

浩欧博 (688656.SH)

“过敏、自免”检测优质赛道龙头高速增长

2021年02月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

杜佐远 (分析师)

李蕾 (联系人)

duzuoyuan@kysec.cn

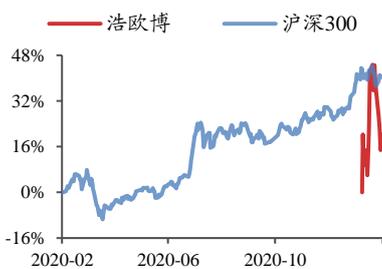
lilei2@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

证书编号: S0790120070046

日期	2021/2/5
当前股价(元)	77.03
一年最高最低(元)	95.99/61.63
总市值(亿元)	48.57
流通市值(亿元)	9.89
总股本(亿股)	0.63
流通股本(亿股)	0.13
近3个月换手率(%)	446.41

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 深耕过敏、自免试剂, 市场空间可支撑公司倍数增长

浩欧博专注于过敏、自免试剂的研发、生产和销售。(1) 2018年中国过敏诊断市场规模4.64亿元, 公司市场率约30%, 而目前我国过敏性疾病患者超过3亿, 过敏检测市场空间超过30亿元, 约8倍行业成长空间; (2) 2018年我国自免检测行业市场规模11.57亿元, 国产化率仅20%。而我国主要自身免疫疾病发病人数约8000万人, 据我们测算, 自免检测渗透率为10%对应市场空间可达30亿元, 而公司作为国产龙头之一, 2019年自免业务收入仅0.67亿, 成长空间大。我们预计公司2020/2021/2022年分别实现营业收入2.15/3.43/4.85亿元, 归母净利润0.56/1.07/1.73亿元, EPS 0.89/1.70/2.74元/股, 截至2021年2月5日收盘, 当前股价对应PE分别为86.5/42.6/27.9。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 联手金域医学和迈瑞医疗, 即将放量

2017年8月, 公司试剂正式在金域医学体系内销售, 在2018年和2019年分别实现1901万元和2831万元, 预计2021年开始进入放量期; 2019年7月公司与迈瑞医疗签署合作协议。该协议的第一阶段是公司直接从迈瑞医疗采购合作产品, 第二阶段迈瑞医疗将向公司采购自免试剂, 由迈瑞医疗营销团队和营销渠道进行销售。我们估计截至2020年年底, 迈瑞医疗化学发光仪在国内的存量装机超7000台, 未来年新增装机1000台。目前第一阶段基本完成, 处于第二阶段的前期调研过程中, 即将进入第二阶段。我们认为公司将在迈瑞的品牌影响力和强大的销售网络赋能下, 快速释放超预期的业绩。这场品牌与品质的双向赋能, 能同时增加合作双方的竞争力和护城河, 共抵御竞争对手的蚕食。

风险提示: 风险新型冠状病毒肺炎疫情导致业绩大幅下滑的风险; 核心原材料采购主要依赖进口的风险; 细分行业市场竞争加剧的风险; 产品定价下调的风险; 合作推进不明朗等

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	201	259	215	343	485
YOY(%)	37.7	28.6	-16.9	59.2	41.3
归母净利润(百万元)	40	64	56	114	174
YOY(%)	88.0	59.0	-12.0	102.8	52.7
毛利率(%)	70.6	68.1	67.7	72.1	74.6
净利率(%)	19.9	24.6	26.1	33.2	35.9
ROE(%)	30.2	42.7	35.4	53.6	53.4
EPS(摊薄/元)	0.64	1.01	0.89	1.81	2.76
P/E(倍)	121.0	76.1	86.5	42.6	27.9
P/B(倍)	36.5	32.5	30.6	22.9	14.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 深耕过敏、自免试剂研发，细分领域龙头企业	3
1.1、 股权结构清晰，管理层核心成员资历丰富	4
1.2、 公司营业收入实现稳步增长	5
2、 过敏、自免领域市场快速扩容，公司优势明显	6
2.1、 过敏检测作为改善性需求潜力大	6
2.2、 自免技术优势助力实现进口替代和出口	8
3、 与金城医学、迈瑞强强联手，即将放量	11
4、 盈利预测与投资建议	11
5、 风险提示	13
附： 财务预测摘要	14

图表目录

图 1： 浩欧博 10 年专注试剂研发	3
图 2： 股权结构清晰，WEIJUAN LI、JOHN LI 和陈涛为公司实际控制人	4
图 3： 2016-2019 年公司营业收入稳步增长	5
图 4： 受疫情影响，2020 前三季度公司净利润为负增长	5
图 5： 过敏和自免试剂收入长期占比 90%以上	6
图 6： 公司长期保持高研发投入	6
图 7： 预计 2023 年中国过敏诊断市场规模约 9.3 亿元	6
图 8： 预计 2022 年全球过敏诊断市场规模约 57 亿美元	6
图 9： 国内过敏检测试剂市场外资占比 51%	8
图 10： 预计 2023 年全球自免诊断市场规模约 47 亿美元	9
图 11： 中国自身免疫性疾病发病人数约 8000 万人	9
图 12： 欧蒙在国内自免诊断市场占比约 78%	10
表 1： 浩欧博产品主要分为过敏系列和自免系列	3
表 2： 董事会、管理团队核心成员资历深厚	4
表 3： 过敏检测市场可支撑公司倍数增长	7
表 4： 成人过敏检测渗透率为 10%时过敏检测市场空间超 30 亿	7
表 5： 自免市场空间可支撑公司倍数成长	10
表 6： 自免化学发光检测领域，浩欧博技术优势明显	11
表 7： 公司业绩增速快于收入增速	12
表 8： 浩欧博估值较低	13

1、深耕过敏、自免试剂研发，细分领域龙头企业

浩欧博成立于 2009 年，是一家集创新研发、规模生产、质量控制和市场营销为一体的现代化高科技企业，专业从事体外诊断试剂的研发、生产和销售。公司试剂产品品种丰富，涵盖过敏检测以及自身免疫检测等领域。除目前市场流行的第二代(2G)和第三代(3G)过敏和自免产品外，公司已掌握了国际先进的纳米磁微粒全自动化学发光免疫诊断技术(4G)，可实现自动化、定量化、精确化、个性化多维度检测。

图1: 浩欧博 10 年专注试剂研发



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

浩欧博有过敏和自免两大产品系列。截至 2020 年底，已上市的主要产品列表如下，已获得 130 余项产品注册证书，40 余项专利以及 50 余项欧盟 CE 认证。过敏产品中，酶联免疫法产品及酶联免疫捕获法产品已实现规模生产及销售，化学发光平台上的过敏产品已在研发中。自免产品收入主要来自酶联免疫法产品和化学发光法产品，是未来重要的增长点之一。

表1: 浩欧博产品主要分为过敏系列和自免系列

检测类型	技术平台	主要产品品牌	产品介绍	
过敏	IgE 检测	酶联免疫法	欧博克	过敏原特异性 IgE 抗体检测试剂盒，包括检测总 IgE、常见食物、常见吸入、特殊吸入等共 56 项过敏原，该产品主要以膜条为载体实现定性检测
	食物特异性 IgG 检测	酶联免疫捕获法	符博克	过敏原特异性 IgE 抗体检测试剂盒，包括检测总 IgE、常见食物、常见吸入等共计 21 项过敏原，发行人该产品主要以微孔板为载体实现定量检测
		酶联免疫法	食博克及食博克+	食物特异性 IgG 抗体检测试剂盒，包括检测牛奶、鸡蛋、牛肉、蟹等共计 80 项常见可导致不良反应的食物过敏原，公司该产品主要以微孔板/反应板为载体，实现定性检测
自免	酶联免疫法	诺博克	包括抗核抗体筛查试剂盒、抗核抗体谱检测试剂盒、抗 PR3、MPO 和 GBM 抗体检测试剂盒和自身免疫性肝病抗体谱检测试剂盒，公司该产品主要以膜条为载体，实现定性检测。该产品主要用于系统性红斑狼疮、干燥综合征、混合结缔组织病、系统性硬化症、特发性肌炎、系统性小血管炎、肾肺综合征、自身免疫性肝炎、原发性胆汁性胆管炎等相关检测。	
	磁微粒化学发光法	纳博克	包括抗核抗体 (ANA) 系列、抗中性粒细胞抗体 (ANCA) 系列、自身免疫性肝病系列、抗磷脂综合征 (APS) 系列、类风湿关节炎 (RA) 系列及 I 型糖尿病 (T1DM) 系列等多个系列多种组合合计 45 种不同检测项目，以	

间接免疫发光法

纳米磁微粒为载体，可实现全自动定量检测。该类产品主要用于系统性红斑狼疮、干燥综合征、混合结缔组织病、系统性硬化症、特发性肌炎、系统性小血管炎、肾肺综合征、自身免疫性肝炎、原发性胆汁性胆管炎、抗磷脂综合征、类风湿关节炎、I 型糖尿病、甲状腺功能异常等相关检测。

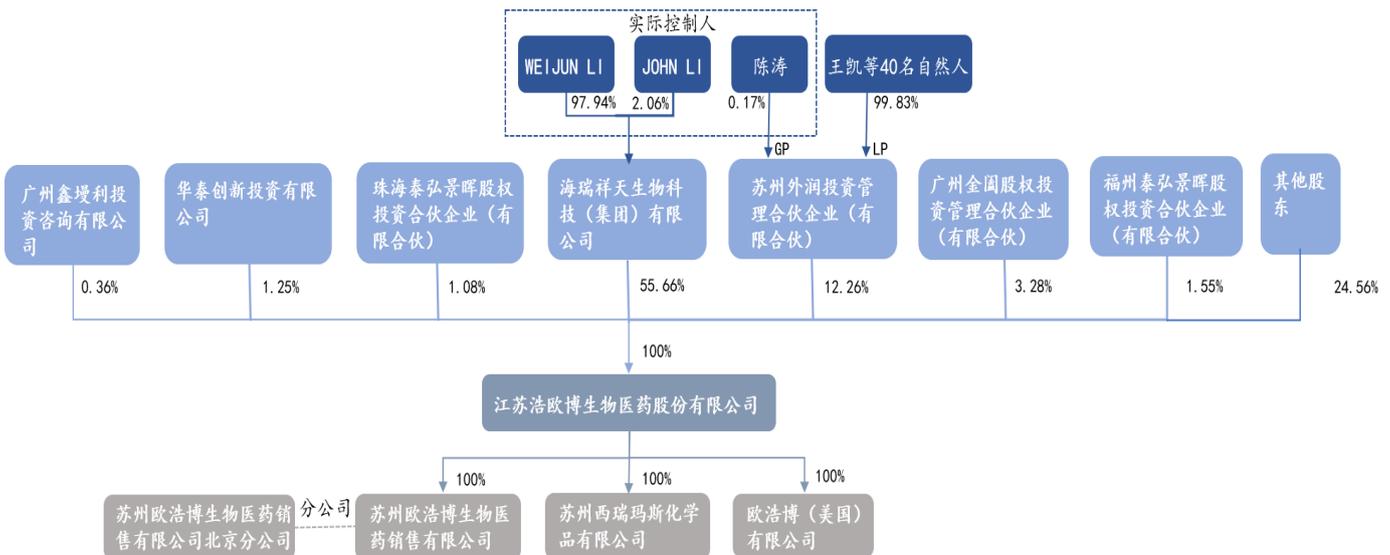
包括抗角蛋白抗体（AKA）IgG 检测试剂盒、抗核抗体（ANA）检测试剂盒、抗中性粒细胞胞浆抗体（ANCA）IgG 抗体试剂盒、抗双链 DNA 抗体 IgG 检测试剂盒、自身免疫性肝病相关抗体 IgG 检测试剂盒，实现定性检测。该类产品主要用于类风湿关节炎、系统性红斑狼疮、干燥综合征、系统性硬化症、特发性肌炎、系统性小血管炎、自身免疫性肝炎、原发性胆汁性胆管炎等疾病的相关检测。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.1、股权结构清晰，管理层核心成员资历丰富

WEIJUN LI、JOHN LI 通过海瑞祥天间接持有公司 55.66% 的股份，陈涛为苏州外润执行事务合伙人，苏州外润直接持有公司 12.26% 的股权。WEIJUN LI 系 JOHN LI、陈涛的母亲，JOHN LI 系陈涛弟弟，WEIJUN LI、JOHN LI 和陈涛三人一致行动人，合计直接/间接控制 67.92% 的表决权，是公司的实际控制人。

图2：股权结构清晰，WEIJUAN LI、JOHN LI 和陈涛为公司实际控制人



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

对于创新研发类公司，人才是成功要素之一。浩欧博拥有医疗器械领域第一梯队的管理团队，还有财务、会计以及人力等多元化人才，专业知识储备深厚，研发经验丰富。

表2：董事会、管理团队核心成员资历深厚

成员	职位	背景
柳乐 先生	监事	1.从事体外诊断试剂研发 10 年
徐达民 先生	独立董事	1.在技术及管理方面丰富经验
李超宏 博士	独立董事	1.国家千人计划专家 2.在医疗器械行业经验丰富
马飞 先生	监事	1.在医疗器械行业拥有超过 10 年的经验

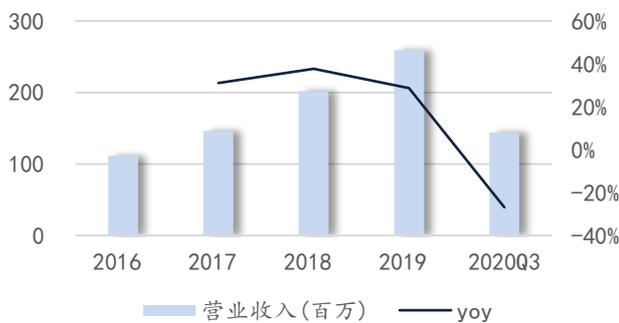
成员	职位	背景
JOHN LI 先生	董事长, 总经理	1. 国家千人计划专家 2. 在医疗器械行业拥有超过 10 年的经验
李淑宏 女士	董事	1. 中级会计师职称 2. 在财务方面经验丰富
周俊峰 先生	董事	1. 在系统应用方面经验丰富
陆骄 先生	独立董事	1. 在会计行业拥有超过 10 年的经验
王凯 先生	董事	1. 行业经验丰富
焦海云 先生	监事会主席	1. 主要负责人力和管理, 从业经验丰富

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、公司营业收入实现稳步增长

公司主要通过检测试剂的销售获取利润。浩欧博以稳定的产品质量、完善的售后服务在业内树立了良好口碑并积累了大批稳定的优质客户, 实现收入的持续增长。2016~2019 年, 公司营收年均复合增长率为 32.9%, 2019 年总营收 2.59 亿元, 同比增速 28.63%。公司净利润从 2016 年的 434 万元提升至 2019 年的 6384 万元, 年均复合增长率高达 144.89%, 2019 年同比增长 59%。受疫情影响, 患者对过敏非急症疾病的检测意愿下降(自免需求刚性), 2020 年 1-9 月公司净利润 0.39 亿元, 较 2019 年同期下滑约 30%。

图3: 2016-2019 年公司营业收入稳步增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 受疫情影响, 2020 前三季度公司净利润为负增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司一直坚持专注于过敏、自免检测领域的试剂产品自主研发以及技术创新。2016~2019 年, 公司过敏、自免试剂营收占比长期超过 90%, 2019 年过敏试剂收入 1.7 亿, 占比 66%, 同比增速 17%, 自身免疫试剂 0.64 亿, 占比 25%, 同比增速 44%。公司研发投入比例保持在 9.8%-20.9%间, 为其技术创新及产品升级提供源源不断的动力。

图5：过敏和自免试剂收入长期占比 90%以上


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司长期保持高研发投入


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、过敏、自免领域市场快速扩容，公司优势明显

2.1、过敏检测作为改善性需求潜力大

全球来市场规模奖金 60 亿美元。根据 MARKET AND MARKET 发布的《全球过敏诊断市场报告》，2017 年全球过敏诊断市场规模为 34.9 亿美元，预计 2017-2022E 年均复合增长率为 10.5%，即 2022 年市场规模约 57.4 亿美元。

图7：预计 2023 年中国过敏诊断市场规模约 9.3 亿元


数据来源：国内外医疗器械及体外诊断行业研究、开源证券研究所

图8：预计 2022 年全球过敏诊断市场规模约 57 亿美元


数据来源：MARKET AND MARKET、开源证券研究所

过敏人群庞大，但国内治疗渗透率低。世界过敏组织（WAO）发布的官方报告指出，22%~25%的全球人口曾经或正在遭受过敏性疾病的困扰，并且患病率在持续升高，并以儿童患者的发病率上升最为明显。全球约有 2.5 亿人有食物过敏症，有 3 亿人患有哮喘，4 亿人有鼻炎，总人口中 1/10 有药物过敏反应，因此过敏性疾病被列为全球第六大慢性疾病。我国过敏人群比较多，过敏性疾病发病率超 20%，人数超 3 亿，另外过敏性鼻炎有 2.46 亿人，过敏性哮喘 2000 万人，但是治疗率较低，例如我国成人中哮喘的治疗率只有 5.6%，主要原因是：（1）很多过敏性疾病是生活质量改善性质的疾病，在发病早期通常不危及生命，因此在发展中国家就诊率较低；（2）国内的过敏专科医生较少，过敏诊疗学科发展相对滞后，缺乏较为有效的诊断和治疗手段，脱敏治疗药物种类少。

过敏诊断市场潜力大。据《国内外医疗器械及体外诊断行业研究报告》中测算，

2018年中国过敏诊断市场规模仅约4.64亿元（公司2018年过敏试剂收入约1.44亿元，据此测算公司市场占有率约30%），未来行业增速将有15%。如下表测算所示，（1）我国过敏性疾病患者约3.58亿人，其中儿童患者0.32亿，成人患者3.26亿，患者基数庞大。假设儿童的食物过敏、湿疹和变异性鼻炎诊疗渗透率约10%，由于哮喘病情较为严重，假设其渗透率为20%，成人过敏性疾病病情相对儿童来讲较轻，假设其诊疗率为5%，以人均检测费用100元（出厂价）计算，则过敏检测市场空间约为20亿元，按照2018年的市场规模4.64亿元来计算，我国过敏检测市场还有约4倍增长空间；假设儿童过敏性疾病诊疗率维持不变，我国成人的过敏诊疗渗透率也增至10%，则过敏检测市场空间约为36亿元，相较于2018年的市场规模有约8倍增长空间；（2）参考中国城市婴幼儿过敏流行病学调查数据，假设针对婴幼儿的过敏检测诊疗率为30%，而成人的过敏检测诊疗率为5%，则市场空间约为18亿，而当2者的过敏检测诊疗率分别提升至60%和10%时，我们测算得到的市场空间可达36.4亿。

表3: 过敏检测市场可支撑公司倍数增长

	过敏类型	发病率	对应人数(万)	试剂盒价格(元)	渗透率	市场空间(亿元)
儿童(6岁以下)	食物过敏	7.70%	735	100	10%	0.7
	湿疹	12.94%	1235		10%	1.2
	变异性鼻炎	9.80%	936		10%	0.9
	哮喘	3.02%	288		20%	0.6
成人	过敏性疾病	25.00%	32613		5%	16.3
					10%	32.6

数据来源：中国政府网、新华网、福州市疾控中心、儿童过敏性鼻炎的流行病学、开源证券研究所

表4: 成人过敏检测渗透率为10%时过敏检测市场空间超30亿

	发病率	对应人数(万)	试剂盒价格	渗透率	市场空间(亿元)
婴幼儿(0-2岁)	12.3%	349	100	30%	1.0
				60%	2.1
成人	25.0%	34290		5%	17.1
				10%	34.3

数据来源：中国城市婴幼儿过敏流行病学调查、开源证券研究所

过敏诊断是新兴赛道。过敏原检测是过敏疾病诊疗的基石，中国过敏检测市场目前处于发展早期，检测率远低于德国、日本等发达国家。我们预计国内过敏检测领域具有较大发展空间的原因有：（1）随着社会经济的发展，人民对健康的重视程度提升，生活改善型疾病将普遍受到重视；（2）儿童对过敏疾病的忍受能力远低于成人，家长对儿童过敏性疾病的重视程度和就诊意愿普遍较高。随着儿童过敏检测与治疗意识进一步普及，将继续带动检测率的提升及过敏诊断试剂使用量的上升；（3）过敏检测在我国发展时间并不长，对于大多数医院是新项目，一般从大医院、教学医院首先开展，再向二级及以下基层医院普及。随着分级诊疗的开展，我国基层卫生机构诊断服务能力的提升，过敏诊断将在三级以下医疗机构逐步铺开。

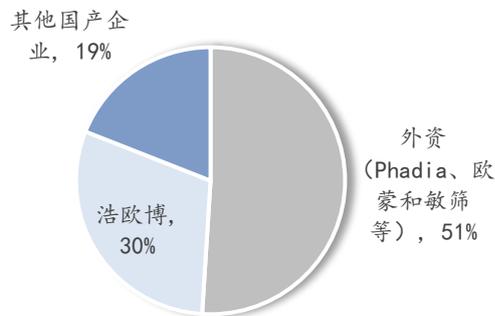
进口份额高，浩欧博国产绝对龙头。外资企业（欧蒙、敏筛、Phadia等）在我国过敏诊断试剂的市场份额合计约占51%，浩欧博2018年过敏试剂产品收入约1.44

亿元，市场份额约为 30%，国产一家独大。公司终端医院客户达到 1700 余家，其中三级以上医院 700 余家，占比约 40%。公司产品被北京协和医院、复旦大学附属中山医院等国内一流医院广泛使用，取得良好效果，这是公司不同于其他国产 IVD 公司的显著优势。

公司过敏原种类丰富优势，具备先发优势。 公司是目前公司过敏产品已扩展到多个系列，覆盖 50 余种 IgE 过敏原及 80 种食物特异性 IgG 过敏原。过敏原特异性 IgE 抗体检测是过敏检测的主要应用领域，公司在市场中占有主导地位，覆盖 IgE 的检测数目多达 56 种，其中 20 余项过敏原 IgE 定量检测试剂为国产产品先发，而竞品公司的国内检测项目都较公司少，如 Phadia 在国内检测 36 项，德国欧蒙检测 21 项，敏筛检测 43 项，浙大迪迅检测 30 项，新华联协和检测 20 项。相较于过敏原特异性 IgE 抗体检测，食物特异性 IgG 抗体检测市场需求相对较少，从事相关产品生产的企业也较少，公司占据了一定的市场先机。

三个技术平台并进，满足多样化临床需求。过敏酶联免疫法（ELISA）产品目前是过敏检测市场主流产品，产品质量稳定、性价比高，操作便捷，公司在该方法学上的产品投入市场多年以来销售规模持续增长，得到各级医疗机构的广泛认可。过敏捕获法系国内企业自主研发的首个可实现多特异性 IgG 定量检测的产品，优点是检测准确度相较 ELISA 更高，因为人体血清内 IgE 抗体仅为 IgG 抗体的四万分之一，常规的过敏原 IgE 检测通常会受到 IgG 抗体的干扰，而过敏捕获法可以有效减少 IgG 抗体的干扰。据招股说明书称，未来公司将进一步在这两个平台上开发更多的过敏原检测项目，不断优化现有产品检测性能，并且，加快过敏检测化学发光产品的上市速度，进一步丰富产品系列，以满足不同等级、不同规模的医院对过敏原检测的多样化需求。

图9：国内过敏检测试剂市场外资占比 51%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

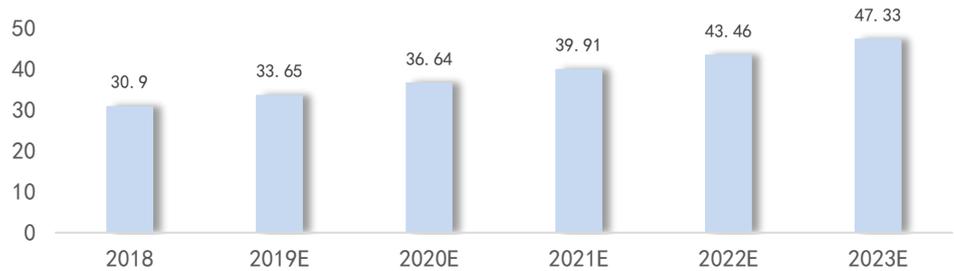
2.2、自免技术优势助力实现进口替代和出口

自身免疫性疾病是指机体对自身抗原发生免疫反应而导致自身组织损害所引起的疾病，主要病种包括类风湿关节炎、系统性红斑狼疮、系统性硬化症、干燥综合征等，是严重影响健康的疑难病种。自身抗体的检测对于自身免疫性疾病的诊断、疾病进展的判断、疾病治疗和判断预后等均具有重要的临床价值，已经成为自身免疫性疾病临床诊疗过程中不可或缺的检测项目。

全球自免诊断市场规模稳步增长，2018-2023E 的 CAGR 约 8.9%。根据 MARKETS AND MARKETS 发布的《全球自身抗体检测市场报告》，2017 年全球自身抗体检测市场的规模为 30.9 亿美元。根据产品和服务，自身免疫性疾病诊断市场

分为诊断试剂、仪器和服务，其中诊断试剂在全球自身抗体检测市场中占主导地位。MARKETS AND MARKETS 预计全球自身抗体检测市场将以 8.9% 的平均增长率增长，2022 年规模可达到 47.33 亿美元。推动这一领域增长的因素包括自身免疫性疾病的发病率上升、医学界对自身免疫性疾病研究的深入、可检测的自身抗体种类持续增加等。

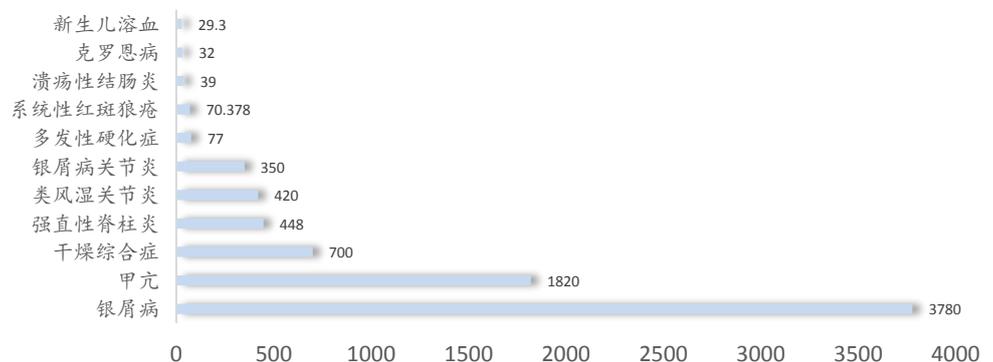
图10: 预计 2023 年全球自免诊断市场规模约 47 亿美元



数据来源: MARKET AND MARKET、开源证券研究所

预计国内自免诊断市场规模可达 30 亿元及以上(出厂端)。根据标点信息测算，以出厂价计，2018 年我国自免检测行业市场规模约仅为 11.57 亿元(据此计算浩欧博市占率 4%)，预计 2019~2023 年 CAGR 达到 14%。检测量方面，目前国内主要自身免疫疾病发病人数约 8000 万人，通常情况下，首诊患者临床需要进行约 20 项检测，之后可能就会集中在 10-15 项检测。通常情况下，自免患者只能控制病情，无法治愈，因此需要定期到医院随诊，而且大部分患者如果不注意就很容易复发。每次患者到医院随诊时，临床医生会结合患者的临床表现做出是否开展检测的判断，故每个患者检测次数远不止 1 次/年。收费价格方面，贵州和浙江等低收费省份每个测试的平均收费为 15 元，而广东和江苏等有定量收费的省份每个测试的平均收费是 50 元左右，统一假设出厂价 5 元/指标。假设自免检测渗透率为 10%，则对应市场空间可达 30 亿元(出厂端)。

图11: 中国自身免疫性疾病发病人数约 8000 万人



数据来源: 卫健委、罕见病诊疗指南、开源证券研究所

表5: 自免市场空间可支撑公司倍数成长

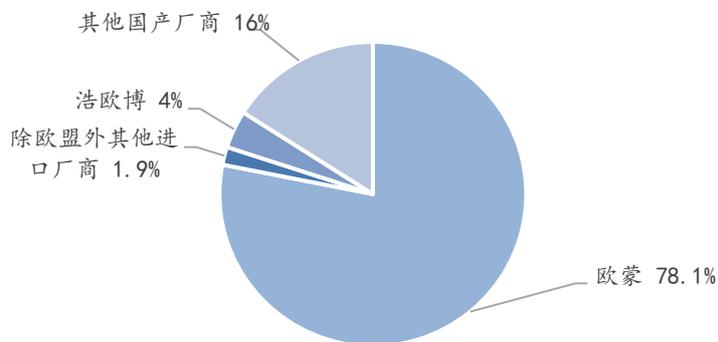
出厂价	测试数目	自免患者	渗透率	市场空间	公司营收
5	15x5 次/年	8000	10%	30 亿	0.66 亿 (2019)
			20%	60 亿	

数据来源: Wind、开源证券研究所

自免疾病诊疗率将切实大幅提升。我国自免检测市场增长的驱动因素主要有:

(1) 检测群体的增加带动自身免疫诊断市场增长。一是随着医疗水平的提高,大量的自免药物进入医保,并且降价,比如阿达木单抗已经降为3万元/年,越来越多的自免患者得到诊断和治疗,二是由于生存环境和生活习惯改变,自身免疫性疾病发病率上升。(2) 自免诊断治疗的紧急性相对高于过敏诊疗,且诊疗的方法相对成熟,我们认为分级诊疗将有效推动自免检测市场下沉。自身免疫诊断产品将逐步向二级及以下医院、基层医疗机构渗透,预计未来自身免疫性疾病患者将更易获得诊断服务。

自免检测市场国产化率低。其中,德国欧蒙凭借进入市场时间最早,在国内市场占有率排名第一,并且欧蒙的主要收入来源来自中国(占比45%)。国内企业中,深圳亚辉龙、科新生物、欧浩博市场份额相对较高。欧浩博2018年自免试剂收入为0.46亿元,总体约占国内3.97%的市场份额。目前自免抗体检测项目已经成为检验科的常规项目,已纳入到卫健委临检中心的室间质评项目中,这个项目对于实验室质量控制的要求比较严格,因此大的趋势是归入检验科。个别风湿免疫学科建设较强的大型三甲医院,比如协和和仁济医院等还是会继续保留在风湿免疫科的实验室中。

图12: 欧蒙在国内自免诊断市场占比约78%


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

公司在大势所趋的技术方向上领先于同行。目前,虽然进口厂家占据了80%的市场份额,但是他们的产品在技术上主要以免疫印迹法及间接免疫荧光法为主,大多为手工或半自动操作,出具定性及半定量检测结果,方法学在结果准确度和操作简便性上都有所制约。相较之下,化学发光法具有明显的技术优势,故正逐步替代酶联免疫法成为体外诊断行业主流的免疫诊断方法,这对于公司来说是一个能够把握住的机遇,因为公司在化学发光技术平台上的积累显著领先于同行可比公司,尤其是在自免领域,公司的纳米磁微粒全自动化学发光技术可以实现精确定量,线性范围宽,检测灵敏度、精密度和效率均更高,在检测项目数量和测试通量上还显著领先于同行可比公司,且在操作上可以实现自动化和智能化,已逐步得到众多三级医院的接受和认可。2017年至2020H1,公司的酶联免疫法产品收入分别为1.19亿、1.49

亿、1.64 亿和 0.43 亿，占主营业务收入比重分别为 82.18%、75.33%、64.56%和 56.25%，是公司目前主流技术产品及主要的收入来源，我们认为，公司在化学发光技术平台相较进口厂家和传统方法学更有优势，进口替代动力已十分充足，超过酶联免疫平台的收入指日可待。

加快自免检测国际市场开拓。从国际市场来看，目前能够规模化生产自免检测化学发光产品的厂家仍然少数，竞争格局分散，公司在产品技术端已经具备开拓国际市场的能力。并且，公司的自免检测产品已经通过欧洲 CE 认证，并与德国、西班牙、意大利等国家的专业经销商签订经销合同，试剂产品已陆续向部分国家销售，未来，公司将加快自免检测国际市场开拓力度，抢占市场先机。

表6: 自免化学发光检测领域，浩欧博技术优势明显

	浩欧博		西班牙沃芬		深圳亚辉龙	
方法学	化学发光法（酶促）		化学发光法（直接）		化学发光法（直接）	
仪器路径	6500	1260	Bioflash		iflash3000	iflash1800
通量/批处理样本数（测试/小时）	360	120	120		300	180
反应时长/首个结果时间（分钟）	48	50	48		48	48
灵敏度（mol/L） ²	10 ⁻¹⁸	10 ⁻¹⁸	10 ⁻¹⁸		10 ⁻¹⁸	10 ⁻¹⁸
检测菜单/项目（项）	44	44	17		31	
样本位	96	60	30		140	50
试剂位	24	24	20		30	20
操作难度	容易	容易	容易		容易	容易

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、与金城医学、迈瑞强强联手，即将放量

公司在销售端与金城医学合作紧密，2016-2019 年一直为公司的第一大直销客户。2016 年金城医学开始与公司建立联系，并对公司考察和验证半年时间，在 2017 年 6 月金城医学总部将公司认定为战略供应商，并进入金城医学供应商目录。之后公司再与金城医学在全国的各经营主体对接验证，2017 年 8 月正式销售，在 2017 年、2018 年和 2019 年分别实现 211.59 万元、1900.86 万元和 2831.40 万元，增速超过了 50%，预计 2021 年开始进入放量期。

2019 年 7 月公司与迈瑞医疗签署合作协议。该协议分为 2 个阶段，第一阶段：直接从迈瑞医疗采购合作产品（合作产品指迈瑞医疗 CL-2000i 全自动化学发光免疫分析仪及其配套组件），匹配公司和迈瑞医疗的试剂进行推广和销售。第二阶段：迈瑞医疗在评估发行人自免试剂性能和完成集成工作后，根据实际需求向公司采购自免试剂加入迈瑞医疗产品菜单，由迈瑞医疗营销团队和营销渠道进行销售。我们估计截至 2020 年年底，迈瑞医疗化学发光仪在国内的存量装机超 7000 台，未来年新增装机 1000 台。目前第一阶段基本完成，处于第二阶段的前期调研过程中，如若进入第二阶段，我们认为公司将在迈瑞医疗的品牌影响力和强大的销售网络赋能下，快速释放超预期的业绩。这场品牌与品质的双向赋能，能同时增加合作双方的竞争力和护城河，共抵御竞争对手的蚕食。

4、盈利预测与投资建议

公司所处的两个细分领域都是新兴赛道，从技术、产品、临床、患者等多角度分

析都是向上发展的，且在产品、渠道上都有明确的特殊优势，竞争能力超过同行可比公司，故我们认为公司能够充分享受到行业快速发展带来的红利以及市场份额提升带来的超额收益，且该领域政策风险小，具有一定稀缺性，故我们认为估值消化的确定性较高。

分拆来看，过敏检测受到疫情影响较大，2020年出现了业绩下滑的情况，但是国内疫情控制效果良好，进入2021年，医院门诊恢复稳健，就诊量回升，如果能够持续向上，2021年过敏检测就能快速恢复到高水平增长；自免化学发光产品是公司重点推广的新产品，是未来在自免领域提高市场竞争力的重要基础，目前销售金额较小，收入占比较低，且毛利率低于公司整体的毛利率水平。我们认为2021~2022年增速将至少提速到50%以上，毛利率水平随着规模提升也将得到显著改善，故盈利能力大幅提升。

表7: 公司业绩增速快于收入增速

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	259.13	215.46	343.05	484.89
yoy	28.63%	-16.85%	59.22%	41.34%
营业成本	82.73	69.59	95.77	123.08
毛利率	68.07%	67.70%	72.08%	74.62%
净利润	63.84	56.18	113.91	173.91
yoy	59.00%	-12.00%	102.76%	44.50%
净利率	24.64%	26.07%	33.20%	35.87%
归母净利润	63.84	56.18	113.91	173.91
比例	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
试剂	237.00	205.49	332.59	474.11
yoy	24.28%	-13.30%	61.85%	42.55%
成本	63.67	60.12	85.83	112.84
毛利率(%)	73.13%	70.74%	74.19%	76.20%
业务收入比例(%)	91.46%	95.37%	96.95%	97.78%
过敏	170.24	129.38	207.01	279.47
yoy	17.85%	-24.00%	60.00%	35.00%
成本	33.94	25.88	36.23	44.71
毛利率(%)	80.07%	80.00%	82.50%	84.00%
业务收入比例(%)	65.70%	60.05%	60.34%	57.64%
自免	66.76	76.11	125.58	194.64
yoy	44.35%	14.00%	65.00%	55.00%
毛利	37.02	41.86	75.97	126.52
毛利率(%)	55.46%	55.00%	60.50%	65.00%
业务收入比例(%)	25.76%	35.32%	36.61%	40.14%
仪器业务	14.04	9.97	10.47	10.78
yoy	183.64%	-29.00%	5.00%	3.00%

	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利	1.64	0.50	0.52	0.54
毛利率(%)	11.68%	5.00%	5.00%	5.00%
业务收入比例(%)	5.42%	4.63%	3.05%	2.22%

数据来源：Wind、开源证券研究所

根据公司在过敏、自免检测领域的技术优势和市场先发优势，以及该细分检测行业发展的确定性，我们预计公司 2020/2021/2022 年分别实现营业收入 2.15/3.43/4.85 亿元，年均复合增长率为 15.13%，实现归母净利润 0.56/1.07/1.73 亿元，EPS0.89/1.70/2.74 元/股，截至 2021 年 2 月 5 日收盘，当前股价对应 PE 分别为 86.5/42.6/27.9。相对于体外诊断可比公司，公司 2022 年的 PE 估值显著较低，而增速显著较快，故我们也认为估值尚处于偏低位置，向上空间大。首次覆盖，给予“买入”评级。

表8: 浩欧博估值较低

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				PE 倍数			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603658.SH	安图生物	130.23	37.60%	9.30%	45.90%	30.90%	52.3	70.3	48.2	36.8
300832.SZ	新产业	113.12	11.33%	23.22%	27.21%	34.85%	-	49.4	38.9	28.8
688289.SH	圣湘生物	118.67	483.80%	7011.70%	8.70%	-53.80%	-	16.8	15.5	33.4
300685.SZ	艾德生物	79.90	6.90%	35.40%	38.70%	33.40%	72.6	91.4	65.9	49.4
行业均值							31.2	57.0	46.9	37.1
688656.SH	浩欧博	77.03	59.00%	-12.00%	90.50%	61.50%	76.1	86.5	42.6	27.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价为 2021 年 2 月 5 日，除浩欧博、新产业外其他都用 Wind 一致性预测数据）

5、风险提示

新型冠状病毒肺炎疫情导致业绩大幅下滑的风险；核心原材料采购主要依赖进口的风险；细分行业市场竞争加剧的风险；产品定价下调的风险；合作推进不明朗等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	140	176	187	285	330
现金	67	91	133	142	211
应收票据及应收账款	22	20	15	41	39
其他应收款	1	1	1	3	3
预付账款	1	2	1	4	3
存货	49	60	36	94	73
其他流动资产	0	3	2	2	2
非流动资产	85	107	72	105	134
长期投资	5	6	3	2	-0
固定资产	73	82	46	72	96
无形资产	1	12	18	26	33
其他非流动资产	6	8	4	5	5
资产总计	225	283	259	390	464
流动负债	78	123	76	153	114
短期借款	13	45	34	38	37
应付票据及应付账款	3	6	2	9	5
其他流动负债	62	72	40	106	72
非流动负债	15	11	9	9	9
长期借款	6	5	2	3	3
其他非流动负债	8	6	7	6	6
负债合计	92	134	85	162	123
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	47	47	63	63	63
资本公积	69	69	69	69	69
留存收益	17	34	43	66	100
归属母公司股东权益	133	150	174	228	341
负债和股东权益	225	283	259	390	464

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	47	69	76	115	183
净利润	40	64	56	114	174
折旧摊销	10	14	25	17	24
财务费用	1	1	0	-0	-1
投资损失	1	-0	0	-0	-0
营运资金变动	-15	-11	-6	-16	-14
其他经营现金流	10	1	-0	0	0
投资活动现金流	-25	-34	9	-50	-54
资本支出	27	35	-33	34	31
长期投资	0	0	3	2	2
其他投资现金流	1	1	-21	-14	-21
筹资活动现金流	31	-11	-43	-55	-61
短期借款	-17	32	-11	4	-1
长期借款	-1	-1	-3	1	0
普通股增加	2	0	16	0	0
资本公积增加	52	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5	-42	-46	-60	-60
现金净增加额	53	24	42	10	69

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	201	259	215	343	485
营业成本	59	83	70	96	123
营业税金及附加	3	3	2	4	6
营业费用	42	55	46	63	87
管理费用	15	23	15	22	29
研发费用	24	25	22	34	48
财务费用	1	1	0	-0	-1
资产减值损失	-8	0	-3	-5	-5
其他收益	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	-0	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	49	70	63	129	199
营业外收入	1	4	3	3	3
营业外支出	4	0	1	1	1
利润总额	47	74	65	132	201
所得税	7	10	9	18	27
净利润	40	64	56	114	174
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	40	64	56	114	174
EBITDA	56	88	89	147	222
EPS(元)	0.64	1.01	0.89	1.81	2.76

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	37.7	28.6	-16.9	59.2	41.3
营业利润(%)	100.0	42.5	-9.5	104.0	53.8
归属于母公司净利润(%)	88.0	59.0	-12.0	102.8	52.7
获利能力					
毛利率(%)	70.6	68.1	67.7	72.1	74.6
净利率(%)	19.9	24.6	26.1	33.2	35.9
ROE(%)	30.2	42.7	35.4	53.6	53.4
ROIC(%)	25.3	31.6	27.8	43.5	46.3
偿债能力					
资产负债率(%)	40.9	47.2	32.8	41.4	26.5
净负债比率(%)	-32.9	-25.0	-57.8	-45.6	-51.1
流动比率	1.8	1.4	2.4	1.9	2.9
速动比率	1.2	0.9	1.9	1.2	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.8	1.1	1.1
应收账款周转率	12.0	12.3	12.2	12.3	12.3
应付账款周转率	16.9	18.8	18.2	18.4	18.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	1.01	0.89	1.81	2.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	1.09	1.20	1.82	2.90
每股净资产(最新摊薄)	2.11	2.37	2.51	3.37	5.16
估值比率					
P/E	121.0	76.1	86.5	42.6	27.9
P/B	36.5	32.5	30.6	22.9	14.9
EV/EBITDA	85.9	54.7	53.3	32.4	21.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn