

新产业 (300832.SZ)

化学发光领导者，加速国际化和平台化布局

买入

核心观点

新产业：做中国体外诊断领域的领导者。公司成立于1995年，一直专注于化学发光免疫分析领域的研究和开发，2008年完成中国第一台全自动化学发光仪的注册。截至2022H1，公司面向全球销售9款全自动化学发光仪及191项配套试剂，已服务国内超8200家医疗终端，其中三级医院客户达1279家，三甲医院覆盖率超过50%，国内及海外累计实现化学发光分析仪装机或销售分别超10500和13400台。公司历史业绩展现了良好的成长性，2012-21年营收和归母净利润复合增长率分别为29%和33%，且保持了优异的盈利能力。

化学发光是高景气度和高壁垒的赛道。2020年中国IVD市场规模约为1075亿元，在政策扶持、终端需求膨胀、技术进步的带动下，预计2020~25年市场规模的复合增长率达15.4%。其中免疫诊断为最大的细分板块之一，2020年国内市场规模为278亿元。化学发光免疫检测是该领域的主流技术，凭借其灵敏度高、特异性好等优势，快速实现了对酶联免疫等方法学的替代，但目前70%-80%的市场份额由进口厂商占据，国产龙头份额仍然较低。

公司借助强大的自研能力加速进口替代，国际化和平台化打开新成长曲线。公司以自主研发起步，花费数十年打破跨国企业在化学发光领域的技术封锁和产品垄断，并已构建“仪器+试剂+原料”的一体化研发和生产能力。公司在国内及海外的新增装机量快速增长，中大型机占比不断提升，有望持续带动试剂销售。公司有着完善的经销商网络和优异的渠道管理能力，并于2018年率先推出超高速发光仪X8，成为进口替代的“利剑”。公司对海外市场持续耕耘近十余年，海外收入占比超过30%，将把印度市场的成功经验复制到其他地区。公司通过自研合作并举实现横向扩张，布局生化诊断、数字PCR和实验室自动化/检验流水线等业务，有望开启新成长曲线。

投资建议：新产业生物是化学发光免疫分析领域的龙头，拥有技术、生产和销售等方面的多重优势，2018年推出超高速发光仪X8后加速仪器销售和装机，不断提升中大型机占比，坚实庞大的装机基础未来将持续带动试剂销售，促进进口替代，同时国际化和平台化布局将开启新成长曲线。预计2022-24年归母净利润为12.27/16.13/20.77亿元，同比增长26.0%/31.4%/28.8%；EPS为1.56/2.05/2.64元，当前股价对应PE37.7/28.7/22.3倍。综合绝对估值和相对估值，公司一年期合理股价为71.75-77.90元，相较于当前股价(58.77元/股)有22.1-32.6%溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：体外诊断集采降价风险；行业竞争加剧导致降价的风险；海外拓展不及预期的风险；新业务领域拓展不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,195	2,545	3,066	3,939	5,005
(+/-%)	30.5%	16.0%	20.4%	28.5%	27.1%
净利润(百万元)	939	974	1227	1613	2077
(+/-%)	21.6%	3.7%	26.0%	31.4%	28.8%
每股收益(元)	2.28	1.24	1.56	2.05	2.64
EBIT Margin	47.0%	41.2%	40.6%	43.3%	45.1%
净资产收益率(ROE)	19.5%	17.4%	19.3%	22.0%	24.3%
市盈率(PE)	25.8	47.5	37.7	28.7	22.3
EV/EBITDA	22.3	40.9	35.2	25.8	19.7
市净率(PB)	5.04	8.24	7.28	6.32	5.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

医药生物·医疗器械

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

cnchenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	71.75 - 77.90 元
收盘价	58.77 元
总市值/流通市值	46201/16684 百万元
52 周最高价/最低价	64.20/31.76 元
近 3 个月日均成交额	236.05 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

新产业：做中国体外诊断领域的领导者	5
公司沿革及经营概况	5
公司已建立免疫、生化、分子和实验室自动化的多产品矩阵	5
公司历史财务表现优异，研发费用率维持上升趋势	8
行业简析：化学发光是高景气度和高壁垒的赛道	10
增长驱动力：强大的自研能力加速进口替代，平台化和国际化打开新成长曲线	14
新产业是走“技工贸”路线的国产龙头	14
仪器销售和装机进入加速期，将带动试剂销售	16
进口替代是结构性成长的核心驱动力	17
国际化步伐坚定，成果斐然	19
自研合作并举实现横向扩张，平台化发展开启新成长曲线	21
集采推动下加速国产替代和集中度提升	23
同业对比：新产业深耕化学发光赛道，多项财务指标领先同行	24
盈利预测	26
假设前提	26
未来 3 年业绩预测	26
盈利预测情景分析	27
估值与投资建议	28
绝对估值：72.10-79.53 元	28
相对估值：71.75-77.90 元	29
投资建议	29
风险提示	30
财务预测与估值	33

图表目录

图 1: 新产业发展历程大事记.....	5
图 2: 新产业的产品矩阵.....	6
图 3: 新产业股权结构（截止 2022 年三季报）.....	7
图 4: 新产业营业收入和归母净利润情况.....	8
图 5: 新产业营业收入拆分情况（亿）.....	8
图 6: 试剂类和仪器类毛利率情况.....	9
图 7: 国内及海外业务毛利率情况.....	9
图 8: 新产业各项费用率情况.....	9
图 9: 新产业毛净利率和 ROE 情况.....	9
图 10: 体外诊断产业链.....	10
图 11: 全球体外诊断市场规模.....	11
图 12: 2022 年全球体外诊断各细分类别占比.....	11
图 13: 中国体外诊断市场规模（亿）.....	11
图 14: 2020 年中国体外诊断市场结构.....	11
图 15: 中国 IVD 产业的技术生命周期.....	12
图 16: 新产业化学发光检测试剂菜单中的部分项目.....	13
图 17: 新产业小分子检测技术原理示意图.....	15
图 18: 质谱与新产业 25-OH VD（小分子夹心法）检测结果.....	15
图 19: 新产业国内和海外累计装机/销售仪器量.....	16
图 20: 2020-2022Q1-3 国内外 X8 装机情况.....	16
图 21: 2019 年各区域收入占比.....	16
图 22: 2019 年各类试剂项目收入占比.....	16
图 23: 2018 年化学发光行业竞争格局.....	17
图 24: 公司三级医院客户数量.....	17
图 25: MAGLUMI X8 产品特点和性能参数.....	18
图 26: 2012-2022H1 公司海外收入和增长情况.....	20
图 27: 2014-2022H1 新产业海外收入占比和毛利率情况.....	20
图 28: 数字 PCR 系统 Molecision S6.....	21
图 29: Molecision S6/DropXpert S6 优势.....	21
图 30: 高速生化仪 Biossays C8.....	22
图 31: 高速生化免疫流水线 CX8.....	22
图 32: 新产业-日立全实验室自动化流水线 TS.....	22
图 33: 新产业-日立全实验室自动化流水线 TS 产品参数.....	22
图 34: 新产业-赛默飞全实验室智能化流水线 SATLARS-TCA.....	23
图 35: SATLARS-TCA 产品参数.....	23

表1： 公司核心管理层情况.....	7
表2： 2020 年限制性股票激励计划.....	7
表3： 不同免疫学诊断方法.....	12
表4： 各类化学发光技术水平及特点.....	13
表5： 国产体外诊断龙头的早期业务布局.....	14
表6： 核心技术列表.....	15
表7： 进口和国产龙头企业大型机对比.....	18
表8： 国内主要化学发光厂商获得的各类检测项目数量（截止 2021 年 1 月 31 日）	19
表9： 新产业产品获得的重要国际认证情况.....	19
表10： 新产业于肝功生化类检测试剂省级联盟集采的拟中选结果.....	24
表11： 新产业与可比公司业务情况和盈利能力比较（2021 年）	25
表12： 新产业营收拆分.....	26
表13： 未来 3 年盈利预测表.....	26
表14： 情景分析（乐观、中性、悲观）	27
表15： 公司盈利预测假设条件（%）	28
表16： 资本成本假设.....	28
表17： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	28
表18： 可比公司估值表.....	29
表19： 国际龙头公司简介和估值情况.....	29

新产业：做中国体外诊断领域的领导者

公司沿革及经营概况

新产业是体外诊断领域的领导者和先行者。新产业成立于 1995 年，一直专注于化学发光免疫分析领域的研究和开发：

2008 年 9 月顺利完成**中国第一台全自动化学发光仪**的注册；

2016 年成功推出智能化的“模块化生化免疫分析系统”，进一步丰富了公司产品线；

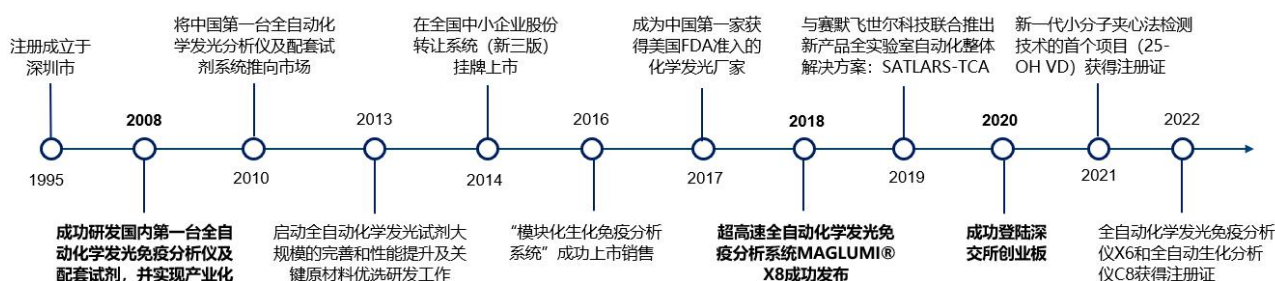
2017 年 7 月全自动发光仪 Maglumi 2000 和促甲状腺素化学发光免疫测定试剂通过美国 FDA 510(k) 审核，成为**中国第一家获得 FDA 准入的化学发光厂家**；

2018 年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，当年公司在全球的全自动化学发光仪装机已超过 10000 台；

公司于 2019 年组建了分子诊断研发团队，2020 年下半年面向海外市场推出了核酸检测产品，拓展了分子诊断业务领域。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**，是全球体外诊断领域的先行者之路上新的里程碑。

图1：新产业发展历程大事记



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司已建立免疫、生化、分子和实验室自动化的多产品矩阵

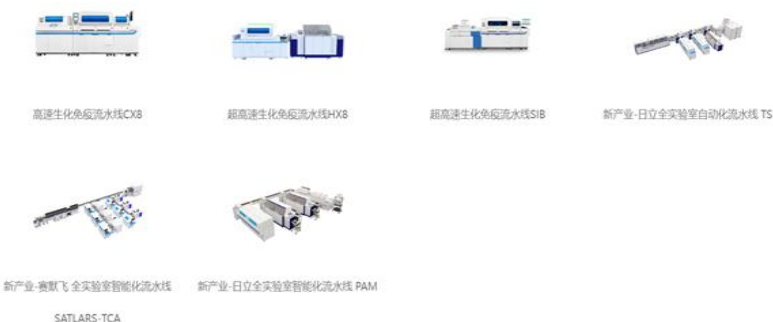
公司在免疫诊断产品线具有领先优势。截至 2022 年上半年，公司面向全球销售 9 款全自动化学发光免疫分析仪器及 191 项配套试剂，其中已取得欧盟准入的化学发光试剂 184 项。在国内市场已获注册的化学发光试剂 153 项（共 197 个注册证），配套试剂涵盖肿瘤标志物、甲状腺、传染病、性腺、心肌标志物、炎症监测、糖代谢、骨代谢、肝纤维化、自身免疫抗体等检测项目。公司已为国内超 8200 家医疗终端提供服务，其中三级医院客户达 1279 家，国内三甲医院的覆盖率达 52.33%。国内累计实现化学发光免疫分析仪器装机超 10500 台；在海外市场，公司已为 148 个国家和地区的医疗终端提供服务，累计实现化学发光免疫分析仪器销售超 13400 台。公司各型号全自动化学发光免疫分析仪全球累计销售/装机超过 23900 台。

图2：新产业的产品矩阵

全自动化学发光免疫分析系统



全实验室自动化整体解决方案



全自动生化分析系统



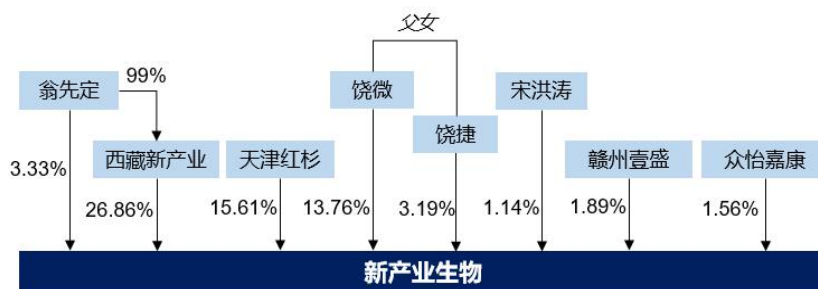
分子诊断



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

公司控股股东和实控人为翁先定。翁先定直接和间接控制上市公司股权合计为30.19%，为公司的控股股东和实际控制人。1986年7月至1992年9月，其在国家计委财政金融司工作，先后任财政金融司副处长、财金司证券处处长。1992年9月至1993年8月任深圳市计划局局长助理，兼任国家证券监督管理委员会首任驻深圳特派员。1993年8月组建新产业投资，并担任总裁；2004年起至今，担任新产业投资董事长兼总裁。

图3：新产业股权结构（截止 2022 年三季度）



资料来源：公司公告，公司年报，国信证券经济研究所整理

公司的董事长及总经理饶微为实际经营管理核心。饶微是公司的第三大股东，直接持有公司 13.76% 的股份。饶微 1997 年加入新产业有限责任公司，后升任总经理职务。2012 年 8 月至今，其担任新产业生物董事长兼任总经理。饶微创新性地将纳米复合磁性微球、ABEI 发光物的合成、免疫分析技术相结合，建立了磁分离直接化学发光免疫分析系统，并带领团队研发出全自动化学发光免疫分析仪器，使公司成为国内最早建立起直接化学发光免疫分析完整平台、实现产业化的公司。饶微掌握公司核心技术的开发、核心产品的研发；同时全面主持公司的研发与经营管理工作，对公司的战略方针、经营决策及重大经营管理事项具有重大影响，并作为公司的实际经营管理核心，主导了人才持续引进、组织架构的调整、生产基地建设、学术推广及销售策略的制定等。

表1：公司核心管理层情况

姓名	职务	工作经历
饶微	董事长兼总经理	工学博士。1997 年加入新产业有限责任公司，后升任总经理职务
丁晨柳	副总经理兼财务总监	本科学历。1996 年 9 月至 2001 年 5 月，在亚桥软件担任会计工作；2001 年 6 月至 2004 年 8 月在 TCL 西安分公司担任会计主管。2004 年 10 月加入新产业有限历任公司财务部经理、副总经理
张小红	副总经理	研究生学历。曾供职于深圳市东方药业有限公司；1995 年 12 月入职新产业有限，历任销售经理、销售主管、营销总监。
刘海燕	副总经理	本科学历。2003 年 11 月加入新产业有限，历任公司国内市场部商务助理，试剂质控部质检员，试剂生产部试剂装配员，总经理秘书兼采购助理，物控部经理，国际市场部经理
李婷华	副总经理	大专学历，检验师。1997 年加入新产业有限，历任试剂生产部经理、试剂质控部经理、试剂研发部经理
张蕾	副总经理兼董秘	研究生学历。2006 年 7 月至 2012 年 4 月，历任招商证券投资银行总部项目经理、高级经理。2012 年 5 月加入新产业有限

资料来源：公司公告、公司年报、国信证券经济研究所整理

公司于 2020 年 6 月推出 2020 年限制性股票激励计划，总计授予 608 万股，其中丁晨柳、张小红等 6 位被授予第一类限制性股票 75 万股，其余均为第二类限制性股票，共覆盖 414 人。授予价格为 79.57 元/股，公司层面的业绩考核要求为 2020-22 年度营业收入相较 2019 年增长率的触发值为 20%/44%/73%，目标值为 30%/69%/120%。股权激励摊销费用 2020 年为 1.41 亿，2021 年为 9388 万，2022 年前三季度为 3940 万，随着费用摊销大幅递减，公司净利率逐步恢复至正常水平。

表2：2020 年限制性股票激励计划

股权激励	主要内容
授予权益	总计 608 万股，其中第一类限制性股票 75 万股，第二类限制性股票 533 万股
授予价格	79.57 元/股
激励计划草案公告日	2020 年 6 月 16 日
激励对象	共 414 人，包含饶微等公司核心高管。 丁晨柳、张小红等 6 位被授予第一类限制性股票，其余均为第二类限制性股票
业绩考核	公司层面：2020-22 年度营业收入相较 2019 年增长率的触发值为 20%/44%/73%，目标值

为 30%/69%/120%

限售期/归属期 12 个月、24 个月、36 个月

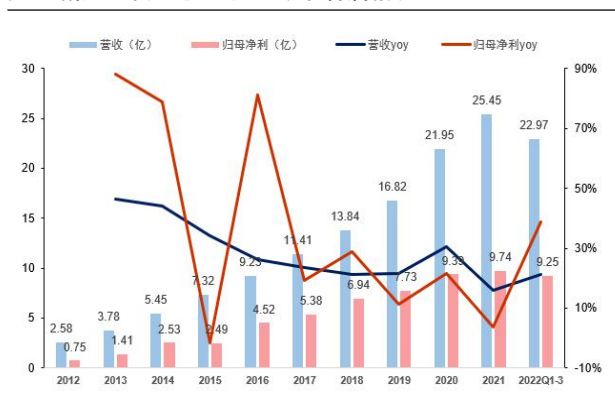
摊销费用 总费用 47077 万元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司历史财务表现优异，研发费用率维持上升趋势

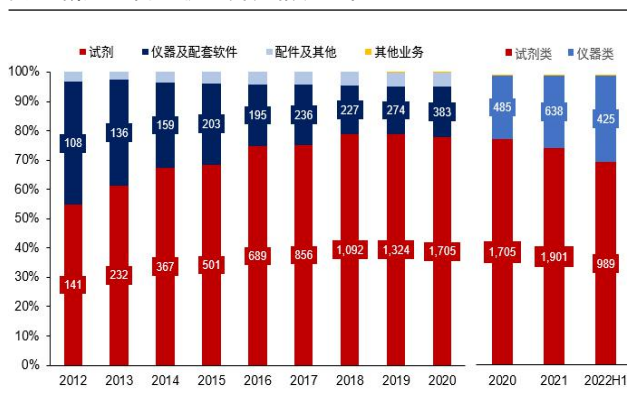
公司历史业绩展现了良好的成长性。2012-2021 年营收从 2.6 亿增长至 25.45 亿，复合增长率为 29.0%；归母净利润从 0.75 亿增长至 9.74 亿，复合增长率为 33.0%。在 2020-22 年三年的疫情扰动下，公司仍然保持了优异稳健的增长。2022 年 Q1-3 公司实现营收 22.97 亿元，同比增长 21.3%；归母净利润 9.25 亿元，同比增长 38.9%。

图4：新产业营业收入和归母净利润情况



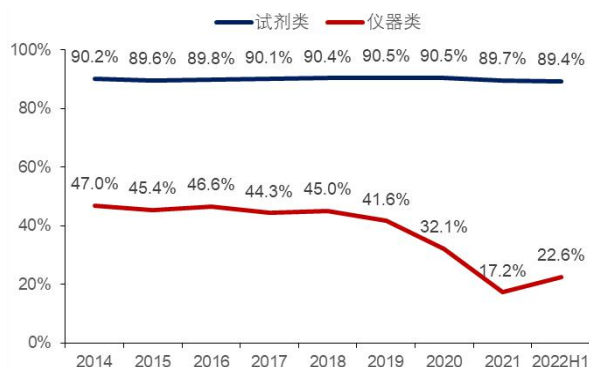
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：新产业营业收入拆分情况（亿）


 资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
 注：公司于 2021 年更改披露口径

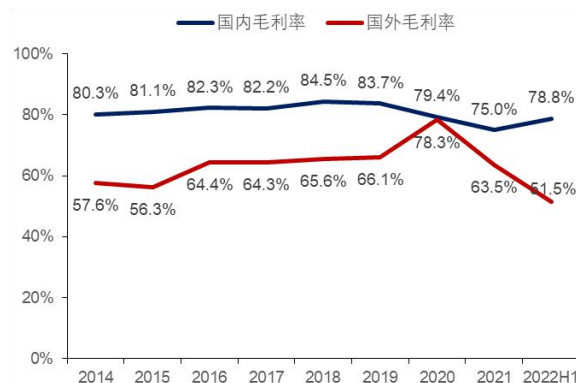
试剂类毛利率较为稳定，仪器类毛利率变化较大。自 2014 年以来，公司试剂类毛利率一直维持在 90%左右，2019 年前仪器类毛利率为 40-45%，2021 年为加大仪器产品的市场开拓力度，公司在国内和海外市场均采用了更为积极的销售政策，整体下调了仪器的销售价格，从而影响仪器类的毛利率。2022 上半年仪器类毛利率已经企稳回升，国内的仪器推广策略进行了调整，X 系列及中大型发光仪器销量占比增加，国内仪器类产品毛利率提升至 24.41%。国内业务整体于 2020-22 年均有一定程度的疫情影响，毛利率略有下滑。海外业务 2020 年出现明显提升，部分由于新冠抗体检测试剂所实现的 3.2 亿收入所致，2022 年上半年海外毛利率下滑，主要是由于布局未来几年试剂规模化上量而加大了仪器产品的市场开拓力度，采用了更为积极的销售政策。

图6: 试剂类和仪器类毛利率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 国内及海外业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

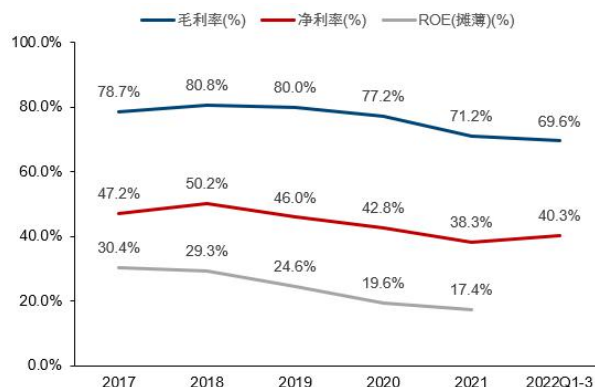
毛净利率随着产品结构和海外收入变化有所下滑, 研发费用率维持上升趋势。自2020年以来, 部分由于产品结构的变化, 仪器收入占比不断提升, 毛利率从80%下滑至70%左右, 净利率略有下滑至40%。研发费用率从2017年的5%持续提升至2022年前三季度的9.7%, 其余费用率均有所下滑。2022年前三季度人民币兑美元持续贬值, 前三季度汇兑收益约为6831万, 海外业务规模持续提升, 公司已通过衍生品对冲汇率波动风险。

图8: 新产业各项费用率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 新产业毛净利率和ROE情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

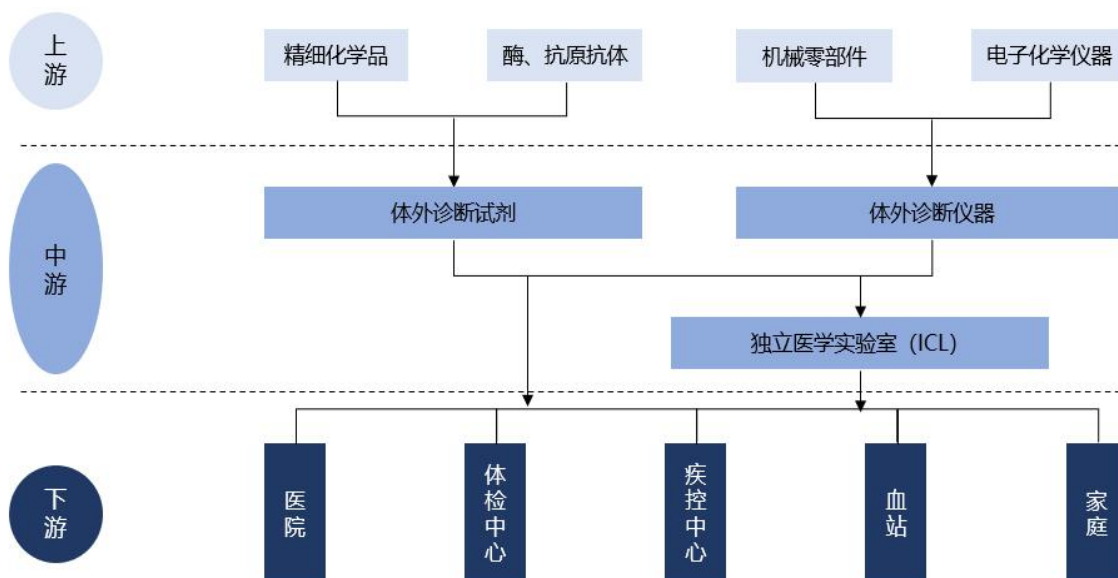
行业简析：化学发光是高景气度和高壁垒的赛道

体外诊断是指在人体之外，通过对样品（如血液、体组织等）进行检测而获得诊断信息的一种技术，原理是通过检验试剂和体内物质在外的反应强度或速度来定性或定量判断体内物质，进而判断人体生理状态。体外诊断对疾病的预防、诊断、治疗监测、预后观察和健康评价具有重要作用。**临床诊断信息的80%左右来自体外诊断，体外诊断目前已经成为疾病预防、诊断治疗所必不可少的医学手段。**

体外诊断产业链的上游包含生物与化学原材料及各种机械零配件，上游中部分诊断酶、抗原抗体等原料及电子化学仪器仍为国外企业占据主要份额，国内研发能力突出的公司正逐步加强原料的研发。

下游业务拓展一般是通过经销商或由厂商直接销往医院、体检中心、临检中心、血站、防疫站及血液制品厂家等终端用户。目前各级医院是体外诊断产品最主要的终端用户。

图10：体外诊断产业链



资料来源：中国生物发展中心，《体外诊断科技创新发展报告》，科学技术文献出版社，2022年，第14页；国信证券经济研究所整理

根据 Allied Market Research 市场研究和预测，2017 年全球体外诊断市场规模达到了 645 亿美元，预计 2018 年到 2025 年复合年均增长率达到 4.8%，到 2025 年将达到 936 亿美元。慢性病、传染病发病人数的不断增长以及体外诊断检测技术的不断发展都是驱动体外诊断市场增长的主要因素。纵观体外诊断的发展历程，是由于包括物理学、化学、免疫学、分子生物学等多个领域的重大发现、发明和技术突破，方才使得体外诊断行业与时俱进，并向更简便、更快捷、更信息化的方向发展。

目前全球体外诊断行业市场集中度较高，形成“4+X”的竞争格局，其中第一梯队是以罗氏（Roche）、雅培（Abbott）、贝克曼（Beckman Coulter）、西门子（Siemens）为代表的行业“四大家”；X 包括赛默飞（Thermo Fisher）、希森美康（Sysmex）等在细分领域具备优势的第二梯队。这些跨国企业集团以其强大的资金实力为后盾，不断加快全球并购战略，进一步扩大在全球体外诊断行业的市场份额以保持

其领先地位。

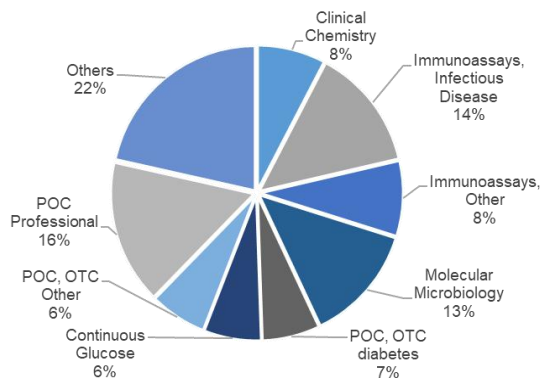
按照临床诊断领域分类，体外诊断市场由免疫诊断、生化诊断、分子诊断、血液学及体液、即时检验（POCT）等细分领域构成。

图11：全球体外诊断市场规模



资料来源：亚辉龙招股书、Allied Market Research、国信证券经济研究所整理

图12：2022 年全球体外诊断各细分类别占比



资料来源：Kalorama Information、国信证券经济研究所整理

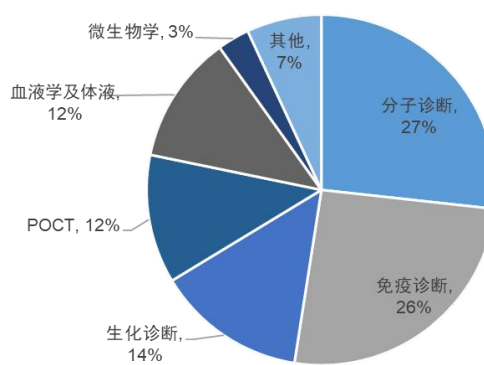
根据 Frost & Sullivan 统计，2020 年中国体外诊断市场规模约为 1075 亿元。近二十年在政策扶持、终端需求膨胀、技术进步的带动下，中国体外诊断产业经历了快速发展，预计 2020~25 中国体外诊断市场的 CAGR 为 15.38%。

图13：中国体外诊断市场规模（亿）



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》、国信证券经济研究所整理

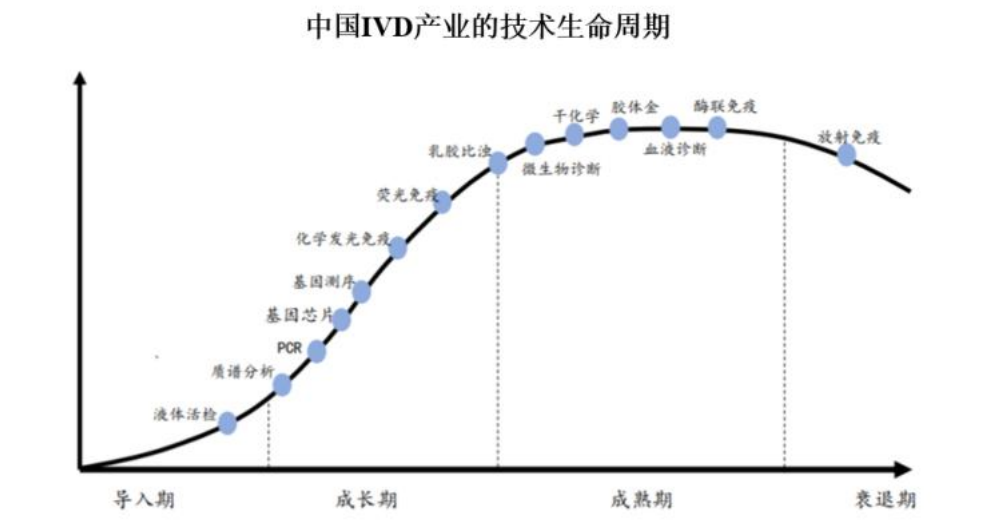
图14：2020 年中国体外诊断市场结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

目前我国在部分应用较广泛的领域已达到国际同期水平并实现了大部分的国产化，如生化诊断、酶联免疫等，而在化学发光等技术水平较高的技术领域，目前国内市场仍由进口厂商主导，国内企业正处于快速成长期，未来发展和进口替代的空间巨大。新冠疫情中分子诊断成为重要的检测手段，临床应用得以大范围铺开，有望成为主流细分领域中最具前景的技术之一。

图15: 中国 IVD 产业的技术生命周期



资料来源:亚辉龙招股书, 华夏基石《中国医疗器械上市公司体外诊断 (IVD) 发展白皮书》, 国信证券经济研究所整理

免疫诊断是应用免疫学的理论、技术和方法诊断各类疾病和测定免疫状态, 主要用于肝炎检测、传染病检测、肿瘤检测等。因其灵敏度高、准确性好, 被广泛地应用于各类检查中。2020 年免疫诊断市场为 278 亿元, 约占据国内体外诊断市场 26% 的份额, 剔除新冠检测产品, 免疫诊断为体外诊断市场占比最大的类别。化学发光免疫检测是免疫诊断的主流技术, 凭借其灵敏度高、特异性好、自动化程度高、精密准确率等优势, 快速实现了对酶联免疫等方法学的替代。

免疫诊断的发展需要依靠免疫学技术的不断革新, 免疫诊断的变革依次经历了放射免疫检验 (RIA)、胶体金快速检验、酶联免疫检验 (ELISA)、时间分辨荧光的迭代, 到达了目前的化学发光免疫检验 (CLIA) 的时代。根据标记物和发光原理的不同, 化学发光免疫分析主要可以分为三大类: 酶促化学发光、直接化学发光、电化学发光等。酶促化学发光采用 HRP 辣根过氧化物酶或碱性磷酸酶作为发光标记物, 鲁米诺和双氧水或金刚烷作为发光底物。电化学发光是以三联吡啶钉作为标记物, 在三丙胺与电压的作用下发生电化学反应, 发出可见光。直接化学发光采用非酶的小分子有机化合物作为发光标记物, 如吖啶酯、异鲁米诺等, 化学发光过程数秒钟完成, 与环境温度的变化无关。

表3: 不同免疫学诊断方法

技术类别	原理	优劣势	现状
放射免疫 (RIA)	利用放射性同位素标记抗原或抗体, 然后与被测的抗体或抗原结合, 形成复合物后测定放射性分子的放射信号	优势: 灵敏度高、特异性好、精确定量 劣势: 放射性危害; 试剂不稳定; 核素标记有时基本已被淘汰	
免疫层析 (主要应用于 POCT)	胶体金	氯金酸(HAuCl ₄)在还原剂作用下, 聚合成一定大小的金颗粒, 由于静电作用而成为稳定的胶体状态 优势: 简单、快速、稳定性好、可单份测定 劣势: 灵敏度不高	广泛应用在医院的急诊化验室、监护病房 肉眼判读
	免疫荧光	以固定有检测线和质控线的条状纤维层析材料为固定相, 测试液为流动相, 荧光标记抗体或抗原固定于连接垫, 通过毛细管作用使待分析物在层析条上移动 优势: 特异性好、检测范围宽、操作简单、检测快速 劣势: 通量不大	适用于快速定量分析 封闭系统
酶联免疫 (ELISA)	酶与样本反应, 依据颜色变化程度确定结果, 可定性或半定量分析	优势: 酶试剂易制备、性质稳定、成本低 劣势: 灵敏度低、检测时间长、不能精确定量	国内厂家占据绝大多数份额, 竞争激烈 存在开放和封闭系统
时间分辨荧光	利用具有长效荧光的稀土金属作标记物, 充分利用激发光与发射光之间的降移与发射光较长的半寿期, 在激发光后延时测量发射光的强度	优势: 灵敏度高 劣势: 操作复杂、易受外源稀土元素干扰	临床较少使用
化学发光免疫	微孔板式	以酶联板为载体, 通过化学发光底物发光, 定量检测样本中的待测物含量 优势: 原料用量少 劣势: 自动化程度低、线性范围相对窄、检测速主	主要以体检中心、第三方检验为

磁微粒管式	抗原抗体特异性结合，加入发光促进剂，通过发光测量仪测定光子数目	度慢 优势：特异性强、灵敏度高、检测时间短、定量检测、试剂稳定 劣势：成本高	多为开放系统 在三级医院已基本普及 封闭系统
-------	---------------------------------	--	------------------------------

资料来源：亚辉龙招股书、国信证券经济研究所整理

表4：各类化学发光技术水平及特点

分类	原理	发光标记物	底物/氧化剂	特点	发光类型	代表厂家	示意图
酶促化学发光	辣根过氧化物酶（HRP） 显色酶标记在抗体或抗原上，酶标记的抗原抗体复合物在发光底物的作用下，持续发出可见光	碱性磷酸酶（ALP） 1, 2-二氧乙烷衍生物（AMPPD）	鲁米诺及其衍生物	原料来源广、成本低，辉光型（glow type）：大分子酶存在干扰问题 2、激发发光时间长、测试速度慢，一般需要数分钟 3、试剂的稳定性不如直接化学发光好	强生、迈克生物、安图生物	贝克曼、西门子、迈瑞医疗	
直接化学发光	氧化物直接标记抗原或抗体，抗原抗体结合后，在含过氧化氢的强碱激发液的作用下，快速发出可见光	吖啶酯 异鲁米诺（ABEI）	氢氧化钠-过氧化氢 氢氧化钠-过氧化氢	分子量小，背景干扰低、检测灵敏度高、检测结果稳定 标记简单、成本较低，易水解，稳定性较差，高性能产品化先例少	闪光型（flash type）： 1、发光体系简单、快速，一般在数秒内完成 2、不需加入氧化剂 3、发光时间短	雅培、西门子、罗氏、普门科技	
电化学发光	三联吡啶标记的抗原抗体复合物，在三丙胺的作用下发生氧化还原反应，发出可见光	三丙胺（TPA）		具有高的灵敏度，但存在流动比色池交叉污染问题	1、激发发光过程复杂，每一个发光约为25秒 2、能够稳定持续发光	罗氏、普门科技	

资料来源：亚辉龙招股书、科美诊断招股书、国信证券经济研究所整理

免疫诊断产品是目前临床诊断中检测量最大的之一，涉及的检测项目包括：传染病、肿瘤标志物、甲状腺功能、激素类、优生优育、糖尿病高血压等慢性病、心脏标志物、自身免疫、过敏原、药物监测、炎症因子等。每类都有几个到几十个检测项目不等，免疫方法学涉及的临床检测项目几乎遍及所有临床科室，并且还在不断开发和推出新的检测指标。根据临床指南及实际需要，经常会做一些组合项目检测以便做出精准判断。

图16：新产业化学发光检测试剂菜单中的部分项目

Thyroid 甲状腺 TSH 促甲状腺素 TT4 总甲状腺素 TT3 总三碘甲状腺原氨酸 FT4 游离甲状腺素 FT3 游离三碘甲状腺原氨酸 rT ₃ 反向三碘甲状腺原氨酸 TG 甲状腺球蛋白 Anti-Tg 抗甲状腺球蛋白抗体 TRAb 促甲状腺素受体抗体 Anti-TM 抗甲状腺微粒体抗体 Anti-TPO 抗甲状腺过氧化物酶抗体 T-Uptake 甲状腺素结合力	Glyco Metabolism 糖代谢 Pro-INS 胰岛素原 INS 胰岛素 C-P C肽 GAD65 谷氨酸脱羧酶抗体 ICA 抗胰岛细胞抗体 Anti-IA2 抗胰岛A2抗体 IAA 抗胰岛素抗体	Cardiac Markers 心血管及心脏标志物 hs-cTnI 超敏肌钙蛋白I cTnI 肌钙蛋白I CK-MB 肌酸激酶同工酶 Myoglobin 肌红蛋白 Lp-PLA2 脂蛋白相关磷脂酶A2 H-FABP 心脏型脂肪酸结合蛋白 NT-proBNP 氨基末端B型利钠肽前体 BNP B型利钠肽 D-dimer D-二聚体 MPO 髓过氧化物酶 HCY 同型半胱氨酸 hs-CRP 超敏C反应蛋白 hs-cTnI (STAT) 超敏肌钙蛋白I(免疫) NT-proBNP (STAT) 氨基末端B型利钠肽前体(免疫) Myoglobin (STAT) 肌红蛋白(免疫) D-dimer (STAT) D-二聚体(免疫)	Tumor Markers 肿瘤标志物 AFP 甲胎蛋白 CEA 癌胚抗原 CA50 糖类抗原50 CA242 糖类抗原242 CA15-3 糖类抗原15-3 CA19-9 糖类抗原19-9 CA72-4 糖类抗原72-4 CA125 糖类抗原125 HE4 人附睾蛋白4 NSE 神经元特异性烯醇化酶 CYFRA21-1 细胞角蛋白19片段 SCCA 鳞状上皮细胞癌抗原 IPSA 总前列腺特异性抗原 IPSA 游离前列腺特异性抗原 PAP 前列腺释放酶 ProGRP 胃泌素释放肽前体 PIVKA-II 异常凝血酶原 HER-2 人表皮生长因子受体2 TPA 组织多肽抗原
Gonad 性腺 T-B-HCG 总人绒毛膜促性腺激素 FSH 促卵泡生成素 LH 促黄体生成素 PRL 泌乳素 E ₂ 雌二醇 PROG 孕酮 TEST 睾酮 F-T 游离睾酮 F-E 游离雌二醇 AMH 抗缪勒氏管激素 SHBG 性激素结合球蛋白 Androstenedione 雄烯二酮 DHEA-S 硫酸去氢表雄酮 17α-OHP 17α-羟孕酮 PIGF 胎盘生长因子 sFlt-1 可溶性fms样酪氨酸激酶-1	Hepatic Fibrosis 肝纤维化 HA 血清透明质酸 P-III P-IV 三型前胶原N端肽 C-IV IV型胶原 LN 层粘连蛋白 CG 甘氨酸 GP73 高尔基体蛋白73	Thrombus 血栓 D-dimer 凝血酶-抗凝血酶复合物 TAT 纤溶酶-α2纤溶酶抑制物复合物 tPAIC 组织型纤溶酶原激活剂和抑制物复合物 TM 血栓调节蛋白	Gastric 胃功能 Gastrin-17 胃泌素-17 PG I 胃蛋白酶原I PG II 胃蛋白酶原II H.pylori IgG 幽门螺杆菌IgG抗体
Drug Monitoring 药物监测 CSA 环孢素A FK506 他克莫司 Digoxin 地高辛	Renal 肾功能 β ₂ -MG β ₂ 微球蛋白 H-ALB 人尿微球蛋白	Hypertension 高血压 Direct Renin 肾素 A-I 血管紧张素I A-II 血管紧张素II ALD 醛固酮 Cortisol 皮质醇 ACTH 促肾上腺皮质激素	Nerve and Brain Injury 神经及脑损伤 NSE 神经元特异性烯醇化酶 S100 S100蛋白

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

增长驱动力：强大的自研能力加速进口替代，平台化和国际化打开新成长曲线

新产业是走“技工贸”路线的国产龙头

体外诊断行业中一些处于发展初期的公司会选择以代理业务起家，获取经营利润和现金流以持续满足公司后续自有业务研发、生产和市场开拓的营运资金需求。并且 IVD 企业能够通过自产产品与代理产品相结合形成更完善的产品菜单，以更好满足医疗机构的多种需求，有效开拓市场，通过集约化运营、销售，提高医疗机构的采购效率，提升医疗机构的检测质量与检测效率。此外，在代理业务经营过程中，IVD 企业能持续了解体外诊断技术发展、市场需求以及行业竞争情况，有助于公司更好地判断行业研发创新方向、提升销售推广能力。

新产业以自主研发起步，花费十数年打破跨国企业在化学发光领域的技术封锁和产品垄断。相较部分本土公司通过代理业务起家并孵育自研能力，新产业选择了更为艰难的自主研发的“技工贸”路线，在 2008 年推出的全自动化学发光免疫分析仪是国内率先上市的全自动化学发光免疫分析仪之一，并且作为封闭系统配备配套试剂；拥有自主知识产权的全自动化学发光免疫分析系统采用先进的纳米免疫磁性微球作为系统的关键分离材料，采用先进的人工合成的小分子有机化合物代替传统的酶作为发光标记物。

表5：国产体外诊断龙头的早期业务布局

公司	代理、自研、收购布局	2021 年 IVD 收入情况
安图生物	2000 年取得奥地利 Anthos 公司酶标仪、洗板机、发光仪系列产品的中国区代理权，开拓国内市场； 2003 年收购郑州绿科生物工程有限公司，跨入试剂规模化生产阶段； 2007 年安图实验仪器成立，开始自主研发生产体外诊断检测仪器，确立了仪器与试剂共同经营战略；郑州伊美诺生物技术有限公司成立，开始自主研发、生产体外诊断产品核心原材料。	体外诊断收入 36.9 亿
迈克生物	公司业务起源于国外品牌的代理，在发展过程中公司不断完善西南地区的营销和服务网络，代理销售日立、希森美康、生物-梅里埃等多个国外知名品牌超过 1,000 余种型号和规格的体外诊断产品。公司同时集中精力发展自产生化诊断试剂，通过增强试剂的可溯源性来提升与不同品牌仪器配套使用时检查的准确度；公司也在国内首批推出自主研发的国内领先的全自动化学发光仪器及配套试剂	自主产品 23 亿；代理产品 16.3 亿；其他业务 0.46 亿
亚辉龙	代理销售贝克曼体外诊断产品、施乐辉关节镜产品（2020 年起不再代理）、碧迪微生物诊断及医用耗材、沃芬血凝检测产品等，代理销售区域主要集中在广东省内； 自产业务主要是以化学发光免疫分析法为主的免疫诊断产品	自产（试剂+仪器+耗材）8.1 亿；代理（试剂+仪器+耗材）3.2 亿
迈瑞医疗	通过自研布局血球、生化等领域，陆续并购苏州惠生（尿液分析）、长沙天地人（微生物分析）、北京普丽生（凝血）、上海长岛（凝血）实现生化、免疫、微生物、血球、凝血、尿液、糖化、流式细胞八大产品线布局	体外诊断类产品 84.5 亿
新产业	自 1995 年设立以来，一直从事免疫分析仪器及试剂的研发、生产及销售。2005 年成功研发出全自动化学发光免疫分析系列试剂，并实现产业化。2008 年，公司在国内率先研发出纳米磁性微球分离的、小分子有机化合物标记的全自动化学发光免疫分析仪器及系列配套试剂，并于 2010 年实现产业化	体外诊断收入 25.4 亿

资料来源：各公司公告、各公司招股书、各公司官网、国信证券经济研究所整理

公司已构建“仪器+试剂+原料”的一体化研发和生产能力。自产品推向市场，公司就认为原料是影响试剂性能的关键因素，并高度重视试剂原料的品质。为解决“卡脖子”的问题，公司于 2013 年开始组建试剂关键原料研发及生产平台，先后搭建分子表达、蛋白纯化、小分子修饰及有机合成、单克隆抗体及多克隆抗体技术平台，专门针对采购困难、价格昂贵、品质不稳定的原料品类组织开展技术攻关，为试剂研发、性能优化以及批量生产提供品质稳定的抗原抗体。根据公司公告，目前 70% 以上的发光免疫项目的抗原抗体、校准品已实现自研自产。关键原料的成功研发与生产，缓解了试剂产品部分原料外购困难与原料价格昂贵的问题，也有助于公司持续优化诊断试剂产品。

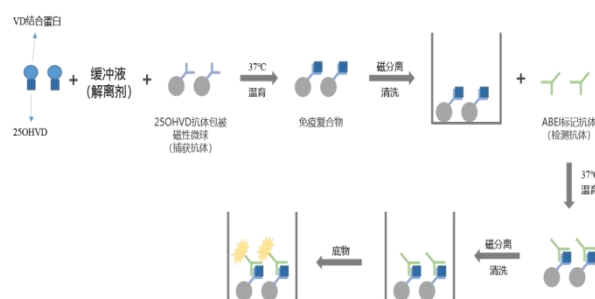
表6: 核心技术列表

技术类别	技术细节
纳米免疫磁性微球的制备技术	2016年8月24日取得发明专利“一种用于生物蛋白分离的磁性微球的制备方法及其应用(ZL201410232656.6)”的专利权。在粒径控制方面,公司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
全自动化学发光免疫分析试剂的制备技术	包括纳米磁性微球与抗体的连接技术、抗原抗体的FITC和ABEI的标记及纯化技术、化学发光底物的制备技术、各种缓冲液、稀释液的制备技术等。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
全自动化学发光免疫分析仪器的关键技术	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	包含单光子计数技术平台、高速运动研究平台、超精密加样技术平台、动态磁分离技术研究平台、多级随机时序控制算法研究平台等。
	下设五大技术研究平台,涵盖:分子表达平台,小分子修饰及有机合成平台,蛋白纯化平台,多克隆抗体研发平台,单克隆抗体研发平台

资料来源:公司招股书,国信证券经济研究所整理

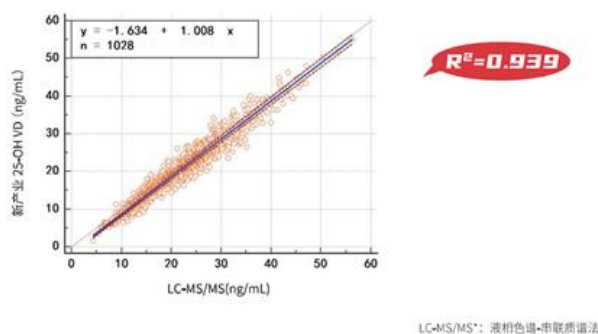
公司在小分子检测技术上获得革命性突破。高效液相法是测定血清25-羟基维生素D(25-OH-VD)浓度的金标准,但该方法操作复杂、耗时长且费用高,不利于实验室广泛开展。而目前最常用的免疫测定法因25-羟基维生素D本身的小分子抗原检测难点导致目前的免疫测定法几乎都是免疫竞争法,但检测结果与LC-MS/MS的一致性较差,整体测试结果偏高,无法满足临床及实验室的质量要求。新产业通过多年的努力,采用改良的夹心法代替原来的竞争法,在小分子检测技术领域取得了革命性突破,推出新一代小分子检测技术,是一种检测结果可以等同为质谱法的检测技术。2021年7月,公司新一代小分子夹心法检测技术的首个项目(25-OH-VD)获得注册证。公司化学发光小分子夹心法与质谱检测结果具有高度一致性($R^2=0.939$),可以完全替代质谱法开展25-羟基维生素D的检测,助力骨骼健康管理。

图17: 新产业小分子检测技术原理示意图



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图18: 质谱与新产业25-OH-VD(小分子夹心法)检测结果



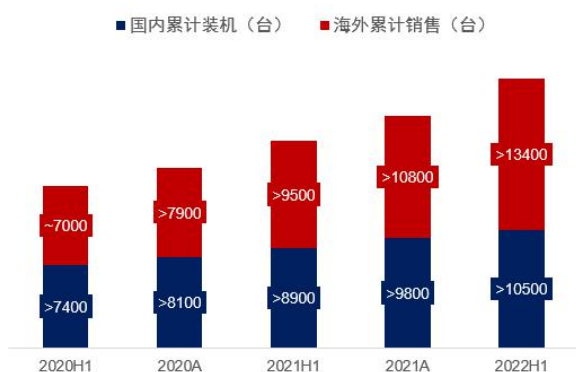
资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

公司积极参与和推动化学发光在肿瘤早筛中的应用。为了进一步推动血清学指标在原发性肝癌早期筛查和诊断中的临床应用,由北京大学基础医学院鲁凤民教授团队牵头的《多指标联合提高肝癌筛查效能的多中心研究》项目于2022年6月25日正式启动,此次多中心研究由北京大学基础医学院牵头、新产业生物协办、10家临床单位参与“产学研”合作。此次研究项目将基于中国慢性乙型肝炎人群大数据建立肝癌风险评估系统,可为临床医生提供肝癌早期诊断的有效手段,有助于推动临床对肝癌的早筛早诊。

仪器销售和装机进入加速期，将带动试剂销售

国内海外新增装机量快速增长，中大型机占比不断提升。截止 2022H1，公司在国内累计实现化学发光免疫分析仪器装机超 10,500 台；海外市场累计实现化学发光免疫分析仪器销售超 13,400 台。2022Q1-3 国内完成装机 1,141 台，大型机占比达到 64%，其中 Q3 实现装机 402 台，大型机占比达到 68%。2022Q1-3 海外完成销售 3,637 台，同比增长 52%，中大型机装机占比达到 36%，提升 17 个百分点。机型结构持续优化将带动测试量稳步提升。

图19：新产业国内和海外累计装机/销售仪器量



资料来源：公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

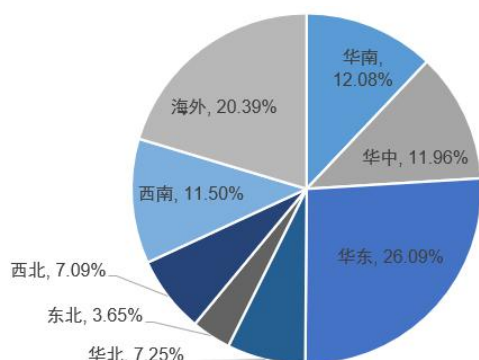
图20：2020-2022Q1-3 国内外 X8 装机情况



资料来源：公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

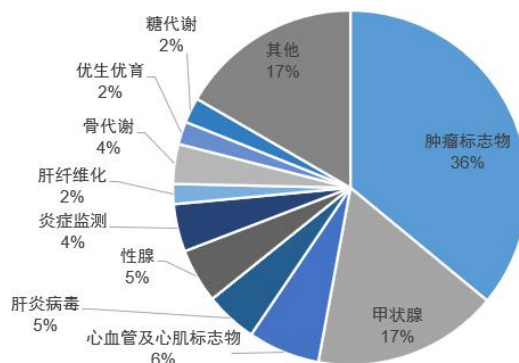
公司有着完善的经销商网络和优异的渠道管理能力。根据招股书披露的情况,2019年公司超过 1/5 的收入来自华东地区，其次为华南、华中、西南等。公司主要的试剂销售集中在肿瘤标志物、甲状腺功能、心血管及心肌标志物、肝炎病毒、性腺等项目。公司的销售模式与其他厂家采取的代理制不同，公司不设置区域多级代理，相当于经销商都是一级代理，且多为中小规模，本身没有太多库存。公司的试剂发货周期通常在 2 周至 1 个月，且相当比例的试剂会根据经销商订单指令直接从公司发货至终端，因此经销商一般不存在试剂库存压力。仪器则是在医院装机后才确认收入，经销商也不需要背负仪器库存压力。

图21：2019 年各区域收入占比



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图22：2019 年各类试剂项目收入占比

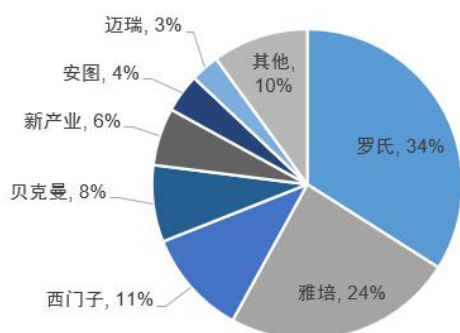


资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

进口替代是结构性成长的核心驱动力

化学发光领域进口替代空间广阔。根据科美诊断招股书，目前我国化学发光市场中，进口厂商占据超过 80% 的市场份额，其中以罗氏、雅培、贝克曼及西门子为代表的体外诊断巨头占据了约 70% 的市场份额，进口替代空间广阔。凭借产品技术与服务优势，截止 2021 年底，新产业已为国内超 7700 家医疗终端提供服务，其中三级医院客户达 1209 家，国内三甲医院的覆盖率达 52.41%。

图23：2018 年化学发光行业竞争格局



资料来源：产业信息网、国信证券经济研究所整理

图24：公司三级医院客户数量

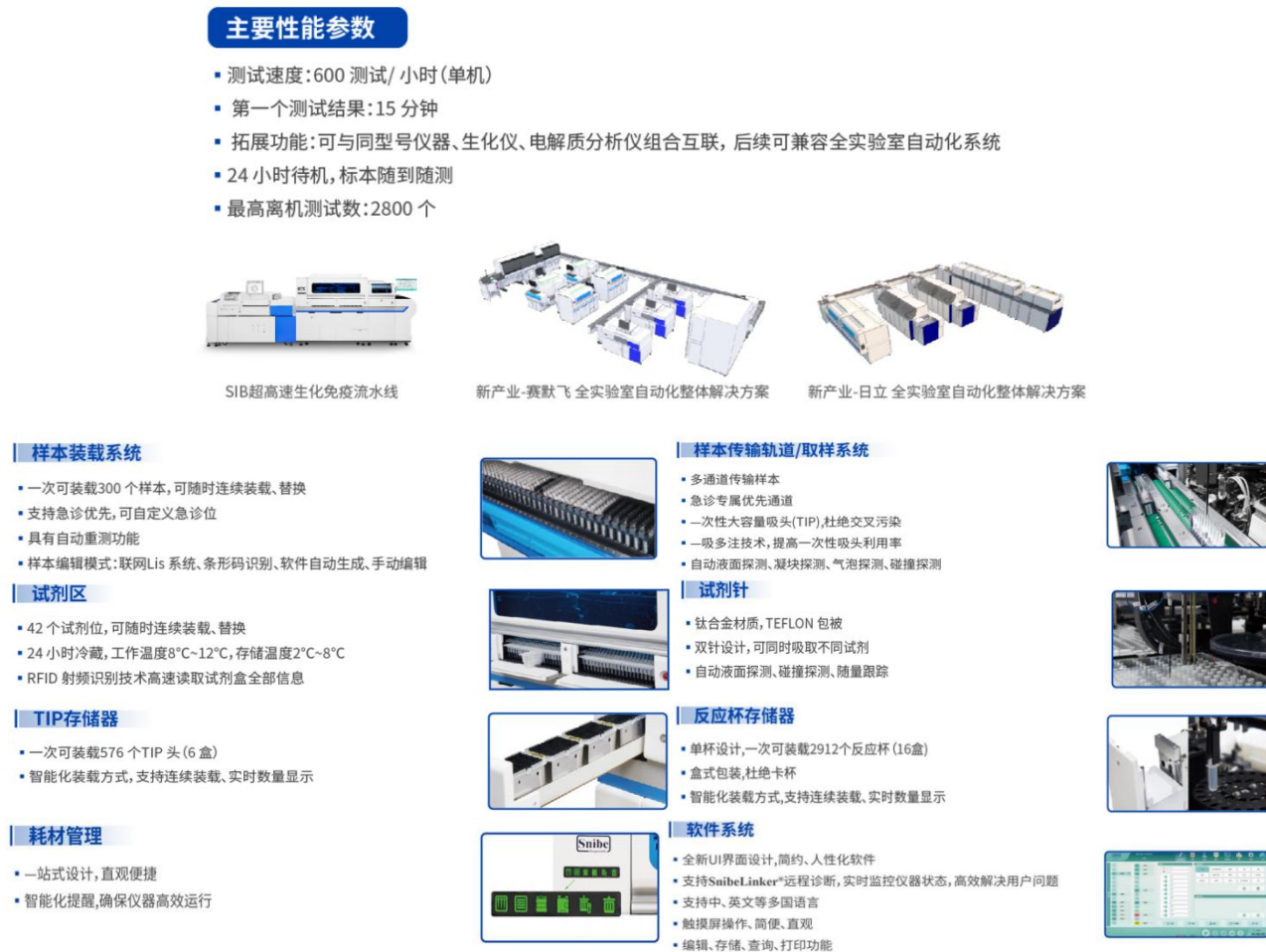


资料来源：公司年报、公司招股书、国信证券经济研究所整理

化学发光市场的核心竞争要素为“产品+渠道/服务+品牌”。产品层面的竞争是基础，渠道和服务体系层面的竞争决定短期放量，品牌层面的竞争将决定长期市占率。体外诊断产品是一个整体检测分析系统，可以从检测通量、检测菜单、试剂批间差、方法学优劣等多个参数指标进行对比，也可以将其视为整个体系，与金标准相比的检测结果的准确度、稳定性以及可溯源性用于评价。

X8 是公司进行国产替代的利剑，具备“多快好省准”的产品特点。MAGLUMI X8 是一款为检验实验室量身打造的高速、高可靠性、高通量、高智能化的化学发光免疫分析系统。X8 测试速度高达 600 测试/小时，单机测速相当于一条流水线，并可通过拓展能达到 2400 测试/小时；拥有 300 个样本位和 42 个试剂位；同时具有高可靠性，采用单反应杯及一次性 Tip 头设计杜绝交叉污染，并集成数十项专利技术，且仪器故障率极低。X8 以极小的占地面积最大限度地提高实验室工作效率，可采用模块化设计同时连接多台免疫、生化及电解质设备，并且支持通过轨道连接至全实验室自动化 TLA 系统。

图25: MAGLUMI X8 产品特点和性能参数



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

表7: 进口和国产龙头企业大型机对比

	新产业	罗氏	雅培	贝克曼	西门子	迈瑞医疗	安图生物	迈克生物	亚辉龙
型号	X8	e801	Alinity i	DXI 800	IM1600	CL8000i	A6000	i3000	iflash9000
技术路线	基于异鲁米诺 衍生物的直接 化学发光法	电化学发光	基于吖啶酯的 直接化学发光 法	酶促化学发光	基于吖啶酯的 直接化学发光 法	酶促化学发光	酶促化学发光	基于吖啶酯的 直接化学发光 法	基于吖啶酯的 直接化学发光 法
单机测试速度 (测试/小时)	600	300	200	400	440	500	600	300	600

资料来源: 公司公告, 各公司官网、国信证券经济研究所整理

公司拥有丰富的检测项目, 能够提供全面的检测菜单。截止 2022H1, 公司共取得国内化学发光检测试剂注册证 197 个(涵盖化学发光试剂 153 个试剂项目), 生化检测试剂注册证 61 个, 上述试剂产品全部用于临床体外诊断检测。在全球销售的化学发光试剂共 191 项, 其中已取得欧盟准入的化学发光试剂 184 项, 生化试剂 61 项。

表8: 国内主要化学发光厂商获得的各类检测项目数量 (截止 2021 年 1 月 31 日)

检测项目	新产业	安图	迈瑞	亚辉龙	罗氏	雅培	贝克曼	西门子
自身免疫病	17	0	0	31	1	1	0	1
生殖健康类	28	27	16	26	28	19	16	23
呼吸道病原体 (除新冠)	0	6	0	4	0	0	0	0
新型冠状病毒	2	2	0	4	0	0	0	0
EB 病毒	6	0	0	6	0	0	0	3
甲状腺	12	10	11	10	12	9	10	13
术前八项	9	14	10	8	16	14	0	11
肿瘤标志物	21	17	17	12	14	14	8	13
心肌标志物	9	6	5	4	5	6	4	5
肝纤	5	5	4	4	0	0	0	0
贫血	3	3	4	5	4	3	7	4
糖代谢	4	2	2	3	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	6	0	2	1	1	2
其他	5	4	2	0	3	4	2	6
合计	141	108	81	121	103	89	56	105

资料来源: 亚辉龙招股书、国信证券经济研究所整理

国际化步伐坚定, 成果斐然

公司产品在国际注册认证中获得多个第一。公司于 2007 年首次通过德国 TÜV SÜD 的 ISO13485 医疗器械质量管理体系认证, 2017 年作为国内首家化学发光免疫试剂产品获得 FDA 510 (K) 产品准入的企业进入美国市场。2020 年 12 月, 公司取得了中国化学发光领域的第一张 IVDR CE 证书。2022 年 3 月, 公司乙型肝炎病毒表面抗体、乙型肝炎病毒 e 抗原、乙型肝炎病毒 e 抗体和乙型肝炎病毒核心抗体获得了欧盟 CE List A 认证, 补全了公司欧盟乙肝五项检测试剂菜单。新产业的传染病项目乙型肝炎病毒 (HBV)、丙型肝炎病毒 (HCV)、人类免疫缺陷病毒 (HIV) 检测试剂均通过 CE List A 认证, **是中国第一家在传染病项目 HBC、HCV、HIV 拿齐 CE List A 认证的化学发光厂家**。在欧盟 CE 认证的类别中, List A 类产品受法规监管程度最高, 技术要求严格, 其所需进行的验证、评估和审核强度高, 认证难度大, 获得此项认证充分体现了公司的研发创新实力、产品质量与可靠性能。

表9: 新产业产品获得的重要国际认证情况

时间	国家或地区	认证试剂产品	认证项目	临床意义
2022 年 3 月	欧盟	乙肝表面抗原 (HBsAg) 定量检测试剂	CE List A	至此新产业生物“术前四项”均获 CE 准入。在德国第三方独立实验室严苛的临床验证中, 新产业生物 HBsAg 定量检测试剂表现出优异的临床性能。其特异性为 99.9%, 诊断灵敏度高达 100%。
2021 年 10 月	美国	糖化血红蛋白生化试剂 (HbA1c)	美国国家糖化血红蛋白标准化计划 (NGSP)	NGSP 是国际上糖化血红蛋白检测的最高标准之一, 已被美国糖尿病学会和 FDA 认可。公司样本类型为全血, 试剂为双试剂, 实际稳定性好, 重复性良好 (CV 小于 2%)
2021 年 4 月	欧盟	人类免疫缺陷病毒 (HIV) 抗原和抗体检测试剂盒	CE List A	在德国的第三方独立实验室严苛的产品验证中, 新产业生物 HIV 抗原和抗体检测试剂表现出优异的试剂性能。其特异性为 99.98%, 诊断灵敏度高达 100%, 针对确诊的 HIV-1 型、HIV-2 型阳性样本以及 HIV-1 p24 阳性细胞培养上清均可检出。
2020 年 12 月	欧盟	包含甲功及肿瘤标志物	IVDR CE	中国化学发光领域的第一张 IVDR CE 证书。IVDR 更新了产品的分类系统, IVDR 的认证流程有了显著变化, 在技术文档审查、临床评估、上市监管等各方面都提出了更严格的要求
2019 年 7 月	欧盟	丙肝试剂	CE List A	中国第一家丙肝试剂荣获欧盟 CE 最高认证的化学发光厂家。List A 作为 CE 最高级别认证, 申请流程负责、临床试验难度高, 对质量要求严苛的德国第三方独立实验室直接参与产品的性能验证, 对产品质量的评估全程公开透明且严格。通过认证后还有德国官方政府机构 PEI 开展的高频次批批检测程序。

2017 年 7 月

美国

促甲状腺素化学发光免
疫测定试剂 (TSH)

FDA 510 (K)

中国首家获得美国 FDA 准入的化学发光厂家。在医疗领域, FDA 认证成为世界医疗领域的最高检验标准, 也被世界卫生组织认定为最高安全标准。很多国际厂商都以获得 FDA 认证作为产品品质的保证和最高荣誉。

资料来源:公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

公司经过近十余年对海外市场的持续耕耘, 公司的化学发光系列产品在营销网络建设、品牌影响力等方面已具备显著的领先优势。截止 2022H1, 公司已实现在海外 148 个国家和地区累计销售仪器超 13,400 台, 稳定的客户基础和持续增长的仪器装机同步推动了海外试剂收入的稳步提升。2020 年剔除新冠检测试剂的销售后, 海外各大洲销售额占比分别约为: 亚洲 40%、欧洲 22%、南美 19%、非洲 12%、北美 8%。

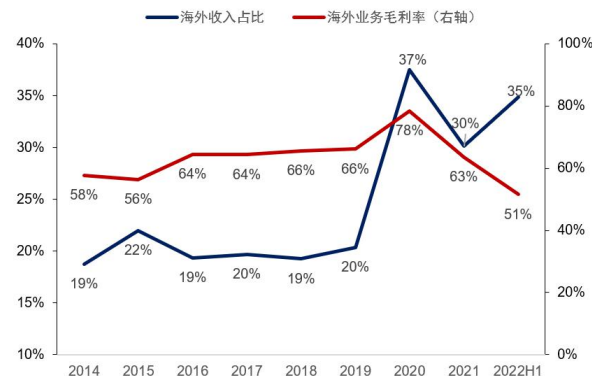
海外业务收入快速增长。2022H1 海外市场共计销售全自动化学发光仪器 2604 台, 同比增长 59.36%; 中大型发光仪器销量占比提升至 34.45%, 同比增长 16.15 个百分点, 为后续海外业务的持续增长奠定坚实基础。2022H1 海外市场实现营收 4.93 亿元, 同比增长 16.41%, 在扣除新冠发光试剂销售影响后, 同比增长 27.41%。公司前瞻布局未来几年试剂规模化上量, 海外市场加大仪器产品的市场开拓力度, 采用了更为积极的销售政策, 仪器类产品毛利率为 21.47%, 同比下降 4.1 个百分点。2022Q3 海外业务收入同比增长 23.14%, 扣除新冠发光试剂 1 影响后海外第三季度业务收入同比增长 32.50%。

图 26: 2012-2022H1 公司海外收入和增长情况



资料来源: 公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27: 2014-2022H1 新产业海外收入占比和毛利率情况



资料来源: 公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

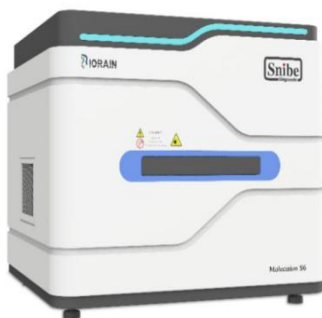
公司将会把印度市场的成功经验逐步复制到其他国家。以海外首个独立运营子公司印度子公司为例, 设立前收入规模维持在 2,000 万元上下, 本土运营四年后, 2021 年印度成为公司在海外市场首个收入突破 1 亿元的国家, 成效显著。2021 年, 海外装机超过 100 台的国家达到 25 个 (亚太地区 10 个, 欧洲 5 个, 美洲 7 个, 非洲 3 个), 在部分国家市占率已排进前三。目前公司正围绕“重点国家”制定营销策略, 主要根据装机量、年销售额、以及当地市场规模等指标筛选重点国家设立子公司, 推进本土化建设, 将印度子公司运营经验复制到更多海外国家。具体举措包括: 1. 加快海外本地化销售渠道的建设, 包括招聘外籍团队及增加海外代理商数量; 2. 打造 SNIBE 的品牌影响力, 加强品牌宣传和学术建设, 加快建立标杆客户和建立专家团队。2022 年前三季度, 巴基斯坦和墨西哥子公司已设立完成, 另有 8 个国家仍在筹备中。

自研合作并举实现横向扩张，平台化发展开启新成长曲线

公司携手博瑞生物进军分子诊断领域，推出数字 PCR 产品。数字 PCR(Digital PCR)是 20 世纪 90 年代末发展起来的一种核酸分子绝对定量技术，是继实时荧光定量 PCR 之后发展的高灵敏核酸绝对定量分析技术，通过把反应体系均分到大量独立的微反应单元中进行 PCR 扩增，并根据泊松分布和阳性比例来计算核酸拷贝数实现定量分析。与传统 PCR 技术相比，数字 PCR 技术不依赖于标准曲线，具有更高灵敏度、准确度及高耐受性，可实现对样品的绝对定量分析。随着微流控技术日臻成熟，基于微流控技术的数字 PCR 技术得到了快速的发展，在医疗领域可应用于肿瘤的早筛、伴随诊断、预后监测，遗传病基因检测和病原微生物高敏检测等，全面助力临床精准医学的发展。

新产业生物携手博瑞生物推出的 Molecision® S6/DropXpert®S6 是一款一体化数字 PCR 系统，集液滴生成、PCR 扩增、荧光检测于一台仪器，使用操作简便，“芯片进、结果出”的模式真正实现了无人值守。产品解决了目前数字 PCR 仪器平台的主要痛点，具备全自动、高灵敏、高精度、高通量、高灵活等优点，为精准医疗发展提供切实可行的整体解决方案，彰显中国智造的力量。

图28: 数字 PCR 系统 Molecision S6



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图29: Molecision S6/DropXpert S6 优势



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司的高速生化仪 C8 顺利完成注册，并与中生北控达成战略合作。全自动生化分析仪 C8 于 2022 年 10 月获证，为公司 C 系列生化仪器首款机型，标志着公司全面进军生化领域。Biossays C8 设置有 144 个试剂位，检测速度达 1,600 测试/小时，内置的电解质模块检测速度达 300 测速/小时。C8 采用模块化设计，支持多机互联，可以与公司全自动化学发光免疫分析仪 X8、X6 进行模块化拼接，也可搭配公司的样本开闭盖模块组成生化免疫流水线，同时还可以连入 SATLARS-TCA 全实验室自动化流水线系统，满足中大型终端的需求。配套试剂项目上，截至 C8 拿证，公司已有 61 项生化试剂取得注册证，涵盖肝功能、肾功能、糖代谢、血脂等大类，可以满足临床日常生化检验需求。2022 年 2 月，公司与中生北控生物科技股份有限公司达成战略合作关系，双方将在生化检测领域开启战略合作，中生北控已经建立了完整的生化检测系列产品平台，是国内生化领域的龙头企业。

图30: 高速生化仪 Biossays C8



Biossays C8

产品特点:

- 生化: 1600T/H, 电解质: 300T/H
- 300个样本位, 可连续装载
- 12站10步清洗, 温水、酸/碱洗液相结合, 清洗更彻底
- 全息凹面平像场光栅后分光系统, 高分辨率、低杂散光
- 人性化触摸屏显示小屏幕, 提升使用体验
- 模块化设计, 可与同型号生化仪或同品牌化学发光仪互联, 可接入TLA系统

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图31: 高速生化免疫流水线 CX8



高速生化免疫流水线CX8

产品特点:

- 占地面积极小4.5m²
- 中大型实验室的智能、高效、可靠解决方案
- 超高速检测
- 超灵活模块化组合
- 智能流程管理
- 自动去盖、原盖加盖
- 配套溯源、准确可靠

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司前瞻性地布局了流水线和实验室自动化产品。新产业联合日立推出了全自动化生化免疫流水线, 线体是日立最新一代的双轨道 TS 线, 并由新产业全自动化化学发光分析仪 MAGLUMI® X8 (免疫模块)、日立全自动生化分析仪 008AS (生化电解质模块)、日立 PAM 全自动样本处理系统 (样本处理模块) 三大模块组成, 其中样本处理模块包含进样、离心、开盖、分注和回收等功能, 通过传输轨道把各个模块组合一体, 具有高速、高通量、高自动化和高智能化等特点。

图32: 新产业-日立全实验室自动化流水线 TS



图33: 新产业-日立全实验室自动化流水线 TS 产品参数

日立样本前处理系统—TS

- 高速 创新设计的RFID双层双向轨道, 2400样本/小时
- 高效 耗材自动供给, 减少人工操作, 强大的分注模块, 实现一管血在线、离线检测
- 智能 样本运行最短路径, 实时追踪, 降低条码扫描错误; 样本复查、追检、归档智能完成

日立超高速生化工作站—LABOSPECT 008α

- 高通量: 生化2000 T/H, 电解质900 T/H, 登陆项目214项, 同时分析项目73项, 反应位406个
- 加样高效精准: 非同步双针交替加样, 多相位高速试剂针, 确保高速加注试剂无冲突
- 杜绝交叉污染: 非接触超声搅拌, 有效避免交叉污染

新产业超高速化学发光免疫分析仪—MAGLUMI® X8

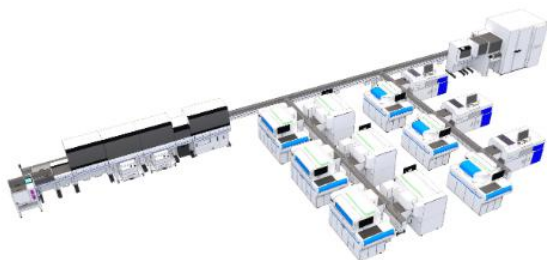
- 高通量: 600T/H, 42个试剂位
- 高可靠性: 一次性TIP头加样, 杜绝交叉污染
- 高灵敏度: 非接触式磁球混匀、重悬浮技术, 反应充分、清洗更彻底

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

2019年8月新产业生物与赛默飞世尔科技宣布全球战略合作, 联合打造的全新产品——全实验室自动化整体解决方案 SATLARS-TCA 正式发布。针对实验室流水线面临着价格高、空间大、效率低等问题, SATLARS-TCA 将流水线动辄千万的成本大幅度降低; 并大幅度节省实验室占地面积, 使绝大多数实验室都能实现装机; 同时配合新产业的 X8 和生化分析系统, 大幅度提升检测效率。

图34: 新产业-赛默飞全实验室智能化流水线 SATLARS-TCA



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图35: SATLARS-TCA 产品参数

赛默飞全自动样本处理系统

- 智能: 智能信息系统, 实现样本温度、追踪、统计、远程诊断超前服务; 智慧大屏, 实时监控全局
- 高通量: 离心机转速400管/小时/模块, 最大转速可达4500RPM; 后处理冷藏系统容量高达14800管/模块
- 灵活拓展: 布局多变, 可增加新模块, 开放兼容实现实验室个性化定制

超高速全自动化学发光免疫分析仪 MAGLUMI® X8

- 高通量: 600T/H, 42个试剂位
- 高可靠性: 一次性TIP头加样, 杜绝交叉污染
- 高灵敏度: 非接触式磁球混匀、重悬技术, 反应充分、清洗更彻底

高速全自动生化分析仪 Biossays® C8

- 高通量: 生化: 1600T/H, 电解质: 300T/H, 144个试剂位, 反应位362个
- 高可靠性: 石英玻璃比色杯, 反应盘固体直接结合空气浴, 12站10步清洗, 全凹面平面镜光路后分光系统
- 使用方便: 辅助显示小屏幕, 双试剂盘前置, 洗涤自动配制, 支持Smbelinker与Smbelis系统

高速全自动生化分析仪 AS-2450

- 高通量: 生化: 1800T/H, 电解质: 600T/H, 试剂位116个, 样本位145个, 反应位340个
- 样本预稀释: 采样分注快速稀释, 快速释放样本, 原始样本消耗少, 结果稳定
- 更少消耗量: 最小反应体积60μL
- 先进温控系统: 惰性油循环温控系统升温极快, 温控精准、均衡, 避免细菌滋生

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

集采推动下加速国产替代和集中度提升

2021 年安徽省打响化学发光试剂谈判议价的第一枪。“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、心肌标记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。新产业的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。同时, 公司未入围谈判的乙肝五项、BNP 等 8 个试剂项目均已成功完成了联动降价。根据安徽省医保局相关文件, 本次谈判议价结果自 2021 年 11 月 11 日起执行, 原则上采购周期为 2 年。随着政策落地实施, “安徽集采”有利于公司在当地装机量的提升, 并对经营业绩带来正向影响。

借助此次安徽谈判议价, 公司迅速扩大医院覆盖, 带动试剂销售收入提升。由于进口品牌罗氏、贝克曼未接受谈判议价, 根据规则将纳入备案交易目录重点监测, 市场份额将受到影响。新产业在安徽市场耕耘多年, 建立了良好的市场口碑, 但在安徽省的收入体量相较于外资品牌仍有较大差距, 且存量仪器中中小型设备占比较高, 受益于此次政府集中价格挂网, 公司市场推广明显加速。自安徽省挂网实施后至今, 以此为契机, 公司在安徽省实现了短期内大型客户数量翻番的优异成绩, 积极推动高速机 X8 进入更多二甲以上大型医院。与进口厂家相比, 公司产品在质量相当的同时有很高的性价比。公司公告表示从安徽的结果来看是完全受益于集采谈判和联盟采购的, 且公司试剂产品 2021 年度的毛利率较 2020 年保持稳定, 也说明了公司的渠道优势可以很好地消化集采谈判终端采购价下降带来的出厂价影响。

肝功生化类联盟集采落地, 公司作为新进入者将积极扩大市场份额。2022 年 12 月 30 日, 江西医保局公布了 23 省肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购拟中选结果公示的通知。从公开数据来看, 全部生化企业 212 家, 此次参与投标企业 169 家, 实际参与率将近 80%。在参与的 169 个厂家中, 131 个厂家至少有一个规格中选, 淘汰 38 家企业。经过层层选拔, 新产业申报 19 个项目均全部入选, 并在入围企业中名列上游。新产业在生化领域潜心耕耘 13 年, 耐心提升产品技术与质量, 持续优化成本, 已经初步掌握高端生化产品核心技术。借助全自动生化分析仪 Biossays C8 上市, 与 MAGLUMI X8 组成高速生化免疫流水线 CX8, 进一步加强了新产业在生化免疫市场的核心竞争力。

表10: 新产业于肝功生化类检测试剂省级联盟集采的拟中选结果

品种名称	注册单位	注册人名称	AB分组	拟中选排名
总蛋白	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	5
白蛋白	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	>=6
血氨	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	A组	1
前白蛋白	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	3
总胆红素	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	3
直接胆红素	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	3
总胆汁酸	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	3
谷丙转氨酶	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	2
谷草转氨酶	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	3
γ-谷氨酰转氨酶	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	3
碱性磷酸酶	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	1
胆碱酯酶	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	3
5'核苷酸酶	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	A组	1
乳酸脱氢酶	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	3
总胆固醇	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	4
甘油三酯	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	4
高密度脂蛋白	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	5
低密度脂蛋白	测试	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	3
α-L-岩藻糖苷酶	容量	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司	B组	>=6

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

同业对比：新产业深耕化学发光赛道，多项财务指标领先同行

新产业在化学发光领域深耕多年，试剂和仪器产品布局完善。剔除迈瑞医疗，新产业在各同业中海外收入占比最高，2021年占比约30%。公司盈利能力卓越，毛利率和净利率领先同业。ROE、流动比率、资产负债表等财务指标表现优异，公司成长性良好。

表11: 新产业与可比公司业务情况和盈利能力比较 (2021 年)

证券代码 证券简称	300832.SZ 新产业	603658.SH 安图生物	300760.SZ 迈瑞医疗	688575.SH 亚辉龙	300463.SZ 迈克生物
主营业务	免疫诊断 (化学发光试剂及仪器)	涵盖免疫、微生物、生化、分子、凝血等检测领域	覆盖三大领域: 生命信息与支持、体外诊断及医学影像	拥有化学发光、免疫印迹、酶联免疫、免疫荧光、POCT、分子诊断、血球、输血、凝血、尿液、病理等九大产品平台	涵盖生化、免疫、POCT、分子诊断、血球、输血、凝血、尿液、病理等九大产品平台
营收拆分 (2021A)	主营为化学发光产品, 试剂类占 75%, 仪器类占 25%	产品类别丰富, 试剂类占 82.6%, 仪器类占 14.8%	体外诊断业务营收为 84.49 亿	新冠试剂 0.95 亿; 自产试剂占 57%, 代理自主产品占 57.8%, 代试剂占 20%; 自产仪器产品占 41.1%; 占 6.9%, 代理仪器占免疫试剂销售 6.42 亿 1.9%	新冠试剂 0.95 亿; 自产试剂占 57%, 代理自主产品占 57.8%, 代试剂占 20%; 自产仪器产品占 41.1%; 占 6.9%, 代理仪器占免疫试剂销售 6.42 亿 1.9%
化学发光业务布局	截止 21 年底, 面向全球销售 9 款全自动化学发光免疫分析仪器及 162 项配套试剂; 国内累计实现装机超 9,800 台	获得 119 项磁微粒化学发光诊断产品的注册 (备案) 证书; 陆续推动化学发光免疫分析仪器产品; 截止 21 年底, 出 200、100、180 和 CL-8000i 600 测试/小时的仪器	2021 年推出高端全自证书; 21 年发布 3 款吡啶啉直接化学发光技器产品; 截止 21 年底, 术平台已累计取得 63 化学发光仪累计装机项产品注册证 4,537 台; 流水线累计装机 21 条	获得 142 项化学发光诊断项目获得境内外注册证书; 21 年发布 3 款吡啶啉直接化学发光技器产品; 截止 21 年底, 术平台已累计取得 63 化学发光仪累计装机项产品注册证 4,537 台; 流水线累计装机 21 条	获得 142 项化学发光诊断项目获得境内外注册证书; 21 年发布 3 款吡啶啉直接化学发光技器产品; 截止 21 年底, 术平台已累计取得 63 化学发光仪累计装机项产品注册证 4,537 台; 流水线累计装机 21 条
市场地位 (2021A)	截止 2021 年底, 面向全球销售 4 款全自动生化检测: 拥有 182 项牌; 化分析仪器及 61 项配注册 (备案) 证书, 涵推出“迈瑞智检”实验室套试剂; 分子诊断产品盖 12 大类别; 线有 4 款核酸检测试剂分子检测: 涵盖 8 大系收购全球领先的体外诊断 60 余个项目和随机断抗原抗体供应商全自动化核酸检测系统 Hytest	微生物检测: 培养基平覆盖生化、凝血、尿液、板系列、质谱检测系统微生物等领域; 市场份额较高; 血球业务为国内第一品	实现化学发光法、免疫印迹法、酶联免疫法、免疫荧光法、间接免疫荧光法等方法学在自身全面覆盖	实现化学发光法、免疫印迹法、酶联免疫法、免疫荧光法、间接免疫荧光法等方法学在自身全面覆盖	生化诊断产品 150 项; 具备全自动生化免疫流水线血液流水线整体解决方案; 加大新产品新技术战略投资, 实现在数字 PCR、分子 POCT 诊断仪器及基因测序领域的布局
海外收入占比	约 30%	2.2%	39.6%*	15.8%	4.6%
2019-2021 年研发投入 (含资本化, 亿元)	4.85	11.44	64.71*	3.20	6.89
研发/技术人员数量	924	1,607	3,492*	387	1,379
国内覆盖医院/经销商数量	国内超 7,700 家医疗终端, 其中三级医院达 1,209 家, 三甲医院的覆盖率达 52.41%; 经销商超过 2800 家	二级及以上医院终端用户达 6100 余家, 其中三级医院 1900 余家; 千余家经销商	覆盖中国近 11 万家医疗机构和 99% 以上的三甲医院*	覆盖境内终端医疗机构客户近 3,500 家, 其中三甲医院覆盖数量为 884 家	终端客户超过 6,500 家, 其中超过 2,800 家, 其中超过 2,800 家, 其中超过 2,800 家, 其中超过 2,800 家
销售人员数量	568	1,891	3,540*	557	603
营业收入 (亿人民币)	25.45	37.66	252.70	11.78	39.81
收入增速 (%)	16.0%	26.5%	20.2%	17.9%	7.5%
归母净利润 (亿人民币)	9.74	9.74	80.02	2.05	9.57
归母净利增速 (%)	3.7%	30.2%	20.2%	-2.7%	20.5%
净利率 (%)	38.3%	26.0%	31.7%	17.3%	25.4%
毛利率 (%)	71.2%	59.5%	65.0%	56.8%	57.6%
销售费用率 (%)	14.5%	16.7%	15.8%	18.4%	16.1%
管理费用率 (%)	6.6%	3.9%	4.4%	7.2%	4.3%
研发费用率 (%)	8.4%	12.8%	10.0%	11.1%	0.0%
财务费用率 (%)	1.1%	0.4%	-0.3%	0.8%	-0.2%
经营现金流/净利润	0.79	1.50	1.12	1.27	1.69
ROE (平均)	18.7%	14.2%	31.9%	17.9%	23.6%
ROA	17.0%	11.3%	22.4%	11.8%	14.8%
应收账款周转天数	35	93	22	70	182
偿债能力	8.85	3.81	2.47	2.30	2.94
资产负债率 (%)	8.5%	19.8%	29.2%	29.2%	30.8%
成长性	19-21 年收入 CAGR 23.0%	18.6%	23.5%	15.9%	11.1%
估值水平	19-21 年净利 CAGR 12.3%	12.1%	30.7%	38.0%	35.0%
总市值 (亿人民币)	462	372	3,776	115	119
PE (TTM)	37	32	40	11	16
EV/EBITDA	36	25	39	33	8

资料来源: Wind、各公司年报、国信证券经济研究所整理

注: 迈瑞医疗市场地位及财务数据均为公司整体情况, 并非体外诊断业务线; 19-21 年净利为归母净利润, 未扣除非经常性损益; 估值数据截止于 2023 年 3 月 2 日

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

试剂类：2022 年受到国内受到疫情扰动及海外新冠检测试剂需求下滑影响，导致增速较低；2023-24 年国内受益于疫后修复及前几年的高通量仪器 X8 装机带动试剂消耗量快速增长，海外试剂消耗随着仪器大量装机同步提升。伴随终端诊疗及手术恢复正常，试剂毛利率将企稳回升；

仪器类：2022 年海外仪器销售大幅提升，前三季度销售海外完成销售 3,637 台，同比增长 52%，中大型机装机占比达到 36%，提升 17 个百分点。2023-24 年国内装机速度将有所修复，海外加大市场推广并维持一定规模的销售，国内外中大型机占比均将有结构性提升，带动仪器类毛利率有所修复；

表12：新产业营收拆分

单位：百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
试剂类						
收入	1,324	1,705	1,901	2,198	2,890	3,733
增速（%）	21.3%	28.7%	11.5%	15.6%	31.5%	29.2%
毛利率（%）	90.48%	90.50%	89.67%	89.00%	89.30%	89.50%
仪器类						
收入	356	485	638	860	1,041	1,263
增速（%）	21.8%	36.3%	31.6%	34.8%	21.0%	21.4%
毛利率（%）	41.60%	32.08%	17.17%	22.00%	22.40%	22.60%
其他业务						
收入	2	5	6	7	8	9
合计						
营业收入	1,682	2,195	2,545	3,066	3,939	5,005
增速（%）	21.5%	30.5%	16.0%	20.4%	28.5%	27.1%
毛利率（%）	79.96%	77.18%	71.15%	69.93%	71.42%	72.45%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 30.66/39.39/50.05 亿元，同比增长 20.4%/28.5%/27.1%；毛利率 69.93%/71.42%/72.45%，毛利 21.44/28.13/36.27 亿元，同比增长 18.37%/31.22%/28.91%。

未来 3 年业绩预测

表13：未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,545	3,066	3,939	5,005
营业成本	734	922	1,126	1,379
销售费用	370	448	587	736
管理费用	167	138	126	145
研发费用	215	300	378	470
财务费用	29	-92	-67	-50
营业利润	1,137	1,433	1,883	2,425
利润总额	1,136	1,432	1,882	2,424
归属于母公司净利润	974	1,227	1,613	2,077
EPS	1.24	1.56	2.05	2.64
ROE	17.35%	19.33%	22.04%	24.26%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 22-24 年收入分别为 30.66/39.39/50.05 亿元，归属母公司净利润 12.27/16.13/20.77 亿元，利润年增速分别为 26.0%/31.4%/28.8%。每股收益 22-24 年分别为 1.56/2.05/2.64 元。

盈利预测情景分析

表 14: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,195	2,545	3,118	4,095	5,314
(+/-%)	30.5%	16.0%	22.5%	31.3%	29.8%
净利润(百万元)	939	974	1271	1703	2237
(+/-%)	21.6%	3.7%	30.6%	34.0%	31.4%
摊薄 EPS	2.28	1.24	1.62	2.16	2.84
中性预测					
营业收入(百万元)	2,195	2,545	3,066	3,939	5,005
(+/-%)	30.5%	16.0%	20.4%	28.5%	27.1%
净利润(百万元)	939	974	1227	1613	2077
(+/-%)	21.6%	3.7%	26.0%	31.4%	28.8%
摊薄 EPS(元)	2.28	1.24	1.56	2.05	2.64
悲观预测					
营业收入(百万元)	2,195	2,545	3,014	3,786	4,709
(+/-%)	30.5%	16.0%	18.4%	25.6%	24.4%
净利润(百万元)	939	974	1161	1497	1891
(+/-%)	21.6%	3.7%	19.3%	28.9%	26.3%
摊薄 EPS	2.28	1.24	1.48	1.90	2.40
总股本(百万股)	412	787	787	787	787

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：72.10–79.53 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表 15：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	21.54%	30.53%	15.97%	20.44%	28.49%	27.07%	26.07%	25.07%
营业成本/营业收入	20.04%	22.82%	28.85%	30.07%	28.58%	27.55%	27.45%	27.35%
管理费用/营业收入	2.68%	9.15%	6.34%	4.50%	3.20%	2.90%	2.85%	2.80%
研发费用/营业收入	7.11%	6.86%	8.45%	9.80%	9.60%	9.40%	9.30%	9.20%
销售费用/销售收入	19.52%	13.54%	14.53%	14.60%	14.90%	14.70%	14.65%	14.60%
营业税及附加/营业收入	0.48%	0.35%	0.40%	0.45%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税税率	14.01%	14.37%	14.25%	14.30%	14.30%	14.30%	14.30%	14.30%
股利分配比率	–	65.91%	42.46%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

表 16：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.07	T	14.30%
无风险利率	2.92%	Ka	9.88%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.07
公司股价（元）	58.77	Ke	9.88%
发行在外股数（百万）	787	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	46232	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	2	WACC	9.88%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 72.10–79.53 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 17：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
75.63		9.48%	9.68%	9.88%	10.08%	10.28%
永续 增长 率变 化	2.4%	83.86	81.05	78.40	75.90	73.53
	2.2%	82.22	79.53	76.98	74.57	72.29
	2.0%	80.67	78.08	75.63	73.31	71.10
	1.8%	79.20	76.70	74.34	72.10	69.98
	1.6%	77.80	75.40	73.12	70.96	68.90

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：71.75-77.90 元

新产业是化学发光免疫诊断领域的龙头公司，具备技术优势和一体化研发生产能力，仪器销售和装机进入加速期，拉动试剂终端销售，持续推动进口替代和市场份额提升，国际化和平台化布局有望打开新成长曲线。可比公司主要为化学发光的领先企业，如安图生物、迈瑞医疗、亚辉龙、迈克生物等。在同业中，新产业是体外诊断领域的国际化程度最高的公司之一，盈利能力优异，给予 2023 年 PE 35-38X，合理股价目标区间为 71.75-77.90 元。

表 18: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG
		2023/3/2		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)
300832	新产业	58.77	462	1.24	1.56	2.05	2.64	47.3	37.7	28.7	22.3	17%	1.3
603658	安图生物	63.45	372	1.66	2.11	2.74	3.46	38.2	30.0	23.2	18.3	14%	1.1
300760	迈瑞医疗	311.40	3776	6.59	7.99	9.67	11.64	47.3	39.0	32.2	26.8	31%	1.9
688575	亚辉龙	20.30	115	0.53	1.80	0.87	1.08	38.3	11.3	23.4	18.8	16%	-0.5
300463	迈克生物	19.40	119	1.73	1.31	1.47	1.71	11.7	15.5	13.8	11.9	23%	1.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 除新产业、迈瑞医疗外, 其余为 Wind 一致预测

表 19: 国际龙头公司简介和估值情况

代码	公司简称	公司简介和业务情况	营收拆分	总市值 亿美元	PE (TTM)
RHHBY	Roche	总部位于瑞士巴塞尔, 拥有全球领先的制药和诊断业务。在抗肿瘤、免疫、抗感染、眼科和中枢神经系统等领域拥有一流的差异化药物, 在全球体外诊断和基于组织的肿瘤诊断领域享有领导地位。	2022 年总营收 632.8 亿瑞士法郎, 其中药品业务 455.5 亿、诊断业务 177.3 亿	2377.55	17.65
ABT.N	Abbott	总部位于美国芝加哥。作为全球医疗健康行业领导者, 领先产品遍及诊断、医疗器械、营养品、药品等医疗健康领域。	2022 年总营收 436.5 亿美元, 其中药品业务 49.1 亿, 营养品业务 74.6 亿, 诊断业务 165.8 亿, 器械业务 146.9 亿	1773.65	23.54
SMMNY	Siemens-healthineers	总部位于德国埃尔朗根, 目前其主要业务包括实验室诊断、影像业务和临床治疗业务	2022 年总营收 217.1 亿欧元, 其中影像业务 109.8 亿, 诊断业务 60.7 亿, 瓦里安放射业务 30.8 亿	586.32	27.46
DHR.N	Danaher	丹纳赫集团是贝克曼库耳特的母公司, 贝克曼是全球专业分析仪器领域的佼佼者, 提供由临床生化系统, 血液细胞分析系统, 免疫生化系统, 离心分离机, 快速检测试剂盒, 试剂以及质控生化制品所组成的产品	2022 年总营收 314.7 亿美元, 其中生物科技业务 87.6 亿, 生命科学业务 70.4 亿, 诊断业务 108.5 亿	1819.48	25.24

资料来源: Bloomberg、公司年报、国信证券经济研究所整理

注: 市值和估值数据截止 2023.3.2

投资建议

新产业生物是化学发光免疫分析领域的龙头公司, 完成了中国第一台全自动化学发光仪的注册。公司已构建“仪器+试剂+原料”的一体化研发和生产能力, 2018 年推出超高速发光仪 X8 后加速仪器销售和装机, 不断提升中大型机占比, 坚实而庞大的装机基础未来将持续带动试剂销售, 促进进口替代。经过近十余年对海外市场的持续耕耘, 公司海外收入占比约 30%, 并将把印度市场的成功经验复制到其他国家, 国际化前景广阔。此外, 公司自研合作并举实现横向扩张, 布局生化诊断、数字 PCR 和实验室自动化等业务, 平台化发展将开启新成长曲线。预计 2022-24 年归母净利润为 12.27/16.13/20.77 亿元, 同比增长 26.0%/31.4%/28.8%; EPS 为 1.56/2.05/2.64 元, 当前股价对应 PE 37.7/28.7/22.3 倍。综合绝对估值和相对估值, 公司一年期合理股价为 71.75-77.90 元, 相较当前股价 (58.77 元/股) 有 22.1-32.6%溢价空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 71.75-77.90 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.9%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的国产化学发光龙头公司比如安图生物、迈瑞医疗等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予溢价，最终给予公司 23 年 35-38 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 20.4%/28.5%/27.1%，可能存在对公司试剂及仪器销售预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 69.93%/71.42%/72.45%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司 2023 年开始受益终端诊疗和常规手术修复带来的试剂使用量提升，如若出现新的扰动因素，存在 2023-24 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 我们预计公司随着海外子公司的建立，未来一段时间将维持仪器的大批量销售和终端装机，试剂消耗也将同步提升，若由于国际形势变化，海外业务拓展低于我们的预期，存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

原材料及供应链对外依赖的风险：公司用于生产试剂的部分核心原料（如抗原、抗体等）以及用于生产仪器的部分核心部件（如电机等）通过国外进口。若未来关键原材料的价格发生重大变化，或者供应商不能及时、保质、保量的提供合格的原材料产品，或者供应商的经营状况发生恶化，或者与公司的业务关系发生重大变化等，都将对公司的正常生产经营造成不利影响

经销商销售模式的风险：公司采用“经销与直销相结合、经销为主”的销售

模式。截止 2021 年底，公司经销商数量超 2,800 家。若公司不能及时提高对经销商的管理能力，一旦经销商出现自身管理混乱、违法违规等情形，或者出现公司与经销商发生纠纷等情形，可能对公司的品牌及声誉造成负面影响，也可能导致公司产品销售出现区域性下滑，对产品市场推广产生不利影响。

行业竞争加剧的风险：从竞争环境来看，国际跨国公司如罗氏、西门子、贝克曼、雅培等企业在国内体外诊断的高端市场中占据相对垄断地位，尤其在三级以上医院拥有较高的市场份额。而国内多数企业以中低端诊断产品为主，尚未形成稳定的市场格局，但体外诊断行业较高的利润率水平、广阔的市场发展空间，将吸引更多企业进入，市场竞争将进一步加剧。如果未来公司不能在成本、技术、品牌等方面继续保持竞争优势，或者上述国际知名诊断企业改变市场战略，采取降价、收购等手段抢占市场，则会对公司的市场份额、毛利率产生不利影响。

新产品研发及注册的风险：体外诊断行业是技术密集型产业，对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。在新产品研发的过程中可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。为保持公司在行业内持续竞争力，公司需要不断研发新技术及新产品，若公司未来不能很好解决新产品研发和注册中存在的风险，将会对公司经营发展产生不利影响。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：公司产品已经出口至亚洲、欧洲、美洲、非洲、大洋洲等 147 个国家和地区，海外业务收入占比达 30%，主要集中在亚洲和欧洲等地，若贸易摩擦进一步加剧，境外客户可能会减少订单、要求公司降价或者承担相应关税，进而对公司的经营业绩形成不利影响。

境外经营的风险：公司下设多家境内外子公司，面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

财务风险

应收账款风险：截止 2022 年三季度，公司应收账款账面价值为 5.1 亿元，如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险：截止 2022 年三季度，公司存货账面价值为 7.9 亿元，若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

汇率风险。本公司已确认的外币资产和负债及未来的外币交易（外币资产和负债及外币交易的计价货币主要为美元和欧元）依然存在汇率风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：体外诊断行业是快速发展变化的行业，若公司产品研发水平提升缓慢，无法准确预测产品的市场发展趋势，导致无法及时研究开发新技术、新工艺及新产品，则公司目前所掌握的专有技术可能被同行业更先进的技术所替代，从而对公司未来经营发展产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要

来源之一。截止 2021 年底，公司拥有研发技术人员 924 人，占总人数 40%。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、工艺、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

2018 年以来，国家医保局持续推进药品和高值医用耗材集中带量采购改革，已经形成常态化运行。若集中带量采购在体外诊断领域全面施行，一方面将有利于国产品牌提升市场份额，同时可能存在销量提升无法弥补价格下降带来的不利影响。如果公司在经营策略上未能根据国家有关医疗改革、监管政策方面的变化进行相应调整，将对公司经营产生不利影响。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人持有公司 30.19% 的股权，未担任公司董事或高管职务，未直接参与公司日常实际运营。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

其它风险

股份解禁风险：公司首发原股东限售股份 4.95 亿股将于 2023 年 5 月解禁，若解禁股短期内集中抛售，会对公司股价带来较大波动。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1075	618	837	1059	1451	营业收入	2195	2545	3066	3939	5005
应收款项	221	280	323	424	533	营业成本	501	734	922	1126	1379
存货净额	459	645	799	1013	1220	营业税金及附加	8	10	14	16	20
其他流动资产	70	139	184	236	300	销售费用	297	370	448	587	736
流动资产合计	4125	4497	5240	6139	7320	管理费用	207	167	142	130	149
固定资产	804	1130	1348	1576	1799	研发费用	151	215	300	378	470
无形资产及其他	99	95	92	89	86	财务费用	26	29	(92)	(67)	(50)
投资性房地产	278	413	413	413	413	投资收益	58	53	65	70	75
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	19	0	0	0
资产总计	5306	6136	7094	8217	9618	其他收入	(117)	(169)	(265)	(334)	(422)
短期借款及交易性金融负债	0	1	2	3	5	营业利润	1099	1137	1433	1883	2425
应付款项	98	171	206	257	310	营业外净收支	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)
其他流动负债	394	335	517	616	710	利润总额	1097	1136	1432	1882	2424
流动负债合计	493	508	725	875	1026	所得税费用	158	162	205	269	347
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	16	21	26	31	归属于母公司净利润	939	974	1227	1613	2077
长期负债合计	9	16	21	26	31	现金流量表（百万元）					
负债合计	501	524	746	901	1056	净利润	939	974	1227	1613	2077
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	8	(8)	0	0	0
股东权益	4804	5612	6348	7316	8562	折旧摊销	79	94	94	127	150
负债和股东权益总计	5306	6136	7094	8217	9618	公允价值变动损失	(1)	(19)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	26	29	(92)	(67)	(50)
每股收益	2.28	1.24	1.56	2.05	2.64	营运资本变动	(32)	(437)	(21)	(213)	(227)
每股红利	1.50	0.53	0.62	0.82	1.06	其它	(8)	8	0	0	0
每股净资产	11.65	7.13	8.07	9.30	10.88	经营活动现金流	986	612	1300	1526	2001
ROIC	31%	33%	38%	44%	51%	资本开支	0	(425)	(309)	(351)	(371)
ROE	20%	17%	19%	22%	24%	其它投资现金流	(2300)	(515)	(282)	(310)	(409)
毛利率	77%	71%	70%	71%	72%	投资活动现金流	(2300)	(940)	(591)	(661)	(780)
EBIT Margin	47%	41%	41%	43%	45%	权益性融资	1284	130	0	0	0
EBITDA Margin	51%	45%	44%	46%	48%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	31%	16%	20%	28%	27%	支付股利、利息	(619)	(413)	(491)	(645)	(831)
净利润增长率	22%	4%	26%	31%	29%	其它融资现金流	362	569	1	1	2
资产负债率	9%	9%	11%	11%	11%	融资活动现金流	409	(129)	(490)	(644)	(829)
息率	1.3%	0.9%	1.1%	1.4%	1.8%	现金净变动	(905)	(457)	219	222	392
P/E	25.8	47.5	37.7	28.7	22.3	货币资金的期初余额	1980	1075	618	837	1059
P/B	5.0	8.2	7.3	6.3	5.4	货币资金的期末余额	1075	618	837	1059	1451
EV/EBITDA	22.3	40.9	35.2	25.8	19.7	企业自由现金流	931	131	830	1025	1485
						权益自由现金流	1294	699	847	1046	1514

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032