布局成型：疫情期间，分子诊断设备在国内外医疗机构大规模装机，使得 PCR 在基层实现普及，疫情放缓后，病毒性肝炎、呼吸道感染等常规检测需求复苏，检测类型和数量的提升，使得存量分子设备利用效率及单机产出进一步提高。

公司围绕分子业务全方位布局：公司经过接近 15 年的沉淀，形成生殖道感染、病毒性肝炎、呼吸道感染等检测菜单，2020 年推出的 iPonatic 定位 POCT 移动分子诊断，能突破分子实验室限制，兼容不同使用场景。公司通过产业投资、股权收购进行分子赛道全方位布局，打造圣湘分子整体解决方案。

公司海外推广提高打开成长空间：通过抗疫产品，公司积累海外优质销售渠道；战略产品先后获得海外市场认证，产品力获得肯定；通过“5+10”海外战略区及重点国家规划，有望进一步扩大公司的海外收入。

不同于市场的观点

1、市场认为圣湘的新冠核酸产品收入过高，营收不可持续。我们认为公司通过新冠核酸产品积累现金，并反哺研发、营销，持续加强战略产品投入，继 21 年完成战略产品股权激励目标后，22 年有望继续达标。随着疫情后门诊量持续恢复，常规诊疗活动带来检测需求提升，通过新冠核酸检测试剂推广的仪器，有望进一步提高检测产出。

2、市场认为新冠透支分子诊断行业驱动力，高速增长将趋缓。我们认为新冠普及分子诊断产品的应用，带来更多的临床应用场景。参照部分海外国家，在疫情后，呼吸道感染等常规产品增长明显，需求长期存在。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 60.44/24.49/30.37 亿元，增速分别为 33.88%/-59.48%/24.03%，归母净利润分别为 21.97/9.74/12.50 亿元，增速分别为 -2.03%/-55.69%/28.37%，EPS 分别为 3.73/1.65/2.12 元/股。DCF 绝对估值法测得公司每股价值 53.18 元，可比公司平均 PE 为 18 倍，鉴于公司分子仪器装机量提升，常规战略产品疫后复苏带动分子试剂销售，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2023 年 27 倍 PE，目标价 44.55 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

| | | |
|-------|--------------------------------|----|
| 1. | 聚集分子赛道国内领军企业 | 5 |
| 1.1 | 围绕分子业务长期布局..... | 5 |
| 1.2 | 营收亮眼持续高增长..... | 6 |
| 1.3 | 全球抗疫不掩战略业务发展..... | 7 |
| 2. | 高成长分子赛道或孕育体外诊断新巨头 | 10 |
| 2.1 | 新冠加速国产分子替代进程..... | 11 |
| 2.2 | 行业认知提高产品渗透..... | 12 |
| 3. | 分子全方位解决方案拓展全球市场 | 13 |
| 3.1 | 分子系统优势突出..... | 15 |
| 3.1.1 | 移动分子诊断系统..... | 15 |
| 3.1.2 | 病毒性肝炎..... | 16 |
| 3.1.3 | 呼吸道感染..... | 17 |
| 3.2 | 布局海外打开成长天花板..... | 18 |
| 4. | 盈利预测、估值与投资建议 | 19 |
| 4.1 | 盈利预测..... | 19 |
| 4.2 | 估值与投资建议..... | 20 |
| 5. | 风险提示 | 22 |

图表目录

| | | |
|--------|---|----|
| 图表 1: | 公司主要产品及服务..... | 5 |
| 图表 2: | 2022 年 Q3 公司股权架构图..... | 6 |
| 图表 3: | 2018-2022Q1-3 营收及增速 (百万元, 增速右轴)..... | 6 |
| 图表 4: | 2018-2022Q1-3 归母净利润及增速 (百万元, 增速右轴)..... | 6 |
| 图表 5: | 2018-2021 年公司各类别产品收入占比..... | 7 |
| 图表 6: | 2018-2021 年公司主要产品毛利率..... | 7 |
| 图表 7: | “新十条”及部分城市核酸检测政策更新..... | 7 |
| 图表 8: | 2017-2021 年仪器收入及增速 (万元)..... | 8 |
| 图表 9: | 2020-2021 年仪器发货量 (台)..... | 8 |
| 图表 10: | 2017-2022Q1-3 经营活动现金净流量 (百万元)..... | 8 |
| 图表 11: | 2017-2022Q1-3 研发投入金额 (百万元)..... | 8 |
| 图表 12: | 2021-2024 年股权激励目标拆分..... | 9 |
| 图表 13: | 2022 年医疗器械及体外诊断细分市场..... | 10 |
| 图表 14: | 基因检测技术..... | 10 |
| 图表 15: | 基因检测技术细分市场..... | 11 |
| 图表 16: | 2022-2027E 全球分子诊断市场规模 (亿美元)..... | 11 |
| 图表 17: | 2021 年全球分子诊断竞争格局..... | 11 |
| 图表 18: | 2015-2024E 中国分子诊断市场规模 (亿元)..... | 12 |
| 图表 19: | 2021 年中国分子诊断竞争格局..... | 12 |
| 图表 20: | 2019-2022 年分子诊断行业相关政策..... | 12 |
| 图表 21: | 国内仪器规模测算 (台)..... | 13 |
| 图表 22: | 公司技术实力横向对比..... | 14 |

| | |
|--|----|
| 图表 23: “一步法”核酸检测流程..... | 14 |
| 图表 24: 公司技术实力横向对比..... | 15 |
| 图表 25: 圣湘移动分子诊断系统..... | 15 |
| 图表 26: 全球移动分子诊断系统竞品..... | 15 |
| 图表 27: 全球 POCT 分子诊断竞品营收及装机..... | 15 |
| 图表 29: 2022-2027E 全球肝炎、血筛、艾滋分子诊断市场 (亿美元) | 16 |
| 图表 30: 2018-2025E 国内肝炎、艾滋分子诊断市场 (亿美元) | 16 |
| 图表 31: WHO 推荐慢性乙肝患者管理流程图..... | 17 |
| 图表 32: 慢性 HBV 治疗适应症流程图..... | 17 |
| 图表 34: 病毒性呼吸道感染的病原体谱..... | 18 |
| 图表 35: 细菌性呼吸道感染的病原体谱..... | 18 |
| 图表 36: 国际重点国家 IVD 情况..... | 18 |
| 图表 37: 2017-2021 年境外收入及占比 (右轴占比, 百万元) | 19 |
| 图表 38: 圣湘生物盈利预测 (百万元) | 20 |
| 图表 39: FCFE 模型关键假设..... | 21 |
| 图表 40: FCFE 模型敏感性测试..... | 21 |
| 图表 41: FCFE 估值明细..... | 21 |
| 图表 42: 可比公司估值..... | 21 |

1. 聚集分子赛道国内领军企业

圣湘生物成立于 2008 年 4 月，2020 年 8 月 28 日在科创板上市。公司作为体外诊断整体解决方案提供商，聚焦“分子诊断”赛道，目前业务覆盖体外诊断试剂、仪器、基因检测服务、第三方医学检验服务等。凭借自主开发的“高精度磁珠法”、“一步法”、“全自动统一样本处理”等国际领先核心技术，公司覆盖传染病、妇幼健康、血液筛查等菜单，超过 300 余种产品，推动基因技术向多场景应用转变。

图表 1: 公司主要产品及服务

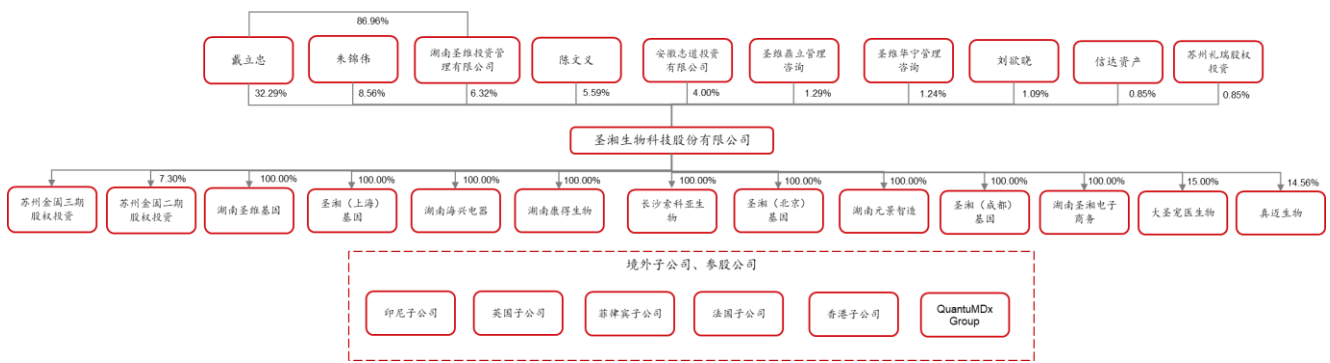
| 产品系列 | 产品名称 | 已有产品情况 |
|-------|-----------------|--|
| 试剂类 | 病毒肝炎 | 9 款用于体外定量或定性检测乙型、丙型肝炎病毒、基因分型和突变位点检测的核酸检测试剂 |
| | 生殖道感染与遗传 | 18 款用于体外定性或定量检测性传播类病原体与人乳头瘤病毒的核酸检测产品，适用于生殖道感染性疾病辅助诊断和女性宫颈癌及癌前病变及遗传基因筛查或辅助检测 |
| | 儿科感染 | 6 款用于体外定性检测儿科相关肠道病毒、疱疹类病毒、遗传基因及呼吸道疾病相关病原体的核酸检测产品 |
| | 呼吸道感染 | 6 款用于体外定性检测呼吸道疾病相关病原体核酸 |
| | 核酸血液筛查 | 高敏定性筛查检测乙肝、丙肝、艾滋病毒核酸，用于临床血源性病原体筛查及用血安全、血液及血液制品的病原体筛查检测 |
| | 科研、突发疫情防控 | 400 余项用于科研需求、突发疫情或公共卫生防控需求、以及动物疫病的核酸检测试剂 |
| | 核酸提取 | 生物样本的保存及样本（全血、血清、血浆、鼻咽拭子、粪便、尿液、痰液、组织等）中核酸（DNA/RNA）的提取或纯化 |
| 仪器类 | 生化 | 用于体外检测生化指标变化情况，总蛋白（TP）、白蛋白（ALB）、铁蛋白（FER）等，包括肝功能、肾功能、糖类、特定蛋白、血脂、心血管、无机离子等多系列共计 63 个产品 |
| | 免疫 | 对免疫分子（抗原、抗体、补体、细胞因子等）和免疫细胞进行定性、定量检测，形成了系列新冠相关快速抗原及抗体检测产品 |
| | 全自动核酸检测反应体系 | 全自动核酸提取仪（Natch S/CS 系列）、核酸提取仪（Natch 系列）、全自动核酸检测反应体系构建系统（S21A） |
| | POCT 移动分子诊断系统系列 | iPonatic 移动分子诊断系统，iCube 移动分子诊断系统 |
| 检测服务类 | 实时荧光定量 PCR 分析系统 | MA-6000 型、QuantStudio 5 |
| | 第三方医学检验服务 | 设有基因测序、分子生物学、生化发光、免疫、病理诊断、科研服务、健康管理等服务，可提供各类检测项目 2,200 余项。 |
| | 科研服务 | 主要包括二代测序服务、生物信息分析服务、科研合作服务等。 |

来源：公司官网，国联证券研究所

1.1 围绕分子业务长期布局

公司董事长戴立忠博士为公司实控人，除直接控股 32.29% 外，持有湖南圣维投资管理有限公司 86.96% 股权。圣维鼎立和圣维华宁为员工持股平台。公司目前有境外子公司共 5 家，包括印尼、菲律宾、英国等，另外通过入股方式，与代理公司英国 QuantuMDx Group Limited 形成深度合作。

图表 2: 2022 年 Q3 公司股权架构图



来源: iFind, 国联证券研究所

2021 年 6 月, 圣湘通过股权转让、认缴新增注册资本入股真迈生物, 后者为国内少数实现测序仪自研自产, 并获得注册证得厂家, GenoCare 1600 是全球首款获批单分子测序平台, 双方的战略合作, 在基因测序、PCR 检测等分子诊断或将形成合力。

2022 年 6 月, 公司参与鹏远生物 B+ 轮战略投资, 鹏远生物是甲基化检测技术的引领者和推动者, 是我国癌症早筛领域的头部企业之一。双方将在癌症早期诊断领域深度合作。

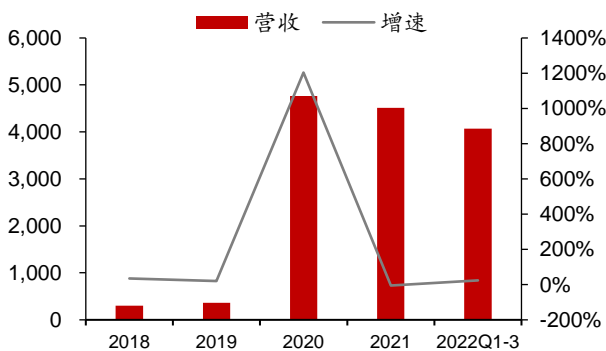
另外公司还投资了英国 QuantuMDx Group Limited、大圣宠医、First light Diagnostics 等, 分别侧重于分子多联、宠物医疗和药敏领域, 围绕分子赛道进行全方位布局, 打造圣湘分子整体解决方案。

1.2 营收亮眼持续高增长

2018-2021 年, 公司营收从 3.03 亿元增长至 45.15 亿元, CAGR 为 146.08%; 归母净利润从 0.07 亿元增长至 22.43 亿元, CAGR 为 584.30%。凭借上市后, 新冠产品在国内外的热销, 公司收入和利润大幅增长, 抗疫早期相对较高的售价, 以及随着规模效应提升对成本的控制, 利润端的增幅高于收入端。

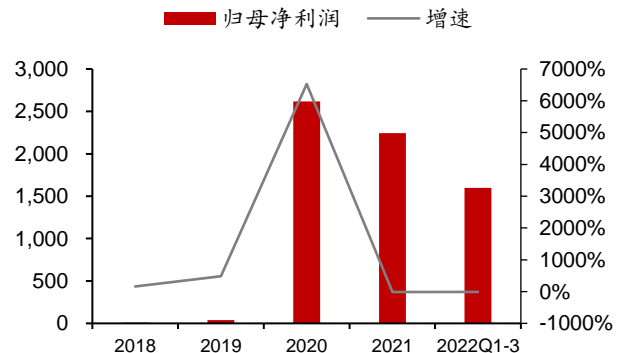
2022 年前三季度, 公司实现营业收入 40.68 亿元, 同比增长 24.52%; 归母净利润 15.98 亿元, 同比减少 9.04%。新冠核酸订单由外销转为内销为主后, 通过连集采的调控, 价格持续下探, 对业绩有所影响。

图表 3: 2018-2022Q1-3 营收及增速 (百万元, 增速右轴)



来源: iFind, 国联证券研究所

图表 4: 2018-2022Q1-3 归母净利润及增速 (百万元, 增速右轴)

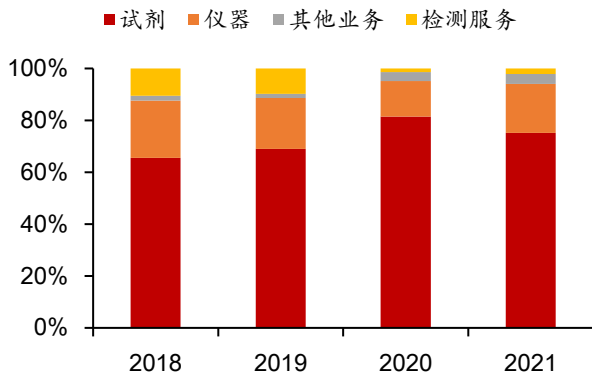


来源: iFind, 国联证券研究所

公司产品主要包含试剂、仪器、检测服务三大类。其中试剂产品收入占比最高，2021年达到了75.2%，是公司主要的收入来源。公司所销售的核酸检测仪器与自产试剂具有较好的匹配性，仪器销量的增长可带动公司试剂销量的增长，加速提升产品市场占有率。检测服务作为公司业务补充，在整体收入占比较小。

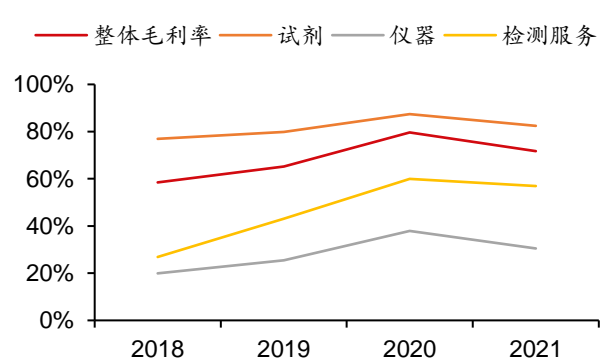
2018-2021年，毛利率较高的试剂产品收入占比从65.6%提升至75.2%，公司整体毛利率也从58.5%提升至71.7%。

图表 5: 2018-2021 年公司各类别产品收入占比



来源: iFind, 国联证券研究所

图表 6: 2018-2021 年公司主要产品毛利率



来源: iFind, 国联证券研究所

1.3 全球抗疫不掩战略业务发展

2021年，公司新冠核酸试剂收入为30.54亿元，整体收入占比为67.6%，相较于2020年的71.3%虽然有所下降，但仍占比较高，2022年前三季度新冠核酸试剂占比也超过60.0%。随着国内防疫政策的持续优化，核酸检测频率和范围有所调整，整体检测需求降低，对公司新冠核酸试剂营收可能造成干扰。

图表 7: “新十条”及部分城市核酸检测政策更新

不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。

天津

轨道交通，取消 72 小时核酸证明查验

北京

对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。

广州

1 月 8 日起入境人员取消全员核酸检测，乘客出入客运场站、乘公共交通工具不再测温

上海

不再按行政区域开展全员核酸检测，除高风险岗位从业人员和高风险区外，其他人员原则上愿检尽检。不再对来沪返沪人员实施“落地检”“三天三检”“五天四检”等；

深圳

飞机&高铁购票、乘车及进出站停止查验 48 小时核酸证明和健康码

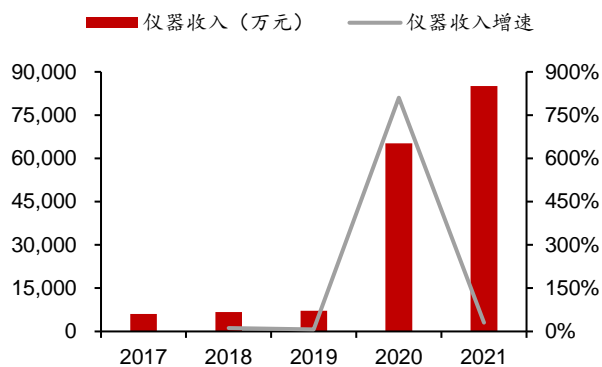
武汉

不再对跨地区流动人员开展“落地查、落地检、落地管”。“四站一场”合理保留核酸采样点，满足旅客“愿检尽检”需求。取消来(返)汉提前申报，健康码不显示“来(返)汉不满 5 天”、不限制其进入相关公共场所。

来源：国家卫健委联防联控、各地防疫防控，国联证券研究所

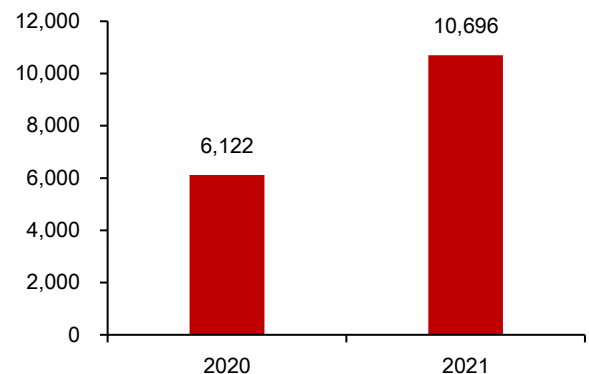
受新冠疫情刺激，公司 2020、2021 年仪器收入分别为 6.5、8.5 亿元，同比增长率达到 30.4%和 75.0%，仪器总发货量分别为 6,122 和 10,696 台。公司针对国际市场开拓提出“爆品战略”，预计未来 3-5 年内在全球铺设 3 万台 iPonatic 仪器，目前已取得较好的市场进展与反馈，积累了良好的客户口碑，为后续试剂上量奠定基础。

图表 8：2017-2021 年仪器收入及增速（万元）



来源：iFind，国联证券研究所

图表 9：2020-2021 年仪器发货量（台）

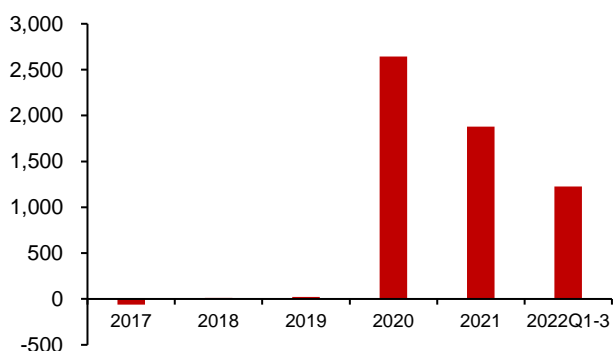


来源：iFind，国联证券研究所

相较此前的开放式系统，可匹配其他品牌试剂，iPonatic 是封闭式系统，仅可匹配公司自产试剂。2021 年，公司变更注册了 4 通道的 iPonatic 核酸检测分析仪，搭载了公司核心的一步法核酸免提取技术，可将分子诊断的检测效率由以往的“小时级”提升到“分钟级”，同时具有高度的便携性和适应性，摆脱了分子诊断检测实验场地及复杂仪器的限制。

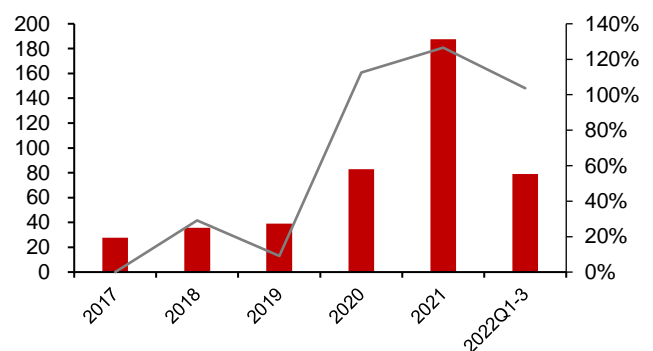
相较 2019 年，公司抓住了新冠核酸检测的机会，在 2020-2022Q3 期间，积累经营活动现金流，并转化为研发投入，同期研发投入金额，连续翻倍增长。主要用于国际产品开发及注册准入，截至 22 年上半年，公司新获批产品注册准入 600 余项；另外加强战略产线研发投入。

图表 10：2017-2022Q1-3 经营活动现金净流量（百万元）



来源：iFind，圣湘生物招股书，国联证券研究所

图表 11：2017-2022Q1-3 研发投入金额（百万元）



来源：iFind，圣湘生物招股书，国联证券研究所

针对非新冠核酸检测产品的推广，公司于 21 年 10 月通过了股票激励计划，首批激励对象共 151 名员工。对应 21-24 年拆分激励目标如下图，其中 21 年完成 7.5 亿元，超过当期目标值，已如期兑现，预计 22 年至少完成当期触发值。

图表 12：2021-2024 年股权激励目标拆分

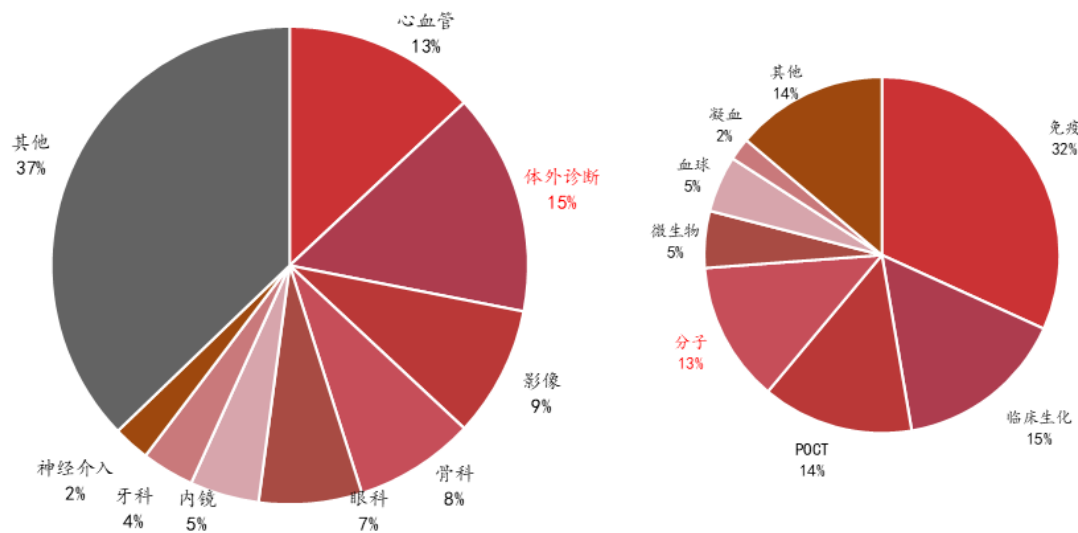
| | | 战略产线业务收入（亿元） | | | 研发指标 | |
|----------------|------------|--------------|-------------|-------|---|--|
| 归属期 | 考核年度 | 目标值 (亿元) | 触发值 (亿元) | 国内目标值 | 国际目标值 | |
| 首次授予的 限制性股票 | 第一个 归属期 | 2021 年 | 7.4 | 6.8 | 2021 年公司及其子公司合计新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量不低于 3 个。 | 2021 年公司及其子公司合计新增获批欧盟 IVDD/IVDR、美国、加拿大、巴西、日本、澳大利亚、WHO、泰国、菲律宾、墨西哥、印度尼西亚等注册分子诊断产品不少于 40 个。 |
| | 第二个 归属期 | 2022 年 | 10.1 | 8.2 | 2021 年至 2022 年公司及其子公司合计新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量累计不低于 8 个。 | 2021 年至 2022 年公司及其子公司合计新增获批欧盟 IVDD/IVDR、美国、加拿大、巴西、日本、澳大利亚、WHO、泰国、菲律宾、墨西哥、印度尼西亚等注册分子诊断产品累计不少于 90 个。 |
| | 第三个 归属期 | 2023 年 | 13.67 | 11 | 2021 年至 2023 年公司及其子公司合计新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量累计不低于 16 个。 | 2021 年至 2023 年公司及其子公司合计新增获批欧盟 IVDR、美国、加拿大、巴西、日本、澳大利亚、WHO、泰国、菲律宾、墨西哥、印度尼西亚等注册分子诊断产品累计不少于 145 个。 |
| | 第四个 归属期 | 2024 年 | 17.8 | 14.5 | 2021 年至 2024 年公司及其子公司合计新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量累计不低于 28 个。 | 2021 年至 2024 年公司及其子公司合计新增获批欧盟 IVDR、美国、加拿大、巴西、日本、澳大利亚、WHO、泰国、菲律宾、墨西哥、印度尼西亚等注册分子诊断产品累计不少于 205 个。 |
| 预留授予的 限制性股票 | 第一个 归属期 | 2022 年 | 10.1 | 8.2 | 2021 年至 2022 年公司及其子公司合计新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量累计不低于 8 个。 | 2021 年至 2022 年公司及其子公司合计新增获批欧盟 IVDD/IVDR、美国、加拿大、巴西、日本、澳大利亚、WHO、泰国、菲律宾、墨西哥、印度尼西亚等注册分子诊断产品累计不少于 90 个。 |
| | 第二个 归属期 | 2023 年 | 13.67 | 11 | 2021 年至 2023 年公司及其子公司合计新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量累计不低于 16 个。 | 2021 年至 2023 年公司及其子公司合计新增获批欧盟 IVDR、美国、加拿大、巴西、日本、澳大利亚、WHO、泰国、菲律宾、墨西哥、印度尼西亚等注册分子诊断产品累计不少于 145 个。 |
| | 第三个 归属期 | 2024 年 | 17.8 | 14.5 | 2021 年至 2024 年公司及其子公司合计新增获批国内第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量累计不低于 28 个。 | 2021 年至 2024 年公司及其子公司合计新增获批欧盟 IVDR、美国、加拿大、巴西、日本、澳大利亚、WHO、泰国、菲律宾、墨西哥、印度尼西亚等注册分子诊断产品累计不少于 205 个。 |

来源：公司临时公告，国联证券研究所

2. 高成长分子赛道或孕育体外诊断新巨头

Evaluate MedTech 数据显示，2022 年全球医疗器械市场约 5,318 亿美元，体外诊断是最大细分，占比 15%。占比最大的体外诊断中，分子诊断占比 13%，仅次于实验室核心业务免疫、生化等。

图表 13：2022 年医疗器械及体外诊断细分市场



来源：Evaluate MedTech，国联证券研究所

人类有数万个基因，储存在 DNA 分子中，以 A、T、C、G 四种碱基形式存在，配对形成碱基对，通过测量血液或其他人体组分，分析其中的基因信息，判断疾病情况或增加对人体信息的了解，常用的基因检测技术有 FISH、PCR、基因测序、基因芯片等。

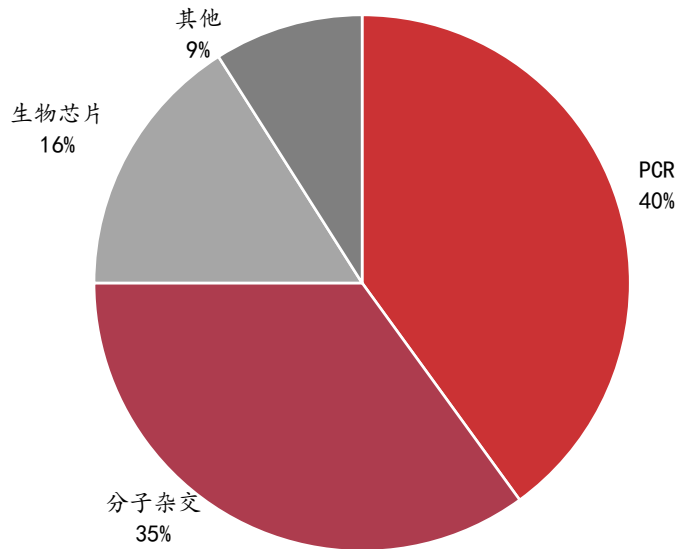
图表 14：基因检测技术

| 基因检测技术 | 优点 | 缺点 |
|-------------------|---------------------|-------------------|
| 荧光原位杂交技术(FISH) | 快速、杂交特异性高、多重染色 | 操作繁琐、通量低 |
| 聚合酶链式反应技术(PCR) | 技术成熟，灵敏度高 | 只能检测少量基因，效率低 |
| ddPCR（数字微滴 PCR） | 扩增反应在独立反应室进行，实现绝对定量 | 高成本，时间密集 |
| 基因生物芯片(Gene Chip) | 在位点确认的情况下实现通量高检测 | 只针对已知位点，特异性和灵敏度较低 |
| 基因测序 | 技术成熟，高通量、价格低 | 数据分析复杂、测序仪器昂贵 |

来源：圣湘生物招股书，国联证券研究所

PCR 技术是分子诊断中最为成熟，临床应用广泛，通过新冠疫情，被各级医疗机构采用。国内分子诊断主要由 PCR 主导，分子杂交因发展较早，也有对应适用场景。

图表 15: 基因检测技术细分市场



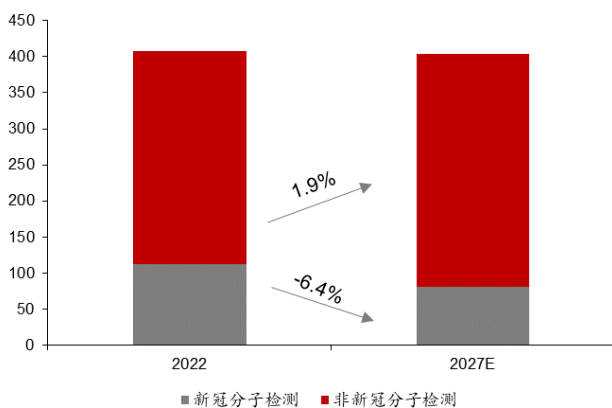
来源: BCC, 国联证券研究所

2.1 新冠加速国产分子替代进程

根据 Kalorama 数据, 2022 年, 全球分子诊断市场约为 407.2 亿美元, 其中新冠分子诊断为 112.2 亿美元, 随着疫情的常态化, 此部分市场容量逐步减小; 非新冠分子诊断整体为 295.0 亿美元, 预计到 2027 年非新冠分子诊断保持 1.9% 复合增长率, 核酸试剂 (含呼吸道、HIV、肝炎等测试项目)、临床测序和消费级基因有望分别保持 8.0%、5.0% 和 17.0% 的复合增长率。

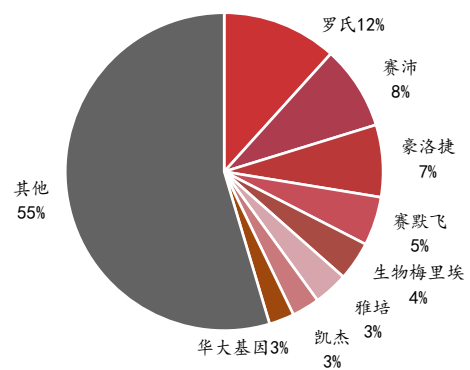
全球范围内的分子领跑者, 仍以进口品牌为主, 罗氏、赛沛 (丹纳赫) 和豪洛捷分列前三。

图表 16: 2022-2027E 全球分子诊断市场规模 (亿美元)



来源: Kalorama, 国联证券研究所

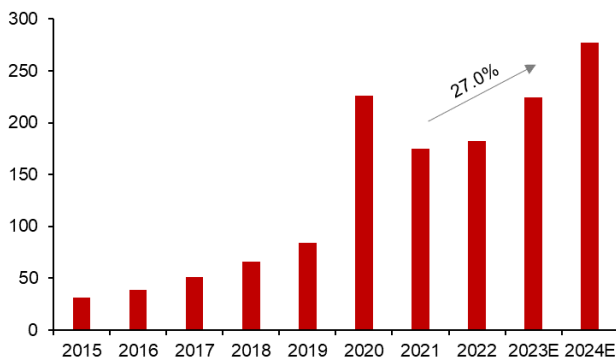
图表 17: 2021 年全球分子诊断竞争格局



来源: Kalorama, 各公司年报, 国联证券研究所

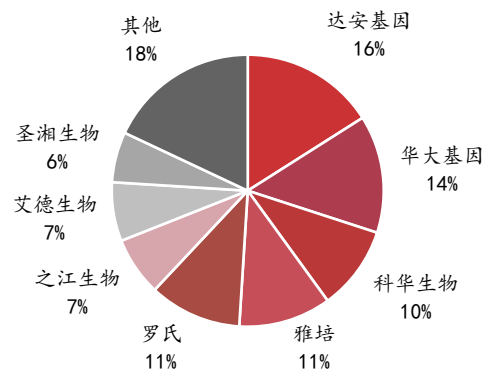
2022 年中国分子诊断市场为 182.0 亿元, 受新冠检测试剂影响, 2020 年市场容量显著增加, 持续消化高基数后, 2021-2024 复合增长率 27.0% 仍然高于国际平均水平。通过新冠核酸试剂的销售, 国产分子品牌在国内的市场份额已经陆续超过进口, 达安基因、华大基因、科华分列前三, 而非新冠试剂, 仍以罗氏、雅培等进口品牌占主导。

图表 18: 2015-2024E 中国分子诊断市场规模(亿元)



来源: Frost & Sullivan, 国联证券研究所

图表 19: 2021 年中国分子诊断竞争格局



来源: 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

2.2 行业认知提高产品渗透

新冠疫情给全民科普了分子核酸检测,也迅速提升了各级医疗机构核酸检测能力。2020年,国务院联防联控机制印发《进一步推进新冠病毒核酸检测能力建设工作方案》,强调“到2020年9月底前,实现辖区内三级综合医院、传染病专科医院、各级疾控机构以及县域内至少1家县级医院具备核酸采样和检测能力。到2020年底前,所有二级综合医院具备核酸采样和检测能力”。基层检测能力短板得到加强。

19年以来,分子诊断行业持续得到各级政策指导规范,对行业整体发展提供有力支持。

图表 20: 2019-2022 年分子诊断行业相关政策

| 时间 | 政策 | 主要内容 |
|----------|---|---|
| 2019年7月 | 《国务院关于实施健康中国行动的意见》 | 促进生殖健康. 推进农村妇女宫颈癌和乳腺癌检查; 实施癌症防治行动; 倡导积极预防癌症, 推进早筛查、早诊断、早治疗, 降低癌症发病率和死亡率 |
| 2020年6月 | 《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》 | 国家鼓励医疗卫生机构不断改进预防、保健、诊断、治疗、护理和康复的技术、设备与服务。支持开发适合基层和边远地区应用的医疗卫生技术。 |
| 2020年6月 | 卫健委《18种癌症诊疗规范》 | 将体外诊断早期筛查和传统的筛查手段都列为主流筛查手段。 |
| 2020年8月 | 《进一步推进新冠病毒核酸检测能力建设工作方案》 | 到2020年9月底前, 实现辖区内三级综合医院、传染病专科医院、各级疾控机构以及县域内至少1家县级医院具备核酸采样和检测能力; 到2020年底前, 所有二级综合医院具备核酸采样和检测能力 |
| 2020年9月 | 发改委、科技部、工信部等《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》 | 加快生物产业创新发展步伐。加快推动创新疫苗、体外诊断与检测试剂、抗体药物等产业重大工程和项目落实支持类落地 |
| 2021年3月 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》 | 基因与生物技术被列为国家强化国家战略科技力量加强原创性引领性科技攻关的七大科技前沿领域之一; 基因技术同时被列为国家战略性新兴产业未来产业。 |
| 2021年10月 | 卫健委《健康儿童行动提升计划(2021-2025年)》 | 规范婚前孕前保健门诊、产前筛查机构、产前诊断机构设置和管理, 健全新生儿疾病筛查、诊断、治疗网络, 开展相关特色专科建设 |

| | | |
|----------|-------------------------|--|
| 2021年10月 | 卫健委《肿瘤诊疗质量提升行动计划》 | 推进肿瘤早期筛查。各地卫生健康行政部门要加强制度设计，针对适宜肿瘤病种制订完善筛查指南，明确安全、有效、经济的筛查方法，结合推进基本公共卫生服务、健康体检等推进实施，提高肿瘤早期识别能力和机会性筛查水平，促进早诊早治 |
| 2021年12月 | 卫健委《“十四五”医疗装备产业发展规划》 | 提出7个重点领域包括：诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源植入器械，基本覆盖了全人群从防、诊、治到康、护、养全方位全生命周期医疗健康服务装备需求。 |
| 2022年1月 | 《“十四五”卫生健康标准化工作规划》 | 坚持预防为主，针对严重影响人群健康的传染病、寄生虫病、地方病等重大疾病制定监测预警、检验诊断、控支持类制消除、效果判定等标准 |
| 2022年2月 | 工信部、发改委等《“十四五”医药工业发展规划》 | 加快制定人工智能医疗器械、新型生物材料、新型分子诊断试剂等医疗器械标准。 重点发展新型医学影像、体外诊断等领域的医疗器械，疾病筛查、精准用药所需的各类分子诊断产品 |
| 2022年5月 | 发改委《“十四五”生物经济发展规划》 | 提升疾病诊断能力。推动生物技术与精密机械、新型材料、增材制造等前沿技术融合创新，大力开发分子诊断、化学发光免疫诊断、即时即地检验等先进诊断技术和产品，促进装备向智能化、小型化、快速化、精准化、多功能集成化发展。 |

来源：发改委等政府官网，国联证券研究所

结合政策对各级医疗机构分子诊断能力建设的指导，我们对分子设备整体空间进行测算：

图表 21：国内仪器规模测算（台）

| 分子诊断设备空间 | | | | |
|----------|-------------------|-------|------|---------|
| 机构类型 | 三级医院 | 二级医院 | 疾控 | 传染病专科医院 |
| 数量（家） | 3275 | 10848 | 3380 | 179 |
| 合计（台） | 按每家机构至少一台仪器：17682 | | | |

来源：21年健康卫生年鉴，国联证券研究所

三级医院基本都配置分子诊断设备，二级、疾控及专科医院为增量市场，对应仪器空间为 14,407 台。考虑到部分设备是疫情期间集中安装，短期仪器迭代可能性较低，而在设备上非新冠类分子检测，将改善疫后设备利用率，提高整体市场容量。

3. 分子全方位解决方案拓展全球市场

公司聚焦分子赛道进行布局，以“一步法”和“磁珠法”为底层基础，开发不同分子检测手段，目前已经形成多重荧光 PCR、POCT 移动分子诊断、微磁盘液相芯片等技术平台。

图表 22: 公司技术实力横向对比



来源: 公司官网, 国联证券研究所

基因检测产品的优劣首先取决于样本处理技术, 煮沸法和柱体法操作相对繁琐, 且试剂的准确性和灵敏度较差, 进口磁珠成本又较高。公司基于此先研发了新一代超顺磁珠法核酸提取技术, 显著提高了检测灵敏度。

此后, 公司又自主研发了操作更简单的一步法核酸释放技术, 可直接裂解细胞或病原体, 释放其内部核酸, 并将其应用在了肝炎、性病、HPV、呼吸道等领域。通过持续迭代, 第二代一步法技术, 实现对 DNA/RNA 病原体同时高效裂解, 用于呼吸道检测。一步法是公司的核心技术之一, 样本处理耗时 10 分钟, 相较国内同类产品检测时间 (60-120 分钟) 大幅缩短, 检测效率提升。

图表 23: “一步法” 核酸检测流程



来源: 公司官网, 国联证券研究所

基于多年的积累, 公司现有境内外专利 149 项, 其中发明专利 137 项, 在同行业可比公司中处于较高水平。作为行业领先企业, 参与 WHO 肝炎试剂参考品世界标准, 和新冠分子检测系统国际标准 (ISO) 的制定, 以及国内 20 余项分子诊断行业

标准、30 多个分子诊断相关国家标准物质的制定。

除技术上的耕耘，公司积极拓展海内外业务，截至 2022 年中，公司已累计取得国内外 1,100 余项注册证书，496 项产品获得欧盟 CE 认证，同时多个产品获得美国、加拿大、巴西、英国等注册认证，为后续海外销售放量以及全球业务增长打开了大门。

图表 24: 公司技术实力横向对比

| 生产企业 | 圣湘生物 | 硕世生物 | 凯普生物 | 艾德生物 | 达安基因 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 专利数合计 (项) | 149 | 77 | 46 | 53 | 171 |
| 发明专利数 (项) | 137 | 36 | 31 | 51 | 140 |
| 研发投入 (万元) | 18,750.38 | 10,663.82 | 12,522.33 | 15,611.85 | 63,176.80 |
| 研发投入率 | 4.15% | 3.76% | 4.68% | 17.02% | 8.24% |

来源: iFinD, 国联证券研究所

3.1 分子系统优势突出

3.1.1 移动分子诊断系统

2022 年，公司升级了第三代 iPonatic 全自动核酸检测分析系统，先后获得了美国 FDA 和欧盟 IVDR CE 认证。iPonatic III 集核酸提取、扩增检测、数据分析于一体，进一步优化了核酸提取和纯化、PCR 扩增、荧光检测等流程，整体检测时间缩短至 8-45 分钟，实现样本进，结果出，随到随检，利用中控“智慧屏”形成多机互联，实现通道数量拓展。

iPonatic 系统突破传统分子诊断检测场地及仪器的限制，适用于各类非 PCR 实验室环境下的快速检测，例如基层医疗机构、临床科室、海关等。与国际知名品牌罗氏 Cobas Liat，赛沛 GeneXpert，梅里埃 FilmArray 定位类似。

图表 25: 圣湘移动分子诊断系统



来源: 公司官网, 国联证券研究所

图表 26: 全球移动分子诊断系统竞品



来源: 各公司官网, 国联证券研究所

21-22 年，除了罗氏、豪洛捷等传统分子设备装机实现大幅增长，POCT 类分子仪器借助新冠疫情，在全球范围内装机量显著提升，带动试剂收入增长。

图表 27: 全球 POCT 分子诊断竞品营收及装机

| | 分子产线营收 | 产品增速 | 累计装机 (台) |
|---------------|----------|-------|----------|
| 赛沛 GeneXpert | 35.0 亿美元 | 30.0% | 40,000 |
| 梅里埃 FilmArray | 12.7 亿欧元 | 18.0% | 22,000 |

来源：各公司年报，国联证券研究所

3.1.2 病毒性肝炎

22年5月，圣湘的乙型肝炎病毒、丙型肝炎病毒、人类免疫缺陷病毒(1+2型)核酸检测试剂盒(PCR-荧光法)，简称血筛核酸检测试剂盒，成功通过欧盟公告机构认证(CE List A)，继乙肝、丙肝和艾滋三款核酸检测产品后，公司拿下的第四个CE List A认证。是中国第一家血筛核酸检测试剂获欧盟CE List A的企业。全球范围内，此前仅有罗氏同时拿下乙肝、丙肝、艾滋及血筛四款产品CE List A认证。

在欧盟CE认证的类别中，List A类产品监管程度最高，其所需进行的验证、评估和审核强度较高，认证难度较大，认证通过充分体现了公司的研发实力、产品质量与可靠性能，为WHO“消灭肝炎2030规划”做出贡献。

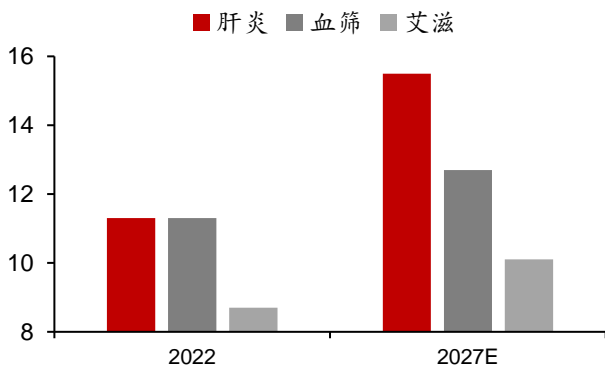
图表 28：圣湘 CE List A 相关证书



来源：公司官网，国联证券研究所

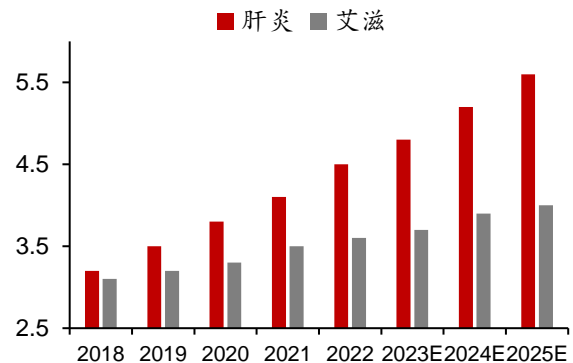
根据 Kalorama 报告，2022 年全球肝炎及血筛分子学诊断市场都为 11.3 亿美元，其中肝炎诊断市场保持 7%复合增长率，2027 年有望达到 15.5 亿美元。同一份报告显示，2022 年国内肝炎分子诊断市场为 4.5 亿美元，2018-2025 年 CAGR 为 8.3%，预计 2025 年有望达到 5.6 亿美元。

图表 29：2022-2027E 全球肝炎、血筛、艾滋分子诊断市场(亿美元)



来源：Kalorama，国联证券研究所

图表 30：2018-2025E 国内肝炎、艾滋分子诊断市场(亿美元)

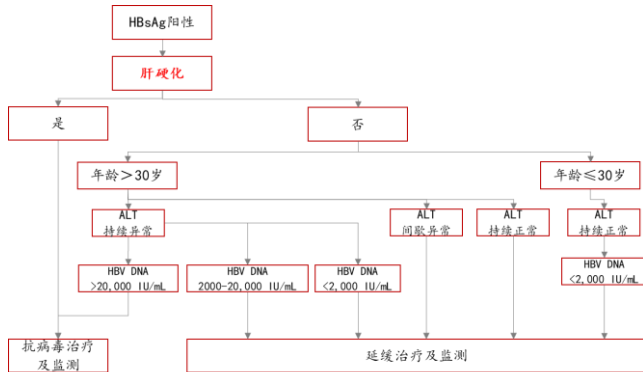


来源：Kalorama，国联证券研究所

WHO 及 2019 版《中国慢性乙型肝炎防治指南》，针对肝炎患者/疑似患者，都

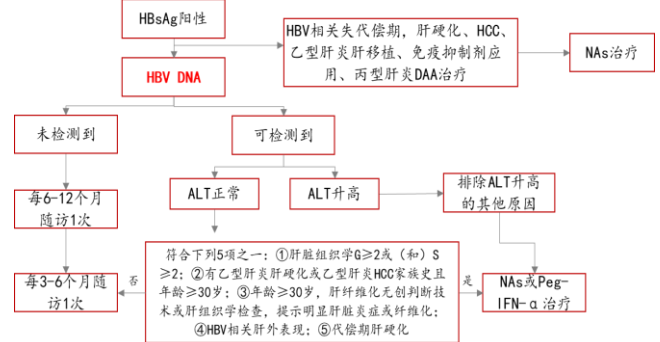
有 DNA 检测的建议，其中国内病毒性肝炎治疗方案中，慢性乙肝患者一年中，至少需要检测 6 次 HBV DNA 载量，而丙肝患者在治疗周期中至少需要检测 8 次 HCV RNA 载量。

图表 31: WHO 推荐慢性乙肝患者管理流程图



来源：WHO 慢性乙肝防治指南，国联证券研究所

图表 32: 慢性 HBV 治疗适应症流程图



来源：中国慢性乙型肝炎防治指南，国联证券研究所

公司的病毒性肝炎系列产品优势突出。包括 8 款用于体外定量或定性检测乙型、丙型肝炎病毒、基因分型和突变位点检测的核酸检测试剂，尤其超灵敏乙肝和丙肝核酸检测试剂灵敏度分别为 5IU/mL 和 12IU/mL，达到了国际领先水平。在线性范围、提取方法、洗涤次数等指标上也优于国内外竞品。

图表 33: 乙肝检测试剂盒与同类产品性能指标对比

| 品牌 | 圣湘生物 | 罗氏 | 雅培 | 达安基因 | 科华生物 |
|--------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 注册证书 | 国械标准 20193400886 | 国械标准 20183400500 | 国械标准 20153403851 | 国械标准 20163400142 | 国械标准 20193401792 |
| 灵敏度 (IU/mL) | 5 | 7.6 | 10 | 10 | 30 |
| 线性范围 (IU/mL) | 20-2.0×10 ⁹ | 10-1.0×10 ⁹ | 10-1.0×10 ⁹ | 20-1.0×10 ⁹ | 50-5.0×10 ⁸ |
| 覆盖基因型 | A-H | A-H | A-H | B、C、D | A-G |
| 提取方法 | 磁珠法 | 磁珠法 | 磁珠法 | 磁珠法 | 磁珠法 |
| 有效期 | 18 个月 | 24 个月 | 18 个月 | 9 个月 | 12 个月 |
| 洗涤次数 (次) | 1 | 2 | 2 | 2 | 4 |
| 洗脱磁珠 | 否 | 否 | 是 | 是 | 是 |

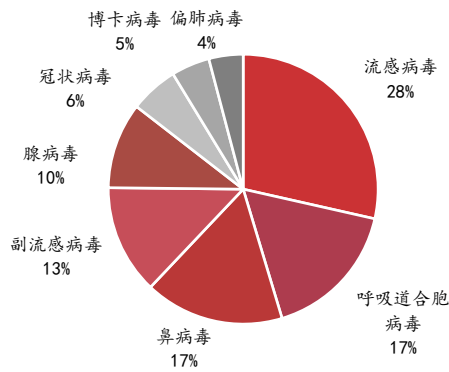
来源：公司招股说明书，国联证券研究所

3.1.3 呼吸道感染

《全国流行性感冒防控工作方案（2020 年版）》指出，严格预检分诊，推进呼吸道传染病多病原联合检测，支持同时开展新冠病毒、流感病毒等多种病原的检测，做好鉴别诊断。《新冠病毒感染肺炎诊疗方案（试行第十版）》中，也要求对新冠病毒感染的轻型表现与其他病毒引起的上呼吸道感染鉴别，主要包括流感病毒、腺病毒、呼吸道合胞病毒等，需要通过多重 PCR 核酸检测等方法，对常见的呼吸道病原体进行检测。

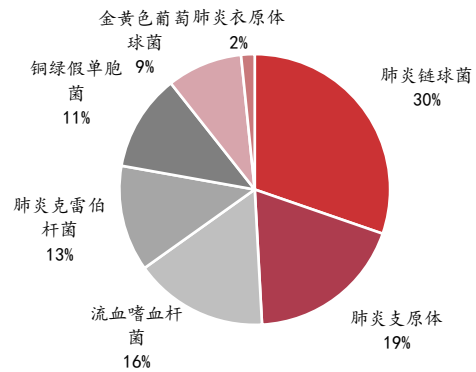
呼吸道感染是由致病微生物入侵呼吸道并进行繁殖所致的疾病，可分为上呼吸道感染与下呼吸道感染。中国疾病预防控制中心历时 11 年，收集来自 106 个城市、277 家哨点医院和 92 个参考实验室的呼吸道传染病监测数据，并在 Nature communications 上发表。上下呼吸道常见感染病毒/细菌有所区别。

图表 34: 病毒性呼吸道感染的病原体谱



来源: 中国疾病预防控制中心, 国联证券研究所

图表 35: 细菌性呼吸道感染的病原体谱



来源: 中国疾病预防控制中心, 国联证券研究所

呼吸道产线上, 公司六项呼吸道病原菌核酸检测试剂盒取得医疗器械注册证, 形成了集“呼吸道病原菌六联检(肺炎克雷伯菌、肺炎克雷伯菌、流感嗜血杆菌、铜绿假单胞菌、嗜肺军团菌、金黄色葡萄球菌)、呼吸道病毒六联检(甲乙流、呼吸道合胞、腺病毒、肺炎支原体、人鼻病毒)、呼七、新冠甲乙流三联检、腺病毒等 30 余项单检产品”, 覆盖上下呼吸道常见病毒/细菌, 为呼吸道感染提供更全面可及的精准诊疗手段。

全球龙头赛沛 2022 年第三季度, 非呼吸道检测收入增长 10%, 其中病毒学和传染病检测收入增长了两位数, 单季度收入约 8.75 亿美元, 超过 3.25 亿的预期, 主要源自呼吸道病毒流行率高于预期。我们认为, 疫情后以呼吸道感染检测为代表的常规诊断产品有望加速推广。

3.2 布局海外打开成长天花板

国际上, 亚太和 LAAM 区域(拉美、非洲、中东), 整体 IVD 复合增速分别为 13.5%、8.6%, 远高于欧美等发达国家低个位数的增长水平, 且分子诊断预计超过常规项目增长。部分人口基数较大的国家, 分子诊断产品远远未达到饱和, 值得持续关注 and 投入。

图表 36: 国际重点国家 IVD 情况

| 国家 | 人口 (亿) | 人均 GDP (美元) | 预计 IVD 市场 (亿美元) | 复合增速 | 人均 IVD 支出 (美元) |
|-------------|--------|-------------|-----------------|------|----------------|
| 印度 | 13.2 | 2,104 | 10.3 | 7% | 0.78 |
| 印尼 | 2.6 | 3,894 | 3.0 | 7% | 1.15 |
| 巴西 | 2.1 | 6,796 | 10.5 | 7% | 5.00 |
| 菲律宾 | 1.1 | 3,300 | 1.3 | 9% | 1.18 |
| 埃及 | 1.0 | 3,023 | 3.5 | 5% | 3.50 |
| 全球人均 IVD 支出 | | | | | 9.10 |
| 中国 | | | | | 7.10 |
| 日本 | | | | | 38.80 |
| 美国 | | | | | 62.80 |

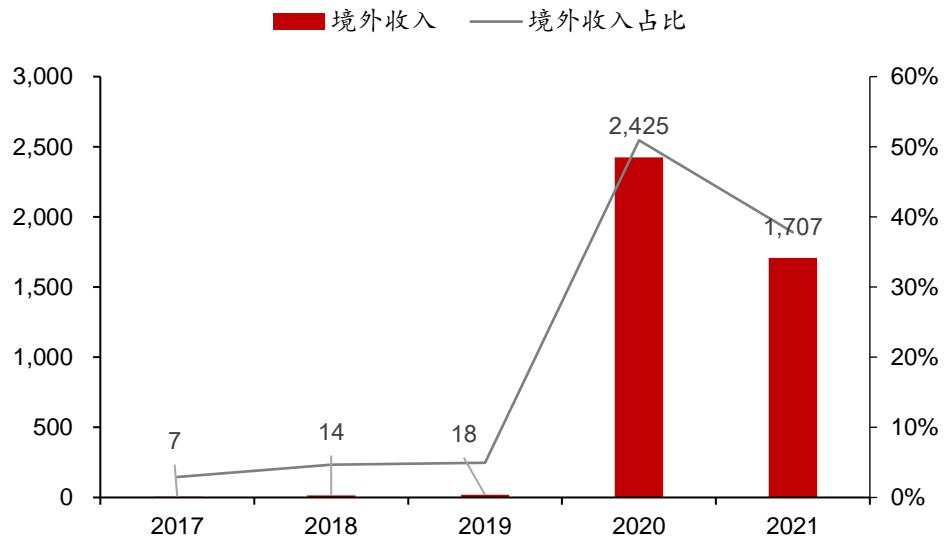
来源: Kalorama, 国联证券研究所

疫情开始后, 公司迅速开发了新型冠状病毒核酸检测试剂, 并通过了应急产品审批, 拓展全球 160 多个国家和地区客户, “圣湘方案”通过优质的产品、良好的支持进入众多国家政府采购目录, 已成为全球多个国家的抗疫主导方案。积累国际销售渠道

道中 50%以上为政府官方相关渠道，并于各国大使馆、卫生部、军方和红十字会等机构建立长期深入联系，或将加速圣湘全线产品推广。2022 年，公司与全球独立实验室巨头 Eurofins 达成战略合作协议，有望将圣湘分子解决方案应用于全球更多实验室中。

公司 2020-2021 年境外收入分别为 24.25 和 17.07 亿元，占比分别为 50.92% 和 37.81%，相较 2019 年明显提高，通过抗疫产品，迅速打开境外销售渠道，并实现超额营收。疫情后，有望借助优质渠道，实现持续销售。

图表 37: 2017-2021 年境外收入及占比 (右轴占比, 百万元)



来源: iFinD, 国联证券研究所

公司在原有的“7+2”的规划基础上加快全球布局，制定全球区域和重点国家并行的“5+10”海外战略，将重点布局欧洲、南亚大洋洲、北亚独联体、中东非洲、美洲五大区域，法国、英国、菲律宾等十个国家。通过本土化运营的模式深耕重点国家与区域，设立海外分支机构，加强境外耕耘合作，深入终端客户，进一步扩大公司的业务范围和全球影响力。

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 60.44/24.49/30.37 亿元，增速分别为 33.88%/-59.48%/24.03%，毛利率分别为 60.35%/64.56%/66.58%。23 年收入端有所下滑，主要因新冠核酸检测产品受政策影响，预计较难维持大规模销售；随着公司战略产品销售增加，高毛利产品带动整体毛利率提升，另外规模优势对费用率进一步优化，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 21.97/9.74/12.50 亿元，增速分别为 -2.03%/-55.69%/28.37%。

1) 检测试剂:

检测试剂是公司主营收入占比最大的部分，因国内新冠检测需求较大，2022 年预计整体仍保持稳定增长，随着国内防疫政策调整，23 年以后，此部分需求预计可

持续性较低，检测试剂逐步切换成非新冠类试剂，营收有所下滑，但毛利率相较 2022 年有所提升，预计 2022-2024 年检测试剂收入增速分别为 46.78%/-70.79%/42.89%；毛利率分别为 70.35%/74.31%/76.54%。

2) 仪器：

疫情期间，公司国内外仪器装机实现大幅增长，考虑到仪器本身使用寿命在 5 年左右，产线增量主要来自新建医疗机构需求以及海外采购，仪器使用稳定后，会在同一平台运行配套检测试剂，实现单机试剂产出提升，而仪器装机逐步趋缓，预计 2022-2024 年检测试剂收入增速分别为 -10.94%/-14.85%/-12.79%；毛利率分别为 28.31%/28.14%/28.14%。

3) 检测服务：

22 年检测服务仍以新冠核酸配套检测为主，疫情带来检测服务需求的提升，规模效应对成本控制有所帮助，毛利率小幅提升。23-24 年，预计检测服务将逐步切换至附加值较高的其他分子诊断项目。预计 2022-2024 年检测试剂收入增速分别为 30.00%/30.00%/25.00%；毛利率分别为 58.98%/59.43%/59.43%。

图表 38: 圣湘生物盈利预测 (百万元)

| 产线 | 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------|-------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 检测试剂 | 营收 | 3879.00 | 3393.44 | 4981.05 | 1454.90 | 2078.88 |
| | yoy | 1438.69% | -12.54% | 46.78% | -70.79% | 42.89% |
| | 毛利率 | 87.41% | 82.37% | 70.35% | 74.31% | 76.54% |
| 仪器 | 营收 | 652.39 | 850.58 | 757.50 | 645.00 | 562.50 |
| | yoy | 810.39% | 30.38% | -10.94% | -14.85% | -12.79% |
| | 毛利率 | 37.90% | 30.45% | 28.31% | 28.14% | 28.14% |
| 检测服务 | 营收 | 65.80 | 97.90 | 127.27 | 165.45 | 206.81 |
| | yoy | 86.17% | 48.88% | 30.00% | 30.00% | 25.00% |
| | 毛利率 | 59.96% | 56.98% | 58.98% | 59.43% | 59.43% |
| 其他 | 营收 | 164.99 | 172.86 | 178.05 | 183.39 | 188.89 |
| | yoy | 2625.31% | 4.77% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| | 毛利率 | 69.75% | 72.67% | 72.67% | 72.67% | 72.67% |
| 合计 | 营收 | 4762.96 | 4514.54 | 6043.87 | 2448.74 | 3037.08 |
| | yoy | 1203.53% | -5.22% | 33.88% | -59.48% | 24.03% |
| | 毛利率 | 79.64% | 71.67% | 60.35% | 64.56% | 66.58% |
| | 归母净利润 | 2616.60 | 2242.70 | 2197.28 | 973.71 | 1249.97 |
| | yoy | 6527.90% | -14.29% | -2.03% | -55.69% | 28.37% |

来源：Wind，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们采用两种估值方法对公司进行估值：

1) 绝对估值法：考虑到公司盈利能力较好，我们采用 FCFE 方法进行估值。参考近一年期国债收益率平均值给予 2.26% 无风险利率，并将公司预测期分为三个阶段。第一阶段按盈利预测；2025-2029 为第二阶段，基于分子诊断行业在疫情后的发展，预计此阶段复合增长率为 6.0%；2030 年后为第三阶段，行业及公司进入稳定期，业务相对成熟，预计永续增长率为 2.0%。

图表 39: FCFE 模型关键假设

| 估值假设 | 数值 |
|------------|--------|
| 无风险利率 Rf | 2.26% |
| 市场预期回报率 Rm | 9.76% |
| 第二阶段年数 | 5 |
| 第二阶段增长率 | 6.00% |
| 永续增长率 | 2.00% |
| 有效税率 T | 15.00% |
| Ke | 9.54% |
| Kd | 6.89% |
| WACC | 9.26% |

来源: iFind, 国联证券研究所

图表 40: FCFE 模型敏感性测试

| 估值敏感性分析 | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| WACC/永续增长率 | 1.65% | 1.82% | 2.00% | 2.20% | 2.42% |
| 7.88% | 65.09 | 66.41 | 67.93 | 69.73 | 71.86 |
| 8.67% | 57.85 | 58.84 | 59.99 | 61.33 | 62.90 |
| 9.54% | 51.55 | 52.31 | 53.18 | 54.18 | 55.35 |
| 10.49% | 46.07 | 46.64 | 47.30 | 48.05 | 48.93 |
| 11.54% | 41.26 | 41.70 | 42.19 | 42.76 | 43.42 |

来源: iFind, 国联证券研究所

图表 41: FCFE 估值明细

| FCFE 估值 | 现金流折现值 | 价值百分比 |
|----------------|-----------------|---------------|
| 第一阶段 | 3130.38 | 9.98% |
| 第二阶段 | 7995.36 | 25.48% |
| 第三阶段 (终值) | 20249.93 | 64.54% |
| 总股权价值 | 31375.67 | |
| 减: 少数股东权益 | 12.43 | 0.04% |
| 股权价值 | 31363.24 | 99.96% |
| 除: 总股本(股) | 589778631.00 | |
| 每股价值(元) | 53.18 | |

来源: iFind, 国联证券研究所

综上所述, 绝对估值 FCFE 模型测算得到公司市值为 313.63 亿元, 对应每股价值 53.18 元, 对应 2023 年 PE 为 32 倍。

2) 相对估值法: 采用行业可比公司平均 PE 作为估值指标, 选取新冠检测产品占比较大、且同为体外诊断行业的明德生物、万孚生物, 以及分子诊断上游供应商诺唯赞、体外诊断龙头之一的新产业作为可比公司, 可比公司 23 年平均 PE 为 18 倍, 考虑公司是分子仪器装机量提升, 常规战略产品疫后复苏带动分子试剂销售, 给予公司 2023 年 27 倍 PE, 对应市值为 262.71 亿元, 对应目标价为 44.55 元。

图表 42: 可比公司估值

| 证券代码 | 证券名称 | 市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE | | |
|-----------|------------|---------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 002932.SZ | 明德生物 | 89.28 | 26.49 | 13.97 | 9.31 | 2 | 4 | 6 |
| 300482.SZ | 万孚生物 | 137.09 | 3.32 | 2.34 | 2.57 | 10 | 14 | 12 |
| 688105.SH | 诺唯赞 | 228.33 | 2.30 | 2.35 | 2.74 | 27 | 26 | 23 |
| 300832.SZ | 新产业 | 446.99 | 1.59 | 2.06 | 2.65 | 36 | 28 | 22 |
| | 平均值 | | 8.43 | 5.18 | 4.31 | 19 | 18 | 15 |
| 688289.SH | 圣湘生物 | 132.05 | 3.27 | 1.82 | 2.10 | 6 | 14 | 11 |

来源: iFinD, 国联证券研究所测算, 股价取 2023 年 1 月 16 日收盘价, 可比公司 EPS 使用一致预期

综上，我们结合 PE 相对估值法和 FCFE 绝对估值法结果，给予公司 2023 年 27 倍 PE，对应目标价 44.55 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

➤ **疫情产品收入占比过高风险**，2020-2021 年，公司新冠核酸检测收入占比均超过 60%，2022 年预计仍不低于 60% 收入占比，随着国内防疫政策的持续调整，疫情产品收入可持续性较低。

➤ **新产品推广不及预期**，公司呼吸道感染、病毒性肝炎等战略产品推广需要额外营销投入，临床接受程度不一，可能影响相应营收。

➤ **海外推广风险**，国际局势变化及地缘冲突，可能对公司在部分海外国家的推广造成干扰。

财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 单位:百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 2,590.8 | 2,636.2 | 7,877.27 | 9,554.00 | 10,552.8 | 营业收入 | 4,762.9 | 4,514.5 | 6,043.8 | 2,448.7 | 3,037.0 |
| 应收账款+票据 | 546.40 | 807.66 | 1,629.74 | 660.31 | 818.95 | 营业成本 | 969.95 | 1,279.0 | 2,396.3 | 867.83 | 1,014.9 |
| 预付账款 | 42.75 | 72.12 | 75.32 | 30.52 | 37.85 | 税金及附加 | 11.71 | 13.14 | 21.15 | 8.57 | 10.63 |
| 存货 | 276.74 | 369.50 | 864.39 | 313.03 | 366.11 | 营业费用 | 519.80 | 392.33 | 527.63 | 211.82 | 269.39 |
| 其他 | 1,626.0 | 2,080.7 | 2,150.55 | 2,088.63 | 2,098.76 | 管理费用 | 167.87 | 286.62 | 437.58 | 214.26 | 262.71 |
| 流动资产合计 | 5,082.7 | 5,966.2 | 12,597.2 | 12,646.4 | 13,874.5 | 财务费用 | 27.97 | 11.55 | -18.12 | -30.30 | -35.05 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 255.86 | 253.86 | 251.86 | 249.86 | 资产减值损失 | 0.00 | -0.01 | -0.05 | -0.02 | -0.02 |
| 固定资产 | 214.70 | 370.58 | 351.64 | 335.92 | 324.61 | 公允价值变动收 | 6.23 | 86.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 1.85 | 110.45 | 92.77 | 71.25 | 44.77 | 投资净收益 | 16.33 | -5.12 | 4.05 | 4.05 | 4.05 |
| 无形资产 | 31.23 | 45.55 | 37.96 | 30.37 | 22.78 | 其他 | -2.18 | 8.92 | -17.87 | 4.92 | 1.19 |
| 其他非流动资产 | 123.89 | 341.70 | 333.56 | 325.42 | 325.42 | 营业利润 | 3,086.0 | 2,621.7 | 2,665.3 | 1,185.5 | 1,519.6 |
| 非流动资产合计 | 371.67 | 1,124.1 | 1,069.79 | 1,014.82 | 967.43 | 营业外净收益 | -15.87 | -5.58 | -7.84 | -7.84 | -7.84 |
| 资产总计 | 5,454.3 | 7,090.3 | 13,667.0 | 13,661.3 | 14,841.9 | 利润总额 | 3,070.1 | 2,616.2 | 2,657.5 | 1,177.6 | 1,511.8 |
| 短期借款 | 55.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 所得税 | 453.56 | 373.68 | 460.31 | 203.99 | 261.86 |
| 应付账款+票据 | 272.27 | 258.70 | 607.05 | 219.84 | 257.11 | 净利润 | 2,616.6 | 2,242.5 | 2,197.2 | 973.69 | 1,249.9 |
| 其他 | 361.42 | 405.23 | 744.42 | 274.06 | 323.47 | 少数股东损益 | 0.00 | -0.17 | -0.06 | -0.02 | -0.03 |
| 流动负债合计 | 688.69 | 663.93 | 1,351.47 | 493.90 | 580.59 | 归属于母公司净 | 2,616.6 | 2,242.7 | 2,197.2 | 973.71 | 1,249.9 |
| 长期带息负债 | 0.00 | 6.41 | 4.94 | 3.51 | 2.15 | | | | | | |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 其他 | 20.26 | 38.69 | 38.69 | 38.69 | 38.69 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 20.26 | 45.09 | 43.63 | 42.20 | 40.83 | | | | | | |
| 负债合计 | 708.95 | 709.03 | 1,395.10 | 536.10 | 621.42 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 12.43 | 12.38 | 12.35 | 12.32 | | | | | | |
| 股本 | 400.00 | 400.00 | 588.46 | 588.46 | 588.46 | | | | | | |
| 资本公积 | 2,054.9 | 2,065.4 | 5,842.20 | 5,842.20 | 5,842.20 | | | | | | |
| 留存收益 | 2,290.4 | 3,903.4 | 5,828.93 | 6,682.20 | 7,777.55 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,745.4 | 6,381.3 | 12,271.9 | 13,125.2 | 14,220.5 | | | | | | |
| 负债和股东权益总 | 5,454.3 | 7,090.3 | 13,667.0 | 13,661.3 | 14,841.9 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 净利润 | 2,616.6 | 2,242.5 | 2,197.22 | 973.69 | 1,249.94 |
| 折旧摊销 | 28.67 | 58.95 | 81.06 | 90.27 | 93.89 |
| 财务费用 | 27.97 | 11.55 | -18.12 | -30.30 | -35.05 |
| 存货减少 | -212.07 | -92.77 | -494.89 | 551.36 | -53.08 |
| 营运资金变动 | -45.73 | -394.06 | -702.47 | 769.95 | -142.51 |
| 其它 | 226.84 | 50.88 | 491.67 | -554.59 | 49.86 |
| 经营活动现金流 | 2,642.2 | 1,877.0 | 1,554.46 | 1,800.38 | 1,163.04 |
| 资本支出 | -100.03 | -354.44 | -28.70 | -37.30 | -48.50 |
| 长期投资 | -1,630.00 | -834.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 14.07 | 77.17 | 5.23 | 5.23 | 5.23 |
| 投资活动现金流 | -1,715.96 | -1,112.22 | -23.47 | -32.07 | -43.27 |
| 债权融资 | 55.00 | -48.59 | -1.46 | -1.43 | -1.37 |
| 股权融资 | 40.00 | 0.00 | 188.46 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1,514.9 | -640.00 | 3,523.07 | -90.15 | -119.57 |
| 筹资活动现金流 | 1,609.9 | -688.59 | 3,710.06 | -91.58 | -120.93 |
| 现金净增加额 | 2,491.6 | 42.01 | 5,241.05 | 1,676.73 | 998.84 |

| 财务比率 | | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|---------|--------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 1203.53% | -5.22% | 33.88% | -59.48% | 24.03% |
| EBIT | 6641.59% | -15.18% | 0.44% | -56.53% | 28.71% |
| EBITDA | 4464.94% | -14.07% | 1.26% | -54.51% | 26.91% |
| 归母净利润 | 6527.90% | -14.29% | -2.03% | -55.69% | 28.37% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 79.64% | 71.67% | 60.35% | 64.56% | 66.58% |
| 净利率 | 54.94% | 49.67% | 36.35% | 39.76% | 41.16% |
| ROE | 55.14% | 35.21% | 17.92% | 7.43% | 8.80% |
| ROIC | 617.62% | 222.05% | 115.21% | 35.35% | 80.93% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债 | 13.00% | 10.00% | 10.21% | 3.92% | 4.19% |
| 流动比率 | 7.4 | 9.0 | 9.3 | 25.6 | 23.9 |
| 速动比率 | 6.9 | 8.3 | 8.6 | 24.8 | 23.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 9.1 | 5.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 存货周转率 | 3.5 | 3.5 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.2 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 4.4 | 3.8 | 3.7 | 1.7 | 2.1 |
| 每股经营现金流 | 4.5 | 3.2 | 2.6 | 3.1 | 2.0 |
| 每股净资产 | 8.1 | 10.8 | 20.8 | 22.3 | 24.1 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 5.1 | 6.0 | 6.1 | 13.8 | 10.7 |
| 市净率 | 2.8 | 2.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 13.4 | 7.1 | 1.4 | 1.5 | 0.6 |
| EV/EBIT | 13.5 | 7.3 | 1.5 | 1.6 | 0.6 |

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年1月16日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695