

# 新产业（300832）：深耕化学发光优质赛道，产品研发与销售双线快速推进

2022 年 12 月 2 日

强烈推荐/首次

新产业

公司报告

公司是国内化学发光先行者，深耕免疫分析领域超过二十年，技术积累深厚，属于国内化学发光第一梯队。公司自成立以来，一直专注于化学发光的研究，于 2008 年 9 月顺利完成中国第一台全自动化学发光仪的注册，并于 2010 年实现全自动化学发光设备的量产，实现国产全自动化学发光设备从无到有的突破。目前主要产品包括全自动化学发光免疫分析仪器、全实验室智能化流水线、全自动生化分析仪器、全自动核酸提取纯化仪器。

**化学发光为规模大、增速快、壁垒高的黄金赛道。**免疫诊断是体外诊断市场占比最大的类别，而化学发光技术具有高灵敏度、检测范围宽、操作简便快速、标记物稳定性好、无污染、仪器简单经济等优点，是放射免疫分析和酶联免疫分析最佳的取代者。而由于化学发光被检测样本的浓度低，以及涉及生物、物理、化学、光学等多种前沿技术，具有较高的技术壁垒。2021 年我国化学发光免疫诊断市场规模已达到 284.4 亿元，预计 2022 年增长率为 15.3%。出现新冠疫情后，医院端诊疗人次受影响较大，化学发光近两年的市场规模增速受到一定压制。但长期来看，随着疫情的逐步好转，医院端诊疗人次将会逐步恢复，叠加检测项目的不断开发、检测仪器性能的不断改善，化学发光长期看依然能保持较高增速。

**外企在国内市场份额仍占优势，国内企业进步明显，国产替代正当时。**外企在国内化学发光市场仍占据主导地位，罗氏、雅培、贝克曼和西门子等国际诊断龙头占据国内化学发光市场超过 70%。但国产厂家技术进步明显，部分领域已处于世界领先水平，如新产业 2018 年推出在当时全球销量最大的 600 速化学发光设备 MAGLUMI X8，此后，亚辉龙、安图生物也分别推出 600 速设备。从检测项目看，国内龙头公司在国内注册的试剂数已经不少于罗氏等外企了。

**公司仪器、试剂品类丰富。**公司在不同规格的发光仪上同时发力，陆续推出了大型分析仪 MAGLUMI 4000 Plus 和 MAGLUMI X8、以及体积相对较小的 MAGLUMI X3。X8 可凭借高检测速度以及能组成全自动流水线等优势加速向大型医院的优质客户渗透，X3 占地面积不到 0.68 平方米，可以在中小型医学实验室进行配置，更好地满足基层医疗实验室需求。试剂方面，公司试剂检测结果稳定，肿瘤标志物、心血管及心肌标志物等特色项目优势明显，市场口碑良好。公司化学发光检测项目菜单达 156 项，在国内处于领先地位。截至 2022 年 6 月公司有 22 项新开发试剂产品，以及 31 项 2 代试剂产品。

**公司坚持全球化战略，积极开拓海外市场。**海外市场规模大，公司产品市占率低，随着产品力逐步提升和销售体系的逐步完善，有望保持海外业务的长期高增长。据我们测算，2020 年海外化学发光市场约为 514 亿元，公司海外市场占有率约为 1.54%，具有较大增长空间。随着公司产品力的提升，将能为海外客户提供性能优良且更具性价比的产品，同时在海外加速建设子公司以更快响应客户需求，加速抢占市场。同时在新疫情期间，公司把握契机与海外的各家医院及经销商等建立紧密的联系，打造更为成熟的销售网络，提高公司在海外的品牌知名度，这一不断完善的海外销售体系将是公司常规

## 公司简介：

公司主营业务是体外诊断产品的研发、生产、销售及服务，是国内该领域的领先者。公司产品主要用于提供疾病的预防、诊断、治疗监测、预后观察、健康状态评价以及遗传性疾病预测的诊断信息。

资料来源：公司公告、iFinD

## 交易数据

52 周股价区间（元）	61.36-31.91
总市值（亿元）	377.6
流通市值（亿元）	136.4
总股本/流通 A 股（万股）	78,600/28,400
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.4733%

## 52 周股价走势图



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

## 研究助理：林志臻

0755-82832295

linzhzh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121070074

产品未来在海外持续放量的重要推动力。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 31.55、40.88、51.46 亿元，净利润分别为 12.55、16.37 和 21.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.60、2.08 和 2.69 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 31、24 和 18 倍。公司是国内化学发光龙头，深耕行业多年，在仪器技术水平、试剂种类与可靠性方面均具备优势，国内外销售体系也趋于成熟。看好公司在国产替代和出海浪潮下业务高速增长，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**带量采购降价超预期、海外销售不及预期、原材料采购成本变动风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,194.97	2,545.42	3,154.60	4,088.43	5,145.84
增长率（%）	30.53%	15.97%	23.93%	29.60%	25.86%
净利润（百万元）	939.15	973.70	1,255.48	1,637.25	2,116.81
增长率（%）	21.56%	3.68%	28.94%	30.41%	29.29%
净资产收益率（%）	19.55%	17.35%	18.29%	19.33%	20.07%
每股收益(元)	2.38	1.24	1.60	2.08	2.69
PE	21.45	41.07	30.78	23.60	18.26
PB	4.38	7.15	5.63	4.56	3.66

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 公司是国内化学发光先行者 .....	3
2. 公司深耕的化学发光为规模大、增速快、壁垒高的黄金赛道 .....	5
2.1 免疫诊断市场规模大，其中化学发光已成主流技术 .....	6
2.2 化学发光竞争格局：外企在国内市场份额仍占优势，国内企业进步明显，国产替代正当时 .....	7
3. 仪器、试剂品类丰富，国内、海外市场双线推进 .....	9
3.1 仪器：具有完整仪器体系，满足客户差异化需求 .....	9
3.2 试剂：检测项目丰富，有助于推动收入及利润增长加速 .....	11
3.3 技术平台：四大技术平台构建技术护城河 .....	14
3.4 海外市场销售体系不断完善，成果显著 .....	16
4. 公司盈利预测及投资评级 .....	17
5. 风险提示 .....	18

## 插图目录

图 1： 公司主要产品 .....	3
图 2： 公司发展历程 .....	4
图 3： 公司历年营业收入及增速 .....	5
图 4： 公司历年归母净利润及增速 .....	5
图 5： 2018 年中国体外诊断细分市场占比 .....	6
图 6： 2016-2022 年中国化学发光免疫诊断市场规模及预测（亿元） .....	6
图 7： 公司历年试剂收入占比情况 .....	12
图 8： 化学发光各检测项目市场份额 .....	13
图 9： 公司研发投入占营收比例 .....	14
图 10： 公司海外市场收入增速高（2020 与 2021 年扣除新冠发光试剂数据） .....	17

## 表格目录

表 1： 国内外主要公司在中国取得化学发光产品检测项目数对比（截至 2021 年 1 月 31 日） .....	7
表 2： 安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价结果 .....	8
表 3： 新产业目前主要全自动化学发光仪产品性能 .....	9
表 4： 国产企业部分化学发光仪器对比 .....	9
表 5： 国产厂家累计装机量对比（截至 2021 年 12 月数据） .....	11
表 6： 公司已进入或完成临床的发光试剂新产品（截至 2022 年 6 月 30 日） .....	12
表 7： 公司主要技术平台介绍 .....	14
表 8： 新产业收入测算（百万元） .....	18

## 1. 公司是国内化学发光先行者

深耕免疫分析领域超过二十年，技术积累深厚。深圳市新产业生物医学工程股份有限公司成立于 1995 年，是专业从事体外诊断产品研发、生产、销售及服务的国家级高新技术企业。公司自成立以来，一直专注于化学发光的研究，经过十多年的潜下心来，于 2008 年 9 月顺利完成中国第一台全自动化学发光仪的注册，并于 2010 年实现全自动化学发光设备的量产，实现国产全自动化学发光设备从无到有的突破。新产业生物是中国第一家拥有“免疫磁性微球”专利并将其作为化学发光系统关键分离材料的公司，是中国第一家拥有“人工合成的小分子有机化合物-ABE”专利并用其代替传统的酶作为发光标记物的公司，同时也是中国第一家应用上述专利技术且获得国内注册证并实现批量生产全自动直接化学发光免疫分析仪器及配套试剂的公司。

图1：公司主要产品



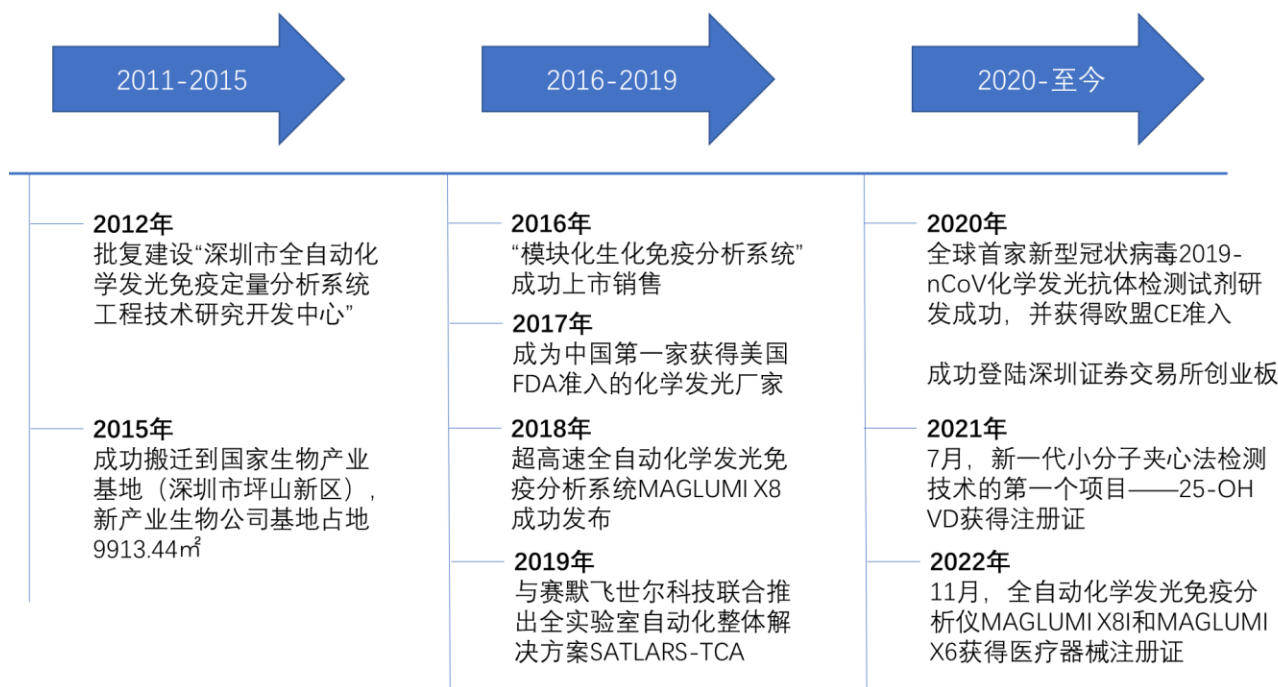
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司目前主要有四类产品，包括①全自动化学发光免疫分析仪器方面，公司的高通量大型机以 MAGLUMI X8 为代表，检测速度全国领先，能够满足三级医院等具有较高人流量的医疗机构的监测需求；MAGLUMI X3 则综合考虑了仪器体积和检测速度、检测灵敏度等因素，有利于公司在检测人流量低一些的二级医院、一机医院以及其他医疗机构市场进行推广。相关配套化学发光试剂方面，截至 2022 年上半年，公司已经可以开展甲状腺功能、性激素、肿瘤标志物、心肌标志物、术前八项、优生优育、糖代谢、骨代谢、肝纤维化、炎症监测、自免抗体等 153 个项目的检测；②全实验室智能化流水线方面，目前公司已经推出新产业-赛默飞 SATLARS®-TCA 全实验室智能化流水线，使用赛默飞轨道+新产业发光仪器 MAGLUMI X8+新产业生化仪器 Biossays C8 +AS-2450 生化，以及新产业-日立 SMP 和 SMT 及配套试剂、SIB 超高速生化免疫流水线、SII 超高速免疫流水线等；③全自动生化分析仪器：目前代表产品是 Biossays BC1200 、Biossays BC2200，

配套生化试剂包括血脂、肝功能、肾功能、心肌标志物、糖尿病等检测项目；④全自动核酸提取纯化仪器，包括 Molecision® MP-96、Molecision® MP-32 及配套提取试剂。

公司持续通过技术创新引领国内免疫分析技术的发展，属于国内化学发光第一梯队。公司于 2016 年将智能化的“模块化生化免疫分析系统”成功推出，进一步丰富了公司产品线。2017 年 7 月，新产业生物通过美国 FDA 510(k) 审核，成为中国第一家获得美国 FDA 准入的化学发光厂家。2018 年，新产业生物成功发布超高速全自动化学发光免疫分析系统 MAGLUMI X8，开启化学发光超高速的新纪元。2019 年 7 月，新产业生物自主研发的丙型肝炎化学发光产品成功通过欧盟 CE List A 认证，成为中国第一家丙肝试剂荣获欧盟 CE 认证的化学发光厂家。2020 年 12 月，新产业生物获中国第一张化学发光领域 IVDR CE 认证证书。公司的研发成果，填补了国内在体外诊断领域的空白，打破了该领域长期被国外厂家产品垄断和技术封锁的局面，已成为中国化学发光免疫定量分析领域的领导者。

图2：公司发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

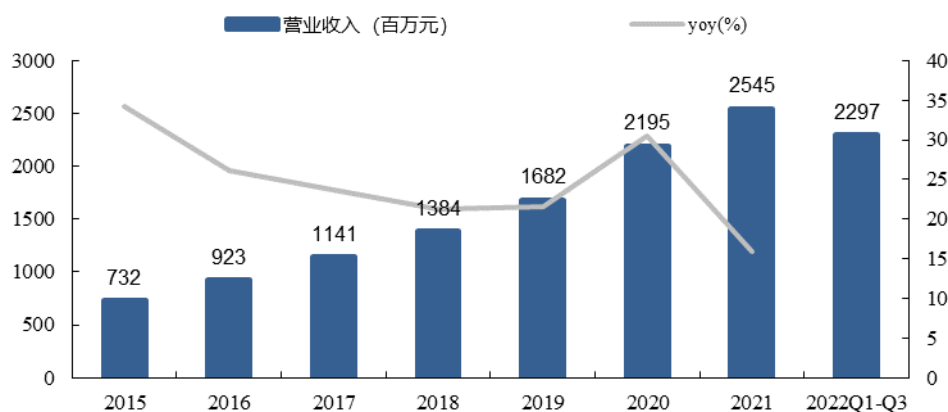
**研发、生产与销售全方位发展，公司未来发展潜力高。**截至 2022 年 6 月末，公司已有员工 2600 多人，其中博士、硕士及海外归国人士 400 多人。公司拥有试剂研发及生产中心、仪器研发及制造中心、营销中心等专业团队，多维度为公司的快速发展提供保障。试剂研发及生产中心拥有年产 400 万盒试剂的产能；仪器研发及制造中心目前拥有年产 3000 台全自动化学发光分析仪和 1500 台模块化生化免疫分析系统的产能，且新的化学发光仪生产基地建设进度符合预期，有望在明年投入生产，缓解公司在仪器产能方面的压力；公司国内营销和服务网络已经覆盖到全国所有地区，公司正积极拓展海外市场，已与意大利、西班牙、法国、哥伦比亚等 148 个国家和地区的医院建立了合作关系。



**2022 年前三季度，公司业绩实现高增长。**公司 2019-2021 年分别实现营收 16.82、21.95、25.45 亿，同比增长 21.54%、30.53%、15.97%；实现归母净利润 7.73、9.39、9.74 亿，同比增长 11.33%、21.56%、3.68%。

若在收入中扣除新冠相关产品影响，公司 2015-2021 年复合增长率为 22.57%。公司 2020 年有 3.2 亿新冠化学发光试剂收入，2021 年该部分降低为 0.66 亿，影响了收入增速；2021 年公司调整销售策略，通过对仪器的小幅度降价推动客户装机加速，导致 2021 年利润增速低于收入增速。考虑到今年公司无销售策略变动，受到新冠业务影响也降低，加之今年受益于汇率变动对财务费用的正面影响以及分摊的股权激励费用减少导致的管理费用降低，疫情对常规检验项目的压制也将逐步减小，我们认为未来几年公司的收入和利润复合增速将恢复到疫情前的较高水平。

图3：公司历年营业收入及增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：公司历年归母净利润及增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

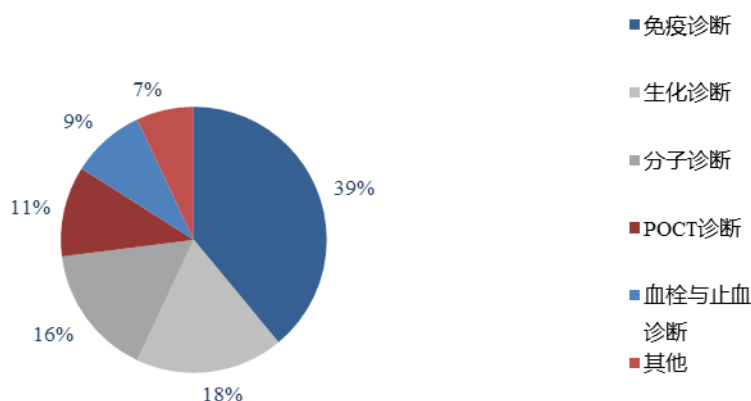
## 2. 公司深耕的化学发光为规模大、增速快、壁垒高的黄金赛道

## 2.1 免疫诊断市场规模大，其中化学发光已成主流技术

根据前瞻产业研究院报告，全球体外诊断市场规模在 2020 年为 834 亿美元。其中北美、西欧等地区是体外诊断的主要市场，经济发达地区由于医疗服务已经相对完善，其体外诊断市场已经达到一个相对稳定阶段，而以中国、印度为代表的新兴市场则增长迅猛。根据 Kalorama Information 报告，2019 年全球免疫诊断市场规模达到 189 亿美元，为体外诊断行业市场规模最大的子行业。根据 Frost&Sullivan 报告，2019 年中国体外诊断市场规模约 864 亿元。近二十年中国体外诊断产业在政策扶持、下游市场需求膨胀、技术进步的带动下经历了快速发展，产业化程度迅速提高，预计未来仍将继续增长。

**免疫诊断是体外诊断市场占比最大的类别。**我国体外诊断市场由免疫诊断、生化诊断、POCT、分子诊断等细分领域构成。其中免疫诊断市场规模最大，约占据国内体外诊断市场 39% 的份额，生化诊断位居第二，约占据国内体外诊断市场 18% 的份额。

图5：2018 年中国体外诊断细分市场占比



资料来源：广州标点医药，公司招股说明书，东兴证券研究所

**化学发光免疫检测壁垒高，是免疫诊断的主流技术。**化学发光技术具有高灵敏度、检测范围宽、操作简便快速、标记物稳定性好、无污染、仪器简单经济等优点，是放射免疫分析和酶联免疫分析最佳的取代者。而由于化学发光被检测样本的浓度低，以及涉及生物、物理、化学、光学等多种前沿技术，具有较高的技术壁垒。由于其技术优势，在欧美的免疫诊断市场化学发光法诊断比例已经超过 90%。根据中商产业研究院数据，2021 年我国化学发光免疫诊断市场规模已达到 284.4 亿元，预计 2022 年增长率为 15.3%。出现新冠疫情后，医院端诊疗人次受影响较大，化学发光近两年的市场规模增速也会受到一定压制。但长期来看，随着疫情的逐步好转，医院端诊疗人次将会逐步恢复，叠加检测项目的不断开发、检测仪器性能的不断完善，化学发光长期看依然是黄金赛道。

图6：2016-2022 年中国化学发光免疫诊断市场规模及预测（亿元）





资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

## 2.2 化学发光竞争格局：外企在国内市场份额仍占优势，国内企业进步明显，国产替代正当时

**外企在国内化学发光市场仍占据主导地位。**罗氏、雅培、贝克曼和西门子等国际诊断龙头对化学发光技术的研究时间更长、应用更为成熟，并且在特定检测领域构筑了自身的护城河，如罗氏的肿瘤标志物检测、雅培的传染病检测、贝克曼和西门子的特定蛋白、激素检测等，凭借以上优势四家跨国企业占据国内化学发光市场超过 70%。

**国产厂家技术进步明显，部分领域已处于世界领先水平。**从检测速度看，国产化学发光仪已经形成对外企化学发光仪的优势。2018 年，新产业推出在当时全球通量最大的 600 速化学发光设备 MAGLUMI X8。此后，亚辉龙、安图生物也分别推出 600 速设备。而外企的仪器迭代速度相对慢一些，相应的主要产品普遍处于 200 速-400 速的区间。从检测项目看，截至 2021 年 1 月 31 日，公司与行业内主要竞争对手已取得国内医疗器械注册证的化学发光产品检测项目（包含研发成功但未取得国内注册证的新冠病毒试剂）对比情况如下。国内龙头公司在国内注册的试剂数已经不少于罗氏等外企了。

表1：国内外主要公司在中国取得化学发光产品检测项目数对比（截至 2021 年 1 月 31 日）

检测项目	新产业	安图	亚辉龙	迈瑞	罗氏	雅培	贝克曼	西门子
自身免疫病	17	0	31	0	1	1	0	1
生殖健康类	28	27	26	16	28	19	16	23
呼吸道病原体（除新冠病毒）	0	6	4	0	0	0	0	0
新型冠状病毒	2	2	4	0	0	0	0	0
EB 病毒	6	0	6	0	0	0	0	3
甲状腺	12	10	10	11	12	9	10	13
术前八项	9	14	8	10	16	14	0	11
肿瘤标志物	21	17	12	17	14	14	8	13
心肌标志物	9	6	4	5	5	6	4	5
肝纤	5	5	4	4	0	0	0	0

贫血	3	3	5	4	4	3	7	4
糖代谢	4	2	3	2	2	3	2	2
骨代谢	4	4	3	3	6	2	2	3
过敏	4	0	0	0	4	0	1	1
炎症	3	3	1	1	2	1	2	8
药物检测	3	0	0	0	4	12	1	10
高血压	6	5	0	6	2	1	1	2
其他	5	4	0	2	3	4	2	6
合计	141	108	121	81	103	89	56	105

资料来源：亚辉龙招股书，东兴证券研究所

医保控费为大势所趋，未来化学发光行业同样面临集采导致终端价格下降的风险。但我们认为，对于国内的化学发光主要厂商来说，集采是机遇大于挑战。首先，虽然国产化学发光设备和试剂的产品力已经取得长足进步，但是化学发光检测采用的都是封闭体系，导致原有的利益格局难以改变，增加了化学发光产品国产替代的难度。而集采有利于打破原有的采购格局，为国内公司提供后来居上的机会。其次，国内产品对比进口产品具有价格优势，集采下市占率更高、价格更贵的进口产品受到的冲击更大，同样有利于国内公司扩大市场份额。在 2021 年 8 月安徽省试点进行的省级化学发光试剂带量采购当中，中标数量最多的是雅培（18 项），而新产业医疗以及迈瑞则各有 14 项中标，紧随雅培之后。而国内外头部化学发光厂商罗氏诊断、贝克曼库尔特、安图等并未在中标名单中。虽说各家厂商对安徽化学发光集采与未来可能的全国性化学发光集采会采取不同的反应，但上述结果侧面说明了集采本身对于国内厂家扩大份额是更为有利的。

表2：安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价结果

厂家名称	中标数量（项）	中标项目分类
雅培	18	肿瘤抗原、感染病、激素测定、心肌疾病等
新产业	14	肿瘤抗原、激素测定、降钙素原（PCT）检测等
迈瑞	14	肿瘤抗原、感染病、激素测定等
西门子	12	肿瘤抗原、激素测定、心肌疾病等
索灵	5	激素测定等
博阳	5	感染病等
万孚	2	心肌疾病等
基蛋	2	心肌疾病、降钙素原（PCT）检测等
长光华医	1	肿瘤抗原
明德	1	降钙素原（PCT）检测
微点	1	心肌疾病

奥森多

1

心肌疾病

资料来源：IQVIA，东兴证券研究所

### 3. 仪器、试剂品类丰富，国内、海外市场双线推进

#### 3.1 仪器：具有完整仪器体系，满足客户差异化需求

优秀的产品研发制造和迭代能力是公司保持自身竞争优势的关键。在具有领先优势的免疫诊断产品线，截至2022年6月，公司有9款全自动化学发光免疫分析仪面向全球销售。近年来，公司在不同规格的发光仪上同时发力，陆续推出了大型分析仪 MAGLUMI 4000 Plus 和 MAGLUMI X8，以及体积相对较小的 MAGLUMI X3。其中，X8 为高通量高端大型化学发光仪，测试速度高达 600 测/小时，是市场上测速最高的仪器之一；15 分钟可出第一个结果；可以 24 小时待机，样本即时检测，并可同型号仪器、生化仪、电解质分析仪组合互联。MAGLUMI 4000 Plus 和 MAGLUMI X8 主要面向大型医院等客户，有望凭借高检测速度、能与公司自主研发的生化设备组成全自动流水线等优势，加速向优质客户渗透。

2020 年发布的 X3 作为 X8 的兄弟产品，同样具有优异的性能。X3 测试速度 200T/H，单位面积测速>294T/H，具有 72 个样本位，20 个试剂位，有能力满足实验室日益增长测试量需求。当前，中国基层医疗力量仍然较为薄弱，但随着分级诊断相关措施的不断推行，基层医疗机构也将面临越来越多的化学发光检测需求。而 MAGLUMI X3 占地面积不到 0.68 平方米，可以在中小型医学实验室进行配置，更好地满足基层医疗实验室需求。

表3：新产业目前主要全自动化学发光仪产品性能

型号	测试速度（测试/小时）	样本位	试剂位	发光原理
MAGLUMI X3	200	72	20	直接化学发光
MAGLUMI X8	600	300	42	直接化学发光
MAGLUMI 4000 Plus	280	144	25	直接化学发光
MAGLUMI 4000	280	144	25	直接化学发光
MAGLUMI 2000 Plus	180	144	25	直接化学发光

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表4：国产企业部分化学发光仪器对比

公司	产品	图片	上市时间	检测速度	试剂位	样本
----	----	----	------	------	-----	----

		(T/h)			位	
新产业	MAGLUMI X8		2018	600	42	300
迈瑞	CL8000i		2021	500	36	300
亚辉龙	iFlash 3000G		2021	600	40	140/480
迈克	i3000		2018	300	30	200
安图	A6000		2022	600	50	150/300

资料来源：各公司公告，各公司官网，体外诊断网，东兴证券研究所

2022年11月4日，公司发布公告，MAGLUM X6和MAGLUM X8I两款新的全自动化学发光免疫分析仪已获得注册证。其中MAGLUMI X6化学发光免疫分析仪是继公司X系列发光仪器MAGLUMI X8、MAGLUMIX3之后推出的最新一款X系列机型，设置有30个试剂位，检测速度高达450测试/小时；采用单反应杯设计，实验流程更加灵活；重悬浮清洗结构设计有利于显著提升试剂测试的灵敏度；采用模块化设计，支持多台拼接，可以与公司全自动化学发光免疫分析仪MAGLUMI X8、全自动生化分析仪Biossays C8进行模块化拼接，可以满足客户更复杂的需求，为客户提供更多样化的选择。

未来，自动化、高通量化、流水线化是免疫诊断产品的重要趋势。全实验室自动化流水线，英文简称 TLA，其自动化包括样本自动采集及传输、样本自动化前处理、样本自动分析、样本自动化后处理四大部分，实现了从样本采集到检验报告输出全过程的自动化，具有输出检验报告时间短、检验效率高；差错率低、检验质量高；避免检验人员接触有毒样品，安全性高；降低人工成本等优点。随着我国医疗消费观念由“治疗为主、预防为辅”向“预防为主、防治结合”的转变、人口老龄化及城市化进程的加快等方面的影响，医疗机构将会面对日益上升的日均检测量和更全面的检测项目需求，在此情况下，检测压力大的机构使用全实验室自动化流水线是大势所趋。

生化分析仪是全实验室自动化流水线的重要一环，公司积极布局生化诊断产品线。截至 2022 年 6 月，公司面向全球销售 4 款全自动生化分析仪器及 61 项配套试剂，其中国内已获注册的生化 3 试剂 61 项，配套试剂涵盖肾功能、肝功能、特种蛋白、脂类等检测项目。公司则拥有 Biossays 系列全自动生化分析仪，大型生化仪器 Biossays C8 在国内注册中，属于 1600 测试/小时的高速全自动生化分析仪，并且可连入全实验室自动化流水线，在进入市场后，将能进一步提升公司服务大型终端的能力。

公司稳步开拓市场，成效显著。截至 2022 年 6 月 30 日，凭借产品技术与服务优势，新产业已为国内超 8,200 家医疗终端提供服务，其中三级医院客户达 1,279 家，国内三甲医院的覆盖率达 52.33%（依据 2022 年 7 月国家卫健委发布的《2021 年我国卫生健康事业发展统计公报》数据计算），国内累计实现化学发光免疫分析仪器装机超 10,500 台；在海外市场，公司已为 148 个国家和地区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 13,400 台。将各家公司 2021 年底数据进行对比，新产业在累计装机量、医院覆盖总量上均占优势，公司长时间以来在技术研发和销售渠道方面的投入具有良好的效果。随着公司大型机装机量的逐步提升，将进一步加速公司开拓三级医院市场的步伐。

**表5：国产厂家累计装机量对比（截至 2021 年 12 月数据）**

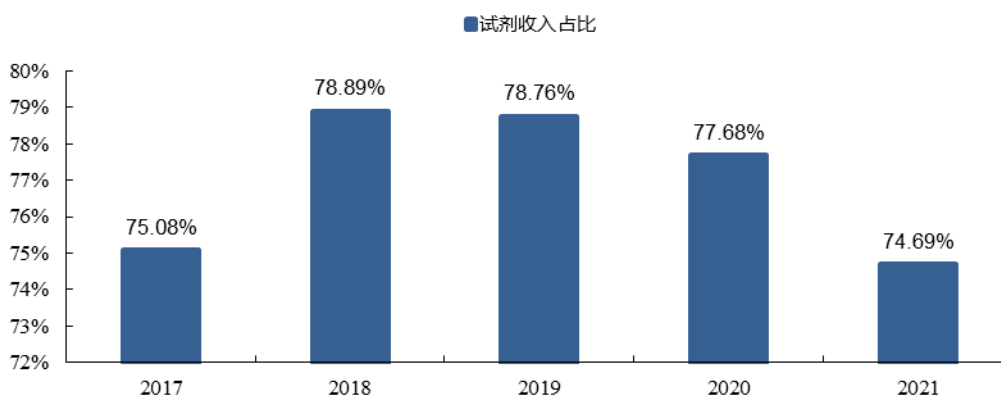
公司	2021 年底累计 装机量	年内新装机量	医院覆盖总量	覆盖三级医院量	三级医院占比	覆盖三级医院占全 国三级医院比例
新产业	9800	1700	7700	1209	16%	40%
安图	-	-	6100	1900	31%	64%
迈克	4757	1057	6500	1498	23%	50%
亚辉龙	4537	-	3500	1144	33%	38%

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

### 3.2 试剂：检测项目丰富，有助于推动收入及利润增长加速

观察新产业、安图等企业的收入构成，试剂的收入会高于仪器收入数倍。公司仪器的单机产出是影响公司试剂收入水平的重要因素，而仪器单产与公司检测菜单的丰富程度高度相关。因此检测项目数是判断化学发光行业内公司竞争力的重要参考。

图7：公司历年试剂收入占比情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**公司检测项目丰富。**截至 2022 年 6 月 30 日，公司在国内已获注册的化学发光试剂有 153 项（共 197 个注册证），涵盖肿瘤标志物、甲状腺、传染病、性腺、心肌标志物、炎症监测、糖代谢、骨代谢、肝纤维化、自身免疫抗体等检测项目。根据各家官网披露 2022 年 11 月披露的化学发光检测项目菜单进行对比，各家厂商在不同细分项目的数量上各有优势，但新产业的项目总数最多，达到 156 项，公司在试剂品类方面具有较强的竞争力。根据亚辉龙招股书的数据，截至 2021 年 1 月 31 日，四家主要外资企业中，获批检测项目最多的为西门子（105 项），而当时新产业已有 141 项获批，面对几家外资企业依然占据优势。此外，在研试剂方面，公司截至 2022 年 6 月已有 22 项新开发试剂产品，以及 31 项 2 代试剂产品。

表6：公司已进入或完成临床的发光试剂新产品（截至 2022 年 6 月 30 日）

试剂类别	试剂数量	临床应用	注册类别	备注
优生优育/发光试剂	5	主要用于 I 型、II 型单纯疱疹感染、弓形虫感染、巨细胞病毒感染、风疹病毒感染的辅助诊断。	III 类	
肝炎/发光试剂	1	主要用于丙型肝炎病毒感染的辅助诊断。	III 类	
传染病/发光试剂	14	主要用于支原体肺炎、衣原体肺炎、人副流感病毒、军团菌肺炎、腺病毒、柯萨奇病毒、甲型肝炎病毒感染、呼吸道合胞病毒感染等的辅助诊断；甲型、乙型流行性感冒的辅助诊断和鉴别诊断；定性检测新型冠状病毒（2019-nCoV）N 抗原。	III 类	新开发产品
EB 病毒/发光试剂	1	主要用于 EB 病毒感染的辅助诊断。	III 类	
肝纤维化/发光试剂	1	主要用于肝纤维化/肝硬化的辅助诊断。	II 类	
肿瘤标志物/发光试剂	1	主要用于监测前列腺癌发生骨转移的情况。	II 类	
免疫球蛋白/发光试剂	1	主要用于人体过敏反应状态的辅助诊断。	II 类	2 代产品
肝功能/发光试剂	1	主要用于肝胆疾病的辅助诊断。	II 类	



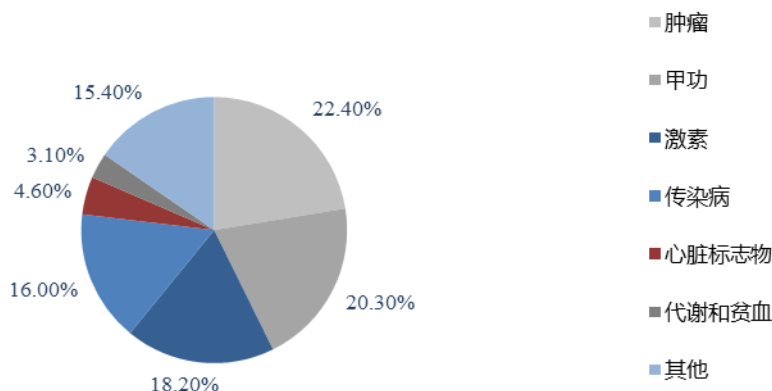
肝纤维化/发光试剂	4	主要用于肝纤维化的辅助诊断。	II 类
心血管及心肌标志物 /发光 试剂	4	主要用于心肌梗死、肌病、心力衰竭、排除静脉血栓形成、弥散性 血管内凝血等疾病的辅助诊断以及溶栓治疗的监测。	II 类
糖代谢、自免抗体/ 发光试 剂	2	主要用于 I 型糖尿病的辅助诊断。	II 类
肾功能/发光试剂	5	主要用于肾脏疾病的辅助诊断，监测近端肾小管的功能，以及用于肿瘤、多发性骨髓瘤的治疗监测等。	II 类
胃功能/发光试剂	2	主要用于评价胃泌酸腺细胞功能、胃底粘腺病变，可用于胃癌的治疗监测。	II 类
贫血/发光试剂	1	主要用于巨幼红细胞性贫血的辅助诊断。	II 类
高血压/发光试剂	2	主要用于评价垂体—肾上腺功能，辅助评价肾上腺皮质功能。	II 类
炎症/发光试剂	1	主要用于细菌感染性疾病的辅助诊断。	II 类
骨代谢/发光试剂	2	主要用于评价甲状旁腺功能，以及各种骨质疏松及骨损伤后骨质合成早期的评价。	II 类
药物检测/发光试剂	3	用于测定人全血样本中他克莫司(Tacrolimus)的含量、环孢霉素的浓度，以及血清或血浆中地高辛(Digoxin)的浓度。	II 类
生长发育/发光试剂	2	主要用于辅助评价垂体功能和非垂体疾病所致的生长激素水平异常；生长紊乱的辅助诊断，以及肺癌的治疗监测和治疗指导。	II 类

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司在化学发光试剂上的优势地位是对公司仪器销售的重要推力。公司化学发光仪器与试剂系封闭系统，必须配套使用。近年来，公司化学发光试剂凭借灵敏度高、稳定性强、自动化程度高的优势，在终端医疗机构使用较广，试剂稳定的检测需求与仪器、试剂配套使用的特征有利于增强公司与客户的粘性，促进公司仪器的销售，并且帮助公司在下游客户形成良好口碑，维持仪器的定价能力。

作为国内首家成功量产化学发光免疫分析仪及配套试剂的企业，公司试剂检测结果稳定，肿瘤标志物、心血管及心肌标志物等特色项目优势明显，市场口碑良好。肿瘤标志物是公司特色试剂产品，早期国内厂家参与较少，主要由罗氏等大型外资医疗器械企业参与竞争，公司凭借先发优势取得一定市场份额。甲状腺是常规检测项目，也是公司第二大试剂产品，产品测试结果准确、稳定，客户认可度高。从不同检测试剂收入占比看，根据公司 2019 年披露的数据，试剂项目收入结构中肿瘤标志物与甲状腺功能试剂收入占比较高，分别为 36%和 17%，近几年这两类试剂收入占比稳定保持稳定。公司在不断补齐自身的检测试剂种类，这两年在传染病类试剂上发力，收入占比已经由 2019 年的不到 5%提升到目前的约 10%。我们认为公司已经跨过主要靠特色项目进军高端市场和海外市场的阶段，开始凭借稳定可靠的产品性能、不断丰富的试剂菜单、部分特色项目在临床检测的良好反映以及较高的性价比优势和口碑与进口品牌正面竞争，未来潜力巨大。

图8：化学发光各检测项目市场份额

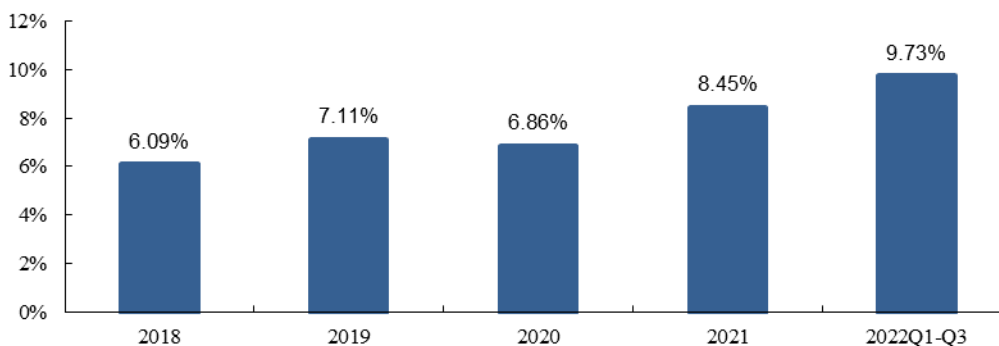


资料来源：立鼎产业研究网，东兴证券研究所

### 3.3 技术平台：四大技术平台构建技术护城河

公司依托纳米免疫磁性微球研发、全自动化学发光仪器研发、全自动化学发光试剂研发、试剂关键原材料研发四大技术平台，在技术和工艺创新方面取得显著成果。强大的产品竞争力是公司能在化学发光产品国产替代以及出海竞争浪潮中最重要的依仗，公司也意识到这一点，在研发制造方面不断的投入并保持领先地位。目前，公司以磁分离 ABEI 标记的直接化学发光技术平台为依托，依靠自身强大的仪器和试剂研发力量，不断开发出更多种类的试剂新品种，满足临床诊断及其它应用领域的需要。研发团队方面，公司研发技术力量结构合理，整个团队具有很强的创新性和研究能力，多年来积累了完备而丰厚的技术储备。同时，公司近年来不断加强研发投入，2021 年研发费用同比增长超过 40%，研发投入占营收比例也在逐年上升，有利于公司保持对其他厂家的优势并加速进入国内高端市场以及海外市场。

图9：公司研发投入占营收比例



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表7：公司主要技术平台介绍

技术平台		特点及用途
纳米免疫磁性微球研发技术平台		实验室配备价值数百万的磁球制备与分析仪器，对于磁性微球的粒径、铁含量、羧基含量、非特异性吸附等进行控制。在粒径控制方面，可以生产从几百微米到几十纳米的粒径均一的磁球，对于同一批磁球，其粒径差别可以控制在 0.5 微米之内。在铁含量要求方面，可以生产 20%~60%铁含量的磁性微球，并可以根据不同项目对于灵敏度以及磁响应度的要求进行生产。在磁性微球非特异性吸附要求方面，公司自产磁性微球非特异性吸附很低
	单光子计数技术平台	单光子计数模块作为全自动化学发光免疫分析仪的核心部件，对试剂反应产生的微弱光信号进行探测处理。单光子计数技术平台解决了对极微弱光信号的探测准确性问题。
	高速运动研究平台	公司全自动化学发光免疫分析仪最高测试速度已达 600 测试/小时。高速运动研究平台解决了仪器高速运转过程中样本、试剂和反应杯的准确定位问题；解决了加样臂携带加样针加速、减速时的部件控制问题。
全自动化学发光仪器研发技术平台	超精密加样技术平台	全自动化学发光免疫分析仪的加样组件主要由柱塞泵、电磁阀、取样针及合理的流路设计组成。超精密加样技术平台通过流体力学建模分析，采用微动电磁阀、高精度陶瓷柱塞泵、微形变压力传感器、特殊无残留接头设计等一系列设计，消除流路中的问题，保证加样的重复性和精密性。
	动态磁分离技术研究平台	由于免疫反应存在着非特异性，在检测一些血液中含量极低的抗原抗体时容易受到杂质干扰。动态磁分离技术研究平台解决了有效分离系统中抗原抗体磁珠复合物以外杂质的问题，确保了测量结果的准确性。
	多级随机时序控制算法研究平台	公司的全自动化学发光免疫分析仪，可适配公司研发的全部化学发光免疫分析试剂项目，各类项目检测方法差异很大，包含温育时间 10—30 分钟不等、加样方式由一步法至三步法、包含一次清洗和二次清洗等多种加样模式及反应模式。多级随机时序控制算法研究平台解决了在多项不同加样和反应模式下，仪器顺畅运转的问题，并优化实现仪器综合测试效率最高和测试速度最快。
全自动化学发光试剂研发技术平台	高灵敏度的磁分离 ABEI 直接化学发光试剂系统	采用自主研发的具有超顺磁、高功能基团含量、低非特异性的磁球微球作为系统分离材料，高效发光物质 ABEI 作为免疫反应示踪物，以及抗原抗体偶联技术，使公司化学发光免疫分析试剂具备良好材料和工艺基础，实现高灵敏度、高精密度、宽线性范围、低干扰等试剂性能。
试剂原料研发技术平台	分子表达平台	分子表达平台成员具备多年的基因工程蛋白表达工作经验，为公司提供具竞争力的原料产品，如甲状腺、糖代谢、EB 病毒、TORCH、传染病、贫血、肿瘤标志物等项目所采用抗原原料均由分子表达组各系统所表达，原料稳定，生物活性强，在同行业具有竞争优势。所采用的各表达系统主要包括大肠杆菌表达系统、芽孢杆菌表达系统、酿酒酵母表达系统、毕赤酵母表达系统、昆虫细胞表达系统、哺乳动物细胞表达系统和无细胞体外转录表达系统。

#### 蛋白纯化平台

蛋白纯化平台拥有高速冷冻离心机、全自动蛋白纯化系统、切向流过滤系统、超纯水系统、凝胶成像系统、紫外分光光度计、等电聚焦电泳仪器等纯化必备仪器设备。可以对不同来源的蛋白进行分离纯化。

#### 小分子修饰及有机合成平台

小分子修饰及有机合成平台的主要工作内容是小分子抗原的修饰及与蛋白的偶联，试剂盒相关小分子原料的有机合成。在公司小分子检测项目中通过对抗原的改造，显著提升了试剂分析的灵敏度和特异性。

#### 多克隆抗体研发平台

多克隆抗体平台拥有恒温恒湿洁净动物房，可同时开展六十多种项目。多克隆抗体准备实验室拥有高速冷冻离心机、低速冷冻离心机、探头超声仪、注射乳化器等仪器设备，可以满足多种乳化技术，以及大规模血清离心处理的要求。多克隆抗体组负责多克隆抗体制备的方案设计和执行。

#### 单克隆抗体研发平台

单克隆抗体研发平台运作多年，单抗制备经验丰富。该方向上游设有小分子修饰和蛋白表达方向，可从专业的角度灵活设计和改造免疫原；下游可利用公司的检测平台快速准确的获取抗体的各项参数，及时调整研发方案。由于这种联动和配合，单抗的制备一方面可集中精力于免疫和筛选；另一方面也能有效避免该行业普遍存在的因仪器或检测方法的改变而造成抗体不可用或适应性差等问题。

资料来源：新产业招股书，东兴证券研究所

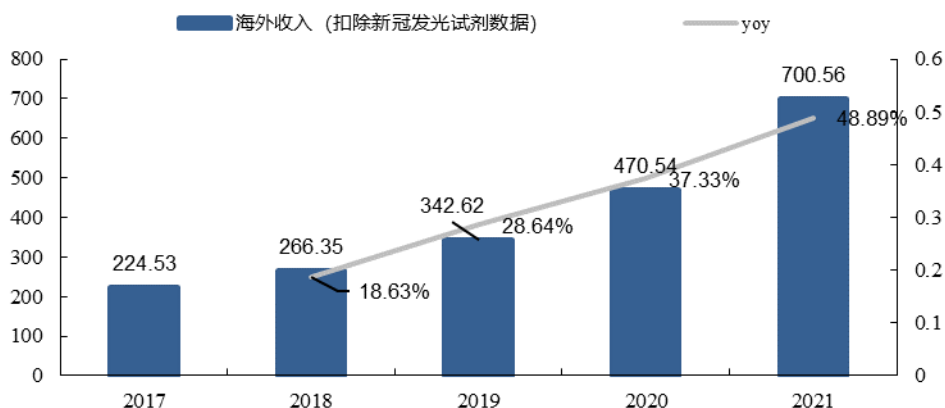
### 3.4 海外市场销售体系不断完善，成果显著

为适应全球体外诊断产品市场规模不断扩大的情况，并应对日益激烈的市场竞争，公司坚持全球化战略，积极开拓海外市场。公司遵从“重点突破、以点带面”的原则，集中资源选择重点市场区域进行集中式营销。拓展计划主要包括：第一，在取得良好销售的市场区域设置海外联络处，继续对该等市场进行深度开发；第二，加大其他欧盟国家、美国等市场的开发；第三，积极进行产品海外市场注册及认证。截至 2022 年 6 月末，公司已与意大利、西班牙、法国、哥伦比亚等 148 个国家和地区的医院建立了合作关系。

海外市场规模大，公司产品市占率低，随着产品力逐步提升和销售体系的逐步完善，有望保持海外业务的长期高增长。根据 MedTech 数据，2020 年全球 IVD 市场规模约为 834 亿美元，其中免疫诊断市场占 15%，约为 125 亿美元，以 2020 年 12 月 31 日汇率计算，相当于 816 亿人民币。在欧美等发达地区，化学发光占免疫市场超过 90%，考虑到还有其它非发达地区，我们假设全球市场化学发光占免疫市场的比例为 90%，则 2020 年全球化学发光市场约为 734.64 亿元。根据图 6 数据，中国市场约为 220.6 亿元，则 2020 年海外化学发光市场约为 514 亿元。新产业 2020 年海外收入（包含新冠业务）为 7.9 亿元，市占率约为 1.54%，仍然有较大增长空间。随着公司产品力的提升，将能为海外客户提供性能优良且更具性价比的产品，同时在海外加速建设子公司以更快响应客户需求，加速抢占市场。

公司海外市场以各地区经销商自主开拓为主，海外终端客户由海外经销商发掘、营销、管理和维护，海外经销商亦培育自己的营销团队和售后管理团队。近年来公司海外业务发展较快，一方面系海外经销商数量增加，且主要长期合作的经销商自身实力增强、规模扩大、向公司采购量也增加。此外，公司对售后服务方面较为重视，鼓励售后工程师实时了解仪器运行状态，消耗品使用情况，将“被动售后”转化为“主动售后”，进一步满足海外客户的需求。

图10：公司海外市场收入增速高（2020与2021年扣除新冠发光试剂数据）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

以新冠疫情为契机加速打造海外销售体系。公司是全球最早研发出新冠 IgG、IgM 抗体试剂盒并拿到 CE 认证的企业，受益于海外市场之前对于新冠检测相关产品的高需求，海外业务收入在 2020 年实现了 146% 的大幅增长，在此期间公司把握契机与海外的各家医院及经销商等建立紧密的联系，打造更为成熟的销售网络，提高公司在海外的品牌知名度。虽然新冠的影响在逐渐下降，但是这一不断完善的海外销售体系将是公司常规产品未来在海外持续放量的重要推动力。

海外业务经营壁垒高，看好公司海外业务长期前景。受限于销售渠道的建立，产品注册的周期以及品牌知名度等因素，海外业务的耕耘周期较长。而新产业在这方面有近十年的积累，厚积薄发，1) 在产品质量方面，逐渐获得海外重点市场客户的认可，建立了海外品牌知名度；2) 公司已建立完善的海外产品注册流程，可快速推进海外产品注册工作；3) 近三年通过特色项目陆续实现多个大型连锁实验室的突破，新冠检测试剂销售加速了突破的进程；4) 海外市场销售政策灵活，因地制宜，并不断推进海外销售及售后团队的本土化进程。从公司海外市场近几年的装机情况看，公司中大型机装机占比在 2018 年仅为 7%，2020 年已经提升至 26%，2022 年前三季度中大型机装机占比达到 36%。中大型机装机量的数量提高、占比增加，有利于公司海外单台仪器产出的提高，同时中大型机比小型机销售毛利率也有所提升。长期来看，公司作为国内化学发光企业中出海较为成功的厂家，海外业务蓬勃发展，在未来和同业的竞争中已经走在前列，具有更大的增长潜力。

## 4. 公司盈利预测及投资评级

### 收入端：

试剂：未来三年预计增速为 20.77%、33.78%、35.83%。公司自推出 X8 等高通量大型仪器以来，国内和国外大型机的装机占比在过去几年都得到快速提升，公司仪器的平均单台产出也将逐渐增加，叠加公司近几年仪器装机量的高速增长，我们认为公司试剂端收入能维持较高增速。



**仪器：**未来三年预计增速为 34.09%、18.49%、-4.26%。公司过去几年在国内市场和海外市场装机量增速较高，我们认为 2022、2023 年公司将在国内的二级医院及以下市场、国外的印度市场等继续保持较高的增速。在 2024 年，公司在国内二级医院等市场达到较高渗透率后，进一步开拓三级医院市场时仪器类收入会增速放缓甚至下降，随着公司产品在国内三级医院受到更多认可、公司投入更多资源推广全自动流水线、在国外更好地打开欧美等发达地区市场后，仪器类收入有望恢复上升势头。

#### 毛利率：

公司试剂端毛利率将基本保持平稳，随着国内外收入比例变动会有小幅波动。而在仪器端，由于大型发光仪的毛利率略高于小型发光仪，随着 X8 等大型机的装机占比提升，仪器端毛利率将略有提升。随着公司收入结构中试剂收入占比增加，公司整体毛利率也将有所上升。

综上，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 31.55、40.88、51.46 亿元，净利润分别为 12.55、16.37 和 21.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.60、2.08 和 2.69 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 31、24 和 18 倍。公司是国内化学发光龙头，深耕行业多年，在仪器技术水平、试剂种类与可靠性方面均具备优势，国内外销售体系也趋于成熟。看好公司在国产替代和出海浪潮下业务高速增长，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表8：新产业收入测算（百万元）

品类	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
试剂	1705.08	1901.1	2295.91	3071.55	4172.13
YOY	28.74%	11.50%	20.77%	33.78%	35.83%
毛利率	90.50%	89.67%	89.00%	88.00%	87.50%
仪器	484.76	638.15	855.69	1013.88	970.71
YOY	36.32%	31.64%	34.09%	18.49%	-4.26%
毛利率	32.08%	17.17%	22.50%	23.00%	23.00%
其他业务	5.12	6.17	3.00	3.00	3.00
营业收入	2,194.97	2,545.42	3154.60	4088.43	5145.84
YOY	30.53%	15.97%	23.93%	29.60%	25.86%
毛利率	77.18%	71.15%	70.86%	71.80%	75.27%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 5. 风险提示



带量采购降价超预期、海外销售不及预期、原材料采购成本变动风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产合计</b>	4125	4497	5871	7664	9855	<b>营业收入</b>	2195	2545	3155	4088	5146
货币资金	1075	618	2003	3350	5140	<b>营业成本</b>	501	734	919	1153	1273
应收账款	218	276	328	425	535	营业税金及附加	8	10	13	16	20
其他应收款	3	4	5	7	8	营业费用	297	370	489	593	746
预付款项	21	34	50	70	92	管理费用	207	167	189	266	412
存货	459	645	756	948	1047	财务费用	26	29	-80	-40	35
其他流动资产	48	105	203	353	524	研发费用	151	215	255	255	255
<b>非流动资产合计</b>	1181	1638	1624	1493	1406	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.97	18.76	1.00	0.00	0.00
固定资产	631	687	824	849	770	投资净收益	57.74	52.91	70.00	40.00	40.00
无形资产	99	95	89	84	79	加：其他收益	42.33	38.53	25.00	25.00	25.00
其他非流动资产	49	38	35	35	35	<b>营业利润</b>	1099	1137	1466	1911	2470
<b>资产总计</b>	5306	6136	7495	9157	11261	营业外收入	0.02	0.07	0.05	0.05	0.05
<b>流动负债合计</b>	493	508	603	658	686	营业外支出	1.83	1.97	1.50	1.50	1.50
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1097	1136	1464	1909	2469
应付账款	98	171	217	272	300	所得税	158	162	209	272	352
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	939	974	1255	1637	2117
一年内到期的非流动负债	0	1	2	2	2	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	9	16	27	27	27	归属母公司净利润	939	974	1255	1637	2117
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	501	524	630	685	713	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	30.53	15.97%	23.93%	29.60%	25.86%
实收资本（或股本）	412	787	786	786	786	营业利润增长	22.21	3.54%	28.85%	30.38%	29.27%
资本公积	1601	1450	1450	1450	1450	归属于母公司净利润增长	28.94	30.41%	28.94%	30.41%	29.29%
未分配利润	2644	3109	4214	5657	7522	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	4804	5612	6865	8471	10548	毛利率(%)	77.18	71.15%	70.86%	71.80%	75.27%
<b>负债和所有者权益</b>	5306	6136	7495	9157	11261	净利率(%)	42.79	38.25%	39.80%	40.05%	41.14%
<b>现金流量表</b>			单位：百万元			总资产净利润(%)	17.70	15.87%	16.75%	17.88%	18.80%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	19.55	17.35%	18.29%	19.33%	20.07%
<b>经营活动现金流</b>	977	773	1001	1242	1832	<b>偿债能力</b>					
净利润	939	974	1255	1637	2117	资产负债率(%)	9%	9%	8%	7%	、
折旧摊销	172.47	182.16	0.00	74.99	78.99	流动比率	8.37	8.85	9.74	11.65	14.36
财务费用	26	29	-80	-40	35	速动比率	7.44	7.58	8.48	10.21	12.84
应收帐款减少	0	0	-52	-97	-110	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.44	0.46	0.49	0.50
<b>投资活动现金流</b>	-2494	-925	309	98	35	应收账款周转率	10	10	10	11	11
公允价值变动收益	1	19	1	0	0	应付账款周转率	28.80	18.88	16.25	16.73	17.99
长期投资减少	0	0	-67	63	0	<b>每股指标（元）</b>					
投资收益	58	53	70	40	40	每股收益(最新摊薄)	2.38	1.24	1.60	2.08	2.69
<b>筹资活动现金流</b>	654	-287	76	7	-77	每股净现金流(最新摊薄)	-2.10	-0.56	1.76	1.71	2.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.65	7.13	8.73	10.78	13.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	42	374	-1	0	0	P/E	20.67	39.58	30.78	23.60	18.26
资本公积增加	1362	-151	0	0	0	P/B	4.22	6.89	5.63	4.56	3.66
<b>现金净增加额</b>	-864	-439	1385	1347	1789	EV/EBITDA	14.80	28.22	25.20	18.09	12.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

## 研究助理简介

### 林志臻

林志臻，对外经济贸易大学金融硕士，2021年7月加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070  
传真：010-66554008

电话：021-25102800  
传真：021-25102881

电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526