

国内业务短期有所承压，看好海外高增长趋势和长期空间

新产业 (300832.SZ)

核心观点

公司 2024 年及 2025Q1 业绩符合预期。公司是化学发光领域的龙头企业，检测菜单齐全，产品线持续丰富，近年来装机量稳定增长，同时中大型发光仪器销售占比快速提升，带动试剂销量稳步提升。短期来看，国内业务受政策影响量价均有压力，25Q1 业绩叠加增值税率调整影响，预计上半年业绩承压；但近年海外业务呈高增长趋势，预计上半年维持良好的增长态势。预计下半年和明年国内政策影响将逐步减弱，公司业绩有望逐步恢复稳健增长趋势。长期看，公司有望持续受益于化学发光领域的国产替代进程，同时海外市场空间广阔，公司海外布局不断完善，具备较强的国际化发展潜力。

事件

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报

2024 年实现营业收入 45.35 亿元，同比增长 15.41%，归母净利润 18.28 亿元，同比增长 10.57%，扣非归母净利润 17.20 亿元，同比增长 11.19%，基本每股收益为 2.33 元/股。25Q1 公司实现营业收入 11.25 亿元，同比增长 10.12%；归母净利润 4.38 亿元，同比增长 2.65%；扣非归母净利润 4.17 亿元，同比增长 4.39%，基本每股收益为 0.56 元/股。

简评

2024 年及 25Q1 业绩符合预期，国内业务短期有所承压，海外保持稳健增长

公司 2024 年实现营业收入 45.35 亿元，同比增长 15.41%；归母净利润 18.28 亿元，同比增长 10.57%；扣非归母净利润为 17.20 亿元，同比增长 11.19%。经计算，Q4 单季度实现营业收入 11.21 亿元，同比增长 9.75%；归母净利润 4.45 亿元，同比下滑 4.73%；扣非归母净利润 3.90 亿元，同比下滑 12.58%，2024 年业绩符合预期。其中 2024 年国内业务实现收入 28.43 亿元，同比增长 9.32%，国内业务 2024 年受集采、DRG 医保控费等多重影响有所承压；海外市场实现收入 16.84 亿元，同比增长 27.67%，海外市中大型装机占比稳步提升，带动了试剂销量持续增长，海外试剂已经进入快速放量阶段。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

喻胜锋

yushengfeng@csc.com.cn

010-56135314

SAC 编号:S1440524110002

发布日期：2025 年 07 月 06 日

当前股价：58.20 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.29/0.06	-2.18/-1.28	-17.49/-29.24
12 月最高/最低价 (元)		87.80/50.01
总股本 (万股)		78,571.88
流通 A 股 (万股)		68,020.75
总市值 (亿元)		456.11
流通市值 (亿元)		394.86
近 3 月日均成交量 (万)		419.38
主要股东		
西藏新产业投资管理有限公司		26.88%

股价表现



公司 25Q1 实现营业收入 11.25 亿元，同比增长 10.12%；归母净利润 4.38 亿元，同比增长 2.65%；扣非归母净利润 4.17 亿元，同比增长 4.39%，业绩符合预期。其中，25Q1 国内业务收入同比增长 0.11%，国内业务继续受集采执行的影响，叠加增值税率调整，预计公司试剂出厂价有所下降，国内业务阶段性承压；海外业务持续保持平稳增长，25Q1 海外业务收入同比增长 27.03%。

国内大型机装机表现亮眼，三级医院等大型医疗终端客户持续取得突破

公司通过高速化学发光免疫分析仪 MAGLUMI X8、MAGLUMI X6 及流水线产品 SATLARS T8 的推广，持续拓展国内大型医疗终端，2024 年公司在国内市场完成全自动化学发光仪器装机 1641 台，大型机占比达 74.65%，同比提升 11.31 个百分点。公司通过大型机 X8 及 X6 的持续推广，不断加大对三级医院等中大型终端的开拓和渗透，截至 2024 年末，公司产品服务的三级医院数量达到 1732 家，较 2023 年末增加了 197 家，带动了公司市场份额的稳步提升，国内三级医院的国产替代有望加速。与此同时，公司深化产学研合作与多中心临床研究，强化在化学发光领域的技术壁垒，特别是“小分子夹心法”等特色产品的竞争优势，进一步带动高附加值试剂的市场渗透，持续提升行业影响力。

海外市场 2024 年装机超预期，客户结构持续优化，试剂进入快速放量阶段

公司经过多年全球化深耕，已构建起显著的海外品牌优势，通过“区域化运营+本地化深耕”双轮驱动，公司品牌的国际影响力持续提升。在本地化布局方面，2024 年公司完成印度尼西亚、马来西亚、泰国全资子公司设立，并建立越南河内办事处，2025 年初成功落地韩国子公司。截至目前，公司已在 14 个核心国家建立本地化的分支机构，有望成为区域业务增长的强力引擎。以印度市场为例，通过 7 年深耕本地化运营与多元化渠道布局，已建立完善的代理网络，2024 年印度市场销售收入突破 2 亿元，标志着海外业务从区域拓展进入深度经营的新阶段。公司通过持续优化代理体系与聚焦大中型客户开发，2024 年海外市场共计销售全自动化学发光仪器 4017 台，中大型发光仪器销量占比提升至 67.16%，较同期增长 10.43 个百分点，公司客户质量持续优化，正逐步突破海外中大型终端，同时也推动海外试剂进入快速放量阶段，2024 年公司海外试剂业务收入同比增长 26.47%，2025 年有望保持较高增长，试剂占比持续提升。

25Q1 公司毛利率受仪器销售占比提升、试剂价格下降等影响有所下滑，费用率控制良好

公司 2024 年主营业务综合毛利率为 72.26%，同比下降 0.86 个百分点。其中试剂毛利率为 88.61% (-0.67 pp)，仪器毛利率为 29.82% (+0.24 pp)。受国内集采政策深化影响，试剂收入增速放缓，但通过优化生产成本与供应链效率，国内外试剂毛利率仍保持稳定。公司 2024 年销售费用率为 15.75% (-0.24 pp)，管理费用率为 2.76% (+0.04 pp)，研发费用率为 10.00% (+0.69 pp)，财务费用率为 -0.77% (+0.01 pp)，各项费用率基本保持稳定。2024 年公司经营性现金流净额为 13.56 亿元，同比下降 4.36%。公司 2024 年末应收账款余额为 9.50 亿元，较年初大幅增长 53.13%，主要系收入规模增长及公司为支持经销商加大信用支持力度。长期应收款年末余额为 3.11 亿元，较年初增长 64.30%，主要系仪器分期收款销售业务规模增长所致。其余财务指标基本正常。

25Q1 公司销售毛利率为 68.02% (-5.82pp)；销售费用率 14.21% (-1.40pp)，管理费用率 2.52% (-0.35pp)，研发费用率 9.06% (-0.87pp)，财务费用率 -1.35% (-1.06pp)。毛利率下降主要受仪器销售占比提升、国内业务部分试剂因集采执行及增值税政策调整导致价格下降，以及毛利率相对较低的流水线产品销售增加等因素影响。销售、管理及研发费用率均同比下降，主要得益于公司持续严控费用。经营活动产生的现金流量净额为 0.19 亿元 (同比 -92.92%)，经营活动产生的现金流大幅下降主要由于公司 2024 年 12 月 ERP 系统升级，部分 2024 年 12 月的应付账款推迟至 2025 年第一季度集中支付，导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加。

展望 Q2 及全年，Q2 业绩预计持续承压，下半年收入增速有望环比改善

展望 Q2 及 2025 年，预计 25Q2 国内业务收入受集采降价影响仍有所承压，行业检验量受 DRG、医保飞检、检验互认等情况影响预计也有所承压，但海外业务收入有望保持较高增长。2025 年整体收入预计有一定增长，利润增速预计低于收入增速，主要由于毛利率较高的国内试剂业务有所承压。公司去年下半年基数偏低，国内集采降价影响去年下半年已部分体现，下半年收入增速有望环比改善。

盈利预测与估值

短期看，公司作为化学发光领域的龙头企业，检测菜单齐全，产品线持续丰富，公司装机量稳定增长，同时中大型发光仪器销售占比快速提升，三级医院等大型医疗终端客户持续拓展，有望带动试剂销量稳步提升，但短期国内业务受集采执行及增值税政策调整影响，试剂出厂价预计有所下降，短期业绩预计有所承压。中长期看，公司有望持续受益于化学发光领域的国产替代进程，同时公司海外布局不断完善，具备较强的国际化发展潜力。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 51.61、61.89、73.61 亿元，同比增速分别为 13.80%、19.91%、18.94%，归母净利润分别为 19.70、23.78、28.93 亿元，同比增速分别为 7.76%、20.67%、21.69%。以 2025 年 6 月 26 日收盘价计算，2025-2027 年 PE 分别为 23、19、16 倍，维持“买入”评级。

表 1: 预测及比例

单位: 百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4535.40	5161.21	6188.58	7360.87
增长率(%)	15.41%	13.80%	19.91%	18.94%
归属母公司股东净利润	1828.46	1970.39	2377.73	2893.36
增长率(%)	10.57%	7.76%	20.67%	21.69%
每股收益 EPS(元)	2.33	2.51	3.03	3.68
市盈率(P/E)	24.65	22.88	18.96	15.58

资料来源: Wind, 中信建投证券, 注: 收盘日期截至 2025 年 6 月 26 日

风险分析

1) 集采政策风险: 2023 年及 2024 年安徽省牵头开展了化学发光试剂的集中带量采购, 目前正逐步落地执行, 可能对公司产品的出厂价形成冲击, 影响公司产品的收入及利润率水平。部分国家政策具有不可预测性, 我们的盈利预测存在达不到的风险。

2) 市场竞争加剧风险: IVD 行业内厂家较多, 行业竞争正逐步加剧, 不排除部分厂家为扩大市场份额出现降价行为, 影响公司的市场份额, 导致行业竞争进一步加剧。

3) 研发及注册进展不达预期的风险: 公司的分子诊断、凝血试剂等产品线仪器仍需要持续更新迭代, 化学发光试剂项目仍在持续拓展, 公司仪器及试剂的研发进展存在不确定性, 可能会对公司业绩造成一定影响。

4) 核心原料及零部件断供风险: 目前国内 IVD 厂商在部分原料及零部件供应方面仍须依赖进口, 若发生突发事件可能导致原材料短缺或价格大幅提升, 影响公司的生产进度及成本。

5) 医疗合规要求提升影响：医疗行业合规要求提升等政策可能导致招投标进度延后，导致仪器装机数量减少，进而影响试剂产出。

表 2: 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表 (百万元)						
营业收入	3,046.96	3,929.66	4,535.40	5,161.21	6,188.58	7,360.87
减: 营业成本	906.20	1,062.48	1,266.53	1,562.44	1,793.75	2,018.52
税金及附加	12.49	15.25	16.00	19.80	23.74	28.24
主营业务利润	2,128.26	2,851.93	3,252.87	3,578.96	4,371.08	5,314.11
减: 销售费用	458.79	630.31	714.61	774.18	959.23	1,140.94
管理费用	4.89	106.96	125.35	139.35	167.09	198.74
研发费用	317.71	366.05	453.59	516.12	631.23	772.89
财务费用	-72.55	-30.52	-34.75	-5.50	-10.36	-15.55
经营性利润	1,419.43	1,779.13	1,994.07	2,154.81	2,623.89	3,217.09
加: 资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-14.66	-11.16	-27.87	-23.74	-28.46	-33.85
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	61.33	74.39	89.53	75.08	75.08	75.08
公允价值变动损益	15.62	18.55	28.94	20.00	20.00	20.00
资产处置收益	0.62	0.05	0.02	0.23	0.23	0.23
其他收益	21.28	34.46	26.50	27.42	27.42	27.42
营业利润	1,503.62	1,895.42	2,111.18	2,253.79	2,718.15	3,305.96
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.12	0.26	0.69	0.36	0.36	0.36
减: 营业外支出	2.54	2.61	18.67	7.94	7.94	7.94
利润总额	1,501.20	1,893.07	2,093.20	2,246.21	2,710.57	3,298.38
减: 所得税	173.28	239.41	264.74	275.82	332.83	405.01
净利润	1,327.92	1,653.65	1,828.46	1,970.39	2,377.73	2,893.36
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1,327.92	1,653.65	1,828.46	1,970.39	2,377.73	2,893.36
资产负债表 (百万元)						
货币资金	483.43	1,048.27	919.53	2,284.71	3,667.91	5,223.34
交易性金融资产	2,813.67	2,080.18	1,723.49	1,723.49	1,723.49	1,723.49
应收票据	5.27	11.30	7.35	10.71	12.85	15.28
应收账款	474.69	620.48	950.13	900.08	1,079.25	1,283.69
预付账款	20.80	23.09	10.75	25.93	31.09	36.98
其他应收款	5.87	6.51	6.94	8.80	10.55	12.55
存货	839.33	916.79	1,197.99	1,424.41	1,635.28	1,840.19
其他流动资产	179.34	357.38	239.77	348.67	418.08	497.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	357.62	1,040.18	1,974.11	1,974.11	1,974.11	1,974.11
投资性房地产	110.25	118.41	108.29	81.87	55.44	29.02
固定资产和在建工程	1,325.47	1,442.06	1,693.91	1,388.89	1,073.05	746.38

A 股公司简评报告

无形资产和开发支出	172.48	169.46	245.06	193.98	142.90	91.83
其他非流动资产	226.34	388.38	542.11	353.84	278.42	278.42
资产总计	7,014.55	8,222.49	9,619.45	10,719.50	12,102.43	13,752.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	176.68	126.99	456.62	351.56	403.60	454.17
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	108.94	91.48	80.13	131.96	158.22	188.20
其他应付款	290.36	366.38	362.27	495.44	568.79	640.06
长期借款	0.89	3.49	2.76	1.67	0.67	-0.13
其他负债	38.18	89.75	141.07	142.89	145.05	147.29
负债合计	615.06	678.09	1,042.85	1,123.52	1,276.34	1,429.58
股本	786.13	785.72	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	1,332.38
留存收益	4,265.11	5,426.30	6,458.51	7,477.89	8,708.00	10,204.87
归属母公司股东权益	6,399.49	7,544.40	8,576.61	9,595.99	10,826.10	12,322.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	6,399.49	7,544.40	8,576.61	9,595.99	10,826.10	12,322.97
负债和股东权益合计	7,014.55	8,222.49	9,619.45	10,719.50	12,102.43	13,752.56
投入资本(IC)	3,050.37	3,772.23	4,415.77	4,131.46	4,080.11	4,137.98

现金流量表 (百万元)

资本支出	387.69	269.31	390.97	-0.00	0.00	0.00
自由现金流	504.63	953.01	1,311.19	2,125.93	2,408.90	2,810.77
短期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	0.01	2.60	-0.73	-1.09	-1.00	-0.81
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	550.00	785.72	1,021.43	951.02	1,147.62	1,396.49
长期投资	-191.16	31.38	-266.06	80.94	80.94	80.94
经营性现金净流量	962.39	1,418.29	1,356.44	2,230.61	2,440.29	2,856.00
投资性现金净流量	-593.72	-290.73	-705.15	81.17	81.17	81.17
筹资性现金净流量	-497.45	-568.61	-790.20	-946.61	-1,138.25	-1,381.75
现金流量净额	-137.90	567.66	-126.25	1,365.18	1,383.20	1,555.43
货币资金的期初余额	616.02	478.12	1,045.78	919.53	2,284.71	3,667.91
货币资金的期末余额	478.12	1,045.78	919.53	2,284.71	3,667.91	5,223.34
企业自由现金流	504.63	953.01	1,311.19	2,125.93	2,408.90	2,810.77
权益自由现金流	568.81	982.27	1,340.81	2,129.66	2,417.00	2,823.60

资料来源: Ifind, 中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

李虹达

北京大学金融硕士、理学/经济学双学士。2021 年加入中信建投研究发展部。主要覆盖医疗器械行业。

喻胜锋

北京大学药学硕士，2022 年加入中信建投医药团队

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk