太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-02-27

公司深度报告

买入/维持

新产业(300832)

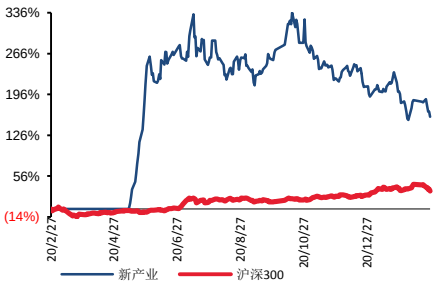
目标价：180

昨收盘：115.57

医疗保健 医疗保健设备与服务

新产业：国内化学发光领先企业，海外把握契机加速扩张

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	412/41
总市值/流通(百万元)	47,655/4,761
12 个月最高/最低(元)	195.98/45.20

相关研究报告：

新产业（300832）《新产业 2020 年三季报点评：Q3 收入端保持 34%的稳健增速，大型机装机占比显著提升》--2020/10/29

新产业(300832)《新产业中报点评：新冠试剂出口带动业绩增长 40%，经营策略往中高端市场转变》--2020/08/22

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL：tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520090001

报告摘要

对于新产业当前投资价值的判断，核心在于化学发光细分领域的高增长能否持续，公司的核心看点在哪里？对于长期价值分析，关键在于公司远期成长性如何？我们尝试在本篇报告解决以上问题。

● 化学发光细分领域的高增长能否持续？

（1）市场扩容：化学发光免疫分析技术性能优势明显，部分替代其他免疫诊断或非免疫诊断市场；我们预计 2019 年市场规模约 250-300 亿，行业增长约 20%，高于当年公立医院检查收入 14.55%的增长。

（2）终端下沉：跨国企业占据国内 80%+的市场份额，盘踞在三级医院等高端市场；国内企业开拓基层空白市场错位竞争，并且受益于分级诊疗政策持续推动、民营检测机构发展而具备持续成长能力。

（3）进口替代：国产技术日益成熟，主流项目试剂价格比外资低 30%-50%；在医保控费的背景下，“性价比”对医院采购试剂时的影响程度提升，推动高端市场的进口替代。

整体来看，化学发光细分市场空间大、增速快，加之国产企业终端下沉和进口替代，我们认为领先企业未来 3-5 年的复合增速有望达 30%以上，成长空间充足。

● 新产业的核心看点在哪里？

（1）产品性能：①仪器方面，单机型号从小型机 X3 和超高速机 X8，自动化程度从模块化 MA 到 TLA 解决方案，全方位满足不同客户需求；②试剂方面，自产磁性微球核心原材料控制成本和质量，采用 ABEI 直接标记的发光技术提高试剂稳定性，“特殊项目+常规项目”136 项菜单齐全，其中肿瘤、甲功领先国内同行，传染病项目蓄势待发。

（2）行业地位：截至 2020 年 9 月底，国内化学发光仪器累计装机量近 7,800 台，较 2019 年底新增近 1000 台；2020 年前三季度国内销售收入 8.73 亿元，我们预计其中化学发光试剂销售收入 7.22 亿左右，在国内免疫诊断厂商中处于领先地位。

（3）边际变化：公司 2020 年中覆盖三级医院达 690 家，即 0.5 年增加 59 家，较此前平均 0.5 年增加 7 家有大幅提升；我们认为公司在国内大型终端数量占比加速提升的原因在于高通量仪器的放量：2020 第三季度高速型发光仪器 4000P、X8 销量占国内发光仪器销量的比重提升至 52.52%。

由于公司小型低速仪器占比较高、仪器以销售而非投放为主、进院的特殊项目检测量较小等因素，每年单台仪器所带动的试剂销售收入约为 18 万元/台，剔除非活动仪器后年化单机产出约为 20 万元/台，相较同行企业提升空间较大。随着公司推出高速机 MAGLUMI X8 后大型终端客户占比提升、高端机型销售模式转为与试剂订货量挂钩、术前八项等检测量大的常规项目菜单补全，我们认为公司的化学发光免疫分析仪器的年均单产有望快速提升。

● 公司的远期成长性如何？

除了当前国内市场的进口替代红利，我们认为公司更长期的成长逻辑在于海外市场的拓展。

（1）市场概况：全球 IVD 市场规模近 700 亿美元，年复合增速约 4%；其中罗氏以 20%的份额领先市场。我们以罗氏为例进行分析，2012-2019 年免疫诊断收入的复合增速约为 10%，故免疫诊断占 IVD 业务的收入比重逐年提升；北美、西欧等经济发达地区增速仅为个位数，新兴经济体成为新的增长点，增长率在 10%以上。

（2）公司优势：① 客户基础扎实：公司进入 145 个国家和地区，2019 年度销售额约 3.43 亿元领先国内同行企业，最近三年的复合增长率达 24%；

②借疫情进一步扩张：2020 年前三季度公司实现新冠抗体检测试剂收入 2.99 亿元，拉动海外业务收入同比增长 182%至 6.93 亿元；并实现化学发光仪器销量接近 1500 台，累计销量近 7600 台。

③中型仪器占比提升有望促进试剂上量：2020 年第三季度中型仪器 2000 和 2000P 的销售数量及占比较同期均有大幅提升，我们预计后续中大型机在海外的销售份额持续提升，从而促进单台仪器带动的销售收入提升。

● 投资建议

我们预计公司 20/21/22 年收入分别为 22.19/29.15/38.09 亿元，归母净利润分别为 9.16/12.02/16.73 亿元，对应当前 PE 分别为 52/40/28 倍。**维持“买入”评级。**

● 风险提示

竞争激烈程度加剧风险，降价幅度超预期风险，研发进展不及预期风险，海外市场波动风险，新型冠状病毒肺炎疫情持续影响的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1682	2219	2915	3809
（+/-%）	21.53	31.93	31.37	30.67
净利润(百万元）	773	916	1202	1673
（+/-%）	11.33	18.53	31.26	39.18
摊薄每股收益(元)	1.88	2.22	2.92	4.06
市盈率(PE)	0.00	51.94	39.57	28.43

资料来源：Wind，太平洋证券（注：摊薄每股收益按最新总股本计算）

目录

一、 公司概况：纯正的化学发光标的，率先打破外资垄断 6

(一) 发展历程：国内化学发光的先行者，打破外资破技术垄断 6
(二) 财务简况：GAGR 40%高增速，ROE 稳定在 20%以上 7
(三) 股权结构：董事长研发出身，员工股权激励充分 9

二、 产品优势：仪器、试剂品类齐全，高速机、传染病检测蓄势待发 10

(一) 仪器：从 X3 到 X8，从 MA 到 TLA，全面满足客户需求 10
1、品类丰富：仪器型号多样，全方位满足不同客户需求 10
2、速度领先：超高速 X8 测速 600T/H，性能全面提升 10
3、自动化趋势：从模块化到 TLA 解决方案，进一步提升产品服务能力 11
(二) 试剂：肿瘤、甲功领先国内同行，传染病项目蓄势待发 13
1、核心原料：自产磁性微球，有效控制成本和质量 13
2、发光技术：ABEI 直接标记，提高试剂稳定性 13
3、检测项目："特殊+常规"136 项菜单齐全，肿瘤领先、传染病待发力 14

三、 销售看点：国内抢占进口份额，海外借助疫情扩张 17

(一) 国内市场：仪器装机抢占进口份额，年均单产有望提升 17
1、市场概况：技术优势+终端下沉+进口替代，国产化学发光乘风破浪 17
2、公司优势：客户结构加速升级，仪器年均单产有望提升 19
(二) 海外市场：借疫情进一步扩张，中型仪器占比提升 23
1、市场概况：免疫诊断增速领先 IVD 市场，新兴经济体为新增长点 23
2、公司优势：借疫情进一步扩张，中型仪器占比提升有望促进试剂上量 24

四、 风险提示 27

图表目录

图表 1：新产业发展历程：化学发光免疫分析领域的领先企业 6
图表 2：新产业历年收入利润变动情况 7
图表 3：新产业盈利能力指标情况 7
图表 4：2019 年国内上市的发光企业的毛利率和净利率 8
图表 5：2019 年国内上市的发光企业的 ROE 和 ROIC 8
图表 6：新产业历年收入分品类结构变动情况 8
图表 7：新产业历年收入分地区结构变动情况 8
图表 8：新产业股权结构：三次股权激励，核心高管直接持股 9
图表 9：新产业全自动化学发光免疫分析仪器 10
图表 10：MAGLUMI X3 市场定位：助力中国基层诊疗 10
图表 11：MAGLUMI X8 与其他同类产品的参数比对 11
图表 12：不同厂家相继推出全实验室自动化整体解决方案 12
图表 13：体外诊断试剂上游原材料的主要构成 13
图表 14：主流的化学发光技术各有千秋 14
图表 15：国内化学发光检测套餐分布情况 15
图表 16：部分国内化学发光厂家试剂种类比较 15
图表 17：新产业各类检测试剂销售收入的占比变动 16
图表 18：部分国内化学发光厂家按项目收入情况 16
图表 19：我国 IVD 细分领域市场：免疫诊断占比提升 17
图表 20：中国免疫诊断结构：化学发光占比提升 17
图表 21：国内头部发光企业的收入和增速变化 18
图表 22：2019 年我国化学发光竞争格局，进口替代空间大 18
图表 23：以尿常规为例，检验费水平持续下行 18
图表 24：国产化学发光检测试剂盒价格优势明显 18
图表 25：国产化学发光系统平均每年检测成本为进口产品的一半 18
图表 26：国内头部发光企业累计装机量 19
图表 27：国内头部发光企业每年新增装机量 19
图表 28：新产业国内地区收入结构及增速变化 20
图表 29：国内头部企业历年化学发光销售收入 20
图表 30：国内仪器及配套软件在不同等级医院的销量 21
图表 31：国内仪器及配套软件在不同等级医院的销售收入 21
图表 32：2019 年仪器及配套软件在不同等级医院的覆盖率 21
图表 33：化学发光分析仪单产：新产业提升空间较大 21
图表 34：全球及中国体外诊断市场规模及增速 23
图表 35：2018 年全球 IVD 行业市场格局，罗氏独占鳌头 23
图表 36：罗氏的免疫诊断业务带动整体收入增长 23
图表 37：罗氏诊断业务按地区划分的销售收入增长率 23
图表 38：新产业进军海外市场历程 24
图表 39：海外市场准入体系和新产业认证情况 24
图表 40：新产业海外地区收入情况 25
图表 41：国内头部免疫诊断企业海外地区收入比较 25
图表 42：新产业化学发光仪器海外销售情况 25
图表 43：新产业国内外化学发光仪器单产比较 25
图表 44：2018 年全球主要区域体外诊断市场份额 26
图表 45：新产业在海外不同市场的销售收入结构 26

一、 公司概况：纯正的化学发光标的，率先打破外资垄断

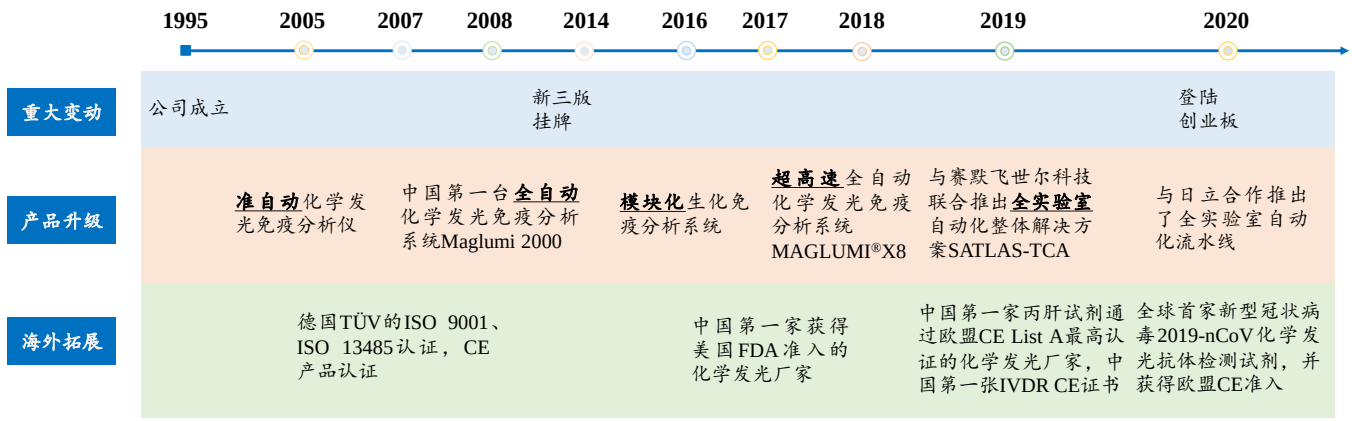
(一) 发展历程：国内化学发光的先行者，打破外资破技术垄断

新产业自 1995 年 12 月成立以来，一直专注于化学发光免疫诊断主业。

经过 10 年的潜心努力，2008 年成功研发国内第一台全自动化学发光免疫分析仪、且作为封闭系统配备配套试剂，并于 2010 年推向市场，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，打破了国内免疫诊断市场长期被罗氏、雅培、西门子、贝克曼等国外巨头垄断的局面。

公司近几年的快速增长均来源于全自动化学发光免疫分析仪器及其配套试剂，具备稳定批量生产与出货的能力，国内外销售渠道的成功拓展，已成为免疫诊断领域重要的全球竞争者。

图表 1：新产业发展历程：化学发光免疫分析领域的领先企业

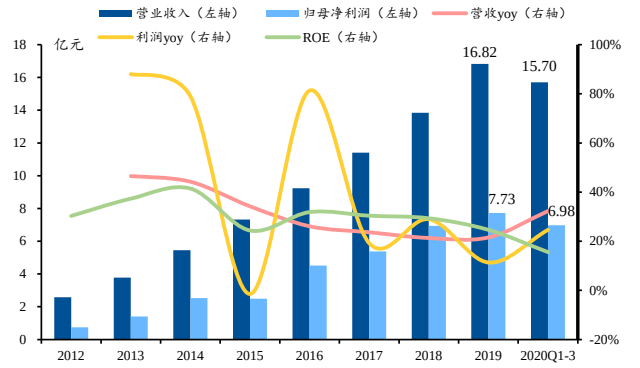


资料来源：Wind，公司公告，公司官网，太平洋研究院整理

(二) 财务简况：GAGR 40%高增速，ROE 稳定在 20%以上

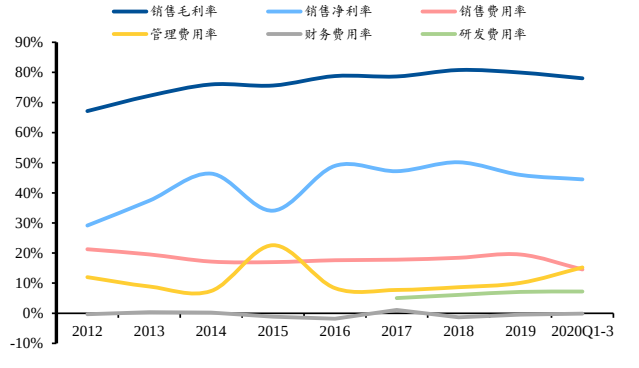
ROE 保持稳定：2012-2019 年公司营业收入年复合增速约 31%、归母净利润年复合增速约 40%，2015 年业绩波动较大主要是因为实施员工股权激励导致管理费用增加 1.06 亿元，2020 年在新冠疫情影响下公司收入依然保持在 30%以上的高增长。除了 2015 年及 2020 年因为在资本市场募集资金影响净资产、股份支付费用大幅增加从而影响净利润外，2012-2019 年公司 ROE 稳定在 25%-40%之间，相对同行企业处于较高水平。

图表 2：新产业历年收入利润变动情况



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

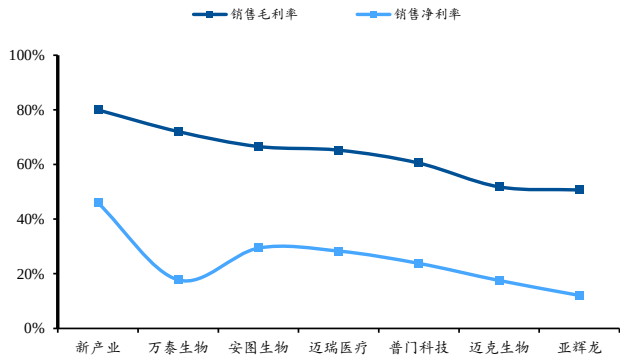
图表 3：新产业盈利能力指标情况



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

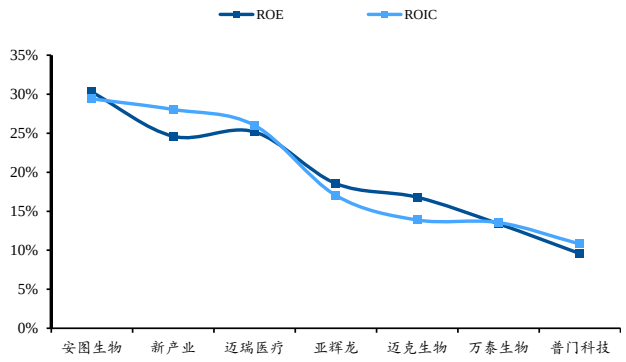
盈利水平较高：2019 年公司销售毛利率为 80%、明显高于同行企业，主要是因为：（1）公司主要产品为化学发光检测系统，现阶段国内市场以进口品牌为主、价格体系较高，而同行企业还有发展相对成熟的酶联免疫、生化分析、微生物诊断产品，以及部分代理业务，在一定程度上拉低了整体毛利率；（2）公司重点研发特殊的临床检测项目，部分品种在国内同行业中独家拥有，具有较强的定价权；（3）公司试剂的产销量逐年大幅增长，规模效应较明显，得以保证较高的毛利率。此外，由于公司的费用控制能力较好，高达 46%的净利率水平也领先于同行。

图表 4：2019 年国内上市的发光企业的毛利率和净利率



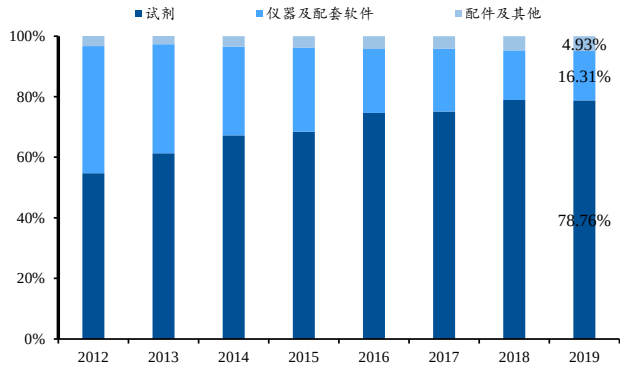
资料来源：Wind，各公司公告，太平洋研究院整理

图表 5：2019 年国内上市的发光企业的 ROE 和 ROIC



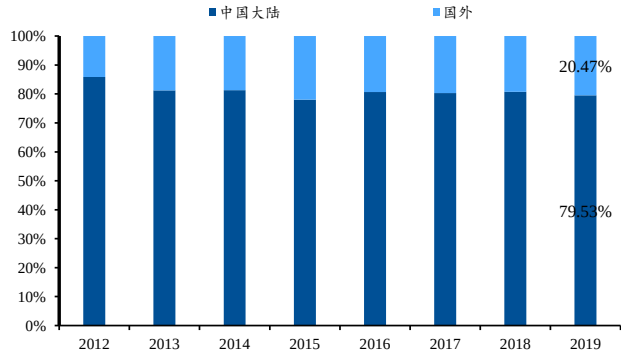
资料来源：Wind，各公司公告，太平洋研究院整理

图表 6：新产业历年收入分品类结构变动情况



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

图表 7：新产业历年收入分地区结构变动情况



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

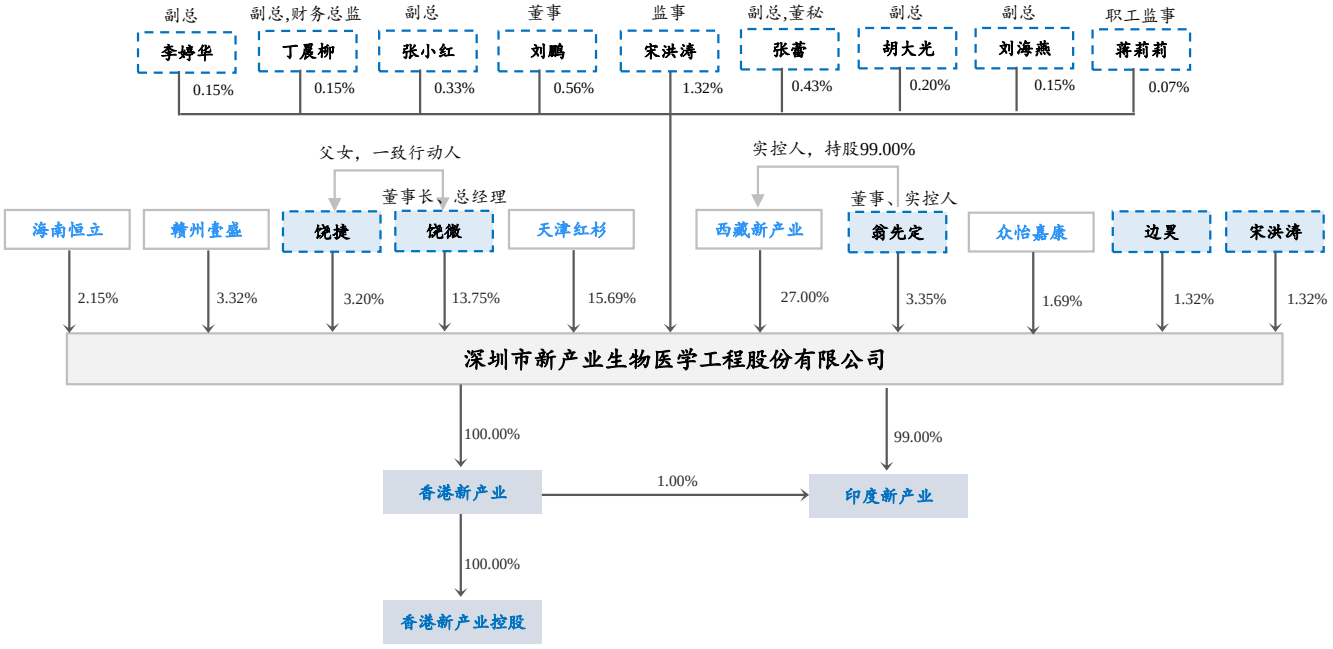
(三) 股权结构：董事长研发出身，员工股权激励充分

实际控制人翁先定：直接持有公司 3.35%的股份，并通过西藏新产业间接控制公司 27.00%的股份，合计控制公司 30.35%的股份，系公司的实际控制人，但是不参与具体经营管理。翁先定先生于 1986 年 7 月至 1993 年 8 月历任国家计委财政金融司副处长、财金司证券处处长，深圳市计划局局长助理，1993 年 8 月组建新产业投资。

实际经营人饶微：1997 年加入新产业，后升任总经理。1993 年 1 月，饶微先生领导纳米免疫磁性微球项目组，首次成功研制出可以应用在细胞分离、基因分离和免疫定量分析等领域的纳米免疫磁性微球新材料；随后带领新产业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。

员工股权激励充分：公司于 2012 年首次实施股权激励，向 120 名自然人增资；2015 年实施员工持股计划，共 458 名员工参与认购；2020 年实施限制性股票激励计划，向 412 名激励对象授予 607.8 万股限制性股票，2020-2022 年度营业收入相对于 2019 年增长率的目标值分别为 30%、69%、120%，触发值分别为 20%、44%、73%，有望充分调动公司核心团队的积极性。

图表 8：新产业股权结构：三次股权激励，核心高管直接持股



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

二、 产品优势：仪器、试剂品类齐全，高速机、传染病检测蓄势待发

(一) 仪器：从 X3 到 X8，从 MA 到 TLA，全面满足客户需求

1、品类丰富：仪器型号多样，全方位满足不同客户需求

公司专注于将主业做到极致，针对客户需求推出适配不同场景的仪器，包括 M600、M800、M2000 等适用于二级以下小型医院的低速桌面式小型仪器，以及 M4000、M4000P 等适用于三级医院、第三方独立医学实验室的高速落地式大型仪器。

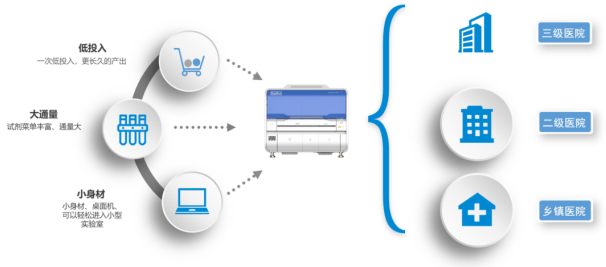
近期公司推出新品 MAGLUMI X3，占地面积小于 0.68m^2、测试速度 200T/H，可轻松进入广大基层医院、县以下中小医院、专科医院实验室等，并满足其检测需求；其融入新一代 ABS（*All Balanced and Strong*）理念，均衡优异的性能在同等类型仪器中脱颖而出，有望承担 M800、M2000、M2000P 等公司其他低速机的市场开拓重任。

图表 9：新产业全自动化学发光免疫分析仪器

款式	仪器型号	检测速度 T/H	首结果时间 min	样本位	试剂位
桌面式	Maglumi 600	180	17	16	4
	Maglumi 800	180	17	40	9
	Maglumi 1000	120	17	144	15
	Maglumi 2000	180	17	144	15
	Maglumi X3	200	-	72	20
落地式	Maglumi 2000P	180	17	144	25
	Maglumi 4000	280	15	144	25
	Maglumi 4000P	280	16	144	25
	Maglumi X8	600	15	300	42

资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

图表 10：Maglumi X3 市场定位：助力中国基层诊疗



资料来源：公司新品发布会，太平洋研究院整理

2、速度领先：超高速 X8 测速 600T/H，性能全面提升

由于全民医疗保障制度的建立，大量的医疗需求被释放，各层级医院的患者数量和标本增加，对于高通量、高效率的化学发光免疫分析产品具有强烈的需求。公司于 2019 年推出标杆产品 MAGLUMI X8，仪器多项性能指标全球领先：

（1）多：300 个样本位，42 个试剂位，可检测 136 个项目，耗材装载量可支持离机 2800 个测试、持续 5 小时（*一次性装载 576 个 TIP 头、2912 个反应杯*）；

（2）快：单机最高速度 600T/H（*相当于竞品 3-4 台或一条流水线*），联机测速可

达 2400T/H，出第一份结果时间 15 分钟；

（3）好：仪器故障率低（*"零故障"服务理念*），实时监控（*200 多个传感器*），故障自修复；

（4）省：空间（*节约 80%*）、时间（*节约 50%*）、成本（*TIP 头一吸多注*）、人力（*只需 1/3*）；

（5）准：重复性好（*批内 CV 低至 3%，远超行业标准 5%-10%*），杜绝交叉污染（*一次性 TIP 头*），立体环绕恒温技术。

图表 11：MAGLUMI X8 与其他同类产品的参数比对

Specification	Snibe MAGLUMI X8	Roche Cobas e 801	Abbott Alinity i	Siemens Atellica IM 1600	BECKMAN DxI 800
测试速度 (T/H)	600	300	200	440	400
单位面积测试速度 (TPH/m^2)	265	175	144	259	241
首结果时间 (min)	15	18	-	18	15
测量原理	Flash CLIA	ECLIA	Flash CLIA	Flash CLIA	Glow CLIA
发光标记物	ABEI	$[Ru(bpy)_2]^{2+}$ ruthenium	Acridinium Ester	Acridinium Ester	ALP
激发底物	NaOH, H_2O_2	TPA	NaOH, H_2O_2	NaOH, H_2O_2	AMPPD
样本位	300	150	150	160	120
试剂位	42	48	47	42	50
试剂信息读取方式	RFID reader	RFID reader	Barcode reader	Barcode reader	Barcode reader
试剂菜单	163 项目，19 大类 10-20 新项目每年	105 项目，12 大类	89 项目，13 大类	100 项目，19 大类	54 项目，10 大类
尺寸	192×118×150 cm	150×114×162 cm	119×117×134 cm	145×117×150 cm	171×97×170 cm

资料来源：公司新品发布会，体外诊断网，太平洋研究院整理

3、自动化趋势：从模块化到 TLA 解决方案，进一步提升产品服务能力

检验流水线有助于提高检测速度、降低人工差错和交叉感染、控制人力和耗材成本，成为了医院检验科和临床实验室设备配置的发展趋势。国际 IVD 巨头的流水线陆续进入国内市场，我们预计当前流水线约 2000 条，其中罗雅贝西四大家占比超过 90%；保守测算市场空间超过 3000 条。

公司除了推出 Biolumi 8000 等模块化产品外，2019 年下半年与赛默飞合作推出了 SATLARS-TCA 实验室全自动化整体解决方案，2020 年与日立合作推出了全实验室自动化流水线（*MAGLUMI X8 + LABOSPECT 008 AS*），大大提高终端的检验效率，有利于公司增加大型终端客户的数量，提升单台仪器带动的试剂收入，在全实验室自动化流水线市场中抢占先机。

图表 12：不同厂家相继推出全实验室自动化整体解决方案

厂家	型号	上市时间	免疫仪器	单台最大测速	生化仪器	单台最大测速	代工/合作	封闭性
贝克曼	Power processor	2013usa 2016chn	UniCel DxI 800	400T/H	DxC 800、AU	2000T/H	日本 IDS	封闭
罗氏	Cobas Connection Modules (CCM)	2014usa 2017chn	Cobas e801、e602	300T/H	Cobas c702、c701、c502	2000T/H	日立 Hitachi	封闭
雅培	ACCELERATOR A3600	2013usa	ARCHITECT i2000 SR	200T/H	C 16000	1600T/H	意大利 Inpeco	封闭
西门子	Aptio	2011usa	Centaur XP	240T/H	ADVIA2400	2400T/H	意大利 Inpeco	封闭
安图	Autolas A-1 Series	2017	A2000Plus	200T/H	TBA-FX8 (佳能)	2000T/H	日本 IDS	半封闭
迈瑞	M6000	2019	CL-6000i	480T/H	BS2000	2000T/H	日本 IDS	封闭
新产业	**SATLARS-TCA**	**2019**	**MAGLUMI X8**	**600T/H**	**TCAutomation (赛默飞)**	**1600T/H**	**赛默飞**	**半封闭**
新产业	**新产业-日立**	**2020**	**MAGLUMI X8**	**600T/H**	**LABOSPECT 008 AS (日立)**	**2000T/H**	**日本 Hitachi**	**半封闭**
透景	日立-透景兼容	2018	透景 TESMI	840T/H	LABOSPECT 008 AS (日立)	2000 /H	日立 Hitachi	开放
润达	Clinilog-RD	2017	i2000 SR (雅培) DxI 800 (贝克曼)	——	LABOSPECT 008 AS (日立)	——	日本 A&T	开放

资料来源：Wind，各公司公告，体外诊断网，太平洋研究院整理

(二) 试剂：肿瘤、甲功领先国内同行，传染病项目蓄势待发

基于全自动化学发光免疫分析仪与配套试剂的封闭性，企业通常采用以仪器销售带动试剂销售的模式，提升仪器安装后客户采购试剂所产生的销售收入。根据“*图表 3：新产业历年收入结构变动情况*”的数据显示，试剂销售收入占比从 2012 年的 55%提升到 2019 年的 79%。

1、核心原料：自产磁性微球，有效控制成本和质量

相对于塑料板、塑料球、以及尼龙等固定抗体或抗原的载体，**免疫磁性微球**易于稳定地悬浮在溶液中，提供类均相的免疫反应过程，提高了生物分子的反应效率；外加磁场时可以迅速地从溶液中分离出来，成为化学发光免疫分析系统的关键分离材料。

公司已经全面掌握了纳米免疫磁性微球的制备技术，并于 2016 年 8 月取得发明专利，当前可针对化学发光免疫分析项目研发生产不同类型的磁球，并配备价值数百万的磁球制备与分析仪器对于磁性微球的粒径、铁含量、羧基含量、非特异性吸附等进行控制。大部分国内及部分国际知名体外诊断企业外购纳米磁性微球，而公司自产纳米磁性微球有助于降低对供应商的依赖并进一步降低成本，以及控制产品的稳定性。

图表 13：体外诊断试剂上游原材料的主要构成

	核心反应体系	信号体系	反应体系载体	反应环境
成分	诊断酶、辅酶、抗原、抗体等生物活性分子	胶体金、酶底物系统、发光物质等	NC 膜、酶标板、**磁珠、微球**等	由各种生物活性材料和精细化学原料，包括牛血清白蛋白、阻断剂、氯化钠、碳酸钠和各种氨基酸以及有机酸等调配而成的体外诊断试剂缓冲溶液等
功能	真正发挥功能组分，对试剂的质量和稳定性有着决定性影响，也是试剂原料中占据生产成本最高的成分	将不可见的生物反应过程和结果变成可视、可读的结果的实现环节	提供了生物化学反应发生的场所，并因各种材料的迥异性能，使得诊断试剂具有快速、高通量、均相等丰富特性	为试剂的反应排除干扰、为储存提供了稳定性，保障反应得以顺利进行

资料来源：《2018 中国医疗器械行业发展报告》，太平洋研究院整理

2、发光技术：ABEI 直接标记，提高试剂稳定性

化学发光根据其诊断试剂的标记物和底物不同可以分为间接化学发光、直接化学发光、电化学发光三种。新产业采用分子量为 276D 的异鲁米诺（*ABEI*）小分子有机化合物作为发光标记物，氢氧化钠和双氧水作为发光底物，是一种典型的直接化学发光免疫分析系统。与传统的间接化学发光相比，直接化学发光减少了标记酶受环境影响的情况，试剂稳定性较好。

公司采用自主研发的具有超顺磁、高功能基团含量、低非特异性的磁球微球作为系统分离材料，高效发光物质 ABEI 作为免疫反应示踪物，以及抗原抗体偶联技术，使公司化学发光免疫分析试剂具备良好材料和工艺基础，实现高灵敏度、高精密度、宽线性范围、低干扰等试剂性能。

图表 14：主流的化学发光技术各有千秋

技术平台	酶促化学发光		直接化学发光		电化学发光
原理	显色酶标记在抗体或抗原上，酶标记的抗原抗体复合物在发光底物的作用下，持续发出可见光		氧化物直接标记抗原或抗体，抗原体结合后，在含过氧化氢的强碱激发液的作用下，快速发出可见光		三联吡啶钌标记的抗原体复合物，在三丙胺的作用下发生氧化还原反应，发出可见光
标记物	辣根过氧化氢酶(HRP)	碱性磷酸酶(ALP)	吖啶酯(AE)	**异鲁米诺(ABEI)**	三联吡啶钌(RU(bpy)3^{2+})
底物/氧化剂	鲁米诺及其衍生物	1，2-二氧环乙烷衍生物(AMPPD)、金刚烷类(APS-5)	氢氧化钠 -过氧化氢(NaOH-H2O2)		电击发，三丙胺(TPA)
灵敏度	较高		高		最高 *（采用磁场分离待测物技术）*
发光类型	辉光型：①标记酶易受环境、温度的影响；②试剂的稳定性不如直接化学发光好激发；③发光时间在数十分钟以上、测试速度慢		闪光型：①不需加入酶；② 发光体系简单、快速，一般在数秒内完成；③发光时间短		电击发闪光：①激发光过程复杂，每一个发光约为 25 秒；②能够稳定持续发光
发光速率	慢，5min	快，2min	极快，1s 内光子散射达高峰，整个过程 2s 内完成	快，3s	快
稳定性	*低（生物酶，受温度影响）*		*高（非活性物质）*		最高 *（不影响标记物的理化特性）*
线性范围	窄		宽		最宽
最大波长	425nm	470nm	470nm	425nm	620nm
其他厂家	强生、安图、迈克 IS1200、科美	贝克曼、西门子 DPC、迈瑞、科华、利德曼	雅培、西门子拜耳、迈克 i3000、亚辉龙、基蛋、万泰	索林、新产业	罗氏、普门
优势	*原料来源广（蔬菜植物辣根）*、成本低	*原料可获得（大肠杆菌或小牛肠粘膜）*、成本可接受*（比 HRP 贵）*	反应简单，无需催化剂和增强剂；本底值较低、信噪比较高；速度快，减少试剂中的抗原抗体等活性物稳定性变化带来的干扰；发光检测的线性关系更好；标准曲线制作更便捷，可以实现两点定标、偏移率更低		发光持续时间长，信号强度强，容易测定和控制；标记物可与多种化合物结合，检测项目广泛
劣势	显色酶易受运输储存条件、环境 pH 值、自身批间差异等因素干扰；标记过程中可能遮掩抗体反应位点；ALP		吖啶酯在缓冲液中不稳定，容易水解；可采购原料稀少、价格贵；发光时	异鲁米诺在缓冲液中不稳定，容易水解；高性能	检测所需的电极需定期更换，成本较高；采用流动比色池，存在交叉污染的潜在可能

资料来源：《临床免疫学检验技术》，太平洋研究院整理

3、检测项目："特殊+常规"136 项菜单齐全，肿瘤领先、传染病待发力

作为化学发光的领军企业，公司打破外资技术垄断后的分两步走的战略：

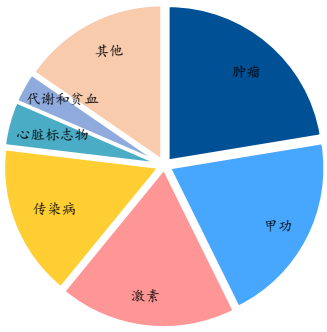
（1）首先是差异化竞争，做了数十个外资品牌没有、而临床急需开展的**特殊项目**

（即公司根据国内外大型医疗机构的要求而定制研发，一般在国内外大型医疗检测机

构开展），避免与外资直接发生正面竞争，并且深受国内外大型医疗机构的欢迎。

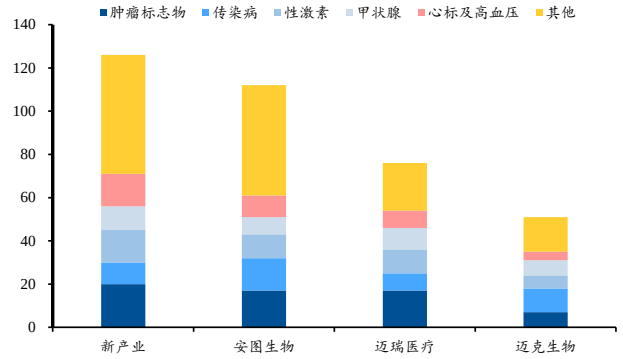
（2）随着产品口碑的发酵以及建立外资未涉及项目的标准，从定制项目逐渐渗透到**常规项目**发展起自己的终端（*常规项目是大中小临床医疗机构均可开展的临床检测项目，也是该领域主要的进口品牌能够提供的项目*）。在化学发光检测市场中，肿瘤、传染病、甲功、激素等常规项目占据了 70%以上的份额，心脏标志物、代谢和贫血等项目占比均在 5%以下。

图表 15：国内化学发光检测套餐分布情况



资料来源：体外诊断网，太平洋研究院整理

图表 16：部分国内化学发光厂家试剂种类比较



资料来源：NMPA，Wind，公司公告/官网，太平洋研究院整理

当前公司可检测的特殊项目和常规项目合计达 136 项，无论在国内还是国外都位居前列。

（1）**肿瘤标志物：**化学发光免疫分析中最主要的项目，市场占比超过 20%，国内市场竞争异常激烈。早期国内厂家参与较少，主要由罗氏等大型外资医疗器械企业参与竞争，公司凭借先发优势取得一定市场份额。

新产业的肿瘤检测菜单多达 20 项，除了甲胎蛋白（*AFP*）、癌胚抗原（*CEA*）、常规的糖类抗原（*CA15-3*、*CA19-9*、*CA12-5*）外，还有 CA50、CA72-4、CA24-2、Cyfra21-1、SCCA 等特殊项目，此外，多肽抗原（*TPA*）、前列腺酸性磷酸酶（*PAP*）、幽门螺旋杆菌 IgG 抗体等项目也尤为特色。2019 年肿瘤标志物试剂销售收入 4.77 亿元，明显高于国内同行企业。

（2）**甲状腺功能：**化学发光免疫分析的重要项目，市场占比约为 20%。新产业检测项目数量超过 10 项、领先国内同行。除了已成功通过美国市场准入许可的常规项目甲状腺功能 5 项（*促甲状腺素 TSH*、*血清三碘甲状腺原氨酸 T3*、*血清甲状腺素 T4*、*血清游离三碘甲状腺原氨酸 FT3*、*血清游离四碘甲状腺原氨酸 FT4*），促甲状腺激素受体抗体（*TRAb*）、反三碘甲状腺原氨酸（*rT3*）等特殊项目也颇受欢迎，甲状腺微粒体抗

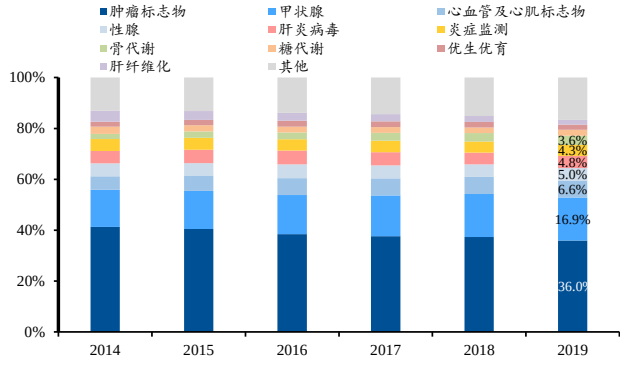
体（*TMA*）特色性明显。

在甲状腺功能 5 项中，促甲状腺素（*TSH*）在人血清中含量极低，对检测仪器的灵敏度、尤其是对低值区信号区分度的要求极高；若检测体系中的本底值过高的话，就会对低值区的检测造成较大干扰产生误差，所以 TSH 灵敏度常被用来作为评估检测仪器灵敏度的一个标准。根据第六批国产医疗设备遴选评审结果，新产业最新仪器的 TSH 功能灵敏度达到 0.008mIU/L，逼近国外一线品牌雅培、贝克曼 0.005mIU/L 的精度水平。2019 年甲状腺试剂销售收入 2.24 亿元，亦超过其他国内同行企业。

（3）**心血管及心肌标志物：**化学发光检测的市场高地，新产业、迈瑞、安图都具备心肌四项，此外新产业还有脂蛋白相关磷脂酶 A2（*Lp-PLA2*）、超敏肌钙蛋白 I 等特色项目。其中第五代高敏肌钙蛋白是急性心肌梗塞的检测金标准，传统肌钙蛋白无法在低浓度时检测到心梗患者的血清肌钙蛋白水平变化，特异性较低、甚至部分患者出现假阴性结果，从而延误诊断和治疗；而高敏肌钙蛋白的敏感性是传统肌钙蛋白检测的 100 倍，能够探测更低浓度的血清肌钙蛋白水平，有助于对患者进行危险因素分层，将急性心机梗死从非急性心肌损伤中区分，并进行早期诊断和及时救治。高敏肌钙蛋白检测在急性心肌梗死早期诊断中较普通肌钙蛋白 T 以及肌红蛋白、肌酸激酶（*CK*）等生化指标具有显著优势。

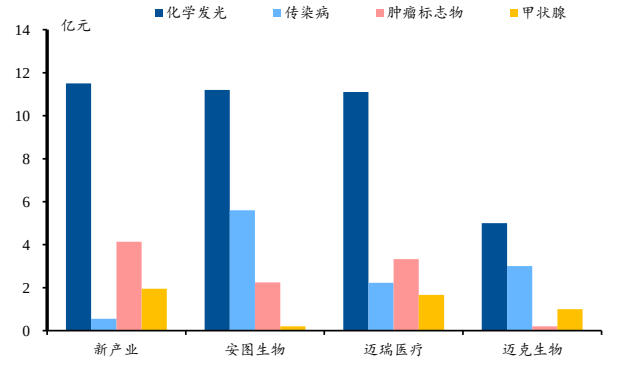
（4）**传染病检测：**最主要的检测项目为术前八项（*包括乙肝五项、丙肝、艾滋、梅毒*），由于公司此前项目证书不全，试剂收入占比一直不超过 5%；当前八项证书已经补齐，我们认为传染病项目未来几年有望实现高于整体试剂的增速水平。

图表 17：新产业各类检测试剂销售收入的占比变动



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

图表 18：部分国内化学发光厂家按项目收入情况



资料来源:，太平洋研究院整理

三、 销售看点：国内抢占进口份额，海外借助疫情扩张

(一) 国内市场：仪器装机抢占进口份额，年均单产有望提升

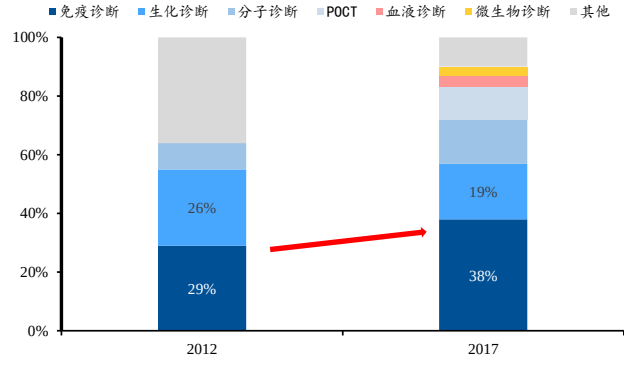
1、市场概况：技术优势+终端下沉+进口替代，国产化学发光乘风破浪

（1）技术优势：性能优异，形成技术替代

免疫诊断通过抗原抗体结合反应，对样本中的微量物质进行检测。由于其灵敏度较高、出错率小，近年发展较快，在 IVD 市场的占比从 2012 年的 29%提升到 2017 年的 38%。

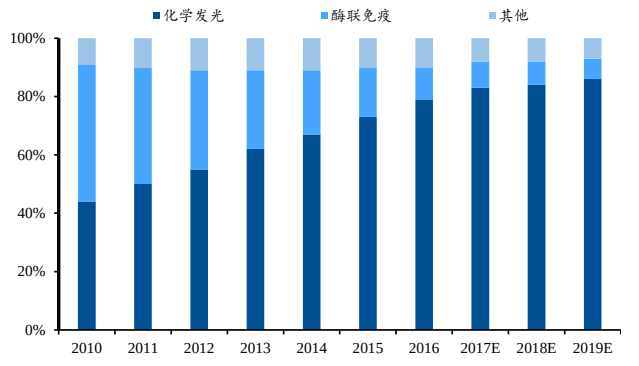
其中，**化学发光免疫分析技术**具备线性范围宽、结果稳定、安全性好及使用期长等方面的系统性优势，在性能上对其他免疫方法形成全面超越，因此成为免疫诊断的主流，对酶联免疫等定性/半定量产品进行替代。我们预计 2019 年中国化学发光市场规模在 250-300 亿元（*出厂口径*），收入增速在 20%左右（*远高于当年公立医院检查收入 14.55%的增长*）。

图表 19：我国 IVD 细分领域市场：免疫诊断占比提升



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

图表 20：中国免疫诊断结构：化学发光占比提升



资料来源：Wind，Kalorama Information，太平洋研究院整理

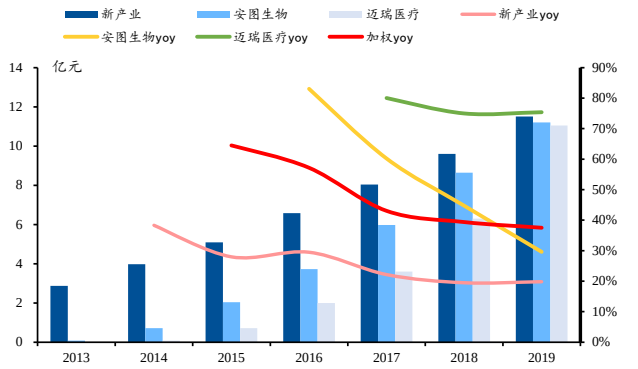
（2）终端下沉：错位竞争，发力空白市场

三级医院检测量大，但是对检测质量要求较高、价格敏感度则相对较低，基本配备外资产品。而二级医院、部分一级医院以及民营检测机构的检测量也达到配置化学发光免疫分析系统的门槛，但是受限于资金方面的压力，有动力寻求性价比更高的补充/替代品，因此成为处于萌芽期国内厂家的理想客户，与外资品牌形成错位竞争。

新产业、安图生物、迈瑞医疗等国内领先企业，积极下沉渠道、开拓空白市场，从而实现快速发展，整体国内化学发光收入规模增速在 40%以上；并且长期受益于分

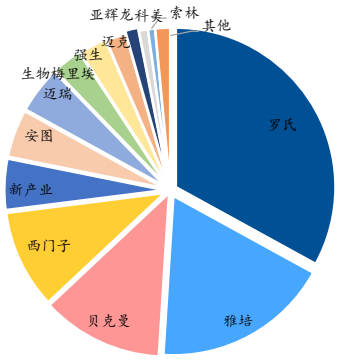
级诊疗政策的持续推进、民营检测机构的盛行而具备持续成长能力。

图表 21：国内头部发光企业的收入和增速变化



资料来源：Wind，各公司公告，太平洋研究院整理

图表 22：2019 年我国化学发光竞争格局，进口替代空间大



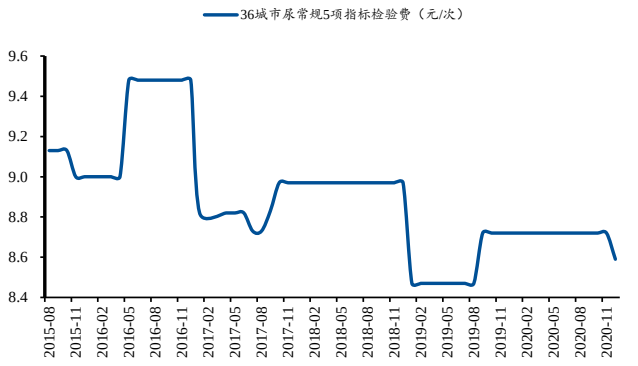
资料来源：Wind，各公司年报，太平洋研究院整理

（3）进口替代：乘风破浪，目标高端医院

化学发光供给端看，“罗雅贝西”四大家市占率超过 70%、外资品牌整体市占率超过 80%，单个国内企业市占率不超过 5%。外资产品基本垄断，形成的局面就是整体化学发光检测产品的价格水平居高不下。

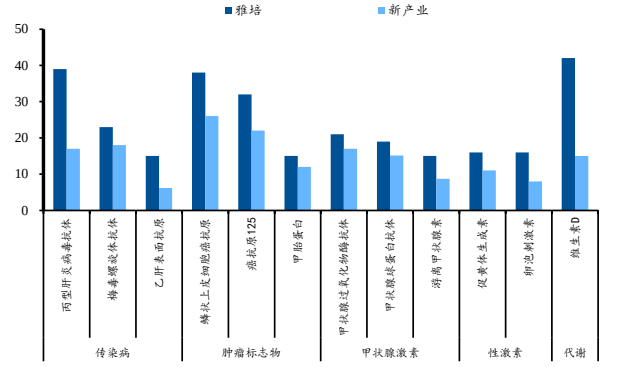
由于进口产品的价格体系明显高于国内同类产品，当前面临着越来越大的压力：终端检验费用标准逐年下调、取消进口与国产试剂的价格差异等。在医保控费日益加剧的环境下，“性价比”对医院采购试剂时的影响程度提升。此外，国家政策也在鼓励进口替代，部分地区从国产化率角度提出定量目标，有望提升医院采购国产品牌的动力。

图表 23：以尿常规为例，检验费水平持续下行



资料来源：Wind，国家发改委价格监测中心，太平洋研究院整理

图表 24：国产化学发光检测试剂盒价格优势明显



资料来源：中标公告，太平洋研究院整理

图表 25：国产化学发光系统平均每年检测成本为进口产品的一半

	进口化学发光	国产化学发光

术前八项终端收费（元/份）		310	
试剂成本占终端收费比例	53%		31%
试剂成本（元/份）	164		96
每天样本数量（份/天）		50	
每年工作天数		250	
试剂费用（万元/年）	205		120
仪器成本（万元/台）	70		40
更新周期（年）		5	
仪器费用（万元/年）	14		8
每年检测成本（万元）	219		128

资料来源：中标公告，太平洋研究院整理

整体来看，化学发光细分市场空间大（*市场规模250-300亿*）、增速快（*行业增速约20%*），加之国产企业终端下沉和进口替代，我们认为具备核心竞争优势的优质企业未来3-5年的复合增速有望达30%以上。（*市场空间和行业增速的测算过程请参考此前深度报告《体外诊断行业系列报告：国产化学发光乘风破浪》*）

2、公司优势：客户结构加速升级，仪器年均单产有望提升

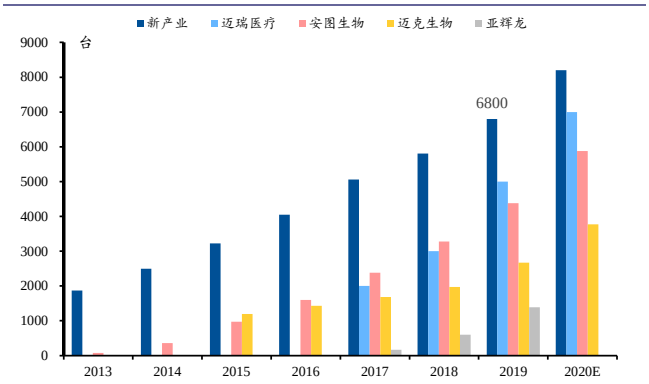
（1）终端装机量国内领先，保证试剂销售规模

作为国产化学发光的先行者，公司已经建立起覆盖全国的营销网络，全自动化学发光免疫分析仪器及试剂已进入全国大多数省市的各级医院、体检中心和计生中心，截至2020年9月底，国内化学发光仪器累计装机量近7,800台，较2019年底新增近1000台，在国内免疫诊断厂商中处于领先地位。

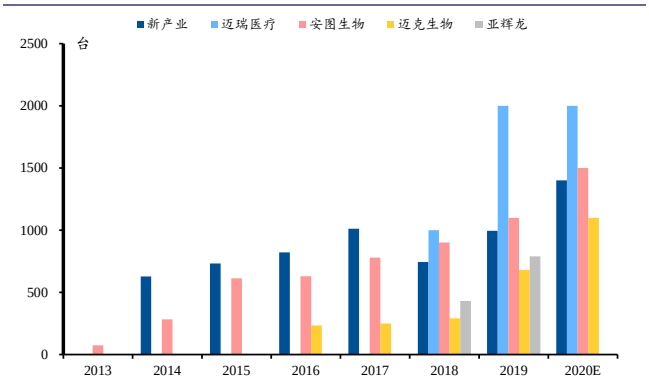
装机量的不断增加为试剂销售规模提供稳定的保证，公司2020年前三季度国内销售收入8.73亿元，我们预计其中化学发光试剂销售收入在7.22亿左右，在国内免疫诊断厂商中处于较高水平。随着终端装机量的增加、检测数量的上升，以及新试剂项目的销售，有望推动试剂销售收入的持续增加。

图表26：国内头部发光企业累计装机量

图表27：国内头部发光企业每年新增装机量

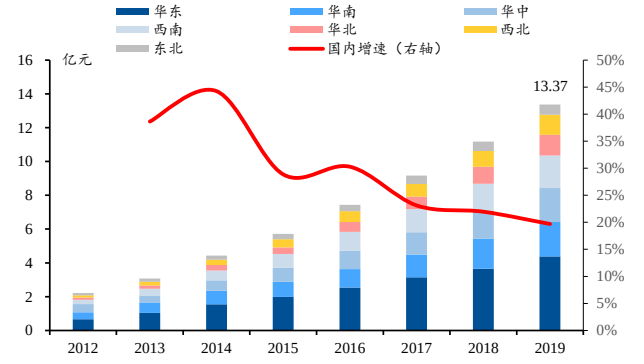


资料来源：Wind，各公司公告，太平洋研究院整理
（注：纯装机累计，暂不考虑仪器退出使用的情况）



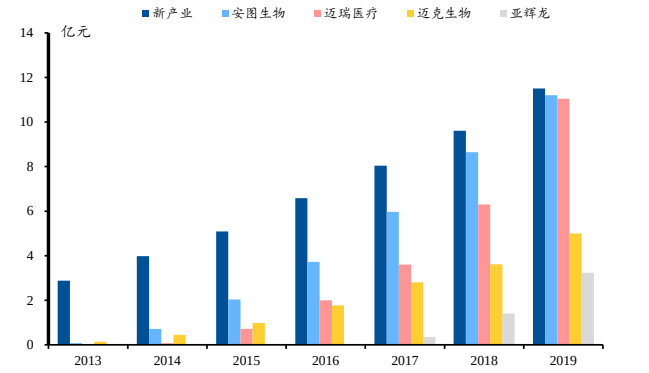
资料来源：Wind，各公司公告，太平洋研究院整理

图表 28：新产业国内地区收入结构及增速变化



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

图表 29：国内头部企业历年化学发光销售收入



资料来源：Wind，各公司公告，太平洋研究院整理

（2）客户结构升级，三级医院覆盖提速

三级医院：公司覆盖三级医院的数量不高，2019 年为 907 家，主要是因为高端市场主要由进口品牌垄断，国产品牌所占据的市场份额较少。

公司 2019 年末覆盖三级医院数量较 2017 年中仅增加 22 家*(1.5 年时间增加 22 家)*，但是 2020 年中覆盖三级医院数量较 2019 年末增加 59 家 *(0.5 年时间增加 59 家)*，其中三甲医院数量覆盖数量达 690 家，三甲医院覆盖率为 45.5%。我们认为公司在国内大型终端数量占比加速提升的原因在于高通量全自动化学发光免疫分析系统 MAGLUMI X8 的推出，并且有望随着 X8 的逐步放量而继续加速提升覆盖率 *(2020 第三季度高速型发光仪器 4000P、X8 销量占国内发光仪器销量的比重达 52.52%，较 2020 年上半年的 50%略有提升)*。

二级医院：截至 2019 年末公司覆盖二级医院 1848 家、覆盖率为 19.5%，还有较大的空间。我们认为未来主要通过 MAGLUMI X3 的推广来促进二级医院覆盖率的提升。

一级医院：截至 2019 年末公司覆盖一级医院仅 320 家、覆盖率 2.9%，主要是因为一级医院的化学发光检测仪器配置率较低。

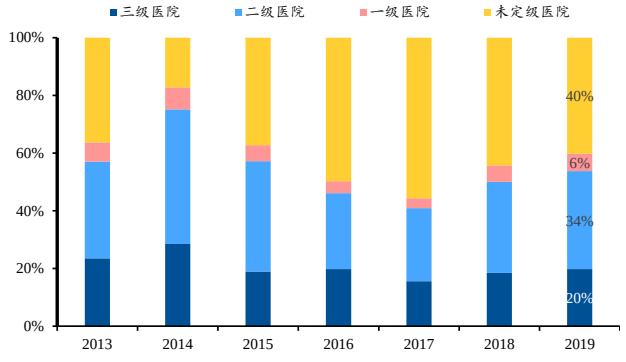
未定级医院：包括计生系统、基层医院、民营医疗机构（*如私立医院、第三方检测中心*）等。公司一方面主动挖掘新增客户，一方面也积极参加各省计生系统、基层医院的招标，合计覆盖 2775 家、覆盖率 25.7%。由于数量多，因此公司对该类客户的销量和销售额总体较大。

（3）大客户+高端机+大项目，仪器年均单产有望提升

公司每年单台仪器所带动的试剂销售收入约为 18 万元/台；考虑到存在部分仪器年限过长而退出使用、老仪器被新仪器替换等情况，剔除非活动仪器后年化单机产出为 20 万元/台。由于公司小型低速仪器占比较高、仪器以销售而非投放为主、进院的特殊项目检测量较小等原因，年均单产相较同行企业有较大的提升空间。

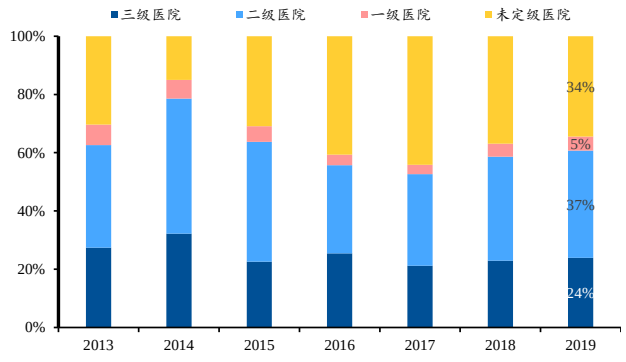
综合上述情况，公司推出高速机 MAGLUMI X8 后大型终端客户占比提升、高端机型销售模式转为与试剂订货量挂钩、术前八项等检测量大的常规项目菜单补全，我们认为公司的化学发光免疫分析仪器的年均单产有望快速提升。

图表 30：国内仪器及配套软件在不同等级医院的销量



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

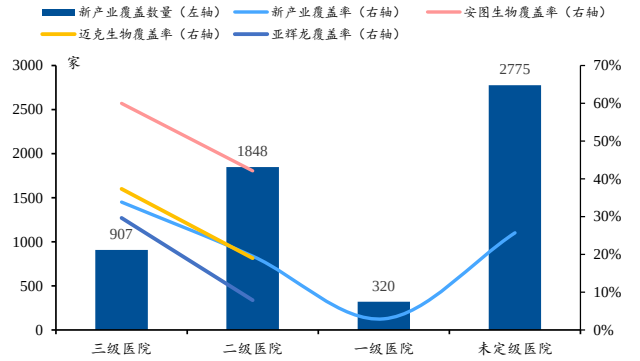
图表 31：国内仪器及配套软件在不同等级医院的销售收入



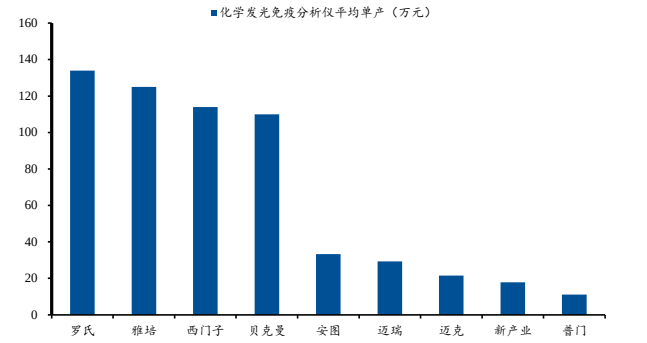
资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

图表 32：2019 年仪器及配套软件在不同等级医院的覆盖率

图表 33：化学发光分析仪单产：新产业提升空间较大



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理



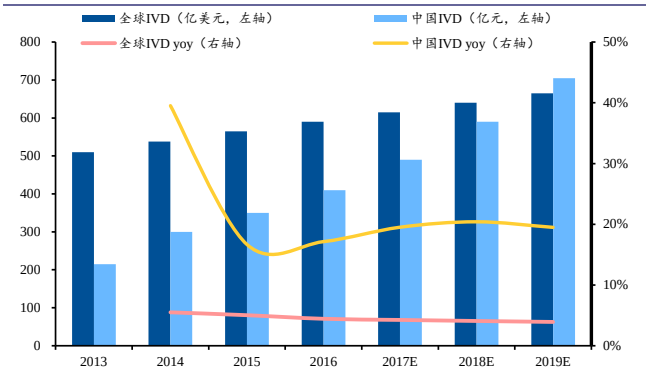
资料来源：Wind，体外诊断网，各公司年报，太平洋研究院整理

(二) 海外市场：借疫情进一步扩张，中型仪器占比提升

1、市场概况：免疫诊断增速领先 IVD 市场，新兴经济体为新增长点

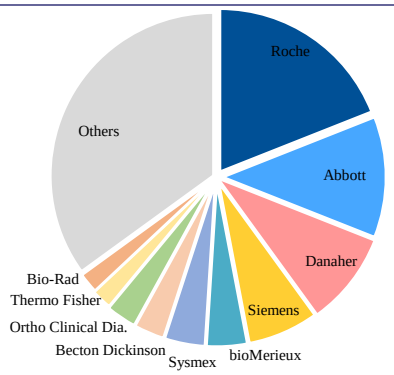
全球体外诊断市场规模接近 700 亿美元，年复合增长率约为 4%左右。其中，罗氏公司最具全球代表性，以 20%的份额领先市场。

图表 34：全球及中国体外诊断市场规模及增速



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

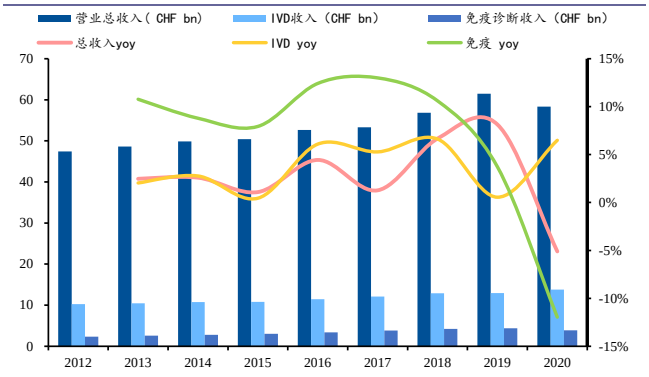
图表 35：2018 年全球 IVD 行业市场格局，罗氏独占鳌头



资料来源：罗氏官网，太平洋研究院整理

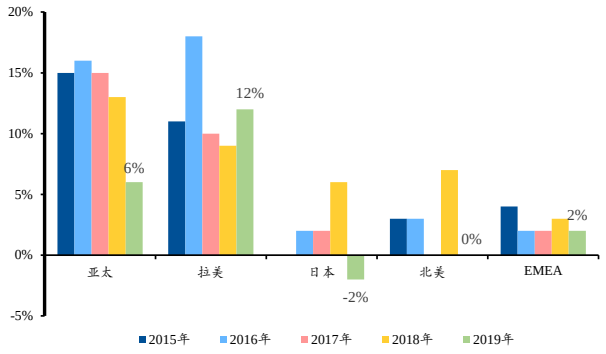
分业务看，2012-2019 年罗氏 IVD 业务收入的复合增速约为 4%、与整体收入增速保持一致，主要是由免疫诊断收入的快速增长所带动：2012-2019 年免疫诊断收入的复合增速约为 10%，故免疫诊断占 IVD 业务的收入比重逐年提升*（由 2012 年的 23%持续提升至 2019 年的 34%，2020 年由于疫情原因下降到 28%）*。

图表 36：罗氏的免疫诊断业务带动整体收入增长



资料来源：Bloomberg，罗氏年报，太平洋研究院整理

图表 37：罗氏诊断业务按地区划分的销售收入增长率



资料来源：Wind，公司公告，罗氏年报，太平洋研究院整理
注：EMEA 指欧洲、中东、非洲地区

分地区看，北美、西欧是 IVD 的主要市场，2018 年合计约占全球市场的 64%，而这类经济发达地区医疗服务相对完善，未来增速预计在 1%-2%左右；相比之下，金砖四国等新兴经济体人口基数大、经济增速高、医疗投入持续增长，近年来成为新的增

长点，预计增长率在 10%-15%之间。

2、公司优势：借疫情进一步扩张，中型仪器占比提升有望促进试剂上量

（1）客户基础扎实，借疫情进一步扩张，中型仪器占比提升有望促进试剂上量

新产业通过与海外经销商长期合作开拓海外市场，截至 2019 年底，新产业海外经销商达 220 余家，进入亚洲、欧洲、美洲、非洲、大洋洲 143 个国家和地区，在体外诊断领域积累了较为深厚的市场储备;2019 年度销售额约 3.43 亿元领先国内同行企业，最近三年的复合增长率达 24.21%，形成“立足深圳、辐射全球”的战略布局。

图表 38：新产业进军海外市场历程

时间	事件
2006 年	开始进行海外销售的准备工作
2007 年	获德国 TÜV 的 ISO 9001、ISO 13485 认证和 CE 产品认证
2010 年	正式进军海外市场
2017 年	获得美国 FDA 准入
2018 年	设立印度子公司，完成产品注册并协助印度经销商开拓市场
2019 年	Anti-HCV 试剂通过 CE List A 认证
2020 年	获得 TSH、CA19-9 试剂的 IVDR CE 证书

资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

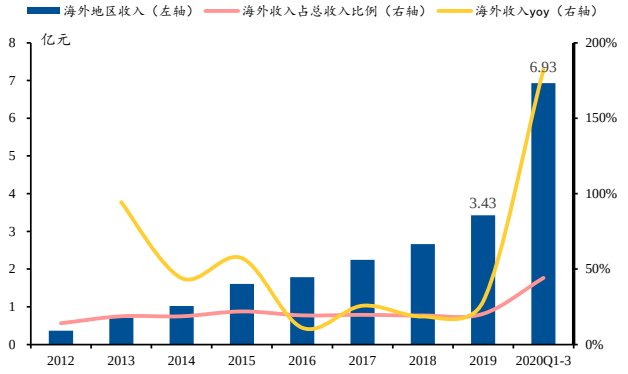
图表 39：海外市场准入体系和新产业认证情况

地区	认证情况
欧洲	ISO9001、ISO13485 和 CE 认证
美洲	部分国家适用或参照执行的美国 FDA 认证；公司全自动化学发光分析仪器 MAGLUMI2000 及全套甲状腺功能 5 项、25-OH Vitamin D、HCG 化学发光试剂产品已通过美国市场准入许可，其他产品的美国准入许可正在申请过程中
亚洲	日韩等许多国家市场准入是要求在当地完成产品注册，中国 NMPA 注册认证也是一个参考标准
非洲	市场进入门槛相对较低，监管体系还不够完善和成熟

资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

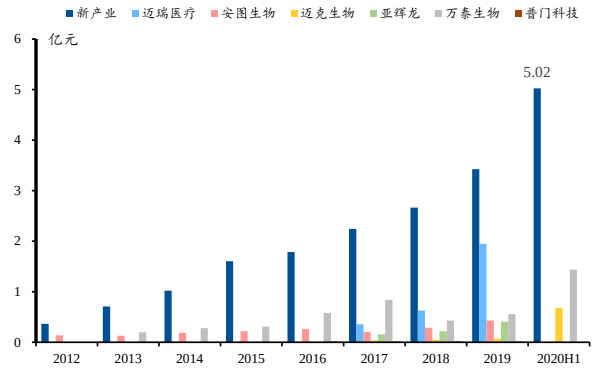
公司在国内新冠疫情爆发后快速响应，2 月上旬成功研发出化学发光新型冠状病毒 2019-nCOV IgM 和 2019-nCOV IgG 抗体检测试剂盒，并完成欧盟地区 CE 准入。在海外疫情爆发后，得益于公司在海外已建立的成熟销售网络和稳固客户基础，新冠抗体检测试剂在欧盟、美洲等疫情严重国家实现大量销售。2020 年前三季度公司实现新冠抗体检测试剂收入 2.99 亿元，拉动海外业务收入同比增长 182.38%至 6.93 亿元，海外业务收入占比接近 50%；并实现化学发光仪器销量接近 1500 台，累计销量近 7600 台。

图表 40：新产业海外地区收入情况



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

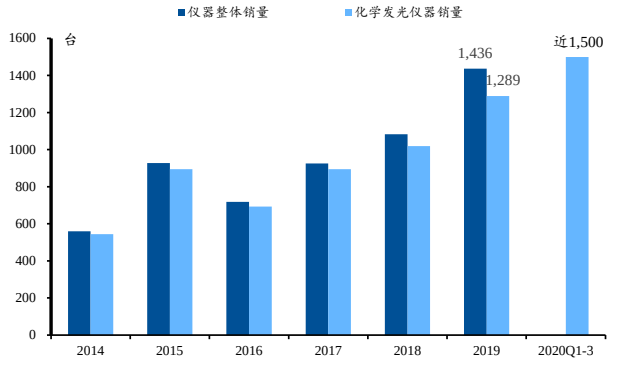
图表 41：国内头部免疫诊断企业海外地区收入比较



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理
（注：由于迈瑞医疗产线丰富，此处仅为预测的化学发光收入）

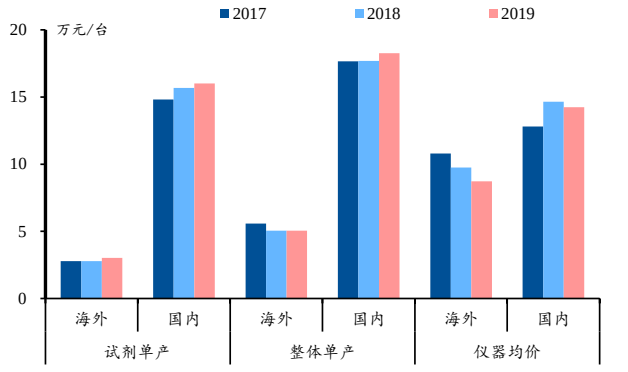
Maglumi 800 等小型仪器为海外市场最畅销机型、运费单独收取，因此海外销售仪器的出厂价和单台仪器带动的试剂销售额均明显低于国内平均水平。但是从 2020 年第三季度销售数据来看，中型仪器 Maglumi 2000 和 Maglumi 2000P 的销售数量及占比较同期均有大幅度提升，我们预计后续中大型机在海外的销售份额持续提升，单台仪器带动的销售收入也会有所提升。

图表 42：新产业化学发光仪器海外销售情况



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

图表 43：新产业国内外化学发光仪器单产比较



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

（2）亚洲外销收入占比稳定在 40%-50%，非洲潜力最大收入增速达 45%

公司的外销大洲是亚洲，2019 年占海外销售的 47.34%，其后为南美洲、欧洲、非洲，占比分别为 21.06%、16.72%、13.42%。

亚洲地区：2019 年度销售收入增幅达 37.73%。增量贡献主要来自于印度、沙特阿拉伯、伊朗等国家的经销商，其中前五大客户中排名第 1 的 UDI,United Diagnostics Industry（*沙特阿拉伯*）和排名第 5 的 Padina Tashkhis Iranian Co., Ltd（*伊朗*）均为亚洲

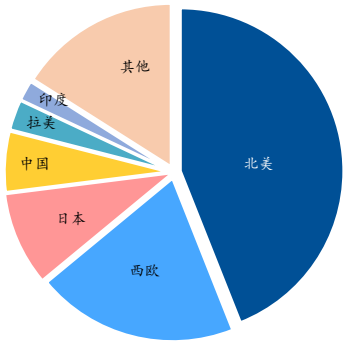
经销商；同时，印度是公司最大的海外销售国家，为促进该地区业务发展，公司 2018 年设立印度子公司，2019 年完成产品注册并协助印度经销商开拓市场，成效良好。

南美洲：2019 年度销售收入增幅约为 25.96%。墨西哥、厄瓜多尔、智利、巴西、玻利维亚等国家是重点销售国，公司在该等国家均有合作较为稳定、实力相对较强的区域经销商，随着该等经销商业务的不断发展、公司产品在当地终端医疗机构的逐步渗透，南美洲收入保持较快增长。

欧洲：2019 年度销售收入增幅约为 9.58%。罗马尼亚等国家的装机量仍有较快增长。

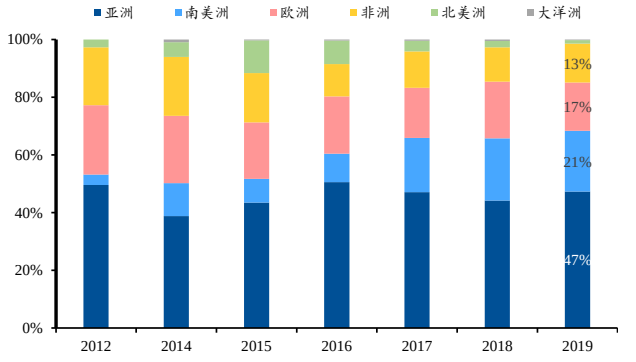
非洲：2019 年外销增速最快的大洲，约为 44.81%。截至 2019 年末，公司已在 32 个非洲国家与当地经销商建立业务合作，经销商数量多，对非洲整体外销收入的增长影响较大；另一方面，阿尔及利亚客户 Eurl SADID 近年来发展迅猛，2017 年、2018 年、2019 年分别为海外第 3、第 1 和第 2 大客户，其快速增长对非洲整体收入贡献较大。

图表 44：2018 年全球主要区域体外诊断市场份额



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

图表 45：新产业在海外不同市场的销售收入结构



资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

四、 风险提示

（1）竞争激烈程度加剧风险：国内体外诊断行业正处于由培育期进入快速成长期的过渡阶段，较高的行业利润率水平、广阔的市场发展空间，将吸引更多的厂家进入本行业，市场竞争将进一步加剧。如果将来公司不能继续保持在行业内的技术、市场、品牌、客户信任等方面的优势，激烈的市场竞争环境可能会使得公司面临因竞争加剧、抢占份额而造成企业盈利能力、运营能力等财务指标恶化的风险。

（2）降价幅度超预期风险：试剂产品从出厂到终端的价差相比药品更大，我们认为降价的初期阶段可能在于挤环节水分，但是不排除极端降价带来产业整体盈利能力下滑的风险。如果终端价格是断崖式而非渐进式降价、流通环节迅速推动两票制、仪器/试剂统一编码快于预期，则可能对产业及公司带来较大的冲击。

（3）研发进展不及预期风险：体外诊断新产品的研究、开发和生产需要长时间的基础研究、技术工艺积累、高额资金投入，从立项、小试、中试（量产）、上市一般需要 3-5 年时间，其中申请注册周期一般为 1-2 年。在新产品的研究开发过程中受到种种因素影响，相关企业可能面临研发失败或进展缓慢的风险。

（4）海外市场波动风险：经过多年市场布局与开拓，公司产品已经出口至亚洲、欧洲、美洲、非洲、大洋洲等 145 个国家和地区。由于海外市场存在进出口政策的不确定性、贸易壁垒及双方政治关系变化、汇率变化等因素，可能导致海外市场拓展目标不能如期实现，从而对公司整体经营情况产生不利影响。

（5）新型冠状病毒肺炎疫情持续影响的风险：2020 年新冠疫情爆发后，对中国及全球体外诊断行业产生了较大影响。一方面新冠检测产品销售激增，尤其是核酸检测产品和抗体检测产品在疫情严重国家的需求较大，带动了新冠相关检测产品的迅猛发展。另一方面受新冠疫情对医院的常规门急诊、手术量、体检量造成了影响，其他常规的检测项目受到一定的抑制，影响了体外诊断行业常规业务的正常增长。后期新冠疫情存在不确定性，导致新冠检测相关的产品需求也存在不确定性，随着行业各厂家不断增加新冠产品的供应，新冠产品方面的竞争将日趋激烈，对公司业绩的影响也存在不确定性。

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1431	1980	3025	4373	6157
应收和预付款项	217	241	313	407	534
存货	194	237	275	362	474
其他流动资产	28	34	39	44	52
流动资产合计	1867	2485	3646	5177	7206
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	333	533	581	604	630
在建工程	290	36	-95	-267	-425
无形资产	55	103	99	95	91
长期待摊费用	5	78	78	78	78
其他非流动资产	86	77	77	77	77
资产总计	2641	3458	4532	5910	7803
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	95	100	191	246	325
长期借款	0	0	50	100	150
其他长期负债	10	11	11	11	11
负债合计	275	319	477	653	873
股本	370	370	370	370	370
资本公积	239	239	239	239	239
留存收益	1571	2344	3122	4144	5566
归母公司股东权益	2366	3139	4055	5257	6930
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2366	3139	4055	5257	6930
负债和股东权益	2641	3458	4532	5910	7803

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	1404	1663	942	1184	1643
投资性现金流	-250	-285	54	116	95
融资性现金流	-102	-8	49	48	46
现金增加额	1052	1370	1045	1348	1784

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1384	1682	2219	2915	3809
营业成本	265	337	430	566	742
营业税金及附加	8	8	11	14	18
销售费用	255	328	377	475	621
管理费用	35	50	236	315	264
财务费用	-19	-7	-38	-55	-77
资产减值损失	-15	0	0	0	0
投资收益	34	41	20	20	20
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	808	899	1065	1398	1946
其他非经营损益	-1	0	0	0	0
利润总额	807	898	1065	1398	1946
所得税	113	126	149	196	273
净利润	694	773	916	1202	1673
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	694	773	916	1202	1673

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	80.81%	79.96%	80.61%	80.58%	80.51%
销售净利率	50.16%	45.95%	41.28%	41.23%	43.93%
销售收入增长率	21.31%	21.54%	31.94%	31.40%	30.66%
EBIT 增长率	22.66%	14.00%	17.65%	31.98%	40.36%
净利润增长率	28.95%	11.33%	18.53%	31.26%	39.18%
ROE	29.33%	24.61%	22.59%	22.87%	24.14%
ROA	26.28%	22.34%	20.21%	20.34%	21.44%
ROIC	67.69%	62.27%	78.66%	113.89%	170.46%
EPS(X)	1.69	1.88	2.22	2.92	4.06
PE(X)	0.00	0.00	51.94	39.57	28.43
PB(X)	0.00	0.00	11.73	9.05	6.86
PS(X)	0.00	0.00	19.29	14.68	11.24
EV/EBITDA(X)	-1.84	-2.20	38.30	28.33	19.48

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总…	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总…	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总…	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。