

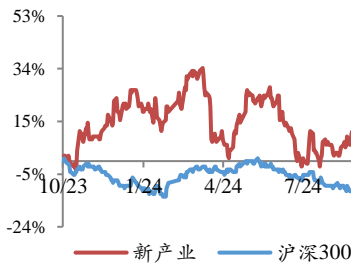
# 国产化学发光出海开拓者

投资评级：增持  
首次覆盖

报告日期：2024-10-12

收盘价 (元)	76.08
近 12 个月最高/最低 (元)	97.20/58.31
总股本 (百万股)	786
流通股本 (百万股)	680
流通股比例 (%)	86.57
总市值 (亿元)	598
流通市值 (亿元)	518

## 公司价格与沪深 300 走势比较



## 分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：[tangc@hazq.com](mailto:tangc@hazq.com)

## 联系人：钱琨

执业证书号：S0010122110012

邮箱：[qiankun@hazq.com](mailto:qiankun@hazq.com)

## 相关报告

## 主要观点：

- 300 亿元化学发光市场长期受外资垄断，公司厚积薄发实现追赶**  
根据德勤分析，我国 2022 年化学发光市场超过 300 亿元人民币，2017-2022 CAGR 22%。由于化学发光壁垒较高（仪器为封闭系统），加上国内起步较慢，国内市场基本呈现进口垄断格局：罗氏、雅培、贝克曼、西门子等外资 IVD 企业占据 70% 以上的市场规模，国产份额不到 30%，存在较大的进口替代空间。公司自 1995 年成立以来，深耕化学发光市场近 30 年，我们认为目前公司已经完成了从仪器性能、检测速度、准确性、试剂丰富度等各维度对外资品牌的追赶，发展出符合国内市场需求化学发光超高速机、全自动生化分析仪和智能化流水线等核心系列产品。
- 仪器性能和试剂种类国内领先，安徽集采加速进口替代进程**  
公司有望通过以下自身及外部优势突破外资垄断局面：1) 仪器端：公司高速机 X6、超高速机 X8 和全自动生化仪 C8 各项性能处于行业领先水平，最新自研智能化流水线 SATLARS T8 大幅缩短 TAT，优化检验流程，全面整合发光、生化、分子、电解质、凝血五大领域。2) 试剂端：覆盖广，种类齐全。截至目前，公司国内已获批化学发光注册证 181 项（总计 257 个），涵盖肿瘤标志物、甲状腺、传染病、性腺、心肌标志物、炎症监测、骨代谢等检测领域。3) 新装大型机占比提升，三甲医院覆盖率提升，带来试剂持续放量：24H1 公司国内新增装机 796 台，大型机装机占比达 75.13%，三甲医院覆盖率达 60.20%。4) 集采加速进口替代进程。2023 年安徽省际联盟集采针对传染病、糖代谢、性激素、HCG、 $\beta$ -HCG 五项进行集采，公司实现 A 组全部中选，是国产唯一 5A 厂家。随着本次集采落地和未来重点品种的常态化集采，我们认为公司未来核心项目肿瘤标志物、甲状腺等市场份额会逐渐取代原先外资份额，市占率进一步提升。
- 海外深耕十余年，成就化学发光 IVD 出海领头羊**  
公司深耕海外市场十余年，海外仪器保有量和新增装机均超过国内，是化学发光 IVD 出海的领头羊。公司海外业务覆盖 155 个国家和地区，向全球销售 10 款化学发光免疫分析仪及 202 项配套试剂（获批 CE 191 项），公司目前海外已设立 10 个全资子公司，加速本地化运营，推动重点区域业务快速增长。2023 年公司海外营业收入已超过 10 亿元体量，24H1 公司新增化学发光仪器 2281 台，中大型发光仪器销量占比提升至 64.80%。我们认为公司的海外业务具备更高的增长潜力，公司有望通过本地化运营和代理商调整，加大 Snibe 品牌推广与建设，实现中长期持续超越国内增速的增长目标。

● **投资建议：给予“增持”评级**

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 48.86/59.29/71.08 亿元，同比增长 24.3%/21.3%/19.9%；归母净利润分别为 20.01/25.09/31.01 亿元，同比增长 21.0%/25.4%/23.6%；2024-2026 年 EPS 分别为 2.55/3.19/3.95 元，PE 倍数分别为 30/24/19x。公司国内全面受益于发光集采，加速国产替代进程；海外装机持续突破，进入试剂上量收获期。首次覆盖，给予“增持”评级。

● **风险提示**

新增装机不及预期、海外拓展不及预期、市场竞争加剧风险等。

▮ **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3930	4886	5929	7108
收入同比 (%)	29.0%	24.3%	21.3%	19.9%
归属母公司净利润	1654	2001	2509	3101
净利润同比 (%)	24.5%	21.0%	25.4%	23.6%
毛利率 (%)	73.0%	72.8%	73.7%	74.6%
ROE (%)	21.9%	21.0%	20.8%	20.5%
每股收益 (元)	2.11	2.55	3.19	3.95
P/E	37.14	29.87	23.82	19.28
P/B	8.14	6.27	4.97	3.95
PV/EBITDA	30.96	22.71	17.58	13.60

资料来源：ifind，华安证券研究所

## 正文目录

1. 国内发光领导者，延展布局 IVD 四大细分市场 .....	5
1.1 新产业公司概况 .....	5
1.2 打造内生外延，经营成果丰硕 .....	7
2. IVD 市场扩容进行时，公司发光优势明显 .....	10
2.1 免疫诊断：主流为化学发光，国产替代进行时 .....	11
2.1.1 化学发光市场定位：免疫诊断市场的主导 .....	11
2.1.2 化学发光技术对比：公司采用自研异鲁米诺 .....	12
2.1.3 化学发光方法学对比：直接发光是技术壁垒和原材料成本的权衡 .....	13
2.2 生化诊断：高端仪器仍是国产缺口 .....	13
3. 内生外延成就领先化学发光 IVD 企业 .....	15
3.1 发光集采利好国产，公司中标结果优异 .....	15
3.2 国内：装机量稳步提升，试剂快速放量 .....	18
3.3 海外：初具规模，打造 IVD 出海领头羊 .....	19
4. 盈利预测与投资建议 .....	20
4.1 公司业绩拆分与估值 .....	20
4.2 投资建议 .....	22
5. 风险提示： .....	22
财务报表与盈利预测 .....	23

## 图表目录

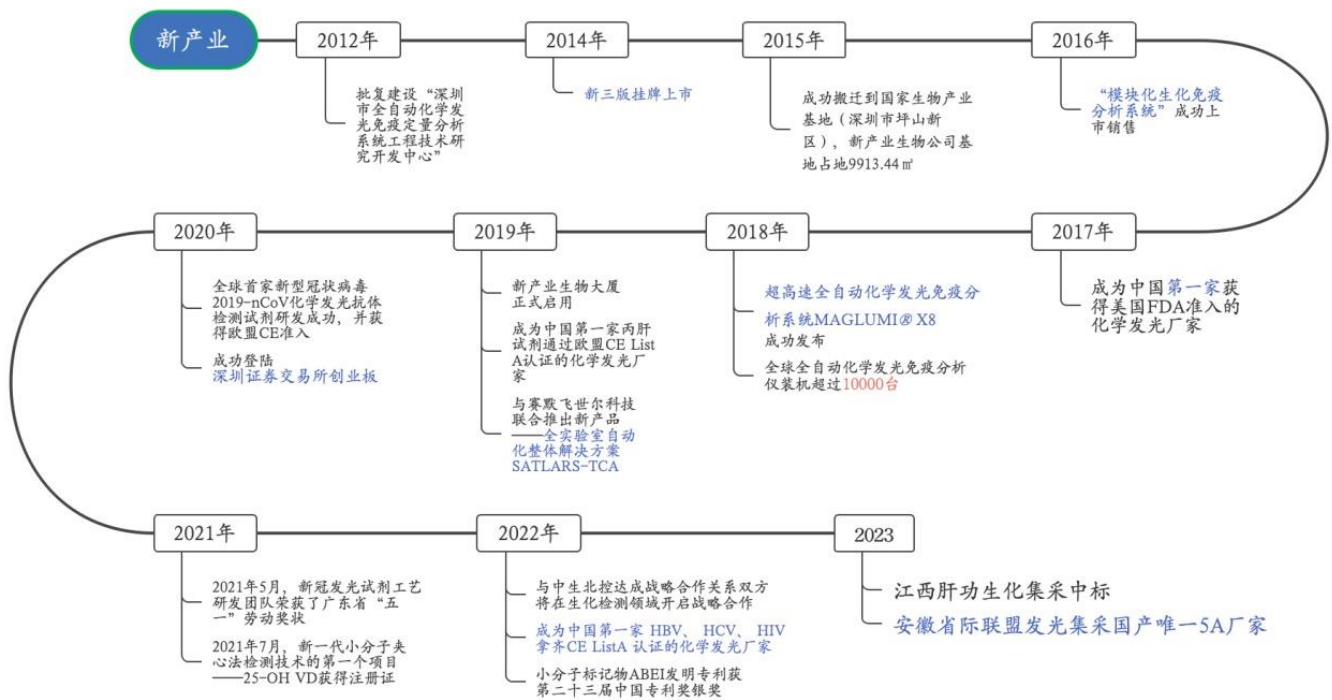
图表 1 公司发展历程.....	5
图表 2 公司股权结构（截至 2024 中报）.....	6
图表 3 公司高级管理人员.....	6
图表 4 公司营业收入及增速（亿元，%）.....	7
图表 5 公司归母净利润情况（亿元，%）.....	7
图表 6 公司分板块营业收入（亿元）.....	8
图表 7 公司分地区营业收入（亿元）.....	8
图表 8 公司四大费用率变化（%）.....	8
图表 9 公司研发费用及增速（亿元，%）.....	8
图表 10 公司产品图示.....	9
图表 11 2018-2023 年中国体外诊断市场规模（亿元，%）.....	10
图表 12 2023 年中国体外诊断细分领域占比.....	10
图表 13 免疫诊断发展历程.....	11
图表 14 2018-2022 年中高通量市场中各项占比.....	11
图表 15 2018-2022 年化学发光中国市场规模（亿元）.....	11
图表 16 2021 年中国化学发光竞争格局.....	12
图表 17 2021 年中国化学发光市场国内外厂商销售额对比.....	12
图表 18 不同发光原理优缺点及其代表厂家.....	12
图表 19 2023 年我国化学发光企业所用技术原理占比.....	13
图表 20 2017-2023 年中国生化诊断市场规模（亿元）.....	14
图表 21 市场主流生化分析仪性能比较.....	14
图表 22 公司生化分析仪 BIOSAYS C8 及生化免疫仪器组合.....	15
图表 23 化学发光 IVD 公司 2020-24H1 年毛利率对比.....	15
图表 24 安徽体外诊断试剂联盟集采规则解读.....	16
图表 25 公司省际联盟集采结果.....	16
图表 26 2023 年 IVD 省际联盟集采首年意向采购量（百万人份）.....	17
图表 27 2023 年 IVD 省际联盟集采企业采购占比.....	17
图表 28 2020-2023 年公司国内新增化学发光仪器（台）.....	18
图表 29 2023 年公司国内装机量大型机占比.....	18
图表 30 2021 年中国免疫诊断检测项目细分市场（亿元）.....	18
图表 31 全球 IVD 市场规模（亿美元，%）.....	19
图表 32 2022E 全球体外诊断细分领域市场份额占比.....	19
图表 33 2020-2024H1 年新产业海外装机量.....	19
图表 34 2020-2024H1 年新产业海外收入及增速.....	19
图表 35 收入拆分与盈利预测（百万元）.....	20
图表 36 可比公司估值.....	21

# 1. 国内发光领导者，延展布局 IVD 四大细分市场

## 1.1 新产业公司概况

**公司发展历程：**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。公司自成立起专注于化学发光免疫分析领域的研究，经过多年发展其业务范围已囊括免疫诊断、生化诊断、分子诊断和凝血检测四类，占据了体外诊断产品（以下简称“IVD”）六大板块中四个主要细分市场。

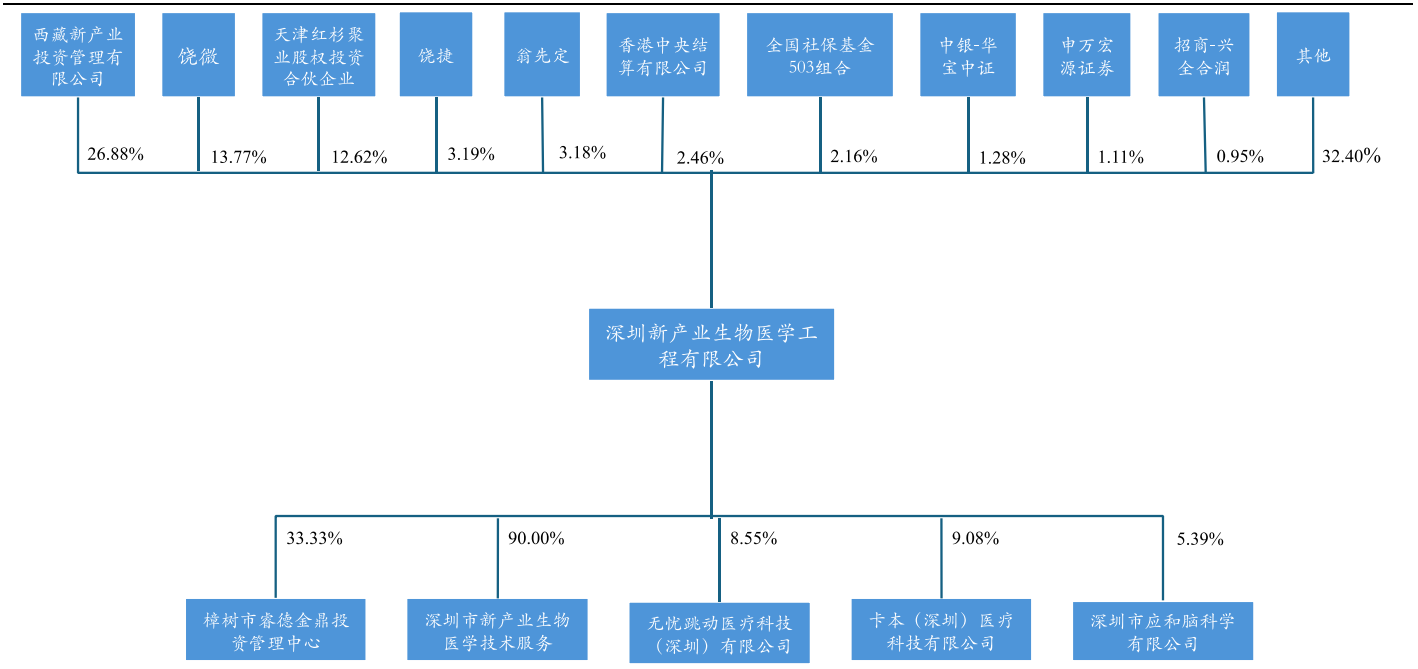
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股书，华安证券研究所

**公司股权结构较为分散，核心高管具备专业背景。**截至2024年中报披露，公司实际控制人翁先定持有3.18%股份，并通过西藏新产业投资管理有限公司间接持有公司26.88%的股份，共计控制公司30.06%的股权。董事长兼总经理饶微持有13.77%股份，其一致行动人为饶捷、胡毅、徐定红。管理层核心人员长期从事体外诊断行业研发等重要职位，具备较强的专业背景。

图表 2 公司股权结构 (截至 2024 中报)



资料来源：公司年报，ifind，华安证券研究所

**自研产业化，成就国内发光免疫分析平台先驱。**饶微先生是公司董事长兼任总经理，工学博士。饶微先生基于学术研究经历创新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，带领团队成功研发出全自动化学发光免疫分析仪器，并推进该产品的商业化拓展。此外，公司高管成员稳定，多数已在公司任职 10 年以上。

图表 3 公司高级管理人员

姓名	职务	个人简历
饶微	总经理、董事长	男，1964 年出生，中国国籍，无境外居留权，工学博士。中国人民政治协商会议广东省深圳市第六届委员会委员、全国卫生产业企业管理协会医学检验产业分会第三届理事会常务理事。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，担任新产业生物董事长兼任总经理。饶微先生创新性的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，使深圳市新产业生物医学工程股份有限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。
丁晨柳	副总经理，财务总监	女，1975 年出生，中国国籍，无境外居留权，本科学历。1996 年 9 月至 2001 年 5 月，在亚桥软件（中国）有限公司担任会计工作；2001 年 6 月至 2004 年 8 月在 TCL 通讯设备股份有限公司西安分公司担任会计主管。2004 年 10 月加入新产业有限，深圳市新产业生物医学工程股份有限公司财务部经理、副总经理。2012 年 8 月至今，担任新产业生物副总经理、财务总监。
刘海燕	副总经理	女，1979 年出生，中国国籍，无境外居留权，本科学历。2003 年 11 月加入新产业有限，深圳市新产业生物医学工程股份有限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。2012 年 8 月至今，担任新产业生物副总经理。
张蕾	副总经理，董事会秘书	女，1982 年出生，中国国籍，无境外居留权，研究生学历。2006 年 7 月至 2012 年 4 月，历任招商证券股份有限公司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。2012 年 8 月至今，担任新产业生物副总经理兼董事会秘书。
李婷华	副总经理	女，1977 年出生，中国国籍，无境外居留权，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。2012 年 8 月至今，担任新产业生物副总经理。

袁锦云 副总经理

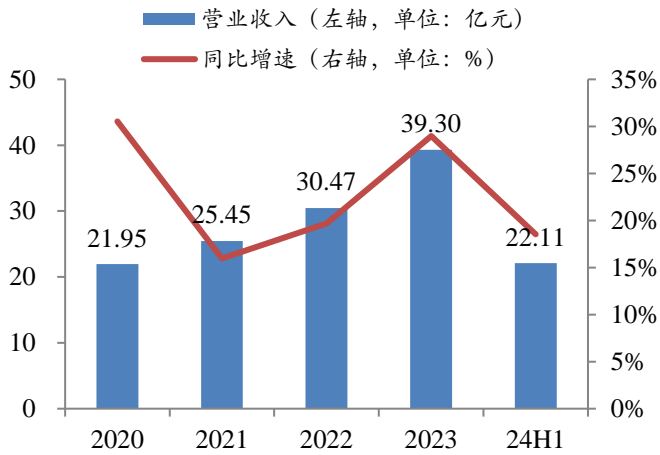
男，1986年出生，中国国籍，无境外永久居留权，2012年毕业于江西师范大学，生物化工专业，硕士研究生学历，生物技术高级工程师职称，深圳市坪山区高层次人才。现任深圳市新产业生物医学工程股份有限公司总经理助理，分管国内中南五省营销。2011年11月加入公司，历任试剂研发部试剂研发工程师，试剂生产四部经理，试剂生产二部经理，试剂研发部经理，试剂研发总监。

资料来源：ifind，华安证券研究所

## 1.2 打造内生外延，经营成果丰硕

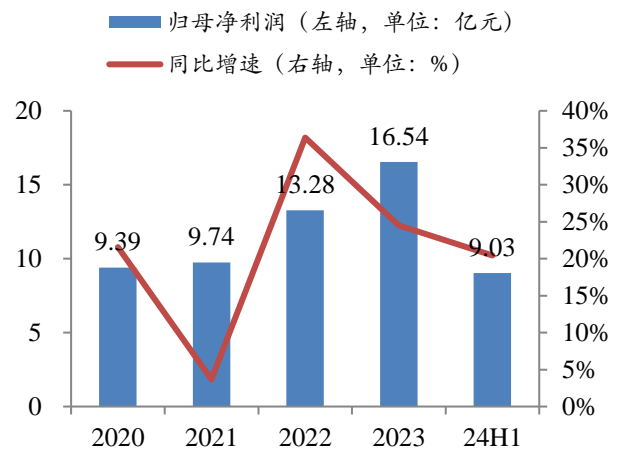
**营业收入逐年提升，净利润增速亮眼。**公司营业收入在 2018-2023 年期间年均复合增速为 23%，2024 年 H1 营业收入 22.11 亿元（同比增长 18.54%）。归母净利润保持高速增长，2023 年全年达到 16.54 亿元，同比增速 24.53%；2024 年 H1 归母净利润 9.03 亿元，同比增长 20.42%。2024H1 稳定增长，盈利能力稳步提升。

图表 4 公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：ifind，华安证券研究所

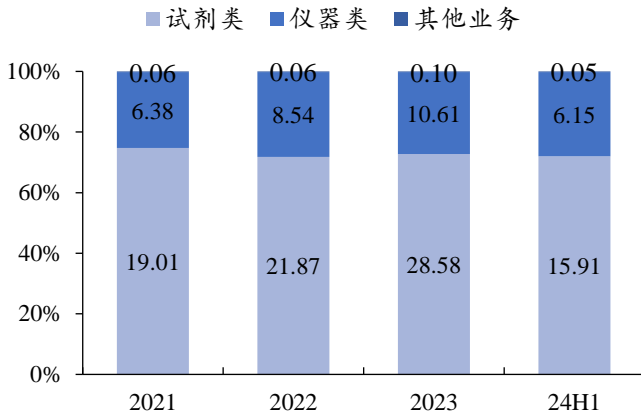
图表 5 公司归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：ifind，华安证券研究所

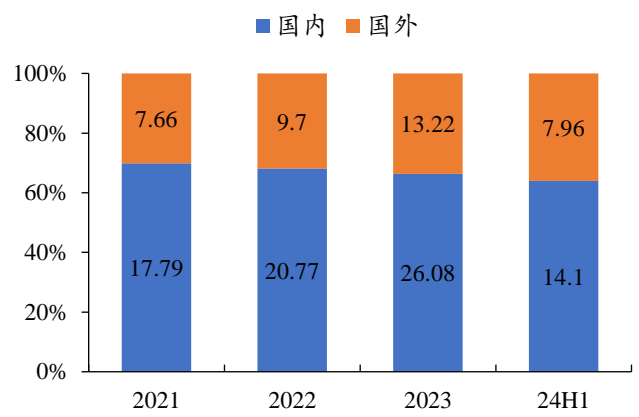
**仪器收入占比增加，国内海外双轮驱动。**公司主营业务按照类型可以分为试剂类、仪器类，其中仪器类装机量的提升可以带来试剂耗材的持续收入。2023 年以来，公司化学发光仪器及试剂收入同步提升，主要受益于 X6、X8 系列仪器装机量迅速铺设及带动试剂增长。公司持续提升品牌的全球影响力，继续加大对重点国家的本地化建设，公司 24H1 新设印度尼西亚海外子公司，截至目前公司已在海外 10 个重点国家设立全资子公司，本地化运营将加快推动海外重点区域业务的增长。随着公司在俄罗斯、巴西等地设立子公司，海外业务有望进一步加速。2023 年海外收入 13.22 亿元，同比增长 36.23%；2024 年 H1 海外收入 7.96 亿元，同比增长 22.79%，其中海外试剂业务收入同比增长 29.11%，高于海外业务整体增速，增长趋势良好。

图表 6 公司分板块营业收入 (亿元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

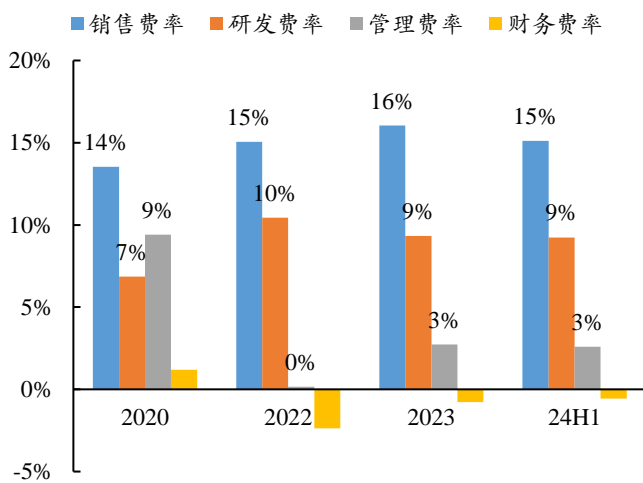
图表 7 公司分地区营业收入 (亿元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

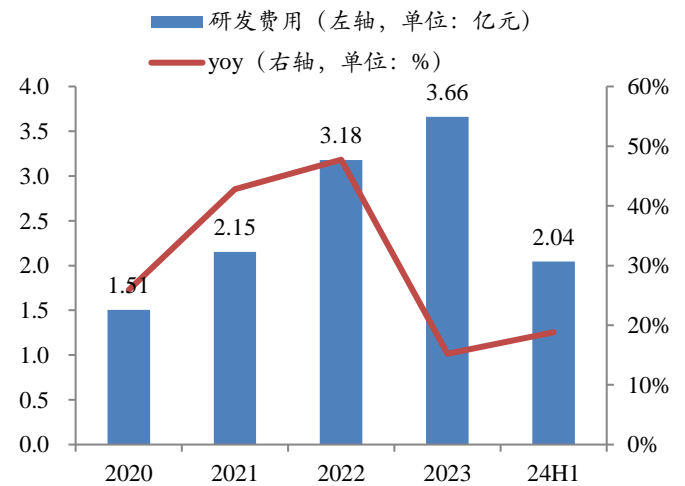
**费用控制趋于合理, 研发投入持续增加。**公司持续完善供应链, 把控原料本土化进程, 做到有效控制成本, 同时关注国内外运营成本, 四大费用控制合理且稳定; 根据公司 2024 年半年度数据, 销售费率/研发费率/管理费率/财务费率分别为 15%/9%/3%/-1%。2020 年以来, 公司持续加大研发费用投入, 每年均呈现不低于 10% 的同比增长, 其中 2024H1 公司研发费用投入高达 2.04 亿元, 同比增长约 19%。由于公司持续加码研发投入, 近年来公司试剂种类不断丰富, 同时凝血、生化、分子等新机型相继推出。

图表 8 公司四大费用率变化 (%)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 9 公司研发费用及增速 (亿元, %)



















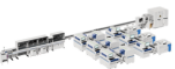

资料来源: ifind, 华安证券研究所

**公司深耕化学发光领域十余年, 仪器测速和性能处于行业领域地位。**公司设备端方面, 拥有齐全的产品管线, 化学发光免疫分析系统 MAGLUMI X8 性能强劲: (1) 拥有全球第一梯队的检测性能和检测位; (2) 故障率接近零, 10 万测试无报警, 100 万个测试只换一根导线; (3) 稳定性好, CV 值可以做到 2.5% 左右 (大部分进口的一般在 8% 左右, 最好的可以做到 5%)。2023 年公司借助自研的 MAGLUMI® X8、Biossays® C8 全自动生化分析仪和全自动样本处理系统发布了全球顶级的生化免疫



流水线。

图表 10 公司产品图示

设备端							
免疫诊断							
全自动化学发光免疫分析系统							
	MAGLUMI X8	MAGLUMI X6	MAGLUMI X3	MAGLUMI 4000 Plus	MAGLUMI 2000 Plus	MAGLUMI 2000	MAGLUMI 800
图示							
样本位	300	112	72	144	144	144	40
试剂位	42	30	20	25	25	15	9
检测速度	600T/H	450T/H	200T/H	280T/H	180T/H	180T/H	180T/H
生化诊断							
全自动生化分析系统							
	Biossays C8		Biossays BC2200		Biossays BC1200		
样本位							
样本位	300		280		115		
试剂位	288		90		90		
检测速度 (生化)	3200T/H		1600T/H		600T/H		
检测速度 (电解质)	600T/H		/		300T/H		
分子诊断							
	全自动核酸提取纯化仪 Molecision MP-32			全自动核酸提取纯化仪 Molecision MP-96			
图例							
全实验室智能化整体解决方案							
	超高速生化免疫一体机 CX8	超高速生化免疫一体机 HX8	超高速生化免疫流水线 SIB	新产业-日立全实验室智能化流水线 TS	新产业-赛默飞全实验室智能化流水线 SATLARS-TCA	新产业-日立全实验室智能化流水线 PAM	
图例							
组件	MAGLUMI® X8	MAGLUMI® X8	高度拓展性, 可配置 1 台样本前处理系统和最多	日立样本前处理系统—TS	赛默飞全自动样本处理系统	MAGLUMI® X8	
	Biossays® C8	LABOSPECT	处理系统和最多	日立超高速生化	MAGLUMI® X8	日立 LST	

全自动样本处理系统	008α 样本处理系统	4 台分析模块 (生化、免疫自由组合)	工作站—LABOSPECT 008α MAGLUMI® X8	Biossays® C8 AS-2450	008AS 日立前处理系统 PAM
-----------	-------------	---------------------	-----------------------------------	----------------------	-------------------

试剂端

化学发光试剂

生化试剂

核酸提取试剂

图例



说明

已有 180+项试剂注册证，项目还在不断增加中。

目前已有 61 个注册证。

适用性强、提取效率高、速度快、操作简单。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

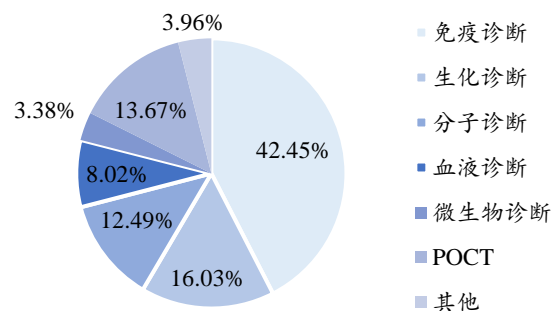
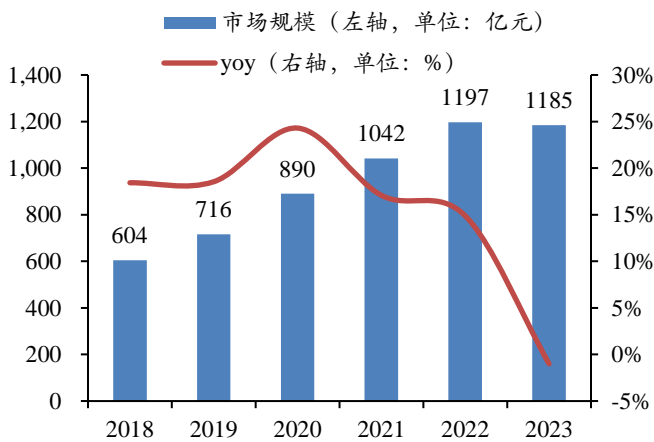
## 2. IVD 市场扩容进行时，公司发光优势明显

**2023 年中国体外诊断 (IVD) 市场规模超 1000 亿元。**体外诊断 (IVD) 是指在人体之外通过对人体的样本 (如血液、体液、组织等) 进行检测而获取临床诊断信息的产品和服务。体外诊断是临床医学诊断、治疗及预防等医疗决策的基础，目前体外诊断结果对临床医疗决策的影响超过 70%，是临床医生决定后续治疗方案的科学依据。根据《中国医疗器械蓝皮书 (2024 版)》数据显示，2023 年我国体外诊断市场规模已达到 1185 亿元，2018-2023 年均复合增长率约 14.43%。

**免疫诊断市场是 IVD 市场规模最大的子板块。**体外诊断市场可以细分为六大子板块：免疫诊断、生化诊断、分子诊断、血液诊断、POCT 和微生物诊断。根据《中国医疗器械蓝皮书 (2024 版)》数据显示，免疫诊断占据 2023 年中国体外诊断市场的 42.45%，是整个体外诊断领域最大的子板块。

图表 11 2018-2023 年中国体外诊断市场规模 (亿元, %)

图表 12 2023 年中国体外诊断细分领域占比



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书 (2024 版)》，华安证券研究所

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书 (2024 版)》，华安证券研究所

## 2.1 免疫诊断：主流为化学发光，国产替代进行时

免疫诊断是以免疫学为基础，利用抗原与抗体互相结合的特异性反应来进行定性或者定量的诊断。免疫诊断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。随着现代临床医学的迅速发展和民众的医疗保健水平的不断提高，免疫诊断市场份额快速增长，其增长速度高于体外诊断行业的整体增长速度，其市场份额逐步提升。

图表 13 免疫诊断发展历程



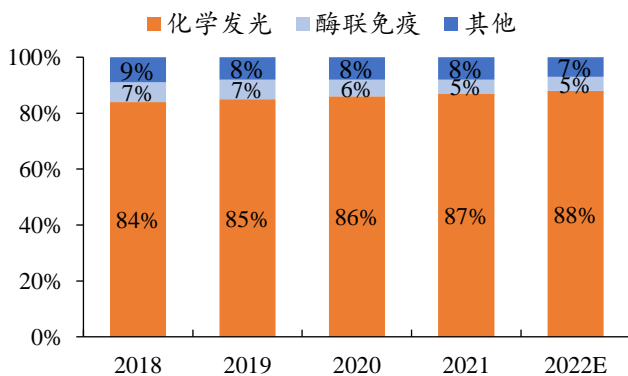
资料来源：德勤分析，华安证券研究所

### 2.1.1 化学发光市场定位：免疫诊断市场的主导

中国免疫诊断市场在过去五年以 15.40% 的 CAGR 高速发展，2022 年市场规模约 524 亿。从收入结构来看，急诊科或中小型医院定义为“低通量市场”（通常使用胶体金、免疫荧光等技术），面对三级医院等大型医院客户、测试量大且单台设备价高的市场为“中高通量市场”（通常使用化学发光、酶联免疫等技术）。以 2021 年收入结构为例，87% 的收入来源于中高通量市场。

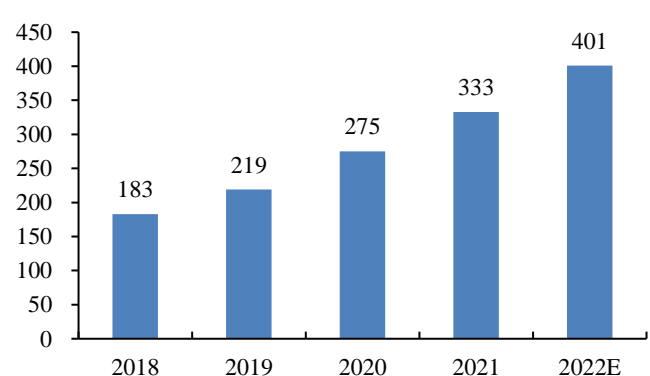
化学发光占中高通量市场 88% 的份额，2022 年中国市场规模约 401 亿元。免疫诊断市场里中高通量市场占领绝大部分比重，而在中高通量市场中，2018-2022 年化学发光一直占据了 84% 以上的比例，且仍有扩大的趋势。据德勤分析预测，2022 年化学发光中国市场规模约 401 亿元人民币，2018-2022 年 CAGR 为 21.7%。

图表 14 2018-2022 年中高通量市场中各项占比



资料来源：德勤分析，华安证券研究所

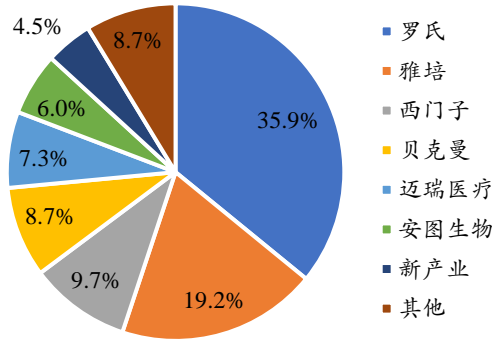
图表 15 2018-2022 年化学发光中国市场规模（亿元）



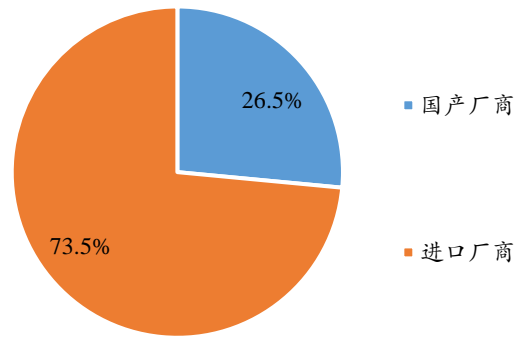
资料来源：德勤分析，华安证券研究所

我国化学发光市场存在国产替代逻辑，2021 年国产化率不足 30%。据德勤分析，2021 年中国化学发光市场仍被几家海外巨头（罗氏、雅培等）占据大头，国产厂商中迈瑞医疗仅占 7.3%，安图生物仅占 6%，国产厂商总份额加总不到 30%。我们认为，随着国内带量采购政策的不断推行和落地，国产替代进口的进程会逐渐加快。

图表 16 2021 年中国化学发光竞争格局



图表 17 2021 年中国化学发光市场国内外厂商销售额对比



资料来源：德勤分析，华安证券研究所

资料来源：德勤分析，华安证券研究所

### 2.1.2 化学发光技术对比：公司采用自研异鲁米诺

化学发光应用领域广阔，是免疫诊断中最大的市场。化学发光的原理是利用抗原抗体之间的特异性反应来测定体内疾病标志物浓度，从而判断人体身体状态的诊断方法，广泛应用于传染病、心脏疾病、肿瘤、妊娠检测等。

根据原理，化学发光可以划分为直接发光、间接发光和电化学发光。直接化学发光指化学发光剂直接标记抗体或抗原的免疫测定方法，在发光免疫分析过程中不需要酶的催化。酶促化学发光免疫分析是以酶标记抗原或抗体进行免疫反应，免疫反应复合物上的酶再作用于发光底物，在信号试剂作用下发光，用发光信号测定仪进行发光测定。电化学发光：在电极上施加一定的电压或电流时，在电极电化学反应产物之间或电极反应产物与溶液中其种组分之间发生化学反应而产生激发态，当激发态跃迁回基态时放出能量，此过程即为电化学发光。根据不同标记物，各类发光还可以进一步划分。其中，直接发光可以分为异鲁米诺 (ABEI) 与吖啶酯 (AE)，间接发光可以分为辣根过氧化酶 (HRP) 和碱性磷酸酶 (ALP)。

图表 18 不同发光原理优缺点及其代表厂家

标记物	直接发光		间接发光		电化学发光
	异鲁米诺 (ABEI)	吖啶酯 (AE)	辣根过氧化酶 (HRP)	碱性磷酸酶(ALP)	三联吡呢钉
底物	含 H <sub>2</sub> O <sub>2</sub> 的强碱溶液		鲁米诺及其衍生物	AMPPD	三丙胺(TPA)
最大波长	425nm	430nm	425nm	470nm	620nm
优点	发光过程 3 秒内完成	发光体系简单、快速 5 秒内完成发光，不需要催化剂	酶的灵敏度高、稳定性较好		稳定，在电解池中反复使用，稳定性好；

<b>缺点</b>	异鲁米诺在缓冲液中不稳定, 容易水解	吡啶酯在缓冲液中不稳定, 容易水解	激发时间较长造成速度相对较慢, 标记过程中可能会遮掩抗体反应位点	同一个电解池反复使用后可能会产生污染, 影响结果
<b>主要厂家</b>	新产业、索林	雅培、西门子	安图、迈克、科美	丹纳赫、西门子、迈瑞 罗氏、普门

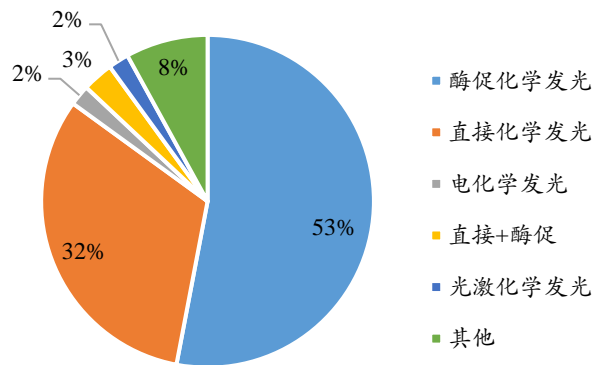
资料来源: 公司官网, 体外诊断技术支持, 华安证券研究所

**公司采取自研专利改良异鲁米诺材料缺陷。**为了解决现有异鲁米诺衍生物发光强度高、灵敏度与检出限差、标记量高、标记后的抗体或抗原活性低、稳定性差的技术问题, 技术研发团队通过对异鲁米诺衍生物的分子结构进行技术创新, 自主研发了一种增强型异鲁米诺衍生物。目前公司所有化学发光检测试剂全部应用了该专利技术, 取得了显著的技术成果和经济效益。

### 2.1.3 化学发光方法学对比: 直接发光是技术壁垒和原材料成本的权衡

公司采取直接发光, 门槛较高的同时原材料成本更低。从外资巨头来看, 罗氏、雅培、西门子等进口厂商早年采用酶促化学发光法, 此后逐渐选择直接化学发光或电化学发光等化学发光方案, 贝克曼目前仍主要采用酶促化学发光。从国内企业来看, 据 NMPA 试剂抽样调查显示, 2023 年我国 300 多家发光企业中 53% 的企业采用酶促化学发光法, 32% 的企业采用直接化学发光法, 3% 的企业采用直接+酶促结合, 较少企业采用光激化学发光和电化学发光等方法。我们认为公司采取直接发光既体现了化学发光技术壁垒, 又能够有效降低原材料成本。

图表 19 2023 年我国化学发光企业所用技术原理占比



资料来源: NMPA, 华安证券研究所

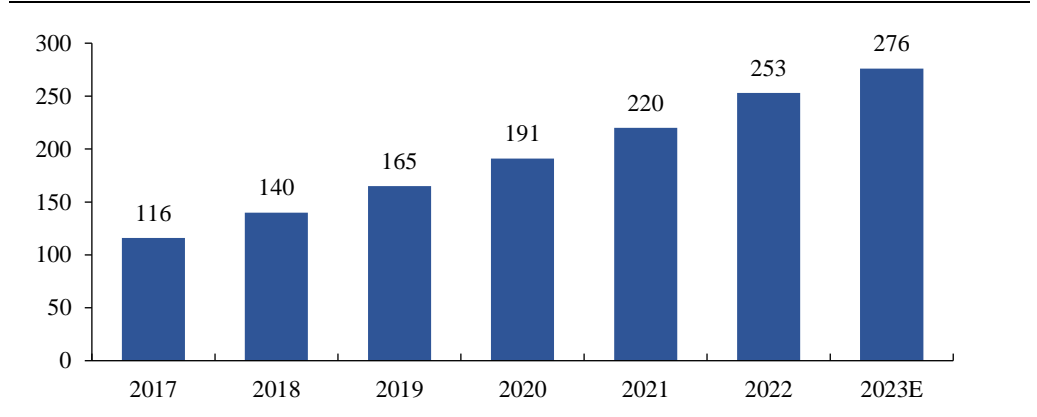
## 2.2 生化诊断: 高端仪器仍是国产缺口

生化诊断常用于肝功能、肾功能、血糖、血脂等基础检查项目。生化诊断是通过测定特定生物物质的含量(或活性)来判断人体是否处于健康状态, 并分析病因。生化诊断在我国发展较早, 多年来一直为医院常规诊断检测项目, 根据国家食品药品监督

管理局注册证统计，国内临床生化相关的企业已超过 200 家，生化检测项目百余项。

2023 年中国生化诊断市场规模约 276 亿元，国产率 60% 以上。相对于 IVD 其他子领域而言，生化诊断试剂的技术壁垒较低。目前我国生化诊断试剂基本实现国产化，大部分产品已完成进口替代，国产试剂的进口替代率已完成 60% 以上。数据显示，2023 年中国生化诊断行业市场规模约 276 亿元。

图表 20 2017-2023 年中国生化诊断市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

**设备端：国产性能追赶外资，三级医院有待开拓。**全自动生化分析仪以其高技术含量、高准确性、高精密度、高灵活性和高工作效率为特点，已成为现代临床检验科室中必不可少的设备之一，担负着越来越繁重的检验工作。国产生化分析仪主要在低速竞争激烈，主要销售客户还停留在二级以下医院，很难撼动进口生化分析仪长期占据大型二级、三级医院等优质客户的格局。特别是大多数三级医院，海量的检测量对于生化分析仪的性能有非常高的要求。

图表 21 市场主流生化分析仪性能比较

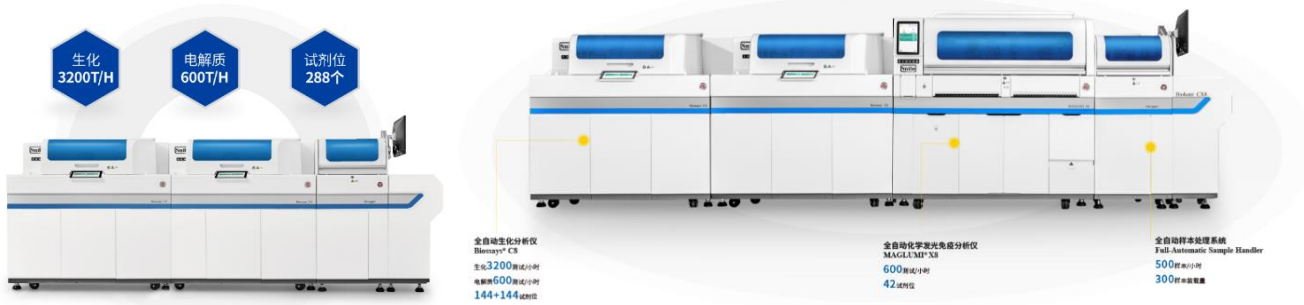
品牌名称	规格型号	检测速度 (T/H)	试剂位	样本位
日立高新	7600-020ED	1600; ISE 300	86	300
	日立 3500	800; ISE 600	90	110
迈瑞	BS-830	生化恒速 800; ISE 600	180	192
	BS-800M	生化恒速 800; 生化 + ISE 1200	68	140
	BS-2800M	比色 2000; ISE 600	72	-
贝克曼	AU5800	比色 2000; ISE 900	54	400
	DxC 700AU	含 ISE 1200; ISE 600	108	150
理邦	i15	-	-	-
罗氏	cobas 8000 c702	比色 2000; ISE900	70	-
科华生物	Polaris c2000	2000	216	405
新产业	Biossays C8	1600; ISE300	288	300

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**试剂端：基本实现国产化。**生化诊断试剂是诊断试剂的主要类别之一，其覆盖人群规模大、服务及服务用户占比高，市场规模庞大。2017-2023 年，我国生化诊断试剂

市场规模逐年增长, 国产占比不断提高。国内试剂厂商基本实现了生化试剂的国产化, 基本做到了打破进口垄断。

图表 22 公司生化分析仪 BIOSAYS C8 及生化免疫仪器组合



资料来源: 体外诊断网, 公司官网, 华安证券研究所

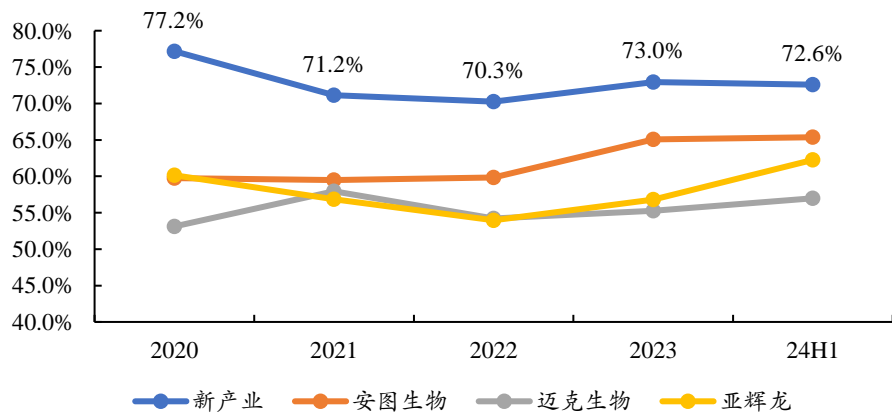
公司战略性布局生化领域, 重视生免结合, 纳入流水线版图。公司已在生化领域布局 13 年, 耐心提升产品技术与质量, 持续优化成本, 已经初步掌握高端生化产品核心技术。据公司透露, 公司在生化领域拥有至少十年的未来布局。公司全自动生化分析仪 Biossays C8 上市, 拥有 3200T/H 极速检测性能、1 min 急诊样本立检功能、开盖模块自动去盖原盖加盖功能, 且配套试剂溯源准确可靠, 极大满足中大型实验室日常检测需求。

### 3. 内生外延成就领先化学发光 IVD 企业

#### 3.1 发光集采利好国产, 公司中标结果优异

公司利润率较高, 具备从容应对集采的能力。我们选取化学发光占比高的三家可比公司作对比, 公司在保持收入持续、稳健增长的同时, 拥有同行业最高的毛利率水平。ifind 数据显示, 公司 2020-24H1 毛利率水平始终维持在 70% 以上, 24H1 毛利率高达 72.6%。我们认为公司较高的毛利率水平可以有效缓冲集采后可能带来的降价影响。

图表 23 化学发光 IVD 公司 2020-24H1 年毛利率对比



资料来源: ifind, 华安证券研究所

**安徽联盟集采结果：公司是国产唯一 5A 厂家。**2023 年 12 月 8 日，安徽医保局发布体外诊断试剂二十五省（区、兵团）的省际联盟集采（发光集采）结果公示。此次集采被视为 2021 年安徽试点的推广，本次集采项目包括  $\beta$  人绒毛膜促性腺激素（B-HCG）、总人绒毛膜促性腺激素（总-HCG）、性激素六项、传染病八项、糖代谢两项。

图表 24 安徽体外诊断试剂联盟集采规则解读

项目	竞价单元	分组规则	第一中选规则	增补中选规则	要求	分量规则
性激素六项、传染病八项、糖代谢两项	组套竞价	组套全且前 90% 进入 A 组 组套全的其余 10% 进入 B 组 组套不全的进入 C 组	组套产品整体降幅最高第一名，依次排名，最多 17 个入选	整体申报降幅高于 50%	1、B 组和 C 组中选价格不能高于 A 组的平均中选价格；2、增补中选企业数量不受限制。	1、增补中选企业不参与分量； 2、A 组和 B 组的待分配量不互通。
HPV、HCG、 $\beta$ HCG	单产品竞价	组套全且意向采购量前 90% 企业进入 A 组 组套全的其余 10% 进入 B 组	企业报价由高到低排名，最多 17 个入选	申报价格不高于最高有效申报价格的 0.5 倍		

资料来源：安徽省医药集中采购平台，华安证券研究所

**新产业成为唯一国产 5A 厂商。**各企业入选 A 组试剂数量：罗氏诊断 6 项，雅培 5 项，西门子 4 项，贝克曼 3 项；新产业 5 项，迈瑞 4 项，安图 4 项。新产业入选 A 组项目数量为 5 个，成为国内领先厂商。新产业成为本次省际联盟带量集采的唯一 5A 国产厂商。

图表 25 公司省际联盟集采结果

申报项目名称	分组
$\beta$ 人绒毛膜促性腺激素(B-HCG)(化学发光法)	A 组
总人绒毛膜促性腺激素(总-HCG)(化学发光法)	A 组
性激素六项(化学发光法)	A 组
传染病八项(化学发光法)	A 组
糖代谢两项(化学发光法)	A 组

资料来源：安徽省医药集中采购平台，华安证券研究所

我们认为，本次集采结果对未来我国 IVD 厂商进口替代产生重要影响：

**1) 本次带量采购参与省份众多，选取的试剂品种具有代表性。**从官方公布的文件看，此次集采首年意向采购量达到 6.4 亿人份，传染病八项（化学发光法）需求量 3.5 亿人份，整体占比超过 55.4%。从集采品种来看，既包括国产率较高的传染病八项，也包含国产率较低的性激素六项，分别代表了完全不同竞争格局下的集采试验，本次集采落地也为今后的其他体外诊断项目的进一步集采树立了行业标准。

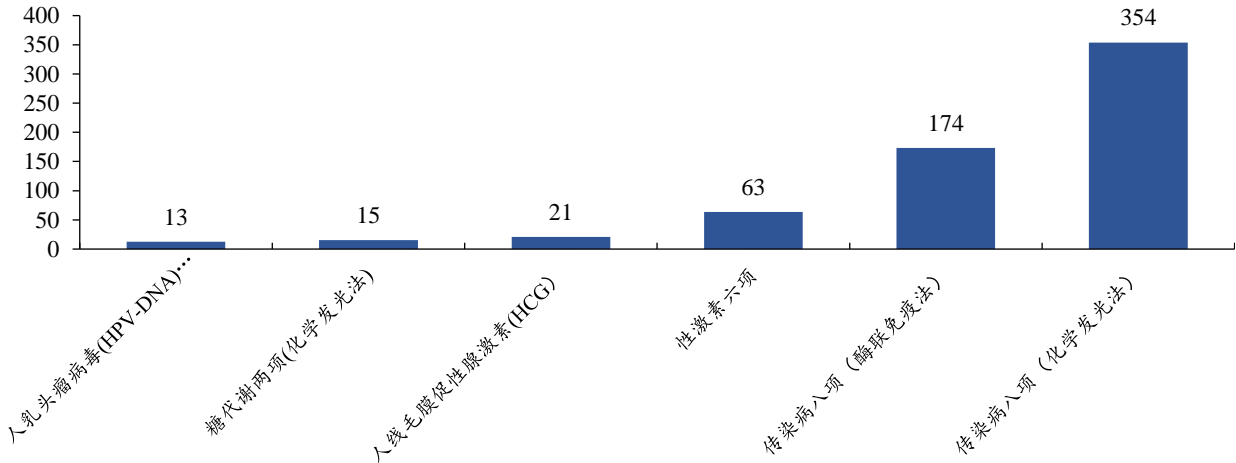
**2) 外资企业和国产厂商同组竞价，一视同仁。**一般来说，外资厂商体外诊断试剂平均出厂价、入院价均高于国产同类产品。本次集采不再区分国产和外资，将所有厂商先按照 90% 报量进行分组，之后一并纳入相同的价格体系进行降幅排名，组内的国产厂商相比外资厂商更容易排在靠前中选位置，这也是本次集采能够利好国产、加速



国产替代进口的核心机制。

3) 集采后推演：经销商和医院端偏好国产厂商。集采主要采的是流通环节，经销商作为 IVD 从厂家到院端不可或缺的一环，承担着备货、配送、终端服务等功能；集采会大大削减中间经销商的利润环节，让其被迫和有更多中间利润的国产企业合作，进而促进 IVD 行业国产替代进口的格局。

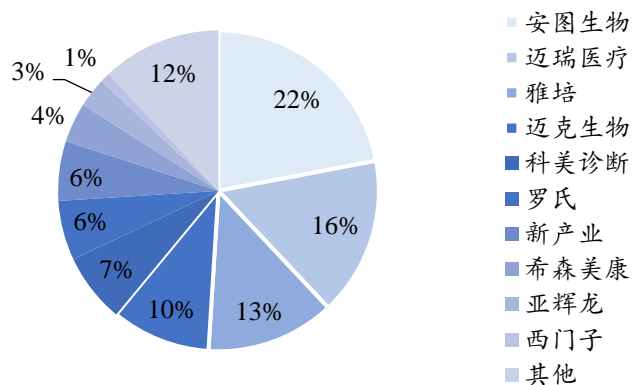
图表 26 2023 年 IVD 省际联盟集采首年意向采购量 (百万人份)



资料来源：安徽省医药集中采购平台，华安证券研究所

集采后将呈现尾部出清、头部集中的趋势。带量集采带来的效果，本质是医保局从外部对企业强加的一种降本增效手段。考虑化学发光市场规模较大，国产 IVD 小微企业众多，产品质量良莠不齐、同质化严重，容易出现在低端品种打价格战的现象；本次集采可以有效出清经营效率低、影响力较弱、产品同质化严重的尾部企业，让更多的采购需求量向头部 IVD 企业集中，利好迈瑞医疗、安图生物、新产业等头部 IVD 公司。

图表 27 2023 年 IVD 省际联盟集采企业采购占比



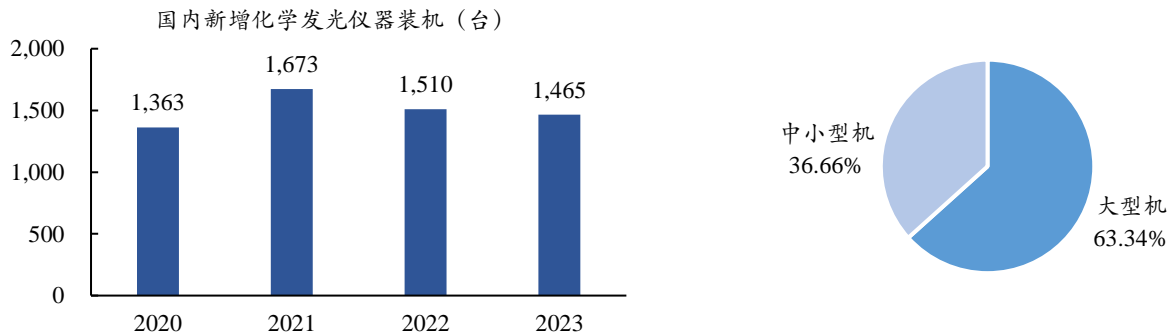
资料来源：安徽省医药集中采购平台，华安证券研究所

### 3.2 国内：装机量稳步提升，试剂快速放量

公司国内化学发光仪器装机量稳定增长，大型机占比高，新品持续推出。公司大型机 X8 凭借其多项性能指标领先，其入院速度持续增长。此外，拥有更多试剂位的大型机占装机量比例逐步提升，2023 年大型机占比高达 63.34%。

据公司 2024 年半年度业绩报告披露，公司已为国内 1,636 家三级医院提供服务，国内三甲医院的覆盖率达 60.20%（依据 2023 年 6 月国家卫健委发布的《2023 年中国卫生健康统计提要》数据计算）。报告期内，公司全自主研发新一代实验室流水线 SATLARS T8 和智慧管理软件 iXLAB 正式上市，SATLARS T8 具备超高效的样品处理和轨道传输性能，多形态的在轨和级联拼接设计，可满足各种实验室的检测需求，具备较强的竞争优势。

图表 28 2020-2023 年公司国内新增化学发光仪器（台）      图表 29 2023 年公司国内装机量大型机占比

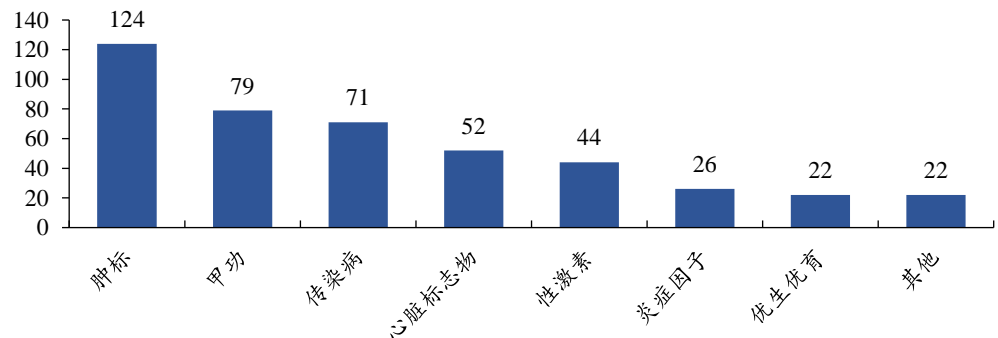


资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

我国免疫诊断市场前两大细分领域肿标、甲功进口替代空间较大，公司先发制人。公司在肿瘤标志物（肿标）、甲状腺功能（甲功）两项具有领先的技术优势，此两项为我国免疫诊断检测市场占比前二：根据德勤《中国免疫诊断市场现状与未来展望》报告指出，2021 年我国肿标和甲功占中国细分市场前二，分别为 124 亿元和 79 亿元。公司依托多年积累的保有量和新增装机优势，以机带量实现试剂端快速增长，在试剂占据我国前两大细分领域，契合国内化学发光市场偏好。

图表 30 2021 年中国免疫诊断检测项目细分市场（亿元）

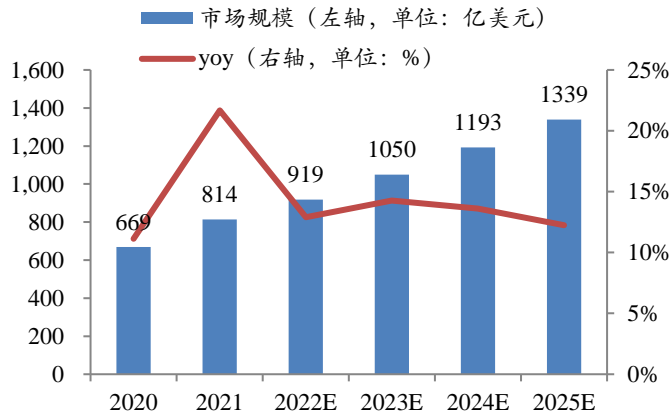


资料来源：德勤《中国免疫诊断市场现状与未来展望》，华安证券研究所

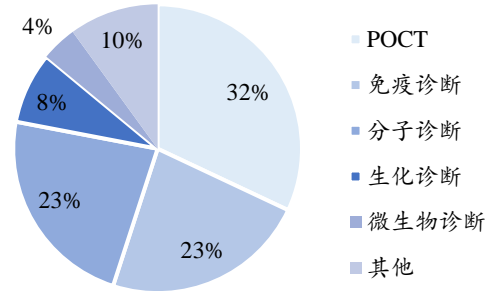
### 3.3 海外：初具规模，打造 IVD 出海领头羊

2023 年海外 IVD 市场突破千亿美元，免疫诊断市场占近四分之一。据弗若斯特沙利文，全球 IVD 市场规模于 2023 年突破千亿美元大关，且于 2025 年达到 1339 亿美元的规模；其中 2022 年全球免疫诊断市场约占整个 IVD 领域 23%，广阔的海外市场为国内 IVD 企业带来较大的潜在需求空间。

图表 31 全球 IVD 市场规模 (亿美元, %)



图表 32 2022E 全球体外诊断细分领域市场份额占比

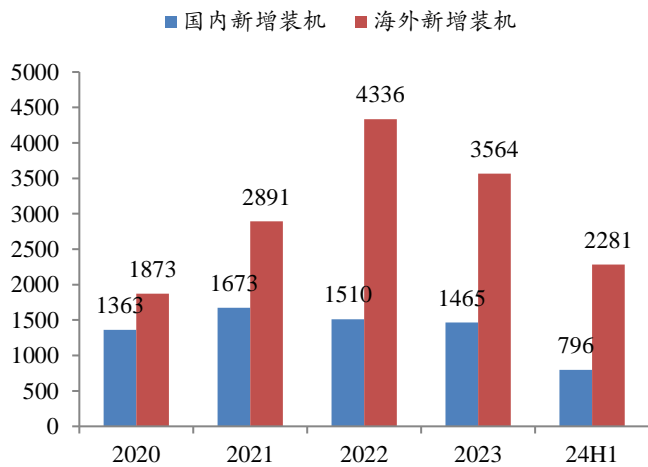


资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

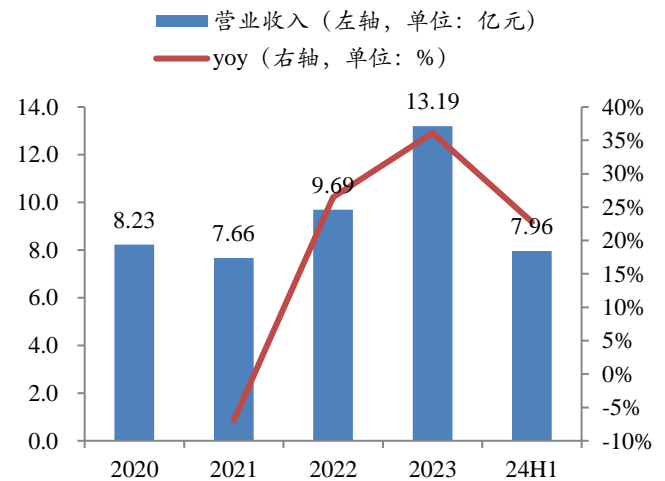
资料来源：kalorama information，华安证券研究所

海外收入已破十亿元关口，装机增速明显，海外收入增速高于国内。2023 年海外市场共计销售全自动化学发光仪器 3,564 台，同比增长 51.07%，中大型发光仪器销量占比提升至 36.54%，较上年同期增长 17.23 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，为后续海外业务的持续增长奠定了坚实基础。虽然受到海外各国宏观经济波动影响，2023 年海外市场仍然实现业务收入 13.19 亿元，同比增长 36.12%；2024 年 H1 海外业务收入同比增长了 22.79%，增速较为稳定。

图表 33 2020-2024H1 年新产业海外装机量



图表 34 2020-2024H1 年新产业海外收入及增速



资料来源：公司年报/中报，华安证券研究所预测

资料来源：ifind，华安证券研究所

公司在海外已设立 10 个全资子公司，注重本土化运营。目前公司产品已远销法国、比利时、意大利、希腊、印度等 155 个国家或地区。截至报告期末，公司已在海外 10 个重点国家设立全资子公司，本地化运营将加快推动海外重点区域业务的增长。公司国内外经销模式的差异主要为：国内经销不采用分级经销商制度，原则上不设置区域总经销商，主要由公司自身的销售团队向医疗机构推介产品并提供售后服务，公司协助经销商开拓市场和维护客户；而海外经销采用国家总经销制，由总经销商承担各地目标医疗机构的二次营销，并承担当地的售后服务。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 公司业绩拆分与估值

#### 收入拆分与盈利预测

##### (1) 体外诊断试剂业务

我们预计公司体外诊断试剂收入结合保有量呈现快速放量态势，基于以下推测：1) 政策驱动。安徽牵头 25 省际联盟集采利好国产试剂放量，公司作为国产头部企业，五组项目全部顺利进入 A 组，国产替代加速，出厂价平均降幅 10% 以内，同时看好安徽牵头下一波重点品类集采。2) 出海利好。公司是国内出海最成功的化学发光 IVD 企业，在海外享有较强的知名度，我们相信未来随着海外市场进一步拓展，公司中大型机器单产逐年上升，占总体收入比例逐年提升，渗透率进一步提高。我们预期公司 2024-2026 年体外诊断营业收入分别为 35.62 亿元、44.28 亿元、54.13 亿元，营业收入同比增速分别为 28.1%、24.3%、22.2%。

##### (2) 体外诊断仪器业务

我们预计公司体外诊断仪器业务收入呈现稳步增长态势，基于以下推测：1) 国内市场预计 2024-2026 年每年新增装机 2000 台，中大型仪器新增占比提升带来单产持续提升；2) 海外市场预计 2024-2026 年年均新增装机 3500 台，中大型仪器新增占比带来单产持续提升。我们预期公司 2024-2026 年体外诊断仪器业务营业收入分别为 13.14 亿元、14.90 亿元、16.85 亿元，同比增速分别为 21.9%、13.5%、13.0%。

##### (3) 其他业务

非核心收入，不作基本假设。我们预期公司 2024-2026 年其他业务的营业收入恒定为 1000 万元，营业收入同比增速分别为 3.0%、0%、0%。

图表 35 收入拆分与盈利预测（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,046.96	3,929.66	4,885.93	5,928.68	7,107.60
同比增长率 yoy (%)	19.7%	29.0%	24.3%	21.3%	19.0%
营业成本	906.09	1,079.64	1,331.38	1,556.99	1,803.39
销售费用 (%)	15.1%	16.0%	15.5%	15.0%	14.5%
管理费用 (%)	0.2%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用 (%)	10.4%	9.3%	9.5%	9.6%	9.5%
财务费用 (%)	-2.4%	-0.8%	-0.3%	-0.7%	-1.0%

销售毛利率 (%)	70.3%	73.0%	72.8%	73.7%	74.6%
归母净利润	1,327.92	1,653.65	2,001.37	2,509.03	3,101.02
净利润 yoy (%)	36.4%	24.5%	21.0%	25.4%	23.6%
净利率 (%)	43.6%	42.1%	41.0%	42.3%	43.6%

**1. 试剂**

营业收入	2,186.79	2,781.79	3,562.23	4,428.24	5,412.96
营业收入 yoy (%)	15.0%	27.2%	28.1%	24.3%	22.2%
营业成本	240.33	312.78	403.78	505.68	622.58
毛利率 (%)	89.0%	88.8%	88.7%	88.6%	88.5%
占营业收入比 (%)	71.8%	70.8%	72.9%	74.7%	76.2%

**2. 仪器**

营业收入	853.69	1,077.76	1,313.71	1,490.44	1,684.64
营业收入 yoy (%)	33.8%	26.2%	21.9%	13.5%	13.0%
营业成本	656.49	756.59	919.60	1,043.31	1,172.81
毛利率 (%)	23.1%	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
占营业收入比 (%)	28.0%	27.4%	26.9%	25.1%	23.7%

**3. 其他**

营业收入	6.47	9.71	10.00	10.00	10.00
营业收入 yoy (%)	4.9%	50.0%	3.0%	0.0%	0.0%
营业成本	9.27	10.27	8.00	8.00	8.00
毛利率 (%)	-43.2%	-5.8%	20.0%	20.0%	20.0%
占营业收入比 (%)	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%

资料来源: ifind, 华安证券研究所预测

### 可比公司估值

由于公司主营业务属于医疗器械 IVD 板块, 我们选取了 IVD 化学发光为主营业务的公司作为新产业的估值参照: 迈瑞医疗、安图生物、亚辉龙。截至 2024 年 10 月 9 日, A 股可比公司 2024-2026 年市盈率 (PE) 均值为 23/19/15 倍, 我们预测公司 2024-2026 年市盈率 (PE) 为 30/24/19 倍。公司 PE 倍数高于可比公司平均 PE 主要系公司历年营业收入及净利润增速高, 确定性强, 海外收入快速增长, 在化学发光 IVD 行业处于国内领先地位, 享有一定估值溢价。

图表 36 可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)				PE		
			23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
300760.SZ	迈瑞医疗	3613.32	11582.23	13892.61	16673.78	19934.89	26.01	21.69	18.14
603658.SH	安图生物	266.10	1217.44	1447.01	1750.68	2145.93	18.47	15.30	12.50
688575.SH	亚辉龙	119.83	355.01	475.89	636.46	824.46	25.18	18.82	14.52
	均值		/				23.22	18.60	15.05
300832.SZ	新产业	597.77	1,653.65	2,001.37	2,509.03	3,101.02	29.87	23.82	19.28

资料来源: ifind, 华安证券研究所

## 4.2 投资建议

基于上文业绩拆分与盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 48.86/59.29/71.08 亿元，同比增长 24.3%/21.3%/19.9%；归母净利润分别为 20.01/25.09/31.01 亿元，同比增长 21.0%/25.4%/23.6%；2024-2026 年 EPS 分别为 2.55/3.19/3.95 元，PE 倍数分别为 30/24/19x。公司国内全面受益于发光集采，加速国产替代进程；海外装机持续突破，进入试剂上量收获期。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5. 风险提示：

新增装机不及预期，试剂收入不及预期，市场竞争加剧风险等。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	5064	7076	9705	13008	
现金	1048	2712	4956	7859	
应收账款	620	728	908	1084	
其他应收款	7	8	10	12	
预付账款	23	35	38	44	
存货	917	1180	1378	1591	
其他流动资产	2449	2412	2415	2418	
<b>非流动资产</b>	3158	3363	3373	3327	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	1266	1589	1825	1996	
无形资产	169	193	217	236	
其他非流动资产	1723	1581	1331	1095	
<b>资产总计</b>	8222	10439	13078	16335	
<b>流动负债</b>	591	817	947	1103	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	127	218	240	273	
其他流动负债	464	599	707	830	
<b>非流动负债</b>	87	92	92	92	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	87	92	92	92	
<b>负债合计</b>	678	909	1039	1195	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	786	786	786	786	
资本公积	1332	1332	1332	1332	
留存收益	5426	7412	9921	13022	
归属母公司股东权益	7544	9530	12039	15140	
<b>负债和股东权益</b>	8222	10439	13078	16335	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1418	2006	2478	3133	
净利润	1654	2001	2509	3101	
折旧摊销	179	241	295	348	
财务费用	-9	0	0	0	
投资损失	-74	-73	-71	-71	
营运资金变动	-330	-158	-255	-244	
其他经营现金流	1982	2154	2764	3345	
<b>投资活动现金流</b>	-291	-325	-234	-230	
资本支出	-322	-308	-295	-290	
长期投资	-53	-9	-10	-11	
其他投资现金流	85	-8	71	71	
<b>筹资活动现金流</b>	-569	-17	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-16	0	0	0	
其他筹资现金流	-552	-17	0	0	
<b>现金净增加额</b>	568	1664	2244	2903	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	3930	4886	5929	7108	
营业成本	1062	1331	1557	1803	
营业税金及附加	15	20	24	28	
销售费用	630	757	889	1031	
管理费用	107	132	160	190	
财务费用	-31	-16	-41	-74	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	19	0	0	0	
投资净收益	74	73	71	71	
<b>营业利润</b>	1895	2288	2865	3544	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	3	0	0	0	
<b>利润总额</b>	1893	2288	2865	3544	
所得税	239	287	356	443	
<b>净利润</b>	1654	2001	2509	3101	
少数股东损益	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	1654	2001	2509	3101	
EBITDA	1951	2513	3119	3817	
EPS (元)	2.11	2.55	3.19	3.95	

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.0%	24.3%	21.3%	19.9%
营业利润	26.1%	20.7%	25.2%	23.7%
归属于母公司净利	24.5%	21.0%	25.4%	23.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	73.0%	72.8%	73.7%	74.6%
净利率 (%)	42.1%	41.0%	42.3%	43.6%
ROE (%)	21.9%	21.0%	20.8%	20.5%
ROIC (%)	20.5%	20.8%	20.5%	20.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	8.2%	8.7%	7.9%	7.3%
净负债比率 (%)	9.0%	9.5%	8.6%	7.9%
流动比率	8.56	8.66	10.24	11.79
速动比率	6.37	6.78	8.41	10.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.52	0.50	0.48
应收账款周转率	7.18	7.25	7.25	7.14
应付账款周转率	7.00	7.72	6.80	7.03
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.11	2.55	3.19	3.95
每股经营现金流	1.81	2.55	3.15	3.99
每股净资产	9.60	12.13	15.32	19.27
<b>估值比率</b>				
P/E	37.14	29.87	23.82	19.28
P/B	8.14	6.27	4.97	3.95
EV/EBITDA	30.96	22.71	17.58	13.60

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 华安证券研究所副所长, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**联系人:** 钱琨, 研究助理, 主要负责医疗器械行业研究。上海交通大学医学本硕, 曾任职于美敦力(上海)管理有限公司、某国产结构性心脏病公司。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。