

海内外双轮驱动，业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报，2023年收入39.3亿元(+29.0%)，归母净利润16.5亿元(+24.5%)；2023Q4收入10.2亿元(+36.2%)，归母净利润4.7亿元(+15.8%)，四季度利润增速低于收入增速主要因2022Q4股权激励费用冲回，增高了约8千万元利润，造成去年同期利润基数较大。
- **2023年业绩保持高速增长。**分地区来看，公司持续开拓国内和海外市场，实现海内外双高增长，2023年国内收入为26.1亿元(+25.9%)，海外收入为13.2亿元(+36.4%)。分业务来看，试剂端收入为28.6亿元(+30.7%)，仪器端收入为10.6亿元(+24.3%)。
- **国内：持续推进高速机装机，集采加速国产替代。**国内业务方面，2023年公司延续高速机市场销售策略，持续推广高速化学发光分析仪X8、X6系列产品入院，2023年化学发光仪器装机1465台，其中大型机占比达63.3%，带动常规试剂销量的稳步提升，试剂端同比增长23.7%。公司服务的三级医院数量增加155家，其中三甲医院占43.2%。
- **出海：本地化布局优势逐渐彰显，出海是公司第二条成长曲线。**公司针对海外市场实施区域化管理模式，每个细分区域采用独立的营销、售后、市场及商务四位一体模式，提升海外渠道覆盖和产品服务能力。在重点市场国家进行本地化布局，截止2023年报公司已完成10家海外全资子公司设立，新增发光仪器装机3564台，其中中大型机占比明显提升至56.7%。得益于海外市场装机数量的快速增长和中大型机占比的提升，海外试剂收入同比增长54.6%。
- **盈利水平稳中有升。**从毛利率看，2023年公司毛利率为73.2%(+2.7pp)，主要因：1) 高端系列和中高速仪器产品占比增加，仪器类产品毛利率提高至29.7%(+6.6pp)；2) 海外产品结构优化，海外试剂端占比达58.0%(+6.9pp)，海外综合毛利率同比增长9.9pp。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2024~2026年营业收入分别50/67/89亿元，归母净利润分别为20/27/36亿元，对应PE为26、20、14倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采降价及监管政策风险；海外销售不及预期风险；竞争加剧风险等。

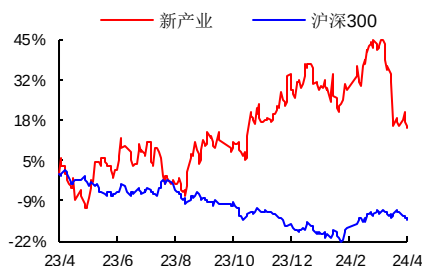
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3930	4970	6665	8909
增长率	28.97%	26.46%	34.11%	33.67%
归属母公司净利润(百万元)	1654	2028	2669	3622
增长率	24.53%	22.64%	31.58%	35.71%
每股收益EPS(元)	2.10	2.58	3.40	4.61
净资产收益率ROE	21.92%	22.62%	24.63%	27.09%
PE	32	26	20	14
PB	6.92	5.82	4.82	3.90

数据来源: iFind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.86
流通A股(亿股)	6.98
52周内股价区间(元)	51.18-82.92
总市值(亿元)	517.08
总资产(亿元)	82.22
每股净资产(元)	9.60

相关研究

1. 新产业(300832): 业绩高速增长，海外市场拓展符合预期 (2023-10-30)
2. 新产业(300832): 国产发光的点灯人，逆风出海的追光者 (2023-09-11)

盈利预测

关键假设：

假设 1：2023 年底，安徽省际联盟集中带量采购传染病八项、性激素六项、糖代谢两项等检测项目，降幅约为 50%，预计集采价格将在 2024 年陆续落地。同时，化学发光集采品类有望进一步扩大，公司更多产品可能将进入集采范围，毛利率略有下降。公司将通过积极提升市场份额和推进海外试剂放量的策略弥补国内集采降价带来的影响。预测 2024~2026 试剂端增速分别为 33%/34%/38%，毛利率分别为 87.0%/85.7%/85.2%。

假设 2：2022 年部分订单因疫情防控，在 2023 年完成交付，23 年仪器端基数较大。预计 2024-2026 年公司海内外仪器装机量有序推进，增速分别为 10%/33%/20%，随着中大型仪器和高端产品占比持续提高，毛利率分别为 30.2%/32.0%/32.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
试剂	28.6	38.0	51.0	70.3
yoy	30.7%	32.8%	34.4%	37.8%
毛利率	89.0%	87.0%	85.7%	85.2%
仪器	10.6	11.6	15.5	18.6
yoy	24.3%	9.5%	33.3%	20.2%
毛利率	29.7%	30.2%	32.0%	32.4%
其他	0.10	0.11	0.12	0.13
yoy	52.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-25.9%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
合计	39.3	49.7	66.6	89.1
yoy	29.0%	26.5%	34.1%	33.7%
毛利率	73.0%	73.5%	73.0%	74.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024~2026 年营业收入分别 50/67/89 亿元，归母净利润分别为 20/27/36 亿元，对应 PE 为 26、20、14 倍，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1048	2605	4100	6149	营业额	3930	4970	6665	8909
应收账款	620	699	938	1254	销售成本	1062	1318	1798	2313
预付款项、按金及其他应收款项	34	51	68	91	研发费用	366	467	626	837
其他应收款	6.5	8.6	11.5	15.4	销售费用	630	795	1066	1425
存货	917	1172	1599	2057	管理费用	4	134	180	241
其他流动资产	2438	2402	2512	2657	财务费用	-31	-6	-12	-18
流动资产总计	5064	6938	9229	12223	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	11	8	10	14
固定资产	1273	1212	1151	1088	其他经营性净收益	0	0	0	0
在建工程	169	152	135	119	投资收益	0	63	63	63
无形资产	169	153	136	119	公允价值变动收益	18.6	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	157	141	125	110	其他收益	-12	10	3	-6
其他非流动资产	1390	1297	1290	1283	营业利润	1893	2326	3061	4154
非流动资产合计	3158	2956	2837	2718	所得税	239	298	392	532
资产总计	8222	9894	12066	14941	净利润	1654	2028	2669	3622
短期借款	0	0	0	0	归属于非控制股东利润	0	0	0	0
应付账款	127	241	328	422	归属于母公司股东利润	1654	2028	2669	3622
其他流动负债	464	603	819	1063	EBITDA	2042	2437	3168	4256
流动负债合计	591	843	1147	1485	NOPLAT	1613	2025	2660	3608
长期借款	3.5	2.7	1.9	1.1	EPS(元)	2.10	2.58	3.40	4.61
其他非流动负债	83	83	83	83					
非流动负债合计	87	86	85	84	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	678	929	1232	1570	成长能力				
股本	786	786	786	786	营收额增长率	29.0%	26.5%	34.1%	33.7%
储备	1332	1332	1332	1332	EBIT 增长率	30.4%	24.6%	31.4%	35.6%
留存收益	5426	6847	8716	11253	EBITDA 增长率	30.8%	19.4%	30.0%	34.3%
归属于母公司股东权益	7544	8965	10834	13371	税后利润增长率	24.3%	26.1%	32.9%	36.8%
归属于非控制股东权益	0	0	0	0	盈利能力				
权益合计	7544	8965	10834	13371	毛利率	73.0%	73.5%	73.0%	74.0%
负债和权益合计	8222	9894	12066	14941	净利率	42.1%	40.8%	40.0%	40.7%
					ROE	21.9%	22.6%	24.6%	27.1%
					ROA	20.1%	20.5%	22.1%	24.2%
					ROIC	52.9%	53.7%	71.2%	84.3%
现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	估值倍数				
税后经营利润	1654	1948	2588	3541	P/E	31.6	25.7	19.6	14.4
折旧与摊销	179	117	118	119	P/S	13.3	10.5	7.8	5.9
财务费用	-31	-6	-12	-18	P/B	6.9	5.8	4.8	3.9
其他经营资金	-384	49	-463	-578	股息率	0.0%	1.2%	1.5%	2.1%
经营性现金净流量	1418	2108	2232	3065	EV/EBIT	31.0	20.2	15.0	10.6
投资性现金净流量	-291	51	51	51	EV/EBITDA	28.2	19.3	14.4	10.3
筹资性现金净流量	-569	-602	-789	-1068	EV/NOPLAT	35.8	23.2	17.2	12.1
现金流量净额	559	1557	1495	2049					

数据来源：iFind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn