

2023年09月11日

新产业 (300832.SZ)

国产化学发光龙头，海外业务快速推进

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2023年中报，2023H1实现收入18.65亿元(+32%)、归母净利润7.5亿元(+32%)、扣非归母净利润6.87亿元(+31%)；2023Q2单季度实现收入9.89亿元(+47%)、归母净利润3.95亿元(+51%)、扣非归母净利润3.68亿元(+55%)。2023H1公司业绩快速增长，主要系随着第二季度国内医疗机构的诊疗人次的逐渐恢复，带动体外诊断检测需求的稳步增长。
- ◆ **仪器产品性能优异，装机量提升带动试剂营收快速增长。**2023H1国内主营业务收入12.12亿元(+32%)，其中国内试剂业务收入同比增长30%，国内仪器类收入同比增长39%。公司深耕化学发光领域多年，凭借产品技术与服务优势，已为国内超9,100家医疗终端提供服务，其中三级医院客户达1,467家，国内三甲医院的覆盖率达57.90%（依据2022年9月国家卫健委发布的《2022年中国卫生健康统计年鉴》数据计算），国内累计实现化学发光免疫分析仪器装机超12,100台。2023H1公司服务的三级医院数量较2022年末增加了87家，其中三甲医院客户数量增加了37家。公司重磅产品高速化学发光分析仪MAGLUMI X8上市以来，凭借性能优势和超高性价比，获得国内大型医疗终端客户认可，装机量快速提升。2023H1国内市场完成了全自动化学发光仪器装机806台，大型机装机占比为60.55%。随着大型装机占比和中大型终端医疗客户数量不断增加，有望带动国内试剂收入及单机产出的快速提升，推动公司业绩稳定增长。
- ◆ **加速发力海外市场，渠道完善推动产品放量。**公司继续加大对重点市场国家的支持和投入及本地化运作，2023H1海外实现主营业务收入6.49亿元(+32%)，其中海外试剂业务收入同比增长42%，海外仪器类收入同比增长23%，呈现良好增长态势。2023年H1海外市场共计销售全自动化学发光仪器2,271台，中大型发光仪器销量占比提升至54.73%，较上年同期增长20.28个百分点。随着海外市场装机数量的快速增长及中大型机占比的持续提升，有望带动海外试剂业务快速增长。
- ◆ **投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为16.50/20.65/26.21亿元，增速分别为24%/25%/27%，对应PE分别为30/24/19倍。考虑到公司高速化学发光分析仪MAGLUMI X8上市以来，加快大型医疗终端客户开拓，带动国内试剂收入及单机产出快速提升。同时海外市场装机量持续提升，有望带动业绩快速增长。首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，市场竞争加剧风险，海外市场开拓不及预期风险。

医药 | 医疗器械III

投资评级

增持-A(首次)

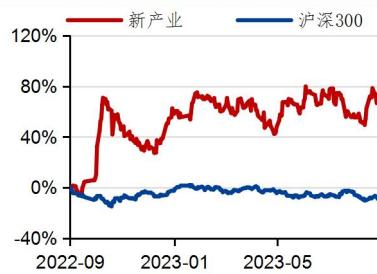
股价(2023-09-11)

63.50元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 49,893.14 |
| 流通市值(百万元) | 44,348.22 |
| 总股本(百万股) | 785.72 |
| 流通股本(百万股) | 698.40 |
| 12个月价格区间 | 62.45/34.69 |

一年股价表现



资料来源：聚源

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 18.61 | 11.47 | 88.99 |
| 绝对收益 | 13.37 | 9.67 | 81.02 |

分析师

赵宁达

SAC执业证书编号: S0910523060001
zhaoningda@huajinsc.cn

相关报告



财务数据与估值

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,545 | 3,047 | 3,894 | 4,925 | 6,060 |
| YoY(%) | 16.0 | 19.7 | 27.8 | 26.5 | 23.0 |
| 净利润(百万元) | 974 | 1,328 | 1,650 | 2,065 | 2,621 |
| YoY(%) | 3.7 | 36.4 | 24.2 | 25.2 | 26.9 |
| 毛利率(%) | 71.2 | 70.3 | 71.1 | 70.6 | 69.4 |
| EPS(摊薄/元) | 1.24 | 1.69 | 2.10 | 2.63 | 3.34 |
| ROE(%) | 17.4 | 20.8 | 22.0 | 22.7 | 23.5 |
| P/E(倍) | 51.2 | 37.6 | 30.2 | 24.2 | 19.0 |
| P/B(倍) | 8.9 | 7.8 | 6.7 | 5.5 | 4.5 |
| 净利率(%) | 38.3 | 43.6 | 42.4 | 41.9 | 43.2 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **试剂**：公司免疫诊断产品线全面，同时拓展生化和分子诊断产品线，不断丰富公司检测试剂产品类型。公司的化学发光免疫诊断产品为封闭系统，未来随着公司装机量持续提升，有望带动配套试剂快速放量。预计 2023-2025 年试剂营收增速分别为 25%、25%、20%，毛利率分别为 88.41%、87.91%、87.41%。
- (2) **仪器**：公司的全自动化学发光免疫分析仪种类丰富，仪器 X8 上市推广以来，凭借超高性价比和产品优势快速获得中大型终端客户认可，装机数量持续增加，同时加快拓展海外市场，渠道改革推动海外市场快速发展。预计 2023-2025 年仪器营收增速分别为 35%、30%、30%，毛利率分别为 30.50%、31.50%、32.00%。

综上，公司作为国产化学发光龙头厂家，推出首台化学发光仪器打破进口垄断，持续丰富配套检测试剂，凭借技术和产品优势为多家医疗机构提供服务。公司的高速化学发光分析仪 MAGLUMI X8 上市以来，加快大型医疗终端客户开拓，带动国内试剂收入及单机产出快速提升。同时发力海外市场，持续加大海外仪器推广，推动装机量快速提升，带动公司业绩快速增长。预计公司 2023-2025 年整体营收增速分别为 28%、26%、23%，毛利率分别为 71.07%、70.58%、69.44%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万）

| 细分业务 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 试剂 | 1705.08 | 1901.10 | 2186.79 | 2733.49 | 3416.86 | 4100.23 |
| YOY | | 11% | 15% | 25% | 25% | 20% |
| 毛利率 | 90.50% | 89.67% | 89.01% | 88.41% | 87.91% | 87.41% |
| 仪器 | 484.76 | 638.15 | 853.69 | 1152.48 | 1498.23 | 1947.69 |
| YOY | | 32% | 34% | 35% | 30% | 30% |
| 毛利率 | 32.07% | 17.17% | 23.10% | 30.50% | 31.50% | 32.00% |
| 其他业务 | 5.12 | 6.17 | 6.47 | 8.41 | 10.09 | 12.11 |
| YOY | | 21% | 5% | 30% | 20% | 20% |
| 毛利率 | -86.25% | -49.90% | -43.22% | -5.00% | 3.00% | 5.00% |
| 营业总收入 | 2194.96 | 2545.42 | 3046.95 | 3894.38 | 4925.18 | 6060.04 |
| YOY | | 16% | 20% | 28% | 26% | 23% |
| 毛利率 | 77.18% | 71.16% | 70.26% | 71.07% | 70.58% | 69.44% |

资料来源：Wind，华金证券研究所

2. 可比公司估值

公司的主营业务为以化学发光免疫分析法为主的体外诊断仪器及配套试剂的研发、生产和销售，因此选取主营业务相似的化学发光领域相关上市公司迈瑞医疗、安图生物及迈克生物进行估值对比。

表 2: 可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价 (元) | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 269.91 | 7.92 | 9.59 | 11.59 | 13.95 | 40 | 28 | 23 | 19 |
| 603658.SH | 安图生物 | 46.20 | 1.99 | 2.29 | 2.84 | 3.50 | 31 | 20 | 16 | 13 |
| 300463.SZ | 迈克生物 | 14.60 | 1.16 | 0.81 | 1.11 | 1.37 | 15 | 18 | 13 | 11 |
| 平均值 | | | | | | | 29 | 22 | 17 | 14 |
| 300832.SZ | 新产业 | 63.50 | 1.69 | 2.10 | 2.63 | 3.34 | 30 | 30 | 24 | 19 |

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 Wind 一致预期, 截止日期 2023 年 9 月 11 日)

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 4497 | 4822 | 6109 | 7523 | 9522 | 营业收入 | 2545 | 3047 | 3894 | 4925 | 6060 |
| 现金 | 618 | 483 | 1877 | 2445 | 4300 | 营业成本 | 734 | 906 | 1127 | 1449 | 1852 |
| 应收票据及应收账款 | 276 | 480 | 486 | 736 | 768 | 营业税金及附加 | 10 | 12 | 16 | 19 | 24 |
| 预付账款 | 34 | 21 | 48 | 42 | 72 | 营业费用 | 370 | 459 | 545 | 690 | 758 |
| 存货 | 645 | 839 | 784 | 1372 | 1433 | 管理费用 | 167 | 5 | 125 | 158 | 182 |
| 其他流动资产 | 2924 | 2999 | 2913 | 2929 | 2949 | 研发费用 | 215 | 318 | 370 | 468 | 515 |
| 非流动资产 | 1638 | 2192 | 2145 | 2424 | 2725 | 财务费用 | 29 | -73 | -55 | -89 | -131 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 8 | -15 | 5 | 4 | 3 |
| 固定资产 | 687 | 716 | 913 | 1118 | 1318 | 公允价值变动收益 | 19 | 16 | 9 | 11 | 14 |
| 无形资产 | 95 | 172 | 191 | 205 | 223 | 投资净收益 | 53 | 61 | 53 | 56 | 56 |
| 其他非流动资产 | 856 | 1303 | 1040 | 1101 | 1184 | 营业利润 | 1137 | 1504 | 1867 | 2336 | 2965 |
| 资产总计 | 6136 | 7015 | 8254 | 9947 | 12246 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 508 | 584 | 740 | 818 | 1059 | 营业外支出 | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 1136 | 1501 | 1865 | 2334 | 2963 |
| 应付票据及应付账款 | 171 | 177 | 215 | 289 | 380 | 所得税 | 162 | 173 | 215 | 269 | 342 |
| 其他流动负债 | 337 | 407 | 524 | 528 | 680 | 税后利润 | 974 | 1328 | 1650 | 2065 | 2621 |
| 非流动负债 | 16 | 31 | 17 | 18 | 20 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 974 | 1328 | 1650 | 2065 | 2621 |
| 其他非流动负债 | 16 | 31 | 17 | 18 | 20 | EBITDA | 1224 | 1614 | 1937 | 2408 | 3035 |
| 负债合计 | 524 | 615 | 757 | 836 | 1080 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 股本 | 787 | 786 | 786 | 786 | 786 | | | | | | |
| 资本公积 | 1450 | 1348 | 1348 | 1348 | 1348 | | | | | | |
| 留存收益 | 3411 | 4267 | 5365 | 6567 | 8105 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 5612 | 6399 | 7497 | 9111 | 11167 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 6136 | 7015 | 8254 | 9947 | 12246 | | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | |
| 经营活动现金流 | 773 | 962 | 1895 | 1278 | 2695 | | | | | | |
| 净利润 | 974 | 1328 | 1650 | 2065 | 2621 | | | | | | |
| 折旧摊销 | 107 | 128 | 107 | 139 | 174 | | | | | | |
| 财务费用 | 29 | -73 | -55 | -89 | -131 | | | | | | |
| 投资损失 | -53 | -61 | -53 | -56 | -56 | | | | | | |
| 营运资金变动 | -372 | -308 | 265 | -769 | 98 | | | | | | |
| 其他经营现金流 | 89 | -51 | -19 | -11 | -10 | | | | | | |
| 投资活动现金流 | -925 | -594 | -4 | -348 | -406 | | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -287 | -497 | -497 | -363 | -434 | | | | | | |
| 每股指标(元) | | | | | | | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.24 | 1.69 | 2.10 | 2.63 | 3.34 | P/E | 51.2 | 37.6 | 30.2 | 24.2 | 19.0 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.98 | 1.22 | 2.41 | 1.63 | 3.43 | P/B | 8.9 | 7.8 | 6.7 | 5.5 | 4.5 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.14 | 8.14 | 9.54 | 11.60 | 14.21 | EV/EBITDA | 38.0 | 28.9 | 23.3 | 18.5 | 14.1 |
| 主要财务比率 | | | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | | | | | | | |
| 营业收入(%) | 16.0 | 19.7 | 27.8 | 26.5 | 23.0 | | | | | | |
| 营业利润(%) | 3.5 | 32.2 | 24.2 | 25.2 | 26.9 | | | | | | |
| 归属于母公司净利润(%) | 3.7 | 36.4 | 24.2 | 25.2 | 26.9 | | | | | | |
| 获利能力 | | | | | | | | | | | |
| 毛利率(%) | 71.2 | 70.3 | 71.1 | 70.6 | 69.4 | | | | | | |
| 净利率(%) | 38.3 | 43.6 | 42.4 | 41.9 | 43.2 | | | | | | |
| ROE(%) | 17.4 | 20.8 | 22.0 | 22.7 | 23.5 | | | | | | |
| ROIC(%) | 17.1 | 20.5 | 21.6 | 22.0 | 22.7 | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | | | | | | | |
| 资产负债率(%) | 8.5 | 8.8 | 9.2 | 8.4 | 8.8 | | | | | | |
| 流动比率 | 8.9 | 8.3 | 8.3 | 9.2 | 9.0 | | | | | | |
| 速动比率 | 7.3 | 6.5 | 7.0 | 7.3 | 7.5 | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 10.3 | 8.1 | 8.1 | 8.1 | 8.1 | | | | | | |
| 应付账款周转率 | 5.4 | 5.2 | 5.8 | 5.7 | 5.5 | | | | | | |
| 估值比率 | | | | | | | | | | | |
| P/E | 51.2 | 37.6 | 30.2 | 24.2 | 19.0 | | | | | | |
| P/B | 8.9 | 7.8 | 6.7 | 5.5 | 4.5 | | | | | | |
| EV/EBITDA | 38.0 | 28.9 | 23.3 | 18.5 | 14.1 | | | | | | |

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn