优质赛道的优质企业

——新产业（300832.SZ）　　医药生物/医疗器械

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

优质的纯正化学发光标的

- A 股中唯一的纯正化学发光标的，行业未来 3~5 年将保持 18%高增速。
- 公司 2019 年化学发光试剂收入 13.24 亿元，稳居国内第一梯队。公司综合毛利率超过 80%，发光试剂毛利率超过 90%，行业最高。

产品竞争力优秀

- 公司已拿证发光试剂数量 122 种，行业最高；已销售化学发光仪器数量接近 7000 台，行业最高。
- 公司中低速仪器占比较高，未来单机产出至少还有一倍的提升潜力。公司当前仅 MAGLUMI 800（180T/H、40 样本位、9 试剂位）占比即超过 40%，对应平均单机产出 17 万/年。同业安图生物几乎全是 AutoLumo A2000Plus（200T/H、100 样本位、24 试剂位），对应单机产出为 30 万/年。随着公司中高速仪器 MAGLUMI X8（600T/H、300 样本位、42 试剂位）、MAGLUMI 4000PLUS（280T/H、144 样本位、25 试剂位）快速放量，未来单机产出至少还有一倍提升潜力。
- 公司试剂项目入院价格只有进口品牌的 7 成，具备性价比优势。同时，现有全球化原材料采购、配套持续实验筛选的检测项目开发机制下，公司自研项目的丰富度和准确性全面看齐进口品牌只是时间问题。

公司终端覆盖仍有很大潜力

- 公司三级医院覆盖率仅为 36%，二级医院覆盖率仅为 21%，同业安图生物三级医院覆盖率超过 60%，随着中高速仪器的上市放量，公司产品在高等级医院覆盖率有望进一步提升。
- 公司海外业务占比超过 20%，行业最高，具备更大的业绩弹性空间。疫情期间海外新冠试剂销售放量，带动公司整体上半年仍保持 20%以上增速。

公司先天具备研发基因

- 公司董事长饶微先生本身也是研发带头人，为公司注入研发基因。
- 公司研发投入增速超 40%，投入力度不断加大。

投资建议：产品开发进度和终端投放能力是决定公司业务持续高速增长的关键要素。公司是业绩成长高确定性的优质标的，考虑疫情影响我们预计公司 2020~2022 年净利润增速分别 31.24%、8.13%、14.28%，对应市盈率分别为 66、60、53，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：产品投放进展不及预期；海外疫情进一步扩散影响业务恢复

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,383.61	1,681.59	2,125.13	2,392.29	2,829.11
增长率（%）	21.31%	21.54%	26.38%	12.57%	18.26%
归母净利润（百万	694.00	772.61	1,014.00	1,096.41	1,252.98
增长率（%）	28.95%	11.33%	31.24%	8.13%	14.28%
净资产收益率（%）	29.33%	24.61%	24.42%	20.89%	19.27%
每股收益(元)	1.87	2.09	2.74	2.96	3.38
PE	95.63	85.90	65.45	60.53	52.97
PB	28.05	21.14	15.98	12.64	10.21

评级　　增持（首次）

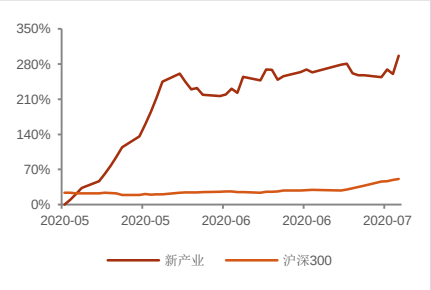
2020 年 07 月 10 日

曹旭特　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据	时间 2020.07.09
总市值/流通市值（亿元）	737.5/73.82
总股本（万股）	41,160.0
资产负债率（%）	7.69
每股净资产（元）	8.77
收盘价（元）	179.18
一年内最低价/最高价（元）	37.67/179.18

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

1、《医疗器械行业深度报告 高速增长依旧 技术与渠道定成败》 2020-05-21
2、《安图生物深度报告 技术与渠道能力并举》 2020-6-12

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 化学发光领域优质纯正标的 5
1.1 公司专注于免疫诊断业务 5
1.2 稳坐化学发光领域国内第一梯队 5
1.3 公司财务指标稳健 6
1.3.1 收入和利润增长持续增长 6
1.3.2 销售毛利率净利率领跑同侪 7
1.3.3 海外业务拓展提供重要业务支撑 8
1.4 治理结构稳定 8
2. 公司具备产品和终端覆盖的双重竞争力 9
2.1 内资企业化学发光极具成长空间 9
2.1.1 化学发光这个市场究竟有多大 9
2.1.2 国内企业仍有很大的进口替代空间 10
2.2 产品竞争力优秀 11
2.2.1 公司配套检测项目数量稳居行业前列 11
2.2.2 优势项目占据行业两个主流板块 11
2.2.3 公司发光仪器品类丰富 13
2.2.4 公司产品具备性价比优势 14
2.2.5 化学发光未来技术跟进前景明朗 14
2.3 终端医院覆盖仍有很大提升潜力 15
2.3.1 行业发展规律是先跑马圈地再逐步项目替代 15
2.3.2 公司在高等级医院的终端覆盖仍有很大潜力 16
2.3.3 公司销售模式具备更强的终端需求反馈能力 17
2.3.4 公司已经构建出全国影响力 18
2.4 化学发光业绩将继续稳定增长 19
3. 公司已跻身流水线高端玩家俱乐部 20
4. 公司具备研发基因 21
5. 盈利预测与估值 21
5.1 关键假设： 21
5.2 盈利预测： 22
5.3 风险提示 22

图表目录

图 1： 新产业发展沿革 5
图 2： 公司稳坐国内化学发光领域第一梯队 5
图 3： 新产业历年收入利润变化 6
图 4： 同业公司收入增速对比 7
图 5： 同业公司净利润增速对比 7
图 6： 疫情对公司业绩影响情况 7
图 7： 公司盈利和期间费用率保持稳定 8
图 8： 公司综合毛利率水平领先同侪 8
图 9： 公司海外业务占比演变情况 8
图 10： 新产业及同业公司海外业务扩展情况 8

图 11： 新产业公司股权机构 9
图 12： 我国体外诊断市场规模 10
图 13： 我国医疗卫生费用整体增速 10
图 14： 当前我国化学发光领域竞争格局 10
图 15： 化学发光检测项目占比情况 11
图 16： 公司各类化学发光项目收入占比情况 12
图 17： 化学发光检验试剂开发步骤示意图 15
图 18： 新产业及同业公司已投放化学发光仪情况 16
图 19： 新产业及同业公司已投放设备构成 16
图 20： 公司化学发光设备终端覆盖情况 17
图 21： 新产业及同业公司收入地域分布 18
图 22： 新产业免疫诊断收入及增速 19
图 23： 公司生化免疫流水线产品概况 20
图 24： 公司研发投入持续高速增长 21

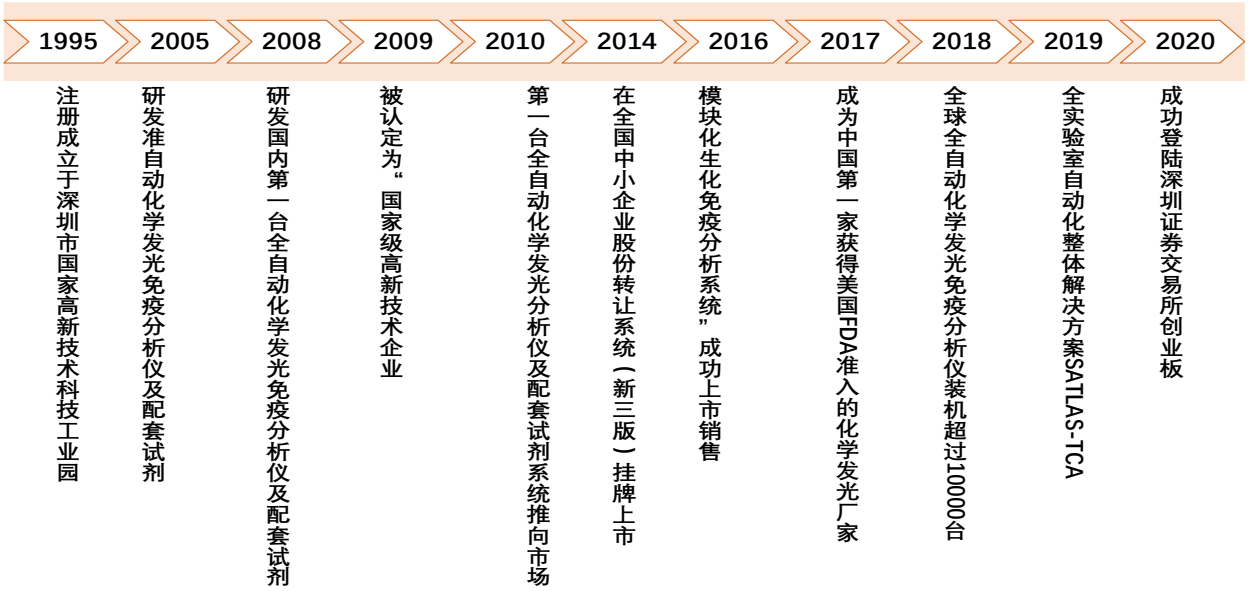
表 1： 公司化学发光检测项目数量领跑行业 11
表 2： 外资及国内领先企业化学发光主要项目情况 12
表 3： 新产业化学发光仪器机型 13
表 4： 国内外化学发光主要企业技术平台及仪器性能情况 13
表 5： 化学发光不同技术平台优劣对比 14
表 6： 内资企业进口替代策略 15
表 7： 新产业及同业公司经销商和终端医院情况 16
表 8： 化学发光企业销售方式对比 18
表 9： 公司收入预测 19
表 10： 新产业盈利预测 22
表 11： 公司盈利预测表 23

1. 化学发光领域优质纯正标的

1.1 公司专注于免疫诊断业务

新产业成立于 1995 年，成立以来即专注于免疫分析仪器及试剂的研发、生产及销售。2005 年，公司成功研发出准自动化学发光免疫分析仪及配套系列试剂，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全自动化学发光免疫分析仪器及系列配套试剂，并于 2010 年实现产业化。目前，公司已经全面掌握了纳米免疫磁性微球的制备、全自动化学发光免疫分析仪器的研发与生产、全自动化学发光免疫分析试剂的研发与生产等关键技术。

图1：新产业发展沿革

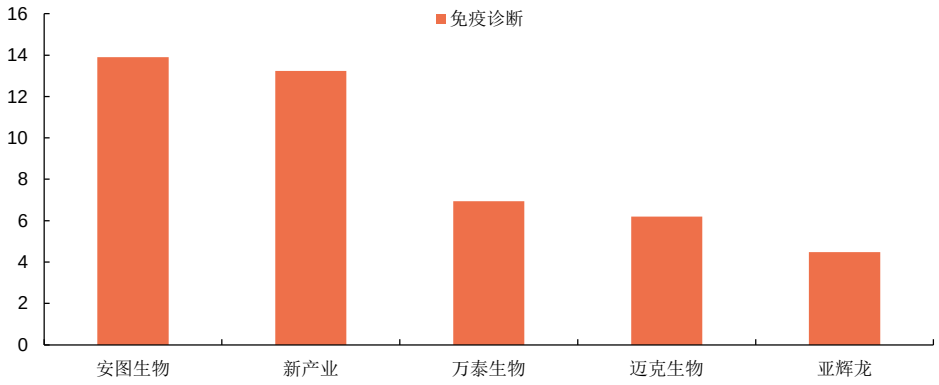


资料来源：公司官网,申港证券研究所

1.2 稳坐化学发光领域国内第一梯队

2019 年，新产业营业总收入 16.8 亿元，免疫诊断试剂收入 13.24 亿元，稳坐国内免疫诊断业务第一梯队。目前化学发光第二梯队相关企业的收入规模与公司仍有较大距离，2019 年万泰生物免疫诊断收入 6.9 亿（其中化学发光 2.28 亿）、迈克生物免疫诊断收入 4.7 亿、亚辉龙免疫诊断收入 4.4 亿（其中化学发光 3.2 亿）。

图2：公司稳坐国内化学发光领域第一梯队



资料来源：各公司公告,行业调研，申港证券研究所

1.3 公司财务指标稳健

1.3.1 收入和利润增长持续增长

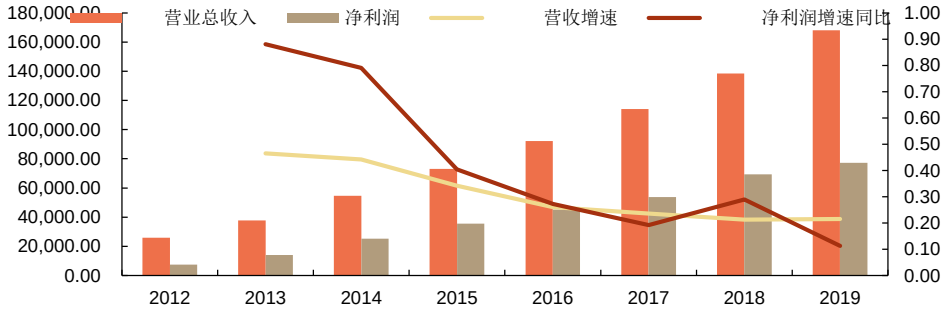
2019 年公司完成总营业收入 16.8 亿元，同比增长 22%，2012~2019 年复合增速 31%。自 2014 年以来，公司营业收入增速开始缓慢下滑，目前稳定在 20%左右，略低于行业同侪。我们认为主要由以下几个原因造成：

- 公司作为国内化学发光领域的先驱，已投放存量设备数量业内最高，且营收贡献能力弱的中小型机占比较高，高基数一定程度上影响了增速，这也是 2015 年前后行业整体增速有所趋缓的主要原因（公司 2016 年存量设备已达 4000 台，随后新增投放缓慢下降）。
- 公司 2014 年登录新三板，随后即开始转板创业板的筹备，转板筹备期间公司销售策略偏保守，影响了整体增速。
- 公司销售模式中没有设置区域总代，可能一定程度上对产品推广速度有所影响。

公司历史报表利润波动较大，特别是 2015 年公司实施员工股权激励，执行股份支付确认管理费用 10,590 万元，我们将这一因素剔除后再对历史业绩进行分析。

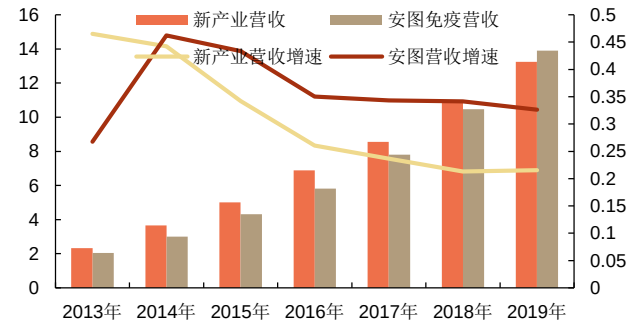
2014~2016 年公司净利润增速出现较大幅下滑，主要是由于前期业务基数较低，这一点与行业整体规律一致。2019 年公司完成净利润 7.7 亿元，同比增长 11%，2017~2019 年复合增速 19.8%。2019 年净利润增速下滑的主要原因是当年毛利率偏低的发光仪器销售增长较快，同时公司 2019 年销售和研发团队规模扩张带来销售和管理费用增加。

图3：新产业历年收入利润变化



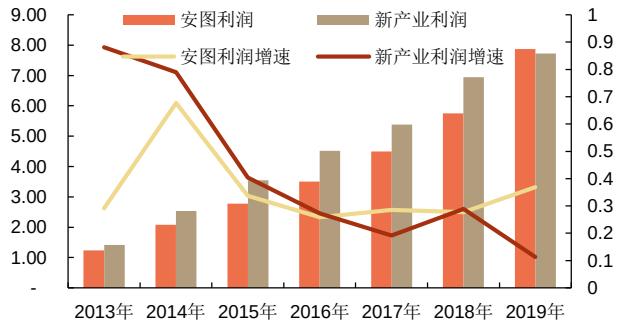
资料来源：公司公告,申港证券研究所

图4：同业公司收入增速对比



资料来源：各公司公告，申港证券研究所

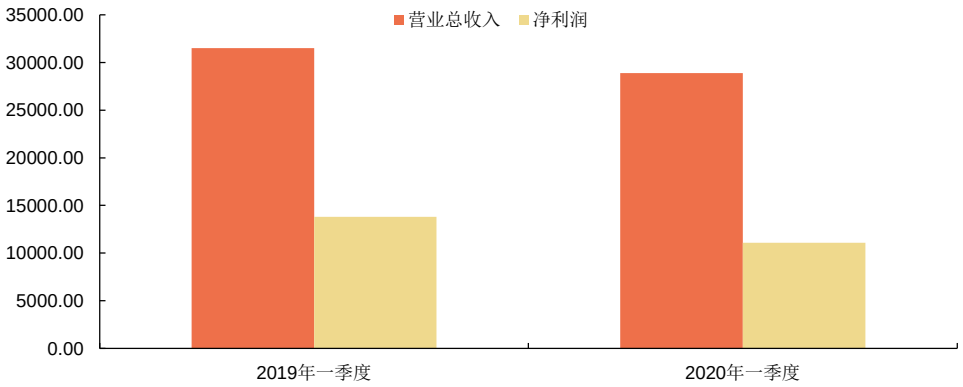
图5：同业公司净利润增速对比



资料来源：各公司公告，申港证券研究所

受新冠疫情影响，2020 年一季度公司完成营业收入 2.88 亿，同比下降 8.4%；实现净利润 1.1 亿，同比下降 19.8%。受益于国内疫情逐渐控制以及新冠试剂的海外销售，公司预计 2020 年上半年营业收入 9.05~9.89 亿元，同比增长 22.26%至 33.61%，实现归属于母公司股东的净利润 3.95~4.32 亿元，同比增长 16.67%至 27.35%。

图6：疫情对公司业绩影响情况



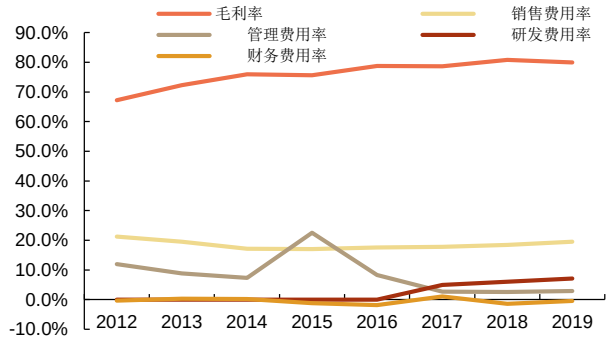
资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.3.2 销售毛利率净利率领跑同侪

公司营利能力领先同侪。2019 年公司综合毛利率 80%，且保持基本稳定。公司相

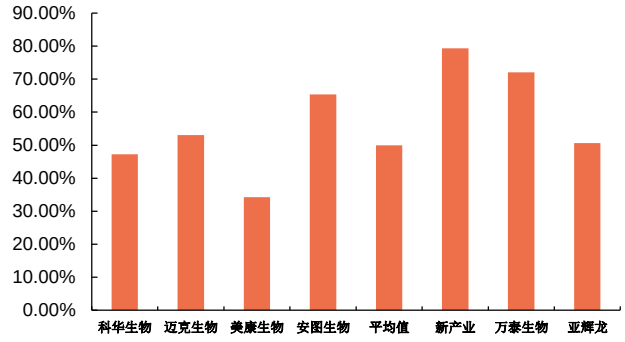
关期间费用率基本保持稳定，2019 年销售费用率 19.5%、管理费用率 3%、研发费用率 7.1%、财务费用率-0.4%。公司综合毛利率水平领先行业同侪，主要原因是公司主营业务几乎全部是毛利率水平较高的化学发光。

图7：公司盈利和期间费用率保持稳定



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

图8：公司综合毛利率水平领先同侪

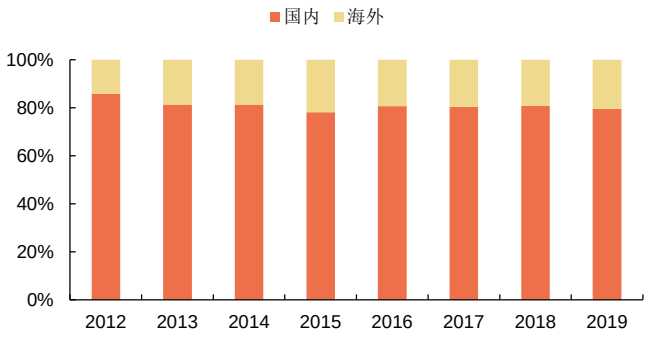


资料来源：招股说明书，申港证券研究所

1.3.3 海外业务拓展提供重要业务支撑

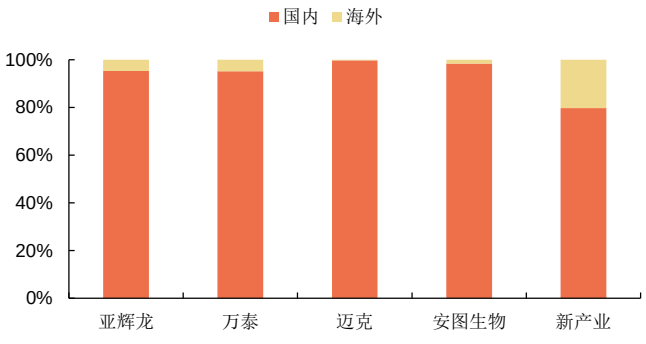
公司产品以内销为主，但近年来海外业务快速发展。2019 年度外销占比达 20.39%，高于体外诊断行业同侪，是外向型特征比较明显的企业。2018 年公司海外配套试剂销售收入已经超过仪器销售，显示公司在海外投放的存量设备已经逐步具备持续收入贡献能力。目前，公司国内设备的单机产出在 17 万左右，海外设备的单机产出在 5 万左右。

图9：公司海外业务占比演变情况



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图10：新产业及同业公司海外业务扩展情况



资料来源：公司公告，申港证券研究所

2020 年 3 月份开始，全球疫情形式逐步严峻，受益于新冠病毒检测试剂在海外的持续推广，公司上半年整体业绩完成度大幅好于此前的预期。我们认为，在国内化学发光市场余量市场空间日益紧缩的背景下，公司持续的海外布局，将为业务版图的扩张提供坚实支撑。

1.4 治理结构稳定

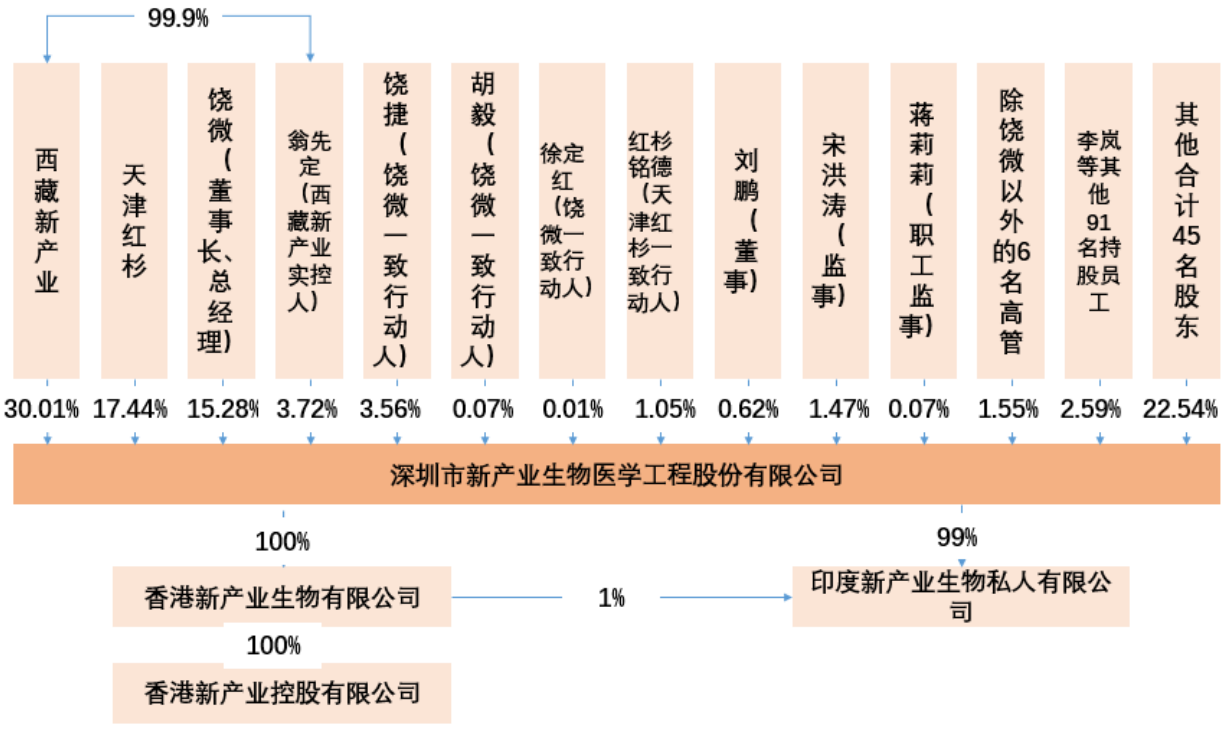
西藏新产业为公司控股股东，持股比例为 30.01%。法定代表人翁先定先生曾任国家计委财政金融司副处长、财金司证券处处长、国家证券监督管理委员会首任驻深

圳特派员。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。

公司管理核心是化学发光领域资深专家。饶微先生现任公司总经理，饶先生创新性的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，并带领团队研发出全自动化学发光免疫分析仪器。

公司员工激励充分。公司 2015 年第一次临时股东大会审议通过了公司员工持股计划，激励对象包括主管及以上中层管理人员、以及其他员工，初始设立时，共有 458 名员工参与认购员工持股计划。公司上市后随即发布了规模 608 万股的限制性股票激励计划，涉及总人数共计 414 人，占公司员工总人数（截至 2019 年 12 月 31 日公司总人数为 1760 人）的 23.52%。

图11：新产业公司股权机构



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

2. 公司具备产品和终端覆盖的双重竞争力

2.1 内资企业化学发光极具成长空间

2.1.1 化学发光这个市场究竟有多大

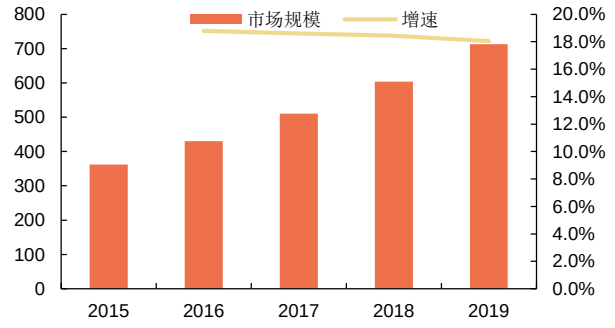
化学发光市场规模仍在高速增长中。对于化学发光领域的市场空间，目前尚未获取比较权威的数据。作为体外诊断的核心分支免疫诊断的最主要组成部分，我们也可以一窥这个赛道的增长潜力。

根据《中国医疗器械产业蓝皮书》披露的数据，2019 年我国 IVD 市场规模达到 604 亿元，同比增长 18.4%。根据 Allied Market Research 预测，国内体外诊断市场

规模最近三年增速接近 20%，预计未来仍将继续增长。

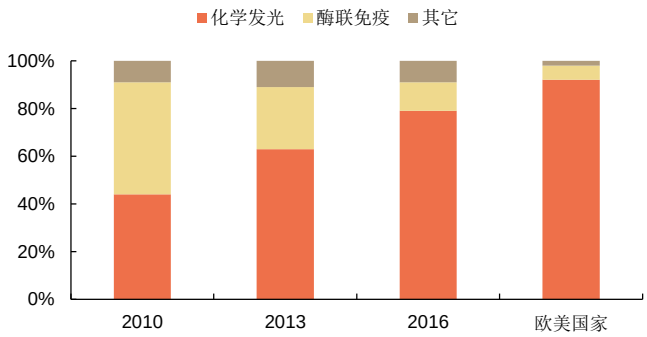
各细分领域中，以免疫诊断、分子诊断和生化诊断的市场规模最大，分别占 IVD 市场总体量的 38%、20%和 19%。化学发光是免疫诊断中的主流，凭借其灵敏度高、特异性好、自动化程度高、精密度好、准确率高等优势，快速实现了对酶联免疫等方法学的替代。我国化学发光也已经基本在高端市场普及，据 Medii Research 预测，2025 年中国化学发光市场份额将超 90%。

图12：我国体外诊断市场规模



资料来源：医疗器械产业蓝皮书,前瞻产业研究院，申港证券研究所

图13：我国医疗卫生费用整体增速



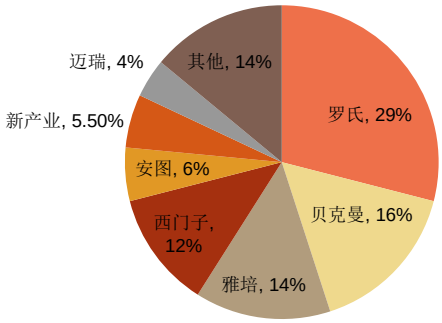
资料来源：McEvoy&Farmer,申港证券研究所

2.1.2 国内企业仍有很大的进口替代空间

除了化学发光自身持续保持快速增长，对于国内企业来说，更大的空间和逻辑来自进口替代。主要原因来自：

首先，国内化学发光市场份额的绝对主导仍是国际巨头。目前国内龙头企业第一梯队的有新产业、安图生物、迈瑞医疗，第二梯队的有迈克生物、亚辉龙。根据立鼎产业研究院发布的《2020 版中国化学发光行业市场趋势研究报告》中的数据，当前国内企业占整个化学发光市场的份额约为 30%左右，国际巨头仍占绝对主导地位。

图14：当前我国化学发光领域竞争格局



资料来源：立鼎产业研究院,申港证券研究所

其次，在部分领域国产企业产品性能已与国外接近。在传染病、肿瘤标志物等一些

领域，国产企业的化学发光从仪器稳定性到试剂检测准确度、CV 变异值等，都已经与外企的产品越来越接近。这就从根本上提供了进口替代的可能性。

第三，国产发光试剂相比进口产品具有明显的价格优势。在收费端化学发光检测医保价格标准既定的前提下，更低的试剂成本显然对于各级医疗卫生机构都具有极大的吸引力。

2.2 产品竞争力优秀

与生化试剂开放式系统不同，化学发光是封闭式系统，要求仪器和试剂必须配套研发生产，只有这样才能保障检验结果的稳定性和可追溯性。因而，医院终端在考量化学发光厂家时，最关键的要素主要有两个，一个是配套检查项目的多寡和检测结果稳定性，一个是检验仪器设备的性能水平和投放数量。在上述两个关键要素中，公司的产品都具有很强的竞争力。

2.2.1 公司配套检测项目数量稳居行业前列

公司拥有国内最全的化学发光免疫诊断试剂项目菜单。公司已研制出 150 余种全自动化学发光免疫分析试剂，涵盖甲状腺、性腺、肿瘤标志物、心血管及心肌标志物、糖代谢、骨代谢、肝纤维化、肾功能、传染病、优生优育、产前筛查、炎症监测、药物监测、EB 病毒、贫血等检测项目，其中 122 种试剂已取得产品注册证书，品类覆盖全面，在国内外同业企业中稳居前列。

表1：公司化学发光检测项目数量领跑行业

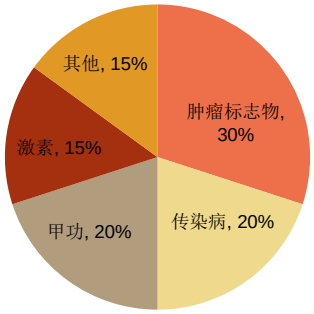
	新产业	安图生物	迈瑞	亚辉龙	万泰	迈克生物	西门子	罗氏	贝克曼	雅培
合计	122	104	77	74	79	69	100	89	55	47
传染病	8	13	10	8	26	19	14	15	——	8
肿瘤标志物	19	14	17	——	18	17	10	12	8	——
甲功	11	9	10	——	9	9	9	10	9	8
激素	18	13	13	10	9	11	15	15	14	9
主流项目合计	56	49	50	18	62	56	48	52	31	25
其他	66	55	27	56	17	13	52	37	24	22

资料来源：各公司官网,各公司年报,申港证券研究所 注：数据来源于各公司官网及披露年报，与实际最新数值可能略有差异

2.2.2 优势项目占据行业两个主流板块

当前化学发光行业主流项目占据绝对份额，且主要被外资占据。化学发光的几个主流试剂项目，传染病、肿瘤标志物、甲功、激素，合计占约 80%以上的市场份额。但在占绝大多数市场份额的四个主流项目中，国际巨头发光产品检验结果的稳定性要更高。而这是医院终端衡量化学发光产品技术水平的最核心要素。因而，外资“四大家族”凭借优秀的检验结果稳定性，牢牢占据了化学发光的主要检测项目。各巨头都各自在某一个领域建立了行业的“金标准”，罗氏的强势项目为肿瘤，雅培的传染病项目认可度较高，而西门子和贝克曼分别在激素、甲功建立了优势。

图15：化学发光检测项目占比情况



资料来源：行业调研,申港证券研究所

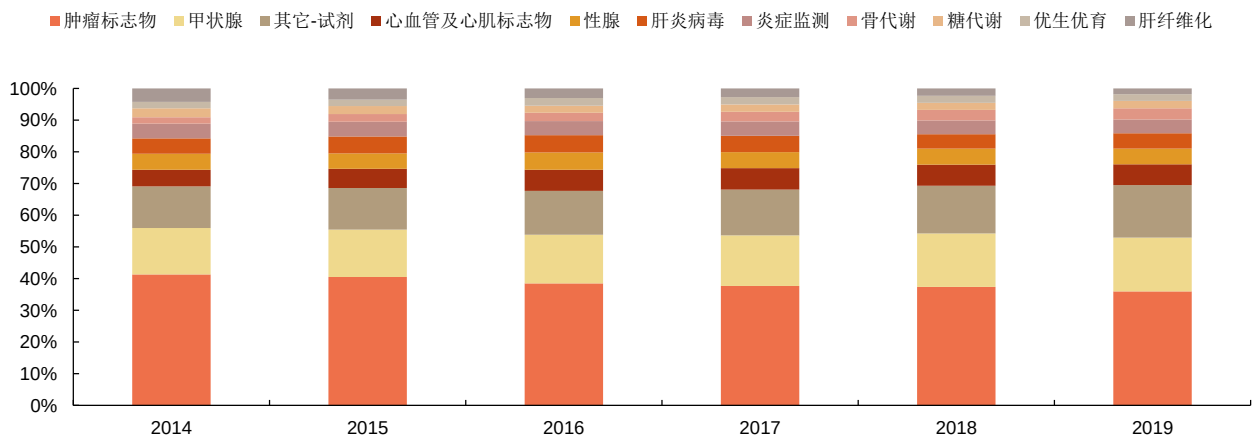
表2：外资及国内领先企业化学发光主要项目情况

企业	主要项目
罗氏	肿瘤项目
雅培	传染病项目
贝克曼	甲状腺功能项目
西门子	各类激素项目
安图生物	特殊项目、传染病
新产业	特殊项目、肿瘤标志物、甲功
迈瑞	特殊项目、传染病、肿瘤标志物
万泰生物	特殊项目、传染病、自体免疫

资料来源：行业调研,申港证券研究所

公司的优项目主要是肿瘤标志物和甲状腺功能检测，且保持基本稳定。2019 年这两类项目的试剂销售收入占总试剂销售收入的 52.9%。除此之外，公司特色检测项目 AMH（抗缪勒氏管激素）、G17（胃泌素-17）、HIV（人类免疫缺陷病毒抗原和抗体）、梅毒（梅毒螺旋体抗体）在大型医疗机构具备一定竞争力。

图16：公司各类化学发光项目收入占比情况



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

2.2.3 公司发光仪器品类丰富

公司发光仪产品线是业内最丰富的，可以充分满足各层次客户需求。公司目前主要有 8 款化学发光仪产品，覆盖了 120~600 各个频段的样本测试速度。使得公司产品能够适应从一级医院到三级医院的各类型医疗机构需求，具备了行业内少有的全方位覆盖能力。

MAGLUMI X8 是公司最高端的机型，其测速达到 600 测试/小时，是目前市场上测速最高的化学发光仪器之一，并可与同型号仪器、生化仪组合以及电解质分析仪组合互联，是面向中大型医疗机构的重点机型，预计 2020 年可实现销售 300 台左右。

MAGLUMI 800 是公司的主力小型机，占公司存量投放设备的 40%左右。目前公司在 X8 系列下正在开发相应的小型机，未来将替代 MAGLUMI 800 成为主力小型机产品，测速为 200T/H，预计 2021 年可以上市。

MAGLUMI 4000 Plus 是公司首款兼备较高测速、较大样本量以及同型号仪器或生化仪级联组合功能的仪器，主要面向二级及以上医疗机构，推出以来市场反应较好，各年销量均较高，目前占到公司发光仪器销量的 20%左右。

表3：新产业化学发光仪器机型

产品名称	测试速度	第一结果时间	是否支持互联	样本位	独立供电冷藏	试剂位
MAGLUMI X8	600 个/小时	15 分钟	可与同型号仪器、生化仪、电解质分析仪组合互联	300	试剂仓和样本仓	42
MAGLUMI 4000 Plus	280 个/小时	16 分钟	可与同型号仪器、生化仪组合互联	144	试剂仓和样本仓	25
MAGLUMI 4000	280 个/小时	15 分钟		144	试剂仓和样本仓	25
MAGLUMI 2000Plus	180 个/小时	17 分钟		144	试剂仓和样本仓	25
MAGLUMI 2000	180 个/小时	17 分钟		144	试剂仓	15
MAGLUMI 1000	120 个/小时	17 分钟		144	试剂仓	15
MAGLUMI 800	180 个/小时	17 分钟		40	试剂仓和样本仓	9
MAGLUMI 600（国外专供）	180 个/小时	17 分钟		16	试剂仓和样本仓	4

资料来源：公司官网，申港证券研究所

在涉及产品主要性能的单机测试速度、样本位、试剂位等方面，公司的主打产品已不逊于国际巨头。

表4：国内外化学发光主要企业技术平台及仪器性能情况

公司名	技术平台	包被技术	发光底物	高端机型检测速度	模块化检测速度	试剂通道数	自动化程度
罗氏	电化学发光	磁微粒	三联吡啶钌	340	1200/4 模块	48	全自动/模块化
雅培	直接化学发光	磁微粒	吖啶酯	200	800/4 模块	47	全自动/模块化
贝克曼	酶促化学发光	磁微粒	AMPPD	400	——	50	全自动/模块化
西门子	直接化学发光	磁微粒	吖啶酯	240	——	30	全自动/单机
新产业	直接化学发光	磁微粒	ABEI	600	2400/4 模块	42	全自动/模块化
迈克生物	直接化学发光	磁微粒	吖啶酯	300	1200/4 模块	30	全自动/模块化

安图生物	酶促化学发光	磁微粒	鲁米诺	200	800/4 模块	24	全自动/模块化
迈瑞医疗	酶促化学发光	磁微粒	AMPPD	480	960/2 模块	25	全自动/模块化
亚辉龙	直接化学发光	磁微粒	吖啶酯	300	600/2 模块	30	全自动/模块化

资料来源：各公司官网,各公司年报,,《临床检验装备大全 第二卷 仪器与设备》,申港证券研究所

技术原理上，公司化学发光技术平台与国际主流并无优劣之分。新产业的发光仪器目前主要是基于直接化学发光法进行开发，外资企业中的索林、雅培以及西门子的部分产品也采用的是这一平台，综合来看，主流的发光技术平台各有优缺点，不能说技术谁优谁劣。

表5：化学发光不同技术平台优劣对比

	直接发光		间接发光		电化学发光
标记物	异鲁米诺	吖啶酯	辣根过氧化酶	碱性磷酸酶	三联吡啶钌
底物	含过氧化氢的强碱溶液		鲁米诺及其衍生物	AMPDD	三丙胺
最大波长	425nm	430nm	425nm	470nm	620nm
优点	发光过程 3 秒内完成	发光体系简单、快速、5 秒内完成发光，不需要催化剂	酶的灵敏度高、稳定性较好		稳定，在电解池中反复使用，稳定性好
缺电	异鲁米诺在缓冲液中不稳定，容易水解	呀定制在缓冲液中不稳定，容易水解	激发时间较长造成速度相对较慢标记过程中可能遮掩抗体反应位点		同一个电解池反复使用后可能会产生污染，影响结果
主要厂家	索林、新产业	雅培、西门子	安图、迈克、科美	丹纳赫、西门子、迈瑞	罗氏、普门

资料来源：小桔灯网,申港证券研究所

2.2.4 公司产品具备性价比优势

与部分国际知名诊断企业将仪器外包给专业公司生产不同的是，公司全自动化学发光免疫分析仪器的大部分部件为自主研发。同时公司具备纳米免疫磁性微球的自产能力，使得公司产品具备一定的成本优势。也使公司在面对终端用户的产品反馈时，具备更快更精准的反应能力。根据我们的行业调研，公司化学发光配套试剂的医院终端销售价格，平均只有进口品牌的 7 成左右。

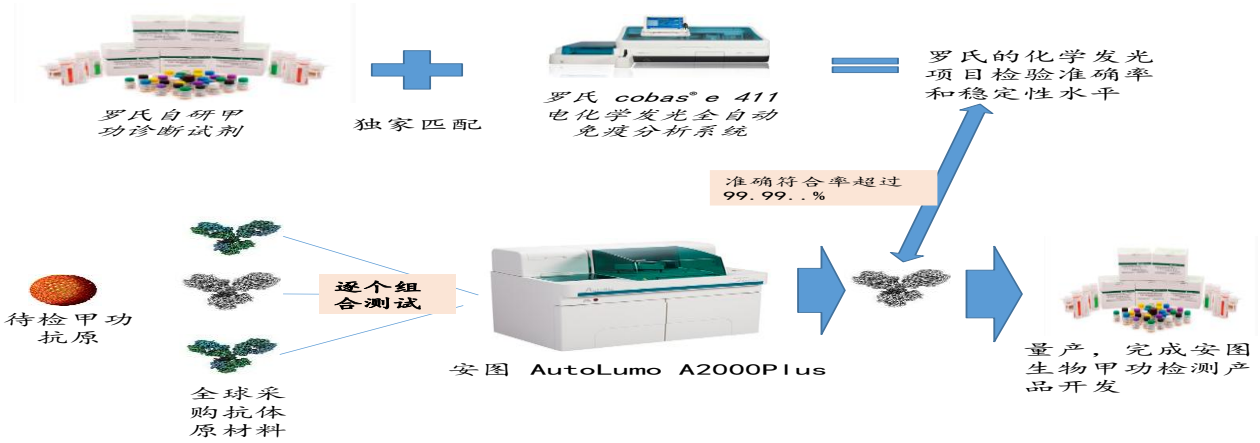
2.2.5 化学发光未来技术跟进前景明朗

全球供应链和自动化产品的普及，将加速公司产品检测结果稳定性向国际巨头的跟进。前面已经提到，目前在医院终端，衡量化学发光产品质量好坏的核心标准是检验结果的稳定性。影响产品检验结果稳定性的主要因素有两个，一个原材料的供给能力，一个是技术对标和验证能力。

- 全**球化采购加速企业原材料库搭建和项目开发能力。**由于除传染病以外的化学发光项目均没有全国统一的检验结果标定方式。长期以来，国内化学发光企业进行检验试剂开发的一般步骤，是在国际市场上大量采购抗体原材料，然后在自产仪器上一项项的进行抗原抗体匹配检测，并通过计算检验准确率与对标企业同类项目的接近程度，遴选出准确率接近程度最高的抗体，予以量产。实现了一个抗原抗体组合的量产，即意味着与企业自产仪器相匹配的一个新的检测项目完成开发。

我们有理由相信，随着全球供应链带来的持续原材料供给和公司的长期实验积累，公司的抗体库将日益丰富，公司自研检验项目的丰富度和准确性都将持续提高。

图17：化学发光检验试剂开发步骤示意图



资料来源：申港证券研究所

- **自动化检验设备提升技术对标和验证效率。**通过前述对检验项目开发过程的阐述不难发现，企业能够又快又好的从巨量的抗体库中筛选出合适的匹配组合，对于企业未来产品检测稳定性和种类数量的提升都至关重要。在自动化化学检验设备出现之前，这一筛选过程依赖于重复的人工操作，效率缓慢不说，准确性也难以保证。**随着性能更加优越的自动化仪器不断出现，未来公司产品设计开发速度将大大加快。**

2.3 终端医院覆盖仍有很大提升潜力

2.3.1 行业发展规律是先跑马圈地再逐步项目替代

我们认为，化学发光企业的高速增长驱动因素有明显的阶段特征，当前阶段来源于装机量的跑马圈地，未来阶段来源于更多检验项目的国产替代。

- **特色小项目做敲门砖先实现装机，逐步主流项目替代，是国内企业进口替代的现行策略。**由于主流检测项目目前主要为“罗雅贝西”占据，国内企业在实现进口项目替代时，主要是先通过部分小项目上的优势，实现在终端医院的设备投放。在此基础上，医院逐步在已投放的国产设备上进行新项目测试，只有当某个检查项目的稳定性达到临床要求时，叠加国产试剂的成本优势，才有可能实现国产替代。

表6：内资企业进口替代策略

需求名称	三级医院	二级医院	一级医院
准确性要求	高	中等	低
自动化要求	高	较高	一般
配置率	100%	95%	6%
一般配置情况	1-2 台国产（小项目）+5 台外资（对应优势项目）	1 台国产（小项目、传染病、肿瘤）+1 台外资（甲功、激素）	1 台国产（主要做传染病）

国产竞争策略	依靠项目补充性挤进医院，再逐步渗透进主流项目	依靠项目齐全性和性价比优势占领医院，再逐步提高主流项目的渗透率	依靠性价比、渠道优势

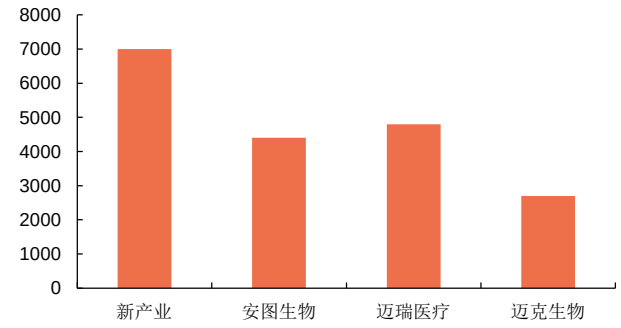
资料来源：行业调研,申港证券研究所

- **现阶段化学发光企业处在靠投放设备跑马圈地的阶段，检测项目的丰富度仍有很大提升空间。**当前国内化学发光企业在医院终端投放的化学发光设备，远未达到饱和运转的状态。根据我们的行业调研，公司国内已实现投放的设备的单机产出约为 17 万左右，由于仪器品类有所不同，同业安图生物已投放设备的单机产出约为 30 万左右，我们预计未来国产化学发光企业平均单机产出可达到 40~50 万/年。

- 因而，国内企业不断进行装机量的角逐，更多的是在为未来即将发生的检测项目上的进口替代圈定“地盘”。

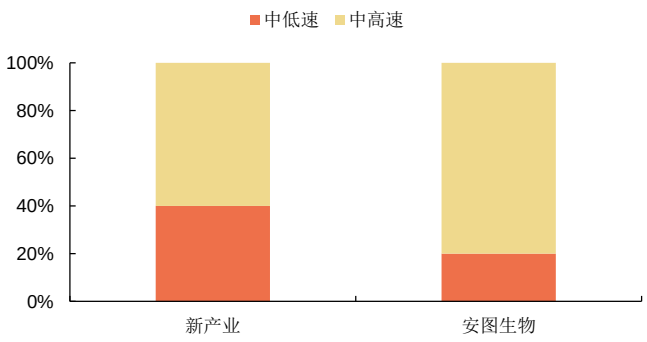
公司已投放存量设备领跑行业，将率先实现营收驱动因素的切换，即已投放存量仪器的结构调整和检测项目的进一步国产替代。目前公司在全国的发光仪器投放量约为 7000 台，远超行业同侪，但公司存量设备中中低速仪器的占比也较高。中低速设备的单机产出增长空间较小，公司 MAGLUMI 4000 Plus、MAGLUMI X8 两款仪器都是中高速仪器中的优秀产品，未来这两款仪器在高等级医院的迅速放量将具备重要的战略意义。

图18：新产业及同业公司已投放化学发光仪情况



资料来源：行业调研，申港证券研究所

图19：新产业及同业公司已投放设备构成



资料来源：行业调研，申港证券研究所

2.3.2 公司在高等级医院的终端覆盖仍有很大潜力

公司经销商和终端医院数量稳居第一梯队。经销商与终端覆盖方面，新产业在同样以化学发光为主要业务的同类企业中，经销商数量稳居国内第一梯队。2019 年底，公司经销商数量为 2000 家，覆盖终端医疗机构超过 5850 家，低于生化业务比重很高的迈瑞医疗和迈克生物，高于安图生物、亚辉龙、透景生命等。尤其对二级以下医院的覆盖水平，公司具有较大的领先优势。

表7：新产业及同业公司经销商和终端医院情况

	迈瑞	迈克	新产业	安图	亚辉龙	透景
经销商数量	——	1700	2000	1662	500	400

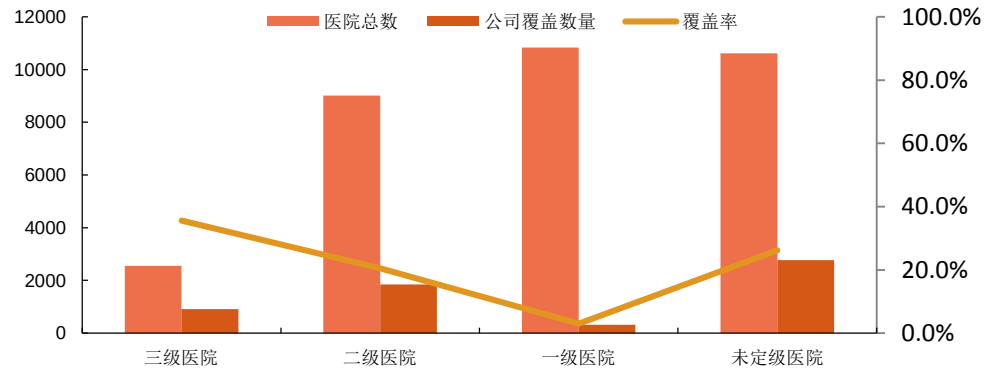
	迈瑞	迈克	新产业	安图	亚辉龙	透景
终端数量	全球 110000+	6500	5850	5600	2188	900
其中三级医院	2600 以上	1000	907	1608	795	519
二级及以下医院覆盖	几乎全覆盖	5500	4943	3992	1393	381

资料来源：各公司公告,申港证券研究所

借助于在部分主流项目上的性价比优势，以及领先行业的发光仪器产品线丰富度，公司具备了各等级医院的全面覆盖能力，未来在高等级医院覆盖方面仍有很大潜力。

- 三级医院覆盖率空间依然很大。公司产品已经覆盖三级医院 907 家，仅占全国三级医院的 35.6%，低于安图生物的 60%，随着公司 X8 发光仪的逐步放量，三级医院覆盖有望加速。
- 二级及以下医院覆盖率有望进一步提升。公司产品已覆盖全国二级医院 1848 家，仅占全国二级医院的 20.5%。公司二级医院的覆盖率低与公司的仪器以销售而非投放为主有关，由于经销商承担了仪器成本，因此会更倾向于将仪器铺设到试剂消耗量更大的终端。上市后公司会加大对二级医院的推广力度，后续二级医院覆盖率应会有所体现。
- 覆盖一级医院 320 家，占全国一级医院的百分之一，这主要和化学发光仪在一级医院配置率不高有关
- 覆盖未定级医院 2775 家，占全国未定级医院的 26.1%。未定级医院客户分类较多，包括计生系统、基层医院、民营医疗机构、ICL 等

图20：公司化学发光设备终端覆盖情况



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

2.3.3 公司销售模式具备更强的终端需求反馈能力

目前国内主流的化学发光企业，其销售模式各有不同，迈瑞医疗采取了精细化招商模式，新产业采取了天然两票制模式，安图生物采取了总代模式。

- 精细化招商模式的特征是要求代理商和经销商将自身的终端客户资源与厂家完全共享，这种模式下厂家与医院终端的衔接会非常紧密，产品推广的速度也会很快，医院终端的需求和价格的传导会很及时。但对于企业对价能力和销售团队的规模有较高要求。

- 总代模式一般是在一个省级区域设置一个区域总代，公司在与总代完成产品和款项的交接后，由总代利用其固有的分销商体系实现产品推送和消化。这种模式的优点是经销商管理难度低，企业与经销商共同成长，能够建立稳固的合作关系。缺点是由于公司与医院终端的结合度略松散，在终端需求和价格信息的传导上存在一定时间成本。

- 新产业采取的天然两票制模式，即是没有区域总代的概念，由公司直接对接各级经销商，公司的销售和产品团队与经销商一道进行终端渠道的开发和维护。这种模式的优点是在前期产品市场知名度不高的情况下，比较容易快速打开市场，缺点是渠道管理难度大，容易出现经销商之间的恶意竞争。

经过公司几十年的行业耕耘，目前新产业不论在品牌知名度还是覆盖率方面均有了相当的积累，天然两票制模式在更强的需求反馈优势正在逐步凸显。我们认为，这种模式对公司产品技术进步和迭代将更有裨益。

表8：化学发光企业销售方式对比

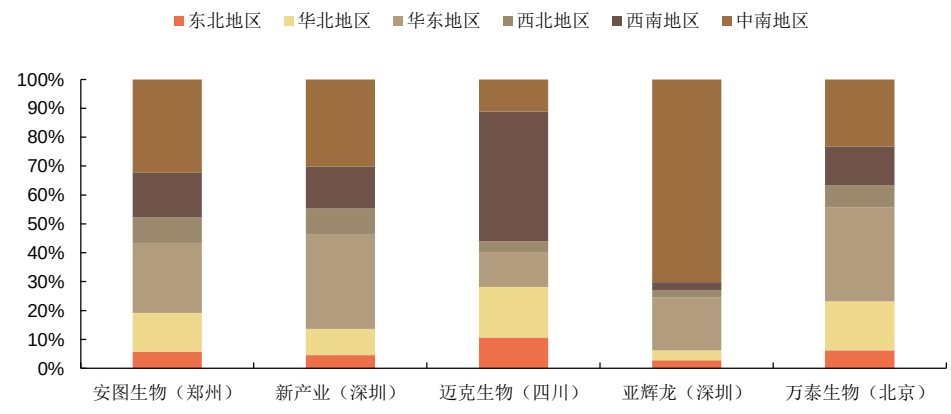
企业名称	销售模式	一级经销商	优势	劣势
迈瑞	精细化招商	/	终端掌控能力强，对企业对价能力要求高	对销售团队的规模要求高
新产业	“天然两票制”	无	前期产品市场知名度不高的情况下，比较容易快速打开市场	渠道管理难度大，容易出现恶意竞争
安图	总代模式	有	经销商管理难度低，企业与经销商共同成长，能够建立稳固的合作关系；企业市场控制力强	信息传导速度略慢、终端结合能力略弱

资料来源：行业调研，申港证券研究所

2.3.4 公司已经构建出全国影响力

借助覆盖全国的经销商和销售人员团队，公司突破了区域性企业的固有限制，构建起了全国范围的影响力。作为一家坐落在深圳的企业，其全国营收构成中，中南地区、华东地区、西南地区贡献了公司业务的绝大部分，表现出了良好的全国性渠道开拓能力。

图21：新产业及同业公司收入地域分布

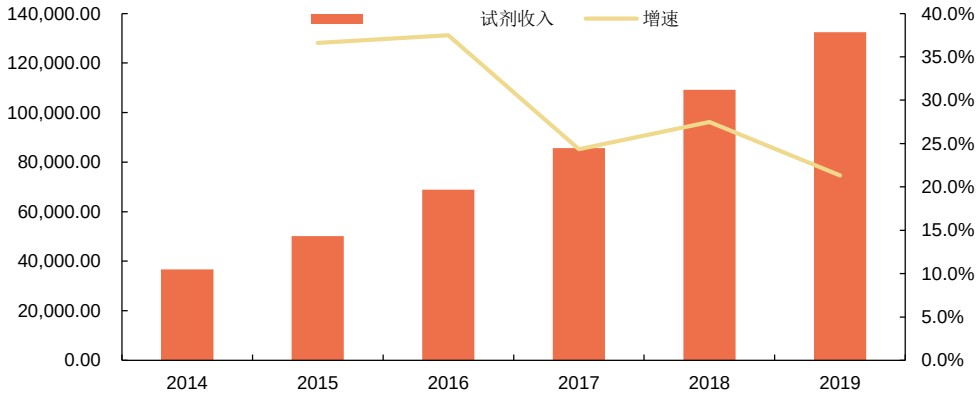


资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.4 化学发光业绩将继续稳定增长

得益于公司在化学发光领域积累的先发优势，和领先同侪的丰富产品线，公司目前在国内的存量仪器约为 7000 台。近年来公司国内和海外仪器年投放规模较为稳定，试剂收入增速保持在 20%左右。

图22：新产业免疫诊断收入及增速



资料来源：公司公告,申港证券研究所

仪器装机方面，疫情进一步助推了公司化学发光仪器的国内装机，但对海外业务有一定负面影响。考虑到公司在国内存量发光仪器基数已经较大，我们预计 2020~2022 年国内发光仪器装机分别可实现 1300、1000、1000 台，平均单机价格 13.5 万元；国外发光仪器装机 1000、1500、1600 台，平均单价价格 8.5 万元。

配套试剂销售方面，随着公司发光检测项目逐步实现进口替代，我们预计 2020~2022 年国内存量设备平均单机产出为 16.1、17、18 万元/年；新冠试剂的国外上市助推了海外单机产出的提升，但未来疫情得到控制后，这一边际增量将不复存在，我们预计国外存量设备平均单机产出为 6、5、5.5 万元/年。

表9：公司收入预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国内仪器及配套软件收入						
国内新增合计	1056	845	1126	1300	1000	1000
国内存量设备	5029	5874	7000	8300	9300	10300
国内仪器收入	13406.1	12135.1	15174.3	17564.1	13510.8	13510.8
单机价格	12.7	14.4	13.5	13.5	13.5	13.5
毛利率	41.2%	47%	45.1%	43.7%	43.7%	43.7%
毛利	5520.8	5709.6	6846.2	7684.1	5910.8	5910.8
国内配套试剂收入						
收入	74497.3	94669.7	112574.4	133630	158100	185400
单机产出	14.8	16.1	16.1	16.1	17	18
毛利率	90.1%	90.4%	90.5%	90%	90%	90%
毛利	67122.1	85571.9	101857.3	120267.0	142290.0	166860.0
国外仪器及配套软件收入						

新增销量	925	1083	1436	1000	1500	1600
国外存量设备	3481	4564	6000	7000	8500	10100
海外仪器收入	10236.2	10564.6	12250.4	8530.9	12796.4	13649.5
单机价格	11.1	9.8	8.5	8.5	8.5	8.5
毛利率	32.5%	22%	13.3%	10.9%	10.9%	10.9%
毛利	3329.1	2329.2	1629.5	930.9	1396.4	1489.5
国外配套试剂收入						
收入	11133.8	14487.1	19864.8	42000	42500	55550
单机产出	3.2	3.2	3.3	6.0	5.0	5.5
毛利率	90.1%	90.4%	90.5%	90%	90%	90%
毛利	10031.6	13094.9	17973.7	37800	38250.0	49995
配件及其他收入						
收入	4,783.1	6,504.7	8,135.8	10,788.1	12,321.9	14,800.4
收入增速	22%	36%	25.1%	32.6%	14.2%	20.1%
毛利率	78.0%	78.6%	77.6%	77.6%	77.6%	77.6%
毛利	3,729.9	5,111.4	6,316.7	8,375.9	9,566.7	11,491
综合总收入						
公司总收入	114,056.5	138,361.1	167,999.8	212,513.1	239,229.1	282,910.7
总收入增速	23.6%	21.3%	21.4%	26.5%	12.6%	18.3%
综合毛利	92,762.2	115,887.0	139,517.5	175,057.9	197,413.9	235,746.3
综合毛利率		83.8%	83.0%	82.4%	82.5%	83.3%

资料来源：申港证券研究所

资料来源：公司公告，行业调研，申港证券研究所

3. 公司已跻身流水线高端玩家俱乐部

公司的模块化生化免疫分析系统 Biolumi8000 已于 2019 年取得医疗器械产品注册证，该仪器是国内率先将化学发光分析、生化分析、电解质分析集成在一起的模块化流水线系统。

TLA 流水线方面，公司通过整合日立优势生化仪器和赛默飞的流水线工艺，打造了自己的 SATLAS-TCA 流水线产品，该产品的主要技术指标已跻身行业主流梯队。目前该流水线尚未实现国内装机。

图23：公司生化免疫流水线产品概况



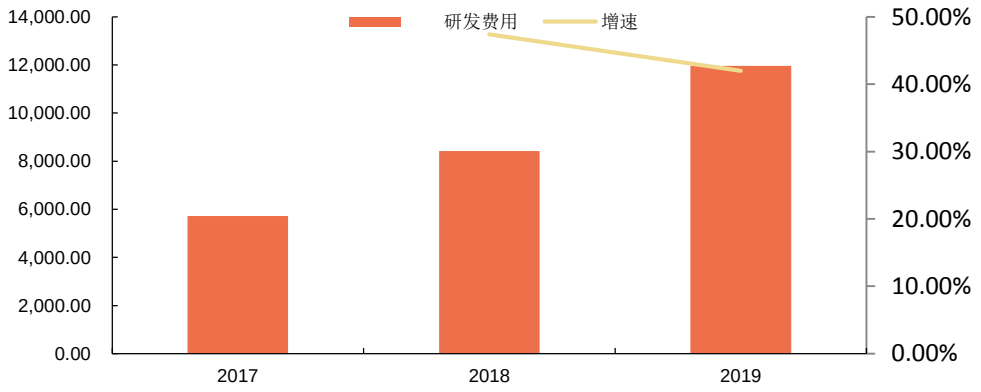
资料来源：公司官网，申港证券研究所

4. 公司具备研发基因

公司具备研发基因。公司董事长饶微先生是工学博士，在读期间就和导师一道完成了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的研制。公司在纳米复合磁性微珠、ABEI 发光物的合成、免疫分析技术结合等方面的技术基础，即是由饶微先生带领团队亲自奠定。领导人丰富的研究经验给公司带来了良好的研发基因。

研发投入力度不断加大。公司每年的研发投入都在快速增长，2019 研发支出为 1.2 亿元，同比增长 42%，近几年公司研发支出年增速均达 40%以上，远超同期公司营收和利润增速。

图24：公司研发投入持续高速增长



资料来源：公司公告，申港证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 关键假设：

1、仪器装机方面，疫情进一步助推了公司化学发光仪器的国内装机，但对海外业务有一定负面影响。考虑到公司在国内存量发光仪器基数已经较大，我们预计

2020~2022 年国内发光仪器装机分别可实现 1300、1000、1000 台，平均单机价格 13.5 万元；国外发光仪器装机 1000、1500、1600 台，平均单价价格 8.5 万元。

2、配套试剂销售方面，随着公司发光检测项目逐步实现进口替代，我们预计 2020~2022 年国内存量设备平均单机产出为 16.1、17、18 万元/年；新冠试剂的国外上市助推了海外单机产出的提升，但未来疫情得到控制后，这一边际增量将不复存在，我们预计国外存量设备平均单机产出为 6、5、5.5 万元/年。

5.2 盈利预测：

基于上述假设，我们预计 2020-2022 年，公司营业收入分别为 21 亿元、24 亿元和 28 亿元，归母净利润分别为 10 亿元、10.2 亿元和 11.6 亿元，对应 EPS 分别为 2.7 元、3 元、3.4 元。当前股价对应 PE 为 65、60、53。考虑公司主营业务卡位化学发光的高成长赛道，且已位居国内企业龙头地位，产品具备进口替代和海外竞争实力，我们看好公司未来长远发展，首次覆盖，给予增持评级。

表10：新产业盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1,383.61	1,681.59	2,125.13	2,392.29	2,829.11
主营收入增长率	21.31%	21.54%	26.38%	12.57%	18.26%
EBITDA（百万元）	880.56	1,042.58	1,232.07	1,335.02	1,523.38
EBITDA 增长率	20.32%	18.40%	18.17%	8.36%	14.11%
净利润（百万元）	694.00	772.61	1,014.00	1,096.41	1,252.98
净利润增长率	28.95%	11.33%	31.24%	8.13%	14.28%
ROE	29.33%	24.61%	24.42%	20.89%	19.27%
EPS（元）	1.874	2.086	2.738	2.96	3.383
P/E	95.63	85.9	65.45	60.53	52.97
P/B	28.05	21.14	15.98	12.64	10.21
EV/EBITDA	73.75	61.76	51.49	46.71	40.15

资料来源：申港证券研究所

5.3 风险提示

1）核心产品销售低于预期。公司的磁微粒化学发光相比进口产品仍有一定差距，同时随着国内其他企业陆续推出化学发光产品，公司面临的行业竞争可能加剧，导致公司核心产品磁微粒化学发光仪器投放不及预期。

2）公司海外业务已占据总营收 20%的比重，目前海外疫情局势仍未出现明显好转趋势，如无法持续改善，将对公司海外仪器销售带来影响。

3）公司销售模式对新产品推广速度有一定影响，转板期间保守的销售策略如不能及时调整，与行业同侪之间可能会逐渐拉开差距。

4）公司已销售存量设备中低速仪器占比较高，中高速仪器迭代如不能达预期，后续单机产出提升将缺乏空间。

表11：公司盈利预测表

利润表					单位百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1384	1682	2125	2392	2829
营业成本	265	337	375	418	472
营业税金及附加	8	8	10	11	13
营业费用	255	328	415	467	552
管理费用	35	50	58	68	79
研发费用	84	120	167	234	328
财务费用	-19	-7	-7	-2	4
资产减值损失	15	0	7	4	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	34	41	41	41	41
营业利润	808	899	1180	1275	1458
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	807	898	1179	1275	1457
所得税	113	126	165	179	204
净利润	694	773	1014	1096	1253
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	694	773	1014	1096	1253
EBITDA	881	1043	1232	1335	1523
EPS（元）	1.87	2.09	2.74	2.96	3.38

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	21.31%	21.54%	26.38%	12.57%	18.26%
营业利润增长	28.25%	11.28%	31.23%	8.12%	14.28%
归属于母公司净利润增长	28.95%	11.33%	31.24%	8.13%	14.28%
获利能力					
毛利率(%)	80.81%	79.96%	82.38%	82.52%	83.33%
净利率(%)	50.16%	45.95%	47.71%	45.83%	44.29%
总资产净利润(%)	26.28%	22.34%	21.75%	18.42%	16.93%
ROE(%)	29.33%	24.61%	24.42%	20.89%	19.27%
偿债能力					
资产负债率(%)	10%	9%	11%	12%	12%
流动比率					
速动比率					
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.55	0.52	0.45	0.42
应收账款周转率	7	8	8	8	8
应付账款周转率	19.26	28.81	33.36	30.88	32.53
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.87	2.09	2.74	2.96	3.38
每股净现金流(最新摊薄)	0.94	1.45	2.98	3.37	3.70
每股净资产(最新摊薄)	6.39	8.47	11.21	14.17	17.55
估值比率					
P/E	95.63	85.90	65.45	60.53	52.97
P/B	28.05	21.14	15.98	12.64	10.21
EV/EBITDA	73.75	61.76	51.49	46.71	40.15

资产负债表					单位百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1866.6	2484.9	3703.3	5026.4	6505.1
货币资金	1431.4	1980.0	3084.1	4332.1	5701.5
应收账款	203.0	226.0	298.7	336.3	397.7
其他应收款	8.9	6.5	8.2	9.3	11.0
预付款项	12.7	13.8	16.6	18.5	20.9
存货	194.4	236.8	268.7	300.0	338.4
其他流动资产	15.3	20.1	25.2	28.2	33.3
非流动资产合计	774.2	972.8	959.8	924.4	897.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	332.9	533.2	491.0	444.1	394.2
无形资产	55.3	102.6	119.2	135.0	150.0
商誉	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	85.7	77.2	114.6	129.0	152.5
资产总计	2640.8	3457.7	4663.1	5950.8	7402.3
流动负债合计	264.2	308.4	338.7	363.8	391.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	62.6	54.2	73.2	81.7	92.2
预收款项	32.7	45.4	53.9	60.6	71.7
一年内到期的非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债合计	10.3	10.6	171.6	337.8	509.0
长期借款	0.0	0.0	160.0	325.0	495.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	274.5	318.9	510.3	701.6	900.1
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
实收资本（或股本）	370.4	370.4	370.4	370.4	370.4
资本公积	239.3	239.3	239.3	239.3	239.3
未分配利润	1571.4	2344.0	3346.1	4429.7	5668.0
归属母公司股东权益合计	2366.3	3138.8	4152.8	5249.2	6502.2
负债和所有者权益	2640.8	3457.7	4663.1	5950.8	7402.3

现金流量表					单位百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	702.0	831.7	959.6	1077.3	1209.9
净利润	694.0	772.6	1014.0	1096.4	1253.0
折旧摊销	39.6	53.0	59.4	61.1	62.2
财务费用	-19.0	-7.2	-7.1	-1.6	3.6
应付帐款减少	-15.0	-23.0	-72.7	-37.6	-61.4
预收帐款增加	5.8	12.7	8.4	6.8	11.1
投资活动现金流	-249.6	-285.5	-22.6	4.2	-6.9
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资减少	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	34.4	41.2	41.2	41.2	41.2
筹资活动现金流	-102.4	-8.3	167.1	166.6	166.4
应付债券增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款增加	0.0	0.0	160.0	165.0	170.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	350.0	538.0	1104.1	1248.0	1369.4

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上