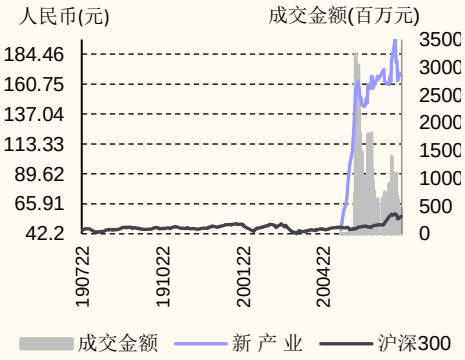
新产业 (300832.SZ) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）： 167.28 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.12
已上市流通 A 股(亿股)	.41
总市值(亿元)	688.52
年内股价最高最低(元)	195.98/160.10
沪深 300 指数	4680
创业板指	2697



海内外兼修的国产化学发光先驱，未来可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.874	2.086	2.552	2.937	3.620
每股净资产(元)	6.39	8.47	12.85	15.49	18.75
每股经营性现金流(元)	1.90	2.20	2.43	3.28	3.67
市盈率(倍)	0.00	0.00	66.52	57.81	46.90
净利润增长率(%)	28.95%	11.33%	35.98%	15.07%	23.26%
净资产收益率(%)	29.33%	24.61%	19.86%	18.96%	19.31%
总股本(百万股)	370.40	370.40	411.60	411.60	411.60

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司深耕化学发光领域二十五载，是迈向国际的国产化学发光龙头。**2010 年成功上市国产首台全自动化学发光仪器及配套试剂；2017 年，成为首家获得美国 FDA 准入的国产化学发光厂家；2018 年发布全球最快测试速度的化学发光仪器 Maglumi X8；2019 年，丙肝试剂荣获欧盟 CE List A 认证，公司于 2020 年 5 月登陆创业板，募资 12 亿元，主要用于研发及营销网络扩展，致力于成为国产化学发光领域的领导者。
- **化学发光是免疫诊断增速最快、占比最大的子领域，预计 2020 年出厂规模约 300 亿元，是 IVD 领域最具成长潜力的黄金赛道。**我国化学发光市场被“罗雅西贝”占据约 80%份额，国产替代空间大。化学发光国产替代是长线工程，需分层次逐步推进，先占据基层空白增量市场，再抢占高端三级医院存量市场。伴随公司技术迭代进步、产品性能及品牌知名度日益提升，有望率先享受国产替代红利。
- **技术积累深厚+产品线丰富+装机量领先+海内外渠道兼修，筑高公司竞争护城河。1）技术：**已建立仪器、试剂、原材料、纳米免疫磁性微球研发四大成熟的技术平台，并不断将技术优势转化为产品线优势。**2）产品线：**拥有 8 款化学发光仪器及 122 项配套试剂，可满足用户差异化的检测需求。**3）装机量：**全球装机量超 1.3 万台，国内超 6800 台，领先的装机量为试剂上量奠定坚实的基础。**4）渠道：**海内外双轮驱动发展，已基本建成覆盖全国和海外关键市场的营销网络，预计海外业务将逐步贡献较大业绩弹性。
- **终端装机量是公司业绩放量的前提和基础，试剂单产提升是化学发光企业业绩增长的核心驱动力。**高速机 Maglumi X8 配合传染病术前八项推广有望进驻更多海内外中大型医疗机构，预计装机量和试剂单产将稳步提升。

投资建议与估值

- 我们看好化学发光行业的高速增长及长期国产替代红利，公司已在技术、产品线、装机量及营销网络等方面建立先发优势，具备较强的竞争力。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.50 亿元、12.09 亿元、14.90 亿元，分别同比增长 36%、15%、23%。
- 我们选用 PE 估值法对公司进行估值，给予公司 12 个月内目标市值 823 亿元，12 个月内对应目标价为 199.92 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

新冠疫情对业绩影响的风险、主营业务单一的风险、估值偏高的市场风险、原材料采购风险、经销商模式风险、新产品研发及注册风险、海外市场拓展的风险。

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

国产化学发光先锋，业绩稳健增长 5
深耕化学发光领域二十五载，是迈向国际的国产化学发光龙头 5
收入稳健增长，盈利能力持续提升 7
高壁垒、增速快且空间大的化学发光行业是 IVD 最具潜力的赛道 8
技术壁垒高，先行者易积累技术优势 8
免疫诊断增长最快的子领域，处于高速成长期 9
免疫诊断最大的子领域，国产替代分层次逐步推进 11
技术优势持续转化为产品线优势，主业化学发光欣欣向荣 12
公司技术积累深厚，先发优势凸显 12
仪器卡位：系列化的仪器类型可满足客户差异化需求 13
试剂上量：试剂收入提升是业绩增长的主要驱动力 15
全球装机量 1.3 万台，海内外渠道兼修，预计海外业务将加速增长 17
深耕国内市场，终端装机量超 6800 台，基层客户基础深厚 17
海外市场拓展迅速，装机量约 6000 台，未来有望贡献较大业绩弹性 20
新未来：试剂单产提升是业绩增长的核心驱动力 23
高速机 X8 配合传染病术前八项推广，有望提升仪器装机和试剂单产 23
生化免疫流水线预计将成为未来新的业绩增长点 23
新冠检测试剂放量，增厚海外业绩 24
募集资金用途 24
盈利预测与估值 25
风险提示 26

图表目录

图表 1：公司发展大事记 5
图表 2：公司股权结构图（截至 2020 年 7 月 19 日） 6
图表 3：公司核心管理人员简介 6
图表 4：2014-2019 公司营业收入及增速 7
图表 5：2014-2019 公司归母净利润及增速 7
图表 6：2014-2019 公司各产品线营业收入 7
图表 7：2014-2019 公司各产品线营业收入占比 7
图表 8：2014-2019 公司各产品线毛利率 8
图表 9：2014-2019 公司各产品线毛利占比 8
图表 10：2014-2020Q1 公司期间费用率变化趋势 8
图表 11：2014-2019 公司盈利能力变化趋势 8
图表 12：主流化学发光技术比较 9
图表 13：免疫诊断的主要方法及优缺点对比 10
图表 14：IVD 在中国医疗器械市场占比不断提升 10

图表 15：中国 IVD 行业增速快于医疗器械行业平均增速 10
图表 16：中国免疫诊断行业增速大于 IVD 行业增速 11
图表 17：免疫诊断市场国产企业增速领跑跨国公司 11
图表 18：中国化学发光处于高速成长期 11
图表 19：化学发光逐步替代酶联免疫 11
图表 20：免疫诊断占据我国 IVD 市场最大份额 12
图表 21：2020 年中国化学发光出厂规模预计 300 亿元 12
图表 22：化学发光国产替代分层逐步推进 12
图表 23：2015-2020Q1 公司研发费用率变化趋势 13
图表 24：2019 年公司研发人员占比 16% 13
图表 25：国产化学发光仪器举例 14
图表 26：进口化学发光仪器举例 14
图表 27：2014-2019 公司化学发光仪器销售收入及增速 15
图表 28：2014-2019 公司化学发光仪器销量及增速 15
图表 29：公司化学发光免疫分析配套试剂 15
图表 30：2014-2019 公司化学发光试剂销售收入及增速 16
图表 31：2014-2019 公司化学发光试剂销量及增速 16
图表 32：2014-2019 公司销售收入 Top 10 的试剂产品 17
图表 33：2014-2019 公司销售 Top 10 的试剂收入占比 17
图表 34：公司国内仪器装机量推算 17
图表 35：公司国内各等级医院终端用户数量及变化 18
图表 36：公司国内各等级医院占比及渗透率 18
图表 37：公司仪器在国内不同等级医院的销售收入 19
图表 38：公司仪器在国内不同等级医院的销量 19
图表 39：国内终端用户数量分布（截至 2019/12/31） 19
图表 40：国内终端用户数量占比（截至 2019/12/31） 19
图表 41：2014-2019 公司国内各地区收入情况 20
图表 42：2014-2019 公司国内各地区收入占比 20
图表 43：公司海外仪器装机量推算 20
图表 44：2014-2019 公司国内外收入及增速 21
图表 45：2014-2019 公司海外各地区销售收入情况 21
图表 46：2014-2019 公司海外各地区销售收入占比 21
图表 47：2014-2019 公司国内外化学发光仪器销量 22
图表 48：2014-2019 公司国内外化学发光仪器销售单价 22
图表 49：2014-2019 公司国内外化学发光试剂销售收入 22
图表 50：2014-2019 公司国内外化学发光试剂销售单价 22
图表 51：2014-2019 公司国内外化学发光试剂销量 23
图表 52：2014-2019 公司国内外化学发光试剂销量增速 23
图表 53：实验室流水线发展史 24

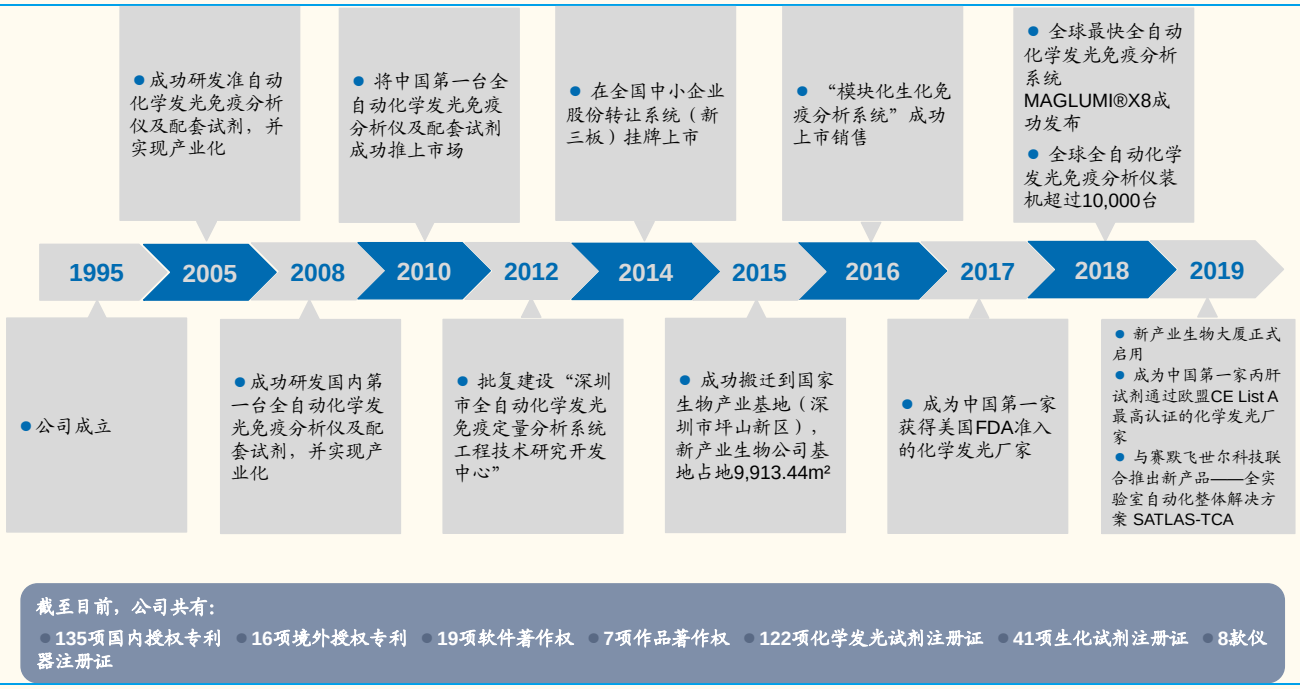
图表 54：募集资金投资项目 24
图表 55：2020-2022 年公司收入及毛利润预测 25
图表 56：可比公司估值情况（截止 2020/07/17） 26

国产化学发光先锋，业绩稳健增长

深耕化学发光领域二十五载，是迈向国际的国产化学发光龙头

- 公司成立于 1995 年 12 月，于 2020 年 5 月在深交所创业板上市，专注于化学发光行业近 25 年，是技术积累深厚、产品线丰富、终端装机量领先且海内外渠道兼修的国产化学发光先行者。
- 公司技术先发优势突出，已建立仪器、试剂、原料、纳米免疫磁性微球研发四大成熟技术平台，助力公司不断强化在产品序列、性能和稳定性方面的竞争优势。
- 公司仪器系列化、试剂种类丰富，产品线先发优势凸显。公司有 8 款全自动化学发光免疫分析仪器及 122 项配套试剂，4 款全自动生化分析仪器及 41 项配套试剂均已获得产品注册证。仪器梯度化能够满足不同用户对测试速度、样本和试剂装载量的需求。试剂种类丰富，可提供甲状腺、性腺、肿瘤标志物、代谢、肝纤维化、传染病等多种项目检测。
- 公司仪器装机量国产第一，全球装机量超 13000 台，国内超 6800 台。化学发光封闭体系决定了装机量是业绩放量的基础和前提，领先的装机量推动公司试剂销售逐年提升，盈利能力持续改善。
- 公司现已基本建成覆盖全国和海外关键市场的营销网络，海内外渠道兼修，市场先发优势明确。
  - 公司产品已出口至亚洲、欧洲、美洲、非洲、大洋洲等 143 个国家和地区，外销收入占比不断提升。
  - 公司在国内已建立丰富的客户资源并不断巩固市场先发优势。国内拥有经销商 2000 余家，装机量已超过 6800 台，覆盖超 5800 家终端医疗机构，在国内化学发光免疫诊断厂商中居于前列。

图表 1：公司发展大事记

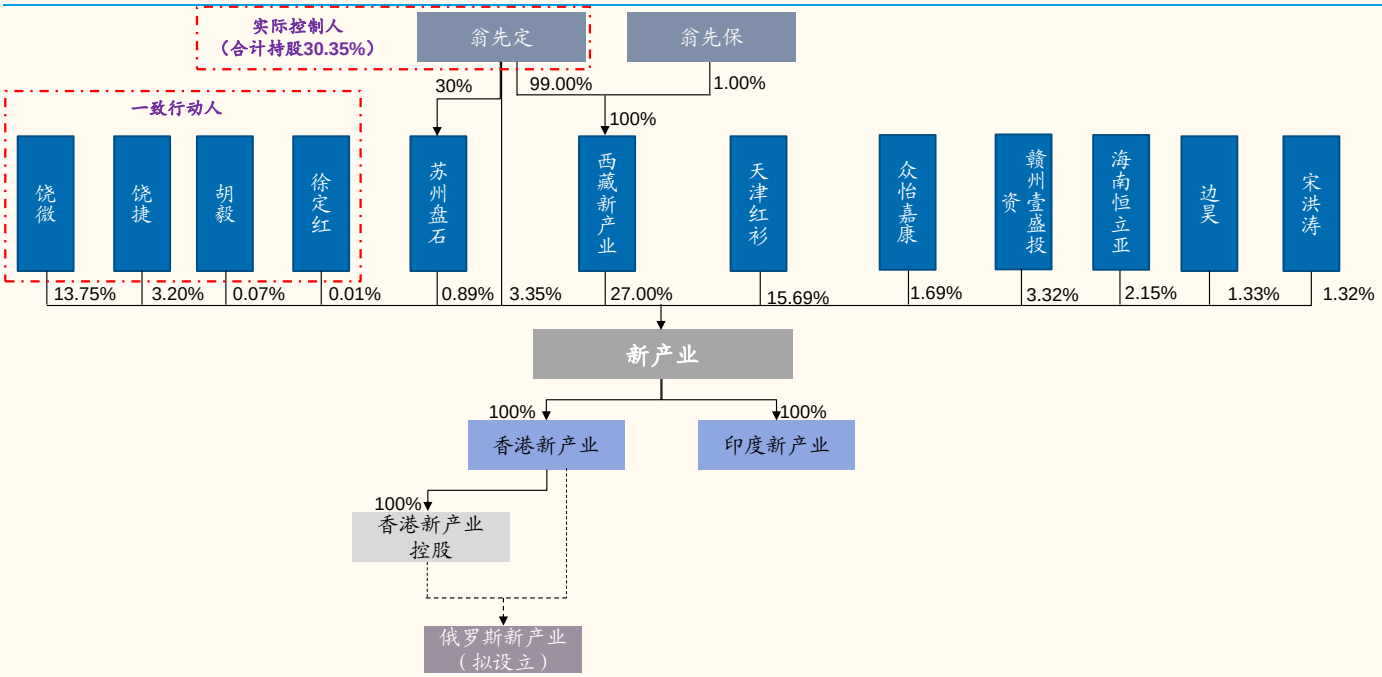


来源：公司官网，国金证券研究所

- 截至目前，实际控制人翁先定直接持有公司 3.35%股权，通过西藏新产业投资间接持有 26.73%公司股权。公司董事长兼总经理饶微持股比例为 13.75%。天津红杉是公司的第二大股东，直接持股 15.69%。

- 公司现有两家子公司，分别是香港新产业和印度新产业；一家孙公司香港新产业控股于 2020 年初设立。拟由香港新产业和香港新产业控股作为出资人在俄罗斯设立全资孙公司，目前尚处于筹办阶段。
- 香港新产业是公司投资、管理海外其他分支机构的平台，并承担外汇结算、物流中转等重要职能，同时也是首次发行募集资金投资项目“新产业生物海外拓展项目”的实施主体。

图表 2：公司股权结构图（截至 2020 年 7 月 19 日）



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司核心管理人员任职时间较长，团队稳定。董事长兼总经理饶微博士作为发明人申请发明专利 75 项，研发成果曾获得深圳市技术发明一等奖、二等奖等。

图表 3：公司核心管理人员简介

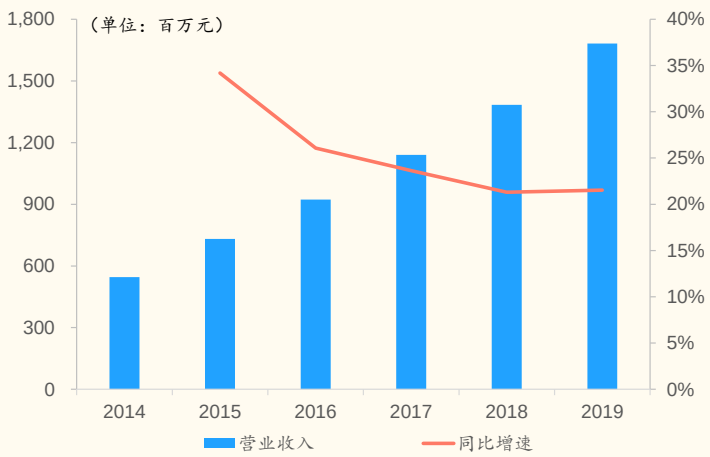
姓名	职务	简介
饶微	董事长，总经理	1964年出生， 工学博士，1997年加入新产业有限责任公司， 2012年8月至今，担任新产业生物董事长兼任总经理。
翁先定	董事，实际控制人	1961年出生，双硕士，经济师。 1993年8月组建新产业投资，并担任总裁;2004年起至今，担任新产业投资董事长兼总裁。2014年2月至今，任西藏新产业执行董事。2012年8月至今，担任新产业生物董事。
丁晨柳	副总经理，财务总监	1975年出生， 本科学历。 2004年10月加入新产业有限，历任公司财务部经理，副总经理。 2012年8月至今，担任新产业生物副总经理，财务总监。
张蕾	副总经理，董事会秘书	1982年出生， 研究生学历。 2012年5月加入新产业有限。 2012年8月至今，担任新产业生物副总经理兼董事会秘书。
胡大光	副总经理	1967年出生，高中学历。 2004年9月加入新产业有限，历任销售经理，销售主管和营销总监。 2012年8月至今，担任新产业生物副总经理。
李婷华	副总经理	1977年出生， 大专学历。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。
刘鹏	董事	1975年出生， 本科学历。 2009年2月至今历任深圳市新产业创业投资有限公司董事，副总经理，总经理等职务。 2012年8月至今任新产业生物董事。
张小红	副总经理	1963年出生， 研究生学历。 1995年12月入职新产业有限，历任销售经理，销售主管，营销总监。 2012年8月至今，担任新产业生物副总经理。
刘海燕	副总经理	1979年出生，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。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

收入稳健增长，盈利能力持续提升

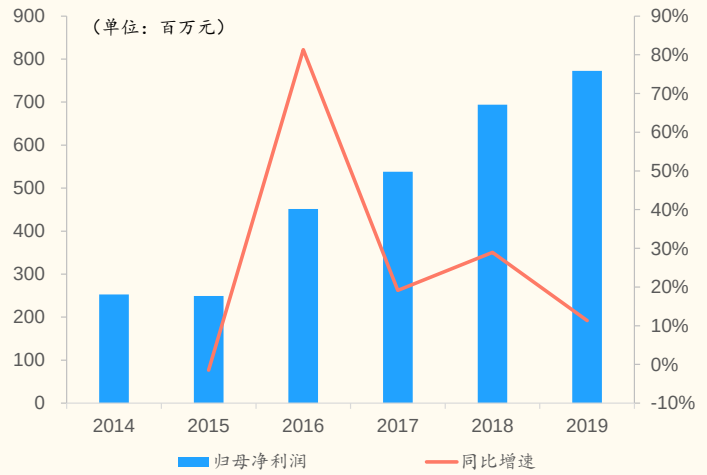
- **公司销售收入及利润逐年稳定增长。**2014-2019 年公司营业收入、归母净利润年复合增长率分别为 25.3%、25.0%，连续多年的稳健增长凸显了公司优秀的产品竞争力和良好的市场竞争地位。

图表 4：2014-2019 公司营业收入及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

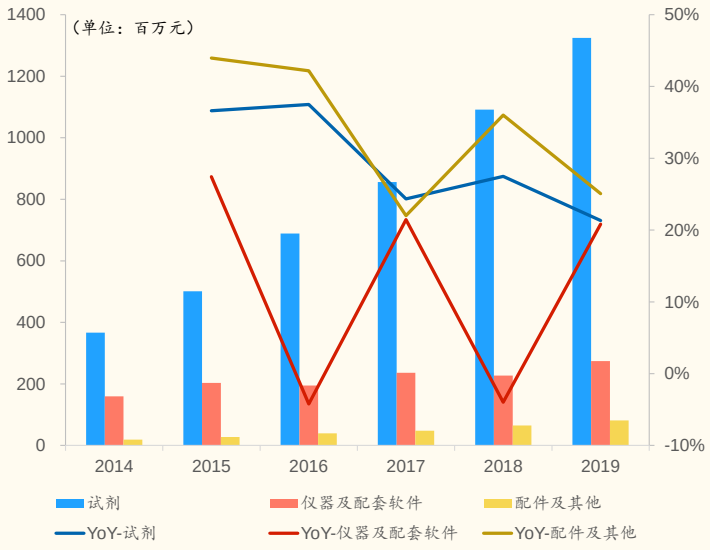
图表 5：2014-2019 公司归母净利润及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

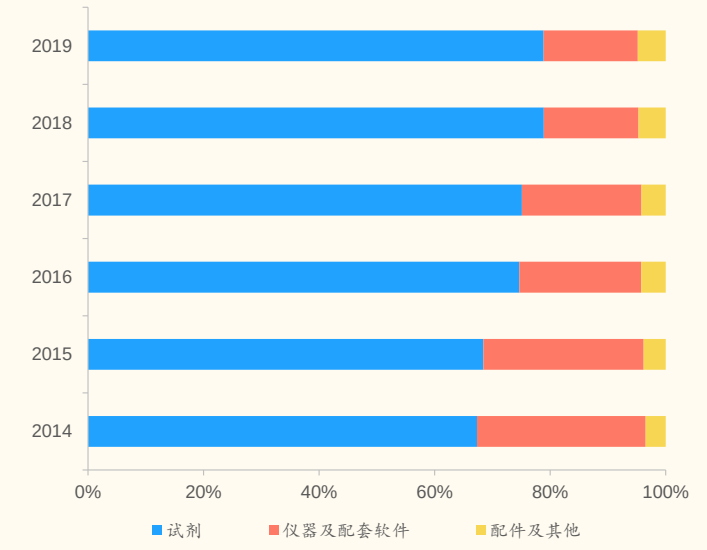
- **公司试剂收入占比逐年提升，盈利能力日益增强。**试剂是体外诊断企业长期业绩增长的核心驱动力，2014-2019 年公司试剂收入占总营收的比例由 67%提高至 79%，提升显著。基于公司海内外领先的终端装机量和不断丰富的试剂菜单，预计未来试剂对收入贡献有望继续提高。

图表 6：2014-2019 公司各产品线营业收入



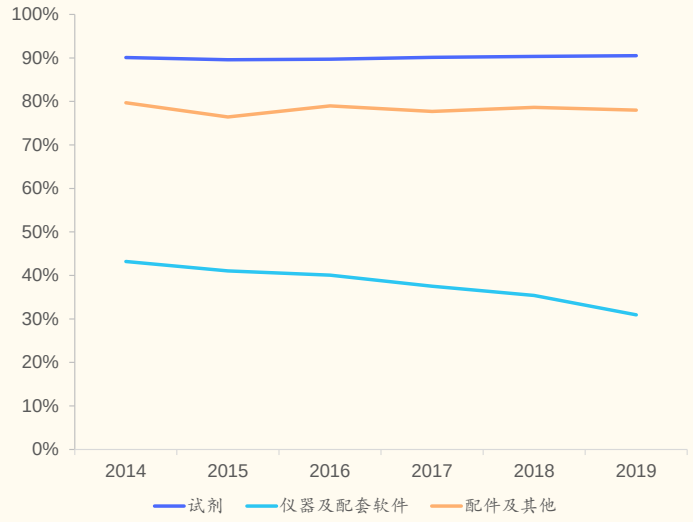
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 7：2014-2019 公司各产品线营业收入占比



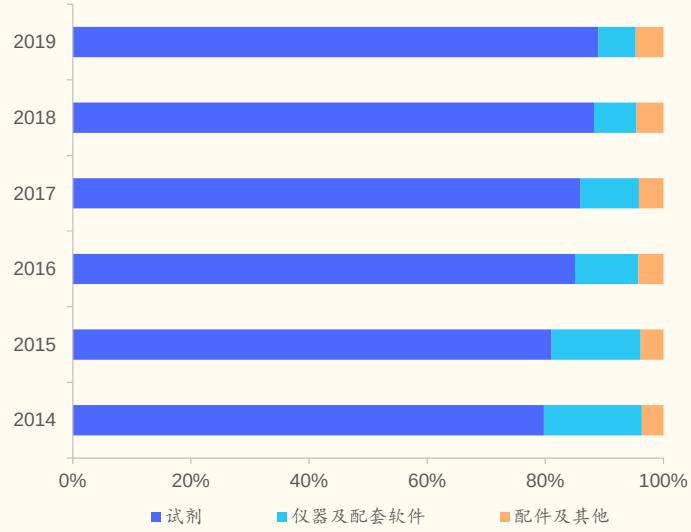
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 8：2014-2019 公司各产品线毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

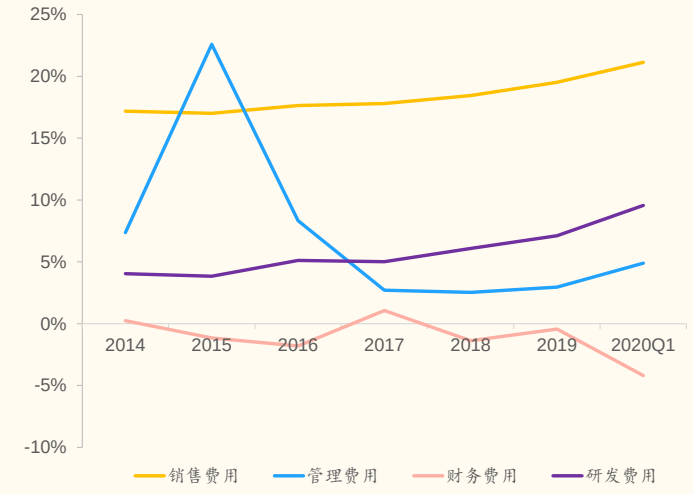
图表 9：2014-2019 公司各产品线毛利占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

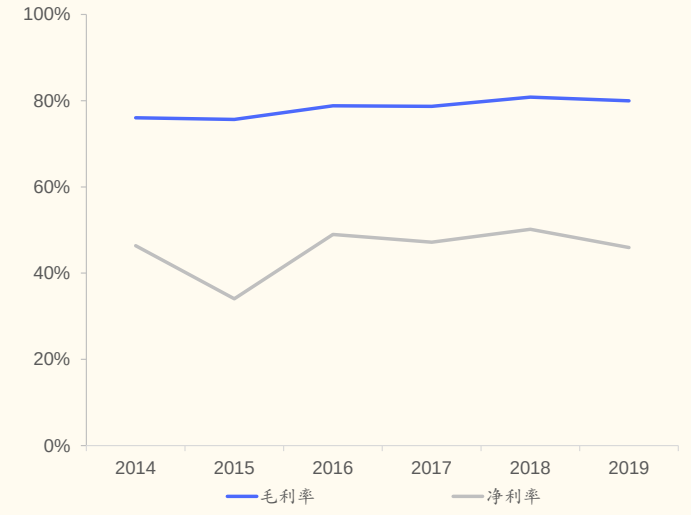
- 公司发展积极进取，期间费用率保持平稳略有增加。
  - 公司高度重视研发，研发费用率逐年提升。2014-2020Q1 研发费用率从 4%增加至 10%，持续稳定的研发投入为产品创新及升级换代提供强大的动力。截至 2020 年 3 月底，公司 16 个化学发光试剂和 15 个生化试剂已取得注册检验报告，进入药监局审核阶段。
  - 公司销售费用率呈现温和提升趋势，主要系公司海内外业务覆盖范围逐步扩大，销售网络布局日益完善所致。
  - 公司管理费用率维持较稳定水平，2020Q1 管理费用率上行主要系公司搬入新产业生物大厦，分摊装修费增加及注册证换证费用增加所致。

图表 10：2014-2020Q1 公司期间费用率变化趋势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 11：2014-2019 公司盈利能力变化趋势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

高壁垒、增速快且空间大的化学发光行业是 IVD 最具潜力的赛道

技术壁垒高，先行者易积累技术优势

- **化学发光技术门槛高、研发难度大，磁微粒化学发光技术是未来的发展方向。**磁微粒具有较大的比表面积，可以实现对抗原或抗体更充分的包被，提高检测灵敏度；在外加磁场作用下，可以全自动化清洗未结合的物质从而大幅提高检测效率，因此磁微粒化学发光技术属于国际先进的主流免疫诊断技术，也成为国内化学发光厂商研发的重点方向。

图表 12：主流化学发光技术比较

项目	电化学发光	直接化学发光	酶促化学发光
原理	电化学发光是电场参与化学发光所产生的结果，是指通过施加一定的电压进行电化学反应，通过对发光强度的检测来进行定量检测	用化学发光剂直接标记抗原或抗体，与待测标本中相应的抗体或抗原结合后，加入发光促进剂进行发光反应，通过对发光强度的检测来进行定量检测	用特定酶作为标记物，通过标记酶所催化生成的产物作用于发光物质，以产生化学发光，通过对发光强度的检测来进行定量检测
分离方法	常用磁颗粒分离技术	常用磁颗粒分离技术	常用磁颗粒分离法、微离子捕获法、包被珠分离法等
标记物类型	三联吡啶钌	吖啶酯(AE)、鲁米诺、异鲁米诺(ABEI)等	碱性磷酸酶(ALP)或辣根过氧化物酶(HRP)等
发光底物	三丙胺(TPA)	氢氧化钠-过氧化氢	金刚烷-鲁米诺等
试剂稳定性	试剂不含酶，较稳定	试剂不含酶，较稳定	试剂含有酶，稳定性较差，不利于储存和运输
发光类型及光信号特点	电激发光方式发光，反应体系可充分混匀，具有发光持续时间长、发光强度大、启停时间可控、光信号分布均匀的特点	瞬间发光方式发光，反应体系通常不能预先混匀，发光持续时间短、发光强度微弱、启停时间不可控、光信号分布不均匀	辉光方式发光，反应体系通常不能预先混匀，发光持续时间短、发光强度微弱、启停时间不可控、光信号分布不均匀
发光及检测装置特点	流通式电化学发光测量池，控制发光及测量，可以重复使用，环保性好，如处理不当，存在交叉污染的可能	管式发光及测量装置，为一次性，可在一定程度上避免交叉污染	管式发光及测量装置，为一次性，可在一定程度上避免交叉污染
代表企业	Roche(罗氏)、普门科技	Abbott(雅培)、Siemens(西门子)、新产业、迈克生物、万泰生物	Danaher(丹纳赫)、Siemens(西门子)、迈瑞医疗、安图生物、迈克生物

来源：普门科技招股说明书，国金证券研究所

- 医疗器械螺旋式发展的模式决定了行业先进入者容易积累技术方法并逐步更新迭代，最终凭借稳定的性能和良好的品牌知名度赢得市场。医疗器械是时间的玫瑰，后进入者很难在短期内打破先行者已建立的技术壁垒，先发技术优势有望转化为产品线优势和市场优势。

免疫诊断增长最快的子领域，处于高速成长期

- 免疫诊断是一种基于抗原-抗体反应的临床测试手段，包括放射免疫、酶联免疫、荧光免疫、时间分辨荧光、化学发光和胶体金等，化学发光正在逐步替代酶联免疫成为国内免疫诊断的主流技术。

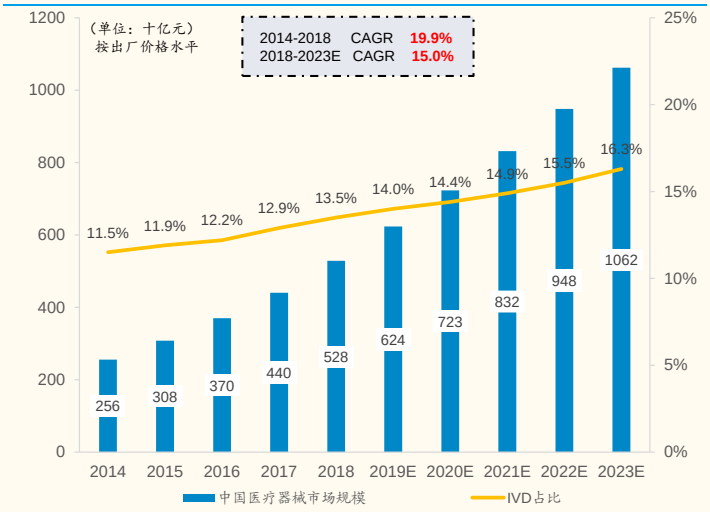
图表 13：免疫诊断的主要方法及优缺点对比

细分种类	检测原理	应用领域	优点	缺点
放射免疫	将放射性同位素测量的高度灵敏性、精准性和抗原抗体反应的特异性相结合的体外测定技术	给中激素、微量蛋白、肿瘤标志物和药物微量物质测定	成本低、灵敏性搞	操作复杂、有污染
酶联免疫	酶与样本反应，依据颜色变化程度确定结果	传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物检测、血型等	成本低、技术成熟	操作复杂、耗时长
胶体金	胶体金标记，实质上是蛋白质等高分子被吸附到胶体金颗粒表面的包被过程，聚合物聚集后肉眼可见	乙肝、HIV、标志物、女性妊娠、毒品等	简单、快捷、准确、无污染	检测范围有限
乳胶比浊	抗体吸附在乳胶颗粒上形成致敏原，与抗原发生交联反应，形成抗原抗体复合物，乳胶颗粒发生凝聚	特定体液蛋白质	简单、直观	检测范围有限
荧光免疫	免疫学方法与荧光标记技术结合来研究特异蛋白抗原在细胞内分布的方法	细菌、病毒等，皮肤活性	特异性强、敏感性高、速度快	存在非特异性染色
时间分辨荧光	根据同系元素复合物发光特点，用时间分辨技术测量荧光，同时检测波长和时间两个参数进行信号分辨	激素、病毒性肝炎标志物、肿瘤、多肽	对荧光免疫优化	操作复杂
化学发光	将抗原抗体同样本结合，然后由磁珠捕捉反应物，再加入发光促进剂，加大反应发光速度和强度，进而诊断	传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物检测、血型等	精确度高、无污染	成本相对较高

来源：武汉华美生物工程有限公司，国金证券研究所

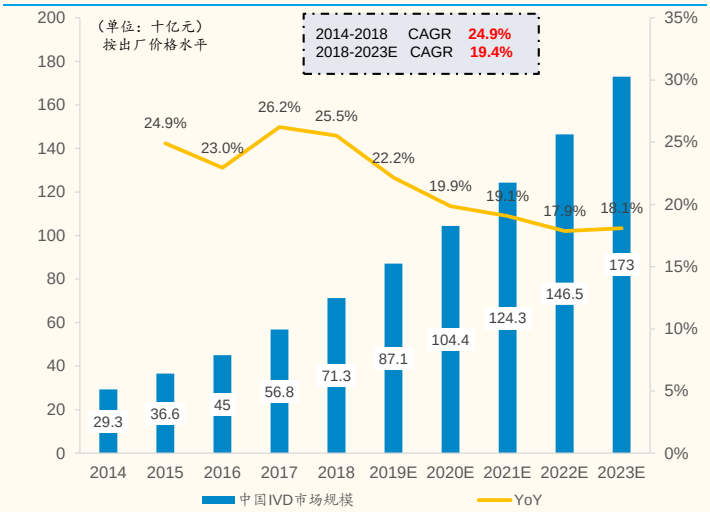
- IVD 是医疗器械高增长的黄金赛道。根据 Frost & Sullivan，我国 IVD 行业的年均复合增速高于医疗器械整体年复合增长率，我国 IVD 市场方兴未艾，加速扩容。

图表 14：IVD 在中国医疗器械市场占比不断提升



来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，国金证券研究所

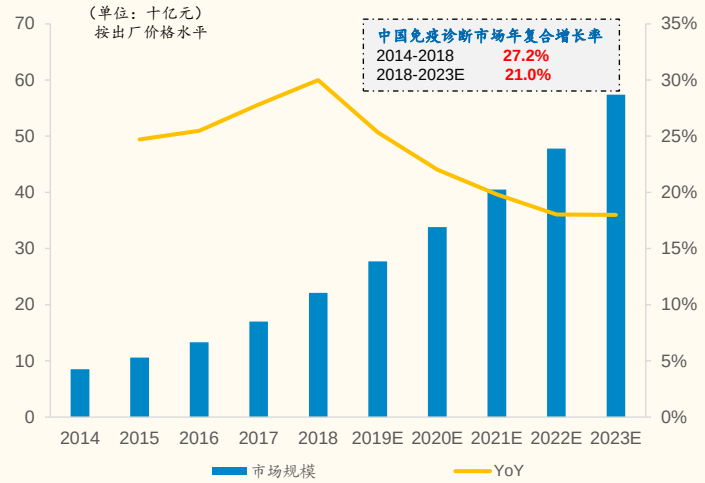
图表 15：中国 IVD 行业增速快于医疗器械行业平均增速



来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，国金证券研究所

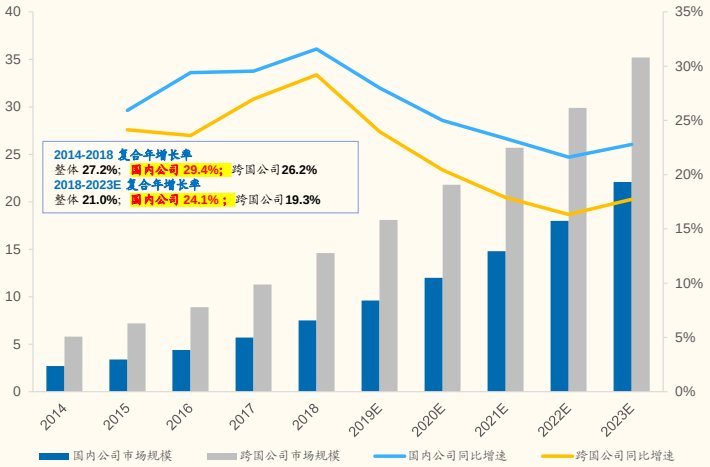
- 免疫诊断是 IVD 增长较快的分支之一，国产企业积极开拓市场，加速获取市场份额。

图表 16：中国免疫诊断行业增速大于 IVD 行业增速



来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，国金证券研究所

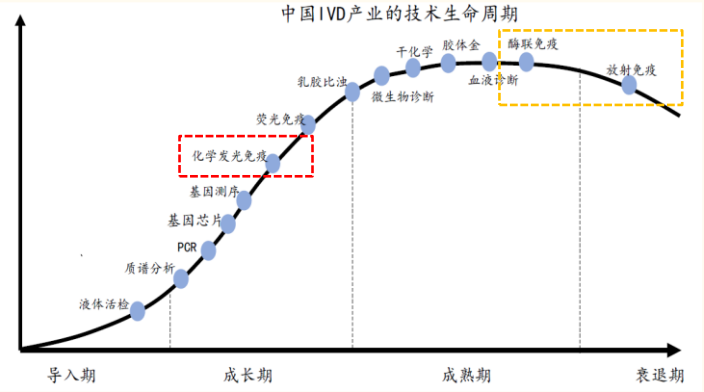
图表 17：免疫诊断市场国产企业增速领跑跨国公司



来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，国金证券研究所

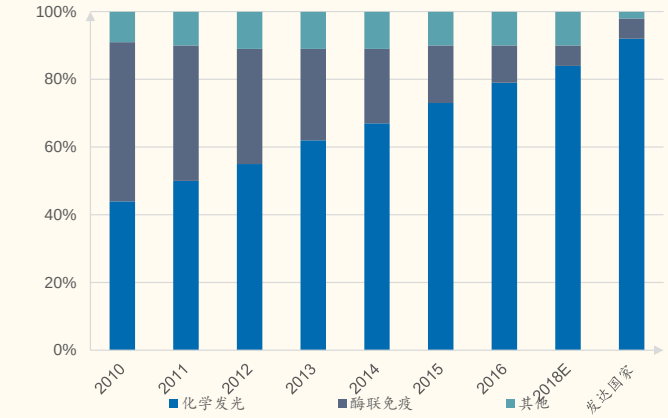
- 化学发光是免疫诊断增长最快的细分领域。我国化学发光处于高速成长期，且在逐步替代落后的定性和半定量的酶联免疫、放射免疫检测方法。

图表 18：中国化学发光处于高速成长期



来源：华夏基石《上市公司发展白皮书-体外诊断篇》，国金证券研究所

图表 19：化学发光逐步替代酶联免疫

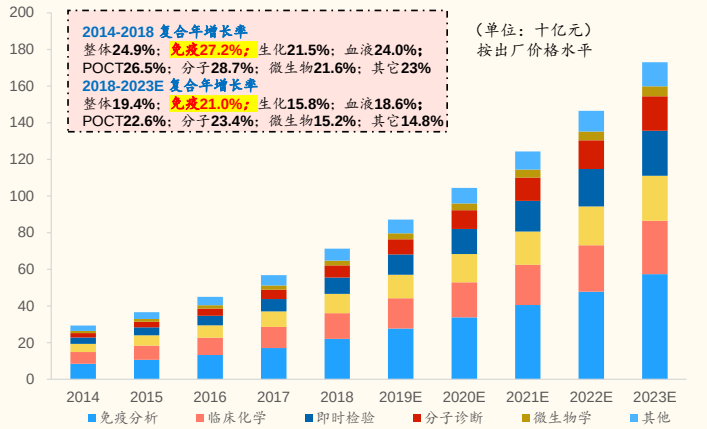


来源：Kalorama Information，国金证券研究所

免疫诊断最大的子领域，国产替代分层次逐步推进

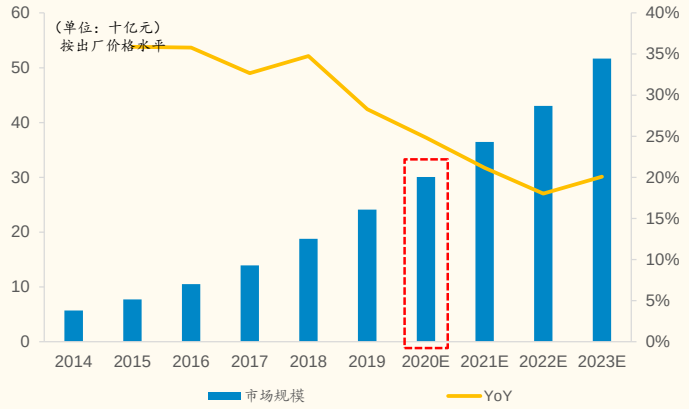
- 化学发光占据免疫诊断最大的市场份额，预计 2020 年出厂规模约 300 亿元。化学发光是免疫诊断升级迭代的方向，是免疫诊断的主流技术。根据 Frost & Sullivan，免疫诊断占据 IVD 30%以上市场，是 IVD 最大的子领域，而化学发光约占免疫诊断 85%以上市场，且国产企业仅占约 20%市场份额，国产替代具备较大的想象空间。

图表 20：免疫诊断占据我国 IVD 市场最大份额



来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，国金证券研究所

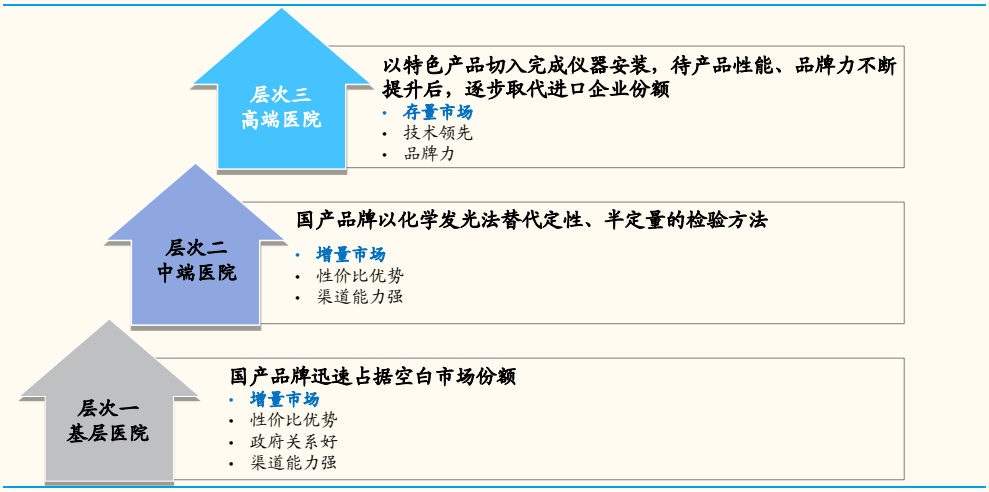
图表 21：2020 年中国化学发光出厂规模预计 300 亿元



来源：Frost & Sullivan， Kalorama Information，国金证券研究所

- 我国化学发光行业的国产替代是长线工程，需分层次逐步推进完成。策略是自下而上，在未定级及一级的基层医疗机构，国产化学发光企业先占据空白增量市场；在二级等中层的医疗机构，国产企业以性价比优势用化学发光法替代落后的定性、半定量检验方法，占据增量市场；最后，在三级医院等高端市场，国产企业先以特色项目切入，完成仪器安装，待仪器、试剂性能不断完善，品牌力不断提升，再逐步取代进口企业夺取三级医院市场份额。

图表 22：化学发光国产替代分层逐步推进



来源：公司调研，专家访谈，国金证券研究所

技术优势持续转化为产品线优势，主业化学发光欣欣向荣

公司技术积累深厚，先发优势凸显

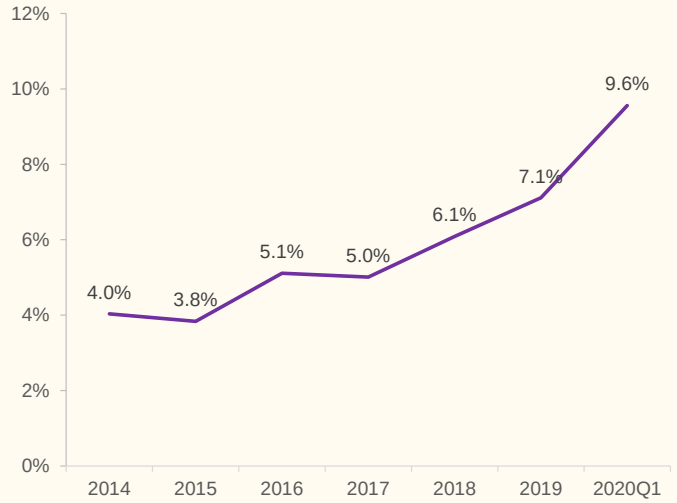
- 历经二十五载的技术积累，公司已建立纳米免疫磁性微球研发平台、全自动化学发光仪器研发平台、全自动化学发光试剂研发平台和试剂原料研发平台，依托于这四大技术平台，公司在技术和工艺创新方面已取得显著成果。

- 2005 年，公司成功研发出自动化学发光免疫分析系列试剂，并实现产业化。2008 年，公司在国内率先研发出纳米磁性微球分离的、小分子有机化合物标记的 Maglumi 2000 全自动化学发光免疫分析仪器及甲状腺、性腺、肿瘤标志物、糖代谢等 68 种系列配套试剂，并于 2010 年实现产业化。随后公司又推出了 Maglumi 2000 Plus、Maglumi 1000、Maglumi 600、

Maglumi 4000、Maglumi 80、Maglumi 4000 Plus、Maglumi X8 全自动化学发光免疫分析仪等系列产品。

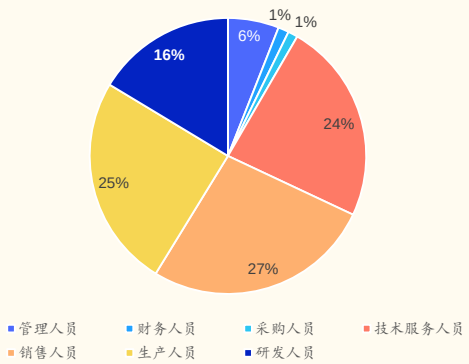
- 公司高度重视研发投入，研发费用率逐年提升。2019 年度公司研发费用合计 1.2 亿元，占营业收入的比例约为 7.1%；2020Q1 公司研发费用率已提升至 9.6%，持续上行的研发费用率为研发成果推出奠定深厚的基础。
- 公司拥有 150 项专利，其中发明专利 50 项；拥有医疗器械产品注册证 174 项，其中化学发光 132 项，占比高达 75.9%。公司合计共 31 个试剂已取得注册检验报告并进入药监局审核阶段，在研试剂菜单丰富。

图表 23：2015-2020Q1 公司研发费用率变化趋势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 24：2019 年公司研发人员占比 16%



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

仪器卡位：系列化的仪器类型可满足客户差异化需求

- 公司拥有 8 款不同型号的全自动化学发光免疫分析仪，型号齐备且特点各异，涵盖低速、中速、高速不同机型，可满足终端用户的差异化需求。Maglumi 600 和 Maglumi 800 针对中小型客户，Maglumi 4000Plus 和 Maglumi X8 针对中大型医疗机构，是公司与进口品牌在大中型医疗机构开展竞争的重要产品。随着机型的不断丰富，公司对终端医疗机构的服务能力将持续增强。

图表 25：国产化学发光仪器举例

企业	产品型号	发光原理及标记物	单机测试速度（测试/小时）	首个结果最短报告时间（分钟）	样本位	试剂位	检测项目	最高支持联机模块数量
新产业	MAGLUMI X8	直接化学发光（异鲁米诺）	600（全球最快）	15	300	42	122	4
	MAGLUMI 4000 Plus	直接化学发光（异鲁米诺）	280	16	144	25	122	
	MAGLUMI 4000	直接化学发光（异鲁米诺）	280		144	25	122	
	MAGLUMI 2000Plus	直接化学发光（异鲁米诺）	180	17	144	25	122	
	MAGLUMI 2000	直接化学发光（异鲁米诺）	180	17	144	15	122	
	MAGLUMI 1000	直接化学发光（异鲁米诺）	120		144	15	122	
	MAGLUMI 800	直接化学发光（异鲁米诺）	180	17	40	9	122	
	MAGLUMI 600	直接化学发光（异鲁米诺）	180		16	4	122	
安图生物	AutoLumo A2000Plus	酶促化学发光	200	20	100	24	94	4
	AutoLumo A2000	酶促化学发光	200	20	100	24	94	
	AutoLumo A1000	酶促化学发光	100	20	100	24	94	
迈克生物	I 3000	直接化学发光（吖啶酯）	300	14	200	30	34	
	I 1000	直接化学发光（吖啶酯）	180	14			34	
	I 1200	酶促化学发光（辣根过氧化物酶）	120		50	18	100+	
迈瑞医疗	CL-6000i	酶促化学发光	480		300	36	92	2
	CL-2000i	酶促化学发光	240		300	36	92	4
	CL-1000i	酶促化学发光	120		60	25	92	
普门科技	eCL80000	电化学发光免疫检测技术（新一代三联吡啶钌）	86		30	10	26	
万泰生物	Caris200	直接化学发光（吖啶酯）	200		22	110	几十	

来源：各公司官网，各公司年报，国金证券研究所

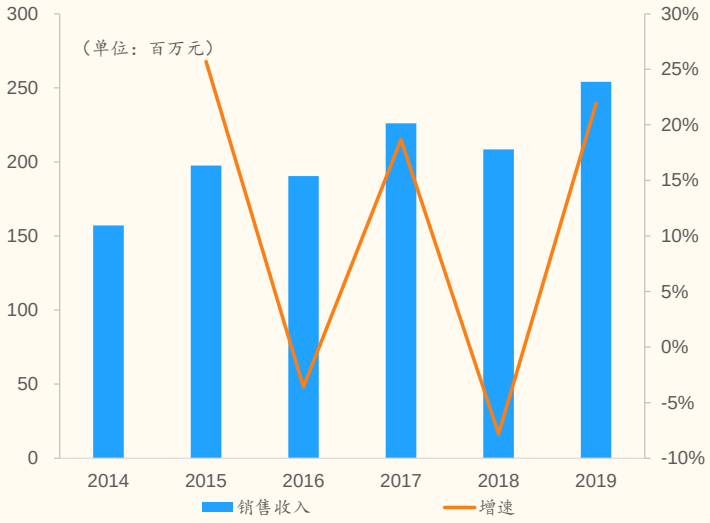
图表 26：进口化学发光仪器举例

企业	产品型号	发光原理及标记物	单机测试速度（测试/小时）	首个结果最短报告时间（分钟）	样本位	试剂位	检测项目	最高支持联机模块数量
罗氏	Cobas e 801	电化学发光（三联吡啶钌）	300	9		48	100+	4
	Cobas e 601	电化学发光（三联吡啶钌）	170	9		25	12-	
	Cobas e 602	电化学发光（三联吡啶钌）	170	9		25	126	
	Cobas e 411	电化学发光（三联吡啶钌）	86	9		18	122	
雅培	ARCHITECT i4000SR	直接化学发光（吖啶酯）	400		285	50	79	
	ARCHITECT i2000SR	直接化学发光（吖啶酯）	200	29	135	25	79	4
	ARCHITECT i1000SR	直接化学发光（吖啶酯）	100	29	65	25	78	
贝克曼	UniCel DxI 800	酶促化学发光（碱性磷酸酶）	400		120	50	50	
	UniCel DxI 600	酶促化学发光（碱性磷酸酶）	200		60	50	50	
	Access 2	酶促化学发光（碱性磷酸酶）	100		60	24	50	
西门子	ADVIA Centaur XPT	直接化学发光（吖啶酯）	240		180	30	70+	
	ADVIA Centaur XP	直接化学发光（吖啶酯）	240		180	30	70+	
	ADVIA Centaur CP	直接化学发光（吖啶酯）	180		84	12	100	
	IMMULITE 2000 XPi	直接化学发光（吖啶酯）	200		90	24		
	IMMULITE 1000	直接化学发光（吖啶酯）	120			12		

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

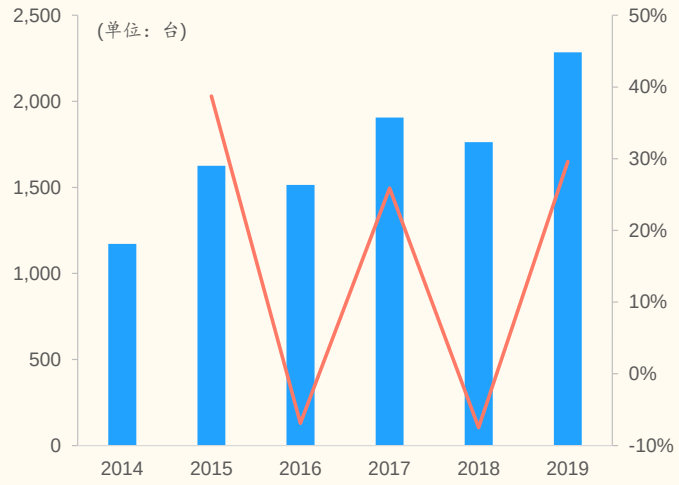
■ 公司化学发光仪器销量及销售收入保持稳定增长，部分年份略有波动。2018 年较 2017 低主要系国内总体装机量较大，医疗机构装机需求有所放缓所致，2019 年终端需求有所回升。

图表 27：2014-2019 公司化学发光仪器销售收入及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 28：2014-2019 公司化学发光仪器销量及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

试剂上量：试剂收入提升是业绩增长的主要驱动力

■ 公司化学发光试剂涵盖甲状腺、性腺、肿瘤标志物、代谢、肝纤维化、传染病等类别，已获得批文 122 项，可基本满足临床检验的需要。

图表 29：公司化学发光免疫分析配套试剂

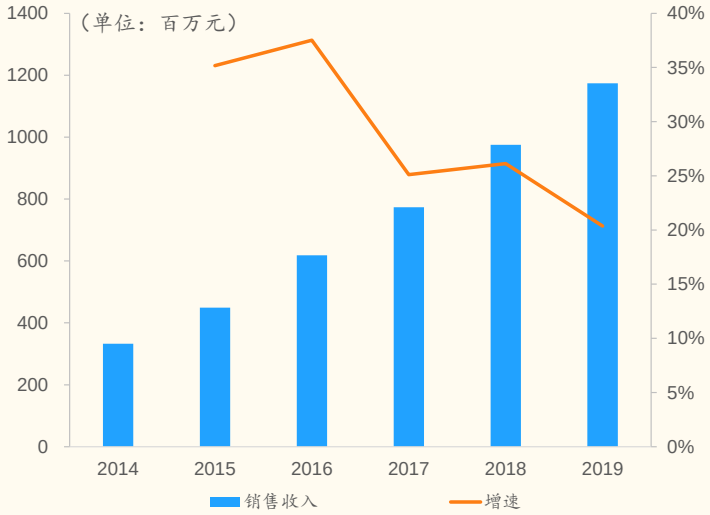
序号	试剂类别	试剂项目数量	临床应用
1	性腺	12	男女性不孕、女性闭经、预测排卵、孕检、多囊卵巢综合症、男性性功能、青春期前儿童性早熟、多种雄激素异常疾病等诊断
2	甲状腺	11	甲亢、甲减、自身免疫性甲状腺疾病的诊断；新生儿甲减检查
3	糖代谢	7	I、II 型糖尿病的诊断及监测、妊娠期高血压检测
4	肾功能	2	肾脏疾病的诊断、肾脏功能监测
5	肝纤维化	5	肝纤维化病变的诊断及监测
6	肿瘤标志物	19	用于肝癌、结/直肠癌、胰腺癌、胃癌、食道癌、肺癌、乳腺癌、卵巢癌、子宫癌、前列腺增生/癌等筛查、诊断，术后监测
7	骨代谢	4	高、低钙血症、骨损伤后骨质合成、骨质疏松；VD 的骨外应用方面：心血管系统疾病、糖病、肿瘤、免疫系统疾病的诊断
8	产前筛查	3	唐氏（Down’s）综合症和神经管缺陷的产前筛查
9	免疫球蛋白	4	类风湿性关节炎、风湿性关节炎的鉴别、过敏性疾病及一些免疫性疾病检测
10	药物监测	3	用于器官移植的排斥反应监测，指导用药，提高器官移植的成功率
11	心血管及心肌标志物	13	心肌梗死/损伤、心力衰竭、肺栓塞、深静脉血栓、心脏病、高血压的诊断、动脉粥样硬化和缺血性卒中预测
12	炎症监测	3	败血症、脓毒症、细菌性和病毒性感染鉴别、抗生素应用指导
13	贫血	3	贫血的诊断及缘由判断
14	传染病	8	梅毒、艾滋病的诊断，以及乙肝、丙肝病毒感染检测、治疗监测
15	优生优育	9	优生优育，孕前或孕早期检查，产前感染的鉴别诊断
16	EB 病毒	6	主要用于鼻咽癌的筛查、诊断及治疗监测
17	自免抗体	4	系统性红斑狼疮（SLE）、类风湿关节炎（RA）、混合性结缔组织病（MCTD）、干燥综合征（SS）和系统性硬化症（SSc）等多种结缔组织病的辅助诊断
18	其它内分泌激素	6	巨人症、矮小症、皮质醇增多症、肾上腺功能不全；衰老、前列腺增生、肾上腺肿瘤，多囊卵巢综合征。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 试剂销量及销售收入均保持高速增长，收入增速略低于销量增速，主要系由于市场竞争加剧试剂销售单价略有下行所致。

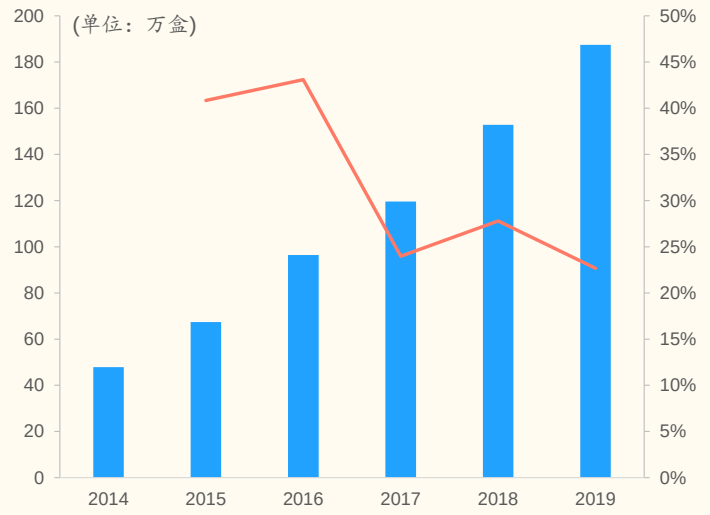
- 化学发光封闭式系统决定了试剂销售收入是其业绩增长的核心驱动力。试剂收入可拆分为装机量乘以单台仪器的试剂产出，故装机量和试剂单产是业绩增长的关键。
- 2015-2019 年公司化学发光试剂销售收入保持高增长水平，年复合增长率为 27.2%，业绩增长动力强劲。

图表 30：2014-2019 公司化学发光试剂销售收入及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

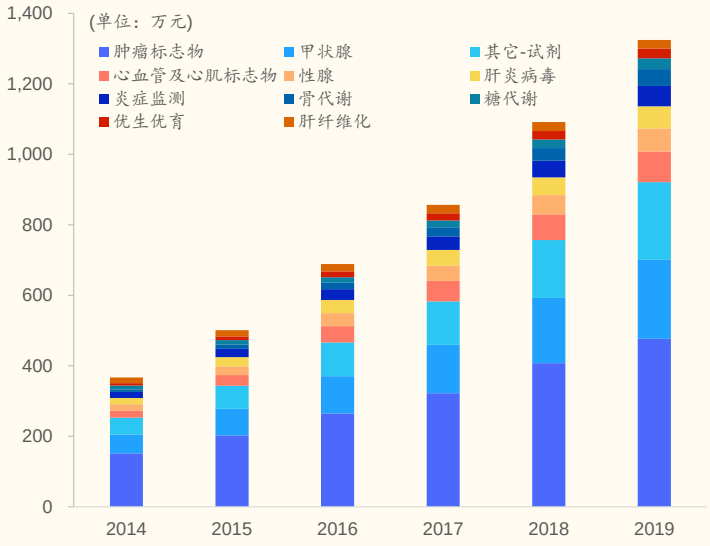
图表 31：2014-2019 公司化学发光试剂销量及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

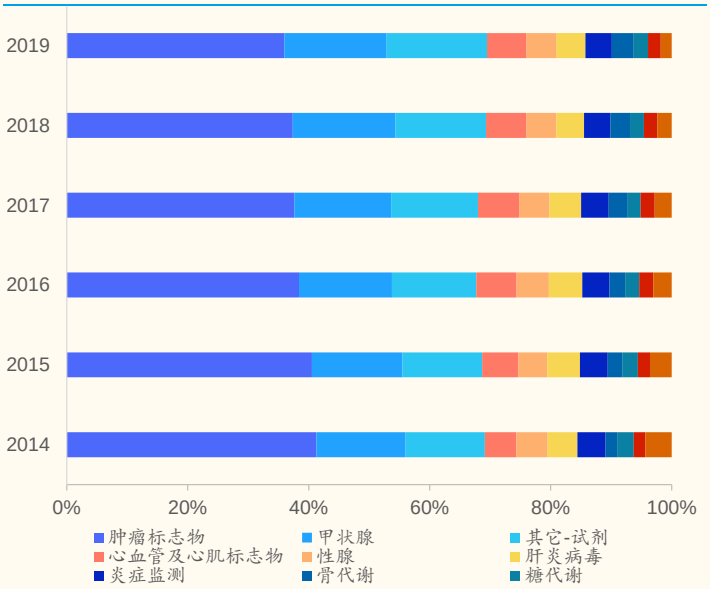
- 公司销售收入前十的试剂种类结构保持相对稳定，肿瘤标志物占比最高，其次依次是甲状腺、心血管及心肌标志物等，传染病项目占比较低主要系术前八项作为套餐项目部分试剂未获批限制了此套餐的销售推广。目前，公司丙肝等传染病项目已获批注册，“术前八项”检验项目已全部补齐，将配合 Maglumi X8 联合推广，预计传染病试剂有望逐步放量。
  - 肿瘤标志物是公司的特色试剂产品，公司凭借先发优势取得一定市场份额。最近三年收入占比分别为 37.6%、37.3%和 36.0%，占比略有下降主要系公司试剂项目逐步增多，其他品种项目合计销售占比增加所致。
  - 公司第二大试剂产品是常规检测项目甲状腺，2017-2019 占公司试剂销售收入比重分别为 16.0%、16.9%和 16.9%。
- 公司试剂品种较多，受各地区检测病种需求的差异，年度间不同品类试剂的销售额增速存在一定波动，但整体维持良性增长。

图表 32：2014-2019 公司销售收入 Top 10 的试剂产品



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 33：2014-2019 公司销售 Top 10 的试剂收入占比



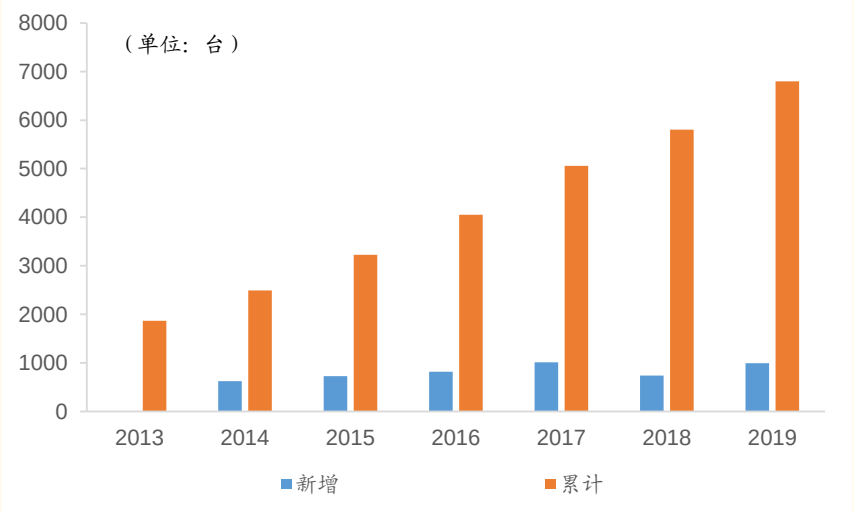
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

全球装机量 1.3 万台，海内外渠道兼修，预计海外业务将加速增长

深耕国内市场，终端装机量超 6800 台，基层客户基础深厚

- 公司现已基本建成覆盖全国和海外关键市场的营销网络，目前国内经销商 2000 余家，装机量超 6800 台，覆盖 5,800 余家医疗机构。

图表 34：公司国内仪器装机量推算



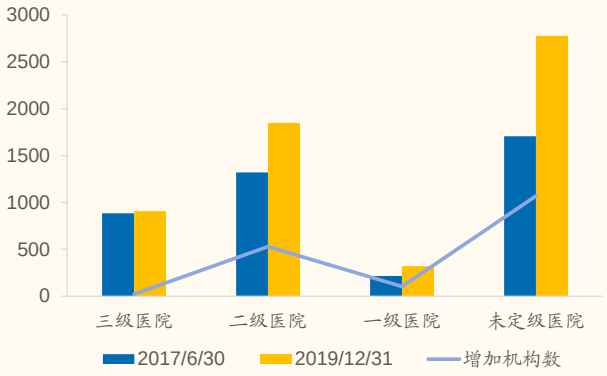
来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所。注：数据可能有偏差，系根据公司招股书和官网披露信息推算所得

- 公司拥有深厚的基层客户基础，基层医院数量（包括未定级医院和一级医院）占比约 50%。公司覆盖的基层医院占比高的主要原因有：
  - 从我国化学发光国产替代的层次看，目前处于加速抢占基层空白市场阶段；公司采取“跑马圈地”的策略，在终端用仪器卡位，争取占据较大市场份额。

- 从我国各级医疗机构的数目来看，基层医疗机构数量大、涵盖范围广，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。

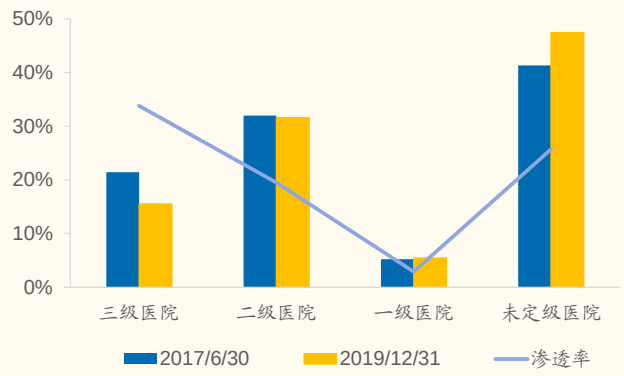
- 基层市场覆盖率高一方面可以提高公司的仪器装机量和市占率，另一方面公司基层市场以中低速装机为主，试剂消耗较少，一定程度拉低了公司的单台仪器的年试剂产出。但随着分级诊疗的逐步推进和医疗资源下沉，预计基层医疗机构检验占比有望持续改善提升。

图表 35：公司国内各等级医院终端用户数量及变化



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 36：公司国内各等级医院占比及渗透率



来源：公司招股说明书，国家卫健委统计信息中心，国金证券研究所

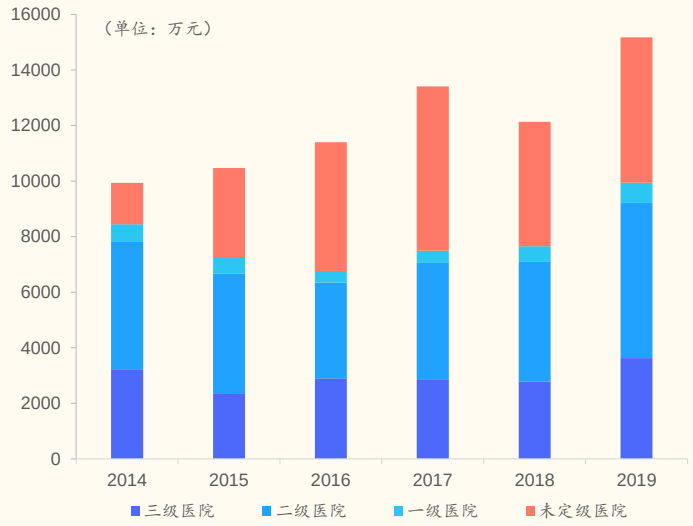
- 公司化学发光仪器在国内各等级医院的销售额、销量呈增长趋势，个别年份存在一定波动，主要与不同级别终端医疗机构各年新增装机需求及公司推出新仪器等因素相关。

  - 公司在一级医院的销售规模较小，但呈逐年小幅增长趋势。

  - 公司在二级、三级医院的销量和销售额呈稳步增长趋势，个别年份有波动。2019 年一方面由于公司推出高速仪器 Maglumi X8，终端机构增购或新机替换老机需求上升；另一方面 2018-2019 年公司合计新增 18 项化学发光、8 项生化试剂注册证，新试剂拿证亦促进仪器在中大型医疗机构的推广，故 2019 国内终端装机量实现显著提升。

  - 公司通过主动挖掘+招标方式拓展未定级客户，公司未定级医院数量多，销量和销售额占比较大。2017 年，公司在湖南省政府计划生育服务体系建设（化学发光仪）补充采购项目中成功中标 122 台 MAGLUMI 800 仪器，导致当年对未定级医院客户的销量和销售额较大，也使得 2018 年同比增速为负。

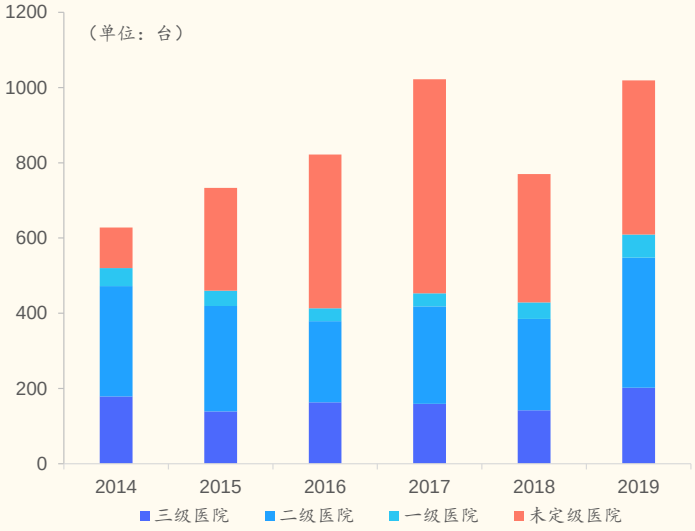
图表 37：公司仪器在国内不同等级医院的销售收入



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：图中仪器销售收入为公司化学发光仪与少量生化仪的合计销售数据。

图表 38：公司仪器在国内不同等级医院的销量

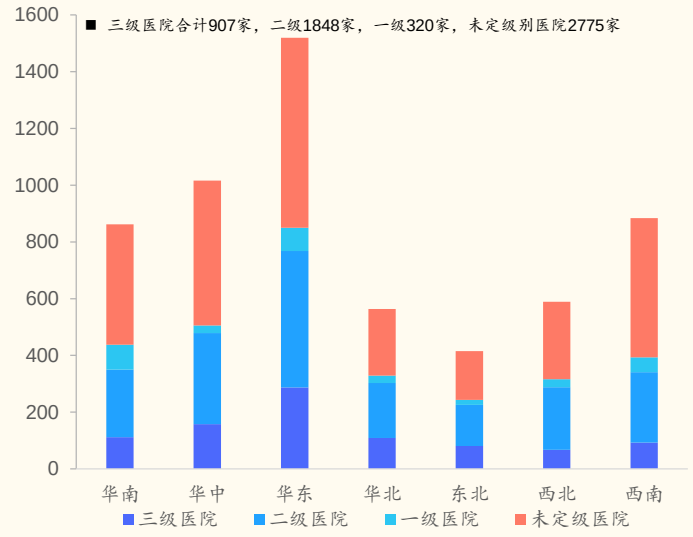


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：图中仪器销售量为公司化学发光仪与少量生化仪的合计销售数据。

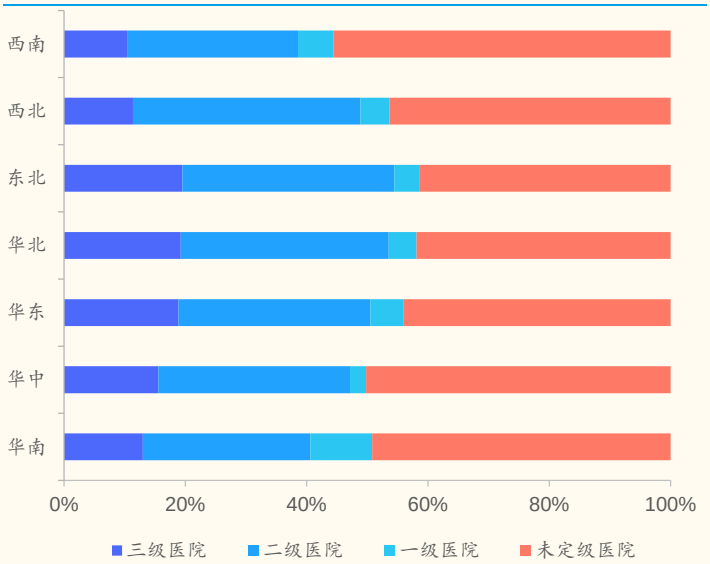
- 公司国内不同地区医院覆盖数量存在差异。华东地区终端医院客户数量领先，且覆盖三级医院客户数量最多。华南、华中、西南地区覆盖客户数量处于第二梯队，略低于华东地区；华北、东北及西北地区医院覆盖数量较少，未来具备较大的拓展空间。

图表 39：国内终端用户数量分布（截至 2019/12/31）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

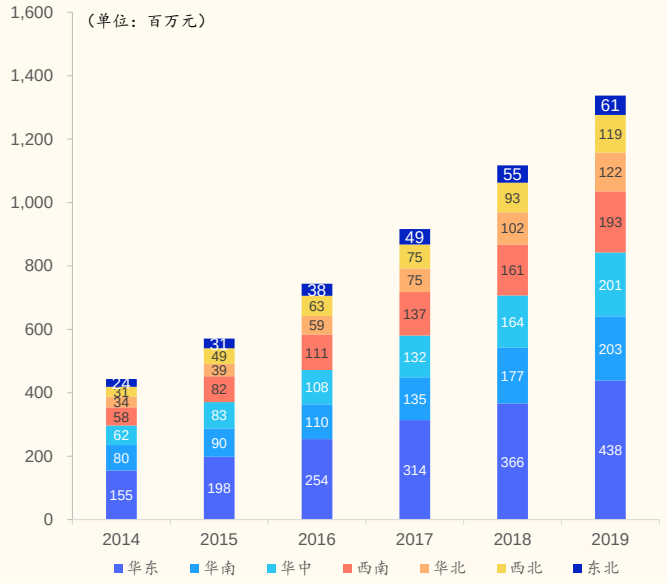
图表 40：国内终端用户数量占比（截至 2019/12/31）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

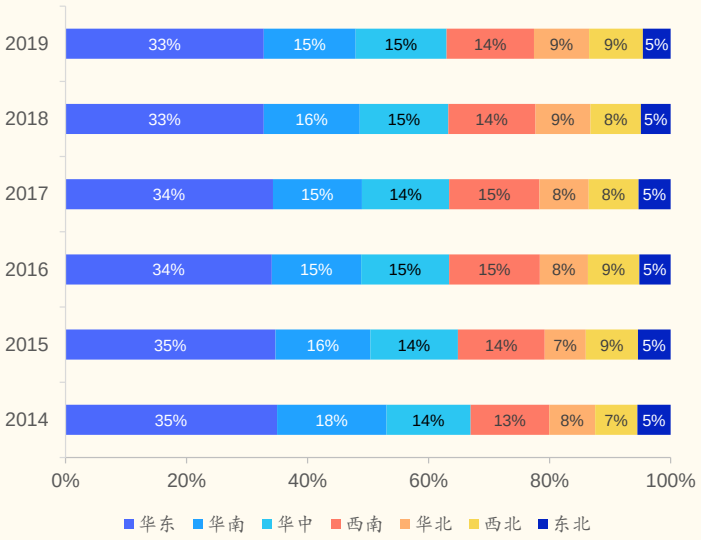
- 公司国内各区域收入贡献占比与终端医院覆盖数量呈现出相似的结构特点。华东地区收入占比约 33%，处于第一梯队，占比逐年略有下行主要系其它区域占比稍有上升所致。华南、华中、西南区域收入占比约 15%，处于第二梯队，随着公司业务拓展步伐的加快，预计收入占比有望日益提升。

图表 41：2014-2019 公司国内各地区收入情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 42：2014-2019 公司国内各地区收入占比

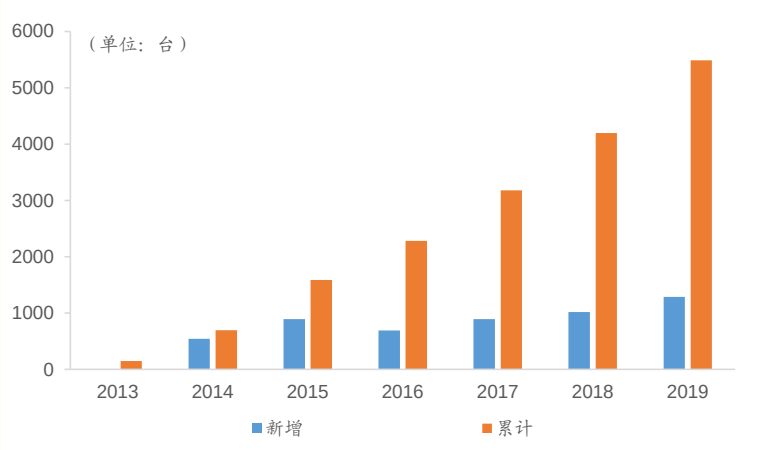


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

海外市场拓展迅速，装机量约 6000 台，未来有望贡献较大业绩弹性

- 公司是海外业务拓展最早、终端覆盖率最高的国产化学发光企业。海外市场累计装机量约 6000 台，且近年来海外装机量增速领先国内，方兴未艾。

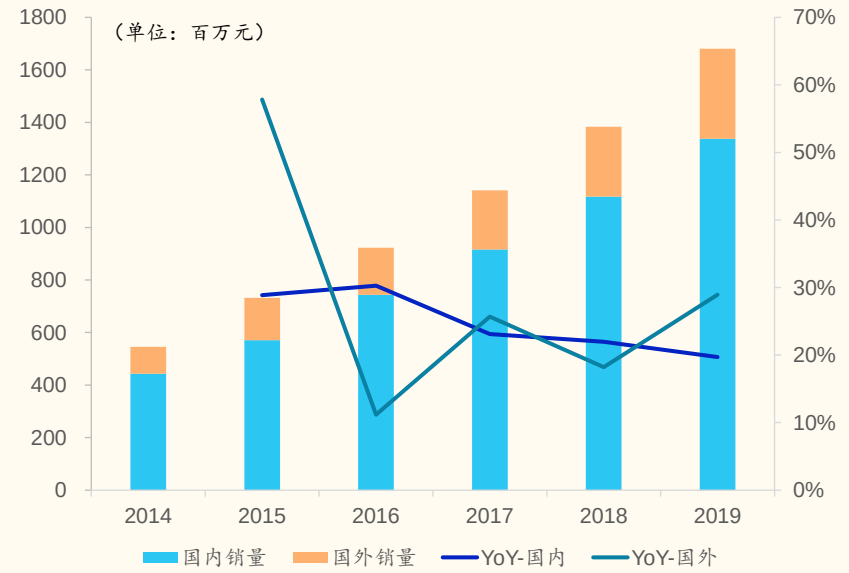
图表 43：公司海外仪器装机量推算



来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所
注：数据可能有偏差，系根据公司招股书和官网披露信息推算所得

- 公司海外销售收入逐年增加，2019 年度外销占比已上升至 20.4%，预计未来海外业务将贡献较大业绩弹性。

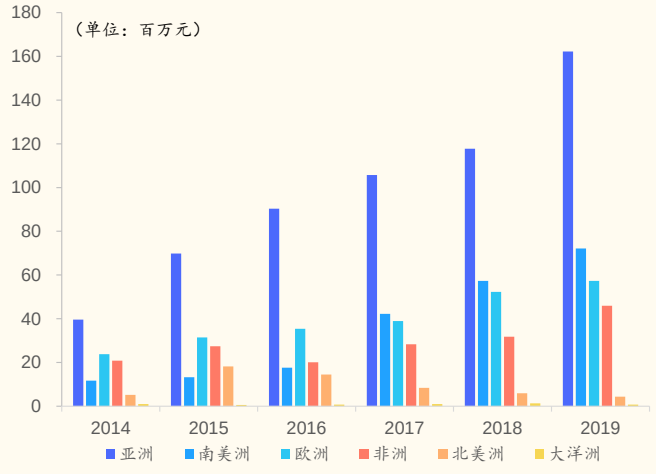
图表 44：2014-2019 公司国内外收入及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

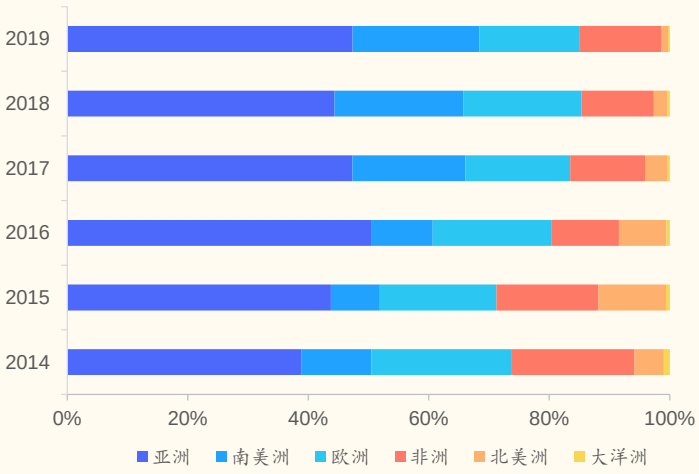
- 公司产品已经出口至亚洲、欧洲、美洲、非洲、大洋洲等 143 个国家和地区。
  - 亚洲是公司海外业务重点布局的战略要地，收入占据公司海外业务总收入近一半。印度是最大的海外销售国家，公司 2018 年设立印度子公司，2019 年完成产品注册并协助印度经销商开拓市场，成效良好。
  - 南美洲是公司第二大外销大洲，依托于稳定的合作关系和区域经销商，公司产品在当地终端医疗机构逐步渗透，南美洲收入保持较快增长。
  - 非洲是 2019 年外销增速最快的大洲，新兴发展中国家化学发光处于高速成长期，配合公司积极的营销推广策略，未来可打开广阔的增长空间。

图表 45：2014-2019 公司海外各地区销售收入情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

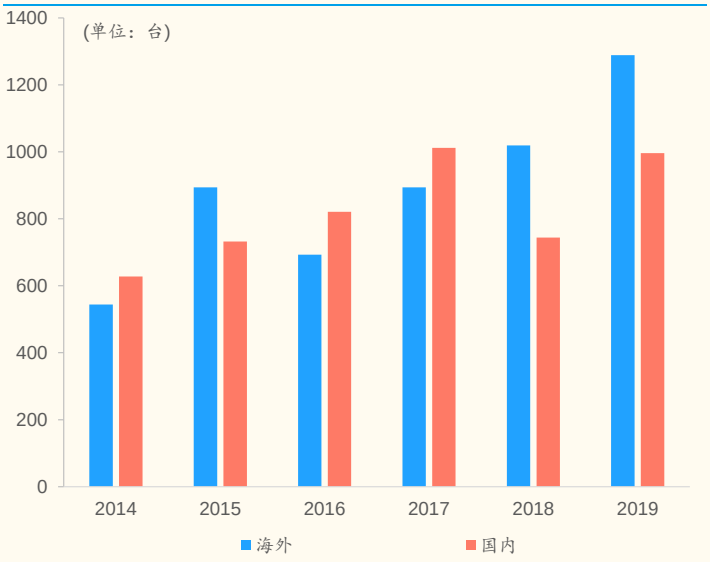
图表 46：2014-2019 公司海外各地区销售收入占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

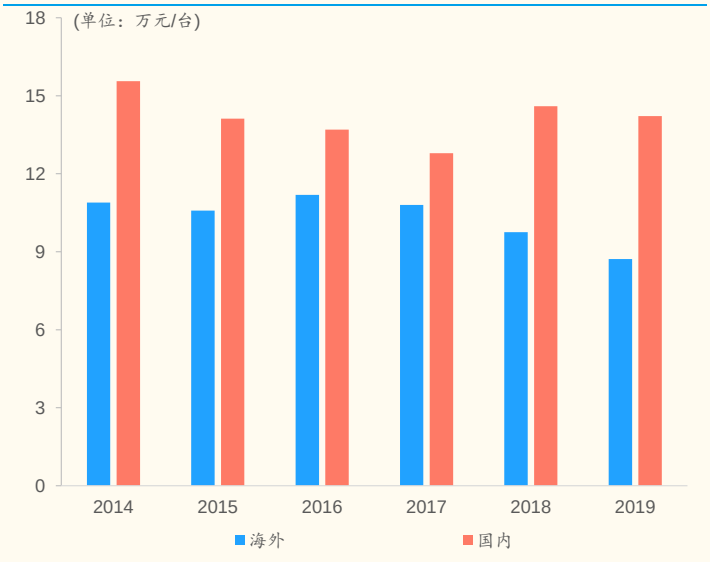
- 公司海外仪器装机量呈现良好增长趋势，连续三年装机量均超越国内。依托于终端存量的化学发光仪器，有望进入以仪器带动试剂，以试剂促进仪器销售增长的良性循环期。此外，由于海外中低速仪器占比高于国内，故海外仪器销售单价低于国内，随着公司更多中高速机型进驻海外中大型医学实验室、医疗机构，公司仪器平均单价和销售收入有望得到改善提升。

图表 47：2014-2019 公司国内外化学发光仪器销量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

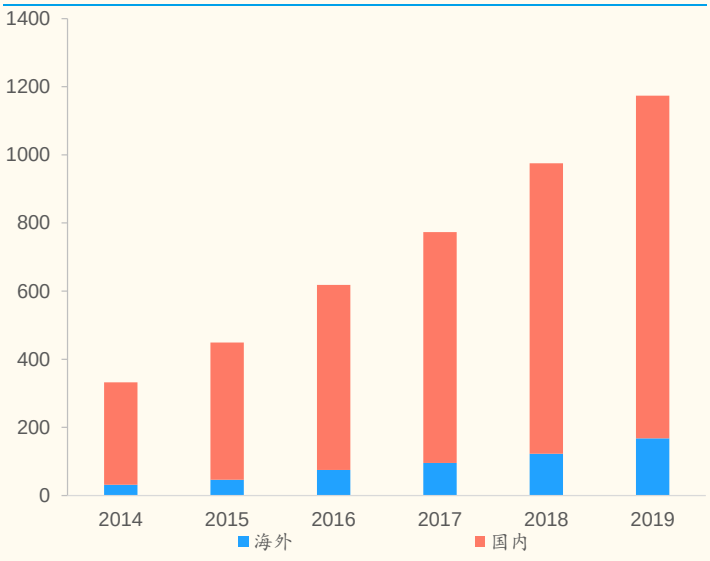
图表 48：2014-2019 公司国内外化学发光仪器销售单价



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

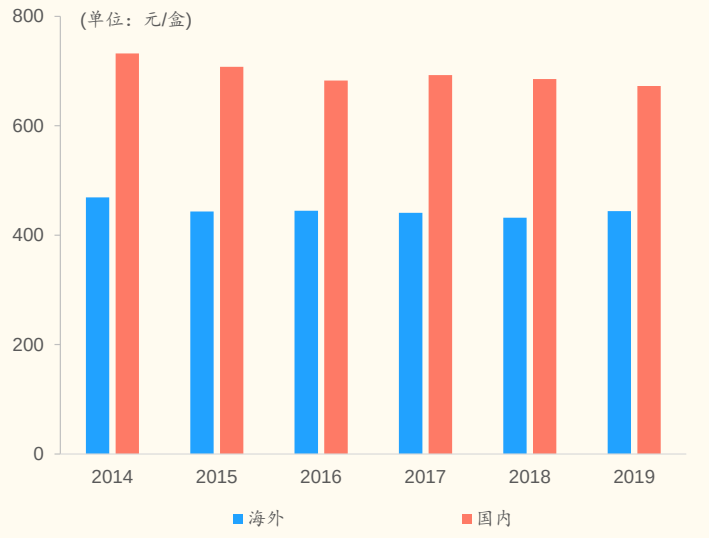
- 目前公司发光试剂销售以国内市场为主，但随着公司加大海外营销网络建设，海外试剂销售增速快于国内，海外试剂收入占比有望日益提升。
  - 2014-2019 公司海内外化学发光试剂销量均保持稳健增长，海外增速领先国内，未来放量可期。
  - 2014-2019 公司海内外化学发光试剂销售单价保持稳定，体现了公司产品具备较稳定的市场竞争力和品牌影响力。

图表 49：2014-2019 公司国内外化学发光试剂销售收入



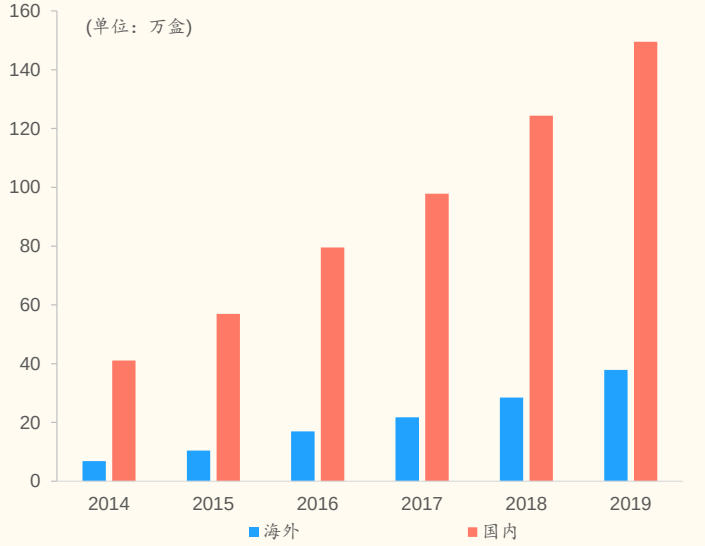
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 50：2014-2019 公司国内外化学发光试剂销售单价



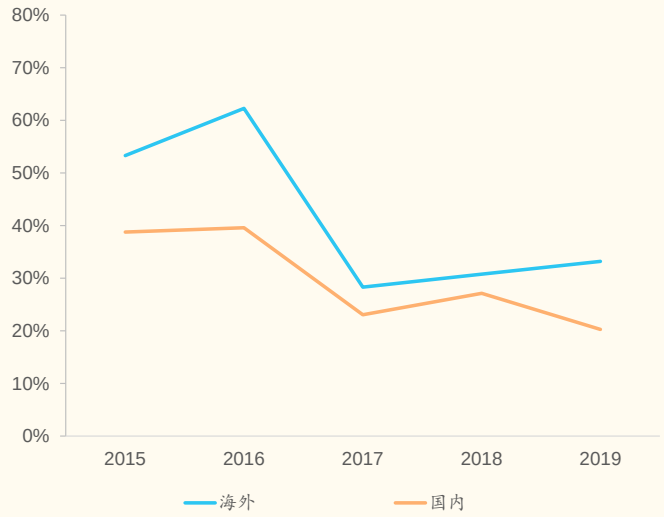
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 51：2014-2019 公司国内外化学发光试剂销量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 52：2014-2019 公司国内外化学发光试剂销量增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

新未来：试剂单产提升是业绩增长的核心驱动力

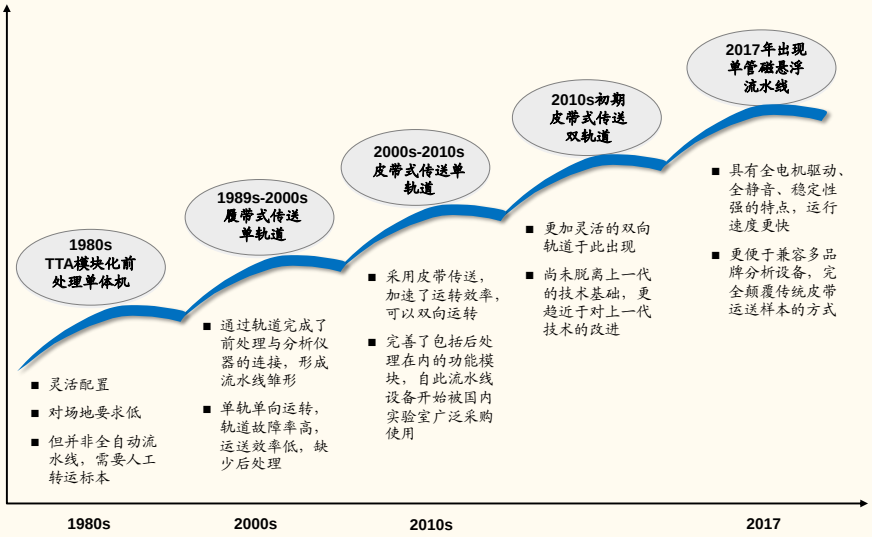
高速机 X8 配合传染病术前八项推广，有望提升仪器装机和试剂单产

- 化学发光的封闭体系决定了装机量是业绩放量的前提和基础，试剂单产提升是业绩增长的核心驱动力。
- 高速机 X8 配合传染病术前八项推广，有望提升中高速装机和试剂单产。公司于 2019 年 8 月上市全球最快发光仪 Maglumi X8，该高速机：1）测速快：测速高达 600T/H，拓展后可达 2400T/H；2）高通量：样本位 300 个，试剂位 42 个，最高离机测试数 2800 个；3）检测准确性高：采用纳米磁珠包被技术、管式直接化学发光、一次性吸头（TIP 头）；4）智能化：可互联同型号仪器、生化仪、电解质分析仪、全实验室自动化系统（TLA）等。高速机 X8 配套传染病术前八项试剂在海内外中大型医疗机构联合推广，一方面可加速公司高速机 X8 装机量提升,；另一方面将增加试剂用量，试剂单产有望提升，驱动公司业绩增长。

生化免疫流水线预计将成为未来新的业绩增长点

- 流水线大约 2001 年开始进入中国，2001-2010 期间属于市场导入期，2012 年后进入快速发展期。

图表 53：实验室流水线发展史



来源：CNKI，国金证券研究所

- 目前，中国 TLA 流水线主要被外企垄断，2019 年 8 月，公司与赛默飞合作发布首个 Satlas-TCA 实验室全自动化整体解决方案，搭载了赛默飞的开放性实验室自动化系统以及公司高通量全自动化学发光免疫分析系统 Maglumi X8，实现了临床检测流水线的全自动化升级，以及临床样品从进样、离心、去盖、分杯贴标、化学发光仪器分析、加盖、分类到出样或在线冷藏存储的全自动化智能处理，大大提高检验效率。

新冠检测试剂放量，增厚海外业绩

- 公司是全球首家成功研发出新冠病毒 IgG/IgM （化学发光法）抗体检测试剂的企业，也是全球首个获得欧盟 CE 准入和公开销售。
- 5 月公司进入商务部出口白名单后，新冠试剂订单进入收获期。根据公司上市公告书及投资者交流信息，我们预计公司新冠检测试剂全年贡献收入约 6-7 亿元，净利润约 2-2.5 亿元。

募集资金用途

- 公司于 2020 年 5 月登陆深交所创业板，公开发行 4,120 万股，募集资金净额约 12 亿元，主要用于研发生产基地二期、研发中心项目、营销网络升级项目及海外拓展项目。
- 募投项目实施完成后，可进一步扩大公司的产能、提高公司研发能力、拓展公司国内及海外市场的营销网络，提高公司的综合竞争力和盈利能力。

图表 54：募集资金投资项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟用募集资金投入金额（万元）	建设期
1	新产业生物研发生产基地二期	65,092.37	65,092.37	36 个月
2	新产业生物研发中心项目	13,731.00	13,731.00	24 个月
3	新产业生物营销网络升级项目	13,976.25	13,976.25	18 个月
4	新产业生物海外拓展项目	27,451.54	27,451.54	36 个月
合计		120,251.16	120,251.16	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 化学发光作为体外诊断最具潜力的子行业，壁垒高、增速快且国产替代空间大。公司是国产化学发光免疫分析领域的领导者，终端装机量名列前茅，仪器拉动试剂销售基础强。此外，公司技术先进、产品质量性能优良，海外业务拓展加速，我们看好公司在化学发光领域不断推进仪器技术迭代、丰富试剂种类及加速国产替代，成为行业成长的受益者。
- 我们对公司未来各业务板块情况作出预测，结合新冠疫情影响及费用估计，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 22.60 亿元、26.13 亿元、33.11 亿元，分别同比增长 34.4%、15.6%、26.7%。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.50 亿元、12.09 亿元、14.90 亿元，分别同比增长 36%、15%、23%。
  - 我们预计 2020-2022 仪器及配套软件类产品单位价格和成本变化较小，假设毛利率分别为 30.6%、30.1%和 29.4%。假设公司装机量保持稳定增长，销售收入增长率分别为 23.3%、25.6%和 25.1%。
  - 我们假设公司试剂毛利率保持相对稳定，2020-2022 分别为 91.4%、90.3%和 89.9%，预计 2020-2022 年试剂类销售收入增长率分别为 37.6%、13.6%和 27.5%。

图表 55：2020-2022 年公司收入及毛利润预测

（除特殊说明外均为人民币百万元）

		Historical						Projected		
		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入		**545**	**732**	**923**	**1,141**	**1,384**	**1,682**	**2,260**	**2,613**	**3,311**
	YoY		*34.2%*	*26.1%*	*23.6%*	*21.3%*	*21.5%*	*34.4%*	*15.6%*	*26.7%*
成本		131	178	196	243	265	337	417	526	675
	YoY		*36.2%*	*9.8%*	*24.4%*	*9.1%*	*26.9%*	*23.8%*	*26.1%*	*28.3%*
毛利额		415	554	727	897	1,118	1,345	1,842	2,087	2,636
毛利率		**76.0%**	**75.7%**	**78.8%**	**78.7%**	**80.8%**	**80.0%**	**81.5%**	**79.9%**	**79.6%**
试剂										
收入		367	501	689	856	1,092	1,324	**1,822**	**2,069**	**2,638**
	YoY		*36.6%*	*37.5%*	*24.3%*	*27.5%*	*21.3%*	*37.6%*	*13.6%*	*27.5%*
占总收入比例		67.2%	68.5%	74.6%	75.1%	78.9%	78.8%	80.6%	79.2%	79.7%
成本		36	52	71	85	105	126	158	200	266
毛利额		331	449	618	771	987	1,198	1,665	1,869	2,372
毛利率		**90.2%**	**89.6%**	**89.8%**	**90.1%**	**90.4%**	**90.5%**	**91.4%**	**90.3%**	**89.9%**
仪器及配套软件										
收入		159	203	195	236	227	274	338	424	531
	YoY		*27.4%*	*-4.2%*	*21.4%*	*-4.0%*	*20.8%*	*23.3%*	*25.6%*	*25.1%*
占总收入比例		29.2%	27.8%	21.1%	20.7%	16.4%	16.3%	15.0%	16.2%	16.0%
成本		91	120	117	148	147	189	235	297	375
毛利额		69	83	78	88	80	85	103	128	156
毛利率		**43.1%**	**41.0%**	**40.1%**	**37.4%**	**35.4%**	**30.9%**	**30.6%**	**30.1%**	**29.4%**
配件及其他										
收入		19	28	39	48	65	81	98	117	141
	YoY		*44.0%*	*42.2%*	*22.0%*	*36.0%*	*25.1%*	*20%*	*20%*	*20%*
占总收入比例		3.5%	3.8%	4.2%	4.2%	4.7%	4.8%	4.3%	4.5%	4.2%
成本		4	6	8	11	14	18	22	26	31
毛利额		15	21	31	37	51	63	76	91	110
毛利率		**79.1%**	**77.6%**	**78.6%**	**78.0%**	**78.6%**	**77.6%**	*78%*	*78%*	*78%*
其他业务										
收入							**2**	**2**	**2**	**2**
	YoY							*5%*	*5%*	*5%*
占总收入比例							0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
成本							3	3	4	4
毛利额							-2	-2	-2	-2
毛利率							*-102%*	*-100%*	*-100%*	*-100%*

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司的主营业务隶属于体外诊断领域，本报告选取上市公司安图生物、迈瑞医疗、迈克生物、万泰生物四家公司作为公司的可比公司。

- 我们选用 PE 可比公司估值法对公司进行估值，参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期对应归母净利润的市盈率，考虑公司是国产化学发光领域排头兵，试剂占比逐年稳步提升，盈利能力不断改善，海外业务拓展稳步推进等方面，给予一定溢价，对应上市公司 12 个月内目标市值 823 亿元，12 个月内对应目标价为 199.92 元，首次覆盖给与“买入”评级。

图表 56：可比公司估值情况（截止 2020/07/17）

代码	公司名称	当前市值（亿元）	2019年				2020年（Wind一致预期）	
			归母净利润（百万元）	对应归母净利润市盈率	扣非归母净利润（百万元）	对应扣非归母净利润市盈率	归母净利润（百万元）	对应一致预期市盈率
603658.SH	安图生物	645.04	774.16	83.32	740.21	87.14	959.57	67.22
300760.SZ	迈瑞医疗	4,144.29	4,680.65	88.54	4,614.98	89.80	5,753.22	72.03
300463.SZ	迈克生物	275.12	525.26	52.38	518.53	53.06	670.92	41.01
603392.SH	万泰生物	953.92	208.86	456.72	165.11	577.75	451.00	211.51
算数平均				170.24		201.94		97.94
市值加权平均				144.68		133.12		76.82

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 新冠疫情对业绩影响的风险：1）若上游供应商受疫情影响原材料交付延迟，将会导致公司生产受限以及销售订单交付相应延迟；2）海外疫情仍处于高位，持续时间暂不明朗，预计公司常规产品的出口业务将受到较大影响。
- 主营业务单一的风险：目前公司产品主要集中在化学发光免疫诊断领域，销售收入主要来源于全自动化学发光免疫分析仪及配套试剂，主营业务较为单一。若发生不利于化学发光行业或者公司主业的因素，公司运营将面临一定风险。
- 估值偏高的市场风险：化学发光行业由于壁垒高、增速快且国产替代空间大，故市场关注度较高且受到较多资金青睐，目前行业整体估值偏高，若未来行业估值向下有所调整，对公司估值也会产生一定影响。
- 原材料的采购风险：公司试剂的部分核心原料（如抗原、抗体等）以及仪器的部分核心部件（如电机等）通过国外进口。若未来关键原材料的价格发生重大变化，或者供应商不能及时供应，将对公司的正常生产经营造成不利影响。
- 经销商销售模式的风险：公司目前采用“经销为主、直销为辅”的销售方式，随着经销商数量增加，培训管理难度亦随之增加，若经销商管理不善将对公司产品销售及品牌美誉度产生不良影响。
- 新产品研发、注册风险：体外诊断类产品研发投入高、研发周期长，存在产品研发进展不及预期、研发失败等风险；产品注册获批具有不确定性。
- 海外市场拓展的风险：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达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,141**	**1,384**	**1,682**	**2,260**	**2,613**	**3,311**
增长率		21.3%	21.5%	34.4%	15.6%	26.7%
主营业务成本	-243	-265	-337	-417	-526	-675
%销售收入	21.3%	19.2%	20.0%	18.5%	20.1%	20.4%
毛利	897	1,118	1,345	1,842	2,087	2,636
%销售收入	78.7%	80.8%	80.0%	81.5%	79.9%	79.6%
营业税金及附加	-6	-8	-8	-12	-14	-17
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-203	-255	-328	-429	-499	-636
%销售收入	17.8%	18.4%	19.5%	19.0%	19.1%	19.2%
管理费用	-31	-35	-50	-79	-86	-113
%销售收入	2.7%	2.5%	3.0%	3.5%	3.3%	3.4%
研发费用	-57	-84	-120	-181	-222	-281
%销售收入	5.0%	6.1%	7.1%	8.0%	8.5%	8.5%
息税前利润（EBIT）	600	736	839	1,141	1,266	1,589
%销售收入	52.6%	53.2%	49.9%	50.5%	48.4%	48.0%
财务费用	-12	19	7	55	76	88
%销售收入	1.1%	-1.4%	-0.4%	-2.4%	-2.9%	-2.6%
资产减值损失	-8	-15	0	-34	-3	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	20	34	41	30	35	40
%税前利润	3.2%	4.3%	4.6%	2.5%	2.5%	2.3%
营业利润	630	808	899	1,222	1,406	1,733
营业利润率	55.2%	58.4%	53.5%	54.1%	53.8%	52.3%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	630	807	898	1,222	1,406	1,733
利润率	55.2%	58.3%	53.4%	54.1%	53.8%	52.3%
所得税	-91	-113	-126	-171	-197	-243
所得税率	14.5%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	538	694	773	1,051	1,209	1,490
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**538**	**694**	**773**	**1,051**	**1,209**	**1,490**
净利率	47.2%	50.2%	45.9%	46.5%	46.3%	45.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	538	694	773	1,051	1,209	1,490
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	46	57	60	109	86	111
非经营收益	-23	-35	-40	-22	-35	-40
营运资金变动	-37	-15	23	-137	91	-50
经营活动现金净流	**525**	**702**	**815**	**1,000**	**1,351**	**1,511**
资本开支	-176	-284	-327	-173	-560	-835
投资	0	0	0	-530	-70	-50
其他	20	34	41	30	35	40
投资活动现金净流	**-156**	**-250**	**-285**	**-673**	**-595**	**-845**
股权募资	0	0	0	1,205	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-185	-103	-11	-105	-121	-149
筹资活动现金净流	**-185**	**-103**	**-11**	**1,100**	**-121**	**-149**
现金净流量	**183**	**350**	**518**	**1,428**	**635**	**517**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,082	1,431	1,980	3,408	4,042	4,560
应收款项	200	213	234	383	289	339
存货	143	194	237	268	343	443
其他流动资产	11	28	34	567	643	700
流动资产	1,435	1,867	2,485	4,626	5,317	6,043
%总资产	71.0%	70.7%	71.9%	81.3%	77.5%	72.6%
长期投资	0	0	138	138	138	138
固定资产	506	623	569	695	1,154	1,889
%总资产	25.0%	23.6%	16.5%	12.2%	16.8%	22.7%
无形资产	62	60	181	230	249	256
非流动资产	587	774	973	1,063	1,541	2,283
%总资产	29.0%	29.3%	28.1%	18.7%	22.5%	27.4%
资产总计	**2,022**	**2,641**	**3,458**	**5,689**	**6,857**	**8,326**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	127	134	152	191	237	306
其他流动负债	112	131	156	198	232	290
流动负债	239	264	308	389	469	596
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	10	11	11	11	11
负债	250	275	319	399	480	607
普通股股东权益	1,772	2,366	3,139	5,290	6,378	7,719
其中：股本	370	370	370	412	412	412
未分配利润	994	1,571	2,344	3,290	4,378	5,719
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**2,022**	**2,641**	**3,458**	**5,689**	**6,857**	**8,326**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.453	1.874	2.086	2.552	2.937	3.620
每股净资产	4.785	6.388	8.474	12.852	15.495	18.753
每股经营现金净流	1.417	1.895	2.200	2.430	3.281	3.672
每股股利	0.270	0.000	0.000	0.255	0.294	0.362
回报率						
净资产收益率	30.37%	29.33%	24.61%	19.86%	18.96%	19.31%
总资产收益率	26.61%	26.28%	22.34%	18.47%	17.63%	17.90%
投入资本收益率	28.95%	26.74%	22.99%	18.56%	17.07%	17.71%
增长率						
主营业务收入增长率	23.64%	21.31%	21.54%	34.37%	15.64%	26.73%
EBIT 增长率	24.19%	22.66%	14.00%	36.02%	10.89%	25.57%
净利润增长率	19.15%	28.95%	11.33%	35.98%	15.07%	23.26%
总资产增长率	25.99%	30.59%	30.93%	64.53%	20.54%	21.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.5	51.6	46.6	65.0	43.0	41.0
存货周转天数	198.6	232.0	233.5	235.0	238.0	240.0
应付账款周转天数	72.3	98.8	63.2	65.0	68.0	70.0
固定资产周转天数	106.4	87.8	115.7	82.3	72.4	55.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.04%	-60.49%	-63.08%	-64.42%	-63.38%	-59.07%
EBIT 利息保障倍数	49.3	-38.8	-115.7	-20.8	-16.7	-18.2
资产负债率	12.36%	10.40%	9.22%	7.02%	6.99%	7.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH