

300832.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 33.98

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(24.5)	(5.3)	(21.7)	(52.0)
相对深证成指	0.6	5.1	(0.7)	(30.4)

发行股数 (百万)	787
流通股 (%)	36
总市值 (人民币 百万)	26,731
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	85
净负债比率 (%) (2022E)	净现金
主要股东 (%)	
西藏新产业投资管理有限公司	27

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 4 月 21 日收市价为标准

相关研究报告

《新产业: 产品终端销售持续向好, 政策调整布局海内外》20211028

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗器械

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

新产业

大机型 X8 持续开拓市场, 22 年 Q1 业绩超预期

2021 年公司实现营业收入 25.45 亿元, 同比增长 15.97%, 扣除新冠发光试剂业务收入后同比增长 32.22%, 试剂销售方面国内市场收入 14.33 亿元, 同比增长 26.36%, 海外市场 4.68 亿元, 同比下降 18.05%, 海外市场 (不含新冠发光试剂) 4.02 亿元, 同比增长 60.05%; 归母净利润 9.74 亿元, 同比增长 3.68%; 扣非归母净利润 8.83 亿元, 同比增长 3.06%。2021 年公司试剂产品的毛利率保持稳定, 主营业务毛利率同比下降 6.12% (因整体下调仪器销售价格); 2022 年 Q1 实现营收 7.43 亿元, 同比增长 39.53%, 实现归母净利润 3.08 亿元, 同比增长 83.46%, 扣非归母净利润 2.86 亿元, 同比增长 98.17%。

支撑评级的要点

- **高速化学发光分析仪销售持续发力, 拓展国内大型医疗终端客户数量及试剂销量。**2021 年公司高速化学发光分析仪 MAGLUMI X8 国内市场实现装机 601 台, 同比增长 47.67%, 2022 年 Q1, MAGLUMI X8 实现销售/装机 148 台。2021 年公司国内终端客户超 7,700 家, 截至 22 年 Q1 国内市场终端客户数量超 7,900 家 (2020 年 6700+), 2021 年国内累计实现化学发光免疫分析仪器装机超 9,800 台 (2020 年 8,100 台), 其中三级医院客户达 1,209 家, 国内三甲医院的覆盖率达 52.41%, 截止 22 年 Q1 三甲医院客户数量达 855 家, 三甲医院覆盖率提升为 54.11% (2020 年三甲医院 726 家, 覆盖率为 47.89%)。2021 年度国内试剂销量同比提升 26.36%, 单机的试剂用量明显提升。
- **海外市场扣除新冠试剂销售影响增长迅猛, 品牌力持续提升。**2021 年, 公司海外公司新冠发光检测试剂收入由 3.20 亿下降为 0.66 亿元, 扣除新冠发光试剂销售影响后, 海外试剂收入同比增长 60.05%, 增长迅速。2021 年公司在海外全年共计销售全自动化学发光仪器 2,884 台, 同比增长 54.39%。截止目前公司在海外市场, 公司已为 147 个国家和地区 (2020 年 145 个) 的医疗终端提供服务, 累计实现化学发光免疫分析仪器销售超 10,800 台 (2020 年 7900 台)。
- **梯度化机型配置, 大小机型满足不同终端客户需求。**2021 年 MAGLUMI X3 实现国内外市场累计销售/装机 763 台。公司新一代 X 系列的全自动化学发光仪器性能优异, 已获得市场的广泛认可。另外, 创新的重悬浮清洗结构设计的 MAGLUMI X6、1600 速全自动生化分析仪 Biossays C8 及模块化生化免疫分析系统 Biolumi CX8 在国内注册中。

估值

- 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 13.57, 18.32, 23.09 亿元, 对应 EPS 为 1.73, 2.33, 2.94 元。维持 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 行业政策风险; 新产品研发、注册风险; 经销商销售模式风险; 市场竞争加剧风险; 技术替代风险; 新冠疫情不确定性风险等。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入 (人民币 百万)	2,195	2,545	3,443	4,589	5,721
变动 (%)	31	16	35	33	25
净利润 (人民币 百万)	939	974	1,357	1,832	2,309
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.278	1.238	1.725	2.329	2.935
变动 (%)	9.2	(45.7)	39.3	35.1	26.0
全面摊薄市盈率 (倍)	14.9	27.5	19.7	14.6	11.6
价格/每股现金流量 (倍)	14.3	34.6	18.1	17.6	12.7
每股现金流量 (人民币)	2.37	0.98	1.88	1.93	2.68
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	20.3	19.2	13.8	9.5	6.8
每股股息 (人民币)	2.500	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	7.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021 业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2020	2021	同比增长(%)
营业收入	21.95	25.45	15.97
营业税及附加	0.08	0.1	-
净营业收入	21.95	25.45	15.97
营业成本	5.01	7.34	46.51
销售费用	2.97	3.70	24.58
管理费用	2.07	1.67	(19.32)
财务费用	0.26	0.29	11.54
资产减值损失	-	-	-
营业利润	10.99	11.37	3.46
营业外收入	0.00	0.00	-
营业外支出	0.02	0.02	0
利润总额	10.97	11.36	3.56
所得税	1.58	1.62	2.53
少数股东损益	-	-	-
归属母公司股东净利润	9.39	9.74	3.68
扣除非经常性损益的净利润	8.57	8.83	3.06
每股收益(元)	2.38	1.24	(47.90)
扣非后每股收益(元)	2.28	1.24	(47.90)
毛利率(%)	77.18	71.15	减少 6.03pct
净利率(%)	42.79	38.25	减少 4.54pct
销售费用率(%)	13.54	14.53	增加 0.99pct
管理费用率(%) (包含研发费用)	20.4	22.98	增加 2.58pct
财务费用率(%)	1.20	1.14	减少 0.06pct

资料来源：万得，公司公告，中银证券

要点分析

1、化学发光试剂集采（若进一步推进）利好公司长期发展，将有效促进公司开拓市场份额。2021 年“安徽集采”实施范围主要包括肿瘤标志物、甲状腺、感染性疾病、心肌标志物以及降钙素原共计 23 个试剂项目。根据谈判议价规则，市场占有率前五的企业入围参与谈判，未纳入谈判议价范围的同类产品按照一定规则进行联动降价。公司肿瘤标志物及甲状腺等 14 个试剂项目入围参与议价，并且全部谈判成功。进口品牌罗氏、贝克曼未接受谈判议价，作为中标厂商，公司以此为契机，积极推动高速机 MAGLUMI X8 进入更多二甲以上大型医院，从而带动试剂销售收入提升。2021 年该机型装机超过 600 台，该机型对传染病的检测影响最为明显，尤其是术前八项等方面，X8 优势明显（通量、测速等优势）。

2、DRGS/DIP 等医保支付方式改革政策的实施，对公司负面影响极其有限。公司的销售模式与同行业其他厂家采取的代理制不同，不设置区域多级代理，相当于经销商都是一级代理。不存在挤压经销商利润进而造成价格负面传导现象。

3、公司仪器机型布局及试剂方面策略。除了大机型 MAGLUMI X8，公司的 MAGLUMI X3 测试速度为 200 个测试/小时，产品的主要特点是占地体积小、功能均衡，采用了单反应杯，支持不间断连续加载，可以实现更加灵活的控制方式，采用了公司 MAGLUMI X8 仪器使用的纳米磁球重悬浮清洗技术，可实现高效的磁分离清洗；该产品主要定位为二级医院及基层医院针对中小客户。另外，MAGLUMI X6 目前已经在国内注册阶段，最终公司会实现大、中、小机型全方位覆盖终端医院客户。试剂方面，除常规检测项目外公司立志在和国际 IVD 巨头不同的领域深度布局，实现差异化竞争。

4、海外市场是公司重要的发展方向，目前发展快速。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	2,195	2,545	3,443	4,589	5,721
销售成本	(509)	(744)	(951)	(1,218)	(1,482)
经营费用	(424)	(444)	(899)	(1,222)	(1,534)
息税折旧前利润	1,262	1,357	1,593	2,149	2,705
折旧及摊销	(79)	(94)	(100)	(110)	(120)
经营利润(息税前利润)	1,183	1,264	1,493	2,039	2,585
净利息收入/(费用)	(26)	(29)	34	46	57
其他收益/(损失)	57	70	55	52	51
税前利润	1,213	1,304	1,582	2,137	2,693
所得税	(158)	(162)	(225)	(305)	(384)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	939	974	1,357	1,832	2,309
核心净利润	1,056	1,142	1,357	1,832	2,309
每股收益(人民币)	2.278	1.238	1.725	2.329	2.935
核心每股收益(人民币)	2.560	1.452	1.724	2.329	2.935
每股股息(人民币)	2.500	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	31	16	35	33	25
息税前利润增长(%)	23	7	18	37	27
息税折旧前利润增长(%)	25	8	17	35	26
每股收益增长(%)	9	(46)	39	35	26
核心每股收益增长(%)	8	(43)	19	35	26

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	1,213	1,304	1,582	2,137	2,693
折旧与摊销	79	94	100	110	120
净利息费用	26	29	(34)	(46)	(57)
运营资本变动	59	(145)	(56)	47	(184)
税金	(274)	(331)	(225)	(305)	(384)
其他经营现金流	(126)	(179)	113	(427)	(84)
经营活动产生的现金流	977	773	1,480	1,516	2,105
购买固定资产净值	(4)	(4)	152	143	143
投资减少/增加	58	53	51	54	52
其他投资现金流	(2,549)	(973)	2,379	(299)	(287)
投资活动产生的现金流	(2,494)	(925)	2,582	(102)	(92)
净增权益	(1,031)	0	0	0	0
净增债务	0	1	49	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,685	(316)	18	(57)	(164)
融资活动产生的现金流	654	(287)	120	46	57
现金变动	(864)	(439)	4,181	1,460	2,070
期初现金	1,980	1,075	618	4,799	6,259
公司自由现金流	(1,518)	(151)	4,062	1,414	2,013
权益自由现金流	(1,492)	(121)	4,076	1,368	1,956

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,075	618	4,799	6,259	8,329
应收帐款	221	280	489	473	728
库存	459	645	654	1,054	1,042
其他流动资产	2,370	2,954	182	211	245
流动资产总计	4,125	4,497	6,124	7,998	10,344
固定资产	804	1,130	1,188	1,227	1,256
无形资产	99	95	89	83	77
其他长期资产	201	338	245	258	281
长期资产总计	1,103	1,563	1,522	1,568	1,613
总资产	5,306	6,136	7,706	9,611	11,988
应付帐款	98	171	146	257	249
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	394	337	494	455	530
流动负债总计	493	508	690	762	828
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	16	12	12	13
股本	412	787	787	787	787
储备	4,451	4,861	6,218	8,050	10,360
股东权益	4,863	5,648	7,005	8,837	11,146
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,306	6,136	7,706	9,611	11,988
每股帐面价值(人民币)	11.79	7.18	8.90	11.23	14.17
每股有形资产(人民币)	11.55	7.06	8.79	11.13	14.07
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.61)	(0.79)	(6.04)	(7.89)	(10.52)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	57.5	53.3	46.3	46.8	47.3
息税前利润率(%)	53.9	49.6	43.4	44.4	45.2
税前利润率(%)	55.3	51.2	46.0	46.6	47.1
净利率(%)	42.8	38.3	39.4	39.9	40.4
流动性					
流动比率(倍)	8.4	8.9	8.9	10.5	12.5
利息覆盖率(倍)	45.1	43.4	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	7.4	7.6	7.9	9.1	11.2
估值					
市盈率(倍)	14.9	27.5	19.7	14.6	11.6
核心业务市盈率(倍)	13.3	23.4	19.7	14.6	11.6
市净率(倍)	2.9	4.7	3.8	3.0	2.4
价格/现金流(倍)	14.3	34.6	18.1	17.6	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	19.2	13.8	9.5	6.8
周转率					
存货周转天数	249.8	270.8	249.5	256.0	258.2
应收帐款周转天数	37.9	35.9	40.8	38.3	38.3
应付帐款周转天数	12.7	19.3	16.8	16.0	16.1
回报率					
股息支付率(%)	109.8	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	23.5	18.5	21.4	23.1	23.1
资产收益率(%)	23.5	19.3	18.5	20.2	20.5
已运用资本收益率(%)	5.9	4.6	5.3	5.7	5.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371