



公司研究 | 深度报告 | 新产业 (300832.SZ)

化学发光龙头扬帆出海，开启第二增长极

报告要点

新产业深耕体外诊断领域三十载，构建起完善的仪器与试剂产品矩阵，产品性能优异。依托技术积淀，公司横向拓展分子诊断、生化诊断等多元赛道，持续夯实龙头竞争优势。并且公司作为化学发光出海先行者，海外装机量与营收规模实现快速增长，产品远销全球 167 个国家，且已设立 14 家海外子公司辐射区域市场，全面提升本地化运营能力。本篇报告从国内和海外，行业到公司深入剖析公司的核心力，看好公司在国内国产化率提升，海外加速进入核心医院和核心市场，未来 3-5 年有望迎来业绩加速阶段。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005

SFC: BUZ392



徐晓欣

SAC: S0490522120001

化学发光龙头扬帆出海，开启第二增长极

化学发光：国内有望恢复稳健增长，海外维持快速增长

免疫诊断市场在全球及中国均呈现稳健增长态势，中国市场增速快于全球市场：2019年-2024年全球免疫诊断市场规模从189亿美元逐步增长至277亿美元，年复合增长率为8.0%；而中国市场规模年复合增长率为11.4%。

中国市场：2025年历经量价双杀的过程，2026年中国市场有望恢复增长。在价格方面，2025年出厂价下降主要是由于集采降价和增值税调整；在量方面，2024-2025年检验量下滑主要是受到套餐解绑政策、检验收费项目价格下调等影响。化学发光国产化率仍有提升的空间，70%以上已经集采，性激素/甲功/肿标/糖代谢国产化率分别为66%/59%/53%/52%，集采逐步执行有望加速国产化率提升。

海外市场：发展中国家等新兴区域迎来较快发展阶段。从2024-2030年全球体外诊断行业规模年复合增速上看，拉丁美洲表现出较强的增长潜力，年复合增长为8.7%，预计从2024年的11%增至2030年的12%。在全球发光市场，拉丁美洲及中东与非洲市场份额相对较小，分别为4%和2%，新兴市场展现出更高的增长动能。

产品性能优异，集采有望带来份额快速提升

公司产品力持续迭代，保持行业领先，三甲医院覆盖率提升至61%：**1) 仪器端形成全系列产品的矩阵**，包括小型至大型、低速至高速，截至2025年上半年共计12款已实现全球销售。2019年率先推出行业首创高速机X8，获得三甲医院的认可，截至2024年底公司全球装机达3701台；**2) 创新检测方法优化试剂性能**，2021年成功搭建基于抗免疫复合物抗体的小分子“夹心法”检测平台，实现了检测灵敏度、准确性等，避免了竞争法精密密度欠佳、准确度不足等缺陷。2024年公司在肿瘤标志物和甲状腺功能项目为强项，占比分别为**10%和9%**，份额仍存较大提升空间。

海外市场本地化部署，聚焦增长期发展中国家

公司以**“区域化运营+本地化深耕”**为核心，截至2024年底已在海外设立14家分支机构。以印度市场为例，公司已搭建起完善的代理商网络，构建出成熟的终端市场体系：2018年设立子公司，2021年收入突破1亿元，2024年收入突破2亿元，未来公司将印度的成功经验扩展到全球其他市场，核心渠道有望迎来突破。试剂为未来海外重要增长点，从收入结构看，2024年公司海外试剂占比为57%低于国内试剂占比80%，海外中大型设备装到2024年提升至2698台，设备装机为试剂放量的基础，看好海外试剂迎来快速增长阶段。

盈利预测：公司是化学发光龙头公司，预计2025-2027年归母净利润分别为16.5、20.0和24.1亿元，对应的PE分别为26X、21X和18X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、海外销售不及预期；
- 2、集采降价不及预期；
- 3、市场竞争加剧的风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

公司基础数据

| | |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元) | 54.52 |
| 总股本(万股) | 78,572 |
| 流通A股/B股(万股) | 68,200/0 |
| 每股净资产(元) | 11.13 |
| 近12月最高/最低价(元) | 71.51/49.01 |

注：股价为2026年1月27日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 化学发光：国内稳健增长，海外快速增长..... | 6 |
| 中国市场：集采后国产化率迎快速提升阶段..... | 9 |
| 海外市场：聚焦增长期发展中国家..... | 11 |
| 新产业：化学发光国内龙头公司..... | 14 |
| 中国市场：产品性能优异，集采带动份额快速提升..... | 19 |
| 海外市场：本地化部署，深耕发展中国家..... | 23 |
| 风险提示..... | 27 |

图表目录

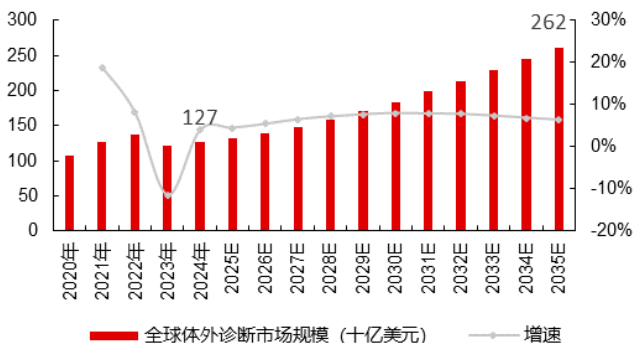
| | |
|--|----|
| 图 1：全球体外诊断市场规模..... | 6 |
| 图 2：中国体外诊断市场规模..... | 6 |
| 图 3：2024 年全球医疗器械市场中体外诊断占比 17%..... | 6 |
| 图 4：2024 年中国医疗器械市场中体外诊断占比 18%..... | 6 |
| 图 5：2023 年中国体外诊断细分市场占比..... | 7 |
| 图 6：2019-2024 年全球免疫诊断市场规模及增速..... | 8 |
| 图 7：2019-2024E 年中国免疫诊断市场规模及增速..... | 8 |
| 图 8：2021 年免疫诊断中国市场各细分项目规模（亿元）..... | 9 |
| 图 9：2021 年免疫诊断各细分项目市场规模占比..... | 9 |
| 图 10：2025 年前三季度 IVD 中心实验室市场规模变化..... | 10 |
| 图 11：化学发光细分项目集采报量国产化率情况..... | 10 |
| 图 12：集采前 2020 年中国化学发光仪器格局（按销售额）..... | 11 |
| 图 13：集采后 2024 年中国化学发光仪器格局（按销售额）..... | 11 |
| 图 14：2024-2030 年全球各个地区体外诊断市场规模和增速..... | 11 |
| 图 15：2024 年全球体外诊断市场区域分布..... | 12 |
| 图 16：2030 年全球体外诊断市场区域分布..... | 12 |
| 图 17：2025 年不同国家体外诊断市场规模..... | 12 |
| 图 18：2024 年全球化学发光市场分布..... | 13 |
| 图 19：公司发展历程..... | 14 |
| 图 20：公司的股权结构..... | 15 |
| 图 21：2024 年公司收入超过 45 亿元..... | 15 |
| 图 22：2024 年公司利润超过 18 亿元..... | 15 |
| 图 23：2024 年公司净利率约 40%..... | 16 |
| 图 24：公司销售费用增长稳健..... | 16 |
| 图 25：2024 年试剂收入占 72%..... | 16 |
| 图 26：2024 年试剂和设备毛利率分别为 88.6%和 29.8%..... | 16 |
| 图 27：2020-2024 年公司 x8 新增装机和累计装机情况..... | 18 |
| 图 28：T8 流水线..... | 18 |
| 图 29：小分子夹心法检测原理..... | 19 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 30: 小分子分析物的“夹心法”和竞争法对比图 | 19 |
| 图 31: 2024 年公司国内收入超过 28 亿元 | 20 |
| 图 32: 公司国内毛利率受试剂降价影响下滑 | 20 |
| 图 33: 2024 年公司三甲医院覆盖率约 61% | 20 |
| 图 34: 2024 年公司国内设备收入 5.5 亿元 | 21 |
| 图 35: 2024 年公司国内试剂收入 23 亿元 | 21 |
| 图 36: 试剂收入占公司国内收入超过 80% | 21 |
| 图 37: 2020-2024 年公司中国市场新装机数量 | 22 |
| 图 38: 2020-2024 年公司中国市场新装大型机数量 | 22 |
| 图 39: 2024 年肿瘤标志物试剂市场格局 | 22 |
| 图 40: 2024 年甲状腺功能试剂市场格局 | 22 |
| 图 41: 2023 年传染病八项试剂市场格局 | 22 |
| 图 42: 2023 年糖代谢试剂市场格局 | 22 |
| 图 43: 2023 年性激素 (β-HCG) 试剂市场格局 | 23 |
| 图 44: 2023 年性激素 (总-HCG) 试剂市场格局 | 23 |
| 图 45: 2024 年公司海外收入超过 16 亿元 | 23 |
| 图 46: 2017-2024 年海外市场毛利率 | 23 |
| 图 47: 2025 年底公司海外市场分布 | 24 |
| 图 48: 公司海外发展历程 | 24 |
| 图 49: 2024 年海外试剂收入为 9.7 亿元 | 25 |
| 图 50: 2024 年公司海外设备收入 7.2 亿元 | 25 |
| 图 51: 海外试剂占比或持续提升 | 25 |
| 图 52: 2024 年海外设备新增装机 4017 台 | 26 |
| 图 53: 海外市场大型机占比持续提升 | 26 |
| 表 1: 体外诊断细分分类 | 6 |
| 表 2: 免疫诊断不同技术对比 | 8 |
| 表 3: 化学发光技术路径对比 | 8 |
| 表 4: 公司仪器产品梳理 | 17 |
| 表 5: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 百万元) | 27 |

化学发光：国内稳健增长，海外快速增长

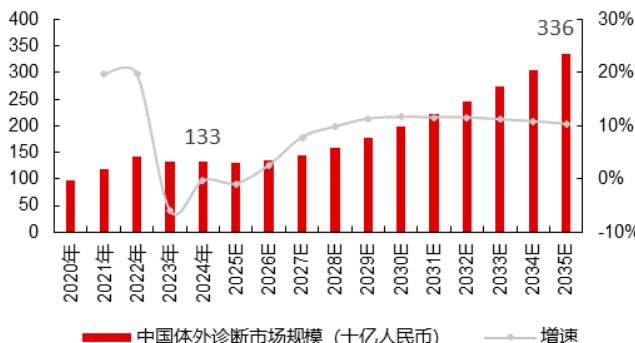
体外诊断 (IVD) 对血液、体液、组织等人体样本开展的体外检测技术，其临床应用贯穿疾病诊疗全流程，涵盖疾病预防筛查、临床确诊鉴别、个体化治疗方案遴选及治疗效果评估等关键环节。全球与中国体外诊断 (IVD) 市场稳健增长，中国市场增速略高于全球市场：预计全球市场 2024-2035 年年复合增速为 6.8%，中国市场 2024-2035 年年复合增速为 8.8%。

图 1：全球体外诊断市场规模



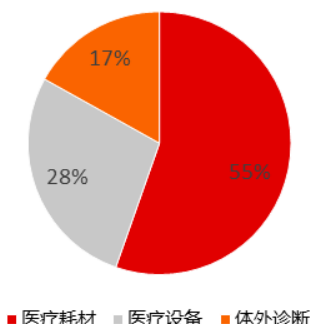
资料来源：弗若斯特沙利文分析，长江证券研究所

图 2：中国体外诊断市场规模



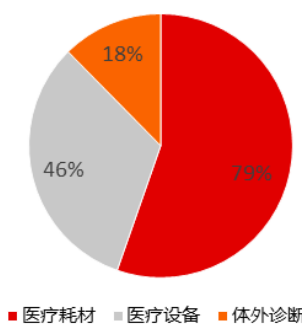
资料来源：弗若斯特沙利文分析，长江证券研究所

图 3：2024 年全球医疗器械市场中体外诊断占比 17%



资料来源：弗若斯特沙利文分析，长江证券研究所

图 4：2024 年中国医疗器械市场中体外诊断占比 18%



资料来源：弗若斯特沙利文分析，长江证券研究所

体外诊断产品可以分为 POCT、生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液诊断、体液诊断、微生物诊断，其中免疫诊断基于抗原-抗体特异性反应，技术涵盖化学发光、酶联免疫等，多用于传染性疾病、内分泌、肿瘤等领域。在中国市场，免疫诊断占比最高，2023 年占比为 42%。

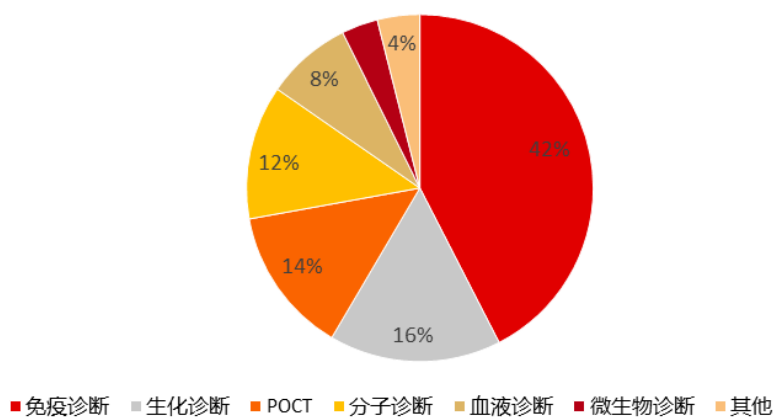
表 1：体外诊断细分分类

| 体外诊断分类 | 检测原理 | 主要技术 | 应用场景 |
|--------|------------------------------|-----------|------------------------|
| POCT | 在采样现场利用便携式分析仪器及配套试剂盒快速得到检测结果 | 免疫层析 | 呼吸道、传染病、肿瘤标志物、优生优育、毒品等 |
| | | 免疫荧光 | 心脏标志物、炎症物质等检测 |
| | | 电化学与生物传感器 | 血糖检测 |

| | 干化学 | 临床急诊生化项目检测 |
|-------|---|---|
| 生化诊断 | 通过一系列生物化学反 应对样本进行检测 | 胶乳免疫比浊技术 放射免疫 |
| 免疫诊断 | 以免疫学为基础，利用 抗原与抗体互相结合的 特异性反应进行定性或 定量的诊断 | 尿常规、肝功能、肾功能等项目检测 激素、微量蛋白、肿瘤标志物和药物 微量物质检测 |
| 分子诊断 | 应用分子生物学方法检 测患者体内遗传物质的 结构或表达水平的变化 而做出诊断 | 酶联免疫 时间分辨荧光 化学发光 |
| 血液诊断 | 通过血液中红细胞、白 细胞、血小板、血红蛋 白的含量等指标来分析 血液成分 | 传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物、 血型等检测 传染性肝炎、肿瘤等检测 传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物、 血型等检测 |
| 体液诊断 | 通过对尿液、胸液、腹 腔液等各种体液进行检 验，诊断病原体、生 化、生殖等系统的疾病 | 基因图谱、病毒等检测 药物筛选、新药开发、疾病诊断等检 测 基因图谱、肿瘤等诊断 |
| 微生物诊断 | 通过显微镜观察或借助 设备来做到微生物种类 和数量 | 涂片 + 镜检 血型检测等 主要血细胞（红细胞、白细胞、血小 板等）的指标检测 主要血细胞（红细胞、白细胞、血小 板等）的指标检测等 |
| | | 尿液有形成成分分析 液干化学分析 |
| | | 尿液分析、尿沉渣分析 尿液分析、尿沉渣分析 |
| | | 药敏试验 培养与形态观察 全自动微生物分析系统 |
| | | 实验室检测 细菌、真菌等 细菌、真菌等 |

资料来源：康华股份招股说明书，长江证券研究所

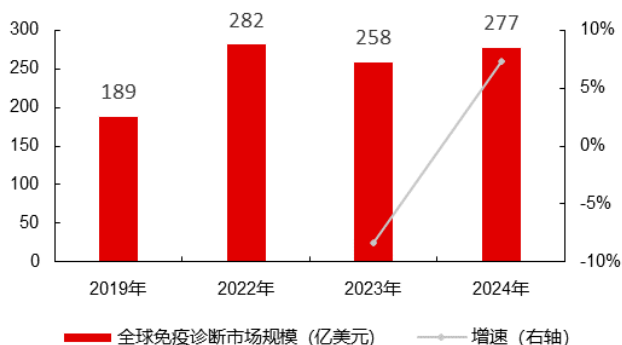
图 5：2023 年中国体外诊断细分市场占比



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2024 年版）》，长江证券研究所

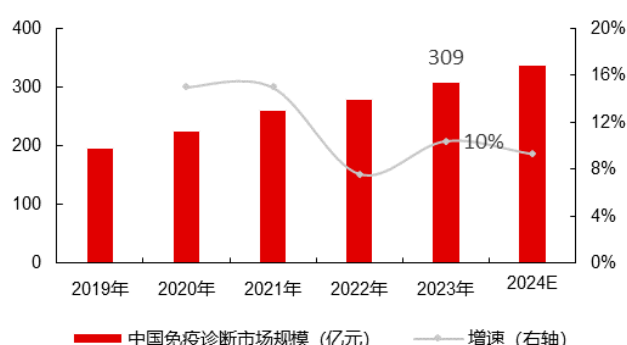
免疫诊断市场在全球及中国均呈现稳健增长态势，中国市场增速快于全球市场：2019 年-2024 年全球免疫诊断市场规模从 189 亿美元逐步增长至 277 亿美元，年复合增长率为 8.0%；而中国市场规模从 2019 年的 196 亿人民币持续扩张至预计 2024 年为 337 亿人民币，年复合增长率为 11.4%。

图 6：2019-2024 年全球免疫诊断市场规模及增速



资料来源：Kalorama Information，长江证券研究所

图 7：2019-2024E 年中国免疫诊断市场规模及增速



资料来源：中商产业研究院，长江证券研究所

免疫诊断的主要技术主要包括酶联免疫诊断技术和化学发光免疫诊断技术，其中**化学发光由于其可定量分析逐渐成为主流方式**。化学发光技术根据发光反应体系和标记物的不同，化学免疫发光诊断技术分为**直接化学发光免疫分析技术、酶促化学发光免疫分析技术、电化学发光免疫分析技术**。

表 2：免疫诊断不同技术对比

| 技术类型 | 系统状态 | 优点 | 缺点 | 应用现状 |
|--------|------|-------------------------|-----------------|---|
| 放射免疫技术 | 开放系统 | 特异性高 | 操作复杂、污染性高、试剂难存储 | 国内外基本均被淘汰，少部分科研项目在继续使用 |
| 胶体金 | 开放系统 | 快速准确、操作简单、无污染 | 应用范围有限、灵敏度较低 | 主要应用于要求不高的 POCT 定性或半定量检测，为第一、二代 POCT 技术 |
| 免疫荧光技术 | 封闭系统 | 特异性较高、高灵敏度、检测速度快 | 结果易淬灭、不易保存 | 国内外发展均较为成熟，为第三代 POCT 检测技术，主要用于定量检测 |
| 酶联免疫技术 | 开放系统 | 成本低廉、技术成熟、可大规模检测 | 操作复杂、耗时较长、灵敏度较低 | 国内外发展均非常成熟，主要用于要求不高的定性检测，逐渐被国产化学发光取代 |
| 时间分辨荧光 | 封闭系统 | 快速准确、灵敏度高、特异性强 | 操作复杂 | 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 | 封闭系统 | 特异性高、试剂稳定、自动化程度高、可大规模检测 | 成本较高 | 国内正处于由传统酶联免疫向化学发光转换的过程之中；国外目前普遍认为电化学发光更具技术领先性 |

资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

表 3：化学发光技术路径对比

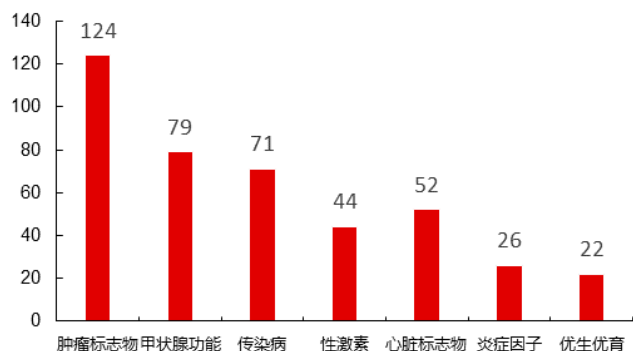
| 比较项目 | 直接化学发光免疫分析技术 | 酶促化学发光免疫分析技术 | 电化学发光免疫分析技术 |
|---------|---|---|--|
| 检测原理 | 运用化学发光剂直接标记抗原 / 抗体，与样本免疫反应后形成复合物，加入预激发液 / 激发液发光，捕捉光信号定量分析 | 用酶标记抗原 / 抗体，与样本免疫反应后形成复合物，加入发光剂经酶催化水解底物发光，捕捉光信号定量分析 | 标记抗原 / 抗体后与样本形成复合物，与三丙胺 (TPA) 反应并加压电场发生氧化还原，产生光子后捕捉光信号定量分析 |
| 主要代表标记物 | 吖啶酯 | 碱性磷酸酶 (ALP) | 三联吡啶钨 |
| 优势 | 背景低、标记工艺简 | 光信号强度稳定 | 反应体系可控、信号均一；高灵 |

| | | | |
|------|--------------------------|-----------------------|-----------------------------|
| | 单、标记后光子产率不减少 | | 敏感度和精密度，线性范围更宽 |
| 劣势 | 吖啶酯易水解，反应难保持中性环境 | 人内源性物质影响ALP性能，酶促底物不稳定 | 发光过程控制影响测试速度；需添加物质消除干扰，成本较高 |
| 代表企业 | 雅培、西门子、新产业、亚辉龙、迈克生物、康华股份 | 贝克曼、迈瑞医疗、安图生物 | 罗氏、普门科技 |

资料来源：康华生物招股说明书，长江证券研究所

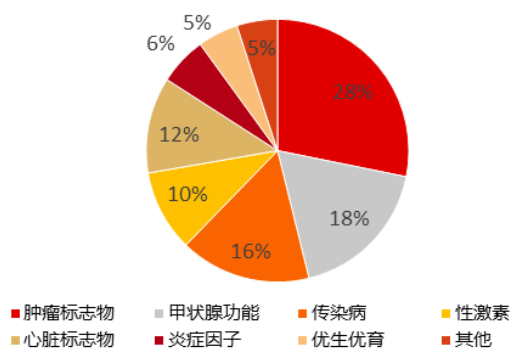
免疫诊断按照检验项目不同分为肿瘤标志物、甲状腺功能、传染病、性激素、心脏标志物、炎症因子、优生优育等，其中肿标/甲功/传染病为主要细分项目，2021年占比分别为28%/18%和16%。

图 8：2021 年免疫诊断中国市场各细分项目规模（亿元）



资料来源：德勤，长江证券研究所

图 9：2021 年免疫诊断各细分项目市场规模占比

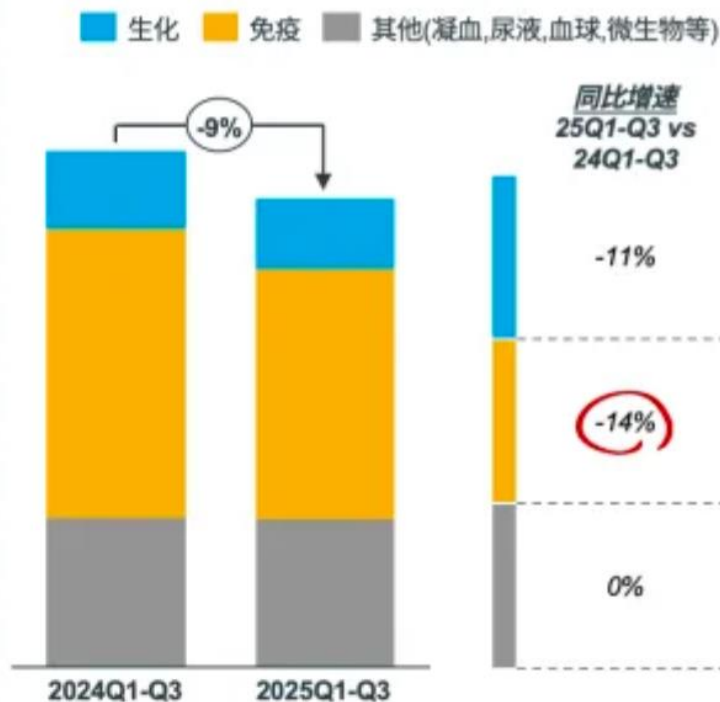


资料来源：德勤，长江证券研究所

中国市场：集采后国产化率迎快速提升阶段

体外诊断行业 2025 年历经量价双杀的过程，2026 年中国市场有望恢复增长。在价格方面，2025 年出厂价下降主要是由于集采降价和增值税调整；在量方面，2024-2025 年检验量下滑主要是受到套餐解绑政策、检验收费项目价格下调等影响，其中化学发光等免疫细分领域影响较大，2025 年前三季度市场规模同比下滑 14%。

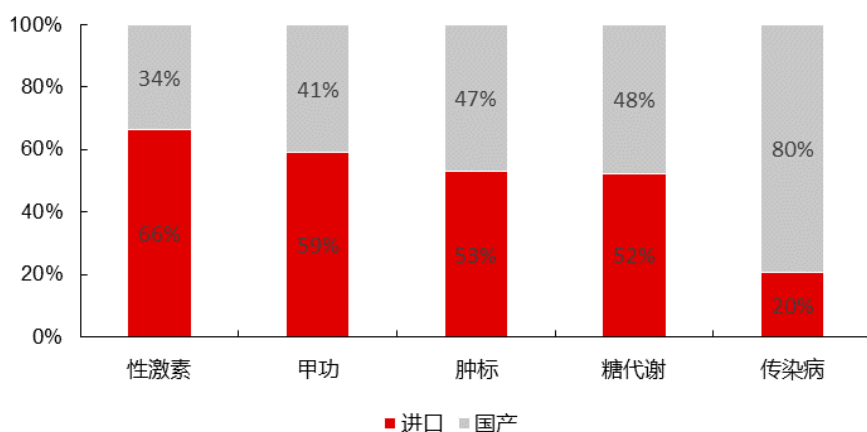
图 10: 2025 年前三季度 IVD 中心实验室市场规模变化



资料来源: IQVIA, 长江证券研究所

化学发光国产化率仍有提升的空间，集采逐步执行有望加速国产化率提升。化学发光细分项目中 70% 以上已经集采，价格扰动因素基本结束：2023 年化学发光中的传染病/性激素/糖代谢项目集采，2024 年肿瘤标志物和甲状腺功能项目集采。未来看好国产厂商份额提升，带动业绩增长。

图 11: 化学发光细分项目集采报量国产化率情况

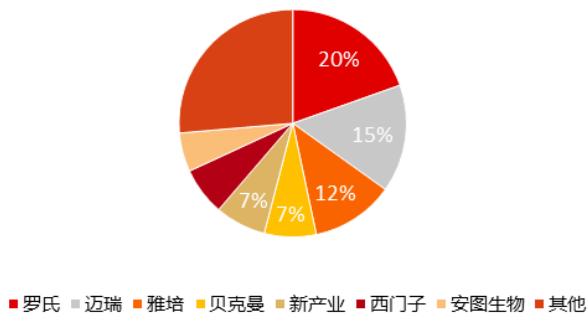


资料来源: 安徽省医保局, 长江证券研究所 (备注: 肿标和甲功为 2024 年的数据, 性激素/糖代谢/传染病为 2023 年的数据)

集采有望加速龙头公司份额提升。在集采前，2020 年外资品牌占据主导地位，其中罗氏以 20% 的仪器销售额占比位居第一，迈瑞、雅培等品牌紧随其后。而集采后，2024

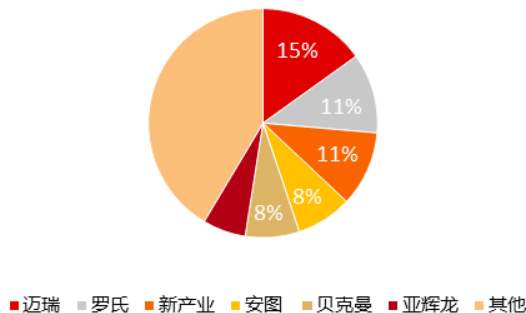
年国产品牌的市场份额明显提升，迈瑞成为第一大厂商占比 15%，新产业、安图等本土企业的份额也有所扩大。

图 12: 集采前 2020 年中国化学发光仪器格局 (按销售额)



资料来源: 众诚数科, 长江证券研究所

图 13: 集采后 2024 年中国化学发光仪器格局 (按销售额)

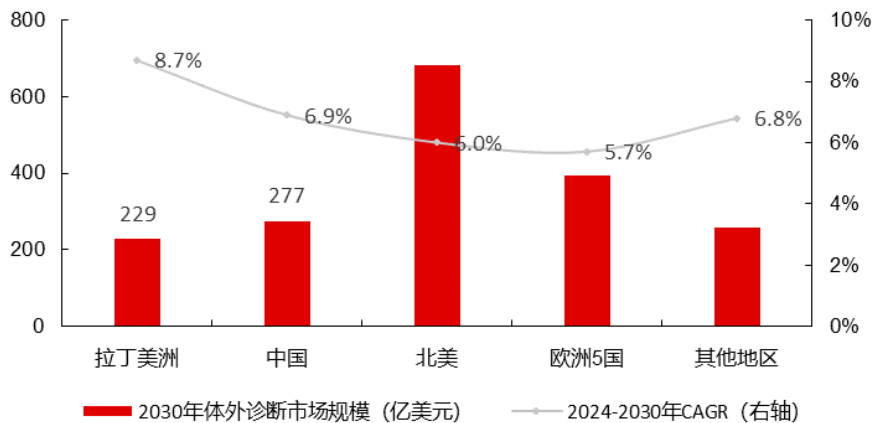


资料来源: 众诚数科, 长江证券研究所

海外市场: 聚焦增长期发展中国家

体外诊断市场北美、欧洲等成熟区域稳步推进, 拉美等新兴区域迎来较快发展阶段。北美地区始终占据市场主导地位, 其市场规模在 2030 年预计领先全球, 占全球总规模比重约 37%, 但增速相对平稳。拉丁美洲表现出较强的增长潜力: 2024-2030 年体外诊断市场规模复合增速较快达到 8.7%, 显示出新兴市场扩容的强劲动能。

图 14: 2024-2030 年全球各个地区体外诊断市场规模和增速



资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 长江证券研究所

图 15: 2024 年全球体外诊断市场区域分布

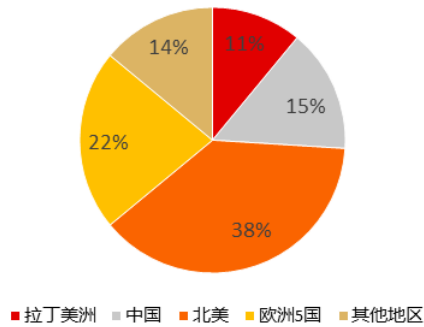
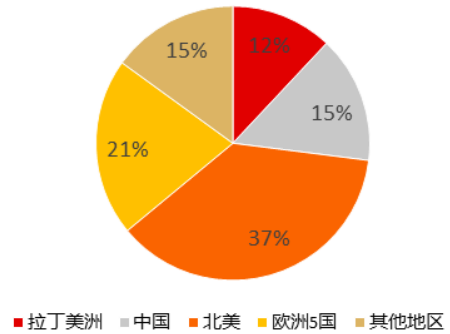


图 16: 2030 年全球体外诊断市场区域分布

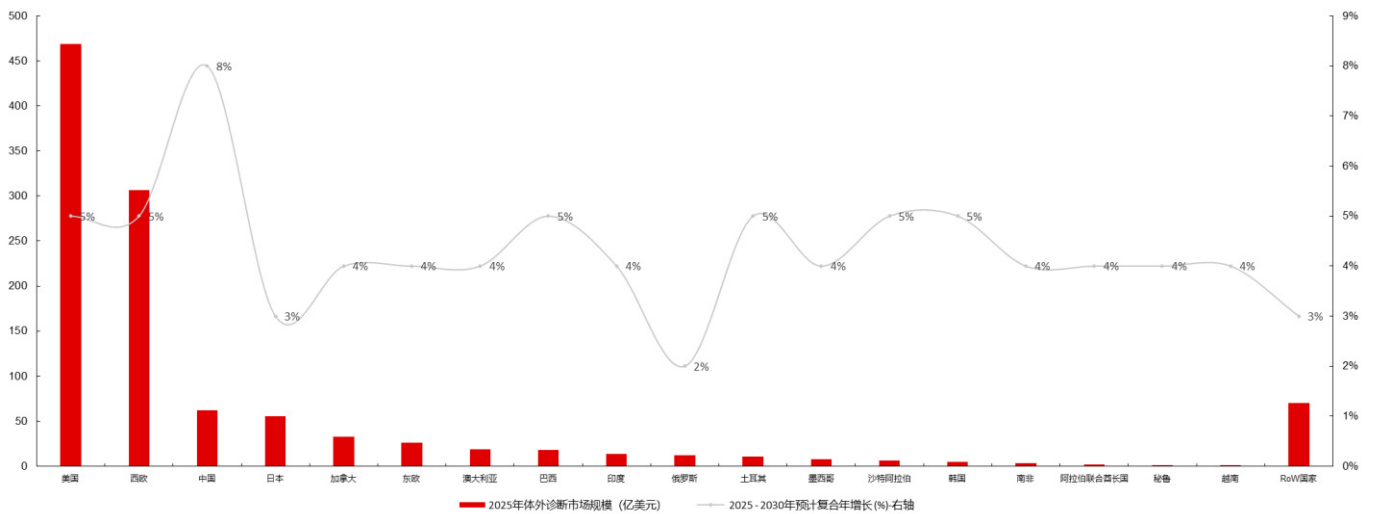


资料来源：弗若斯特沙利文分析，长江证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文分析，长江证券研究所

全球体外诊断 (IVD) 市场在 2025 年呈现出显著的地区性差异与发展态势。从市场规模来看，美国以超过 450 亿美元的规模占据绝对领先地位；西欧紧随其后。在 2025-2030 年的预计复合年增长率方面，巴西等新兴市场增速也较为明显，预计在 5%，部分新兴市场展现出更高的增长动能。

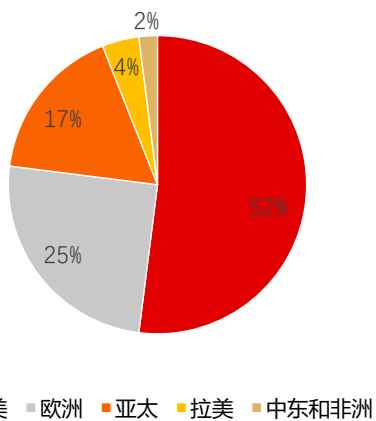
图 17: 2025 年不同国家体外诊断市场规模



资料来源：Kalorama，长江证券研究所

全球化学发光市场的区域分布不均衡，北美与欧洲呈现明显的“双中心”格局，2024 年占比分别为 52%和 25%。拉丁美洲及中东与非洲市场份额相对较小，分别为 4%和 2%，仍处于发展阶段。

图 18：2024 年全球化学发光市场分布

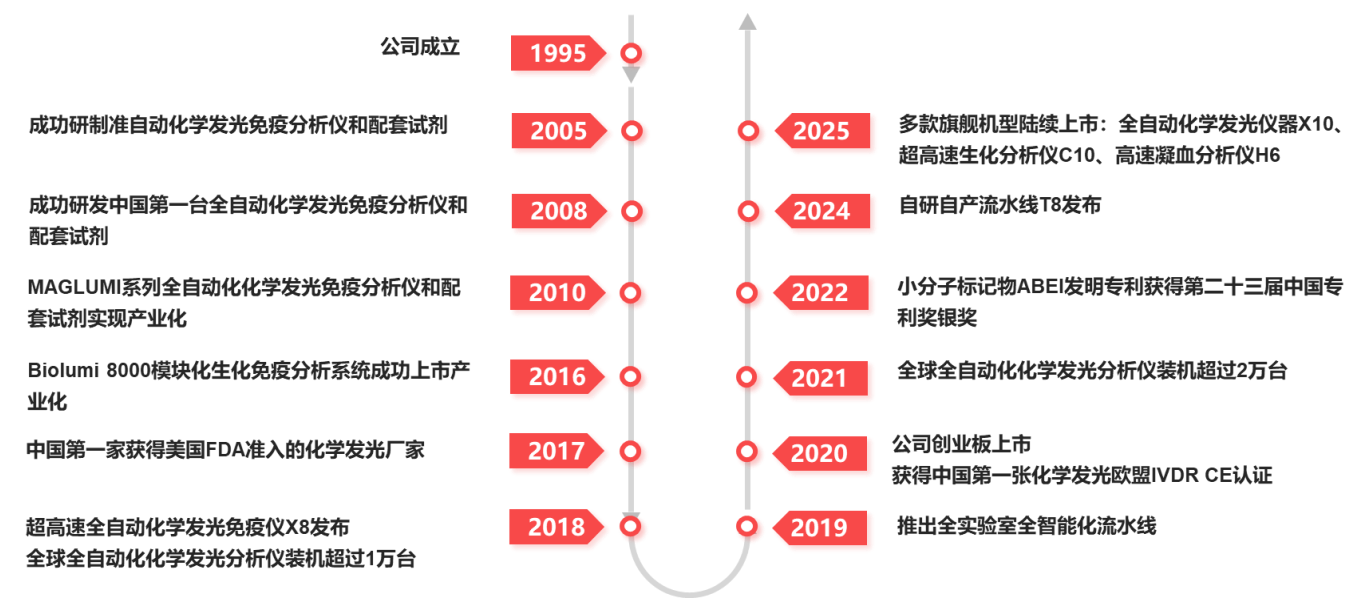


资料来源：Biospace，长江证券研究所

新产业：化学发光国内龙头公司

公司于 1995 年成立，通过持续的自主创新与技术突破，已成长为中国化学发光免疫诊断领域的龙头企业。2005 年公司成功研制出准自动及全自动化学发光免疫分析系统，并于 2010 年实现产业化，奠定了国内技术领先地位。2017 年起，公司加速全球化布局，成为国内首家获美国 FDA 准入的化学发光企业，并陆续实现超高速仪器 X8 发布、装机量突破 1 万台等里程碑。2020 年公司在创业板上市并获中国首张化学发光欧盟 IVDR CE 认证，进一步巩固国际竞争力。近年来，公司持续推出智能化流水线 T8、多模块生化免疫系统，展现出从单一产品到全实验室解决方案的战略扩展与技术创新脉络。

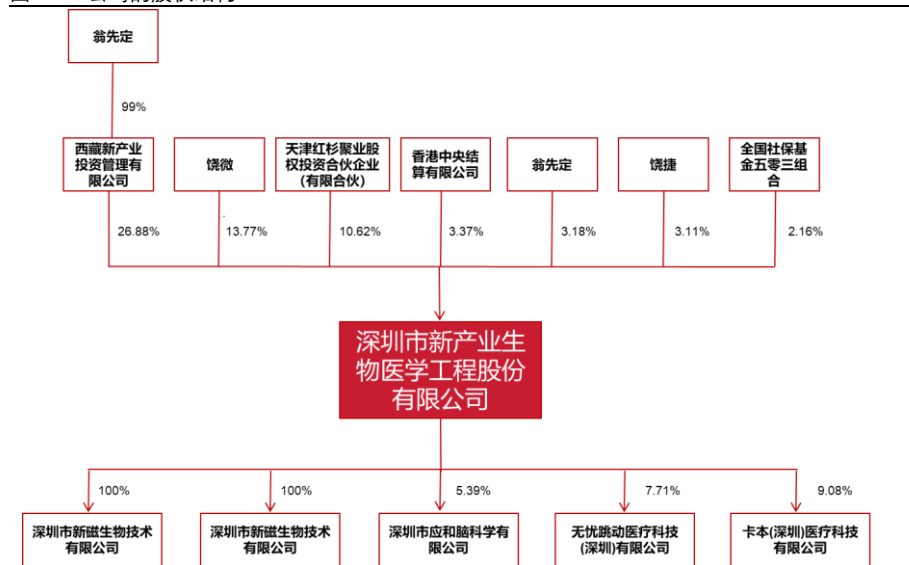
图 19：公司发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所（备注：X10 全称为 MAGLUMI X10、C10 全称为 Biosays C10、H6 全称为 Hemolumi H6；T8 全称为 SATLARS T8）

公司股权集中，截至 2025 年 9 月底公司创始人饶微持股 13.77%为第二大股东。实际控制人翁先定共持股 29.79%，其中直接持股公司 3.18%，通过西藏新产业投资管理有限公司间接持股 26.61%。

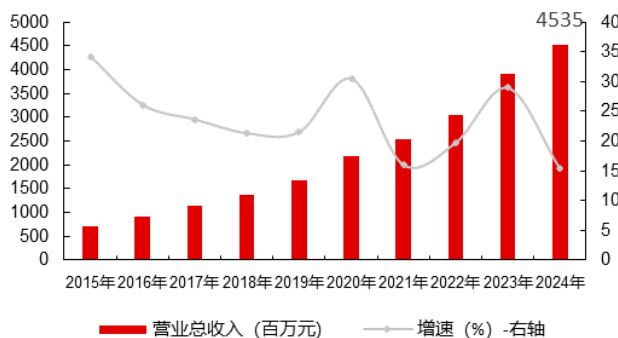
图 20: 公司的股权结构



资料来源: iFinD, 长江证券研究所 (备注: 截至 2025 年三季报)

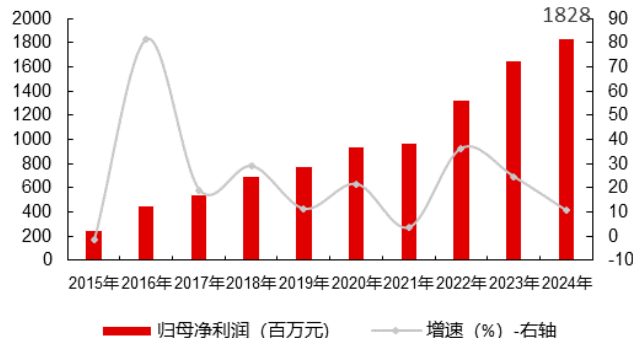
公司收入呈现稳健增长趋势, 营业收入从 2015 年的 7.3 亿元增长至 2024 年的 45.4 亿元, 年复合增长率为 22.5%; 归母净利润复合增速快于收入增速, 2015-2024 年年复合增长率为 24.8%。盈利质量方面, 公司毛利率长期维持在较高水平, 2024 年有所下降主要是由于集采的影响。费用率整体保持相对稳定, 2024 年公司销售费用为 7.1 亿元, 占收入的比重为 16%。

图 21: 2024 年公司收入超过 45 亿元



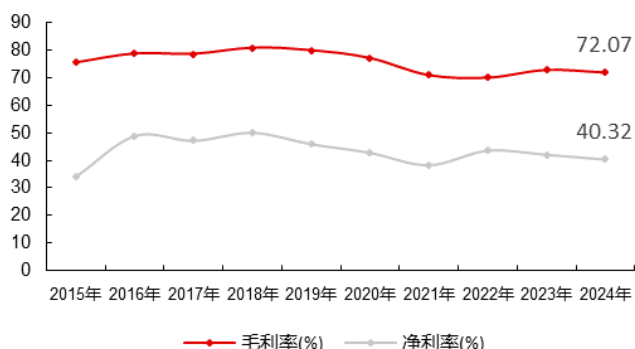
资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 22: 2024 年公司利润超过 18 亿元



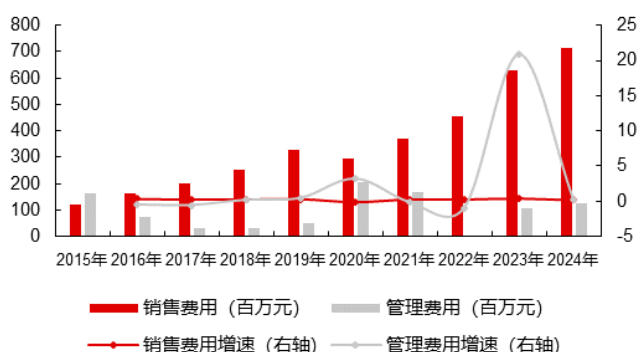
资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 23：2024 年公司净利率约 40%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

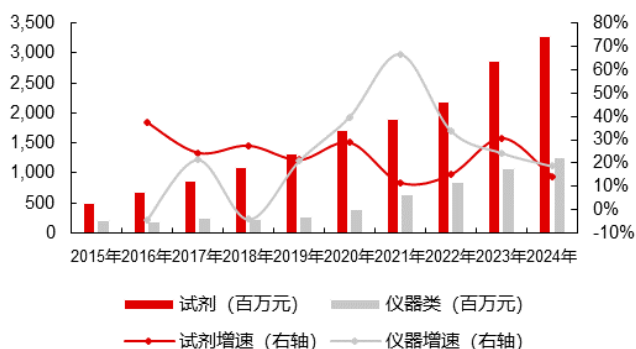
图 24：公司销售费用增长稳健



资料来源：iFinD，长江证券研究所

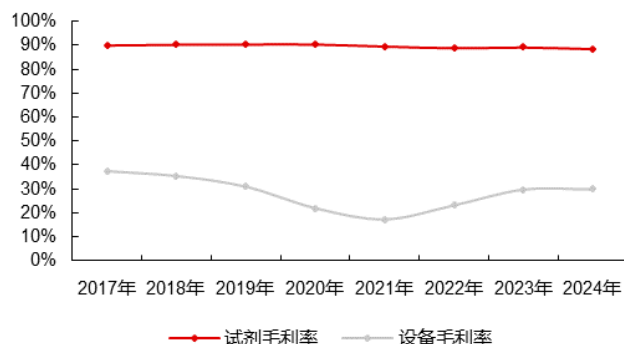
体外诊断的商业模式为设备装机带动试剂的增长，试剂为核心增长点。截至 2025 年半年报，公司向全球销售 239 项化学发光免疫诊断试剂，2024 年公司的试剂收入为 32.7 亿元，占收入的比重为 72%，2015-2024 年试剂复合增速快于设备收入增速，增速分别为 23.2%和 22.5%。试剂毛利率较高，2024 年为 88.6%，未来毛利率或有下行风险，主要是由于集采降价带来的毛利率下降。

图 25：2024 年试剂收入占 72%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 26：2024 年试剂和设备毛利率分别为 88.6%和 29.8%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

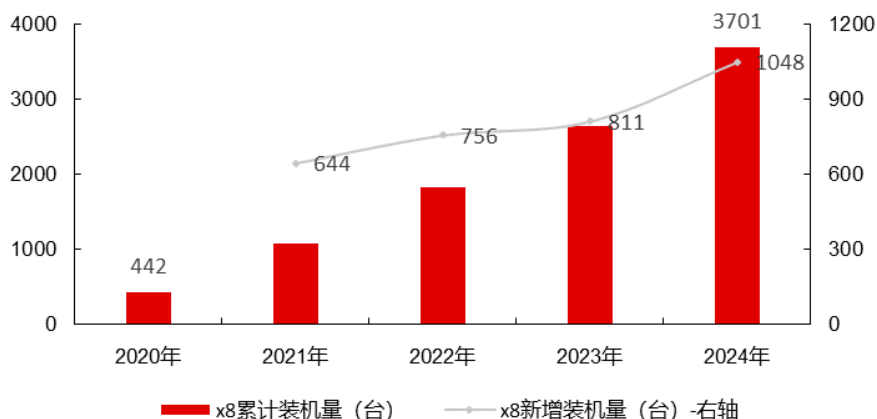
在诊断仪器布局上，公司已构建覆盖小型至大型、低速至高速的全系列产品矩阵，截至 2025 年 6 月底全自动化学发光免疫分析仪器共计 12 款已实现全球销售。公司于 2019 年率先推出行业首创高速机 X8，测试速度 600 个/小时适用于三甲医院满负荷的检验量，截至 2024 年底公司全球装机达 3701 台。2025 年核心旗舰产品 X10，1000 测试 / 小时的高效检测能力，进一步提升检验速度。为打造“免疫 + 生化”一体化诊断解决方案，公司积极拓展生化诊断产品线，现阶段已有 6 款全自动生化分析仪器面向全球市场供应。

表 4: 公司仪器产品梳理

| 产品类型 | 产品名称 | 主要性能指标 | 样本/试剂 | 产品亮点 | 图片 |
|--------------|--------------------------------|---|-----------------------------|--|---|
| 全自动化学发光免疫分析仪 | MAGLUMI X10 | 1000 测试/小时 | 样本位 300 个, 试剂位 42 个 | 一次吸取, 多次加注, 显著降低耗占比 (按平均 500 标本/日, 检测 4 项/标本, 吸头年耗量减少 52 万个, 成本降低 75%) |  |
| | MAGLUMI X8 | 测试速度 600 个/小时; 15 分钟出第一个结果 | 样本位 300 个, 试剂位 42 个 | 离机测试数可超过 2800; 支持 1-4 联机使用, 可以达到 2400T/小时; 设置独立样本仓实现急诊优先 |  |
| | MAGLUMI X6 | 测试速度 450 个/小时 | 样本位为 112 个, 试剂位为 30 个 | 按项目分配温育时间; 行业首创的智能洗液配置系统, 灵活兼容各种实验室设备; 同型号仪器可拼接扩展包括免疫互联/生免扩展/流水线等 |  |
| | MAGLUMI X3 | 测试速度 200 个/小时 | 样本位为 72 个, 试剂位为 20 个 | 占地面积小但测速快满足大医院门诊/急诊/专科实验室/中小医院和基层服务机构需求; |  |
| 全自动生化分析仪器 | Biossays BC1200 | 测试速度 900 测试/小时; 测量范围: 0-3.0Abs | 115 个样本位, 可连续进样 | 90 个位置, 双盘设计, 独立电源, 不间断冷藏, 可连续装载 |  |
| | Biossays BC2200 | 测试速度 1600 测试/小时, 最高可连接 4 台生化仪, 速度高达 6400 测试/小时; 测量范围: 0-3.0Abs | 280 个样本位, 轨道进样, 可实时装载 | 90 个位置, 双盘设计, 具备冷藏功能, 试剂可在线装载 |  |
| | Biossays 240 Plus、Biossays 240 | 生化测试速度 240 测试/小时, 测量范围 0-3.2Abs; 可选配电解质模块, 电解质测试速度 200 测试/小时 | 45 个固定样本位, 可扩展至 88 个, 可连续进样 | 90 个位置, 具备冷藏功能, 试剂可在线装载 |  |
| | Biossays 240Plus | 生化测试速度 240 测试/小时, 测量范围 0-3.2Abs, 反应杯自动清洗; 可选配电解质模块, 电解质测试速度 200 测试/小时 | 45 个固定样本位, 可扩展至 88 个, 可连续进样 | 90 个位置, 具备冷藏功能, 试剂可在线装载 |  |

资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 公司公告, 长江证券研究所

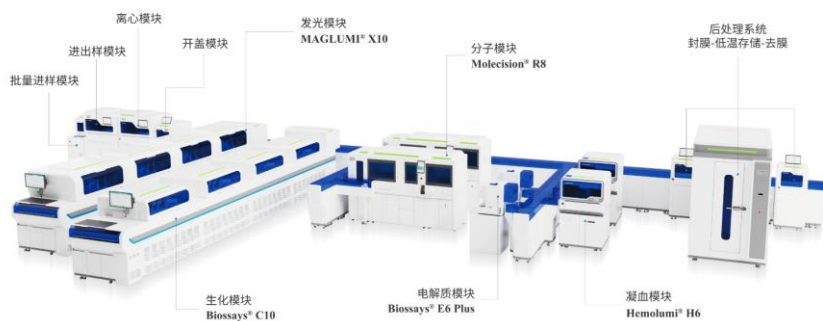
图 27：2020-2024 年公司 x8 新增装机和累计装机情况



资料来源：公司年报，长江证券研究所

自主研发的流水线 T8 上市有望提升核心医院的覆盖。T8 系统全面整合生化、免疫、电解质、凝血、分子五大检测领域，其独创的双向四轨设计，能够实现样本的灵活调度与检测流程的动态平衡；模块化架构与多类型轨道的灵活配置，精准匹配各类实验室的检测需求与场地条件。在初代模块基础上，公司进一步完成倾倒式进样模块、封/去膜模块、低温存储模块的研发迭代及软件的重大升级，有效强化了流水线产品的综合竞争力。截至 2025 年半年报，公司 T8 全球累计装机 179 条。

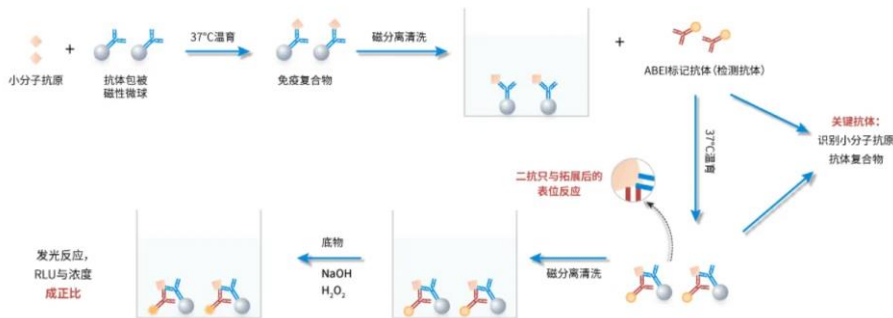
图 28：T8 流水线



资料来源：公司官网，长江证券研究所

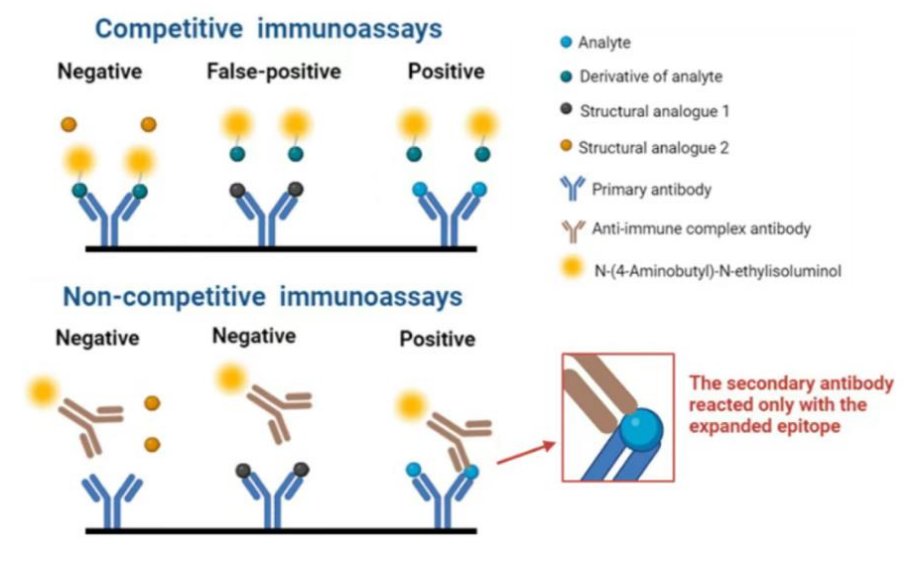
小分子夹心法提高试剂性能。2017 年公司开始重点布局改良创新化学发光免疫竞争，2021 年成功搭建基于抗免疫复合物抗体的小分子“夹心法”检测平台，该平台实现了检测灵敏度、准确性、特异性、线性范围及抗干扰能力的多维度突破，避免了竞争法精密密度欠佳、准确度不足、易受干扰、线性范围窄等缺陷。以此为技术核心，公司陆续推出覆盖甲状腺疾病、高血压、骨代谢等多个疾病领域的配套试剂产品，获得三甲医院的广泛认可，有望提升产品竞争力。

图 29: 小分子夹心法检测原理



资料来源: 公司微信公众号, 长江证券研究所

图 30: 小分子分析物的“夹心法”和竞争法对比图

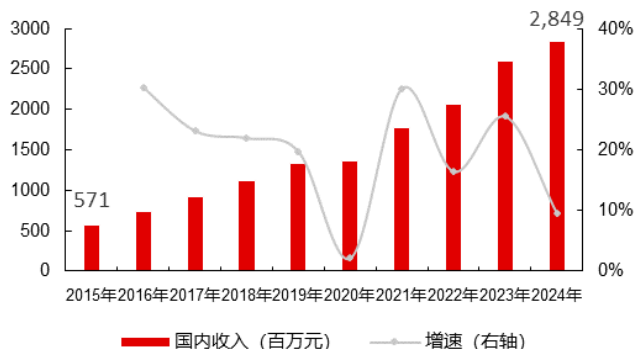


资料来源: 公司微信公众号, 长江证券研究所

中国市场：产品性能优异，集采带动份额快速提升

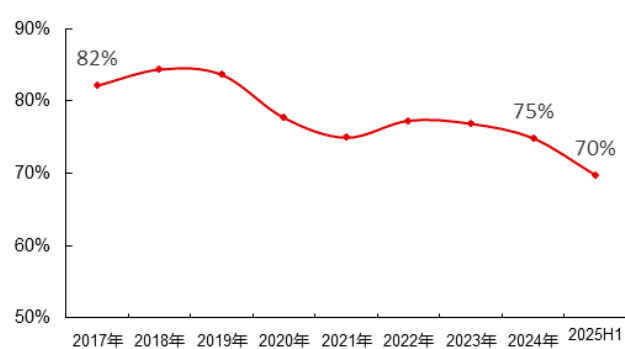
公司在国内三甲医院覆盖持续提升。2024 年公司国内收入突破 28 亿元，2015-2024 年年复合增长率为 19.6%，但受试剂降价等行业因素影响，国内毛利率呈现阶段性下滑，从高峰时期的约 84% 回落至 2025 年上半年的 70%。公司在高端医疗机构的覆盖能力持续提升，2024 年三甲医院覆盖数量达到 1732 家，覆盖率提升至约 61%，在核心医疗终端的市场渗透力仍在稳步增强。

图 31：2024 年公司国内收入超过 28 亿元



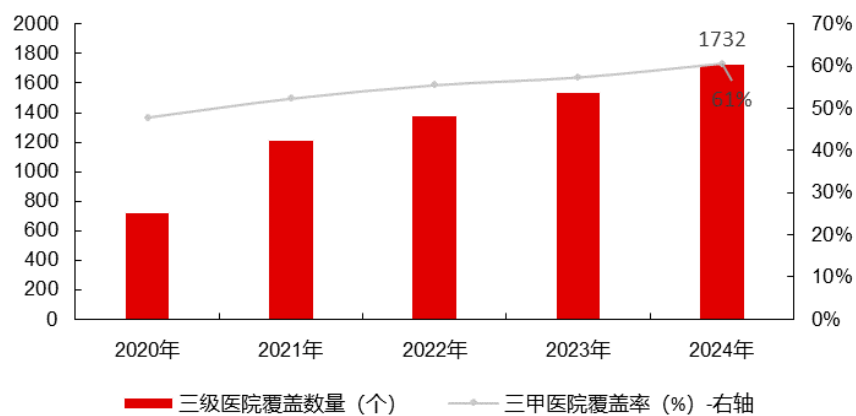
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 32：公司国内毛利率受试剂降价影响下滑



资料来源：iFinD，长江证券研究所

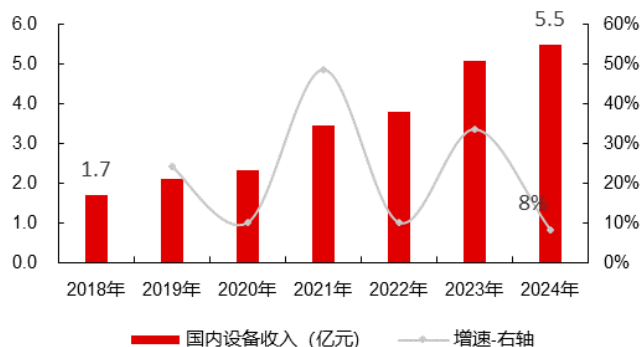
图 33：2024 年公司三甲医院覆盖率约 61%



资料来源：公司年报，长江证券研究所

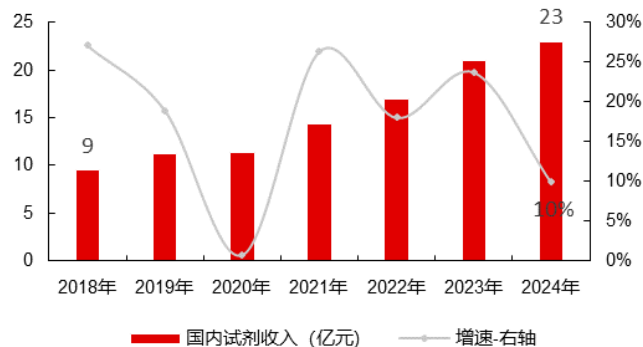
公司国内收入呈现稳步增长态势，且业务结构进一步向高附加值的试剂产品倾斜，形成了以试剂销售为驱动、设备与试剂协同发展的业务格局。公司国内业务结构持续以试剂收入为主导，2024 年公司国内试剂收入达到 23 亿元，而设备收入为 5.5 亿元，2018-2024 年年复合增速试剂增速（15.9%）慢于设备收入增速（21.5%），主要由于集采降价影响试剂的增长。

图 34：2024 年公司国内设备收入 5.5 亿元



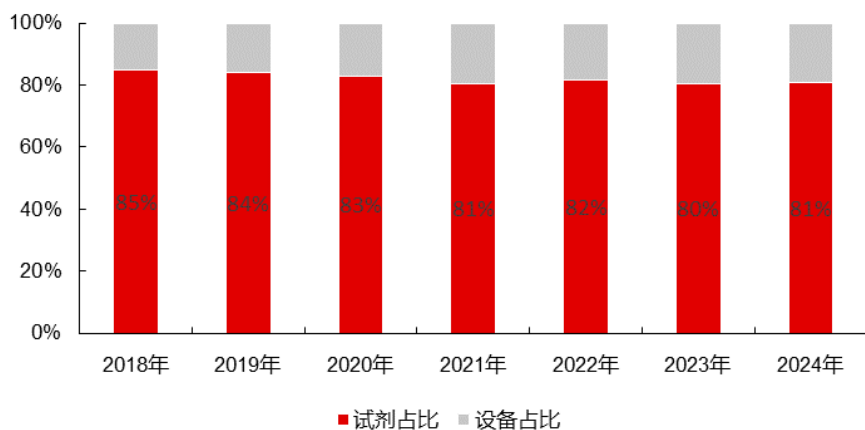
资料来源：公司年报，公司招股说明书，长江证券研究所

图 35：2024 年公司国内试剂收入 23 亿元



资料来源：公司年报，公司招股说明书，长江证券研究所

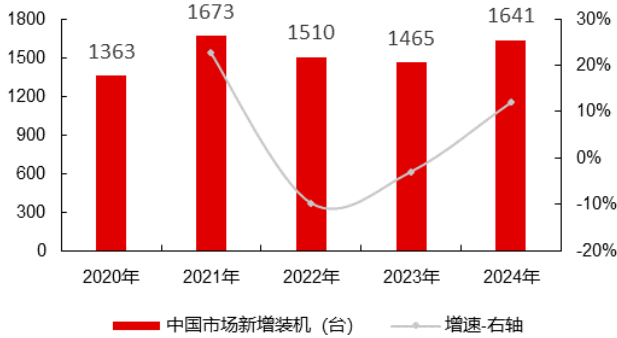
图 36：试剂收入占公司国内收入超过 80%



资料来源：公司年报，公司招股说明书，长江证券研究所

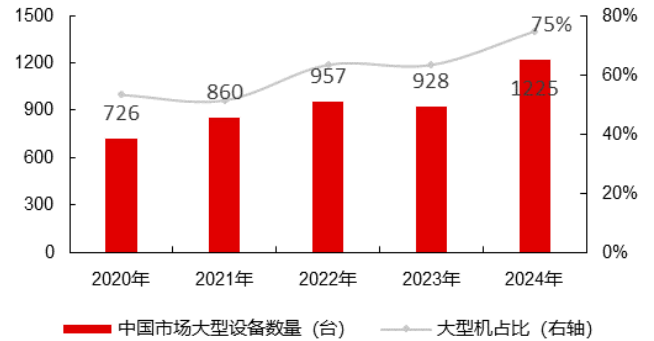
公司在国内市场的装机策略上持续向高产能、高效率的大型设备倾斜，结构升级趋势显著。公司在国内新装机数量从 2020 年的 1363 台增长至 2024 年的 1641 台，整体保持稳定增长态势。公司新增大型机持续提升，从 2020 年的 726 台快速提升至 2024 年的 1225 台，增长幅度显著超越整体装机增速，大型机占比也从 2020 年的 53.3% 稳步提升至 2024 年的 74.7%。

图 37: 2020-2024 年公司中国市场新装机数量



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

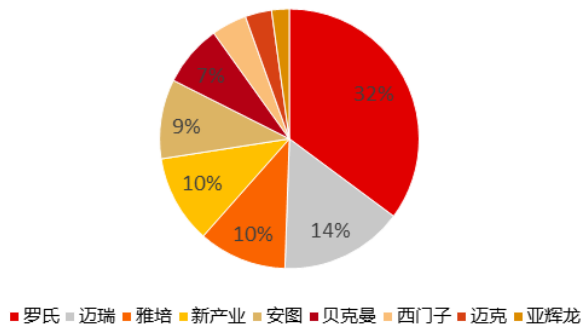
图 38: 2020-2024 年公司中国市场新装大型机数量



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

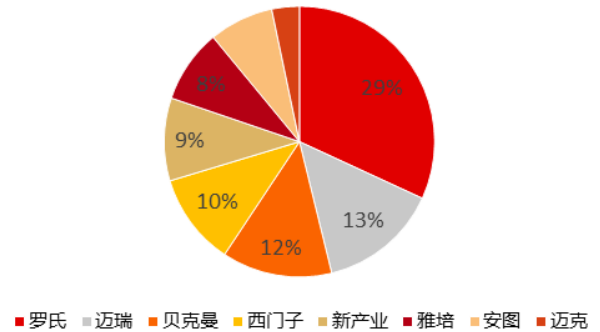
外资企业在肿标等项目仍具优势, 国内头部企业在传染病等领域已有一定优势, 集采或加速国产化率提升。新产业目前处于国产企业前列, 其中肿瘤标志物和甲状腺功能项目为强项, 2024 年占比分别为 10%和 9%, 随着集采落地, 产品性价比凸显, 有望替代进口产品, 夯实龙头地位。

图 39: 2024 年肿瘤标志物试剂市场格局



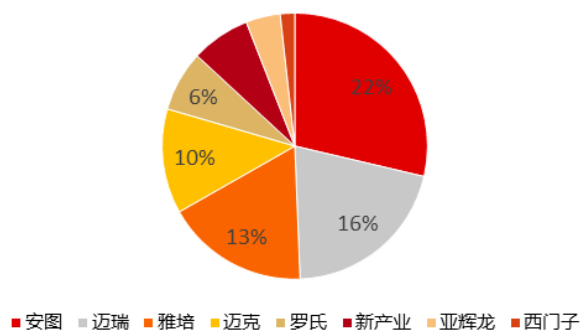
资料来源: 安徽省医保局, 长江证券研究所

图 40: 2024 年甲状腺功能试剂市场格局



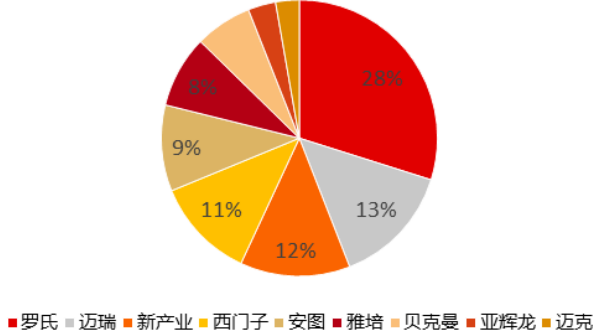
资料来源: 安徽省医保局, 长江证券研究所

图 41: 2023 年传染病八项试剂市场格局



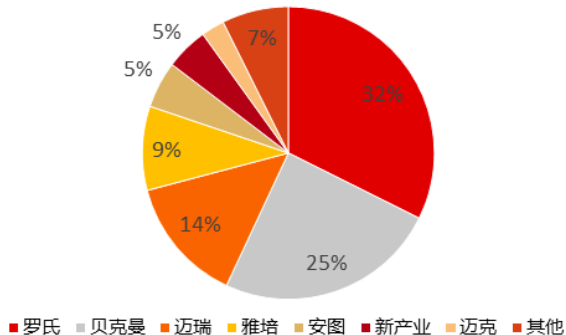
资料来源: 安徽省医保局, 长江证券研究所

图 42: 2023 年糖代谢试剂市场格局



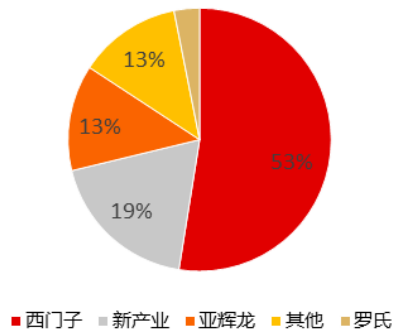
资料来源: 安徽省医保局, 长江证券研究所

图 43: 2023 年性激素 (β-HCG) 试剂市场格局



资料来源: 安徽省医保局, 长江证券研究所

图 44: 2023 年性激素 (总-HCG) 试剂市场格局

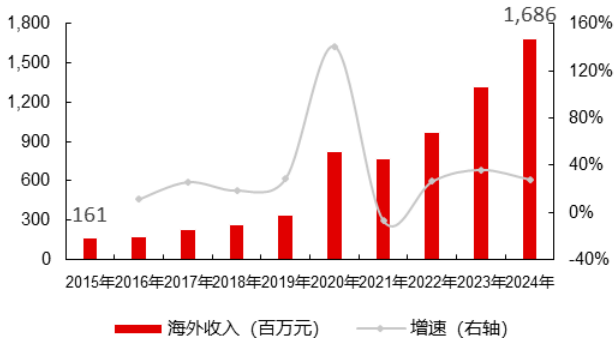


资料来源: 安徽省医保局, 长江证券研究所

海外市场: 本地化部署, 深耕发展中国家

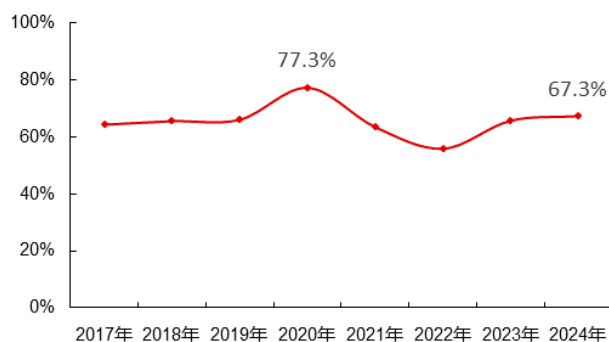
海外业务整体快速呈现扩张态势。公司的海外收入规模从 2015 年的 1.61 亿元持续攀升至 2024 年的 16.86 亿元, 年复合增速为 29.9%。从盈利水平看, 海外市场的毛利率在 2017-2020 年间稳步提升, 维持在 2024 年的 67.3%, 处于较高水平, 在海外市场具有较强的产品定价与成本控制能力。

图 45: 2024 年公司海外收入超过 16 亿元



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

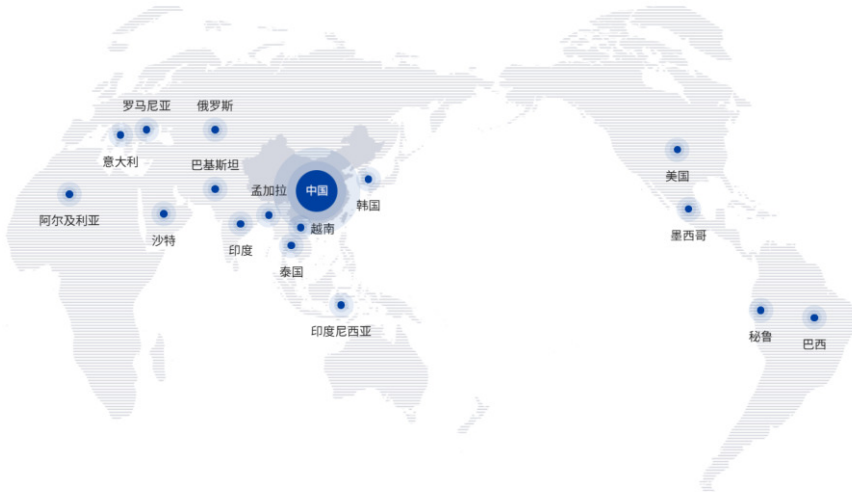
图 46: 2017-2024 年海外市场毛利率



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

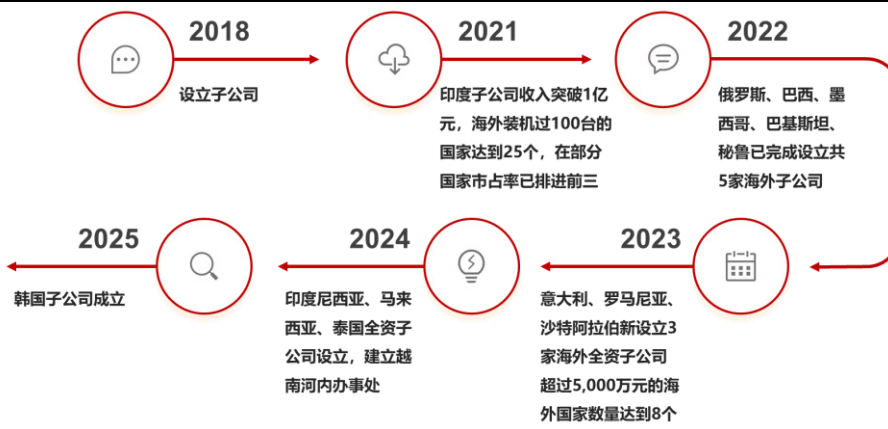
公司海外策略以“区域化运营+本地化深耕”为核心, 持续推进市场精细化划分, 落地区域化管理模式, 深度布局海外本地化运营, 截至 2024 年底公司已在海外 14 个核心国家建立运营体系。以印度市场为例, 公司已搭建起完善的代理商网络, 构建出成熟的终端市场体系: 2018 年设立子公司, 2021 年收入突破 1 亿元, 2024 年收入突破 2 亿元, 未来公司将持续将印度的成功经验扩展到全球其他市场, 实现海外市场的深耕。

图 47：2025 年底公司海外市场分布



资料来源：公司官网，长江证券研究所

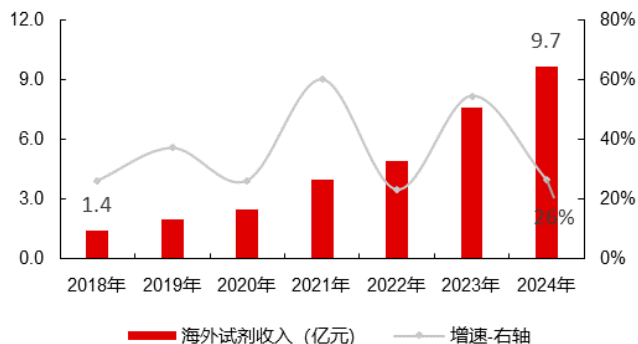
图 48：公司海外发展历程



资料来源：公司年报，公司招股说明书，公司公告，长江证券研究所

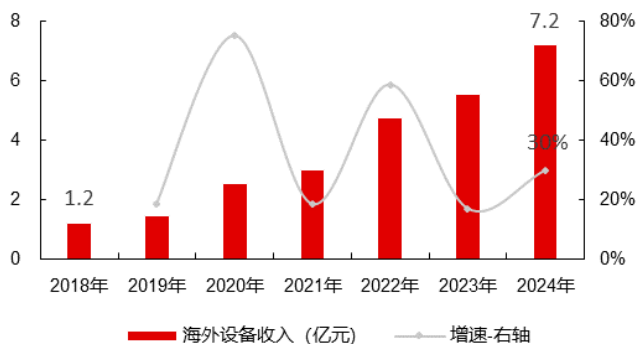
试剂为未来海外重要增长点，占比有望持续提升。海外试剂增速快于设备收入增速，2018-2024 年海外试剂和设备收入复合增速分别为 37.2%和 34.5%，均高于国内试剂和设备的收入。从收入结构看，2024 年公司海外试剂占比为 57%，低于国内试剂占比，未来海外收入结构有望朝国内看齐。

图 49：2024 年海外试剂收入为 9.7 亿元



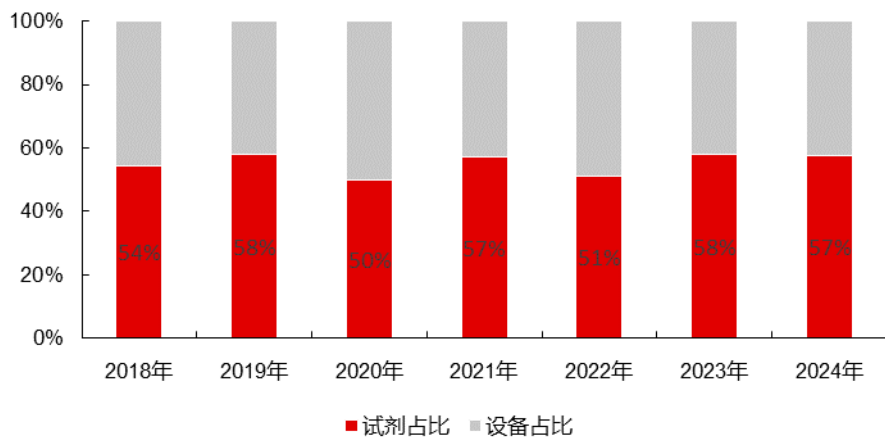
资料来源：公司年报，公司招股说明书，长江证券研究所

图 50：2024 年公司海外设备收入 7.2 亿元



资料来源：公司年报，公司招股说明书，长江证券研究所

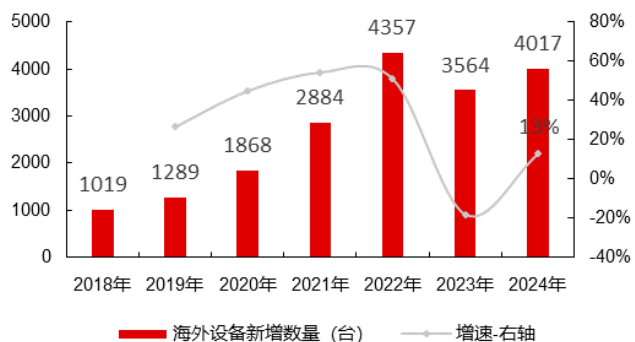
图 51：海外试剂占比持续提升



资料来源：公司年报，公司招股说明书，长江证券研究所

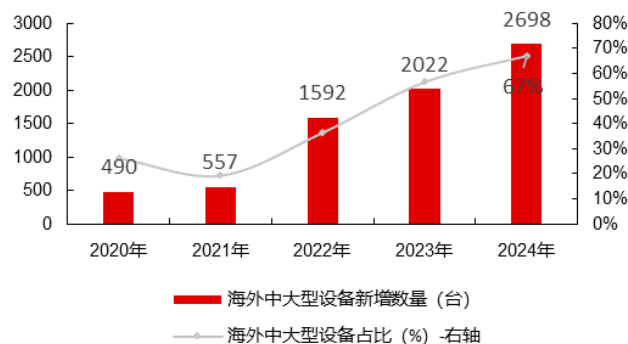
海外设备装机业务呈现出显著的规模增长与结构优化双重趋势。在新增装机方面，公司的海外新增设备数量从 2018 年的 1019 台增长至 2024 年的 4017 台，年复合增长率 25.7%。新增设备结构中，公司向中大型设备倾斜，中大型设备数量从 2020 年的 490 台大幅提升至 2024 年的 2698 台。由于体外诊断行业是设备装机试剂放量的商业模式，良好的设备装机基础，未来海外试剂有望迎来快速增长阶段。

图 52: 2024 年海外设备新增装机 4017 台



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 53: 海外市场大型机占比持续提升



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

风险提示

- 1、海外销售不及预期：海外市场销售存在关税、库存等不确定因素，销售不及预期或影响公司的业绩；
- 2、集采降价不及预期：若集采降价幅度超预期，出厂价格或大幅下降，则公司的国内收入可能不及预期；
- 3、市场竞争加剧的风险：体外诊断国产厂家数量若未来或快速增长，市场竞争或加剧，产品价格或下降，或影响公司业绩；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测和估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期等。悲观假设下，我们假设公司国内和海外销售不及预期，基于上述假设，预测 2025 年公司营业收入和归母净利润分别为 45.35 和 16.36 亿元。

表 5：公司收入和利润的敏感性分析（单位：百万元）

| | 基准情形 | | | 悲观情形 | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 4535 | 4762 | 5524 | 4535 | 4535 | 4762 |
| 增速 | 15% | 5% | 16% | 15% | 0% | 5% |
| 归母净利润 | 1828 | 1995 | 2407 | 1828 | 1636 | 1746 |
| 增速 | 11% | -10% | 21% | 11% | -11% | 7% |

资料来源：iFinD，长江证券研究所

财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入 | 4535 | 4762 | 5524 | 6408 | 货币资金 | 920 | 2451 | 4222 | 6330 |
| 营业成本 | 1267 | 1536 | 1772 | 2045 | 交易性金融资产 | 1723 | 1723 | 1723 | 1723 |
| 毛利 | 3269 | 3226 | 3752 | 4362 | 应收账款 | 950 | 982 | 1140 | 1324 |
| %营业收入 | 72% | 68% | 68% | 68% | 存货 | 1198 | 1247 | 1427 | 1676 |
| 营业税金及附加 | 16 | 17 | 19 | 23 | 预付账款 | 11 | 31 | 35 | 41 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 其他流动资产 | 254 | 255 | 257 | 260 |
| 销售费用 | 715 | 786 | 856 | 929 | 流动资产合计 | 5056 | 6689 | 8805 | 11354 |
| %营业收入 | 16% | 17% | 16% | 15% | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 125 | 129 | 138 | 160 | 投资性房地产 | 108 | 108 | 108 | 108 |
| %营业收入 | 3% | 3% | 3% | 3% | 固定资产合计 | 1274 | 1274 | 1274 | 1274 |
| 研发费用 | 454 | 500 | 552 | 641 | 无形资产 | 245 | 245 | 245 | 245 |
| %营业收入 | 10% | 11% | 10% | 10% | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -35 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税资产 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| %营业收入 | -1% | 0% | 0% | 0% | 其他非流动资产 | 2872 | 2872 | 2872 | 2872 |
| 加：资产减值损失 | 0 | -15 | -30 | -5 | 资产总计 | 9619 | 11253 | 13369 | 15918 |
| 信用减值损失 | -28 | -10 | -10 | -10 | 短期贷款 | 0 | 100 | 105 | 110 |
| 公允价值变动收益 | 29 | 0 | 0 | 0 | 应付款项 | 457 | 210 | 243 | 280 |
| 投资收益 | 90 | 90 | 105 | 122 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2111 | 1889 | 2284 | 2755 | 应付职工薪酬 | 154 | 220 | 253 | 293 |
| %营业收入 | 47% | 40% | 41% | 43% | 应交税费 | 124 | 130 | 151 | 175 |
| 营业外收支 | -18 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 174 | 234 | 269 | 309 |
| 利润总额 | 2093 | 1890 | 2284 | 2755 | 流动负债合计 | 909 | 895 | 1021 | 1167 |
| %营业收入 | 46% | 40% | 41% | 43% | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税费用 | 265 | 239 | 289 | 349 | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 1828 | 1651 | 1995 | 2407 | 递延所得税负债 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1828 | 1651 | 1995 | 2407 | 其他非流动负债 | 56 | 52 | 46 | 43 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 1043 | 1025 | 1146 | 1289 |
| EPS (元) | 2.33 | 2.10 | 2.54 | 3.06 | 归属于母公司所有者权益 | 8577 | 10227 | 12222 | 14629 |
| | | | | | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 股东权益 | 8577 | 10227 | 12222 | 14629 |
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 负债及股东权益 | 9619 | 11253 | 13369 | 15918 |
| 经营活动现金流净额 | 1356 | 1344 | 1667 | 1983 | | | | | |
| 取得投资收益收回现金 | 96 | 90 | 105 | 122 | 基本指标 | | | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 资本性支出 | -439 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 2.33 | 2.10 | 2.54 | 3.06 |
| 其他 | -362 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 1.73 | 1.71 | 2.12 | 2.52 |
| 投资活动现金流净额 | -705 | 91 | 105 | 122 | 市盈率 | 30.45 | 25.95 | 21.47 | 17.80 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 市净率 | 6.49 | 4.19 | 3.50 | 2.93 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 25.15 | 21.43 | 16.95 | 13.29 |
| 银行贷款增加(减少) | 0 | 100 | 5 | 5 | 总资产收益率 | 19.0% | 14.7% | 14.9% | 15.1% |
| 筹资成本 | -786 | 0 | 0 | 0 | 净资产收益率 | 21.3% | 16.1% | 16.3% | 16.5% |
| 其他 | -4 | -4 | -6 | -3 | 净利率 | 40.3% | 34.7% | 36.1% | 37.6% |
| 筹资活动现金流净额 | -790 | 96 | -1 | 2 | 资产负债率 | 10.8% | 9.1% | 8.6% | 8.1% |
| 现金净流量 (不含汇率变动影响) | -139 | 1532 | 1771 | 2107 | 总资产周转率 | 0.47 | 0.42 | 0.41 | 0.40 |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。