

2024年07月17日

## 新产业 (300832.SZ)

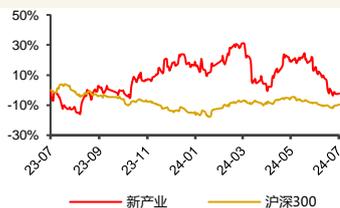
买入 (首次覆盖)

—— 从技术领先迈向全球领先的化学发光领导者

## 证券分析师

刘闯  
S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com林海霖  
S1350524050002  
linhailin@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- **专注同一赛道近 30 年，打造国产发光头部品牌。**新产业成立于 1995 年，持续聚焦化学发光产品，形成自研仪器+试剂的产品矩阵，包括 10 款不同通量仪器，肿瘤、甲状腺、性腺、心肌标志物等 199 项试剂项目，通过坚实的产品力和多年打造的渠道优势，公司产品进入 152 个国家和地区，先后获得 FDA、CE list A 等全球高标准认证，跃然成为国内体外诊断出海标杆，长期迈向化学发光全球份额领先。
- **技术迭代引领行业趋势，装机稳居前列。**截至 2023 年，公司研发费用占收入占比达到 9.31%，2018-2023 年比例稳步提升，持续研发投入奠定公司引领行业发展的基础。2018 年公司推出行业首台 600 高速化学发光系统 X8，更高通量仪器 X10 于 2024 年 2 月发布；推出小分子夹心法，全面提升试剂性能。技术的迭代赢得终端用户认可，带动装机量提升，随着 X 系列仪器逐步稳定，2021 年起，公司国内外新增装机分别突破 1500 台和 2800 台，并维持较快装机速度，奠定试剂增长基础。
- **海外精细化管理，长期耕耘进入收获期。**截至 2023 年底，公司产品累计销往海外 152 个国家及地区，从早期代理制，发展至区域网格化管理，通过 10 个境外子公司，进一步深耕重点市场。公司境外装机结构持续优化，2023 年新增中大型仪器占比 56.73%，从低通量客户，向中高通量用户进行渗透，试剂增长有望成为海外核心驱动。2023 年公司海外收入 13.19 亿元，同比增长 36.16%，其中试剂增长 54.56%，2013-2023 年海外收入复合增速为 33.94%，10 年以上保持高速增长，出海综合能力卓越。
- **盈利预测与估值。**我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 49.40、63.20、80.64 亿元，增速分别为 25.72%、27.93%、27.60%；2024-2026 年归母净利润分别为 20.81、26.69、34.05 亿元，增速分别为 25.83%、28.29%、27.56%。当前股价对应的 PE 分别为 23x、18x、14x。选取同为化学发光厂家的安图生物、亚辉龙，以及医疗器械龙头迈瑞医疗作为可比公司。基于公司在化学发光行业布局完善，试剂逐步进入放量阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**海外地缘政治风险、国内政策风险、竞争加剧风险。

## 股票数据: 2024年07月16日

收盘价(元) 60.89  
一年内最高/最低(元) 82.42/52.05  
总市值(亿元) 478

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	3046.96	3929.66	4940.27	6319.96	8064.07
同比增长率(%)	19.70%	28.97%	25.72%	27.93%	27.60%
毛利率(%)	70.26%	72.96%	73.15%	73.20%	73.20%
归母净利润(百万元人民币)	1327.92	1653.65	2080.84	2669.44	3405.04
同比增长率(%)	36.38%	24.53%	25.83%	28.29%	27.56%
每股收益(元人民币/股)	1.69	2.10	2.65	3.40	4.33
ROE(%)	20.75%	21.92%	23.99%	26.38%	28.46%
市盈率	36	29	23	18	14

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 49.40/63.20/80.64 亿元，同比增长 25.72%/27.93%/27.60%；2024-2026 年归母净利润分别为 20.81/26.69/34.05 亿元，增速分别为 25.83%/28.29%/27.56%。

选取同为化学发光厂家的安图生物、亚辉龙，以及医疗器械龙头迈瑞医疗作为可比公司。基于公司在化学发光行业布局完善，试剂逐步进入放量阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 49.40/63.20/80.64 亿元，同比增长 25.72%/27.93%/27.60%，关键假设如下：

1) 试剂类：经过国内外持续装机铺垫，且中高通量仪器占比不断提高，对于长期存量用户的试剂增长提供有力基础。假设公司 2024-2026 年试剂类收入分别为 37.25、49.30、65.21 亿元，同比增速分别为 30.32%、32.35%、32.26%；

2) 仪器类：X 系列仪器对 M 系列仪器的替换，以及新型 X 系列仪器、流水线产品的推广，对于设备收入起到正面贡献。假设公司 2024-2026 年仪器类收入分别为 12.04、13.78、15.30 亿元，同比增速分别为 13.47%、14.40%、11.08%。

### 投资逻辑要点

通过近 30 年的积累，公司化学发光产品在设备和试剂端取得显著发展，从行业跟随者，向技术领先者进行蜕变，有望成为国内化学发光进口替代的主力军。

国际市场由经销商制度，逐步发展为精细化区域网格管理，管理制度紧跟公司发展，境外子公司建设的推进，使得公司海外终端触点增加，随着中大型设备占比提升至 56%以上，公司海外试剂收入提高有望引领高质量增长。

### 核心风险提示

海外地缘政治风险、国内政策风险、竞争加剧风险。

## 目录

---

1. 专注化学发光的领先企业 .....	5
2. 持续打磨技术引领行业 .....	8
2.1 专业化团队聚焦研发 .....	9
2.2 仪器迭代引领行业趋势 .....	9
2.3 小分子夹心法助力进口替代 .....	11
3. 深耕国际向领跑者蜕变 .....	12
3.1 区域化管理细化，持续突破重点市场 .....	13
3.2 装机机构优化，试剂增长潜力释放 .....	13
4. 盈利预测及估值 .....	14

## 图表目录

图表 1: 新产业发展经历 .....	5
图表 2: 2013-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%) .....	6
图表 3: 2013-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%) .....	6
图表 4: 2013-2023 年公司主营业务构成 (亿元) .....	6
图表 5: 2013-2023 试剂收入占比 .....	6
图表 6: 2013-2023 年公司国内收入(亿元)及增速(%) .....	7
图表 7: 2013-2023 年公司海外收入(亿元)及增速(%) .....	7
图表 8: 2013-2023 年公司整体及产线毛利率 (%) .....	7
图表 9: 2017-2023 年公司净利率及费用率变化 (%) .....	8
图表 10: 公司各系列发光系统 .....	8
图表 11: 2019-2023 年公司研发费用 (百万元) 及占比 (%) .....	9
图表 12: 2019-2023 年公司研发人员 (人) 及占比 (%) .....	9
图表 13: 公司在研仪器项目 .....	9
图表 14: M 系列仪器加样方式 .....	10
图表 15: X 系列仪器加样方式 .....	10
图表 16: 2017-2023 年公司新增装机数量 (台) .....	11
图表 17: 夹心法检测小分子反应示意图 .....	11
图表 18: 公司参与行业标准 .....	12
图表 19: 公司部分获批 FDA 项目 .....	12
图表 20: 公司境外子公司 .....	13
图表 21: 2019-2023 年公司海外新装机数量 (台) 及中大型仪器占比(%) .....	14
图表 22: 2024-2026 年新产业收入预测 (百万元) .....	14
图表 23: 可比公司估值情况 .....	15
图表 24: 新产业合并利润表 (百万元) .....	16
图表 25: 新产业合并现金流量表 (百万元) .....	16
图表 26: 新产业合并资产负债表 (百万元) .....	16

## 1. 专注化学发光的领先企业

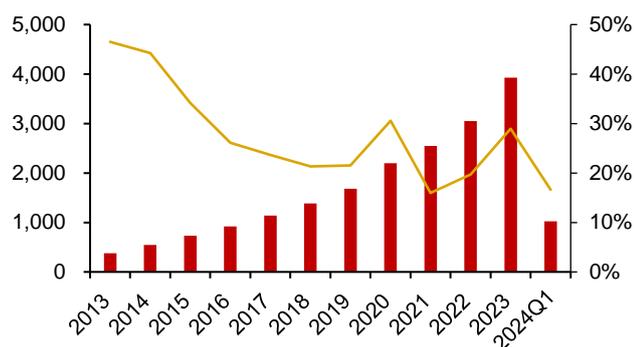
1995年，新产业成立于深圳，是国内最早一批从事IVD免疫检测的公司，2008年成功研发国内第一台全自动化学发光免疫分析仪。经过近30年的发展，公司实现化学发光设备+试剂自研自产，销售、售后团队齐全，全业务流程闭环，跃然成为国内外领先的化学发光领导者，有望持续引领全球范围进口替代。

图表 1：新产业发展经历

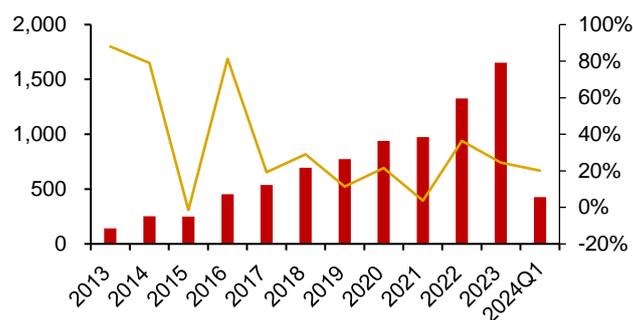


资料来源：新产业官网，华源证券研究

2023年公司收入39.30亿元，同比增长28.97%，经过长期耕耘，公司国内外存量装机数量的稳步提升，以及中高通量设备占比的增加，使得公司业务进入稳定兑现阶段。同期公司归母净利润为16.54亿元，同比增长24.53%，利润稳定增长，但因股权激励费用变动、薪酬及差旅费增长使得增速略低于收入。

**图表 2：2013-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%)**


资料来源：ifind，华源证券研究

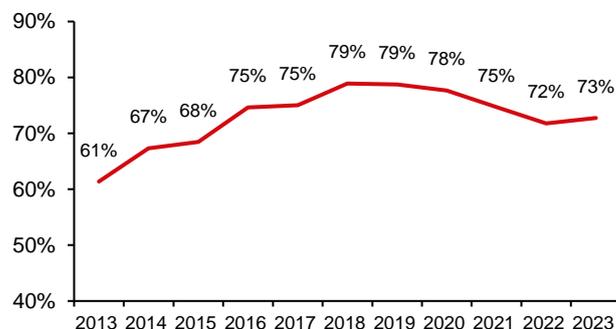
**图表 3：2013-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)**


资料来源：ifind，华源证券研究

2023 年，新产业化学发光试剂和仪器收入分别为 28.6 亿和 10.6 亿，产线整体营收位居国产发光企业领先位置。2013-2023 年，试剂年复合增速高达 28.55%，高于同期仪器 22.81% 的增长，装机设备稳定产出试剂，体现持续稳定的设备+耗材业务模式，试剂收入占比峰值于 2018 年达到 78.9%，因公司主动切换整体性能更优的 X 系列，2018 年后占比有所调整。

**图表 4：2013-2023 年公司主营业务构成 (亿元)**

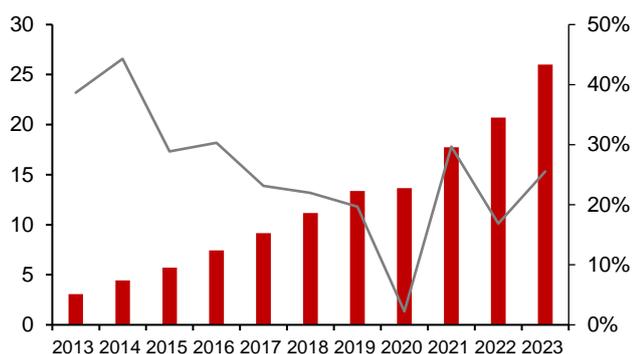

资料来源：ifind，华源证券研究

**图表 5：2013-2023 试剂收入占比**


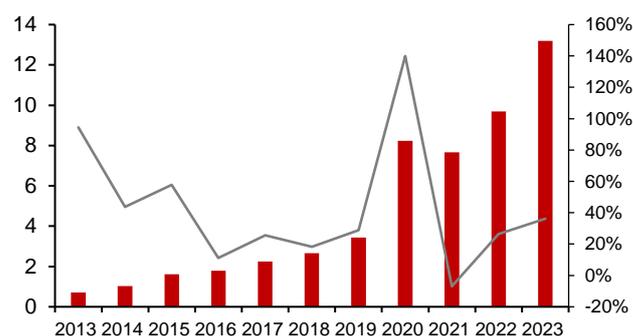
资料来源：ifind，华源证券研究

2023 年，新产业国内收入规模 26.01 亿元，同比增长 25.53%，随着大型发光仪器和流水线产品的销售增长，国内仪器收入同比增长 33.53%，试剂增长 23.73%，大型仪器在终端磨合爬坡期后，试剂增长有望提升。

同期海外收入为 13.19 亿元，同比增长 36.16%，其中仪器增长 16.91%，试剂增长 54.56%，主要因前期市场耕耘成果逐步兑现，学术活动提高了“Snibe”品牌全球影响力，存量装机试剂产出稳定提升。2013-2023 年海外收入复合增速为 33.94%，10 年以上保持高速增长，出海综合能力卓越。

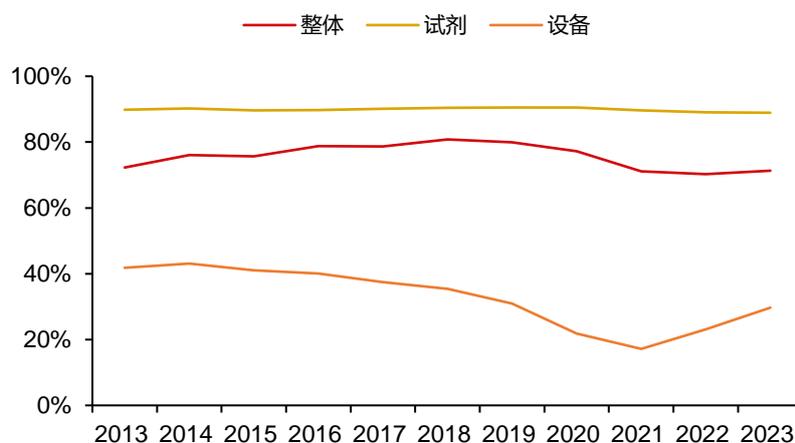
**图表 6: 2013-2023 年公司国内收入(亿元)及增速(%)**


资料来源: ifind, 华源证券研究

**图表 7: 2013-2023 公司海外收入(亿元)及增速(%)**


资料来源: ifind, 华源证券研究

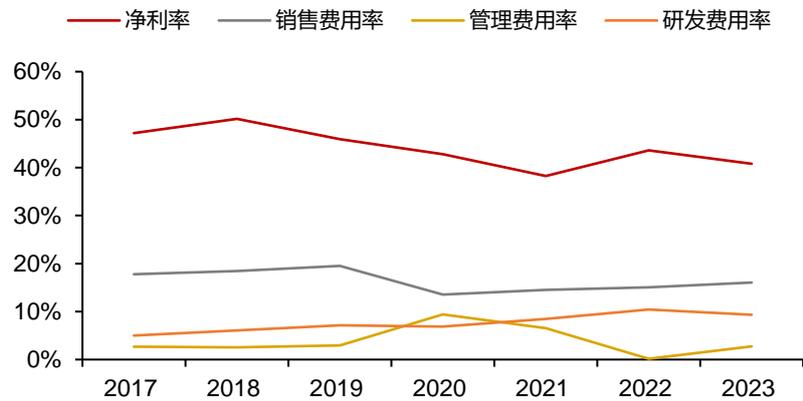
2013-2023, 公司整体毛利率保持在 70%以上, 试剂基本处于 89-90%水平, 2018 年, 公司高毛利率的试剂收入占比达到峰值 78.9%, 整体毛利率突破 80%, 因公司调整推广策略, 国内外重心转移至 X 系列及中高通量的仪器, 并对仪器提供更为灵活的销售方案, 设备及整体毛利率有所调整, 随着中高通量设备的试剂放量, 公司毛利率有望进一步提升。

**图表 8: 2013-2023 年公司整体及产线毛利率 (%)**


资料来源: ifind, 华源证券研究

公司费用控制相对合理, 其中研发费用在收入增加的情况下, 2017-2023 年占比持续提升, 除发光品类持续迭代, 公司也在积极布局其他体外诊断产品。除员工股权激励导致 2020-2023 年管理费用有所波动, 公司管理费整体控制 3%以内。2017-2023 年, 公司净利率基本维持在 40%以上, 主要随整体毛利率变化调整。

图表 9：2017-2023 年公司净利率及费用率变化 (%)



资料来源：ifind，华源证券研究

## 2. 持续打磨技术引领行业

自 2010 年公司推出第一台全自动化学发光分析仪后，公司先后推出 M2000、M2000 Plus、M800、M4000、X8、X3 等不同通量系统，累计 10 款化学发光系统，针对不同样本量/层级医疗机构用户。

系统整体设计与临床需求匹配，即高速化与小型化齐头并行，高速仪器提高单机检测速度，缩短与高速生化 TAT (turn-around time, 检测周转时间) 差距，提高样本在实验室整体检测效率；小型化满足临床端日益增加的检测需求，减少样本院内运输环节，提高诊疗闭环时间。

图表 10：公司各系列发光系统

MAGLUMI 系列	X8	X6	4000 Plus/4000	2000 Plus	2000	800	X3
分类	落地式	落地式	落地式	落地式	桌面式	桌面式	桌面式
产品图片							
测试速度 t/h	600	450	280	180	180	180	200
测量原理	直接化学发光	直接化学发光	直接化学发光	直接化学发光	直接化学发光	直接化学发光	直接化学发光
发光底物	ABEI	ABEI	ABEI	ABEI	ABEI	ABEI	ABEI
样本位	300	112	144	144	144	40	72
试剂位	42	30	25	25	15	9	20
尺寸 cm	192*118*150cm	148*94*155cm	138*89*160cm	144*76*152cm	135*64*87cm	102*72*56cm	90*75*78cm

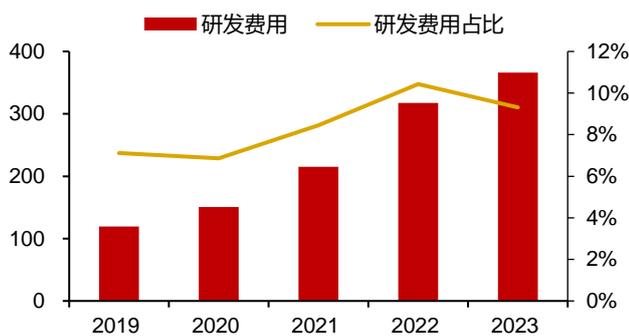
资料来源：新产业官网，华源证券研究

## 2.1 专业化团队聚焦研发

公司董事长饶微为工学博士，发明了第三代纳米复合磁性微珠新材料，获国家发明专利证书，并创新性地将纳米微球、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。

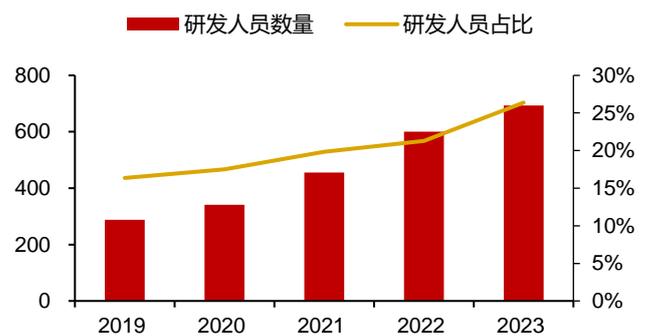
1997 年，饶微博士加入新产业有限责任公司，主导了国内第一台全自动化学发光分析仪的研发，带领公司核心团队，持续攻克仪器、试剂、原材料端难关。公司由专业化团队，持续聚焦研发，截至 2023 年底，公司拥有 335 项专利，其中发明专利 142 项，实用新型专利 133 项。2019-2023 年，公司研发费用、研发人员数量持续创新高，截至 2023 年底，公司研发费用占收入占比达到 9.31%，研发人员 693 人，占公司总人数占比 26.38%。

图表 11：2019-2023 年公司研发费用（百万元）及占比（%）



资料来源：ifind，华源证券研究

图表 12：2019-2023 年公司研发人员（人）及占比（%）



资料来源：ifind，华源证券研究

## 2.2 仪器迭代引领行业趋势

2019 年公司推出 X8 系列高速机，打破进口品牌贝克曼 DXI800 长期垄断的 400 速技术瓶颈，重新定义高速机概念，一定程度缓解检验科生化免疫检测速度不匹配的痛点。X8 系统相比第二家推出高速机企业领先超过一年时间，2024 年，公司开始布局更高速化学发光仪器 X10，持续保持行业领先地位。

图表 13：公司在研仪器项目

仪器型号	注册类别	截止报告期末研发进展情况
Molecision R8 全自动核酸检测分析系统	Ⅲ类	转生产
Biossays E6 Plus	Ⅱ类	转生产
MAGLUMI X10 全自动化学发光免疫分析仪	Ⅱ类	转生产
Biossays C10 全自动生化分析仪	Ⅱ类	转生产
HEMOLUMI H6 全自动凝血分析仪	Ⅱ类	转生产

SATLARS T8 全自动样品处理系统	I 类	转生产
SATLARS iXLAB 智慧实验室平台	不适用	β测试

资料来源：公司公告，华源证券研究

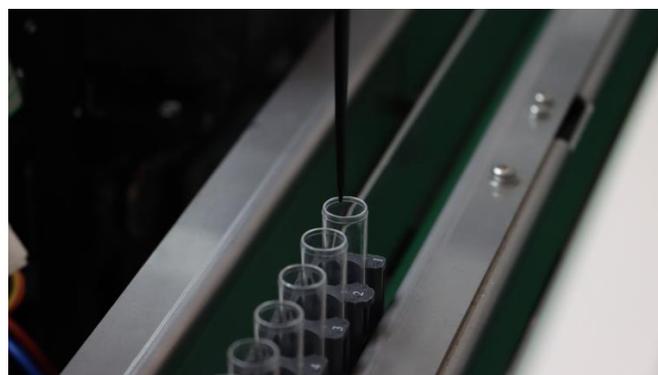
公司 2018 年推出的 X 系列产品，除了在检测速度引领行业外，也对自身操作流程进行迭代。早期 M 系列仪器采用 6 联杯设计，加样、温浴、清洗等步骤需要整体化考虑，检测速度、高浓度样本的处理挑战较大，X 系列以单杯运行，对每个样本进行独立处理，提高 workflow 效率，对于交叉污染的控制也有明显提升，产品推出仅一年时间，传染病项目中的丙型肝炎化学发光检测试剂便获得 CE ListA，成为国内首家肝炎全线产品获批 CE ListA 的厂家。

图表 14: M 系列仪器加样方式



资料来源：新产业官网，华源证券研究

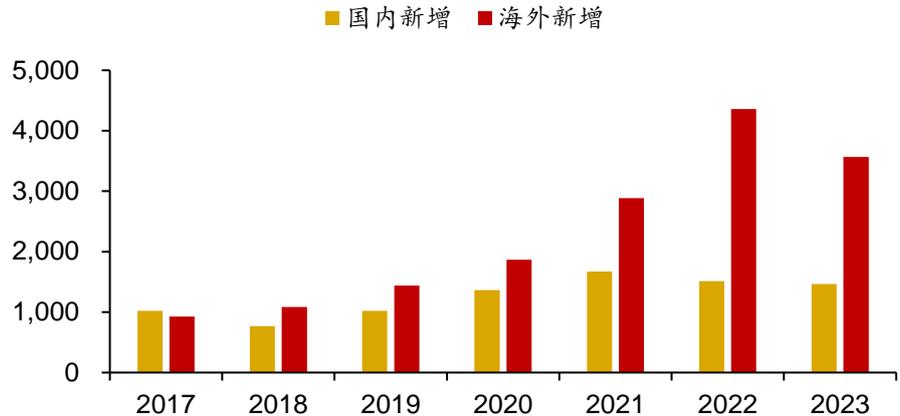
图表 15: X 系列仪器加样方式



资料来源：新产业官网，华源证券研究

X 系列新系统获得终端的高度认可，2017-2019 年，新产业国内外每年新装机处于千台水平，2018 年 X8 仪器上市后，经历短暂磨合，2021 年公司国内年装机量进一步突破到 1,500 台每年；海外市场也在 X3 仪器上市后，进一步夯实年装机数量，22 年峰值达到接近 4,400 台，23 年装机超过 3,500 台。

图表 16: 2017-2023 年公司新增装机数量 (台)

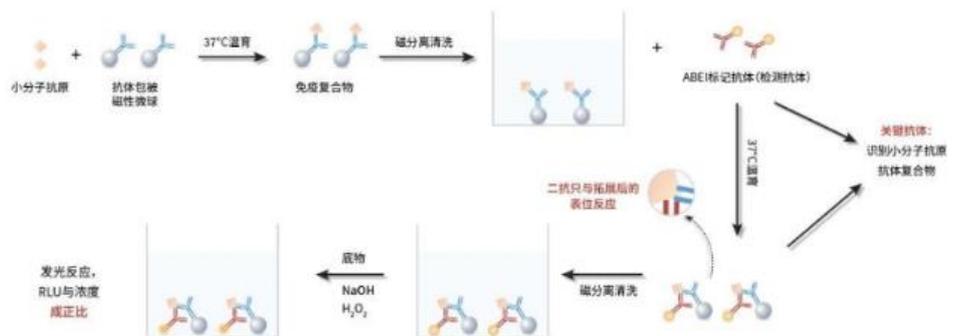


资料来源: 公司公告, 华源证券研究

### 2.3 小分子夹心法助力进口替代

自 2017 年开始, 公司针对竞争法检测小分子灵敏度低、准确性差等问题, 开展小分子夹心法的探索, 经过 5 年多的钻研, 成功研发首批销售项目, 包括 25 羟基维生素 D、雌二醇、醛固酮等 6 项。在二抗制备和生产环节中, 从结合位点的设计、表位拓展、表位识别等维度, 进行优化, 保证抗复合物抗体的高特异性和高亲和力, 提高激素类小分子项目在低浓度的检测能力。

图表 17: 夹心法检测小分子反应示意图



资料来源: 检验医学网, 华源证券研究

针对 25 羟基维生素 D、雌二醇等项目, 公司小分子夹心检测方法与质谱检测结果一致性较好, 临床端有助于准确指导病人用药。

通过持续研发, 公司在发光领域跻身行业标准制定者, 甲功 5 项产品入选国家卫健委行业标准, 参与 TSH、rT3、TRAb 和 Anti-TPO 项目国家标准品的协作标定, 以及《甲状腺球蛋白测定试剂盒 (化学发光免疫分析法) YY/T 1817-2022》行业标准的起草工作。

**图表 18：公司参与行业标准**

HS 11.100.10 CIS C 44	<b>YY</b>	2022-05-18 发布	2023-12-01 实施
<b>中华人民共和国医药行业标准</b>		国家药品监督管理局 发布	
YY/T 1817—2022		YY/T 1817—2022	
<b>前 言</b>			
<b>甲状腺球蛋白测定试剂盒</b> <b>（化学发光免疫分析法）</b> Thyroglobulin testing kit (chemiluminescent immunoassay)		本文件按照 GB/T 1.1—2020《标准化工作导则 第 1 部分：标准化文件的结构和起草规则》的规定起草。 请注意本文件的某些内容可能涉及专利。本文件的发布机构不承担识别专利的责任。 本文件由国家药品监督管理局提出。 本文件由全国医用临床检验实验室和体外诊断系统标准化技术委员会(SAC/TC 136)归口。 本文件起草单位：北京市医疗器械检验所、首都医科大学附属北京同仁医院、深圳市新产业生物医学工程股份有限公司、雅培贸易(上海)有限公司。 本文件主要起草人：刘艳春、孙雪晴、刘向坤、袁锦云、吴晓军。	

资料来源：国家药监局，华源证券研究

2023 年，公司共参加国家卫健委组织 EQA 计划 46 个，评估项目总数达到 180 个，常规室间质评 100%通过，正确度验证室间质评首次 100%通过。

### 3. 深耕国际向领跑者蜕变

公司是国内较早一批进军海外市场的 IVD 企业，早期通过展会等方式积累用户，在较少国产化学发光品牌出海的时期，以丰富的试剂菜单、优质的售后服务、准确的定位，赢得首批用户认可。

截至 2023 年底，公司产品进入 152 个国家和地区，先后获得 FDA、CE list A 等全球高标准认证，跃然成为国内体外诊断出海标杆。2023 年，公司海外收入为 13.19 亿元，突破 10 亿大关，同比增长 36.16%，2013-2023 年海外收入复合增速为 33.94%，长期保持高速增长，有望进一步迈向化学发光全球领先。

**图表 19：公司部分获批 FDA 项目**

Establishment Name	Registration Number	Current Registration Yr
SHENZHEN NEW INDUSTRIES BIOMEDICAL ENGINEERING CO.,LTD CHINA	3010610113	2024
<ul style="list-style-type: none"> <li>Analyzer_Chemistry_(Photometric_Discrete)_For_Clinical_Use - MAGLUMI 2000 TSH</li> <li>Radioimmunoassay_Thyroid-Stimulating_Hormone - MAGLUMI 2000 TSH</li> <li>Radioimmunoassay_Free_Thyroxine - MAGLUMI 2000 FT4</li> <li>Enzyme_Immunoassay_Non-Radiolabeled_Total_Thyroxine - MAGLUMI 2000 T4</li> <li>Radioimmunoassay_Total_Triiodothyronine - MAGLUMI 2000 T3</li> <li>Radioassay_Triiodothyronine_Uptake - MAGLUMI 2000 FT3</li> <li>System_Test_Vitamin_D - MAGLUMI 2000 25-OH VITAMIN D</li> <li>Reagent_Coronavirus_Serological - MAGLUMI 2019-NCoV IgG; MAGLUMI 2019-NCoV IgM</li> <li>System_Test_Human_Chorionic_Gonadotropin - MAGLUMI 2000 HCG/β-HCG</li> </ul>		Manufacturer

资料来源：FDA，华源证券研究

### 3.1 区域化管理细化，持续突破重点市场

公司布局海外市场接近 20 年，早期阶段通过境外经销商，与各国市场进行磨合，打造品牌认知度，随着海外收入体量逐步提高，公司将海外市场逐步细分，实施区域化网络管理，各区域销售、售后、市场和商务四位一体模式，只对区域负责，强化销售与售后人员的联动。

2019 年，公司建立印度子公司，现有外籍售后人员分布在印度 14 个不同城市，每 600 公里内有服务人员驻点。印度市场的经验，让公司也对海外本地化经营加大投入，2023 年，公司新设立意大利、罗马尼亚、沙特阿拉伯 3 家海外全资子公司，并于 2024 年 1 月完成了印度尼西亚海外子公司的设立，根据 2023 年报显示，公司已完成设立 10 家海外全资子公司。

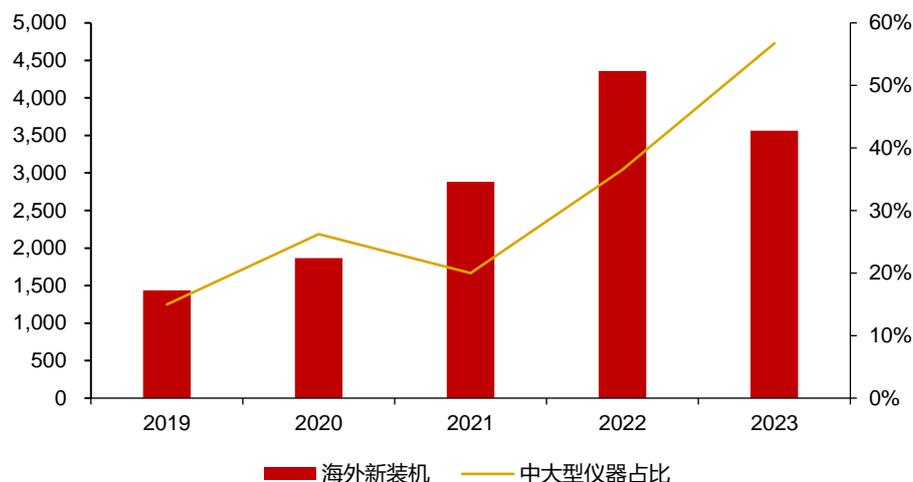
**图表 20：公司境外子公司**

序号	子公司名称	成立时间	序号	子公司名称	成立时间
1	印度新产业	2019	6	秘鲁新产业	2022
2	巴基斯坦新产业	2022	7	罗马尼亚新产业	2023
3	墨西哥新产业	2022	8	意大利新产业	2023
4	俄罗斯新产业	2022	9	沙特新产业	2023
5	巴西新产业	2022	10	印尼新产业	2024

资料来源：公司公告，华源证券研究

### 3.2 装机机构优化，试剂增长潜力释放

2019-2023 年，公司海外新装机数量稳步提升，通过公卫事件的快速响应和稳定产品质量，打开海外中大型医疗机构、连锁实验室，新装机在 2021 年明显提速，同比增长超过 54.39%，2021-2023 年，新装机数量稳定在 2,800 台以上。公司海外装机结构持续优化，中大型机销量占比自 2019 年 15.0% 提升至 2023 年 56.7%，为长期试剂增长奠定有力基础。

**图表 21：2019-2023 年公司海外新装机数量（台）及中大型仪器占比(%)**


资料来源：公司公告，华源证券研究

2023 年，公司海外收入达到 13.19 亿元，同比增长 36.16%，其中海外试剂收入同比增长 54.56%，高于海外仪器收入 16.91% 的同比增速，海外试剂收入占比进一步提高至 58.04%(+6.91pp)，对于海外综合毛利率提升带动明显。

## 4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 49.40/63.20/80.64 亿元，同比增长 25.72%/27.93%/27.60%，关键假设如下：

1) 试剂类：经过国内外持续装机铺垫，且中高通量仪器占比不断提高，对于长期存量用户的试剂增长提供有力基础。假设公司 2024-2026 年试剂类收入分别为 37.25、49.30、65.21 亿元，同比增速分别为 30.32%、32.35%、32.26%；

2) 仪器类：X 系列仪器对 M 系列仪器的替换，以及新型 X 系列仪器、流水线产品的推广，对于设备收入起到正面贡献。假设公司 2024-2026 年仪器类收入分别为 12.04、13.78、15.30 亿元，同比增速分别为 13.47%、14.40%、11.08%。

**图表 22：2024-2026 年新产业收入预测（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3046.96	3929.66	4940.27	6319.96	8064.07
YOY	19.70%	28.97%	25.72%	27.93%	27.60%
毛利率	70.26%	72.96%	73.15%	73.20%	73.20%
归母净利润	1327.92	1653.65	2080.84	2669.44	3405.04
YOY	36.38%	24.53%	25.83%	28.29%	27.56%
<b>试剂</b>	2186.79	2858.50	3725.22	4930.40	6520.72
yoy	15.03%	30.72%	30.32%	32.35%	32.26%
毛利率	89.01%	89.28%	88.10%	88.03%	88.03%

<b>仪器</b>	853.70	1061.25	1204.15	1377.57	1530.16
yoy	33.78%	24.31%	13.47%	14.40%	11.08%
毛利率	23.10%	29.70%	31.20%	31.29%	32.08%
<b>其他</b>	6.47	9.91	10.90	11.99	13.19
yoy	4.84%	53.17%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	-43.22%	-0.57%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.81、26.69、34.05 亿元，增速分别为 25.83%、28.29%、27.56%。当前股价对应的 PE 分别为 23x、18x、14x。选取同为化学发光厂家的安图生物、亚辉龙，以及医疗器械龙头迈瑞医疗作为可比公司。基于公司在化学发光行业布局完善，试剂逐步进入放量阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 23：可比公司估值情况**

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	3,295.42	11.51	13.85	16.59	23.61	19.62	16.38
603658.SH	安图生物	252.33	2.61	3.19	3.91	16.48	13.48	11.02
688575.SH	亚辉龙	124.90	0.83	1.12	1.44	26.28	19.65	15.23
	平均值		4.98	6.05	7.31	22.12	17.58	14.21
300832.SZ	新产业	478.42	2.65	3.40	4.33	22.99	17.92	14.05

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除新产业外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2024/07/16；

#### 风险提示：

- 1) 海外地缘政治风险：国际市场地缘政治较为复杂，对于已进入市场的持续推广，和潜在进入市场的开拓，存在不同程度影响，进一步造成海外业绩波动风险；
- 2) 国内政策风险：国内积极推进试剂、耗材类品种带量采购、区域集采，对于公司产品价格可能存在影响；
- 3) 竞争加剧风险：国内外体外诊断产品持续增加，对于产品价格，存量客户粘性可能产生影响，进一步造成销售额下降风险。

**图表 24：新产业合并利润表（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,046.96</b>	<b>3,929.66</b>	<b>4,940.27</b>	<b>6,319.96</b>	<b>8,064.07</b>
营业成本	906.20	1,062.48	1,326.46	1,693.75	2,161.17
营业税金及附加	12.49	15.25	19.70	25.20	32.15
销售费用	458.79	630.31	742.61	939.14	1,187.82
管理费用	4.89	106.96	119.65	142.32	167.88
研发费用	317.71	366.05	461.49	577.96	732.62
财务费用	-72.55	-30.52	-5.98	-10.91	-16.34
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	15.62	18.55	15.62	16.74	16.92
其他	21.28	34.46	41.50	41.46	41.46
<b>营业利润</b>	<b>1,503.62</b>	<b>1,895.42</b>	<b>2,388.89</b>	<b>3,064.00</b>	<b>3,907.70</b>
营业外净收益	-2.42	-2.35	-2.22	-2.22	-2.22
<b>利润总额</b>	<b>1,501.20</b>	<b>1,893.07</b>	<b>2,386.67</b>	<b>3,061.77</b>	<b>3,905.48</b>
所得税	173.28	239.41	305.82	392.33	500.44
<b>净利润</b>	<b>1,327.92</b>	<b>1,653.65</b>	<b>2,080.84</b>	<b>2,669.44</b>	<b>3,405.04</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,327.92</b>	<b>1,653.65</b>	<b>2,080.84</b>	<b>2,669.44</b>	<b>3,405.04</b>

资料来源：ifind，华源证券研究

**图表 25：新产业合并现金流量表（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,327.92	1,653.65	2,080.84	2,669.44	3,405.04
折旧摊销	132.16	179.20	424.73	446.82	394.97
财务费用	-72.55	-30.52	-5.98	-10.91	-16.34
营运资金变动	-307.99	-329.65	-63.41	-392.05	-496.72
其它	-55.82	20.00	187.62	102.11	102.11
<b>经营活动现金流</b>	<b>962.39</b>	<b>1,418.29</b>	<b>2,458.02</b>	<b>2,648.69</b>	<b>3,222.18</b>
资本支出	387.69	269.31	169.32	112.67	56.32
长期投资	-261.50	-53.47	0.00	0.00	0.00
其他	55.47	32.05	63.63	64.61	64.77
<b>投资活动现金流</b>	<b>-593.72</b>	<b>-290.73</b>	<b>-105.69</b>	<b>-48.06</b>	<b>8.45</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.01	2.60	-0.94	-0.97	-0.91
普通股增加	-0.53	-0.41	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-101.79	-15.88	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-395.14	-554.92	-946.87	-1211.46	-1542.88
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-497.45</b>	<b>-568.61</b>	<b>-947.81</b>	<b>-1212.43</b>	<b>-1543.79</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-137.90</b>	<b>567.66</b>	<b>1404.52</b>	<b>1388.20</b>	<b>1686.84</b>

资料来源：ifind，华源证券研究

**图表 26：新产业合并资产负债表（百万元）**

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	483.43	1,048.27	2,452.79	3,840.99	5,527.83
应收账款+票据	479.97	631.78	702.78	899.05	1,147.15
预付账款	20.80	23.09	43.02	55.04	70.22
存货	839.33	916.79	1,179.66	1,506.30	1,921.98

其他	2,993.01	2,437.56	2,400.21	2,489.58	2,602.57
<b>流动资产合计</b>	<b>4,822.39</b>	<b>5,064.00</b>	<b>6,787.00</b>	<b>8,801.88</b>	<b>11,283.70</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	719.77	1,272.74	1,073.69	908.88	745.73
在建工程	605.70	169.32	253.98	225.66	112.82
无形资产	172.48	169.46	133.22	96.97	60.73
其他非流动资产	625.13	1,390.27	1,278.38	1,251.96	1,225.53
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,192.16</b>	<b>3,158.49</b>	<b>2,817.61</b>	<b>2,483.46</b>	<b>2,144.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,014.55</b>	<b>8,222.49</b>	<b>9,604.61</b>	<b>11,285.34</b>	<b>13,428.51</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款+ 票据	176.68	126.99	242.23	309.30	394.66
其他	407.26	464.49	604.31	771.88	984.78
<b>流动负债合计</b>	<b>583.94</b>	<b>591.48</b>	<b>846.54</b>	<b>1,081.18</b>	<b>1,379.44</b>
长期带息负债	176.68	126.99	242.23	309.30	394.66
其他	407.26	464.49	604.31	771.88	984.78
<b>非流动负债合计</b>	<b>31.12</b>	<b>86.61</b>	<b>85.67</b>	<b>84.70</b>	<b>83.79</b>
<b>负债合计</b>	<b>615.06</b>	<b>678.09</b>	<b>932.21</b>	<b>1,165.88</b>	<b>1,463.23</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	786.13	785.72	785.72	785.72	785.72
资本公积	1,348.26	1,332.38	1,332.38	1,332.38	1,332.38
留存收益	4,265.11	5,426.30	6,554.29	8,001.36	9,847.18
<b>股东权益合计</b>	<b>6,399.49</b>	<b>7,544.40</b>	<b>8,672.39</b>	<b>10,119.46</b>	<b>11,965.28</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,014.55</b>	<b>8,222.49</b>	<b>9,604.61</b>	<b>11,285.34</b>	<b>13,428.51</b>

资料来源: ifind, 华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com  
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数