2020 年 07 月 09 日
公司研究●证券研究报告

新产业（300832.SZ）

深度分析

高速成长的化学发光优质赛道龙头企业

投资要点

◆ **化学发光是 IVD 领域增速最快子行业，未来进口替代空间极大。**2019 年我国体外诊断市场约为 705 亿元，复合年增长率达 18.26%，远高于全球 4%的增速。化学发光技术作为 IVD 中最先进的技术之一，是增速最快的细分领域，增速保持在 25%左右，预计 2022 年市场规模可达 450 亿元。国内 80%的市场由罗氏、贝克曼、雅培等跨国龙头占据，随着近年新产业、安图、迈克等国内发光龙头的技术迭代，加上国产设备和试剂的成本优势显现，进口替代开始加速。根据我们的推测，2019 年国内发光企国产化率约 19%，到 2025 年有望提升到 40%左右，有 20%的增量空间，对应 2022 年有 92 亿增量空间。

◆ **国内化学发光龙头，价量齐升趋势明显。**公司为最早研发出拥有自主产权的全自动化学发光仪器及配套试剂，实现国产全自动化学发光设备从无到有的突破。**在设备铺设量方面**，截止 2020 年初公司在全球范围内铺设了约 13000 化学发光设备，其中国内约 7000 台，为全国铺设范围最广的公司，仅次于巨头罗氏的一万台。预计 2020 年公司将维持 3000 台左右的高铺设速度，在 2022 年公司三期项目建成后，设备产能将进一步加大，满足公司设备高增速的需求。**在单机产出方面，**公司大型设备 4000Plus、X8 正在大型医院推广，公司目前三甲医院覆盖率 50%，三级医院覆盖率 30%，公司大型设备在三级医院推广的基础较好。公司在二、三级医院设备销售占比逐渐提升，从 2017 年的 40.9%提升到 2019 年的 53.8%。二、三级医院诊断量明显高于基层医院，直接带动单台设备产出，公司国内单设备平均产出从 2016 年的 17 万/台提升到 2019 年的 19.3 万/台。目前 X8 的推广处于早期，仅装机约 150 台，未来随着 X8 和流水线系统的加速推广，将快速增厚单机产出。公司设备铺设量和单机产出均保持增长，实现价量齐升。

◆ **新冠疫情直接推动公司海外知名度，海外销售有望提升。**在本次新冠肺炎期间，公司全球最早推出新冠病毒 IgG、IgM 抗体检测试剂，并且全球最早通过 CE 认证。在海外疫情爆发期间，公司试剂盒第一时间销往德国、意大利、巴西等多个疫情严重国家，设备海外销售供不应求，增厚利润的同时加强公司品牌力。由于化学发光检测为封闭系统，公司海外已铺设的 6000 台设备可直接销售试剂；此外疫情期间铺设的发光设备，有望带动公司海外长期试剂销售。预计公司二、三季度海外业绩将持续受益。

◆ **研发管线丰富，全自动化流水线开始推广。**公司持续加强对研发的投入，2017-2019 年研发费用率占比从 5%提升到 9.6%，研发实力和创新能力强。**设备方面，**在 2019 年推出全球最快发光检测设备 MAGLUMI X8 后，公司目前还有 2 款小型发光设备、4 款中大型生化检测设备的研发管线。**试剂方面，**除了现有的 122 种试剂外，公司持续加强对更多检测项目的完善覆盖，目前研发管线中共有 16 个化学发光试剂盒，15 个生化试剂盒；在自免抗体、肿瘤、传染病等多个方面实现进一步的优化覆盖。公司目前有 7 个试剂新产品获得注册检验报告，并进入临床试验阶段。**在全自动流水线方面，**公司在 2019 年 9 月和跨国巨头赛默飞合作，发布了

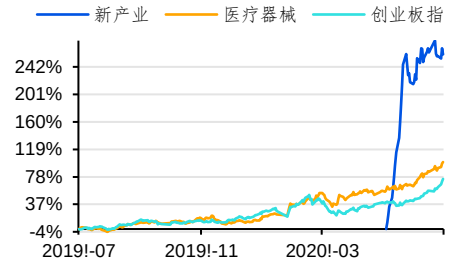
医药 | 医疗器械 III

投资评级	增持-A(首次)
股价(2020-07-08)	162.89 元

交易数据

总市值（百万元）	67,045.52
流通市值（百万元）	6,711.07
总股本（百万股）	411.60
流通股本（百万股）	41.20
12 个月价格区间	37.67/176.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.19	-34.98	-76.02
绝对收益	13.95		

分析师 王睿
SAC 执业证书编号：S0910519080003
wangrui@huajinsc.cn
021-20377036

相关报告

SATLAS-TCA 实验室自动化整体解决方案，实现了临床检测流水线。随着疫情的结束，公司将针对大型医疗机构、实验室加速推广针对性的解决方案。

◆ **投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 21.90、28.55、36.71 亿元，增速分别为 30.2%、30.4%、28.6%；预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 9.93、13.15、17.07 亿元，增速分别为 28.5%、32.5%、29.8%；每股收益分别为 2.41、3.19、4.15 元，对应估值分别为 68X、51X、39X。基于（1）内生成长+进口替代，未来空间极大（2）最广设备铺设，最全试剂管线，业绩高确定性（3）疫情催化海外市场（4）研发管线丰富（5）全自动流水线开始铺设，首次覆盖，给予公司“增持-A“的评级。

◆ **风险提示：**海外销售不及预期；竞争激烈导致价格下降；疫情再次爆发导致检测量下降；带量采购等政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,384	1,682	2,190	2,855	3,671
YoY(%)	21.3	21.5	30.2	30.4	28.6
净利润(百万元)	694	773	993	1,315	1,707
YoY(%)	28.9	11.3	28.5	32.5	29.8
毛利率(%)	80.8	80.0	79.2	80.7	81.5
EPS(摊薄/元)	1.69	1.88	2.41	3.19	4.15
ROE(%)	29.3	24.6	24.0	24.1	23.9
P/E(倍)	96.6	86.8	67.5	51.0	39.3
P/B(倍)	28.3	21.4	16.2	12.3	9.4
净利率(%)	50.2	45.9	45.3	46.1	46.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、化学发光为 IVD 成长最快子领域，进口替代空间大 5
（一）化学发光推动免疫诊断高增速 5
（二）医保控费、分级诊断等多政策因素推动行业高速成长 7
1、医保控费压力加大，进口替代有望加速，替代空间大 7
2、疫情推动公共卫生升级，各国将加大新冠抗体检测 9
3、政策鼓励国产企业自主创新 10
4、分级诊疗带动基层医院设备升级 11
二、国内最早进入化学发光的企业，行业位置稳固 13
（一）进口替代是行业大方向，公司优势明显 16
1、公司发光设备铺设全国第二，国产企业第一 17
2、全球最全检测项目，多特色项目反向推动设备销售 17
3、先进直接化学发光技术，对标雅培 18
4、全球最快检测设备，设备精度媲美跨国企业水平 19
（二）客户结构升级，海外设备铺设加速 21
（三）研发管线丰富，助力未来成长 22
（四）募投项目帮助突破产能瓶颈 25
（四）组建多功能自动化流水线，加速三级医院推广入驻 25
三、盈利预测 28
四、风险提示 29

图表目录

图 1：国内体外诊断市场规模情况 5
图 2：2018 年国内 IVD 子行业占比 6
图 3：2018 年免疫诊断中细分领域占比 6
图 4：我国化学发光市场规模推测 7
图 5：2015 年化学发光行业竞争格局 8
图 6：2018 年化学发光行业竞争格局 8
图 7：进口替代后进口试剂占比推测 9
图 8：公共卫生防控救治能力建设方案内容简介 10
图 9：分级诊断对各级医院检测需求的影响 13
图 10：公司股权图 14
图 11：公司收入和净利润及增速 15
图 12：公司 2015-2019 收入拆分 15
图 13：公司 2015-2019 毛利拆分及毛利率 15
图 14：2015-2019 海外收入保持高增速 16
图 15：海外各地区销售占比 16
图 16：公司毛利率、净利率情况 16
图 17：可比公司费用率对比 16
图 18：国内主要化学发光企业装机台数（台） 17
图 19：2019 年公司终端客户占比 21
图 20：公司近三年国内设备在各级医院销售情况（台） 21
图 21：公司海内外设备销售速度明显快于国内 22

图 22：公司海外试剂销售仍有较大空间 22
图 23：公司注重研发投入 23
图 24：样本三级医院检验科早晨检测严重拥堵 26
图 25：SATLAS-TCA 27
图 26：Biolumi 8000 27

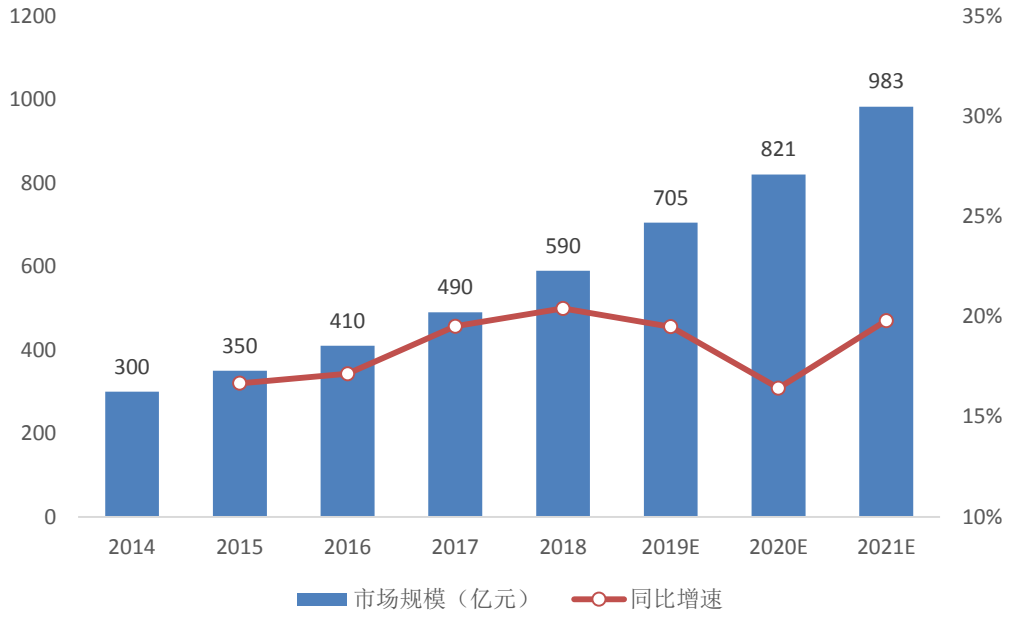
表 1：免疫诊断主要技术路径 6
表 2：IVD 行业鼓励政策 11
表 3：假设分级诊断放量后发光设备配置空间推测 12
表 4：公司主要发展史 13
表 5：业绩考核目标及解除限售比例 14
表 6：公司 122 种检测项目统计 18
表 7：化学发光技术路径 19
表 8：国内外主要化学发光仪器对比 20
表 9：设备研发管线 23
表 10：有 31 款试剂盒在研发管线中 24
表 11：公司近三年产能利用率 25
表 12：公司募投项目总览 25
表 13：国内主要流水线产品均为合作研发产品 26
表 14：2020-2022 公司主营业务收入预测 28
表 15：可比公司估值 29

一、化学发光为 IVD 成长最快子领域，进口替代空间大

体外诊断（IVD）是指对人体血液、体液、组织等样本经过检测，得到相关临床诊断信息的检测服务，IVD 为临床诊断提供了约 80%的数据；目前主要的体外诊断细分领域有免疫诊断、生化诊断、分子诊断、微生物检测、POCT 等。

根据 Kalorama Information 的数据显示，预计 2019 年全球体外诊断市场规模可达 673 亿美元，近五年复合年增速约为 3.6%，未来预计保持 4%左右增速。根据 Allied Market Research 数据，2019 年国内体外诊断市场约为 705 亿元，2014-2019 复合年增速约为 18.64%，增速明显高于全球平均；预计到 2021 年我国 IVD 市场规模可达 983 亿元。

图 1：国内体外诊断市场规模情况

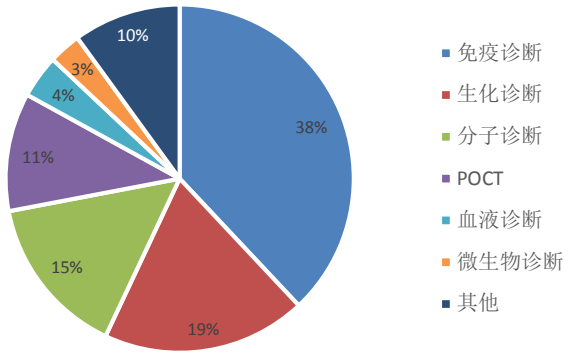


资料来源：Allied Market Research，华金证券研究所

（一）化学发光推动免疫诊断高增速

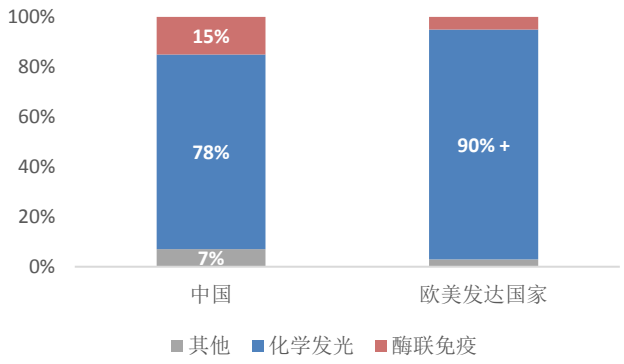
从 IVD 细分领域来看，早期我国 IVD 市场以生化、分子等基础诊断为主，随着近年国内化学发光企业的崛起，免疫诊断逐渐超过生化、分子诊断成为主流。根据中国产业信息网数据，免疫诊断 2018 年市占比约为 38%，增速约为 21%； 生化诊断、分子诊断市占比分别为 19%和 15%，增速为 7%和 20%。免疫诊断利用抗原与抗体互相结合的特异性反应来进行定性、定量的诊断，在肝炎、性病、肿瘤、代谢、心血管疾病、传染病以及优生优育等多个领域广泛应用。预计免疫诊断未来将保持 40%以上的高市占比。

图 2：2018 年国内 IVD 子行业占比



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 3：2018 年免疫诊断中细分领域占比



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

在定量免疫诊断中，早期主要使用酶联免疫等方法进行检测，但由于检测精度、特异性、定量不准等问题逐渐被化学发光淘汰。化学发光法分为板式发光和管式发光；管式发光为主流技术，对比管式发光拥有全自动化检测的速度优势，目前被国内外主流企业所采用。目前化学发光法已成为推动免疫诊断年行业高速增长的核心因素。根据前瞻产业研究院数据，2018 年化学发光在免疫诊断市场份额已达到约 78%，近年增速维持在 24%左右。欧美国家化学发光技术发展多年，早在 2016 年市占比已达到 90%以上。考虑到随着化学发光试剂规模化生产和技术迭代带来的成本降低，加上医保降费政策导致的发光检测价格下降，预计化学发光将逐渐代替酶联免疫等其他路径，最终市占率可达到 90%。

表 1：免疫诊断主要技术路径

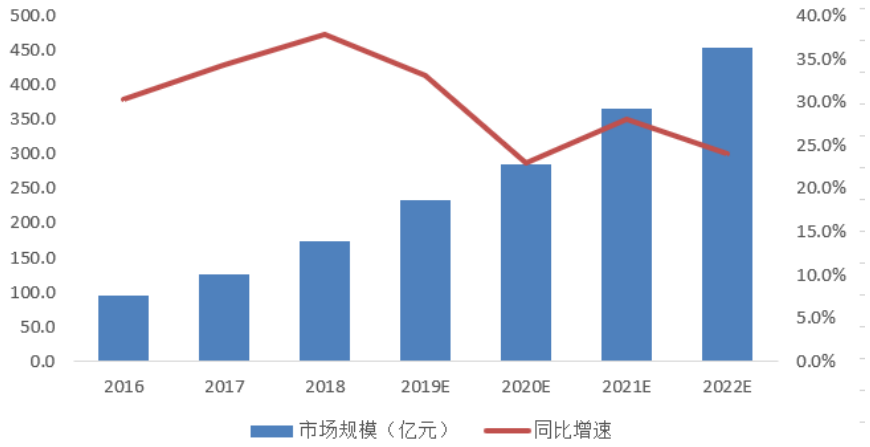
技术方法		原理	优点	缺点	临床应用	
放射免疫（RIA）		利用同位素标记的抗原同抗体发生竞争性抑制反应的放射性同位素体外微量分析方法。	特异性高	存在放射性污染问题	基本不用于临床	开放系统
胶金体		以胶金体为示踪剂来标记抗原抗体	检测速度快，成本低	灵敏度低，难以用于定量	主要用于 POCT 的妊娠、毒品等检测	-
酶联免疫（ELISA）		酶标记抗体与抗原进行反应形成酶标记抗体的复合物，再与酶的底物反应生成有色产物，借助分光光度计定量	成本低，检测快	灵敏度低，难以自动化	中低端市场中应用，逐渐被化学发光替代	开放系统/封闭系统
时间分辨（TRFIA）		以具有独特荧光特性的镧系元素及其螯合剂作为示踪剂检测	特异性高	检测范围较小，抗干扰能力差	临床中使用较少	封闭系统
免疫荧光层析法		以固定有检测线和质控线的条状纤维层析材料为固定相，测试液为流动相，荧光标记抗体或抗原固定于连接垫，通过毛细管作用使待分析物在层析条上移动	特异性高，操作简单	难以大规模检测	主要用于 POCT	封闭系统
化学发光（CLIA）	板式化学发光	以 96 酶联板为载体，通过化学发光底物发光，定量检测样本中的待测物含量	特异性较高，灵敏度较高，原料用量少、试剂成本低	和管式比检测速度慢，线性范围窄	主要在低端市场布局	开放系统
	管式化学发光	抗原抗体特异性结合，加入发光促进剂，通过发光测量仪测定光子数目来资料来源：华金证券研究所定量检测	灵敏度高，线性范围广，特异性高，试剂稳定，分析	成本高	中高端市场中使用，逐渐成为最主流方法	封闭系统

快，误差小，全自
动化

资料来源：招股书，公开资料整理，华金证券研究所

根据现有数据，我们假定 2019 年国内 IVD 市场规模 705 亿、免疫诊断占比 40%、化学发光在免疫诊断中占比 81%，可以推算出 2019 年国内化学发光市场规模约为 230 亿元。我们预测化学发光领域未来三年将保持 25%以上增速，到 2022 年市场规模预计可达 450 亿元。

图 4：我国化学发光市场规模推测



资料来源：华金证券研究所

（二）医保控费、分级诊断等多政策因素推动行业高速成长

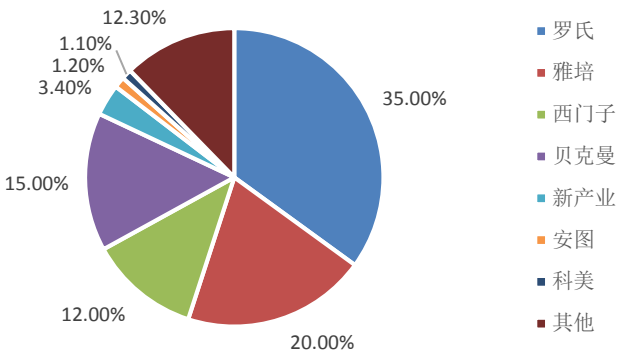
1、医保控费压力加大，进口替代有望加速，替代空间大

国家对包括 IVD 在内的医疗耗材集采的趋势明显，未来化学发光行业试剂集采可能性大。目前跨国企业化学发光试剂价格普遍比国产试剂价格高 30%-50%左右，早期因为国内外发光诊断企业技术差距较大，同时医院可以转嫁成本到病人身上，二、三级医院会优先考虑采购海外设备。而随着国内安图、迈克、新产业等企业的技术升级，部分项目在检测精度、检测速度等指标上十分接近跨国巨头；再叠加医保控费的压力和国产企业的成本优势，医院在采购上会开始优先考虑国产设备和试剂。新产业在创立之初便没有设立总经销商，相当于天然的两票制，在医保控费大格局下价格优势更明显。

集中采购对国产发光试剂有利。医疗器械的全国统一集采大势所趋，特别是包括 IVD 在内的高集中度细分领域，已在四川、安徽、海南等多地已开展试点工作。集采的落地将给整个行业带来“大换血”，根据这次新冠病毒检测试剂集采的情况，价格普遍降幅在 70%以上。诊断行业和器械行业类似，渠道利润比较丰厚，集采主要削减经销商的利润；对检测试剂出厂价格影响有限。依托于政策的支持和成本优势，未来国产企业中标的概率相对更大。如国产企业中标集采，将直接进入三级医院的采购名单，同时带动设备在三级医院的铺设，加速进口替代；三级医院的高检测流量将反推国产企业的试剂销售，进一步扩大市场份额。

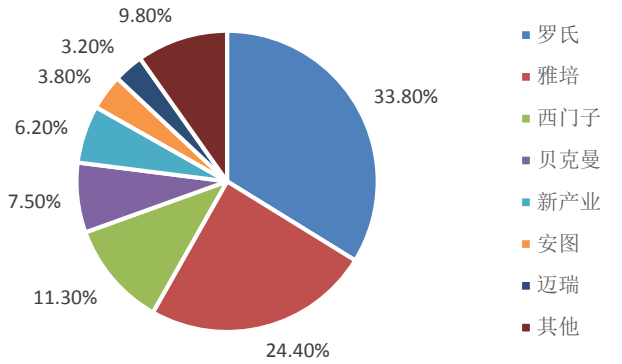
进口替代空间大，替代速度明显加快。在 2011 年前，国内自动化化学发光设备基本为进口，罗氏、雅培、西门子等跨国巨头稳稳占据了三级医院的核心资源。2011 年新产业的全自动化学发光仪率先上市后，国产发光仪陆续开始抢占市场，打开外企垄断的局面；经过 9 年发展，进口替代的趋势加速。现阶段国内市场仍由进口主导，罗氏、雅培、西门子等跨国龙头在 2018 年合计占有国内约 80%的市场。新产业、迈瑞、迈克、安图等国内 IVD 龙头企业在 2015 年合计占有市场约 9%，到 2018 年国内企业合计占有市场约 20%，发展迅猛，进口替代加速明显。

图 5：2015 年化学发光行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

图 6：2018 年化学发光行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

我们对未来进口替代的空间进行了估算；在医保控费的大背景下，我们预测了已定级医院对国产、进口设备的需求，目前进口试剂销量约占试剂总销量的 81%；未来进口试剂销量占比将降至 60%以下，还有 20%以上的增量空间。我们之前推算化学发光市场份额在 2019 年为 230 亿，在 2022 年为 450 亿；进口替代的增量空间 2019 年对应 46 亿，2022 年对应 92 亿。

图 7：进口替代后进口试剂占比推测

目前进口试剂占比（仅估算定级医院）

等级	医院数量	单院设备需求		单机试剂产值（万元/台）		总产值（亿元）	
		国产	进口	国产	进口	国产	进口
三甲	1442	2	5	40	150	12	108
三级（除三甲）	1106	1	4	30	120	3	53
二级	9017	1	1	20	60	18	54
一级	10831	1	0	15	0	16	0
合计						49	215
进口检测试剂占比		81%					

进口替代后进口试剂占比（仅估算定级医院）

等级	医院数量	单院设备需求		单机试剂产值（万元/台）		总产值（亿元）	
		国产	进口	国产	进口	国产	进口
三甲	1442	4	4	40	150	23	87
三级（除三甲）	1106	3	3	30	120	10	40
二级	9017	2	0	20	60	36	0
一级	10831	1	0	15	0	16	0
合计						85	126
进口检测试剂占比		60%					

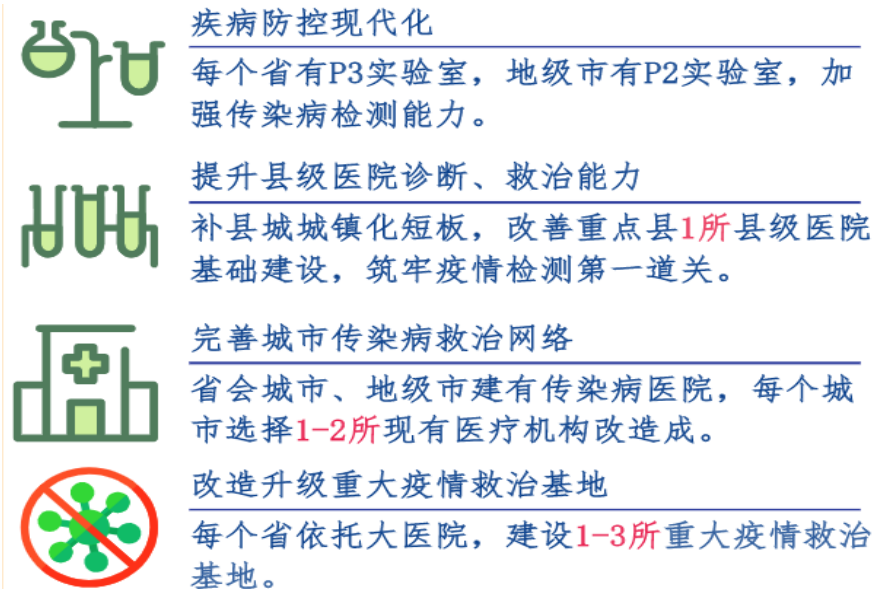
资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所估算

2、疫情推动公共卫生升级，各国将加大新冠抗体检测

2020 年春节期间国内爆发了新型冠状病毒疫情，在从武汉开始蔓延全国。疫情过后，对医疗系统的改革将会成为下一阶段的重中之重，而作为重大疫情中起到关键作用的诊断行业将迎来契机，尤其是核酸检测和化学发光免疫检测。2020 年两会期间，也提出了鼓励建设更先进、更快捷、更精准的检测仪器和试剂的指导方针。

2020 年 5 月，国家发改委、卫健委印发《公共卫生防控救治能力建设方案》，旨在全面完善、提升全国对重大疫情的检测、防控、救治的能力。《方案》中提出要求加速 P2、P3 实验室的建设，有望带动化学发光等免疫诊断领域的发展。随着国家对未来包括疫情在内的重大卫生事件的重视，未来诊断行业将迎来新契机，带动发光设备加速投放，尤其是基层医院。

图 8：公共卫生防控救治能力建设方案内容简介



资料来源：华金证券研究所整理

新冠检测上目前主要采用荧光聚合酶链式反应（PCR）来检测新冠病毒的特异序列，是目前的“金标准”；但是这种核酸检测流程操作复杂，对取样和测试人员，实验室和试剂盒都有严格要求，操作过程中还必须防范气溶胶污染对检测人员的感染风险，所以很难在短期内大规模提高测试能力。抗体检测的血液标本更容易获得，并且有全自动化检测仪器，保证了大量样本的检测能力，同时在很大程度上降低了医护人员在血样采集和检测过程中被感染的风险；更简易的操作也更易于基层实验室、医院展开筛查工作。

未来海外大规模新冠抗体检测也将给行业带来广阔空间。大规模的新冠病毒抗体检测能力也是疫情防控的关键，可以帮助国家精确掌握人民抗体的获取情况，对整体疫情发展的建模和对未来的预测有关键性的意义。在抗体检测中，传统的酶联免疫吸附检测法因为检测速度慢，精度低，试剂不稳定等多个劣势而逐渐被化学发光检测取代。随着欧洲各国开始复产复工，对抗体检测的需求将大量增加，法国、德国、英国等国均开始大规模的抗体检测，未来还将进一步扩大检测的范围；截止 5 月初意大利正对 15 万人进行抗体检测；3 月 25 日英国已订购了 350 万个抗体检测试剂盒，并计划再订购数百万个；6 月 1 日日本对京都的 1 万人进行了新冠抗体检测。

抗体检测对疫苗的研发和接种后的跟踪有关键意义。化学发光法对新冠患者新冠抗体的精准检测可以帮助科学家了解免疫系统有多少中和抗体，对于疫苗的开发以及检测非常重要。预计最快的情况下，疫苗在今年年底可以出临床 III 期结果，明年年初有望量产并接种。在疫苗接种后，抗体检测是受体抗体获取情况最精准的检测方式。我国 4 月开始批准的抗体检测方法基本为化学发光法，明年可能会进行大量化学发光抗体检测。

3、政策鼓励国产企业自主创新

国家持续出台多项政策促进包括化学发光免疫诊断在内的诊断行业的发展。同时也针对行业乱象进一步明确了规范和要求，有利于行业的健康有序发展，有助于提升行业集中度，利好龙头企业。近年来国家出台多项政策积极鼓励国内诊断公司自主研发拥有产权的先进技术和设备，其

中化学发光作为免疫诊断中最先进的技术被点名提倡。在 2016 年的十三五规划中明确鼓励开发高性能的体外诊断设备，重点开发自动化免疫快速检测仪器及其配套试剂。2018 年发改委发布的《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》中提到全自动化学发光仪器为重大技术装备，把这项先进的检测技术提升到战略地位。在 2020 年新冠疫情过后的两会期间，与会代表明确提出加强常态化疫情防控，鼓励研发更精准、更简洁的检测方式，确保未来对重大疫情的有效防范。

表 2：IVD 行业鼓励政策

日期	发布机构	文件名/会议	主要内容
2014 年 6 月	卫计委	《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》	将引导医疗机构合理配置，逐步提高国产医用设备配置水平，加快体外诊断领域的进口替代进程。
2014 年 8 月	卫计委、工业和信息化部	国家卫生计生委、工业和信息化部召开推进国产医疗设备发展应用会议	会议提出要大力倡导卫生计生机构使用国产医疗设备，重点推动三级甲等医院应用国产医疗设备，促进健康服务业发展。
2016 年 11 月	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	提出开发高性能医疗设备与核心部件从而提升生物医学工程发展水平，包括加速发展体外诊断仪器、设备、试剂等新产品，推动高特异性分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病及罕见病等体外快速准确诊断筛查。
2017 年 6 月	科技部	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	重点开发集成式干化学分析仪、自动化免疫快速检测仪、掌上测序仪、便携式核酸检测仪及配套检测试剂与质控品；研制无创采集样本的高灵敏度现场快速检测技术以及配套试剂。
2017 年 10 月	国务院	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	推动企业提高创新、研发能力，实现药品医疗器械质量达到或接近国际先进水平，更好支持多层次多样化医疗服务发展。支持自主知识产权药品、医疗器械和其他相关健康产品的研制应用。
2018 年 4 月	发改委、科技部	《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》	提出重大技术装备是国之重器，事关综合国力和国家安全；全自动化学发光仪器在其中。
2019 年 7 月	卫健委	《关于发布<定制式医疗器械监督管理规定（试行）>的公告》	进一步鼓励定制式医疗器械的创新研发，规范和促进行业的健康发展，满足临床罕见特殊个性化需求，有力保障公众用械安全。
2020 年 5 月	科协	2020 年全国人民代表大会和中国人民政治协商会议	加强常态化疫情防控的科学精准，鼓励科学家要尽快研发出无需实验室环境、检测时间更短、手段更便捷、准确率更高、更安全的核酸检测迭代技术。

资料来源：卫健委，国务院，发改委，华金证券研究所

4、分级诊疗带动基层医院设备升级

分级诊断政策将进一步推动国产化学发光设备下沉至基层医疗机构。我国看病面临着就医过于集中在三级医院的问题，导致大医院人满为患，尤其是在筛选阶段由于检测量巨大，存在排长队问题，导致医疗成本高。针对这个问题，国务院在 2015 年 9 月印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出“部署加快推进分级诊疗制度建设，形成科学有序就医格局，提高人民健康水平，进一步保障和改善民生”。分级诊疗将部分三级医院的诊断需求向下分流到一、二级医院、社区医院，以降低三级医院的诊断压力，同时在一定程度上解决就医难问题。对于大量

增加的诊断需求，特别是免疫诊断需求，下级医院缺乏中大型检测设备，同时受限于价格原因，国产厂商会被优先考虑。

我们对分级诊断带来的化学发光设备需求放量后的设备投放空间做了假设。我们根据 2019 年的医疗机构数量进行假设；假设分级诊断推进后，三级、二级、一级、未定级、基层医疗机构对发光仪器的需求分别为 5、2、1、0.7、0.02 台；不考虑医院的增加和流水线替代发光仪器的情况，国内医院端发光设备的需求在 7.5 万台左右，对比目前约 4 万台的规模，还有 3.5 万台的增量空间。

目前公司国内化学发光设备约 7000 台，设备市占率约 17.5%，对应约 1.3 万台设备空间，仍有 6 千台增量空间；假设公司 2019 年单台产量 16.85 万、设备平均售价 15.9 万不变，对应每年试剂收入 10 亿元、一次性设备销售收入 9.5 亿元。

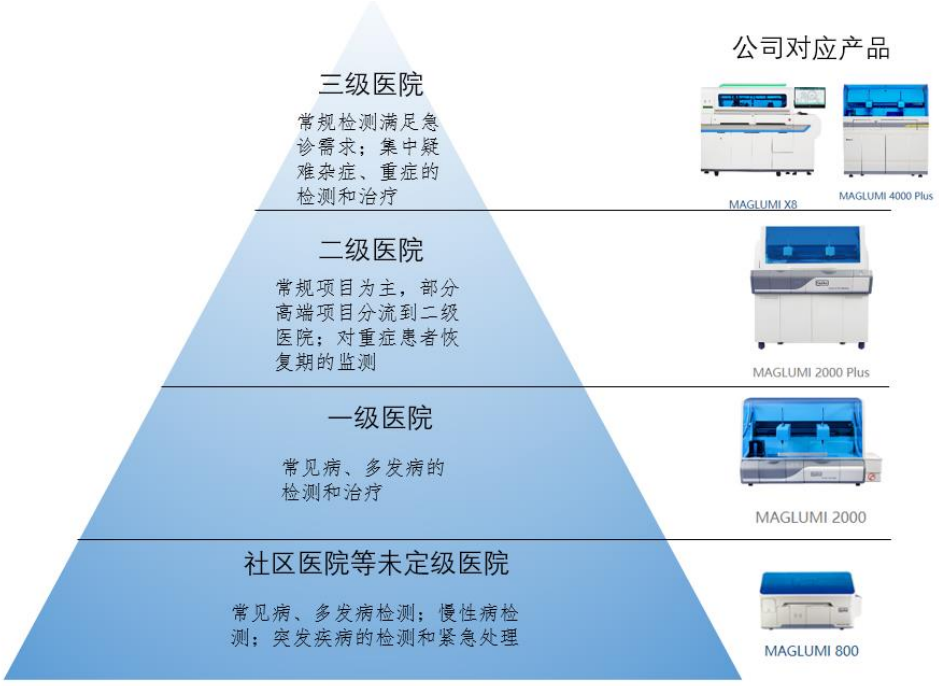
表 3：假设分级诊断放量后发光设备配置空间推测

	三级医院	二级医院	一级医院	未定级医院	基层医疗机构	合计
2019 医院数量	2639	9280	10925	10470	943639	
单院需求	5	2	1.3	1	0.02	
设备空间（台）	13195	18560	14203	10470	18873	75300

资料来源：华金证券研究所推测

公司产品线齐全，完全满足各层医院的检测需求。目前我国已初步建立了分级诊疗系统，在基层单位重点配置检测资源，80%以上额度居民在 15 分钟内能到就近医疗点检测诊断。随着基层检测量的增加，预计未定级、一级医院将加大对小型设备的配置，而公司 MAGLUMI800、2000 机型可以满足该部分常见病、慢性病等常规检测需求；公司 MAGLUMI 2000 Plus、4000 Plus 等中型设备可满足二级医院来消化从三级医院分流的高端发光检测项目。公司在研产品 MAGLUMI X-MINI 为即时单人检测设备，借助快速检测和操作方便的特点，预计上市后会在社区医院等小终端大量铺设。

图 9：分级诊断对各级医院检测需求的影响



资料来源：华金证券研究所整理

二、国内最早进入化学发光的企业，行业位置稳固

公司于 1995 年在深圳成立，是国内领先的全自动化学发光设备和试剂提供商。公司在 2010 年率先研发量产了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配套试剂，实现国产全自动化学发光设备从无到有的突破。公司在全球范围铺设了 13000 余台化学发光设备，其中国内约 7000 台，为全国铺设范围最广的公司。公司也是全国第一家通过美国 FDA 510(k) 许可的公司，在 2017 年公司甲功五项、25-OH Vitamin D、HCG 等检测项目率先进入美国市场；2019 年 7 月丙肝检测试剂获得欧盟 CE List A 认证，成为国内众多化学发光企业中第一家获得欧盟最高认证的。在本次新冠肺炎期间，公司的新冠病毒 IgG、IgM 抗体检测试剂全球最早通过 CE 认证。

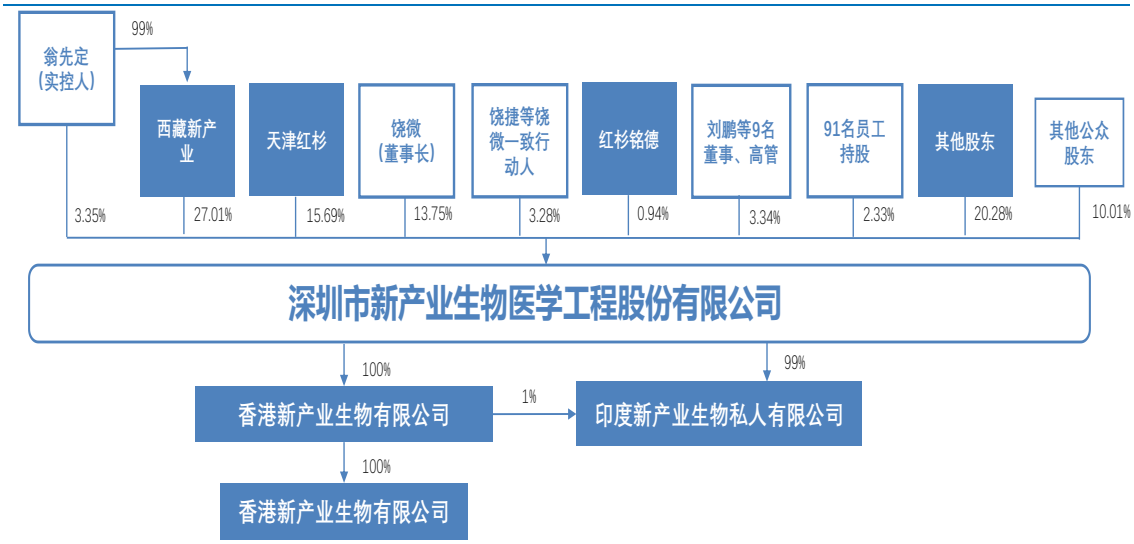
表 4：公司主要发展史

时间	事件
1995 年	公司于深圳成立
2005 年	成功研发准自动化学发光免疫分析系列试剂
2008 年	成功研发中国第一台国产全自动化学发光设备
2010 年	实现全自动化学发光设备的量产
2016 年	发布模块化生化免疫分析系统
2017 年	通过美国 FDA510(k)审核，成为中国第一家通过 FDA 认证的化学发光企业
2018 年	发布全球最快全自动化学发光检测仪器 MAGLUMI X8，每小时检测达到 600 例
2019 年	丙肝化学发光试剂通过 CE List A 认证，国内第一家
2020 年	创业板上市

资料来源：公司公告，华金证券研究所

股权结构方面，截止 2020 年 5 月，西藏新产业持有公司 27.01%的股份，为第一大股东。翁先定先生为公司实际控制人，通过控股西藏新年产业和直接持股，持有公司 30.36%的股份。公司第二大股东为知名投资机构红杉资本，加上一致行动人红杉铭德合计持有公司 15.69%的股份。公司除了实控人外，董事长、总经理饶微直接持有公司 13.75%的股份，9 名公司高管合计持有公司 3.34%，高管的持股体现了公司高层对公司前景的看好。

图 10：公司股权图



资料来源：招股书，华金证券研究所

为激励核心团队，公司再发激励措施。2020 年 6 月公司发布 2020 年股权激励方案，本次激励主要面向 414 名公司核心技术人员，拟授予权益总计 608 万股（占股本的 1.48%），充分调动核心团队积极性。在业绩考核方面，若公司未达到业绩考核指标的触发值（收入年增长 20%），所有激励对象对应考核当年计划解除限售的股票，由公司按授予价格回购注销。如公司业绩增长未达到目标值（收入年增长 30%），仅有部分激励股票可解除限售。公司设定高要求的目标值体现了公司对未来三年业绩的信心。我们认为公司未来三年收入增速将保持 27-32%的增速。

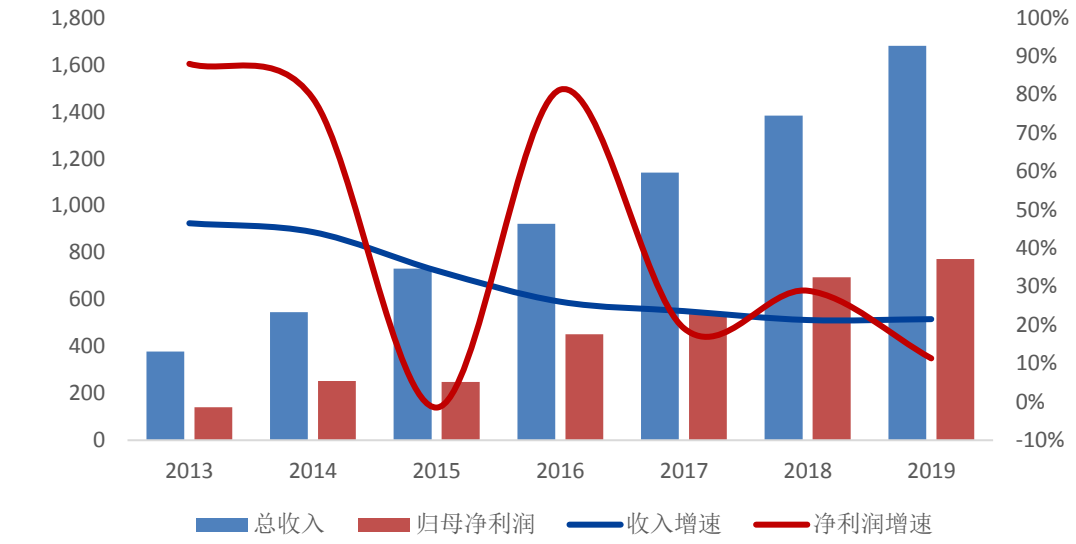
表 5：业绩考核目标及解除限售比例

解除限售期	对应考核年度	年度营业收入相对于 2019 年增长率	
		目标值	触发值
第一个解除限售期	2020 年	30%	20%
第二个解除限售期	2021 年	69%	44%
第三个解除限售期	2022 年	120%	73%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

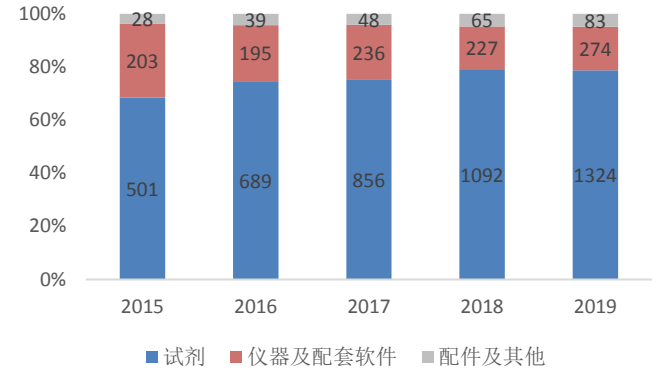
公司收入保持高增长。公司主要收入来源为化学发光设备及配套试剂的销售，2019 发光产品收入占比 95%。公司产品推广以来，受到市场认可；2012 年公司收入为 2.58 亿元，到 2019 年增长至 16.82 亿元，年复合增长率达 30.70%。随着设备铺设网络的成型，公司核心收入来源化学发光试剂的销量开始加速成长；配套试剂 2012-2019 复合增长率达 37.67%，在 2019 年贡献了 79%的收入和 89%的毛利。

图 11：公司收入和净利润及增速



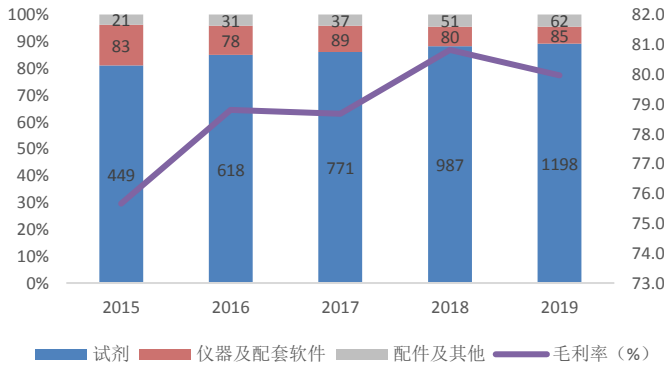
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 12：公司 2015-2019 收入拆分



资料来源：公司年报，华金证券研究所

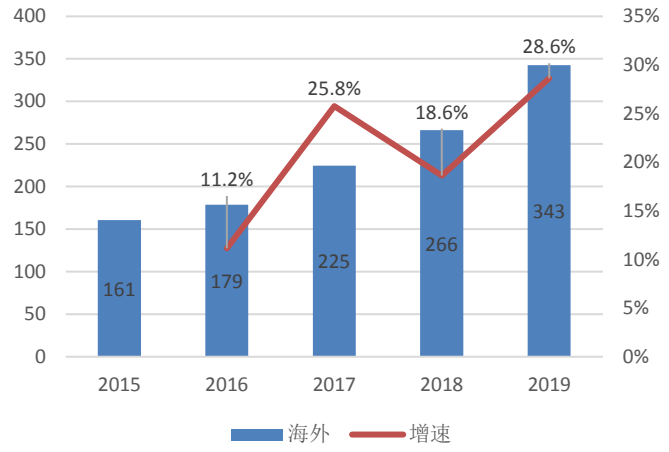
图 13：公司 2015-2019 毛利拆分及毛利率



资料来源：公司年报，华金证券研究所

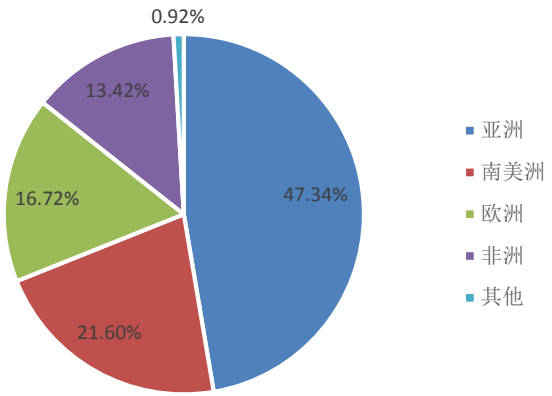
目前公司约有 20%的收入来自海外地区。公司产品目前已进入 143 个国家和地区，主要亚洲、美洲、欧洲国家。欧美国际已建立包括 CE、FDA 等较严格的认证体系，产品需要获得认证后方可进入市场。目前公司已通过欧洲 CE 认证体系；公司全自动化学仪器 MAGLUMI 2000 及甲状腺功能 5 项已成功通过美国 FDA 准入许可，其他产品仍处于审评阶段。二季度海外疫情蔓延，公司除新冠产品外的其他产品在海外销售放缓，但公司为最早研发出新冠抗体检测试剂盒的公司，新冠试剂盒和仪器在海外多个国家热销，抵消了海外疫情对其他产品的影响。

图 14：2015-2019 海外收入保持高增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：海外各地区销售占比

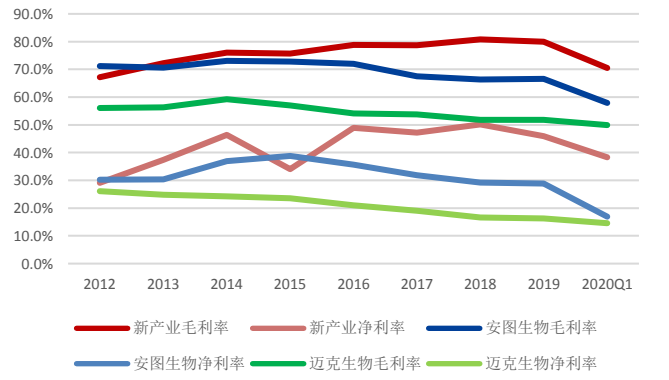


资料来源：招股书，华金证券研究所

毛利率方面，由于公司高毛利的试剂产品（试剂毛利率 90%）收入占比达 80%，公司毛利率水平稳定保持在 80%左右；2019Q1 受到疫情影响，除新冠类项目外的检测量大幅减少，直接拉低了公司毛利率水平。随着医院在 4 月份逐渐开始全面放开，各个检测项目销量开始恢复，部分囤积的检测需求将在 2 季度爆发式增长。由于公司主要产品为配套试剂，设备及配件等低利润率产品对公司盈利能力影响较小，公司净利率保持在 45%以上，显示出公司优秀的收入质量。同比公司安图生物和迈克生物的毛利率、净利率水平均明显低于公司。

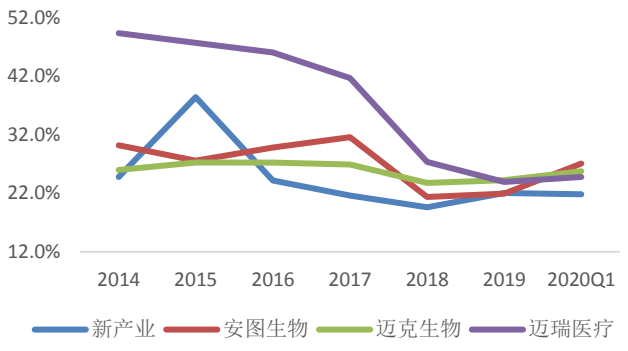
费用率方面，凭借优秀的团队管理能力和优秀的现金流水平，公司费用率保持在 22%左右的较低水平；对比同行业的安图生物、迈克生物和迈瑞医疗在费用率上有一定的优势。2019Q1 费用率维持在 21.1%的较低水平。拆分来看，由于 4000 Plus、X8 等高端设备处于市场学术推广阶段，2019 年开始销售费用率增长较快，但远低于收入的增速。得益于公司精良的管理团队和优秀的现金流，公司管理费用、财务费用均保持较低水平。

图 16：公司毛利率、净利率情况



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 17：可比公司费用率对比



资料来源：WIND，华金证券研究所

（一）进口替代是行业大方向，公司优势明显

海外跨国巨头占据了国内发光领域大部分的市场份额，尤其是三级医院、大型实验室等高端检测市场。而随着国内企业化学发光技术水平开始向国际一线靠拢，国产发光产品的核心竞争力逐渐增强，开始与外企充分竞争。由于目前进口替代的空间还很大，市场竞争主要方向是通过高质量和低价格对外企占据的市场，尤其是三级医院等高端市场进行进口替代；还远未到国内企业内部激烈竞争的阶段。在进口替代进程中，国内最有竞争力的对手有迈克生物、迈瑞医疗、安图生物、亚辉龙（未上市）等，其中公司 2019 市占率最高，约为 7.2%。

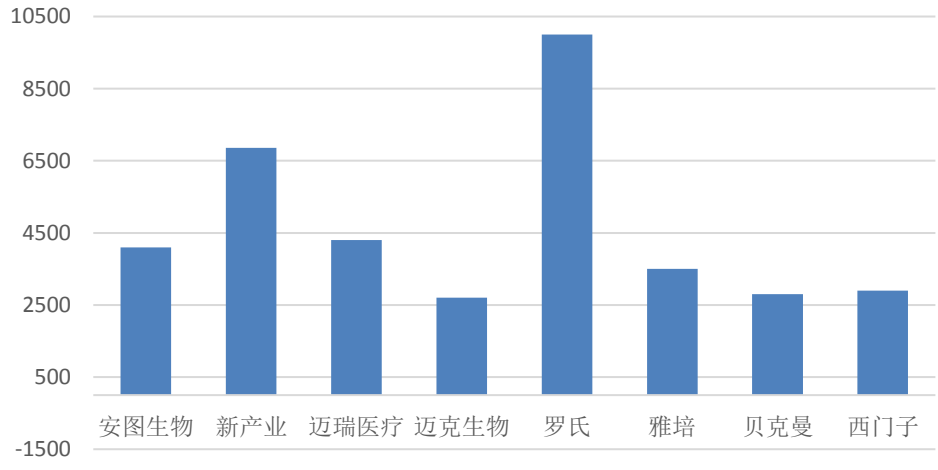
公司在进口替代的竞争中拥有这几大竞争优势：1）公司国内设备铺设约 7000 台，远超国内可比公司。2）公司注册发光试剂 122 个，为全球项目覆盖最广企业。3）先进直接化学发光技术，技术对标雅培。4）拥有全球最快发光仪器 MAGLUMI X8，设备技术水平国内领先。

1、公司发光设备铺设全国第二，国产企业第一

与生化检测系统不同，化学发光检测设备和试剂通常为封闭系统，设备的铺设会直接带动相关制剂的销量。所以普遍设备价格不高或免费投放至医疗机构，而设备的铺设量可以直接体现出市场对公司的认可度。依托于公司化学发光试剂覆盖最全，仪器效果、质量好等优势，公司铺设的仪器 95%以上为销售，而非免费投放，直接反映出市场对公司的认可；同时销售设备的换新速率远低于投放设备，提升了公司设备铺设的质量。

公司的仪器销售从小基数+高增速已经发展到目前的大基数+稳存量的阶段，经过多年的品牌力积累和装机量沉淀，已对国内的各级医疗机构进行完整的布局;截止 2020 年 5 月，公司已在国内铺设约 7000 台设备，仅次于发光巨头罗氏，为国内化学发光企业中铺设范围最广的企业，铺设范围的优势明显。公司目前从铺设设备的阶段逐渐转换成设备投放加提高存量仪器单机试剂产出并重的新阶段。

图 18：国内主要化学发光企业装机台数（台）



资料来源：各公司年报，产业信息网，华金证券研究所

2、全球最全检测项目，多特色项目反向推动设备销售

公司的试剂产品基本可以完成进口替代，在技术层面上与跨国龙头接近。公司采用最先进的纳米免疫磁性微球作为关键分离材料，同时自主研发人工合成小分子有机化合物作为发光标记物。

截止 2019 年底，已成功研发出包括甲状腺、性腺、肿瘤标志物、代谢、传染病等检测项目的 122 项化学发光试剂医疗器械产品注册证，为全国试剂种类最全的企业之一，打破了跨国巨头的垄断。公司的试剂检测结果准确度高、稳定性好，精准度与雅培、贝克曼等进口试剂十分接近，同时在价格方面有较高的优势，使得市场对公司产品的认可度不断提升。

在特色项目上，公司拥有 Lp-PLA2、超敏肌钙蛋白 I、25-OHVD、CA50、CA72-4、CA24-2、Cyfra21-1、SCCA、TRAb、rT3 等多个特殊项目，在国内外深受大型医疗机构的欢迎。部分需求这些特殊项目的医疗机构大概率会选购公司仪器。公司设备和试剂为封闭性系统，通过特色项目投放的设备同时可以带动其他项目的收入的增长。

表 6：公司 122 种检测项目统计

检测对象	上市试剂	即将上市	适用范围
性腺	**13**	3	针对男女性不孕、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的诊断
甲状腺	**11**		需要对甲亢、甲减、自身免疫性甲状腺疾病的诊断的患者；新生 儿甲减检查
糖代谢	7		I、II 型糖尿病的诊断及监测、妊娠期高血压检测。
肾功能	2		肾脏疾病的诊断、肾脏功能监测
肝纤维化	5		肝纤维化病变的诊断及监测
肿瘤标志物	**15**	5	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
骨代谢	4	2	高、低钙血症、骨损伤后骨质合成、骨质疏松的患者；VD 的骨 外应用方面：心血管系统疾病、糖尿病、肿瘤、免疫系统疾病诊断
产前筛查	4		唐氏综合症和神经管缺陷的产前筛查
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的
心血管及心肌标志物	**15**	1	心肌梗死/损伤、心力衰竭、肺栓塞、深静脉血栓、心脏病、高血压、动脉粥样硬化和缺血性卒中的诊断
炎症检测	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
贫血	3		贫血的诊断及缘由判断的人群。
传染病	8	3	梅毒、艾滋病的诊断，以及乙肝、丙肝病毒感染检测、治疗监测
优生优育	9	3	优生优育，孕前或孕早期检查，产前感染的鉴别诊断
EB 病毒	6	1	主要用于鼻咽癌的筛查、诊断及治疗监测的患者。
自免疫体	4	10	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
内分泌激素	3		巨人症、矮小症、皮质醇增多症的检测
胃功能	3	1	胃功能障碍、幽门螺旋杆菌的检测
药物监测	3		对环孢霉素 A、他克莫司的监测

资料来源：公司官网，招股书，华金证券研究所

3、先进直接化学发光技术，对标雅培

化学发光技术可分为板式发光和管式发光，管式发光为新一代技术，相对板式发光有高灵敏度、高精度、线性范围宽、支持急诊插入标本等优点，在国际上被广泛使用。与安图生物从酶联起步到板式再到管式的逐步发展路径不同，新产业直接从最高端的管式化学发光开始切入，直接研发最核心、最先进的技术。经过多年研发，自主研制出纳米免疫磁性微球的制备技术，该技术

为化学发光的核心技术，属于公司专有技术，并于 2016 年成功申请专利。目前公司化学发光技术已和国际巨头接近，在检测数量和检测速度上有一定优势，公司的国际品牌力也在同步提升，于 2017 年 7 月成为中国第一家获得美国 FDA 准入的化学发光厂家。

在管式发光中分为直接化学发光、酶促化学发光，电化学发光为直接化学发光的一个分支；公司使用的是国际先进的直接化学发光，从技术层面上来看，与电化学发光接近，优于酶促化学发光。酶促化学发光采用含辣根过氧化物酶等显色酶的试剂，易受到运输储存条件、环境 PH 值等不稳定因素影响而导致精度下降，而直接化学发光采用吖啶酯、鲁米诺(ABEI)等稳定的分子标记物。在检测精度上，直接法检测结果线性关系更好，并且标准曲线制作比酶促法更便捷，偏移率更低。目前贝克曼、迈瑞医疗、安图生物均采用酶促化学发光法；电化学发光为罗氏独有技术，普门科技在 2017 年生产出电化学发光仪器，但在准确率、速度等方面和罗氏相差较远；雅培、新产业、迈克生物等公司采用直接化学发光。

表 7：化学发光技术路径

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、鲁米诺(ABEI)、异鲁米诺等	海外企业普遍采用碱性磷酸酶(ALP)，国内企业普遍采用辣根过氧化物酶(HRP)等
发光底物	三丙胺	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	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。
检测速度	25 秒	3-5 秒	辉光反应激发需要几分钟
光信号特点	采用电激发光方式发光，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	采用瞬间发光方式发光，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	采用酶促反应后发出辉光方式发光，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
代表企业	罗氏、普门科技	雅培、西门子、迈克生物、新产业	安图生物、迈瑞医疗、贝克曼

资料来源：招股书，公开资料整理，华金证券研究所

4、全球最快检测设备，设备精度媲美跨国企业水平

公司在全自动化学发光免疫分析仪的制造方面拥有许多关键技术，均来源于自主研发且拥有自主知识产权，仪器的批量生产均应用这些技术，其中部分取得发明专利。目前公司已有 8 款全自动化学发光免疫分析仪器，根据客户的差异化需求，分别推出了针对小客户的 MAGLUMI 800/2000 等小型设备，针对中大型客户的 MAGLUMI 4000/ 4000Plus、MAULUMI X8 等大型设备，其中 X8 为公司在中大型医疗机构与海外竞争对手抗衡的重要产品，主要面向三级医院等高端客户。

目前国内企业的发光设备在多个维度上均与跨国巨头十分接近，公司持续加强纵向研发，成为国内化学发光设备方面的翘楚：1）检测项目方面，国产设备在检测项目数量和检测速度上均于跨国巨头十分接近，例如迈瑞、安图、迈克可检测项目约为 76、98、107 个。而公司发光检测项目多达 122 个，研发中项目有 16 个，为国内可检测项目最多的企业，在检测项目数量上占据绝对优势。并且公司 Lp-PLA2、25-OHVD、CA50、CA24-2、Cyfra21-1 等多个独特项目均能与国内竞争对手拉开差距。2）检测速度方面，迈瑞的 CL-6000i、迈克的 I3000 检测速度分别可达 480T/H、300T/H；罗氏、贝克曼、雅培仪器的最快检测速度分别为 300T/H、400T/H、400T/H。公司在 2019 年推出的 MAGLUMI X8 检测速度高达 600T/H，为全球检测速度最快的全自动化学发光仪器，并且可以组成双模块来进一步提升检测效率，是公司针对大型医疗机构推出的重点机型。公司 X8 机型可以和本公司自主研发的生化设备组成全自动流水线，帮助对检测速度要求较高的三级医院、大型研究所大大提升检测效率；公司在生化检测试剂也有一定布局。3）检测精度方面，国内企业检测项目总体质量和海外企业有一定的差距，在传染病、肿瘤等部分项目上准确度、稳定性已经可以与海外竞争者媲美。公司借助先发优势，采用国际先进的直接化学发光法，采用小分子材料异鲁米诺（ABEI），检测精度、线性范围十分接近龙头罗氏的电化学发光，高于迈瑞和安图的酶促法，属于国内第一梯队，多项目在二、三级医院受到良好评价。公司每年都在加大对研发的投入，和外企的差距在逐年缩小。总的来看，国内企业发光设备的实力与外企设备差距在缩小，公司凭借 X8 等高端设备，在检测速度、检测项目上均保持领跑，在检测质量上对比国内企业也有一定优势。

表 8：国内外主要化学发光仪器对比

企业	型号	原理	检测速度（T/H）	样本位	试剂位	检测项目
国内企业：						
迈瑞	CL-6000i	酶促化学发光	480	300	36	76
	CL-2000i	酶促化学发光	240	300	36	
安图	A1000	酶促化学发光	100	100	24	98
	A2000Plus	酶促化学发光	200	100	24	
	A2000	酶促化学发光	200	100	24	
迈克	i3000	直接化学发光（吖啶酯）	300	200	30	107
	IS1200	酶促化学发光	120	50	-	
新产业	MAGLUMIX8	直接化学发光（ABEI）	600	300	42	122
	MAGLUMI4000Plus	直接化学发光（ABEI）	280	144	25	
	MAGLUMI2000Plus	直接化学发光（ABEI）	180	144	25	
	MAGLUMI2000	直接化学发光（ABEI）	180	144	15	
海外企业：						
罗氏	cobas®e801	电化学发光（三联吡啶钌）	300	-	-	
	cobas®e602（2011 年）		170	-	25	

雅培	Architecti4000SR	直接化学发光（吖啶酯）和酶促化学发光	400	50	50
	Architecti2000SR		200	135	25
	Architecti1000SR		100	65	25
贝克曼	UniCelDxI800（2003 年）	酶促化学发光（AMPPD）	400	120	50
	ACCESS2		100	60	24
西门子	ADVIA®CentaurXPT	直接化学发光（吖啶酯）和酶促化学发光	240	180	30
	IMMULITE®2000Xpi（2015 年）		200	-	24

资料来源：各公司官网，华金证券研究所

（二）客户结构升级，海外设备铺设加速

由于早期公司技术实力、设备性能等较进口仪器有一定的差距，产品主要在一、二级医院和其他基层医院或医疗机构销售，在三级医院销售量相对较少。2019 年公司数量最多的用户为一级及以下医院，约占 47%，二、三级的占比分别为 32%、16%。而随着公司检测精度、设备性能等各方面开始接近海外企业，公司产品开始受到三级医院的认可，再加上公司发光产品的高性价比和良好的维修服务体系，三级医院用户数量增加较快。在 2019 年设备销售中，约有 20%的设备销往三级医院，有 34%设备销往二级医院，销售结构升级明显。公司 MAGLUMI X8 和 MAGLUMI 4000 Plus 等大型发光设备销售占比的逐渐提升，直接带动平均单台设备的试剂产出，从 2017 年的 16.9 万元/台增加到 2019 年的 19.3 万元/台。公司最新研发的 MAGLUMI X8 正处于推广阶段，受到疫情影响，目前约铺设 150 台，预计在 2020 下半年至 2021 年开始加速铺设，逐渐切入三级医院市场，强化公司产品结构，实现价量齐升。

特色试剂和完善的试剂产品线可以反向推动公司仪器在三级医院的销售。 公司拥有全球最全的 122 个发光检测项目，同时也注重于试剂的研发；2018-2019 年合计推出 18 款化学发光试剂、8 款生化试剂，其中 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）等项目为中大型医疗机构的热门检测项目。依托化学发光检测闭环系统的特性，三级医院等对检测项目种类要求高的机构，为确保满足病人多样化的检测需求，在采购设备时会优先选择新产业的设备；推动设备销售在三级医院、大型实验室中的销售。

图 19：2019 年公司终端客户占比

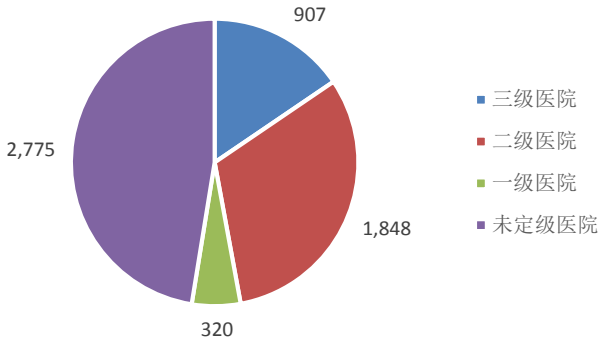
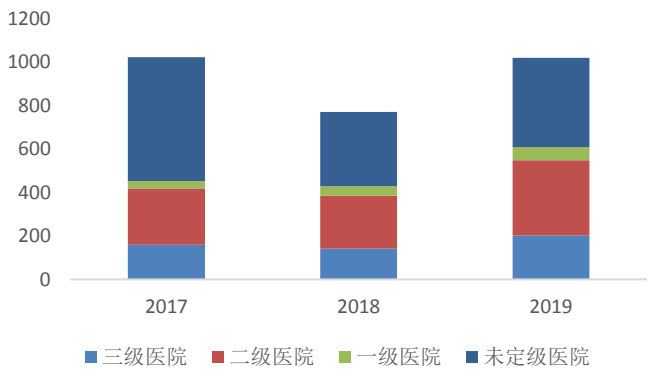


图 20：公司近三年国内设备在各级医院销售情况（台）



资料来源：招股书，华金证券研究所

资料来源：招股书，华金证券研究所

海外销售方面，海外市场竞争激烈，公司从低端市场切入，加强公司平台影响力，逐步对中高端市场渗透。目前公司主要客户为小型研究所和诊所，处于设备推广阶段，出口产品以 MAGLUMI 800 和 MAGLUMI 600 等小型设备为主。近三年设备销售额增长较快 2017、2018、2019 分别出口 925、1083、1436 台发光仪器，增速明显快于国内设备销售；海外销量增长的原因主要系海外经销商实力增强、终端开拓效果良好，尤其是在印度、沙特阿拉伯、罗马尼亚等国家的装机量增长较快。

新冠肺炎催化公司海外设备铺设，长期来看试剂销售占比有望提升。公司为全球最早研发出新冠 IgG、IgM 抗体试剂盒并拿到 CE 认证的企业；由于二季度海外疫情的失控，公司海外新冠抗体试剂盒销售情况良好，同时由于发光检测封闭系统的特性，公司发光仪器也供不应求。预计公司海外发光设备的铺设速度将进一步被催化，长期来看，带动公司海外试剂的销售。2019 年公司海外试剂销售占比仅为 49%，较国内试剂销售占比的 86%明显有差距，主要原因系公司在海外的销售处于早期，主要以设备铺设等增加渗透率的推广工作为主。短期来看，新冠抗体试剂盒有望明显增加公司海外试剂收入；长期来看，随着公司设备的推广，早期铺设的仪器在试剂销售上将逐渐开始放量，改善公司海外销售结构，高利润的试剂销量占比将逐步提升。

图 21：公司海内外设备销售速度明显快于国内

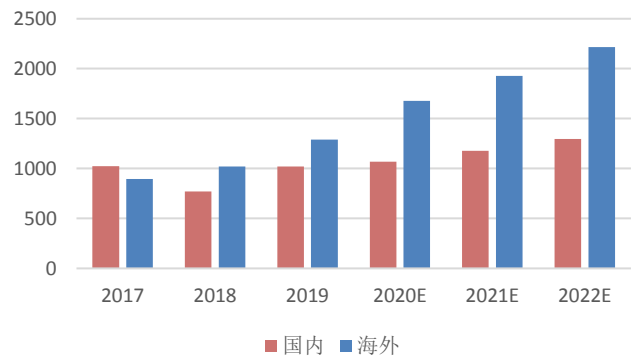
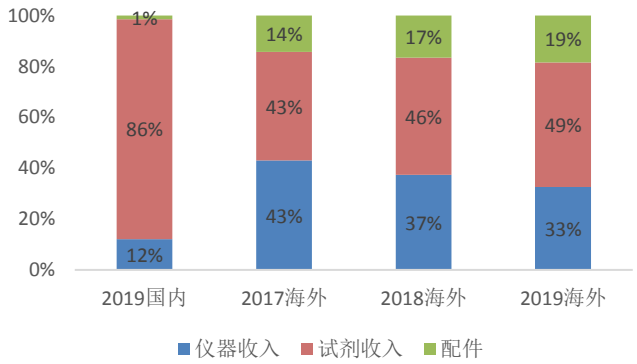


图 22：公司海外试剂销售仍有较大空间



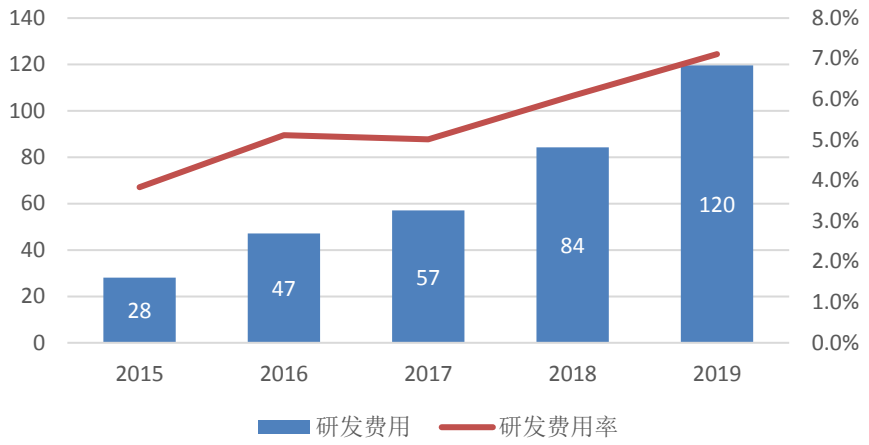
资料来源：招股书，华金证券研究所

资料来源：招股书，华金证券研究所

（三）研发管线丰富，助力未来成长

研发能力是 IVD 企业的核心竞争力。公司为巩固和提高在国内免疫诊断领域的竞争力，持续加强对研发的投入，加强研发团队实力和创新能力；做到产品销售一代、研发一代、储备一代的目标。公司研发费用率从 2015 年的 3.8%提升到 2019 年的 9.6%，研发投入复合增速达 43.7%。

图 23：公司注重研发投入



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司不仅在高端市场借助新产品 X8 突破，也在产品多样性方面满足客户的需求。公司目前在研 6 款设备产品；其中在研的化学发光仪器为 MAGLUMI X3 和 Mini，分别针对场地空间要求高的中型医院和小型医疗、体检机构。在研的 Biossays 240、E6 生化仪器等主要完善公司在中小生化设备上的覆盖。Biossays C8 主要用于满足公司流水线产品的高通量需求。

表 9：设备研发管线

仪器型号	创新点
MAGLUMIX3	1、单反应杯设计，试验流程更加灵活 2、创新的重悬浮清洗结构设计，显著提升试剂测试的灵敏度 3、体积小巧，测速和装载量媲美中大型机，更好的满足客户需求 4、仪器检测速度高达 200 测试/小时
MAGLUMIX-Mini	1、单人份试剂条设计，试剂即插即用 2、创新的无液路设计，仪器免维护 3、体积小巧，适用于小型终端及急诊用户 4、采用 Maglumi 系列同样的试剂体系，结果媲美大型机
Biossays240Plus	1、单针设计，恒速 240 测试/小时，体积小巧 2、凹面平像场光栅后分光式设计，16 波长，寿命更长波长更准确 3、可以选配内置 ISE 模块 4、反应杯重复清洗设计，降低客户耗材成本
Biossays240	1、单针设计，恒速 240 测试/小时，体积小巧 2、凹面平像场光栅后分光式设计，16 波长，寿命更长波长更准确 3、可以选配内置 ISE 模块 4、一次性反应杯设计，仪器成本更低
BiossyasC8	1、1600 测试/小时高速全自动生化分析仪 2、更多的试剂位，更好的满足客户需求 3、永久性石英比色杯设计，免除更换成本 4、可以连入全实验室自动化系统，适用于更大型终端
BiossaysE6	1、500 测试/小时单机版全自动电解质分析仪 2、原试管自动穿刺功能，钙离子测试更加稳定 3、体积小巧，电脑屏幕一体化设计，成本更低 4、可以连入全实验室自动化系统，可满足大型终端要求

资料来源：招股书，华金证券研究所

公司持续加强对更多检测项目的完善覆盖；目前研发管线中共有 31 个试剂盒，其中 16 个为化学发光试剂盒，15 个为生化试剂盒；新研发的产品对自免抗体、肿瘤、传染病等多个方面进行进一步的完善覆盖。公司目前有 7 个试剂新产品获得注册检验报告，并已进入临床试验阶段。

表 10：有 31 款试剂盒在研发管线中

类别	检测方式	适用检测范围
化学发光试剂：		
自免抗体	抗着丝点抗体 IgG 测定试剂盒	局限型系统性硬化症（LSSc）的辅助诊断
自免抗体	抗 M2-3E 抗体 IgG 测定试剂盒	原发性胆汁性肝硬化（PBC）的辅助诊断
自免抗体	抗组蛋白抗体 IgG 测定试剂盒	系统性红斑狼疮（SLE）特别是药物诱导性（普鲁卡因等）狼疮的辅助诊断
自免抗体	抗核糖体核蛋白抗体 IgG 测定试剂盒	系统性红斑狼疮（SLE）的辅助诊断
肿瘤标志物	胃泌素释放肽前体测定试剂盒	小细胞肺癌的辅助诊断和疗效检测
肿瘤标志物	异常凝血酶原测定试剂盒	肝癌的辅助诊断和疗效监测
自免抗体	抗 Sm/RNP 抗体 IgG 测定试剂盒	主要用于系统红斑银疮（SLE）和混合性结缔组织病（MCTD）的辅助诊断
自免抗体	抗 Sm 抗体 IgG 测定试剂盒	主要用于系统红斑狼疮的辅助诊断
自免抗体	抗 SS-A/Ro 抗体 IgG 测定试剂盒	主要用于干燥综合征(SS)，类风湿关节炎，SLE，亚急性皮肤性狼疮的辅助诊断
自免抗体	抗 SS-B 抗体 IgG 测定试剂盒	干燥综合征(SS)、系统性红斑狼疮（SLE）、多克隆高丙种球蛋白血病与冷球蛋白血症等疾病的辅助诊断
自免抗体	抗 Jo-1 抗体 IgG 测定试剂盒	主要用于多发性肌炎/皮肌炎(PM/DM)的辅助诊
心肌标志物	乙型肝炎病毒 e 抗原测定试剂盒	用于心血管系统炎症的辅助诊断
传染病	乙型肝炎病毒 e 抗原测定试剂盒	主要用于乙型肝炎病毒感染的辅助诊断
传染病	乙型肝炎病毒 e 抗原测定试剂盒	主要用于乙型肝炎病毒感染的辅助诊断
传染病	乙型肝炎病毒核心抗体测定试剂盒	主要用于乙型肝炎病毒感染的辅助诊断
优生优育	Ⅰ型单纯疱疹病毒 IgG 抗体检测试剂盒	用于Ⅰ型单纯疱疹感染的辅助诊断
生化试剂：		
肝功能	前白蛋白测定试剂盒	肝损害程度及营养评估
心肌标志物	乳酸脱氢酶同工酶 1 测定试剂盒	心肌梗死等疾病的辅助诊断
无机离子	镁测定试剂盒	镁代谢紊乱的辅助诊断
特种蛋白	不饱和铁结合力测定试剂盒	主要用于贫血、肝功能障碍等由铁代谢异常引起的疾病的辅助诊断
肾功能	尿液/脑脊液总蛋白测定试剂盒	主要用于中枢神经系统/肾脏疾病的辅助诊断
肾功能	尿微量白蛋白测定试剂盒	主要用于肾脏疾病的辅助诊断
肝功能	氨测定试剂盒	主要用于肝性脑病的辅助诊断
糖尿病	β-羟丁酸测定试剂盒	主要用于酮症酸中毒的辅助诊断
特种蛋白	C 反应蛋白测定试剂盒	主要作为一种非特异性炎症指标
胰腺类	脂肪酶测定试剂盒	主要用于急性胰腺炎的辅助诊断
风湿病	类风湿因子测定试剂盒	主要用于类风湿关节炎（RA）的辅助诊断
肝功能	胆碱酯酶测定试剂盒	主要用于肝脏损伤及有机磷中毒的辅助诊断
肿瘤标志物	α-L-岩藻糖苷酶测定试剂盒	主要用于肝癌的辅助诊断

特种蛋白	结合珠蛋白测定试剂盒	主要用于溶血性贫血的辅助诊断
糖尿病	糖化血清蛋白测定试剂盒	主要用于血糖水平的监控

资料来源：招股书，华金证券研究所

（四）募投项目帮助突破产能瓶颈

由于市场对于公司产品的认可，加上公司设备销售管线的完善，公司产品出现供不应求情况；为满足试剂快速增长的需求，公司通过加大排班密度、改进生产流程等方式提升产能，2018 年产能利用率达到 114%，产能瓶颈问题严重。2019 年 9 月，公司提前用自筹资金建设的二期项目部分投入生产，缓解了试剂产能瓶颈，实际产能提升到年产全自动化学发光分析仪 2,500 台，配套试剂 210 万盒；暂时满足生产需要，但产能仍不足。

表 11：公司近三年产能利用率

项目	年份	产能	产量	销量	产销率	产能利用率
设备及配套软件(台)	2017	2500	1901	1906	100.3%	76.0%
	2018	2500	1967	1763	89.6%	78.7%
	2019	2500	2445	2285	93.5%	97.8%
配套试剂（万套）	2017	150.0	127.7	119.6	93.7%	85.1%
	2018	150.0	170.2	152.8	89.8%	113.5%
	2019	210.0	199.1	187.4	94.1%	94.8%

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

公司本次通过上市募集项目资金 12.03 亿元，资金预计全部投入建设生产基地二期、研发中心、海外项目等。为加快项目建设以满足公司发展需要，在募集资金到位前公司将根据项目进展和资金需求，先行以自筹资金投入实施上述项目，待募集资金到位后，按公司有关募集资金使用管理的相关规定置换本次发行前已投入使用的自筹资金。生产基地二期项目完全投产后，公司产能将提升至年产 3000 台化学发光仪器、1500 台模块生化分析系统和 400 万配套试剂。在二期项目的建设中，产能将分阶段释放，逐步缓解公司产能瓶颈。

表 12：公司募投项目总览

项目名称	投资总额（万元）	拟筹集资金投入金额(万元)	建设期	项目备案
新产业生物研发生产基地二期	65092.37	65092.37	36 个月	深坪山发财备案〔2015〕0132 号
新产业生物研发中心项目	13731	13731	24 个月	深坪山发财备案〔2015〕0130 号
新产业生物营销网络升级项目	13976.25	13976.25	18 个月	深坪山发财备案〔2015〕0131 号
新产业生物海外拓展项目	27451.54	27451.54	36 个月	境外投资证第 N4403201600211 号 境外投资证第 N4403201600402 号 境外投资证第 N4403201800288 号

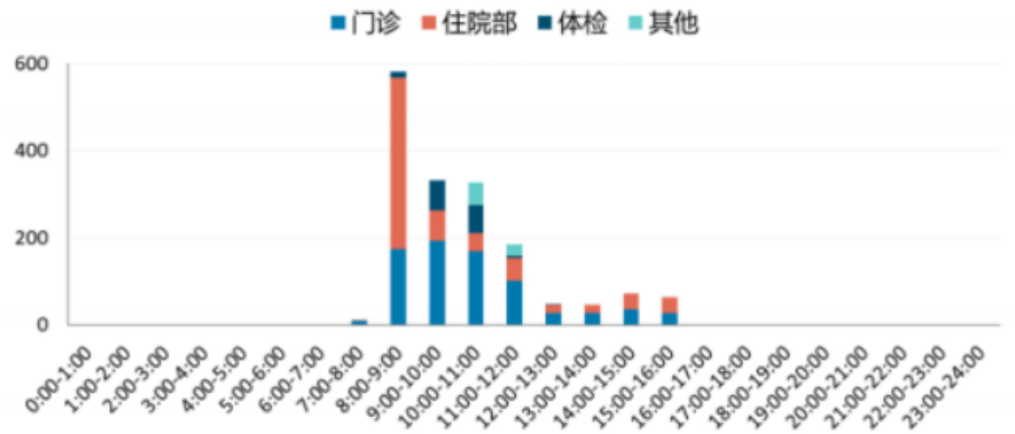
资料来源：招股书，华金证券研究所

（四）组建多功能自动化流水线，加速三级医院推广入驻

流水线根据自动化程度分为生化免疫级联、TTA（Task Targeted Automation）和 TLA（Total laboratory automation，TLA）两类，其中 TLA 可实现进样、检测、出样本全流程自动化。

全自动流水线可以解决国内三级医院检验科高峰拥堵的痛点。2018 年我国三级医院平均日门诊量在 2200 人次，三甲医院检验科日采样量可以达到 5000-8000 份，单次采样可能需要做几十个生化指标的检测。因为抽血大多要求空腹，体检、住院部的血样多在早晨采集，营业后第一个小时的样本量占到全天的 40%；样本采集后需要人工会处理，导致医院早上检测的严重拥堵；极易在样本处理中出错，同时增加报告审批的压力。自动化流水线系统可以完成样本预处理、送样、分析和分析后出样的全自动化处理，释放医护力量处理急诊等突发事件，加强医院检测的效率。长期来看，自动化流水线可以明显改善医院检测的效率，并且普遍单条流水线可满足三级医院 70%左右的检测需求，未来是生化和免疫检测的大方向。

图 24：样本三级医院检验科早晨检测严重拥堵



资料来源：临床实验室网，华金证券研究所

流水线高壁垒，推广的核心逻辑在于化学发光是否受市场认可。全自动化流水线属于高精度的复杂系统，国内外化学发光企业很难在检测仪器和系统上都做到充足的储备，所以目前主要采用合作的方式建立流水线，系统、轨道等部件一般由 PVT、日立、赛默飞等成熟第三方合作提供。包括安图、罗氏在内的国内外龙头企业的流水线在轨道通量、自动化系统上的差距不大，均可满足 TLA (Total Laboratory Automation)级别的全自动化检测流程；区分流水线性能的主要因素是化学发光仪器、生化检测仪的性能和试剂检测精度，这也是全自动流水线的主要壁垒。TLA 级别流水线价格昂贵，普遍在千万级别，更适合年检测样本量在 100 万人次以上的三级医院。在高级别医院中，公司产品在渗透率上对比国内企业有优势；截止 2020 年初，公司发光产品在三甲医院市占率达到 50%以上，在三级医院渗透率达到 30%。使用公司发光设备的三级医院在考虑更换国产流水线时会优先考虑公司流水线产品，因此公司在三级医院中推广有明显的优势。

表 13：国内主要流水线产品均为合作研发产品

厂商	型号	开放程度	合作商	上市时间
罗氏	CCM	封闭	日立	2014
雅培	Accelerator	封闭	Inpeco	2013
西门子	Aptio	封闭	Inpeco	2011
贝克曼	Power Express	封闭	IDS	2013
迈瑞医疗	M6000	封闭		2019
安图生物	Autolas B-1 series	半封闭	IDS	2018
透景生物	日立透景	开放	日立	2018

厂商	型号	开放程度	合作商	上市时间
润达医疗	Clinolog-RD	开放	A&T	2017
新产业	Satlas-TCA	半封闭	Thermo Fisher	2019
亚辉龙	iTLA	半封闭	IDS	2019

资料来源：各公司公告、官网，华金证券研究所

公司 TLA 级全自动流水线推广在即。公司在 2019 年 9 月和跨国巨头赛默飞合作，发布了 SATLAS-TCA 实验室自动化流水线，产品在系统上采用了赛诺菲的自动化系统 TCAutomation，在设备上采用了公司自主研发的高速发光仪器和生化检测仪器；可以达到 TLA 级别的全自动化水平，从进样、离心、去盖、分杯贴标、化学发光仪器分析、加盖、分类到出样均实现了全自动智能化操作，有效减少医院的人员配置的同时大幅度提升单个实验室的检测能力。SATLAS-TCA 流水线最快可实现 1500 管/小时的样本处理通量，600T/小时/台的免疫检测速度，1600T/小时/台的生化检测速度，可根据客户需求实现多模块化组装。公司流水线在今年 6 月落地，并开始向三级医院、大型实验室推广；预计在 2021 年开始陆续安装，在 2021 下半年至 2022 年开始销售试剂，提供业绩弹性。

流水线单台产出可达 150 万元。公司发光设备平均单台产出约 16 万元(小型设备占比高)，大型设备 MAGLUMI X8 单台产出预计为 50-60 万元；生化检测设备产出预计在 50-70 万元。在三级医院中，普遍一条流水线会配备 2 台发光检测设备和 1 台生化检测设备。保守估计，单条流水线系统有望每年为公司提供 150 万元以上的收入；三甲医院等高检测需求的单位，单条流水线收入有望达到 300 万元以上。流水线入驻三级医院不仅为公司带来大量试剂收入，还能提高公司在高端市场中的品牌影响力，长期加强高端市场竞争力。

生化免疫级联流水线更适合二级医院。由于价格和检测量的原因，目前二级医院中流水线的普及率不高。而随着分级诊断等政策推动，二级医院检测需求将快速提升，将面临人手短缺的问题，生化免疫级联流水线完全符合未来二级医院的需求，加速配置有望成为趋势。在流水线的选择上，进口流水线的设备成本和试剂成本普遍比国产流水线高 30-50%左右，在对价格敏感的二级医院推广中，国产流水线在价格上有明显优势。此外，流水线签约期在 5 年以上，排他性强，优先推广流水线的企业会有先发优势。国产企业中，安图、迈瑞和公司先后推出了相关产品，在推出时间上比较接近，主要比拼的是化学发光的技术优势。公司的生化免疫级联流水线 Biolumi8000 在 2019 年取得医疗器械产品注册证，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血清检测系统，在技术水平上，尤其是化学发光方面具备竞争优势。目前产品已经具备量产能力，正在二级、部分三级医院中积极推广。

图 25：SATLAS-TCA



图 26：Biolumi 8000



资料来源：公司官网，华金证券研究所

资料来源：公司官网，华金证券研究所

三、盈利预测

国内市场方面：

设备销售：国内设备销售保持低增速；公司大型设备 X8 完全具备替代跨国企业产品的能力，在进口替代加速的过程中，公司三级医院和高级实验室等高端客户占比有望提升。中大型设备销售占比提升，设备单价也相应提升。预计国内设备收入将保持 20%左右的增速。

试剂销售：今年受到一季度疫情影响，国内试剂收入增速受到一定影响；如果明后年疫情不出现反复，依托于公司产能逐步扩大和中高端设备占比的提升，单台设备产出在明后年将保持增 10%以上的高增长。综合来看，国内试剂收入未来将保持 25-35%的高增速。

综上来看：国内收入受益于进口替代、分级诊断等政策带来的市场增量，加上公司高端设备推广带来的销售结构升级，未来三年收入有望保持 30%左右的高增速。明年疫苗接种后带来的高精度新冠抗体检测需求和流水线的推广也为公司新的业绩弹性。

海外市场方面：

设备销售：海外由于二季度疫情爆发，对新冠抗体检测的需求激增，公司海外设备销售加速，今年有望保持 30%以上增速。由于海外相对竞争激烈并且出口设备大多为 600/800 型号的小型设备，公司设备溢价能力不强，价格基本保持不变。

试剂销售：公司海外市场经过前期的设备推广期后，开始进入试剂放量期，试剂收入未来将保持 30%以上的高增速。叠加新冠试剂盒热卖影响，2020 年海外试剂收入增速有望达到 50%以上。

综上来看：海外市场逐渐开始进入试剂放量期，加上公司在疫情期间积累的口碑和设备的加速铺设，今年公司海外收入有望达到 50%，明后两年收入增速有望达到 25%。

表 14：2020-2022 公司主营业务收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**114,056**	**138,362**	**168,159**	**218,985**	**285,497**	**367,135**
yoy		21.3%	21.5%	30.2%	30.4%	28.6%
国内收入：	**91,603**	**111,727**	**133,738**	**165,834**	**219,419**	**283,018**
yoy		22.0%	19.7%	24.0%	32.3%	29.0%
仪器收入	13,989	12,761	16,190	18361	21813	25919
yoy		-8.8%	26.9%	13.4%	18.8%	18.8%
仪器销量	1022	770	1,019	1070	1177	1295
yoy		-24.7%	32.3%	5.0%	10.0%	10.0%
单价（万元/台）	13.7	16.6	15.9	17.2	18.5	20.0
yoy		21.1%	-4.1%	8.0%	8.0%	8.0%
试剂收入	76042	96873	115623	145039	194321	252791
yoy		27.4%	19.4%	25.4%	34.0%	30.1%
单台产出（万元/台）	15.00	16.59	16.85	18.54	21.88	25.16

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
yoy		10.6%	1.6%	10.0%	18.0%	15.0%
国内铺设量	5,071	5,841	6860	7823	8882	10048
yoy		15.2%	17.4%	14.0%	13.5%	13.1%
配件及其他收入：	1572	2093	1925	2434	3286	4307
yoy		33.2%	-8.0%	26.4%	35.0%	31.1%
海外收入：	**22,453**	**26,635**	**34,421**	**53,152**	**66,078**	**84,117**
yoy		18.6%	29.2%	54.4%	24.3%	27.3%
仪器收入	9,653	9,939	11,235	19720	21540	25514
yoy		3.0%	13.0%	75.5%	9.2%	18.4%
仪器销量	894	1019	1,289	1676	1927	2216
yoy		14.0%	26.5%	30.0%	15.0%	15.0%
单价（万元/台）	10.8	9.8	8.7	11.8	11.2	11.5
yoy		-9.7%	-10.6%	35.0%	-5.0%	3.0%
试剂收入	9589	12284	16816	24201	32174	42246
yoy		28.1%	36.9%	43.9%	32.9%	31.3%
单台产出（万元/台）	2.75	2.69	2.80	3.22	3.48	3.76
yoy		-2.3%	4.1%	15.0%	8.0%	8.0%
海外铺设量	3481	4564	6000	7508	9243	11237
yoy		31.1%	31.5%	25.1%	23.1%	21.6%
配件及其他收入：	3211	4412	6370	9231	12364	16358
yoy		37.4%	44.4%	44.9%	33.9%	32.3%

资料来源：Wind，华金证券研究所　注：假设新增设备中有 10%-15%为旧设备置换。

我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 21.90、28.55、36.71 亿元，增速分别为 30.2%、30.4%、28.6%；预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 9.93、13.15、17.07 亿元，增速分别为 28.5%、32.5%、29.8%；每股收益分别为 2.41、3.19、4.15 元，对应估值分别为 68X、51X、39X。基于（1）内生成长+进口替代，未来空间极大（2）最广设备铺设，最全试剂管线，业绩高确定性（3）疫情催化海外市场（4）研发管线丰富（5）全自动流水线开始铺设，首次覆盖，给予公司“增持-A“的评级。

表 15：可比公司估值

股票代码	公司名称	2020.07.08	EPS			PE		
		股价（元）	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300760.SZ	迈瑞医疗	301.22	3.85	4.73	5.72	78	64	53
603658.SH	安图生物	151.81	1.84	2.23	3.02	83	68	50
300463.SZ	迈克生物	57.62	0.94	1.24	1.48	61	46	39
688389.SH	普门生物	32.13	0.26	0.32	0.4	124	100	80
300676.SZ	华大基因	175.42	0.69	1.1	1.34	254	159	131
300639.SZ	凯普生物	51.00	0.68	0.92	1.19	75	55	43
行业平均						112	82	66
新产业		162.89	1.88	2.38	2.97	87	68	55

资料来源：Wind，华金证券研究所

四、风险提示

海外销售不及预期：海外销售存在较大不起确定性，存在不及预期风险

竞争激烈导致价格下降：随着迈克、安图加入化学发光市场，行业竞争度增加，未来可能拉低产品售价。

疫情再次爆发导致检测量下降：疫情存在反复的风险，将直接影响除新冠病毒检测外的其他项目检测量。

带量采购等政策风险：带量采购等医保降费政策将大幅度拉低试剂价格。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1867	2485	3443	4567	6148
现金	1431	1980	2709	3754	5018
应收票据及应收账款	204	228	334	398	544
预付账款	13	14	21	24	34
存货	194	237	346	358	512
其他流动资产	24	27	34	33	41
非流动资产	774	973	1130	1320	1557
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	333	533	673	845	1055
无形资产	55	103	117	123	132
其他非流动资产	386	337	340	351	370
资产总计	2641	3458	4573	5887	7705
流动负债	264	308	390	389	500
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	63	54	103	87	149
其他流动负债	202	254	286	302	352
非流动负债	**10**	**11**	**11**	**11**	**11**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	11	11	11	11
负债合计	275	319	400	399	511
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	370	370	412	412	412
资本公积	239	239	239	239	239
留存收益	1757	2529	3522	4837	6543
归属母公司股东权益	2366	3139	4173	5488	7194
负债和股东权益	2641	3458	4573	5887	7705

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	702	832	877	1280	1565
净利润	694	773	993	1315	1707
折旧摊销	43	60	81	103	131
财务费用	-19	-7	-23	-28	-34
投资损失	-34	-41	-26	-30	-33
营运资金变动	-15	23	-148	-80	-206
其他经营现金流	33	25	0	0	0
投资活动现金流	-250	-285	-212	-263	-335
筹资活动现金流	-102	-8	64	28	34
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.88	2.41	3.19	4.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	2.02	2.13	3.11	3.80
每股净资产(最新摊薄)	5.75	7.63	10.04	13.23	17.38

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1384	1682	2190	2855	3671
营业成本	265	337	455	550	680
营业税金及附加	8	8	11	15	19
营业费用	255	328	413	543	700
管理费用	35	50	60	78	103
研发费用	84	120	148	197	251
财务费用	-19	-7	-23	-28	-34
资产减值损失	-15	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	34	41	26	30	33
营业利润	808	899	1151	1531	1986
营业外收入	0	0	7	2	2
营业外支出	1	0	0	0	1
利润总额	807	898	1158	1533	1987
所得税	113	126	165	218	281
税后利润	694	773	993	1315	1707
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	694	773	993	1315	1707
EBITDA	807	899	1169	1539	1987

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.3	21.5	30.2	30.4	28.6
营业利润(%)	28.2	11.3	28.1	33.0	29.7
归属于母公司净利润(%)	28.9	11.3	28.5	32.5	29.8
获利能力					
毛利率(%)	80.8	80.0	79.2	80.7	81.5
净利率(%)	50.2	45.9	45.3	46.1	46.5
ROE(%)	29.3	24.6	24.0	24.1	23.9
ROIC(%)	27.6	22.9	22.5	22.6	22.2
偿债能力					
资产负债率(%)	10.4	9.2	8.8	6.8	6.6
流动比率	7.1	8.1	8.8	11.7	12.3
速动比率	6.2	7.2	7.8	10.7	11.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.1	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	3.7	5.8	5.8	5.8	5.8
估值比率					
P/E	96.6	86.8	67.5	51.0	39.3
P/B	28.3	21.4	16.2	12.3	9.4
EV/EBITDA	81.3	72.4	55.1	41.1	31.2

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn