

新产业 (300832.SZ)

2025 年 01 月 21 日

三十载深耕化学发光，成就国产替代+出海领跑者

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

司乐致（分析师）

yuruyi@kysec.cn

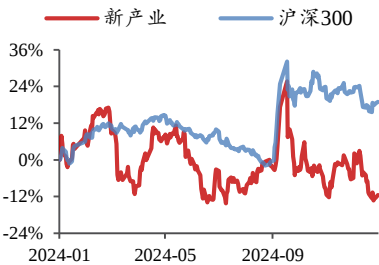
silezhi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790523110003

日期	2025/1/20
当前股价(元)	61.85
一年最高最低(元)	97.20/58.31
总市值(亿元)	485.97
流通市值(亿元)	420.71
总股本(亿股)	7.86
流通股本(亿股)	6.80
近 3 个月换手率(%)	45.42

股价走势图



数据来源：聚源

国内化学发光领跑者，综合实力雄厚，首次覆盖，给予“买入”评级

新产业深耕体外诊断三十载，是国内化学发光解决方案的领跑者，具备系统的仪器试剂产品矩阵，是行业内试剂菜单最齐全的化学发光厂家之一，并通过横向拓展分子、生化等领域巩固龙头优势。同时作为发光出海的先行者，海外装机量与营收快速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.1/23.2/28.5 亿元，EPS 分别为 2.43/2.96/3.62 元，当前股价对应 P/E 分别为 25.4/20.9/17.1 倍，考虑国内发光强势国产替代，国外加速区域覆盖兑现业绩，首次覆盖，给予“买入”评级。

化学发光市场潜力较大，集采政策助力国产替代

(1) 免疫诊断是我国 IVD 最大的细分领域，相关技术路径繁多且更新较快，其中化学发光技术优势显著成为免疫诊断领域主流技术。2022 年化学发光市场规模突破 400 亿元，2018-2022 年 CAGR 达 21.67%，但该市场仍以外资为主，“罗雅贝西”占比超 70%，国产替代空间广阔。(2) 2022 年化学发光作为主流技术在免疫诊断的中高通量市场中占比达 88%，其中三级医院为该市场的必争之地，但该高端市场仍然以进口品牌为主，以新产业为首的国内玩家的产品性价比优势较明显，正在逐步抢占三级医院市场份额。(3) 集采政策助力下，国内外厂商终端价接近，但国产厂商技术质量完全达标且有成本和出厂价优势，有望快速抢占外资市场份额。

仪器试剂协同发展，产品竞争力十分突出

仪器：尖端突破抢占高端市场，2018 年推出全球首台检测速度达 600T/H 的发光仪 MAGLUMI X8，截至 2024H1，X8 全球累计装机达到 3170 台。2024 年推出更高通量 MAGLUMI X10，检测速度达 1000T/H。公司产品矩阵梯度配置满足不同客户要求，装机量稳步提升，带动试剂上量。**试剂：**公司是行业内试剂菜单最齐全的化学发光厂家之一，试剂种类持续增加，并且成功构建小分子夹心法技术平台，试剂性能优越。同时布局上游原料，助力试剂技术革新，推进降本增效和试剂产量增长。

海外市场持续发力，横向拓展 IVD 业务领域

海外市场装机快速上量，截至 2024H1，公司在海外市场累计销售超过 20945 台化学发光免疫分析仪器，超过同期国内装机量，机型结构优化，海外中大型仪器装机占比达 64.80%，有望助力试剂持续放量。海外市场持续拓围，公司产品已经出口 155 个国家，并设立 10 家海外子公司辐射区域市场，提升本地化经营能力。公司横向拓展布局 IVD 多领域，推出自研流水线 SATLARS T8，整合生化、免疫、分子、凝血等五大领域，形成智慧实验室系统解决方案，构筑试剂采购护城河。

● **风险提示：**公司产品研发、注册、认证不及预期，汇率波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,047	3,930	4,673	5,759	7,079
YOY(%)	19.7	29.0	18.9	23.2	22.9
归母净利润(百万元)	1,328	1,654	1,912	2,324	2,847
YOY(%)	36.4	24.5	15.6	21.5	22.5
毛利率(%)	70.3	73.0	72.3	71.8	71.6
净利率(%)	43.6	42.1	40.9	40.4	40.2
ROE(%)	20.8	21.9	22.1	22.5	22.6
EPS(摊薄/元)	1.69	2.10	2.43	2.96	3.62
P/E(倍)	36.6	29.4	25.4	20.9	17.1
P/B(倍)	7.6	6.4	5.6	4.7	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 新产业：国内化学发光解决方案的领跑者.....	4
1.1、 公司介绍：创新能力卓越，产品矩阵完善.....	4
1.2、 股权架构：股权结构集中，管理层行业经验丰富.....	5
1.3、 核心财务数据：常规业务快速复苏，营收水平稳中向好.....	6
2、 化学发光市场潜力大，细分领域规模增速较快.....	9
2.1、 免疫诊断市场潜力大，国产替代大有可为.....	9
2.2、 三级医院是化学发光必争之地.....	11
2.3、 集采降费助力装机上量，国产替代正当时.....	13
3、 仪器试剂协同发展，产品竞争力突出.....	15
3.1、 仪器装机增长加速，为试剂放量奠定基础.....	15
3.2、 试剂优势：菜单齐全+小分子技术领先+上游原料自产.....	17
3.2.1、 发光试剂菜单齐全，产品竞争力凸显.....	17
3.2.2、 深耕小分子夹心法，检测性能卓越.....	18
3.2.3、 原料平台全面建成，助力研发生产双循环.....	20
4、 海外市场持续发力，横向拓展 IVD 业务领域.....	21
4.1、 装机结构持续优化，助力试剂潜力释放.....	21
4.2、 营销策略清晰：海外市场持续拓围，本地化经营能力不断提升.....	22
4.3、 横向拓展 IVD 其他赛道，提升实验室整体解决方案能力.....	23
4.4、 布局全自动流水线，构筑试剂采购护城河.....	24
5、 盈利预测与投资建议.....	26
5.1、 收入模型关键假设.....	26
5.2、 盈利预测和估值.....	26
6、 风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 新产业是国内化学发光领域的领跑者.....	4
图 2： 股权结构稳定，技术型人才掌舵.....	5
图 3： 营业收入稳步增长，疫情期间增长加速.....	6
图 4： 2022 年后归母净利润增速加快.....	6
图 5： 重视研发投入，费用水平总体趋于平稳.....	7
图 6： 毛利率长期稳定高于 70%，盈利能力较强.....	7
图 7： 2019-2023 年试剂销售占比超 70%，仪器贡献增大.....	7
图 8： 2019-2023 年试剂毛利率稳定高于 89%.....	7
图 9： 境内外双轮驱动，境外收入占比呈增长趋势.....	8
图 10： 境内毛利率基本维持在 75%以上.....	8
图 11： 流动资产储备充足.....	8
图 12： 固定资产投入奠定长期发展的基石.....	8
图 13： 全球 IVD 市场有望持续扩容.....	9
图 14： 2023 年免疫诊断占全球 IVD 市场的 23%.....	9
图 15： 2016-2023 年中国 IVD 市场 CAGR 达 15.58%.....	9
图 16： 免疫诊断是中国 IVD 最大细分领域.....	9

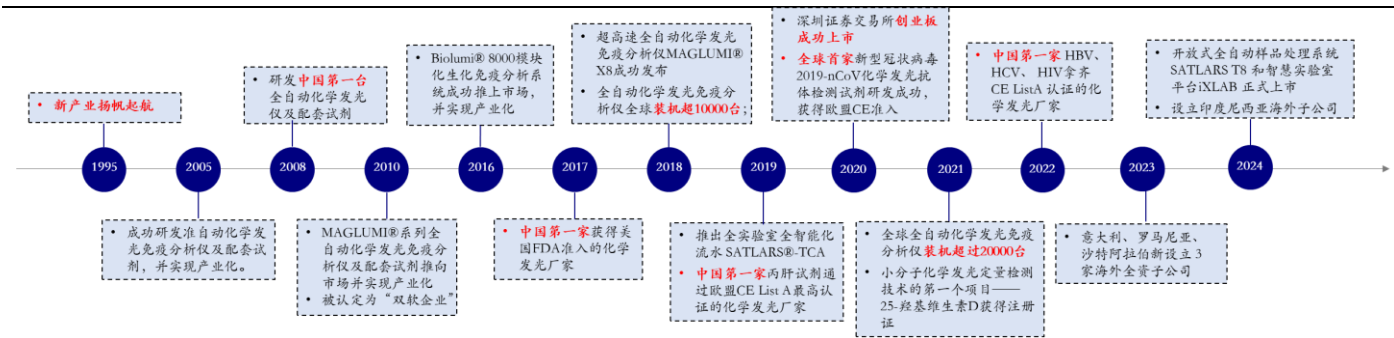
图 17: 免疫诊断方法学迭代更新, 化学发光较为先进.....	10
图 18: 化学发光在免疫诊断市场中占比约 88%.....	11
图 19: 2018-2022 年中国化学发光市场 CAGR 为 21.67%.....	11
图 20: 中国化学发光市场国产替代空间广阔.....	11
图 21: 中高通量市场在免疫诊断中占主导地位.....	12
图 22: 公立医院检查总收入中三级医院占 77.2%.....	12
图 23: 2021 年安徽集采中新产业中标试剂项目数量位居国产首位.....	14
图 24: 2024 年集采肿瘤标志物罗雅贝西报量占比达 51%.....	15
图 25: 2024 年集采甲功罗雅贝西报量占比达 54%.....	15
图 26: 国内发光装机量稳步增长.....	17
图 27: 国内大型机装机占比快速上升.....	17
图 28: 化学发光试剂菜单不断丰富.....	18
图 29: 小分子夹心法相较于竞争法优势显著.....	20
图 30: 小分子夹心法灵敏度、特异性、一致性较高.....	20
图 31: ALD 小分子夹心法室间质评 100%通过.....	20
图 32: ALD 室间质评实验室数逐年增长.....	20
图 33: 抗原抗体的制备是夹心法技术实现关键.....	21
图 34: 原料高度自给, 保障试剂毛利率维持高位.....	21
图 35: 海外发光装机量快速增长.....	22
图 36: 2024H1 海外中大型仪器装机占比超 60%.....	22
图 37: 新产业销售网络辐射全球.....	23
图 38: 流水线提高自动化水平, 降低周转时间.....	24
图 39: 与外资厂商战略合作进军流水线.....	24
图 40: 急诊血钾 TAT 速度快, 位列第一梯队.....	25
图 41: SATLARS T8 流水线多模块灵活配置.....	25
图 42: iXLAB 智慧赋能提升流水线运行效率.....	25
表 1: 新产业产品管线向多元化发展.....	4
表 2: 管理层从业多年, 行业经验丰富.....	5
表 3: 免疫诊断技术路径繁多, 化学发光是主流技术.....	10
表 4: 国内玩家在化学发光免疫分析仪 Top 10 中占据五个席位.....	12
表 5: 国产化学发光设备价格优势突出.....	13
表 6: 产品持续迭代, 满足不同客户需求.....	15
表 7: 化学发光仪器性能处于国际领先水平.....	16
表 8: 新产业化学发光检测项目最多.....	17
表 9: 检验原理迥异, 夹心法理论上比竞争法灵敏度更高.....	19
表 10: 海外子公司助力重点区域业务增长.....	23
表 11: 新产业分业务收入预测 (单位: 百万元).....	26
表 12: 新产业与可比公司相比具备更高的估值溢价 (截至 2025 年 1 月 20 日).....	27

1、新产业：国内化学发光解决方案的领跑者

1.1、公司介绍：创新能力卓越，产品矩阵完善

公司自 1995 年成立以来，致力于体外诊断领域产品的研发、生产销售及客户服务，通过自主创新引领化学发光免疫分析领域发展，公司于 2008 年成功研发国产第一台全自动化学发光免疫分析仪及配套试剂，并实现了产业化，**打破了海外巨头对中国化学发光免疫诊断市场的垄断**。2018 年，超高速全自动化学发光免疫分析系统 MAGLUMI® X8 面市，进入化学发光超高速的时代。公司积极践行出海之路，2017 年公司成为中国第一家获得美国 FDA 准入的化学发光厂家，截至 2024H1 已设立 10 家海外子公司，产品远销海外 155 个国家和地区。**作为行业内试剂菜单最齐全的化学发光厂家之一**，公司共有 202 项配套试剂在全球销售，其中 191 项已取得欧盟 CE 认证。

图1：新产业是国内化学发光领域的领跑者

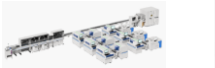


资料来源：新产业官网、新产业公司公告、开源证券研究所

公司现已建立纳米磁性微球研发、试剂关键原料研发、全自动诊断仪器研发、诊断试剂研发四大技术平台，持续优化产品研发流程。公司仪器试剂产品矩阵完善，提供丰富的设备类型和多样的检测项目以满足客户的差异化需求，并且横向拓展免疫、生化、分子等领域，开拓新的增长曲线。

表1：新产业产品管线向多元化发展

技术平台	检测项目	主要产品图
免疫诊断系列产品	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 151 项	   MAGLUMI X8 全自动化学发光免疫分析仪 MAGLUMI X6 MAGLUMI X3
生化诊断系列产品	肾功能、肝功能、特种蛋白、炎症因子、心肌标志物、脂类等 61 项	 Biossays C8 全自动生化分析仪
分子诊断系列产品	传染病、呼吸道病原体等 13 项	   Molecision R8 全自动核酸分析仪 Molecision S6 数字 PCR 系统 Molecision MP-32 全自动核酸提取仪

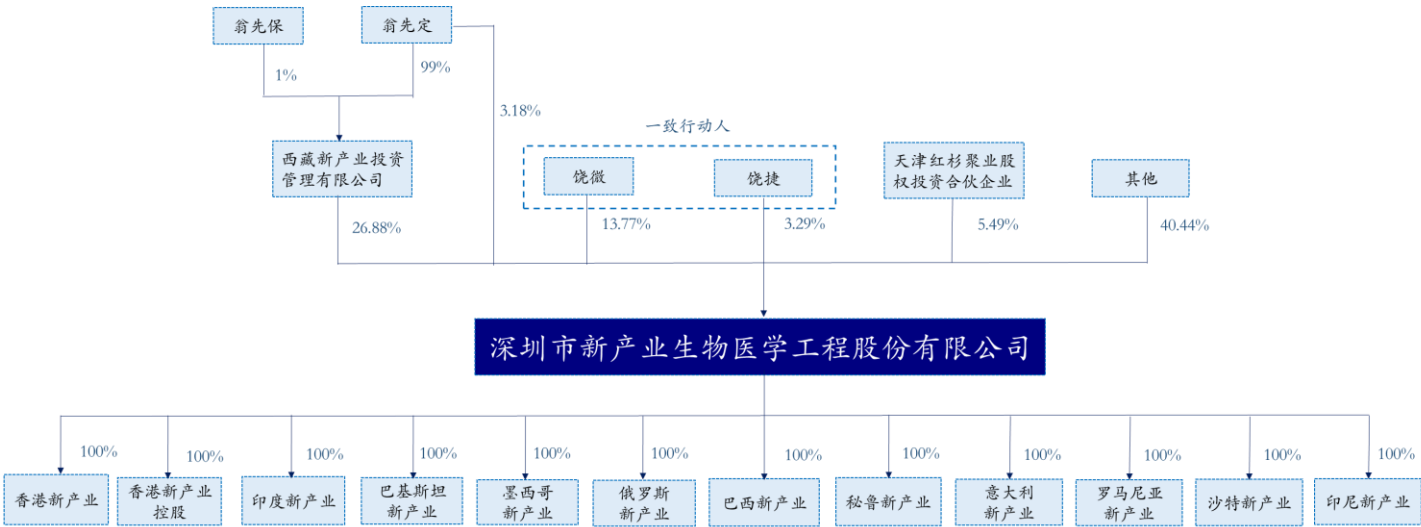
技术平台	检测项目		主要产品图	
流水线产品系列				
	SATLARS T8 智能化流水线	SATLARS TCA 智能化流水线	TS 智能化流水线	Biolumi CX8 超高速生化免疫一体机
				
				HX8 超高速生化免疫一体机

资料来源：新产业官网、开源证券研究所（注：截至 2024H1 分子诊断产品国内仍处于注册中）

1.2、股权架构：股权结构集中，管理层行业经验丰富

公司股权结构较集中，实控人翁先定先生持有 30.06%的股份。翁先定及西藏新产业合计持有公司 30.06%的股份，西藏新产业的实际控制人为翁先定；饶微和饶捷为父女关系，系一致行动人。公司积极拓展全球销售网络，注重本地化经营，截至 2024H1 公司已设立 10 家海外子公司。

图2：股权结构稳定，技术型人才掌舵



资料来源：Wind、开源证券研究所（股东数据截至 2024Q3，子公司数据截至 2023 年）

技术型人才掌舵，引领科研创新。饶微博士自 2012 年以来担任公司董事长兼总经理。自 1997 年加入新产业，饶微博士开创性地整合了纳米复合磁性微球技术、ABEI 发光物质的合成工艺以及免疫分析方法，构建了一套基于磁分离的直接化学发光免疫分析系统；并带领团队进一步研发出全自动化学发光免疫分析仪器，使新产业成为国内最早建立完整直接化学发光免疫分析平台并实现产业化的公司。

公司管理层行业经验丰富，团队稳定。公司高管行业经验丰富，在公司内任职时间均超过十年，管理层人员构成较稳定，且高管均拥有公司股份，与股东利益一致。

表2：管理层从业多年，行业经验丰富

姓名	职务	简介
饶微	董事长、总经理	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。
翁先定	董事	1961 年出生，中国国籍，无境外居留权，双硕士，经济师。1986 年 7 月至 1992 年 9 月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。

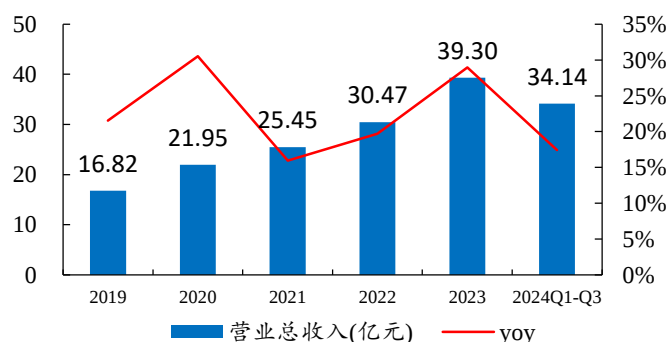
姓名	职务	简介
		1993 年 8 月组建新产业投资，并担任总裁；2004 年起至今，担任新产业投资董事长兼总裁。2014 年 2 月至今，任西藏新产业执行董事。2012 年 8 月至今，担任新产业生物董事。
丁晨柳	副总经理、财务总监	1975 年出生，中国国籍，无境外居留权，本科学历。1996 年 9 月至 2001 年 5 月，在亚桥软件（中国）有限公司担任会计工作；2001 年 6 月至 2004 年 8 月在 TCL 通讯设备股份有限公司西安分公司担任会计主管。2004 年 10 月加入新产业有限，历任公司财务部经理、副总经理。2012 年 8 月至今，担任新产业生物副总经理、财务总监。
李婷华	副总经理	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，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。2012 年 8 月至今，担任新产业生物副总经理。
刘海燕	副总经理	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。
张蕾	副总经理、董事会秘书	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

资料来源：新产业公司公告、开源证券研究所

1.3、核心财务数据：常规业务快速复苏，营收水平稳中向好

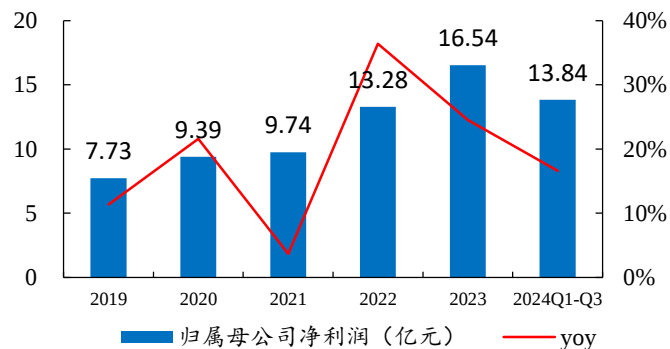
收入端和利润端稳健增长，疫情期间，收入和利润增速存在一定程度波动，但是收入端和利润端均保持增长。2019-2023 年营收 CAGR 达 23.64%，归母净利润 CAGR 达 20.95%，2024Q1-Q3 年营业总收入 34.14 亿，同比增长 17.41%，归属母公司净利润 13.84 亿元，同比增长 16.59%。随着装机量不断提升、机型结构持续优化，国内三级医院等高端市场市占率不断提升，海外市场开拓加速，公司业绩有望持续增长。

图3：营业收入稳步增长，疫情期间增长加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年后归母净利润增速加快

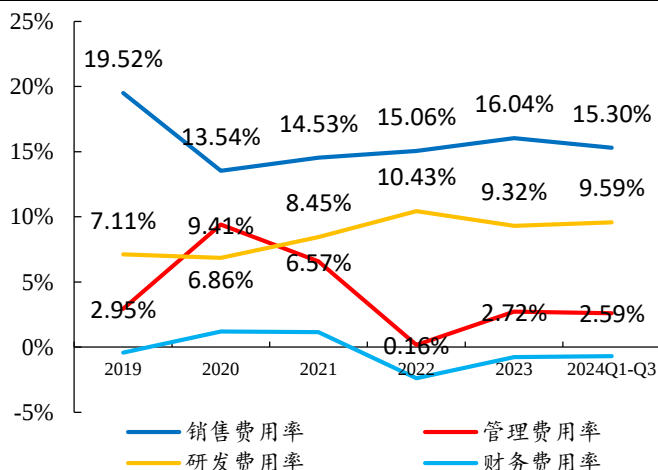


数据来源：Wind、开源证券研究所

费用水平总体趋于平稳，重视研发投入。2019-2024Q1-Q3，公司整体费用率从 29.15% 下降到 26.80%，费用率总体趋于平稳。细分来看，**销售费用率**：2020 年，公司销售费用率降幅较大，主要系公司销售费用减少，并且受疫情影响，新冠业务放量，公司整体营收增幅显著，拉低销售费用率。**管理费用率**：2020-2023 年管理费用率波动的原因主要系 2020 年推出的股权激励计划的费用摊销和冲回等影响。**研发费用率**：公司重视研发创新，2019-2023 年研发费用逐年增加，研发费用率呈上升趋势，2024Q1-Q3 研发费用率达 9.59%。

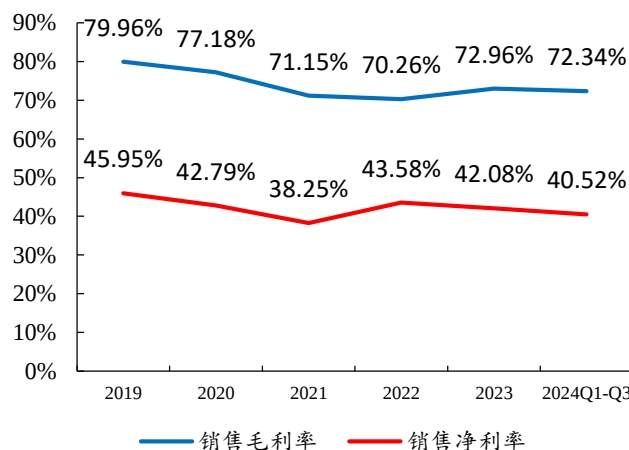
毛利率和净利率较平稳, 装机放量有望提升利润。公司毛利率整体稳定高于 70%, 2021 年以来毛利率略有下滑, 主要系公司加大仪器产品的市场开拓力度, 整体下调了仪器的销售价格, 降低了仪器及配套软件的毛利率。2023 年随着 X 系列及中大型发光仪器销售占比扩大, 公司仪器类业务毛利率提升, 此外随着海外试剂业务收入占比提升, 毛利率水平进一步增长。我们预计随着设备更新 X 系列装机上量, 中大型机占比提升, 海外试剂销售的持续放量, 毛利率有望稳步提升。公司净利率水平保持平稳, 2019-2024Q1-Q3 维持在 38%-46%, 费用率水平较稳定。

图5: 重视研发投入, 费用水平总体趋于平稳



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 毛利率长期稳定高于 70%, 盈利能力较强

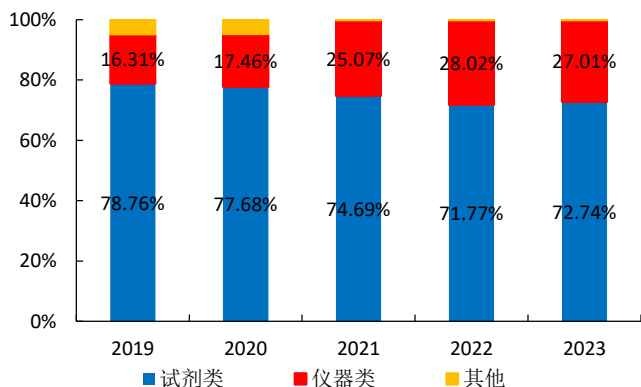


数据来源: Wind、开源证券研究所

试剂收入占比超过 70%, 仪器贡献增大。公司坚持“以仪器销售带动试剂销售, 以试剂销售促进仪器销售”的经营战略, 2019-2023 年公司仪器类收入占比从 16.31% 增长至 27.01%, 仪器快速增长, 为试剂销售奠定基础。

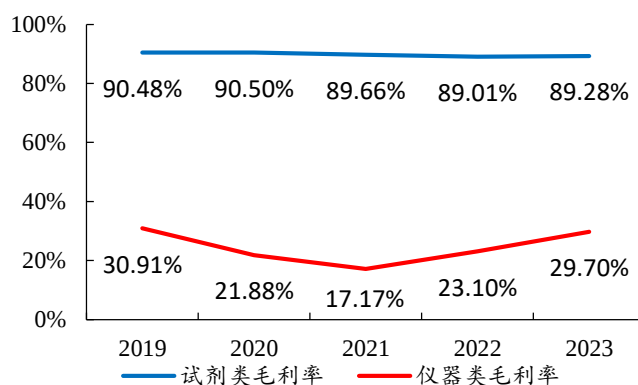
毛利率稳定高于 89%, 仪器类毛利率快速增长。2019-2023 年公司试剂毛利率较稳定, 维持在 89 - 91%, 仪器类毛利率存在波动, 其中 2021 年公司仪器毛利率下滑至 17.17%, 主要系公司在国内和海外市场整体下调了仪器的销售价格, 加大仪器产品的市场开拓力度。2022 年以来, 公司 X 系列及中大型发光仪器销量占比增加, 驱动公司仪器毛利率持续提升, 2023 年公司仪器类毛利率达 29.70%。

图7: 2019-2023 年试剂销售占比超 70%, 仪器贡献增大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2019-2023 年试剂毛利率稳定高于 89%



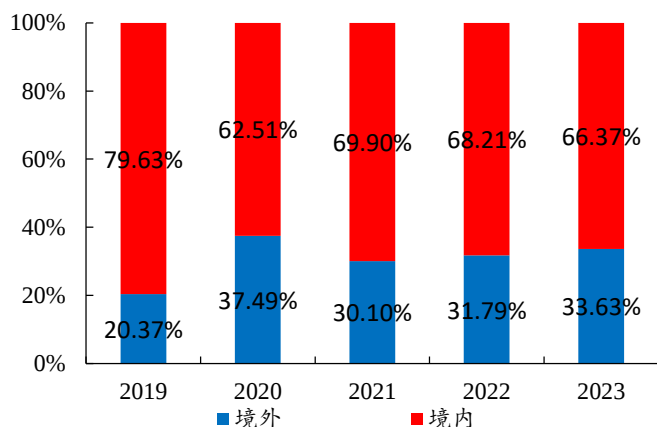
数据来源: Wind、开源证券研究所

国内外双循环, 完善覆盖全球的营销渠道。公司立足国内, 不断开拓海外市场, 2019-2023 年公司境外营收占比呈上升趋势, 其中受疫情影响, 新冠检测产品放量, 请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2020 年境外营收占比激增至 37.49%。2021 年境外营收占比有所回落，主要系多国新冠防疫政策调整，新冠发光检测试剂收入下滑。2022 年以来，公司注重扩充产品线，通过学术推广、设立海外子公司、本土化经营等方式，提高产品流通渠道覆盖的广度与深度，推动境外营收占比稳步增长。

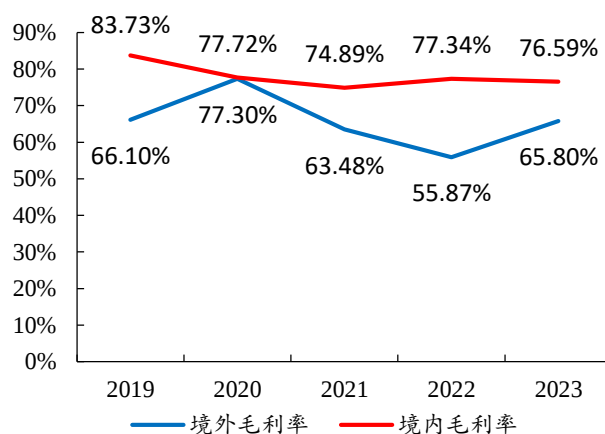
2020 年全球新冠疫情爆发，带动抗体检测试剂在海外销售量快速增长，境外毛利率攀升至 77.3%。2021-2022 年，由于公司采用了更为积极的销售政策，整体下调了仪器的销售价格，导致毛利率有所下降。2023 年，由于海外装机数量的不断增加，带动海外试剂业务收入占比不断提升，海外试剂类产品收入占境外主营业务收入的比重达 58.04%，同比增加了 6.91 个百分点，带动境外整体毛利率回升至 65.8%。

图9：境内外双轮驱动，境外收入占比呈增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：境内毛利率基本维持在 75% 以上

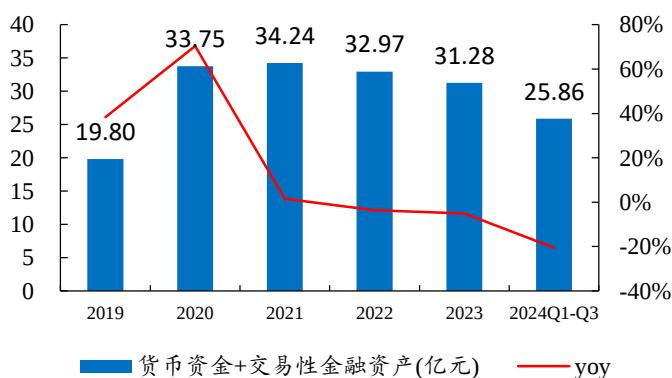


数据来源：Wind、开源证券研究所

流动资产储备较充足，营运能力较强。2021-2023 年公司储备较为充足的现金和交易性金融资产，2023 年公司货币资金和交易性金融资产总计达 31.28 亿元，保障了公司在行业低谷期的应对不确定性的能力。

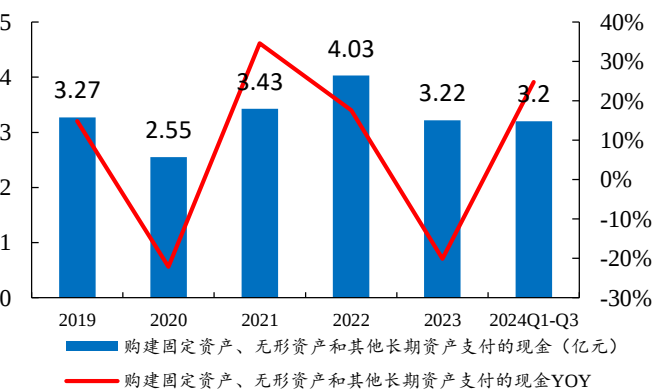
固定资产及长期资产持续投入，提高公司关键原料研发技术和规模化生产能力。2019-2023 年年均固定资产及长期资产投入超 2.5 亿，2023 年投入达到 3.22 亿元。2023 年 6 月公司完成了试剂关键原料研发及生产中心的改造升级并投产，试剂关键原料研发及生产能力显著提升。2023 年公司仪器研发团队正式搬入研发生产基地三期，仪器研发硬件设施进一步提升。

图11：流动资产储备充足



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：固定资产投入奠定长期发展的基石



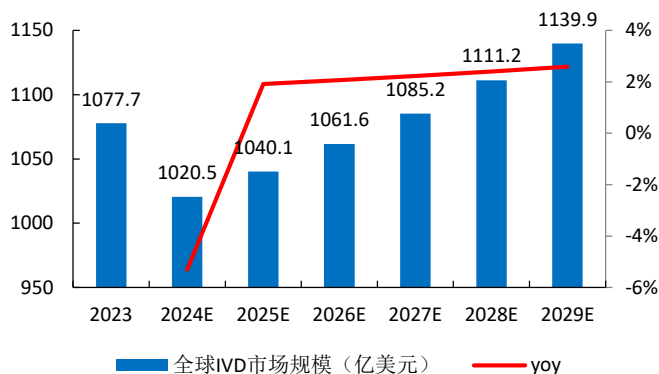
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、化学发光市场潜力大，细分领域规模增速较快

2.1、免疫诊断市场潜力大，国产替代大有可为

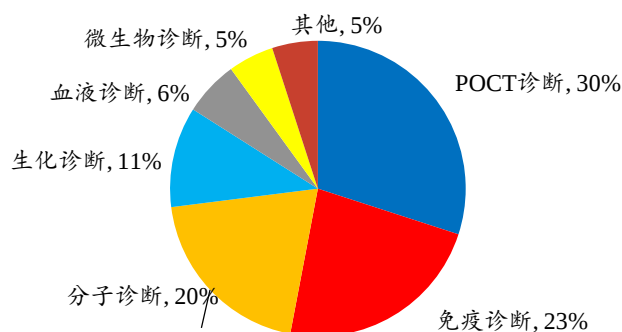
新冠疫情后，全球体外诊断（IVD）市场短暂回落后，有望恢复持续扩容态势。根据Precedence research测算，预计2029年全球IVD市场规模将达到1139.9亿美元。按照检验原理或检验方法，IVD市场主要分成免疫诊断、POCT诊断、分子诊断、生化诊断、血液诊断和微生物诊断等细分领域，其中免疫诊断领域是IVD的主流，2023年免疫诊断市场占据IVD市场23%的份额，市场份额较高。

图13：全球 IVD 市场有望持续扩容



数据来源：Precedence research、开源证券研究所

图14：2023 年免疫诊断占全球 IVD 市场的 23%

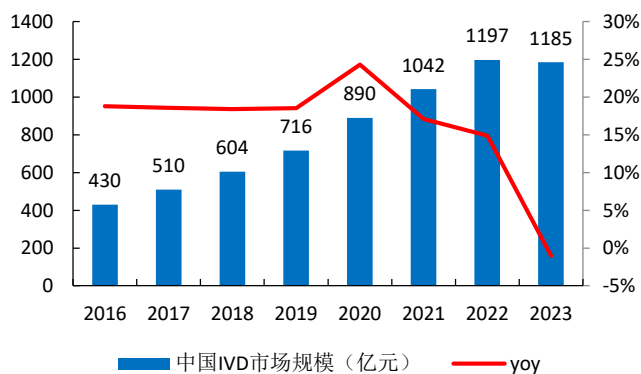


数据来源：Kalorama Information、开源证券研究所

中国 IVD 市场高速增长，2023 年中国 IVD 市场规模达 1185 亿元。随着国内居民健康素养提升，重病、大病早诊早筛和精准医疗需求的逐步释放，IVD 市场方兴未艾。在政策扶持、技术进步、下游市场需求膨胀的推动下体外诊断快速发展，中国 IVD 市场 2016-2023 年 CAGR 达 15.58%，产业化程度迅速提高。

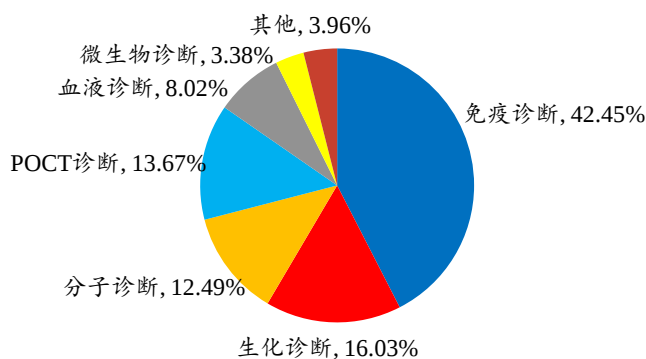
免疫诊断是中国 IVD 最大细分领域，市场空间广阔。根据 Eshare 药械汇测算，2023 年中国免疫诊断市场规模达 503 亿元，是中国 IVD 市场最大的细分领域，市场份额达 42.45%，市场空间广阔。

图15：2016-2023 年中国 IVD 市场 CAGR 达 15.58%



数据来源：Eshare 药械汇、开源证券研究所

图16：免疫诊断是中国 IVD 最大细分领域



数据来源：Eshare 医械汇、开源证券研究所

免疫诊断方法学不断革新，技术路径繁多。免疫诊断技术免疫诊断作为体外诊断领域的重要分支，有着举足轻重的地位。其依托免疫学理论构建的检测方法，能够精准测定抗原、抗体、免疫细胞及其分泌的细胞因子。自 1960 年起，随着学科

交叉融合的不断深入，中国免疫诊断技术不断革新，从初始的放射免疫逐步发展至胶体金、酶联免疫、化学发光技术，每一次的技术革新都是为了更加契合临床诊断的需求，不断提升诊断效能。

图17：免疫诊断方法学迭代更新，化学发光较为先进



资料来源：德勤咨询

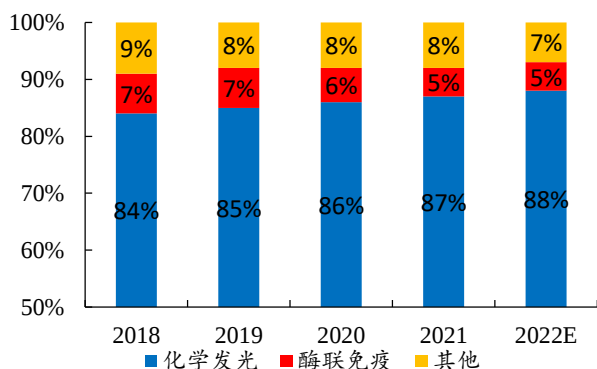
表3：免疫诊断技术路径繁多，化学发光是主流技术

方法学	检测原理	核心特点	目前临床应用
放射免疫技术	利用放射性核素标记抗原或抗体，形成抗原抗体复合物定量检测放射活性分子的放射信号	特异性高，但放射性核素具有一定污染性，且试剂不便于储存	目前已经被淘汰，国内少有应用
胶体金技术	在氯金酸(HAuCl ₄)等还原剂的作用下聚合成金颗粒，与抗原抗体通过静电作用结合并呈现结果	检测速度快且操作简单	主要应用于急诊领域作为快筛快检或家用检测
免疫荧光技术	将荧光色素标记在抗体或抗原上，与其相应的抗原（或抗体）结合后测定特异性荧光反应	特异性较高，后续通过层析等形式改良后，检测速度快且操作简单	主要应用于急诊领域作为快筛快检或中小型医院检测使用
酶联免疫技术	加入酶标记的抗体通过反应结合在固相载体后，加入酶反应的底物并催化颜色或显现荧光	试剂性质稳定，技术成熟，可大规模配制	主要应用于医院检验科、血站等医疗机构大规模检测，部分分支技术可用于急诊领域诊断
时间分辨荧光技术	对荧光免疫进行升级，以镧系元素标记为示踪螯合物和荧光测量相结合并进行标记，避免受检测物种自然荧光的干扰	检测灵敏度比荧光免疫平台高且检测范围广	主要应用于急诊领域作为快筛快检或中小型医院检测使用
化学发光技术	利用化学发光物质经催化剂的催化和氧化剂的氧化，形成一个激发态的中间体，当其回归稳定态时发射出光子并测量其数值	特异性高，自动化程度高，可大规模检验	主要应用于医院检验科等医疗机构大规模检测，成为主流免疫诊断技术

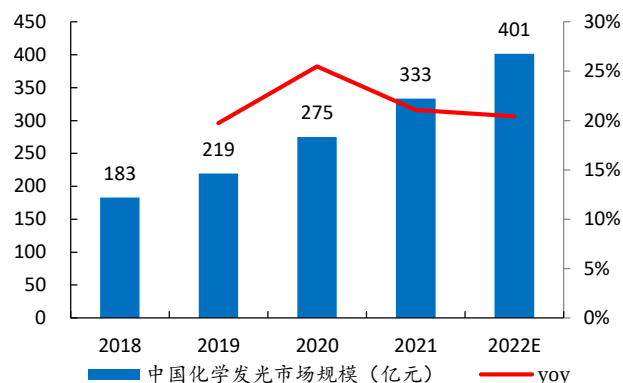
资料来源：德勤咨询、开源证券研究所

化学发光临床优势显著，近年来成为主流技术。由于化学发光所具备的高灵敏度、高特异性、高通量、高稳定度、检测范围广以及操作便捷等显著优势，近年来国内免疫分析领域已呈现以化学发光为主导的格局，广泛应用于肿瘤标记物、传染病、内分泌功能、激素等方面的诊断。根据德勤咨询测算，2018-2022 年中国免疫诊断市场中，化学发光技术市场占比呈现逐年增长趋势，2022 年中国免疫诊断市场中化学发光占比约 88%，已经替代酶联免疫成为免疫诊断领域的主流技术。

化学发光市场规模增速快，2018-2022 年 CAGR 达 21.67%。2018-2022 年中国化学发光市场规模保持高速增长，其中 2020 年受公共卫生事件影响，抗体检测需求快速增长，推动化学发光市场加速扩容，2022 年市场规模达突破 400 亿元。

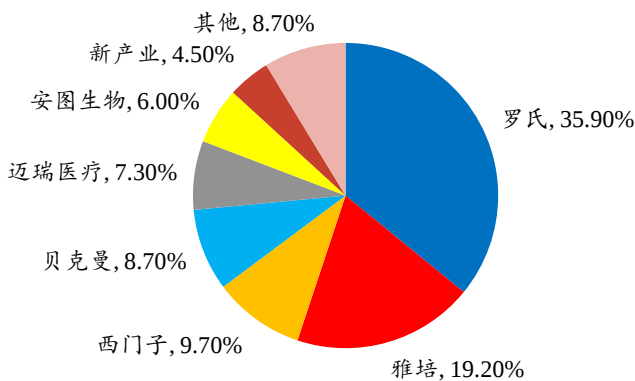
图18：化学发光在免疫诊断市场中占比约 88%


数据来源：德勤咨询、开源证券研究所

图19：2018-2022 年中国化学发光市场 CAGR 为 21.67%


数据来源：德勤咨询、开源证券研究所

“罗雅贝西”占据我国化学发光市场份额超 70%，国产替代空间广阔。化学发光设备有着较高的技术门槛，不同浓度的被测物对设备的通用性是极大的考验，加之设备与试剂遵循专机专用的模式，这些高门槛使得进口产品长期垄断我国化学发光市场。根据 Eshare 医械汇测算，2023 年，“罗雅贝西”四家企业总共占据国内化学发光市场份额的 73.5%，这也意味着国产替代存在广阔空间。现阶段，以新产业、迈瑞、安图等为代表的国内一线厂商，连同其他若干规模较小的企业，凭借创新驱动发展，使得产品性能持续改进，已经达成了部分国产替代，获取了一定的市场占比。不过总体而言，国产化率较低，化学发光市场的国产替代潜力依旧巨大。

图20：中国化学发光市场国产替代空间广阔


数据来源：Eshare 医械汇、开源证券研究所

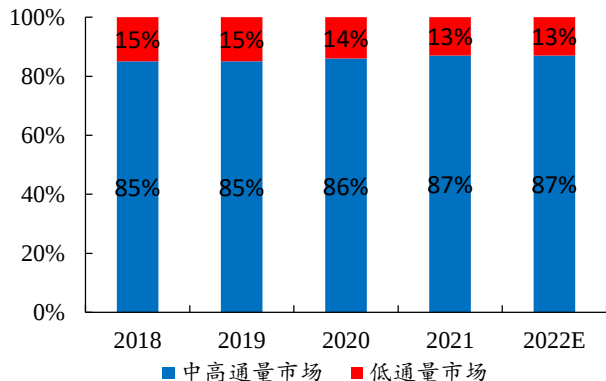
2.2、三级医院是化学发光必争之地

中高通量市场在免疫诊断中占主导地位，化学发光是其中的主流技术。免疫检测平台在临床应用中大致可分为中高通量仪器和低通量仪器，相对于低通量市场所面对的急诊科或中小型、医院和实验室，中高通量市场面对三级医院等大型医院客户，测试量较大且设备单价高，因此中高通量市场规模较大，贡献了大部分的免疫诊断市场体量。中国免疫诊断市场，中高通量市场占主导地位，根据德勤咨询测算，2022 年中高通量市场占据免疫诊断市场 87% 的份额，其中化学发光作为免疫诊断中的主流技术，在中高通量市场中占比达 88%。

三级医院是中高通量市场最主要的终端客户。根据中国卫生健康统计年鉴，2021

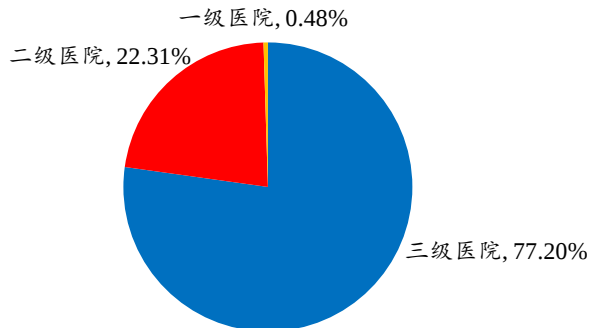
年三级医院检查收入占我国公立医院的检查总收入的 77.2%，由于接诊患者多、检测项目丰富、时效性高等特点，三级医院检测量居高不下，因此对于中高通量仪器的需求也日趋旺盛，免疫流水线在三级医院中普及率较高。

图21：中高通量市场在免疫诊断中占主导地位



数据来源：德勤、开源证券研究所

图22：公立医院检查总收入中三级医院占 77.2%



数据来源：中国卫生健康统计年鉴 2022、开源证券研究所

三级医院等高端市场仍然以进口品牌为主，国产品牌所占据的市场份额相对较小。主要是因为三级医院对化学发光仪器和试剂的要求较多：1、质量过硬，检测结果的灵敏度、准确度等需要不逊于进口产品。由于三级医院检测量大，因此对于仪器的故障率和稳定性有更高要求。2、售后服务完善，定期组织培训和软件更新，如遇设备故障或试剂短缺能迅速响应。3、设备和试剂性价比高，DRGs 和检测项目控费等政策对医院检验科的收入结构产生重大影响，促使医疗机构寻找成本更低的解决方案。

国内玩家的价格优势显著，主力机型认可度较高。国产化学发光产品质量已经逐步赶超进口产品，并且以迈瑞、新产业为首的厂商已搭建了完善的售后服务网络，产品逐渐得到众多终端客户的认可。2024H1 中国化学发光免疫分析仪 Top 10 中，排名前十的型号均为各自品牌的高速机型，其中贝克曼 UniCel DxI 800、迈瑞 CL-8000i、新产业 MAGLUMI X8 位居前三，市占率分别为 6.82%、6.70%、4.93%。其中国内厂商在化学发光免疫分析仪前十中占据五个席位。国产化学发光免疫分析仪在价格上优势突出，平均价格显著低于进口产品。

表4：国内玩家在化学发光免疫分析仪 Top 10 中占据五个席位

排名	所属品牌	型号	市占率	平均价格(万元)
1	贝克曼 Beckman	UniCel DxI 800 Access Immunoassay System	6.82%	48.2
2	迈瑞 Mindray	CL-8000i	6.70%	35.9
3	新产业生物 Snibe	MAGLUMI X8	4.93%	22.1
4	罗氏 Roche	cobas 8000 e 801	3.73%	42.7
5	罗氏 Roche	CCMP671 && P512 && P701	3.31%	336
6	迈瑞 Mindray	CL-1200i	2.69%	19.5
7	亚辉龙 YHLO	iFlash 3000-G	2.68%	18.5
8	伯乐 Bio-Rad	ChemiDoc	2.67%	31.8
9	迈瑞 Mindray	CL-2000i	2.62%	35.7
10	希森美康 Sysmex	HISCL-5000	2.53%	64.7

资料来源：现代仪器和医疗杂志公众号、众成数科、开源证券研究所

表5：国产化学发光设备价格优势突出

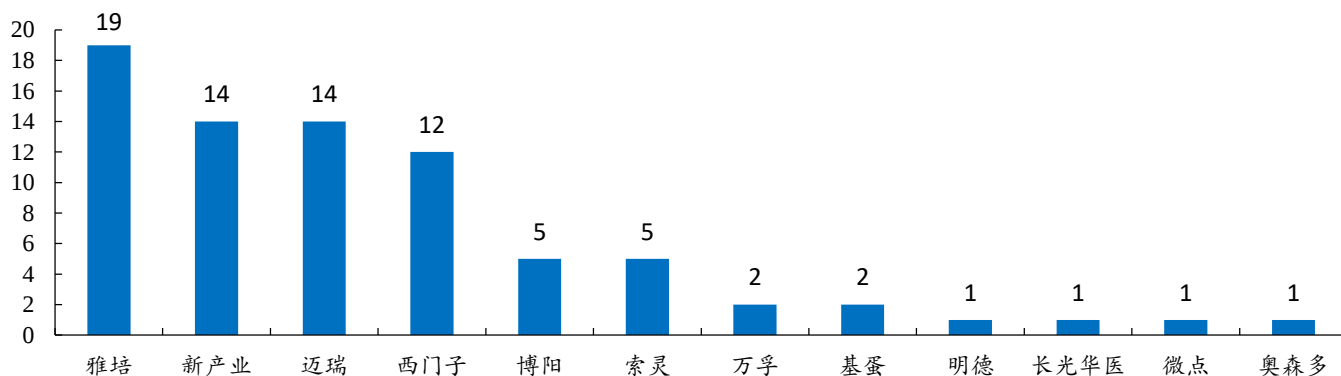
品牌	型号	占比	平均价格(万元)
迈瑞 Mindray	CL-8000i	49.91%	35.9
	CL-1200i	20.02%	19.5
	CL-2000i	19.53%	35.7
	CL-6000i	6.57%	21.8
	CL-6200i	1.48%	未披露
罗氏 Roche	cobas 8000 e 801	30.13%	42.7
	CCMP671 && P512 && P701	26.69%	336.0
	cobas e 801	15.85%	99.7
	cobas 6000 e 601	11.17%	61.8
	801	7.15%	90.0
新产业 生物 Snibe	MAGLUMI X8	46.42%	22.1
	X8	20.39%	110.0
	MAGLUMI X6	16.98%	23.8
	MAGLUMI X3	6.99%	21.9
	MAGLUMI 4000	2.73%	10.0
贝克曼 Beckman	UniCel DxI 800 AccessImmunoassay System	68.49%	44.9
	UniCel DxI 800 Access	13.79%	148.5
	Access 2	9.79%	23.7
	DxI 800	5.48%	14.8
	81600N(Access 2)	2.46%	26.5
安图 Autobio	AutoLumo A6200	43.85%	12.0
	AutoLumo A2000 Plus	25.25%	17.2
	AutoLumo	12.48%	34.0
	AutoLumo A1800	9.14%	24.9
	AutoLumo A1000	4.03%	22.0

资料来源：现代仪器和医疗杂志公众号、众成数科、开源证券研究所

新产业稳步拓展三级医院市场，2023 年公司已为国内 1535 家三级医院提供服务，国内三甲医院的覆盖率达 57.46%，2024 年上半年，公司服务的三级医院数量较 2023 年末增加了 101 家。

2.3、集采降费助力装机上量，国产替代正当时

集采政策助力，本土企业市场份额稳步增长。2021 年安徽省率先开展了化学发光试剂集采，针对肿瘤相关抗原测定、感染性疾病实验检测、心肌疾病实验诊断、激素测定、降钙素原检测共 5 大类 23 小类 145 个产品开展“靶向集采，其中 88 个临床检验试剂产品完成谈判议价，平均降幅达 47.02%。其中新产业、迈瑞、博阳、索灵、万孚等多家国内企业中标，**新产业和迈瑞的中标项目数量位居国内企业首位**。随着集采项目陆续落地，推动本土企业试剂放量，市场份额稳步增长。2022 年，新产业国内试剂业务收入同比增长 18.02%，MAGLUMI X8 进入更多二甲以上大型医院。迈瑞医疗在安徽省的化学发光业务实现了超过 85% 的增长，试剂收入增量超 1 亿元，市场占有率跃升至 20% 以上。

图23：2021 年安徽集采中新产业中标试剂项目数量位居国产首位


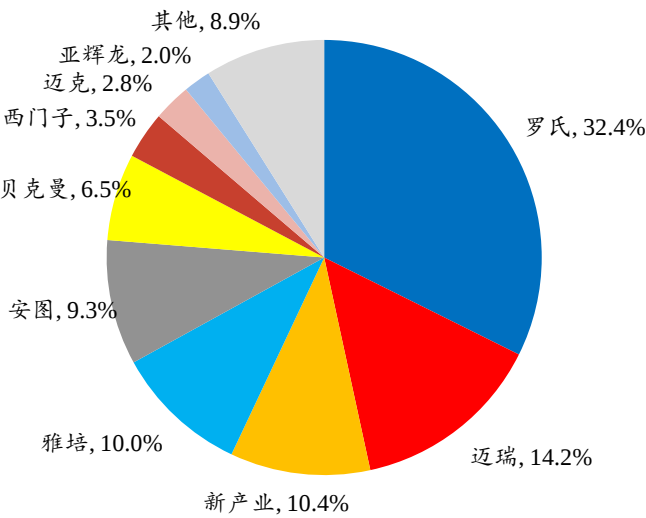
数据来源：安徽省医药集中采购平台、开源证券研究所

化学发光相较于生化试剂，集采降幅较为温和。2022 年江西等 23 省（区、兵团）进行肝功生化类检测试剂集中带量采购，是首个联盟类存量市场的集采行为。而此次带量采购，平均降幅 68.64%，低密度脂蛋白降幅高达 95.64%。生化诊断试剂同质化严重、竞争充分，集采降幅较大，相较而言，化学发光技术难度和差异性更高，集采降幅较温和。2023 年安徽省等 25 省（区、兵团）医疗保障局组成采购联盟开展体外诊断试剂集中带量采购，覆盖传染病八项、性激素六项等检测项目，平均降幅 53.9%。公司所有集采覆盖的化学发光检测项目均进入 A 组并且顺利中选。

新一轮肿标、甲功集采市场规模较大，2024 年底，安徽省等 28 省（区、兵团）体外诊断试剂省际联盟集中带量采购，覆盖肿瘤标志物十六项、甲状腺九项等检测项目，我们根据上述 28 省集采报量信息和有效申报价与必中选价格推导当前甲功和肿标对应的市场规模。如果按照最高有效申报价和确保中选的规则二价格，可以测算出肿标市场规模为 64.65 亿元和 32.30 亿元，甲功市场规模为 53.52 亿元和 26.72 亿元。

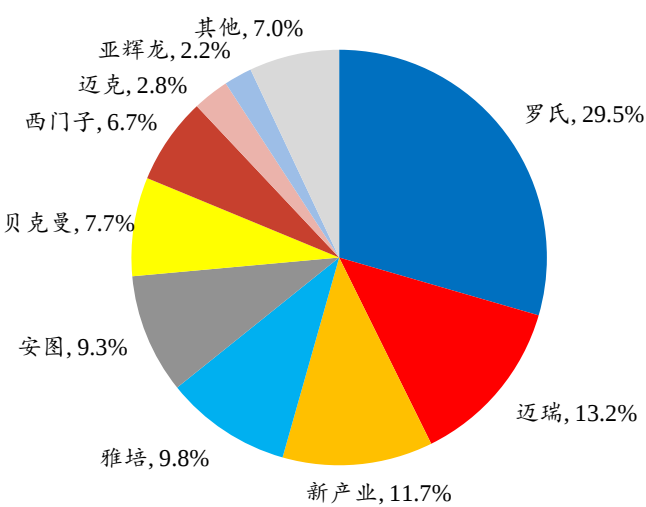
国产替代空间广阔，迈瑞、新产业领跑发光集采。根据各企业报量情况我们可以看出进口厂商仍然占半壁江山，国产替代空间仍然较大，其中肿瘤标志物和甲状腺功能检测试剂盒集采报量中罗雅贝西占比分别达 51%、53%，迈瑞医疗+新产业+安图生物+迈克生物+亚辉龙占比分别为 38%、39%。国产厂商已在技术上深度积累，产品质量已足以国产替代，成本和服务等多方面优势在国内有望进一步发挥。国内以迈瑞医疗和新产业占比居前，二者也有望此次集采中通过价格、服务等优势进一步提升市占率。

图24：2024 年肿瘤标志物罗雅贝西报量占比达 51%



数据来源：安徽省医保局、开源证券研究所

图25：2024 年甲功罗雅贝西报量占比达 54%



数据来源：安徽省医保局、开源证券研究所

3、仪器试剂协同发展，产品竞争力突出

3.1、仪器装机增长加速，为试剂放量奠定基础

坚持自主创新，产品持续迭代更新。公司于 2008 年成功研发出 MAGLUMI 2000 全自动化学发光免疫分析仪，成功研发出甲状腺、性腺、肿瘤标志物、糖代谢等 68 种全自动化学发光免疫分析试剂，并获得产品注册证书，实现了国内化学发光免疫分析领域零的突破。随后公司又推出了 MAGLUMI 2000 Plus、MAGLUMI 1000、MAGLUMI 600、MAGLUMI 4000、MAGLUMI 800、MAGLUMI 4000 Plus 等全自动化学发光免疫分析仪等新产品，满足不同客户的需求。

表6：产品持续迭代，满足不同客户需求

产品型号	测试速度	首测时间	组合互联	最大样本装载	最大试剂装载	图片
MAGLUMI 4000Plus	280T/H	16 分钟	同型号仪器、生化仪组合互联	144 个	25 种	
MAGLUMI 4000	280T/H	15 分钟	否	144 个	25 种	
MAGLUMI 2000Plus	180T/H	17 分钟	否	144 个	25 种	
MAGLUMI 2000	180T/H	17 分钟	否	144 个	15 种	
MAGLUMI 1000	120T/H	17 分钟	否	144 个	15 种	

产品型号	测试速度	首测时间	组合互联	最大样本装载	最大试剂装载	图片
MAGLUMI 800	180T/H	17 分钟	否	40 个	9 种	
MAGLUMI 600	180T/H	17 分钟	否	16 个	4 种	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

产品矩阵梯度配置，满足不同客户要求。自 2019 年 MAGLUMI X8 面世，X 系列产品线不断丰富，公司接连推出 X3、X6、X8、X10，构建了从小型至大型、低速至超高速的全系列的化学发光分析仪产品矩阵，兼顾大型医院和基层医疗机构的差异化需求。

X10、X8 性能卓越，抢占全球高端市场。2018 年推出全球首台检测速度达 600T/H 的高端化学发光免疫分析仪 MAGLUMI X8，作为面向中大型医疗机构的高速机型，该设备拥有 300 个样本位和 42 个试剂位，检测速度 600T/H，可与同型号仪器、生化仪、电解质分析仪组合互联。**X8 在样本位与测试速度具备显著优势**，自推出以来装机量快速增长，截至 2024H1，X8 全球累计装机达到 3170 台。2024 年发布更高通量的 MAGLUMI X10，检测速度达 1000T/H，支持联入全实验室自动化系统，更好满足大型实验室要求，有望进一步扩大公司在大型医疗终端的市场份额。

X6 性价比优势突出，适合不同终端客户。2022 年 MAGLUMI X6 上市，该设备具备灵活的洗液配置模块，新一代液动 TIP 移液技术，检测速度 450T/H，坪效比 $\geq 320\text{T/H/m}^2$ ，拥有 112 个样本位和 30 个试剂位，具备超高的性价比优势，客户广阔。

X3 机型小巧、性能不俗，满足基层客户需求。2021 年 MAGLUMI X3 上市，该设备拥有 72 个样本位和 20 个试剂位，检测速度 200T/H，占地面积 $<0.68\text{m}^2$ 。凭借体积小巧，测速和装载量媲美中大型机的优势，MAGLUMI X3 满足了基层客户空间不足、检验量有限的问题，在大医院急诊、门诊、中小医院、基层医疗机构以及独立实验室等客户群体中广受欢迎。

表7：化学发光仪器性能处于国际领先水平

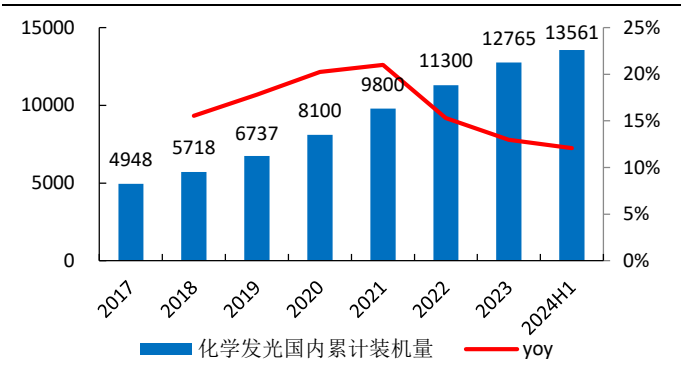
类型	厂家	型号	技术原理	发光体系	测速(T/H)	样本位	试剂位	检测时间
进口厂家	罗氏	E801	电化学发光	三联吡啶钌	300	192	48	9-18 分钟
		E601			170	75	25	9-27 分钟
	雅培	i2000	直接发光	吖啶酯	200	135	25	29 分钟
		i1000			100	65	25	15 分钟
	贝克曼	DXI 800	酶促发光	碱性磷酸酶	400	120	50	15 分钟
		Access II			100	60	24	15 分钟
	西门子	Centaur XP	直接发光	吖啶酯	240	185	30	19 分钟
		Centaur CP			180	84	15	15 分钟
		Immulinite 2000	直接发光	吖啶酯	200	90	24	15 分钟
		Immulinite 1000			120	144	12	15 分钟
国产厂家	新产业	X10	直接发光	异鲁米诺	1000	-	-	-
		X8			600	300	42	15 分钟
		4000 Plus			280	144	25	16 分钟
		2000 Plus			180	144	25	17 分钟

类型	厂家	型号	技术原理	发光体系	测速(T/H)	样本位	试剂位	检测时间
	迈瑞	CL-8000i	酶促发光	碱性磷酸酶	500	300	36	18 分钟
		CL-6000i			480	300	36	≤ 17 分钟
		CL-2000i			240	300	36	25-40 分钟
		CL-1000i			120	60	25	15-25 分钟
	安图	A6000	酶促发光	辣根过氧化物酶	600	200	50	15-20 分钟
		A2000			200	100	24	18 分钟
		A1000			100	100	24	21 分钟
	迈克	I 3000	直接发光	吖啶酯	300	200	30	15 分钟
		I 1000			180	-	-	14 分钟

资料来源：德勤咨询、开源证券研究所

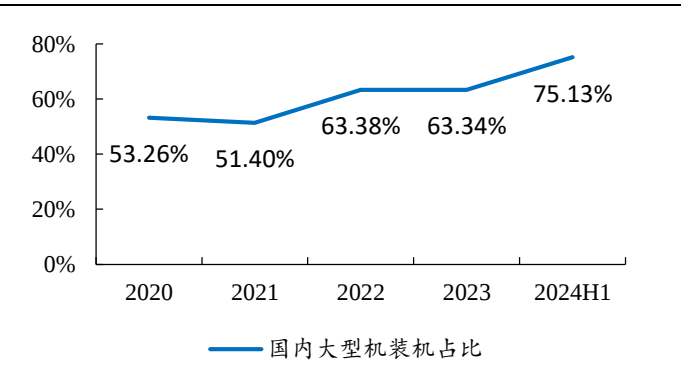
国内装机提速，驱动试剂销量上扬。公司化学发光仪凭借出色性能获国内外客户青睐，自 2020 年新冠疫情全球蔓延，公司化学发光设备步入快速发展通道，装机数量快速增长，自 2020 年起，公司国内发光仪器年销量稳定超 1300 台，截至 2024H1 国内累计装机量达到 13561 台，为试剂销量持续放量筑牢根基。

图26：国内发光装机量稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：国内大型机装机占比快速上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、试剂优势：菜单齐全+小分子技术领先+上游原料自产

3.2.1、发光试剂菜单齐全，产品竞争力凸显

化学发光试剂菜单齐全，产品竞争力凸显。公司是行业内试剂菜单最齐全的化学发光厂家之一，检测项目种类和数量均处于国内领先地位。截至 2024H1，公司国内市场已获注册的化学发光试剂 181 项（共 257 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。尤其是由于化学发光免疫诊断系统封闭式的特点，齐全的试剂菜单将有效提升公司的产品竞争力，

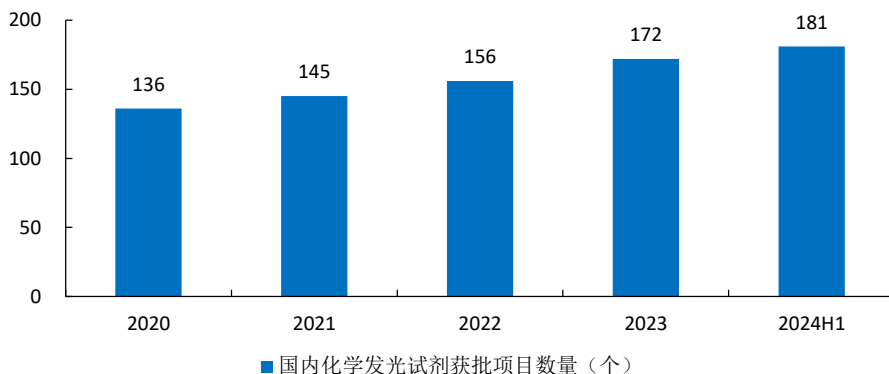
表8：新产业化学发光检测项目最多

	迈瑞医疗	新产业	亚辉龙	安图生物
肿瘤标志物	25	19	18	20
心血管及心肌标志物	8	17	7	8
自身免疫	0	16	58	35
性腺	12	16	14	11
优生优育	13	16	16	14

	迈瑞医疗	新产业	亚辉龙	安图生物
呼吸道病原体	0	14	6	12
传染病	10	13	8	15
甲状腺	12	12	9	10
糖代谢	2	8	3	2
EB 病毒	0	7	6	0
骨代谢	6	7	3	4
炎症检测	3	7	4	0
高血压	9	6	4	5
血栓	0	6	6	0
肝纤维化	3	6	6	5
胃功能	0	4	0	0
贫血	4	4	3	3
生长发育	2	3	2	2
药物监测	0	3	0	0
肾功能	0	3	0	0
其他	0	3	1	0
合计	109	190	174	146

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

图28：化学发光试剂菜单不断丰富



数据来源：公司公告、开源证券研究所

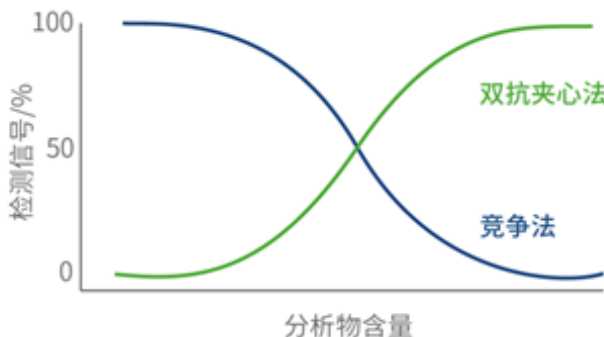
3.2.2、深耕小分子夹心法，检测性能卓越

灵敏度免疫检测通常分为两大类，竞争法和非竞争法，非竞争法中最常用的就是夹心法。竞争免疫检测与夹心免疫检测两者在检测原理、分析性能上有着本质性差异。在竞争免疫检测中，分析物与标记的（或固定的）分析物竞争有限的特异性抗体。相反，夹心免疫检测可以结合基于过量存在的两种不同抗体的分析物，具有更高水平的灵敏度、精度和特异性。

夹心法理论上具备比竞争法更高的灵敏度。夹心法灵敏度主要取决于分析物存在时的信号增益幅度和分析物不存在时的测量误差。从信号响应曲线来看，夹心法与竞争法产生钩状效应的位置不同，**夹心法钩状效应发生在抗体高剂量时**，竞争法则发生在抗体低剂量时。一般来说，在低背景下测量强信号要比测量两个弱信号之

间的差容易得多，基于这个原因，夹心法理论上具备比竞争法更高的灵敏度。此外，在动力学方面过量使用捕获和示踪抗体，有利于抗体-抗原-抗体复合物的形成，从而提高敏感性。

表9：检验原理迥异，夹心法理论上比竞争法灵敏度更高

	夹心法	竞争法
检验原理	采用两株抗体，可与分析物形成“三明治夹心”结构。其中一株抗体被固定在固相载体上，用于从样本中捕获分析物，另一株抗体特异性识别分析物的另一位点，用于构建信号生成系统，产生检测信号	采用一株抗体，且反应体系中抗体数量相对于待测物质数量是有限或不足的。示踪剂通过标记目标分析物的类似物进行制备，示踪剂与样本中的待测物共同竞争有限数量的抗体结合位点
试剂用量	试剂过量	试剂限量
灵敏度	取决于抗体的结合能力（平衡常数）	取决于分析物存在时的信号增益幅度和分析物不存在时的测量误差
信号响应曲线 		
信号强度	与分析物浓度呈正比	与分析物浓度呈反比
结果	反应被分析物占用的抗体结合位点数量	反应未被分析物占用的抗体结合位点数量

资料来源：南京欧凯生物公众号、开源证券研究所

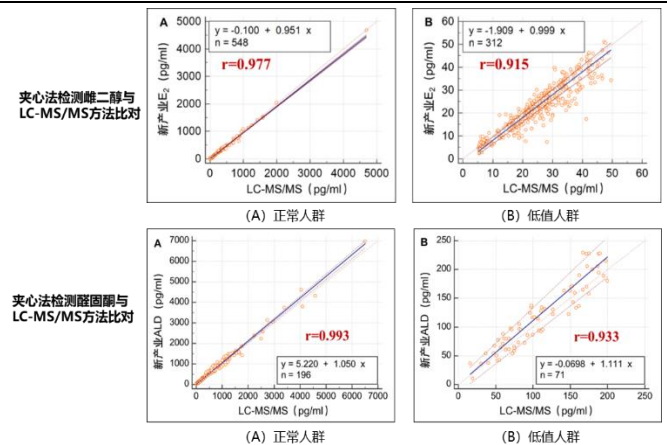
深耕小分子夹心法，克服传统技术缺陷。在小分子检测中，竞争法本身方法学存在多种缺陷，如精密度不足、灵敏度弱、特异性低、易受干扰、线性范围窄等，。因此，自 2017 年启动小分子非竞争法技术布局后，新产业生物历经四年多的深度调研与探索。至 2021 年，成功突破小分子复合物抗体开发技术瓶颈，构建起完备的小分子夹心法检测技术平台，涵盖原料开发平台和试剂工艺开发平台，为公司在该领域的发展奠定坚实基础。截至 2024H1，公司已完成 25-羟基维生素 D、醛固酮、雌二醇、他克莫司、游离三碘甲状腺原氨酸、总三碘甲状腺原氨酸、游离甲状腺素、总甲状腺素共 8 项小分子双抗体夹心法试剂的产品注册。经过检测，**夹心法检测结果与 LC-MS/MS 方法(金标准)具有高度一致性，对于低值样本也具有非常不俗的表现，很好地弥补了竞争法的不足。**

图29：小分子夹心法相较于竞争法优势显著

样本	LC-MS/MS	新产业 (夹心法)	进口品牌D (竞争法)	样本	LC-MS/MS	新产业 (夹心法)	进口品牌D (竞争法)
ALD-1	15.8	36.6	109.0	ALD-24	318	353	458.0
ALD-2	40.2	37.3	91.4	ALD-25	375	393	415.0
ALD-3	59.4	71	126.0	ALD-26	400	414	293.0
ALD-4	63.2	59.9	114.0	ALD-27	467	468	598.0
ALD-5	64.3	78.5	110.0	ALD-28	473	507	574.0
ALD-6	75.8	62.4	111.0	ALD-29	500	564	677.0
ALD-7	80.4	72.9	127.0	ALD-30	525	591	605.0
ALD-8	92.8	85.2	167.0	ALD-31	572	611	702.0
ALD-9	99.9	86.6	137.0	ALD-32	619	592	727.0
ALD-10	107	114	169.0	ALD-33	640	676	804.0
ALD-11	111	127	167.0	ALD-34	648	652	788.0
ALD-12	127	130	198.0	ALD-35	664	630	718.0
ALD-13	153	171	226.0	ALD-36	708	617	681.0
ALD-14	172	170	246.0	ALD-37	759	701	893.0
ALD-15	173	205	267.0	ALD-38	992	858	>1000
ALD-16	180	200	304.0	ALD-39	1050	943	>1000
ALD-17	188	194	257.0	ALD-40	1130	1144	>1000
ALD-18	190	228	293.0	ALD-41	1140	1110	>1000
ALD-19	202	208	289.0	ALD-42	1240	1136	>1000
ALD-20	248	233	17.4	ALD-43	1240	1354	>1000
ALD-21	249	276	340.0	ALD-44	1540	1636	>1000
ALD-22	255	328	394.0	ALD-45	1550	1519	>1000
ALD-23	298	311	381.0	ALD-46	1760	1862	>1000

资料来源：检验医学网公众号

图30：小分子夹心法灵敏度、特异性、一致性较高



资料来源：检验医学网公众号、开源证券研究所

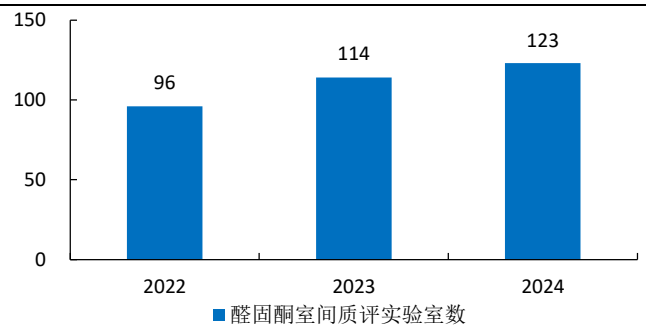
EQA 成绩卓越，试剂质量获得认可，11 个项目实验室数在全国排名第一。2024 年国家卫健委临检中心组织的室间质量评价(EQA)活动化学发光试剂 107 项独立分组且成绩卓越，其中醛固酮(ALD)小分子夹心法项目与金标准结果高度一致室间质评 100%通过。公司的试剂性能获得业界高度认可，PGI、PGII、HCG、CA50、CA242 等 11 个项目的实验室数位居全国第一。

图31：ALD 小分子夹心法室间质评 100%通过

批号	组	实验总数	及格数	不及格数	及格率%	不及格率%
202411	缺省组	42	26	16	61	39
202411	索灵组	53	51	2	96	4
202411	安图组	220	123	97	55	45
202411	新产业组	123	123	0	100	0
202411	博奥赛斯组	10	0	10	0	100
202411	迈瑞组	48	46	2	95	5
202411	色谱质谱法组	23	20	3	86	14

资料来源：新产业公众号、开源证券研究所

图32：ALD 室间质评实验室数逐年增长

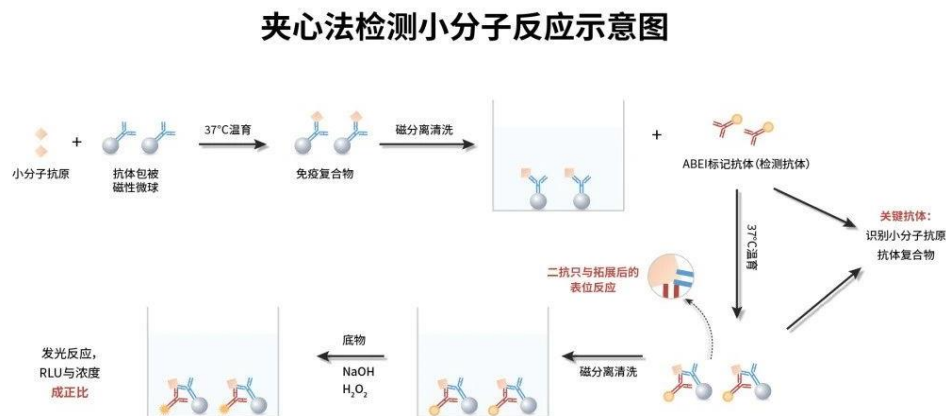


资料来源：新产业公众号、开源证券研究所

3.2.3、原料平台全面建成，助力研发生产双循环

关键原料自研自产，助力试剂技术革新。公司试剂原料研发技术平台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。原料平台可以实现稳定的小分子抗原修饰和全流程监控，确保制备符合技术要求的完全抗原，并筛选出仅识别小分子抗原表位的具有高亲和力的第一株抗体，同时，在关键的第二株复合物抗体制备和生产环节中，从结合位点的设计、表位拓展、表位识别等方面制定了全方位的技术路线和质控策略，从而保证抗复合物抗体的高特异性和高亲和力，为实现夹心法检测提供坚实的原料基础。

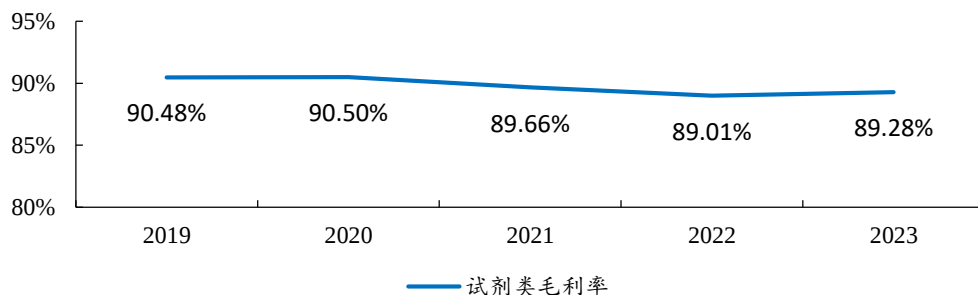
图33：抗原抗体的制备是夹心法技术实现关键



资料来源：检验医学网

原料高度自给，保障试剂毛利率维持高位。根据 2022 年中报，公司 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，降低了对国际抗原抗体进口的依赖，使公司试剂毛利率水平稳定保持在高位，也有助于公司诊断试剂产品的持续优化。

图34：原料高度自给，保障试剂毛利率维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

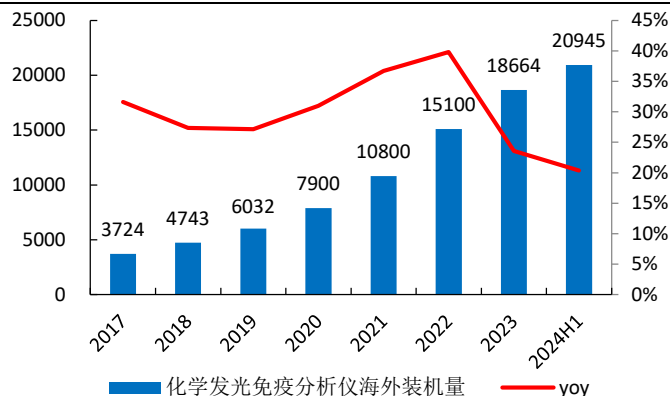
原料产研基地升级，推进降本增效和试剂产量增长。2023 年 6 月，公司试剂关键原料研发生产中心完成升级改造并投产，研发生产能力显著提升，基地新增高端设备，稳转细胞株平台成熟，单位表达产量大幅提升，为公司试剂产品的产量提升提供了原料保障。稳转细胞株表达方案单位表达量的大幅提升，具有以下优势：1、培养基等物料成本明显缩减；2、减少生产工作量，大大节省了各环节（如表达、纯化等）的人力；3、有利于控制批间差，试剂产品质量稳定性提升。

4、海外市场持续发力，横向拓展 IVD 业务领域

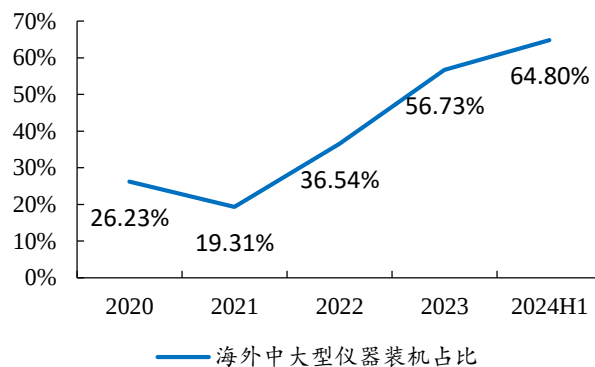
4.1、装机结构持续优化，助力试剂潜力释放

海外市场装机快速上量，机型升级助推试剂增长。截至 2024H1，公司在海外市场累计销售超过 20945 台化学发光免疫分析仪器，超过同期国内中装机 13561 台。其中 2024H1，海外市场共计销售全自动化学发光仪器 2281 台，高于同期国内市场的 796 台，海外市场装机总量和增速和均已超过国内。随着海外装机量快速增长，机型结构持续优化优化，中大型仪器占比稳步提升。仅 2024H1，公司海外中大型仪

器装机占比达 64.80%，相较于 2020 年 26.23% 的水平有了长足进步。考虑到中大型仪器单机产出远高于小型机，随着后续机型结构持续优化，中大型机装机占比持续提升，有望助力海外试剂业务持续放量。

图35：海外发光装机量快速增长


数据来源：新产业公司公告、开源证券研究所

图36：2024H1 海外中大型仪器装机占比超 60%


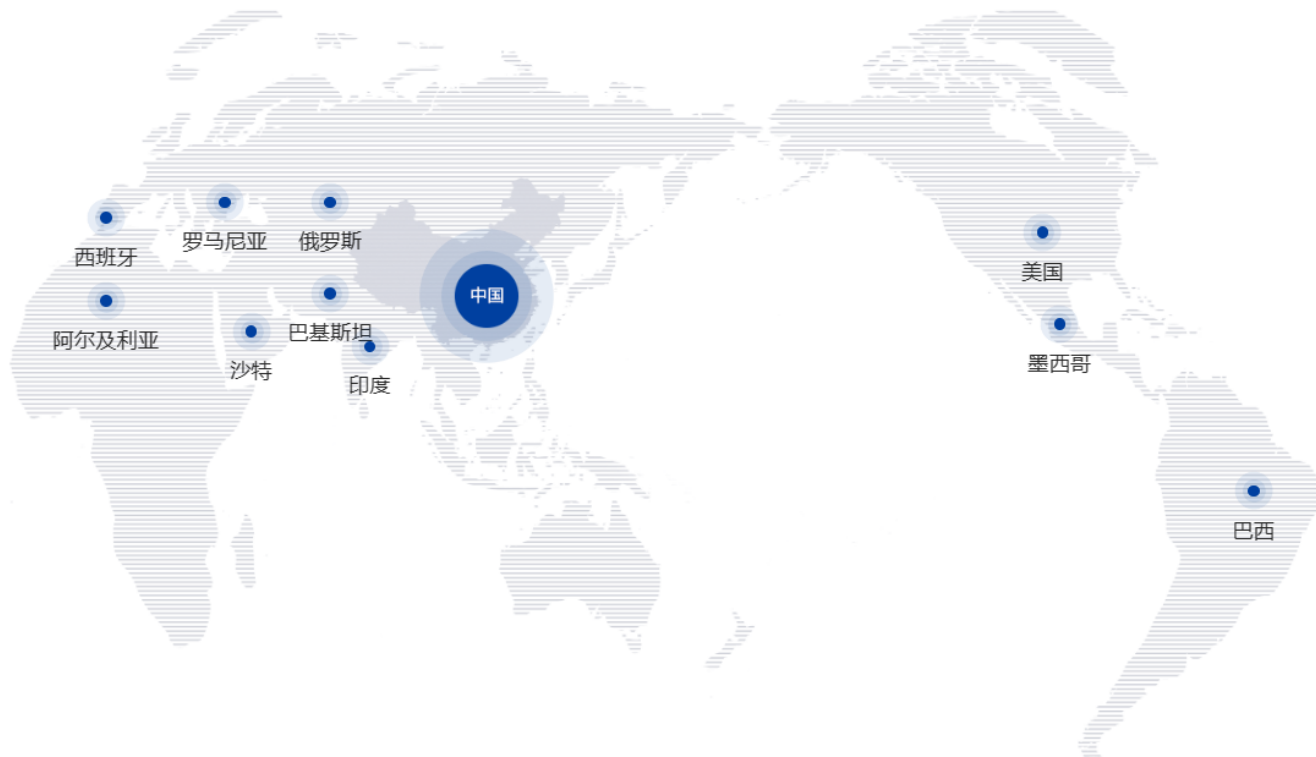
数据来源：新产业公司公告、开源证券研究所

试剂远销海外，产品质量获多国认可。截至 2024H1，公司在全球销售的化学发光试剂共 202 项，其中已取得欧盟准入的化学发光试剂 191 项，已取得 FDA 准入的化学发光试剂 9 项。公司试剂产品质量过硬，率先获得海外主流市场准入。2007 年通过德国 TÜV ISO13485 医疗器械质量管理体系认证；2017 年作为国内首家获得 FDA 产品准入的化学发光厂家，试剂产品打入美国市场；2020 年公司获得了中国第一张化学发光领域的 IVDR CE 证书；2022 年成为中国首家 HBV、HCV、HIV 拿齐 CE ListA 认证的化学发光厂家。

4.2、营销策略清晰：海外市场持续拓围，本地化经营能力不断提升

经销商先行自主拓展市场，子公司区域化管理跟进。公司海外市场以各地区经销商自主开拓为主，海外终端客户由海外经销商自行发掘、营销、管理和维护，海外经销商亦培育自己的营销团队和售后管理团队。基于经销商的实际经营情况和市场潜力，公司逐步对海外市场进行细分，实施区域化管理，即各区域实施独立的营销、售后、市场及商务四位一体模式，强化产品销售与售后人员的联动，提升区域产品服务质量与能力。

图37：新产业销售网络辐射全球



资料来源：新产业官网

筛选重点国家并设立海外子公司，借鉴成功经验，以点带面辐射区域市场，推动海外本地化经营能力不断提升。截至 2024H1 公司已完成 10 家海外子公司的设立（不含中国香港新产业及中国香港新产业控股），助力推动海外重点区域业务持续增长。公司海外市场借鉴印度子公司经验，加大对重点市场国家的支持和投入及本地化运作。以印度市场为例，外籍技术服务人员分布印度 14 个不同城市，24 小时提供技术支持，确保及时响应经销商和终端客户的紧急需求。

表10：海外子公司助力重点区域业务增长

子公司	成立时间	子公司	成立时间
印度新产业	2018	秘鲁新产业	2022
巴基斯坦新产业	2022	罗马尼亚新产业	2023
墨西哥新产业	2022	意大利新产业	2023
俄罗斯新产业	2022	沙特新产业	2023
巴西新产业	2022	印尼新产业	2024

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、横向拓展 IVD 其他赛道，提升实验室整体解决方案能力

公司积极拓展的生化诊断领域，产品矩阵逐步完善，截至 2024H1 公司面向全球销售 5 款全自动生化分析仪器及 61 项配套试剂，其中国内已获注册的生化试剂 61 项（共 92 个注册证），配套试剂涵盖肾功能、肝功能、特种蛋白、脂类等检测项目。

Biossays C8、C10 性能卓越，满足大型终端客户需求。全自动生化分析仪 Biossays C8 性能卓越，具备以下优势：1、高通量：生化 3200T/H，电解质 600T/H，具有 288

个试剂位和 300 个样本位，可连续装载；2、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。新款全自动生化分析仪 Biossays C10 将于 2025 年上市，检测速度进一步提升，C10 适用于更大型终端，可连入全实验室自动化系统，进一步满足大型医院对生化免疫整体解决方案的需求。

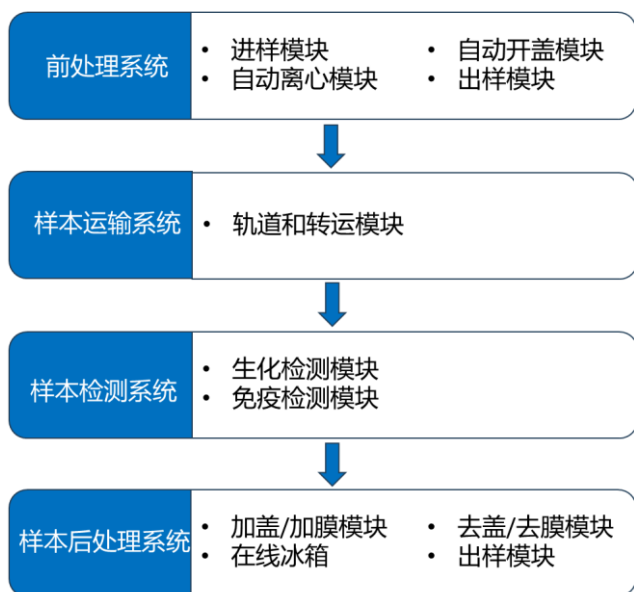
战略合作与自主研发并举，补齐分子诊断产品线。 2021 年公司新增了全自动核酸提取纯化仪和核酸提取试剂盒两项产品。2022 年公司携手博瑞生物推出数字 PCR 系统 Molecision S6 以及拥有自主专利的全自动核酸分析仪 Molecision R8，截至 2024H1 公司多款核酸检测试剂产品取得 CE 准入及国内产品注册证。

凝血产品不断丰富，提升实验室整体解决方案能力。 2022 年 6 月，公司首个凝血试剂产品纤维蛋白(原)降解产物测定试剂盒(胶乳免疫比浊法)国内获批获得了国内医疗器械注册证书，截至目前公司共有包括凝血四项在内的共 7 项凝血诊断试剂取得注册证书，以上产品注册的获批丰富了公司检测试剂的产品类型，有利于提升公司实验室整体解决方案供给能力。

4.4、布局全自动流水线，构筑试剂采购护城河

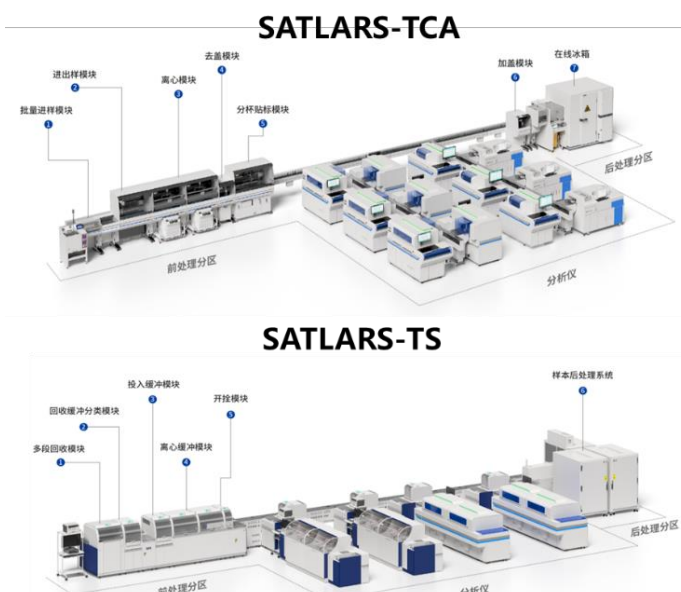
携手进口厂商，进军生化免疫流水线市场。 生化免疫流水线用轨道将处理模块和检验系统联接起来，减少人工操作，提升自动化水平，最高可缩短 80% 的样本周转时间，显著提升生化免疫检测效率。我国流水线市场起步较晚，2001 年引入国内第一条生化免疫流水线，此后，为优化检测效能，流水线在国内市场渗透率稳步攀升。由于流水线壁垒较高，需要具备 1、高速生化、免疫分析模块和丰富的诊断试剂菜单 2、“操作系统”软件模块 3、机械化方案的研发能力，国内医院所配备的生化免疫流水线仍由国外品牌牢牢掌控主导权，因此公司与赛默飞及日立合作，分别推出新产业-赛默飞流水线 SATLARS-TCA、新产业-日立流水线 TS，不仅借助国际知名厂商的渠道和品牌优势，打入国内外市场，而且积累了丰富的流水线设计、生产和售后经验，为自研流水线奠定基础。

图38：流水线提高自动化水平，降低周转时间



资料来源：体外诊断网公众号、开源证券研究所

图39：与外资厂商战略合作进军流水线

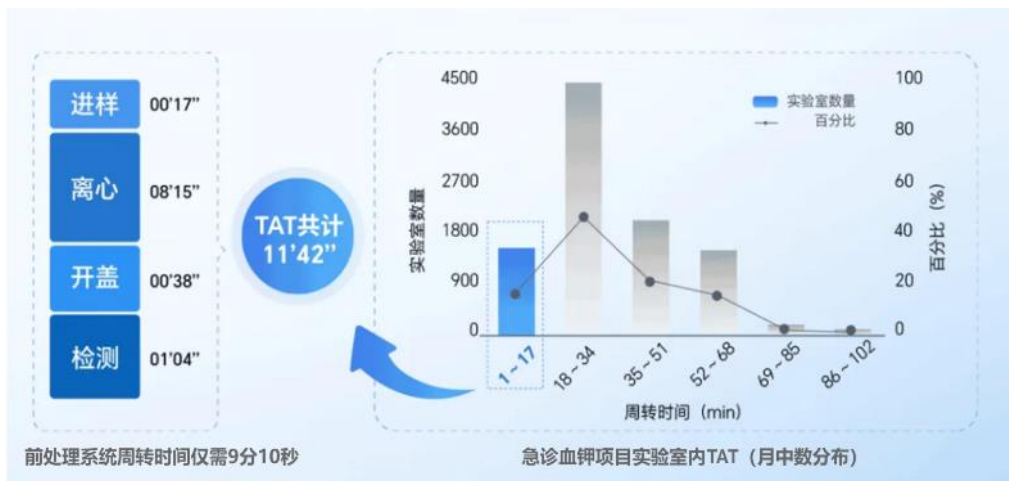


资料来源：新产业官网、开源证券研究所

自研体外诊断流水线，提供智慧实验室系统解决方案。2024 年 3 月，公司自研

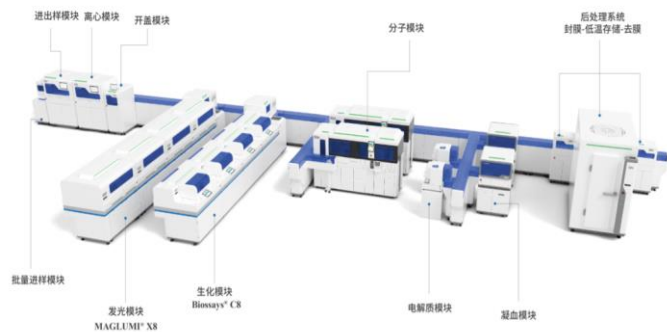
的智慧实验室解决方案 SATLARS T8 发布，截至 2024Q3，SATLARS T8 流水线产品已完成装机共 30 条，获得了市场的认可。**SATLARS T8 全面整合生化、免疫、电解质、凝血、分子五大专业领域**；独特的双向四轨设计，使样本调度更灵活，实现检测动态平衡；模块化设计和多类型轨道灵活配置，可满足各种实验室检测需求和空间要求；**样本检测全程急诊优先、智能调度，可大大缩短样本 TAT 时间**。同时，T8 还搭载新的智慧管理软件 iXLAB，对流水线的效率和智能化进一步赋能，iXLAB 主要包含了智慧检验、智慧管理、智慧科研、智慧服务四大板块，是一套专业的数据处理与信息管理系统，助力临床检验智能化、管理标准化。

图40：急诊血钾 TAT 速度快，位列第一梯队



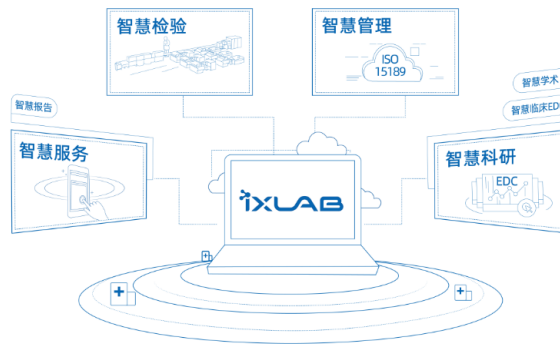
资料来源：新产业公众号、开源证券研究所

图41：SATLARS T8 流水线多模块灵活配置



资料来源：新产业官网

图42：iXLAB 智慧赋能提升流水线运行效率



资料来源：IVD 咨询公众号

流水线构筑试剂采购护城河，综合产出远高于单机。流水线进驻医院后，合作周期大多在 5 年以上，由于流水线系统多数仍处于封闭运行状态，并且化学发光仪器与试剂配套使用，天然形成了较强的用户粘性。一旦流水线成功中标进入医院，通常会同步签订为期数年的试剂采购协议。在检验科工作效率的全方位提升上，流水线模式展现出了相较于单机模式的显著优势，其产出能力远超单机。流水线能够承担检验科 70 - 80% 的样本量，产出水平相当可观。二级医院一般配备一条流水线，其中平均装载一台生化设备与两台发光设备；三甲医院则平均配备两条流水线，装载两台生化设备及六台发光设备，年产出超过千万。

5、盈利预测与投资建议

5.1、收入模型关键假设

(1) **试剂**：国内慢性疾病检测市场方兴未艾，公司技术平台完备，能兼顾不同终端场景诊疗需求，市场影响力迅速提升，集采有望提升市场份额。全球市场拓展战略卓有成效，厂家、代理商、标杆终端协同抢占市场，试剂销售额快速增长。公司针对人口基数较大的市场重点突破，持续推进高值项目上市并重点强化产品性能，有望缓解国内集采对毛利率的影响，因此我们假设 2024-2026 年该类产品营业收入分别同比增长 20%、23%、24%，即 2024-2026 年实现营收 34.30 亿元、42.19 亿元、52.32 亿元。

(2) **仪器**：公司 X 系列化学发光仪器市场认可度高，X8/X6/X3 满足不同通量医疗机构需求，海外拓展节奏有望保持，国内设备更新政策持续落地，因此我们假设 2024-2026 年该类产品营业收入分别同比增长 16%、24%、20%，即 2024-2026 年实现营收 12.31 亿元、15.27 亿元、18.32 亿元。

表11：新产业分业务收入预测（单位：百万元）

新产业(单位:百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	2545.42	3046.96	3929.66	4672.65	5758.75	7078.62
yoy	16%	20%	29%	19%	23%	23%
毛利	1,811.11	2,140.75	2867.18	3378.21	4132.21	5069.79
毛利率(%)	71.15%	70.26%	72.96%	72.30%	71.76%	71.62%
一、试剂						
收入	1901.10	2186.79	2858.50	3430.20	4219.15	5231.74
yoy	11%	15%	31%	20%	23%	24%
毛利	1704.62	1946.39	2552.10	2984.27	3628.47	4446.98
毛利率(%)	89.7%	89.0%	89.3%	87.0%	86.0%	85.0%
业务收入比例(%)	74.69%	71.77%	72.74%	73%	73%	74%
二、仪器						
收入	638.15	853.69	1,061.25	1231.05	1526.50	1831.80
yoy	32%	34%	24%	16%	24%	20%
毛利	109.57	197.16	315.14	393.94	503.75	622.81
毛利率(%)	17.2%	23.1%	29.7%	32.0%	33.0%	34.0%
业务收入比例(%)	25.07%	28.02%	27.01%	26%	27%	26%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测和估值

新产业深耕体外诊断三十载，是国内化学发光解决方案的领跑者，具备系统的仪器试剂产品矩阵，是行业内试剂菜单最齐全的化学发光厂家之一，充分满足不同客户的需求。并通过横向拓展分子、生化等领域巩固龙头优势。同时作为发光出海的先行者，海外装机量与营收快速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.1/23.2/28.5 亿元，EPS 分别为 2.43/2.96/3.62 元，当前股价对应 P/E 分别为 25.4/20.9/17.1 倍。新产业与可比公司迈瑞医疗、亚辉龙和安图生物都是国内化学发光领域的深耕企业，与可比公司对比，新产业具备更高的国产替代和出海估值溢价空间：新产业试剂菜单最丰富，高端化学发光仪性能与价格均处于优势地位。在国

内三级医院国产替代的赛道中，竞争优势突出，市占率有望持续增长；海外市场，装机量领先且高速增长，装机结构持续优化，本地化经营卓有成效，试剂有望持续放量，带动公司海外收入占比和整体毛利率，因此新产业具备更高的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：新产业与可比公司相比具备更高的估值溢价（截至 2025 年 1 月 20 日）

证券代码	公司	收盘价(元)	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	236.40	9.59	11.51	13.83	16.55	24.7	20.5	17.1	14.3
688575.SH	亚辉龙	16.05	0.67	0.84	1.12	1.44	23.8	19.2	14.4	11.1
603658.SH	安图生物	40.41	2.21	2.64	3.23	3.95	18.3	15.3	12.5	10.2
可比公司平均值							22.3	18.4	14.7	11.9
300832.SZ	新产业	61.85	2.10	2.43	2.96	3.62	29.4	25.4	20.9	17.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（新产业数据来自于开源证券研究所，迈瑞医疗、亚辉龙、安图生物数据来自于 Wind 一致预期）

6、风险提示

公司产品研发、注册、认证不及预期：公司的研发、注册和认证涉及到免疫、生化、分子等多领域和 150 多个国家，对研发能力和产品注册能力要求更高。近年来中国、欧盟及美国的注册政策趋严，注册难度加大。如果不能保持持续的研发能力，未来面临新产品的研发、注册和认证风险，将削弱公司的市场竞争优势

汇率波动风险：公司境外销售的金额占比较大，境外产品销售结算货币主要以美元、欧元进行结算，如人民币对美元、欧元等主要货币的汇率出现较大的波动，产生的汇兑损益将影响公司的经营业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4822	5064	6169	7583	9657	营业收入	3047	3930	4673	5759	7079
现金	483	1048	1781	2696	4245	营业成本	906	1062	1294	1627	2009
应收票据及应收账款	480	632	690	939	1064	营业税金及附加	12	15	19	23	28
其他应收款	6	7	8	10	12	营业费用	459	630	715	881	1083
预付账款	21	23	29	35	44	管理费用	5	107	121	150	184
存货	839	917	1223	1466	1855	研发费用	318	366	449	553	680
其他流动资产	2993	2438	2438	2438	2438	财务费用	-73	-31	-33	-40	-50
非流动资产	2192	3158	3325	3588	3917	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	21	34	18	30	35
固定资产	716	1266	1390	1590	1834	公允价值变动收益	16	19	25	30	37
无形资产	172	169	182	188	198	投资净收益	61	74	65	72	80
其他非流动资产	1303	1723	1754	1810	1884	资产处置收益	1	0	0	0	0
资产总计	7015	8222	9494	11172	13574	营业利润	1504	1895	2189	2674	3274
流动负债	584	591	737	739	908	营业外收入	0	0	1	0	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	3	3	3	3	3
应付票据及应付账款	177	127	243	222	352	利润总额	1501	1893	2188	2671	3272
其他流动负债	407	464	494	517	556	所得税	173	239	276	347	425
非流动负债	31	87	87	87	87	净利润	1328	1654	1912	2324	2847
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	87	87	87	87	归属母公司净利润	1328	1654	1912	2324	2847
负债合计	615	678	823	825	995	EBITDA	1622	2052	2351	2858	3485
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.69	2.10	2.43	2.96	3.62
股本	786	786	786	786	786						
资本公积	1348	1332	1332	1332	1332	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	4267	5374	6419	7681	9247	成长能力					
归属母公司股东权益	6399	7544	8671	10346	12579	营业收入(%)	19.7	29.0	18.9	23.2	22.9
负债和股东权益	7015	8222	9494	11172	13574	营业利润(%)	32.2	26.1	15.5	22.1	22.5
						归属于母公司净利润(%)	36.4	24.5	15.6	21.5	22.5
						获利能力					
						毛利率(%)	70.3	73.0	72.3	71.8	71.6
						净利率(%)	43.6	42.1	40.9	40.4	40.2
						ROE(%)	20.8	21.9	22.1	22.5	22.6
						ROIC(%)	20.6	21.6	21.8	22.2	22.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	8.8	8.2	8.7	7.4	7.3
						净负债比率(%)	-7.4	-13.4	-20.2	-25.7	-33.5
						流动比率	8.3	8.6	8.4	10.3	10.6
						速动比率	6.5	6.4	6.2	7.8	8.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	8.1	7.2	7.2	7.2	7.2
						应付账款周转率	5.2	7.0	7.0	7.0	7.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.69	2.10	2.43	2.96	3.62
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.81	2.21	2.41	3.29
						每股净资产(最新摊薄)	8.14	9.60	11.04	13.17	16.01
						估值比率					
						P/E	36.6	29.4	25.4	20.9	17.1
						P/B	7.6	6.4	5.6	4.7	3.9
						EV/EBITDA	27.9	22.2	19.0	15.3	12.1
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
经营活动现金流	962	1418	1740	1895	2582						
净利润	1328	1654	1912	2324	2847						
折旧摊销	128	174	176	211	257						
财务费用	-73	-31	-33	-40	-50						
投资损失	-61	-74	-65	-72	-80						
营运资金变动	-308	-330	-251	-522	-377						
其他经营现金流	-51	25	1	-6	-15						
投资活动现金流	-594	-291	-253	-372	-468						
资本支出	403	322	343	474	585						
长期投资	-262	-53	0	0	0						
其他投资现金流	71	85	90	102	117						
筹资活动现金流	-497	-569	-755	-608	-564						
短期借款	0	0	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
普通股增加	-1	-0	0	0	0						
资本公积增加	-102	-16	0	0	0						
其他筹资现金流	-395	-552	-755	-608	-564						
现金净增加额	-138	568	733	915	1550						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn