

海内外双轮驱动增长，高速机占比持续提升

——新产业首次覆盖

公司深度

● 高毛利试剂是公司主要的利润来源，X8 贡献主要测试量

新产业是我国化学发光体外诊断龙头公司，也是我国稀缺的成功出海的化学发光体外诊断企业。公司依靠封闭式仪器带动高毛利试剂盈利，因此存量高速机数量是影响公司利润的主要因素，2019年推出 MAGLUMI X 系列仪器后公司发展进入新阶段，高速机 X8 产品力业内领先，是目前公司的主要测试量来源。2024 年前三季度公司 X8 装机量已达到 2023 年全年水平，存量 X8 数量稳定增长，试剂消耗量和利润增长确定性强。

● 我国院内检测向三级医院集中发展，X8 和 T8 有望占据国产替代份额

2023 年三级医院约占 70% 的院内检测市场，其占比呈持续提升趋势；三级医院化学发光体外诊断的国产化率仍处于较低水平，因此三级医院市场的国产替代是目前国内企业的重要增长来源。我国院内诊断呈集中化发展，三级医院检测量大，尤其适合检测效率高的高速机和体外诊断流水线；因此研发和推广高速机和流水线是目前国内企业国产替代的关键。新产业的高速机 X8 和全自主知识产权流水线 T8 的接连上市为公司占据高端市场份额奠定了基础。2024H1 按新装机数量计算，新产业市占率约为 10% 排名第二，其中高速机 X8 和流水线 T8 占 66% 的销售额，公司在国内三级医院的仪器存量持续提升，有望受益于三级医院体外诊断市场的国产替代。

● 我国化学发光体外诊断集采价格基本落地完毕，有望加速国产替代进程

我国化学发光体外诊断已经经历两次集采，终端价格降价约 50%，集采范围涉及全国大部分地区 and 主流项目中的传染病项目。2024 年第三次化学发光集采覆盖全国二十七省（区、兵团），覆盖项目包括肿瘤标志物和甲状腺功能检测；预计本次集采落地后，国内大部分地区 and 主流项目均进入集采范围内，集采对行业的降价影响基本出清。国内化学发光体外诊断竞争格局较好，集采政策温和，预计本次集采降价约为 50%，进口品牌经销商的利润空间被压缩，国产企业拿到入院资格，有望复制前两次集采加速国产替代的进程，国内龙头公司有望从中受益。

● 公司在海外的市场地位持续提升，中高速仪器装机占比提升明显

新兴市场具有高人口基数和落后的医疗基建，是全球体外诊断行业的增长点，新产业是稀缺的成功出海的化学发光体外诊断供应商，在多个新兴市场国家布局了子公司。随着新兴市场医疗基建的发展和公司海外市场地位的持续提升，公司新装仪器由小型机为主逐渐转变为中大型仪器为主，海外客户的产品升级将为公司中长期增长奠定坚实基础。2024 年前三季度大中型仪器占比已经达到 66%，大中型仪器装机量已经超过 2023 年全年，海外存量大中型仪器数量持续提升确定性强，驱动试剂收入增长。

● 首次覆盖，给予推荐评级

预计 2024E-2026E 新产业收入为 46.2 亿元，55.3 亿元，66.0 亿元；归母净利润为 19.2 亿元，23.2 亿元，28.1 亿元，归母净利润年复合增长率为 19.5%；首次覆盖，给予推荐评级。

风险提示：国内招标采购恢复不及预期风险，医保支付政策风险，集采降价超预期风险，国际关系风险

推荐（首次评级）

李志新（分析师）

lizhixin@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280523110001

庞雨东（研究助理）

pangyudong@cctgsc.com.cn

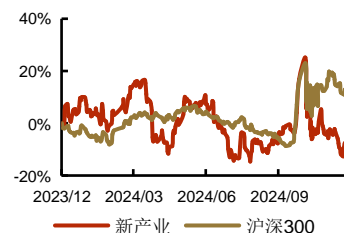
证书编号：S0280123100008

市场数据

2024.12.03

收盘价(元):	68.80
一年最低/最高(元):	58.31/97.20
总股本(亿股):	7.86
总市值(亿元):	541
流通股本(亿股):	6.80
流通市值(亿元):	468
近3月换手率:	45.54

股价一年走势



财务摘要和估值指标（数据截至 2024/12/03）

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,047	3,930	4,591	5,500	6,563
增长率(%)	19.7	29.0	16.8	19.8	19.3
净利润(百万元)	1,328	1,654	1,925	2,367	2,891
增长率(%)	36.4	24.5	16.4	23.0	22.1
毛利率(%)	70.3	73.0	74.6	75.1	75.5
净利率(%)	43.6	42.1	41.9	43.0	44.0
ROE(%)	20.8	21.9	22.2	22.8	23.0
EPS(摊薄/元)	1.69	2.10	2.45	3.01	3.68
P/E	40.5	46.3	27.7	22.5	18.4
P/B	6.4	8.7	6.1	5.1	4.2

资料来源：Wind，股价时间为 2024 年 12 月 03 日

目 录

1、 新产业——海内外双轮驱动的化学发光龙头公司.....	6
2、 化学发光免疫诊断——国产替代加速进行的高景气赛道.....	8
2.1、 体外诊断行业现状：我国院内检测向三级医院倾斜.....	8
2.2、 化学发光免疫诊断-我国体外诊断最大的市场.....	10
2.3、 集采范围逐渐扩大，2024年第三次集采后降价影响有望出清.....	15
2.4、 我国化学发光国产化率约为30%，三级医院仍处于进口垄断阶段.....	18
2.5、 按新装机仪器拆分，国产品牌新装机占比明显提升.....	19
3、 新产业：国产替代与IVD出海双轮驱动增长.....	21
3.1、 新产业试剂品类齐全，小分子夹心法的技术突破提升了竞争力.....	21
3.2、 MAGLUMI X系列产品力全球领先，提升单机产出.....	23
3.3、 SATLARS T8流水线进一步提升三级医院的竞争力.....	24
3.4、 MAGLUMI X系列成为主力机，装机量及单机产出双重增长.....	26
3.5、 国内市场：三级医院为主的高端市场是主要的增长驱动力.....	29
3.6、 海外市场：市场地位逐渐提升，中高速仪器装机提升单机产出.....	32
4、 预计未来三年归母净利润年复合增长率有望达到19.5%.....	34
5、 首次覆盖，给予推荐评级.....	34
附：财务预测摘要.....	36

图表目录

图 1： 我国化学发光行业市场竞争格局/2021.....	6
图 2： 我国化学发光仪器新装机竞争格局/2024H1.....	6
图 3： 新产业股权结构图/截至2024Q3.....	6
图 4： 新产业发展历史.....	7
图 5： 新产业营业收入及净利润/万元.....	7
图 6： 新产业海内外收入/万元.....	7
图 7： 我国医疗机构门诊诊疗人次/亿人次.....	8
图 8： 我国入院人次/万人次.....	8
图 9： 我国公立医院次均门诊检查费用/元.....	9
图 10： 我国公立医院次均入院检查费用/元.....	9
图 11： 我国不同等级医院次均门诊检查费用/元.....	9
图 12： 我国不同等级医院次均住院检查费用/元.....	9
图 13： 我国院内检查市场空间/亿元.....	10
图 14： 我国体外诊断市场空间/亿元.....	10
图 15： 我国免疫诊断行业市场空间/亿元.....	11
图 16： 我国免疫诊断市场空间/亿元.....	12
图 17： 我国中高通量免疫诊断市场空间/亿元.....	13
图 18： 2021年我国免疫诊断细分市场（按金额计算）/%.....	14
图 19： 2023年我国免疫诊断集采意向采购量/份.....	14
图 20： 2021年我国化学发光市场竞争格局/以金额计算.....	18
图 21： 我国传染病八项竞争格局/按采购量计算.....	18
图 22： 性激素六项集采竞争格局/按采购量计算.....	19

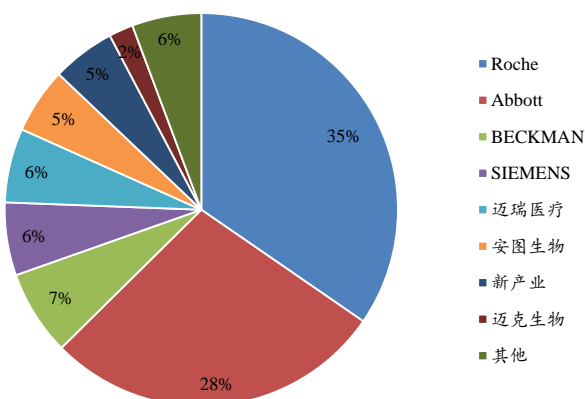
图 23: 糖代谢两项集采竞争格局/按采购量计算	19
图 24: β -HCG 集采竞争格局/按采购量计算.....	19
图 25: 总-HCG 集采竞争格局/按采购量计算.....	19
图 26: 2024H1 我国化学发光仪器招标竞争格局 (按金额计算)	20
图 27: 2024H1 我国化学发光仪器招标竞争格局 (按数量计算)	20
图 28: 2024H1 化学发光仪器竞争格局/按金额计算.....	20
图 29: 2024H1 化学发光竞争格局 (按仪器类型拆分)	20
图 30: 新产业各类试剂销售情况/2019	21
图 31: SATLARS T8 产品图	26
图 32: 新产业仪器及试剂毛利万元	27
图 33: 新产业仪器及试剂毛利率/%	27
图 34: 新产业仪器装机数/台	27
图 35: 新产业仪器产品销量 (2023H1) /台.....	27
图 36: 新产业仪器单价/万元	28
图 37: 新产业仪器毛利率/%	28
图 38: 新产业仪器累计装机总数/台	28
图 39: 新产业存量仪器数量 (按 5 年寿命计算) /台.....	28
图 40: 新产业海内外中高速仪器装机占比/%	29
图 41: 新产业单机产出 (按 5 年寿命计算) /万元	29
图 42: 新产业 X8 装机数量/台	29
图 43: 新产业国内医疗机构覆盖数量/家	30
图 44: 新产业三甲医院覆盖数量/家	30
图 45: 新产业国内装机数量/台	30
图 46: 新产业国内仪器销售单价 (出厂价) /万元	30
图 47: 新产业国内累计装机数量/台	31
图 48: 国内存量仪器估算 (按 5 年寿命计算) /台	31
图 49: 国内存量仪器估算 (按 5 年寿命估算) /台	31
图 50: 国内仪器单机产出 (按 5 年寿命估算) /万元.....	31
图 51: 2024H1 新产业仪器销售占比/%	32
图 52: 各仪器国内市占率/2024H1	32
图 53: 新产业海外销售情况	32
图 54: 新产业海外装机数量/台	33
图 55: 新产业海外仪器单价/万元	33
图 56: 新产业海外存量仪器 (以 5 年寿命估算) /台.....	34
图 57: 新产业海外单机产出 (按 5 年寿命估算) /万元.....	34
图 58: 新产业历史估值/PE-TTM.....	35
表 1: 临床诊断分类	8
表 2: 主要的免疫诊断方法学	11
表 3: 化学发光免疫诊断的优势	12
表 4: 化学发光体外诊断主要项目	13
表 5: 化学发光体外诊断主要项目	15
表 6: 我国化学发光集采情况	15
表 7: 安徽省牵头 25 省联盟 IVD 集采化学发光报量情况.....	16
表 8: 部分龙头公司化学发光 NMPA 获批数量/截至 2024 年 H1	21

表 9: LC-MS/MS 法与化学发光竞争法的优缺点	22
表 10: 新产业小分子夹心法与质谱法检测 25-羟基维生素 D 结果.....	22
表 11: 部分龙头公司化学发光仪器及其参数.....	23
表 12: 新产业化学发光仪器, 生化仪器性能指标.....	23
表 13: 国内化学发光公司三级医院覆盖情况/2024H1	24
表 14: 体外诊断流水线各模块及功能	24
表 15: 北京协和医学院流水线使用前后对比.....	24
表 16: 龙头公司体外诊断流水线产品性能.....	25
表 17: 不同模式下最后一个急诊样本的前处理 TAT.....	26
表 18: 新产业海外子公司建设情况	33
表 19: 新产业营业收入拆分/万元	34
表 20: 可比公司的 PE 比较.....	35

1、新产业——海内外双轮驱动的化学发光龙头公司

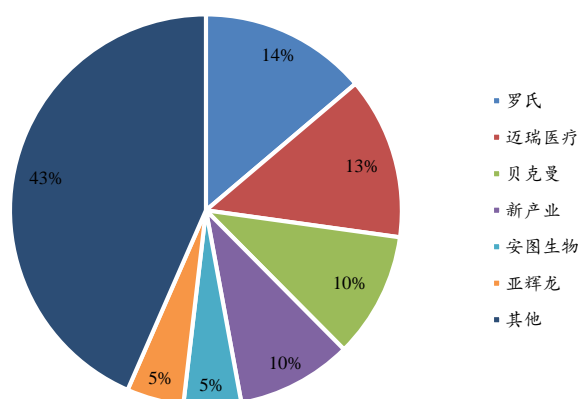
我国化学发光体外诊断领域龙头公司，海内外双轮驱动增长。深圳市新产业生物医学工程股份有限公司成立于1995年，主营业务是研发、生产及销售系列全自动化学发光免疫分析仪器及配套试剂，是我国化学发光领域的龙头公司。2021年新产业在国内化学发光行业市占率5.2%，排名国产企业第三；按新装机市场计算，至2024H1，新产业市占率提升至国内第四。截至2024年H1，国内三甲医院覆盖率达到60.2%，在海外市场为155个国家和地区的医疗终端提供服务，海内外累计化学发光体外诊断仪器装机超3万台。

图1：我国化学发光行业市场竞争格局/2021



资料来源：医疗器械蓝皮书 2021，诚通证券研究所

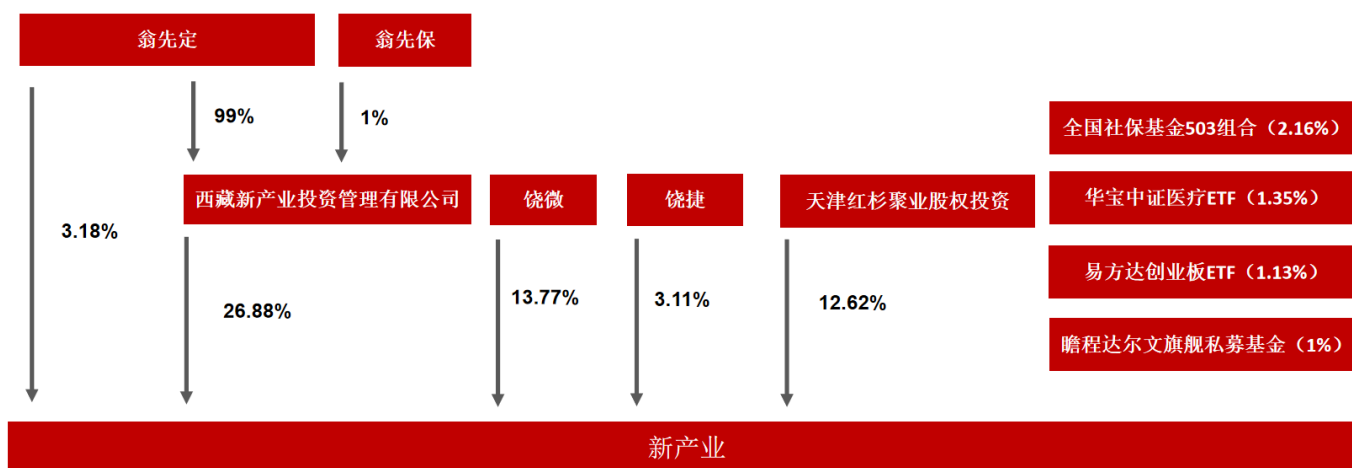
图2：我国化学发光仪器新装机竞争格局/2024H1



资料来源：IVD 体外诊断网，诚通证券研究所

公司股权结构稳定，行业专家掌控公司经营。实控人翁先定先生共持有30.06%的股权，不参与公司实际经营；公司董事长及总经理饶微博士及其一致行动人饶捷共持股16.88%，饶微博士1997年加入新产业有限责任公司，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，使发行人成为国内最早建立起直接化学发光免疫分析完整平台、实现产业化的公司。

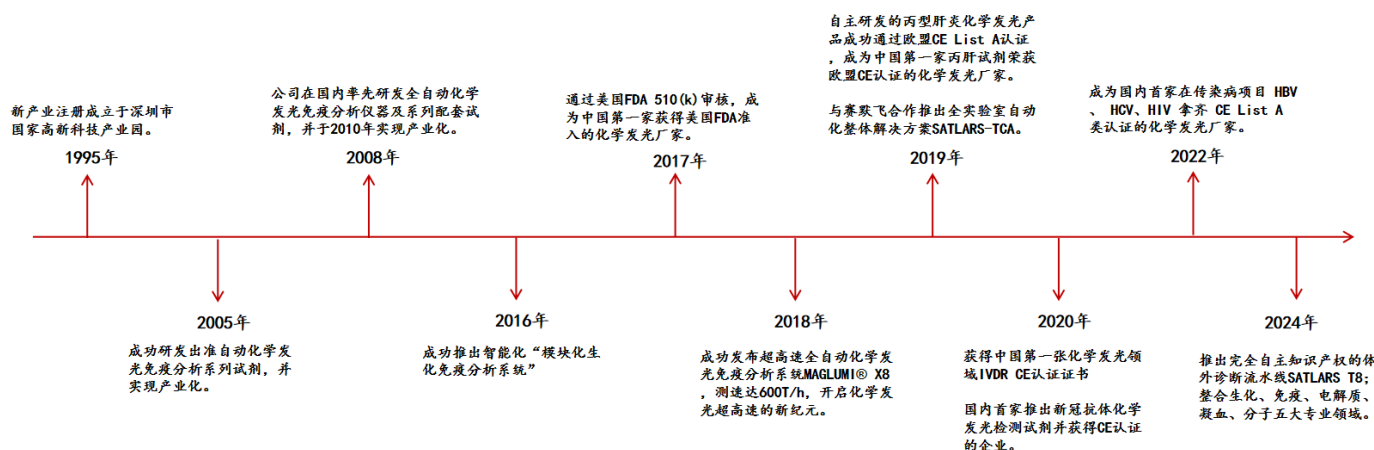
图3：新产业股权结构图/截至2024Q3



资料来源：wind，诚通证券研究所

新产业率先打破了化学发光仪器的进口垄断，产品获得了海内外市场的广泛认可。新产业成立以来，一直专注于化学发光免疫诊断仪器及试剂的研发和销售，并成功创造了多项国产第一；公司于2008年成功研发出国内第一台全自动化学发光免疫分析仪，成功打破进口产品的垄断；于2017年成为国内首家FDA获批的国内化学发光厂家，于2020年成为国内第一家获得IVDR CE认证证书的国产厂家，化学发光产品在海内外获得了广泛的认可。

图4：新产业发展历史



资料来源：wind，诚通证券研究所

海内外双重增长驱动，过去6年净利润年复合增长率达到20.5%。新产业是我国化学发光体外诊断领域国产替代和海外销售的领先企业之一，已在国内外建立起稳定的销售与售后服务体系；过去6年公司稳健增长，国内/海外收入的年复合增长率分别为19.00%和34.48%；2020年新冠疫情的诊断需求加速了公司的海外拓展，至2024年H1海外市场已经成为公司重要收入来源，收入占比达到36.1%。目前新产业已为155个国家和地区的医疗终端提供服务，在印度市占率约为6%，其他布局国家为5%左右。

图5：新产业营业收入及净利润/万元

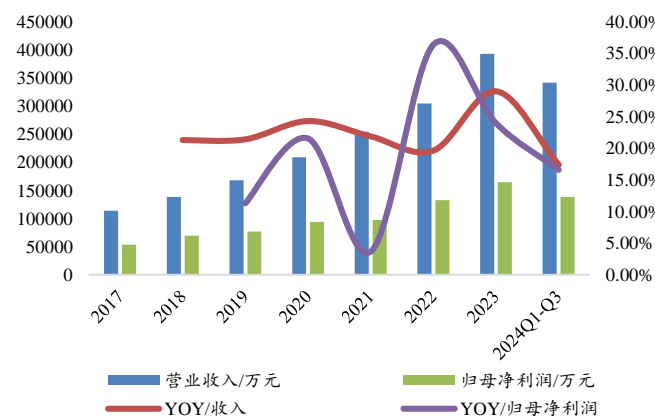
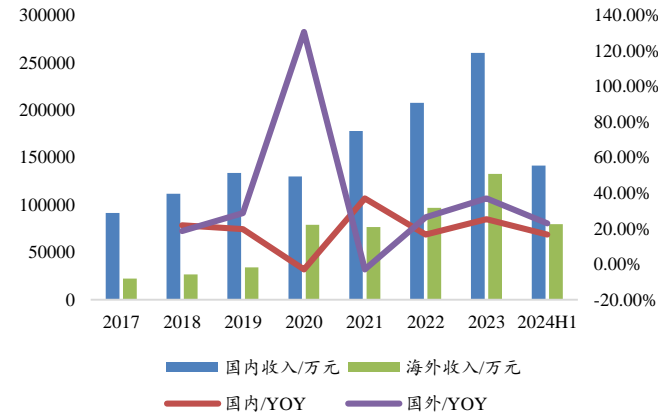


图6：新产业海内外收入/万元



资料来源：wind，诚通证券研究所

资料来源：wind，诚通证券研究所

2、化学发光免疫诊断——国产替代加速进行的高景气赛道

2.1、体外诊断行业现状：我国院内检测向三级医院倾斜

体外诊断（IVD）的需求来自于患者的临床诊断，应用场景广泛。临床诊断主要包括影像诊断和体外诊断两种方式，其中体外诊断（IVD）通过在人体外检测来自人体的样本（血液，体液和组织等），给出定性或定量诊断，并与正常值进行比较，以判断患者的生理状态，是现代检验医学的重要构成部分。因此，IVD行业的直接需求来自于医疗机构的临床诊断。

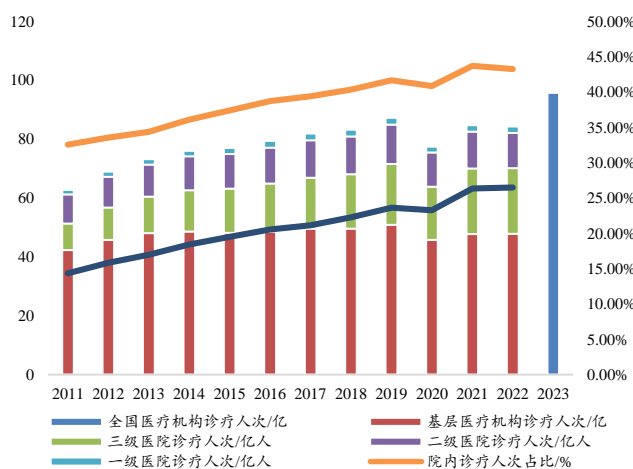
表1：临床诊断分类

影像诊断	医学影像指借助某种介质（X光，磁场，超声等）与人体相互作用，将人体的组织结构，密度以影像的形式显示，供诊断医生根据影像判断人体健康情况；销售设备是主要的利润来源，包括DR,CT,MR,PET和超声。
体外诊断	体外诊断（IVD）指在体外检测来自人体的样本（血液、体、组织等），以获取临床诊断信息，诊断疾病或身体功能；包括生化诊断，免疫诊断，分子诊断，微生物诊断及血液诊断，销售试剂为主要利润来源。

资料来源：艾瑞咨询，诚通证券研究所

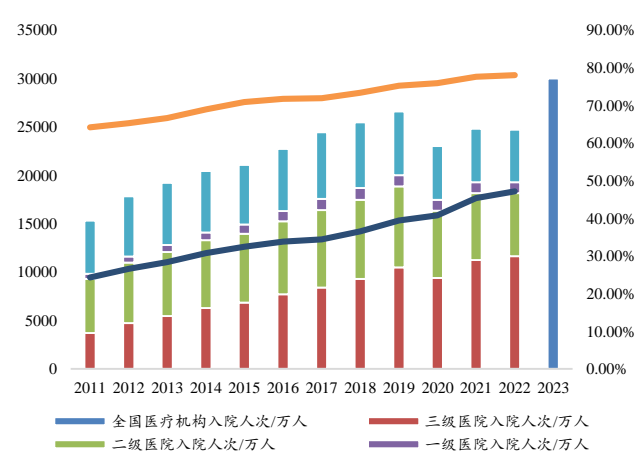
我国临床诊疗已经从新冠的影响下恢复，三级医院占比逐年提升。我国医疗机构诊疗量的增长驱动 IVD 行业增长。我国临床诊断包括门诊检查和住院检查，我国门诊和住院人次呈持续增长趋势，年复合增长率分别为 3.86%和 5.94%。2023 年我国院内诊疗已经从新冠疫情的影响中恢复，超越了疫情前水平，门诊量和住院量均创历史新高。按医疗机构类型拆分，我国大量的基层医疗机构占据超 50%的门诊人次，承载了主要的基层诊疗需求；而住院诊疗则主要集中在等级医院，约 80%的患者在等级医院住院。发展趋势来看，随着我国人均收入的增长和城市化的进程，患者倾向去更高级别的医院就诊；并且我国等级医院产能逐年提升，医疗资源呈集中化趋势发展，在诊疗人次中的占比逐年提升，其中三级医院的诊疗量增速最快，诊疗量占比逐年提升。

图7：我国医疗机构门诊诊疗人次/亿人次



资料来源：wind，诚通证券研究所

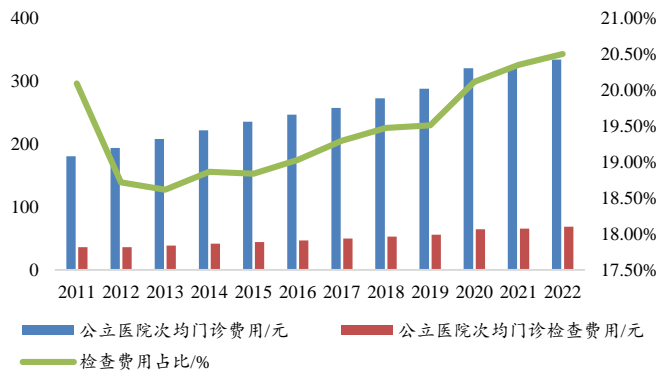
图8：我国入院人次/万人次



资料来源：wind，诚通证券研究所

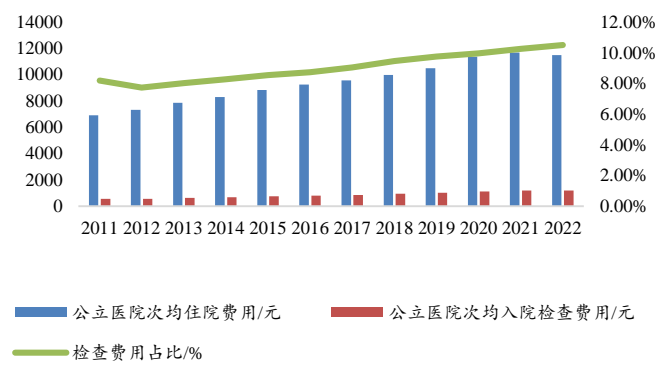
我国诊疗费用呈增长趋势，检查费用占比逐渐提升。受人均收入及城镇化趋势的影响，我国人均院内诊疗费用呈上涨趋势，人均门诊/住院费用年复合增长率分别为5.76%/4.71%。院内诊疗主要分为服务费用，药耗费用及检查费用，检查费用占比较为稳定且呈逐年提升趋势，其中门诊/住院检查费用约占总诊疗费用的20%/10%。

图9：我国公立医院次均门诊检查费用/元



资料来源：wind，诚通证券研究所

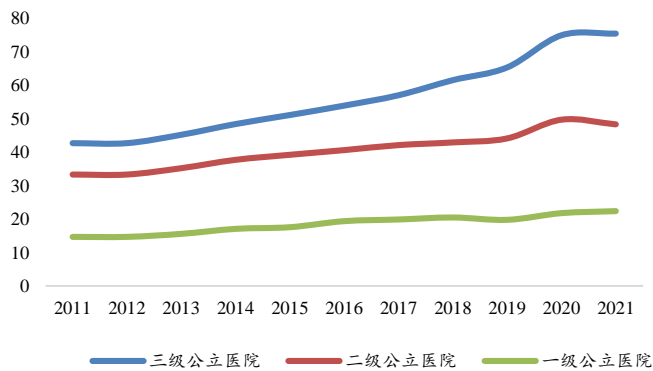
图10：我国公立医院次均入院检查费用/元



资料来源：wind，诚通证券研究所

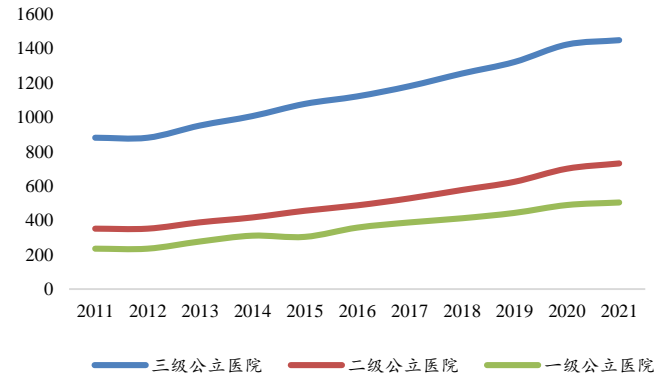
三级医院院内检查客单价最高。三级医院多为治疗复杂疾病，治疗过程会进行复杂的检查确认病因并在住院过程中多次检查。因此三级医院的次均门诊及住院费用均高于其他等级医院，住院检查客单价超过其他等级医院两倍以上。

图11：我国不同等级医院次均门诊检查费用/元



资料来源：wind，诚通证券研究所

图12：我国不同等级医院次均住院检查费用/元

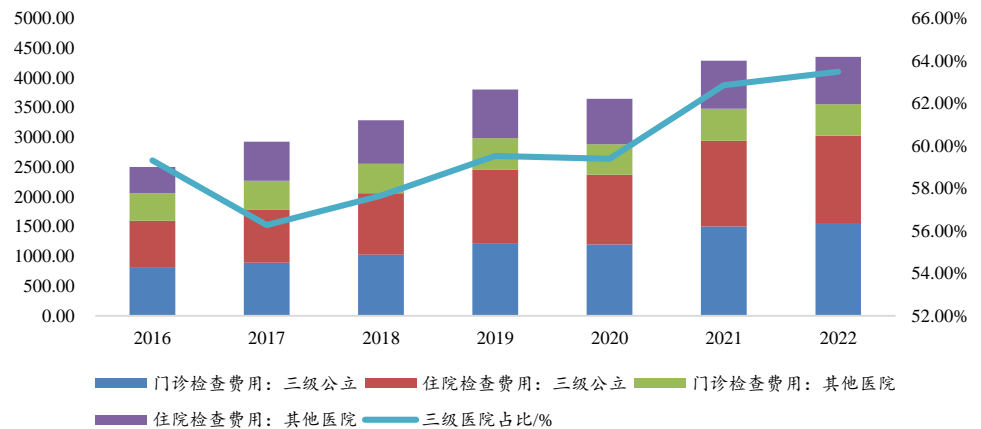


资料来源：wind，诚通证券研究所

我国院内检查市场年复合增长率为11.4%，三级医院占据70%的市场份额。受诊疗人数和客单价的双重增长驱动，我国等级医院检查市场年复合增长率达到11.4%，至2022年市场空间达到4353亿元。其中公立三级医院是最大的市场，占据约70%的市场份额。其次为公立二级医院，约占20%的市场份额。我国院内检查市场的发展趋势：1.随着我国老年人口占比的提升和人均收入的增长，我国医疗机构诊疗人次有望维持稳定增长。2.以客单价的角度分析，我国多个IVD试剂集采已经逐渐落地，体外诊断收费目录降价，DRG/DIP支付政策的推广使院内检查由大菜单向小菜单发展，我国院内诊断客单价可能短期内呈下降趋势。3.三级医院集中了我国优质的医疗资源并在持续扩张产能，随着我国人均收入的提升，三级医院占院内检查市场份额提升的趋

势有望维持，提升了整体市场的客单价。

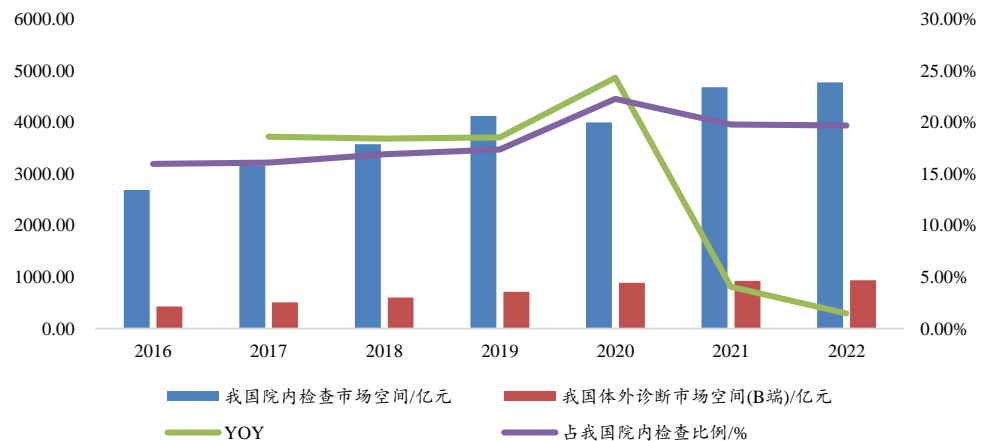
图13： 我国院内检查市场空间/亿元



资料来源：中国免疫诊断市场现状与未来展望 2023，诚通证券研究所

体外诊断约占我国院内检查市场的19%，占比较为稳定。体外诊断的应用场景广泛，可以覆盖从常规检查到危重症等多种情况，包括常规检查和慢性病、传染病、妊娠、遗传疾病、肿瘤等疾病，是我国院内诊断的主要市场之一。2023年我国体外诊断市场空间约为998亿元，约占我国院内检查市场的19%（按出厂价计算）。若按照C端口估算，约占我国院内检查50%的市场份额，占比较为稳定。

图14： 我国体外诊断市场空间/亿元

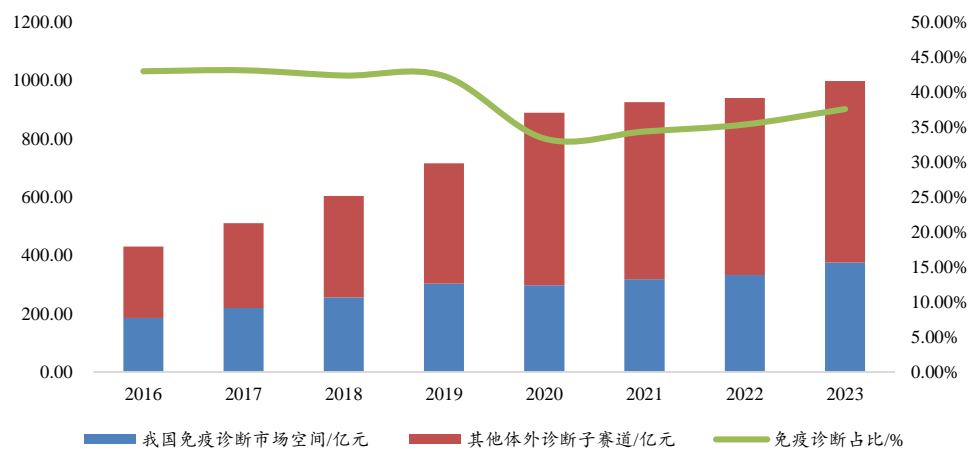


资料来源：中国免疫诊断市场现状与未来展望 2023，诚通证券研究所

2.2、化学发光免疫诊断-我国体外诊断最大的市场

免疫诊断通过检查体内蛋白获取临床信息，应用场景广阔。免疫诊断是以免疫学理论为基础，通过定量检测人体内蛋白指标变化以获取临床信息的检测方法，可广泛用于所有蛋白质指标变化的检测。免疫诊断是我国体外诊断市场占比最大的子行业，2023年市场占比约为37.59%。

图15: 我国免疫诊断行业市场空间/亿元



资料来源: 中国免疫诊断市场现状与未来展望 2023, 诚通证券研究所

不同免疫诊断技术的检测限有较大差距, 可分为中高通量和低通量产品。免疫诊断可分为免疫反应系统和信号检测系统两步, 免疫反应系统通过抗原抗体特异性结合的原理分离并富集待测蛋白, 信号检测系统通过不同的方法学, 定性或定量检测出被测蛋白的浓度, 不同免疫诊断方法的差异主要在于信号检测系统。在临床应用中, 免疫检测平台大致分为中高通量平台和低通量平台, 二者在技术参数、技术原理和应用场景方面有所不同, 中高通量平台主要以化学发光和酶联免疫技术为主, 低通量平台以 POCT 快速检测为主。

表2: 主要的免疫诊断方法学

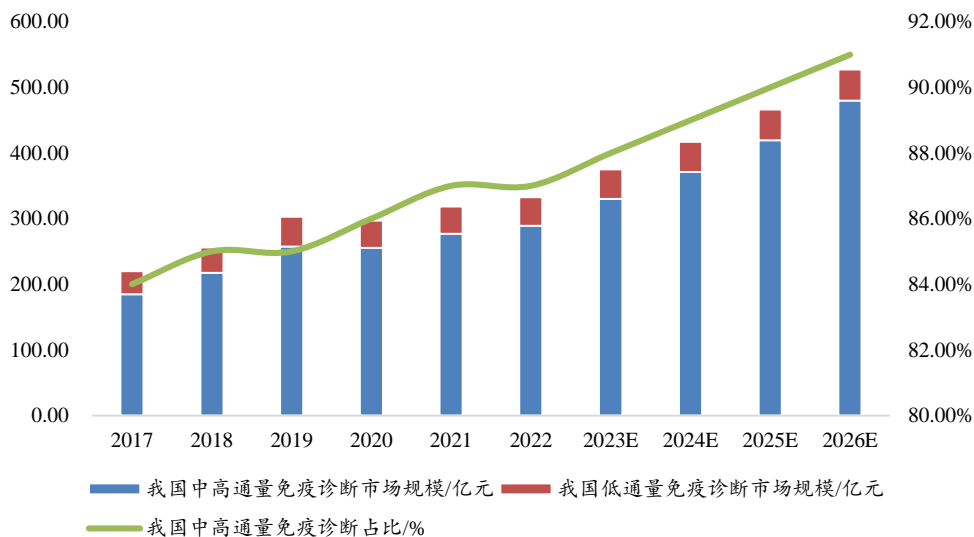
方法学	检测限	检测原理	特点	临床应用情况
放射免疫技术	10^{-12}	利用放射性核素标记抗原或抗体, 形成抗原抗体复合物定量检测放射性分子的放射信号	特异性高, 但放射性核素具有污染性, 试剂保存时间短	基本已被淘汰
胶体金技术	10^{-8}	在氯金酸(HAuCl ₄)等还原剂的作用下聚合成金颗粒, 与抗原抗体通过静电作用结合并呈现结果	检测速度快、操作简单、稳定性好, 但灵敏度不高	主要应用于急诊领域作为快筛快检或家用检测
免疫荧光技术	-	将荧光色素标记在抗体或抗原上, 与其相应的抗原(或抗体)结合后测定特异性荧光反应	特异性较高, 后续通过层析等形式改良后, 检测速度快且操作简单	主要应用于急诊领域作为快筛快检或中小型医院检测使用
酶联免疫技术	10^{-11}	加入酶标记的抗体通过反应结合在固相载体后, 加入酶反应的底物并催化颜色或显现荧光	加性质稳定, 技术成熟, 可大规模配制但试剂保存时间短	仍为免疫领域占主要地位, 主要在数量庞大的低级别医院使用, 有逐渐被化学发光替代趋势
时间分辨荧光技术	10^{-12}	对荧光免疫进行升级, 以镧系元素标记为示踪整合物和荧光测量相结合并进行标记, 避免受检测物种自然荧光的干扰	检测灵敏度比荧光免疫平台高且检测范围广, 操作复杂	主要应用于急诊领域作为快筛快检或中小型医院检测使用
化学发光技术	10^{-18}	利用化学发光物质经催化剂的催化和氧化剂的氧化, 形成一个激发态的中间体, 当其回归稳定态时发射出光子并测量其数值	特异性高, 自动化程度高, 可大规模检验	适用于半定量和定量分析, 在三级医院基本普及, 可替代放射免疫和大部分酶联免疫方法

资料来源: 中国免疫诊断市场现状与未来展望 2023, 诚通证券研究所

免疫诊断方法呈两极化发展趋势, 中高通量免疫诊断占9成市场空间。免疫诊断的应用场景广泛, 在医院的检验科、临床科室、体检中心和第三方独立实验室都有相关的检测平台。在要求快速检测的应用场景, 定性检测的 POCT 是主流检测方案, POCT 产品的低客单价导致市场空间较低。中高通量仪器主要以化学发光和酶联免疫技术为

主，通常为大型检验平台，放置在二、三级医院中央检验科室和第三方独立实验室，单次检测项目多，客单价较高，因此整体市场占比较高。2023年中高通量免疫诊断占据了我国免疫诊断市场的9成市场份额，且市场份额占比呈逐年提升的趋势。

图16： 我国免疫诊断市场空间/亿元



资料来源：中国免疫诊断市场现状与未来展望 2023，诚通证券研究所

化学发光免疫诊断尤其适合院内高通量检测，是院内高通量检测的主流方案。化学发光免疫分析法通过测量特定时间点的总发光量来确定相应化合物的浓度，是当前较为成熟的免疫分析方法之一。该方法具备高特异性和高灵敏度，试剂稳定、有效期长、应用广泛、设备要求简单、检测范围大、自动化程度高等优点。化学发光免疫分析法不需要其他光源，能够高效防止光散射产生的影响，达到更高的信噪比。与酶免法、荧光法检测技术相对比，化学发光免疫分析法的精准度高出2个或3个数量级。准确且高效是化学发光方法的优势，尤其适合高度专业，样本量多的三级医院。

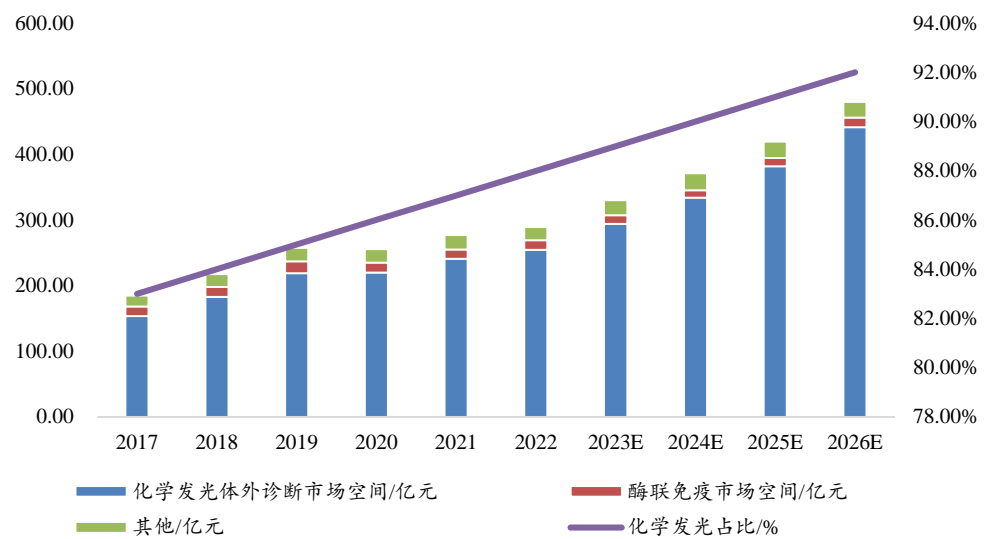
表3： 化学发光免疫诊断的优势

高灵敏度	发光反应具有高效的能量转换过程，可以将化学能转化为光能，从而产生强烈的发光信号。这使得化学发光方法能够实现 ng 甚至 pg 级待检物质的定量检测，对疾病的早期诊断具有重要意义。
高选择性和高特异性	化学发光方法还可以通过引入特异性的识别分子，如抗体、核酸探针等，实现对特定分子的特异性检测。这使得化学发光方法能够在复杂的样品基质中准确地检测目标物质，避免了干扰物质的影响。
快速高通量	由于化学发光反应的快速性和高效性，可以在短时间内完成分析过程。与传统的分析方法相比，化学发光方法不需要复杂的前处理步骤，如样品提取、纯化等，从而节省了时间和劳动力。此外，化学发光方法还可以与自动化设备结合，实现高通量的分析，提高分析效率和样品处理能力。
结果稳定、误差小	由于化学发光反应产生的光信号是由化学反应产生的，而不是来自样本本身的自发发光或散射光，因此背景信号和噪声较低。这使得化学发光方法能够在低浓度目标物质的检测中提供较高的信噪比，从而提高了分析的准确性和可靠性。
应用范围广	由于化学发光反应的多样性和灵活性，可以设计出适用于不同目标物质的发光体系。通过选择合适的底物和催化剂，可以实现对多种生物分子的检测，如蛋白质、核酸、酶等。

资料来源：wind，诚通证券研究所

化学发光体外诊断是目前免疫诊断的市场主流。由于其方法学的优势，目前化学发光法是中高通量免疫诊断的主流方案，2023年化学发光免疫诊断技术约占89%的中高通量免疫诊断市场份额。

图17：我国中高通量免疫诊断市场空间/亿元



资料来源：中国免疫诊断市场现状与未来展望 2023，诚通证券研究所

化学发光免疫诊断应用场景广泛，覆盖了主要的检测领域。化学发光免疫诊断是目前我国医院大型化检测体内蛋白水平变化的主流方案，可检测肿瘤标志物蛋白，人体内各类激素水平，传染病相关的抗原抗体等，用于多种疾病检测。

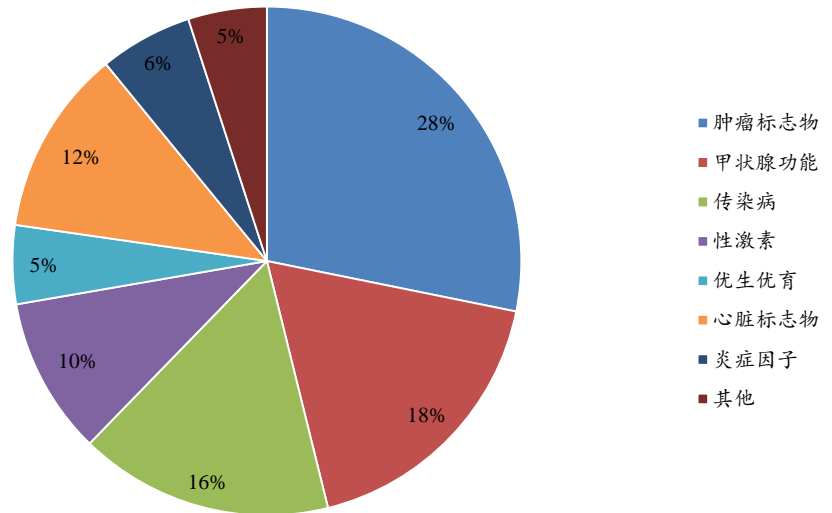
表4：化学发光体外诊断主要项目

应用项目	具体内容
肿瘤标志物	肝癌、胰腺癌、胃癌、食道癌、肺癌、乳腺癌等筛查、诊断、术后监测
甲功	甲亢、甲减、自身免疫性甲状腺疾病的诊断、新生儿甲减检查
传染病	乙肝、丙肝病毒感染检测、治疗监测
心脏标志物	心肌梗死、心力衰竭、肺栓塞、深静脉血栓、心脏病、高血压
激素	巨人症、矮小症、皮质醇增多症、肾上腺功能不全、前列腺增生、肾上腺肿瘤等
贫血	贫血的诊断及缘由判断
糖代谢	糖尿病、妊娠期高血压
骨代谢	高/低血症、骨损伤后骨质合成、骨质疏松等

资料来源：检验医学，诚通证券研究所

肿标，甲功和传染病检测占据我国免疫诊断市场 60% 的市场。我国免疫诊断市场可根据检测项目进一步细分，子赛道市场空间受相关疾病诊疗量，项目数和项目单价影响。以出厂价金额口径计算，肿瘤标志物，甲状腺功能和传染病检测是目前免疫诊断中较为成熟，市场规模最大的三个板块。

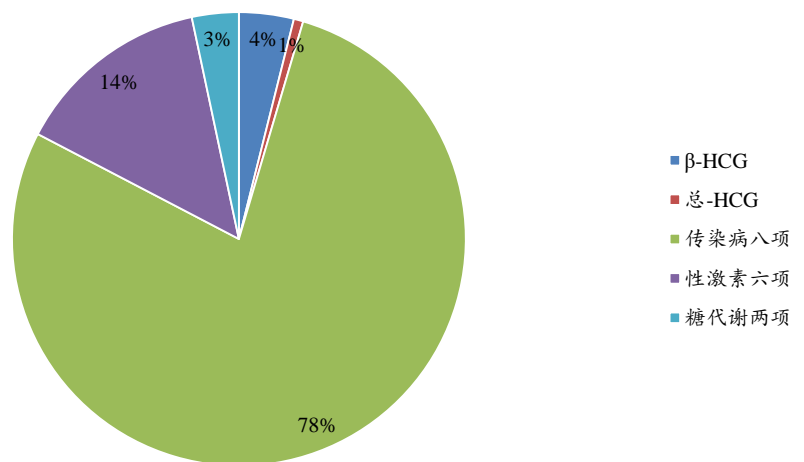
图18： 2021年我国免疫诊断细分市场（按金额计算）/%



资料来源：中国免疫诊断市场现状与未来展望 2023，诚通证券研究所

化学发光体外诊断市场空间的影响因素 1：诊疗量。我国体外诊断行业的市场空间及其增长与诊疗量相关；各化学发光免疫诊断子项目检测疾病发病率和检测条件不同，影响了各子项目的诊疗量。例如传染病八项为体检和临床手术前的必检项目，因此该项目诊疗量较大；2023年化学发光 25 省集采中传染病八项总报量 3.54 亿份，占总报量的 78%，远超其他子赛道。

图19： 2023年我国免疫诊断集采意向采购量/份



资料来源：安徽省医保局二十五省（区、兵团）2023年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购公告，诚通证券研究所

化学发光体外诊断市场空间的影响因素 2：菜单内子项目数量。我国化学发光免疫诊断检测菜单按项目收费，各子赛道的项目数量不同；其中肿瘤标志物拥有子项目

最多的大菜单，因此是我国免疫诊断市场空间最大的子赛道。

表5：化学发光体外诊断主要项目

项目	部分子项目	医疗终端价格/项
肿瘤标志物	甲胎蛋白（AFP）、癌胚抗原（CEA）、糖类抗原 19-9（CA19-9）、糖类抗原 125（CA125）、糖类抗原 15-3（CA15-3）、糖类抗原 724（CA724）、糖类抗原 50（CA50）、糖类抗原 242（CA242）、前列腺特异性抗原（PSA）、游离前列腺特异性抗原（f-PSA）、神经元特异性烯醇化酶（NSE）、细胞角蛋白 19 片段（CYFRA21-1）、鳞状细胞癌抗原（SCC）、胃泌素释放肽前体（ProGRP）、铁蛋白（Ferritin）、β-人绒毛膜促性腺激素（β-hCG）	50-150 元
甲状腺功能	总三碘甲状腺原氨酸（Tot T3）、总甲状腺素（Tot T4）、促甲状腺激素（TSH）、游离三碘甲状腺原氨酸（FT3）、游离甲状腺素（FT4）、甲状腺过氧化物酶抗体（TPOAb）、甲状腺球蛋白抗体（TgAb）、促甲状腺激素受体抗体（TRAb）	30-100 元
传染病	人类免疫缺陷病毒（HIV）、乙型肝炎病毒（HBV）、丙型肝炎病毒（HCV）、人乳头瘤病毒（HPV）、梅毒、结核分枝杆菌（TB）	20-200 元
性激素	促卵泡激素（FSH）、黄体生成素（LH）、催乳素（PRL）、雌二醇（E2）、孕酮（PROG）、睾酮（TEST）	50-100 元
优生优育	弓形虫：IgG 抗体检测和 IgM 抗体检测；风疹病毒：IgG 抗体检测和 IgM 抗体检测；巨细胞：IgG 抗体检测和 IgM 抗体检测；单纯疱疹病毒 I 型和 II 型：IgG 抗体检测和 IgM 抗体检测	50-100 元
心脏标志物	肌钙蛋白 I（cTnI）、肌钙蛋白 T（cTnT）、肌酸激酶同工酶 MB（CK-MB）、肌红蛋白（Mb）、B 型钠尿肽（BNP）或 N 端前体 B 型钠尿肽（NT-proBNP）、同型半胱氨酸（Hcy）	30-150 元

资料来源：健康中国，健康界，诚通证券研究所

化学发光体外诊断市场空间的影响因素 3：项目单价。我国院内体外诊断项目收费标准由各地医保局及卫健委规定，间接影响了试剂的出厂价。目前我国化学发光体外诊断行业处于集采阶段，2023 年安徽牵头 25 省联盟 IVD 集采覆盖了化学发光体外诊断五个项目，平均降价 53.9%；终端价格的下调将影响试剂的出厂价格，估算终端价格下降对出厂价的影响约为 10%。

2.3、集采范围逐渐扩大，2024 年第三次集采后降价影响有望出清

化学发光体外诊断即将开展第三次集采，集采对项目单价的影响有望于本次集采降价后出清。集采对项目单价的影响包括集采覆盖地区和集采覆盖项目的影响，目前我国化学发光行业已经经历了两次集采，2021 年安徽省发光试剂集采为化学发光集采的首次尝试，采购范围仅限制在安徽省内，集采降价温和，平均降价 47.2%；

2023 年由安徽省牵头的二十五省联盟集采扩大了集采覆盖的地区，项目包括五大类产品，平均降价 53.9%；2024 年安徽牵头二十七省联盟集采覆盖范围进一步扩大，项目覆盖肿瘤标志物和甲状腺功能两大市场规模最大的子项目，近 50% 的市场份额，预计本次集采落地后，大部分的化学发光子赛道均进入集采范围，国内大部分地区出清集采影响。

表6：我国化学发光集采情况

时间	集采文件	覆盖项目范围	覆盖地区	降价幅度
2021	安徽省探索开展临床检验试剂集中带量采购	肿瘤标志物，传染病（乙肝五项），心肌标志物，激素（甲功五项），降钙素原	安徽省	47.02%

时间	集采文件	覆盖项目范围	覆盖地区	降价幅度
2023	2023 年体外诊断试剂省联盟集中带量采购文件	人绒毛膜促性腺激素，性激素六项，传染病八项，糖代谢两项	二十五省联盟	53.9%
2024	二十七省（区、兵团）2024 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购文件（征求意见稿）	肿瘤标志物 16 项，甲状腺功能 9 项	二十七省联盟	未落地

资料来源：安徽省医保局，诚通证券研究所

安徽牵头 25 省 IVD 集采是化学发光行业的第二次集采，覆盖了全国大部分地区，覆盖了传染病项目，集采政策温和，降价符合预期，加速了国产替代的进程：

1. **集采范围扩大，约占总市场空间的 18%：**安徽省牵头的 25 省 IVD 联盟集采扩大了化学发光集采范围，参与联盟的 25 个省份市场容量约占全国市场容量的 60%，集采涉及的项目约占化学发光市场容量的 30%，市场空间约为 59 亿元。

2. **联盟集采规则温和，竞争格局较好，降价幅度符合预期，为企业保留了利润空间：**本次集采的规则温和，各公司最低降价 50% 即可中选，中选企业全部采购量将全部计入该中选产品的首年协议采购量；目前我国化学发光体外诊断行业竞争格局较好，top5 企业基本覆盖率 90% 以上的意向采购量。根据安徽省医保局公布的信息，本次联盟集采平均降价 53.9%，估算出厂价端降价 10%；其中采购量和金额最大的传染病八项（化学发光法）最高降幅 65.2%，最低降幅 50.01%，平均降幅 54.14%。本次集采为经销商和企业保留了利润空间，国产主流产品迈瑞、安图、新产业等纷纷中选。

3. **有望加速国产替代进程，我国龙头公司有望兼具行业及市占率提升的成长性：**本次集采共涉及化学发光五个子业务，其中传染病检测市场空间约为 32 亿元，报量前 5 名中仅雅培一家进口企业，已经基本实现了国产替代；其他子业务国内龙头企业市占率也在 10% 以上，与 2021 年竞争格局相比，国产品牌的市占率有了大幅提升；本次集采落地后，进口产品为经销商提供的利润空间优势随之降低，各公司有望复制 2021 年安徽省化学发光集采落地后市占率提升和三级医院突破的进程；从更长远的角度看，随着各公司产品竞争力的提升，化学发光集采范围的进一步扩大，我国化学发光行业国产替代的进程有望持续推进，国内龙头公司有望具有行业增长及市占率提升的双重成长性。

表7：安徽省牵头 25 省联盟 IVD 集采化学发光报量情况

品类	公司	公司意向采购量/份	总意向采购量/份	限定价格/元	市场规模估算/万元	市占率估算
β-HCG	罗氏	5719241	17680902	15.5	27405.40	32.35%
	贝克曼	4355143	17680902	15.5	27405.40	24.63%
	迈瑞医疗	2458854	17680902	15.5	27405.40	13.91%
	雅培	1643248	17680902	15.5	27405.40	9.29%
	安图	912186	17680902	15.5	27405.40	5.16%
	新产业	833935	17680902	15.5	27405.4	4.72%
A 组总市占率						90.06%
总-HCG	西门子	1602459	3050930	12.2	3722.13	52.52%
	新产业	569867	3050930	12.2	3722.13	18.68%
	亚辉龙	397778	3050930	12.2	3722.13	13.04%
	普门科技	194787	3050930	12.2	3722.13	6.38%
	罗氏	95445	3050930	12.2	3722.13	3.13%
A 组总市占率						93.75%

品类	公司	公司意向采购量/份	总意向采购量/份	限定价格/元	市场规模估算/万元	市占率估算
传染病八项	安图生物	78116784	353814519	9.2-26.8	325509.36	22.08%
	迈瑞医疗	56376711	353814519	9.2-26.8	325509.36	15.93%
	雅培	47444392	353814519	9.2-26.8	325509.36	13.41%
	迈克生物	34724511	353814519	9.2-26.8	325509.36	9.81%
	科美诊断	24634377	353814519	9.2-26.8	325509.36	6.96%
	厦门万泰凯瑞	24258431	353814519	9.2-26.8	325509.36	6.86%
	罗氏	20029292	353814519	9.2-26.8	325509.36	5.66%
	新产业	19566944	353814519	9.2-26.8	325509.36	5.53%
	希森美康	15356429	353814519	9.2-26.8	325509.36	4.34%
A 组总市占率						90.58%
性激素六项	罗氏	18120799	63486749	13.5-14.5	85707.11	28.54%
	贝克曼	13887068	63486749	13.5-14.5	85707.11	21.87%
	西门子	6370985	63486749	13.5-14.5	85707.11	10.04%
	迈瑞医疗	6369272	63486749	13.5-14.5	85707.11	10.03%
	雅培	5412380	63486749	13.5-14.5	85707.11	8.53%
	新产业	4091446	63486749	13.5-14.5	85707.11	6.44%
	安图生物	2682058	63486749	13.5-14.5	85707.11	4.22%
	迈克生物	1715334	63486749	13.5-14.5	85707.11	2.70%
	A 组总市占率					
糖代谢两项	罗氏	4163426	15124468	15-17	22686.70	27.53%
	迈瑞医疗	1976278	15124468	15-17	22686.70	13.07%
	新产业	1796170	15124468	15-17	22686.70	11.88%
	西门子	1649762	15124468	15-17	22686.70	10.91%
	安图生物	1405222	15124468	15-17	22686.70	9.29%
	雅培	1176396	15124468	15-17	22686.7	7.78%
	贝克曼	929749	15124468	15-17	22686.7	6.15%
	亚辉龙	452765	15124468	15-17	22686.7	2.99%
	迈克生物	385260	15124468	15-17	22686.7	2.55%
	A 组总市占率					

资料来源：二十五省（区、兵团）2023 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购公告，诚通证券研究所

安徽省牵头二十七省 IVD 集采覆盖最后两个高市场份额的子赛道，联盟覆盖地区进一步扩大；预计本次集采平均降价在 50% 左右，有望复制前两次集采的趋势继续加速国产替代的进程，国内化学发光大品类产品基本集采落地，覆盖大部分地区，行业降价基本出清。

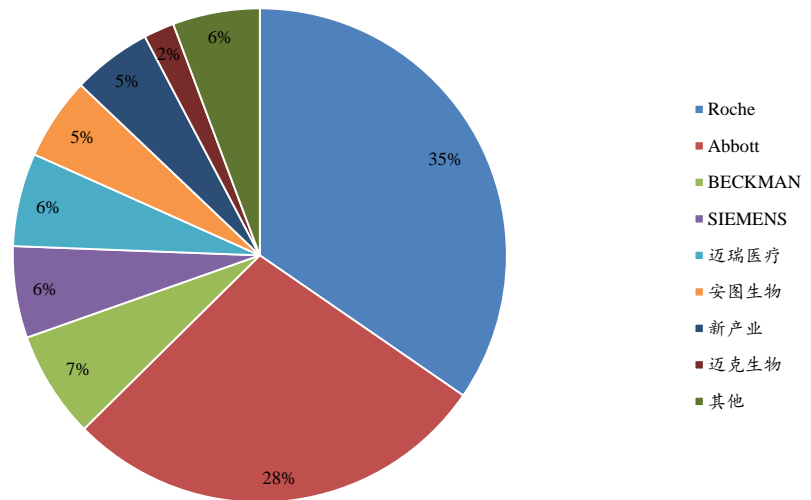
1. 集采覆盖地区进一步扩大，覆盖了 2023 年末覆盖的剩余两大项目。2024 年 10 月 31 日，安徽医保局发布《二十七省(区、兵团)2024 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购文件(征求意见稿)》，集采项目覆盖了 2023 年 IVD 集采未覆盖的剩余两大检测赛道肿瘤标志物十六项及甲状腺功能检测九项，两大子项目覆盖免疫诊断约 45% 的市场空间；覆盖地区范围更大，其中山东退出，新增天津，上海和重庆三大直辖市。

2. 集采规则温和，降价 50% 即可获得拟中选资格。集采规则继续维持温和，两类产品整体申报降价大于 50% 即可增补为拟中选企业，不受中选企业数量限制；预计最终集采结果降价 50% 左右。

2.4、我国化学发光国产化率约为 30%，三级医院仍处于进口垄断阶段

按金额计算，我国化学发光体外诊断行业国产替代率约 30%。按金额计算，目前罗氏和雅培是我国化学发光体外诊断领域的第一梯队，总市占率超 50%。第二梯队包括贝克曼，西门子和国内龙头迈瑞医疗，安图生物，新产业。我国化学发光体外诊断行业国产化率持续提升，截至 2023 年已达到约 30%。

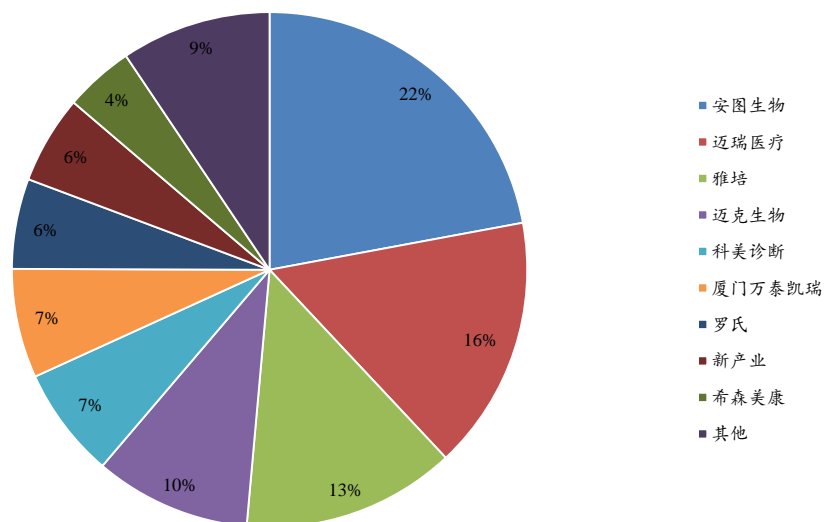
图20： 2021 年我国化学发光市场竞争格局/以金额计算



资料来源：医疗器械蓝皮书 2021，诚通证券研究所

我国传染病领域已经基本完成国产替代。传染病检测是我国化学发光体外诊断第三大市场，根据安徽省牵头 25 省集采披露的数据，按采购量计算，我国传染病八项国内企业市占率已达 65%，基本实现国产替代。

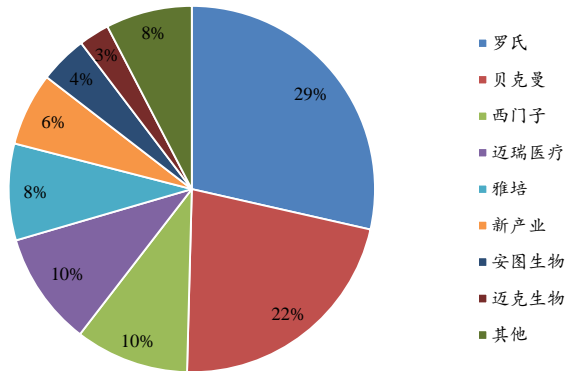
图21： 我国传染病八项竞争格局/按采购量计算



资料来源：二十五省（区、兵团）2023 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购公告，诚通证券研究所

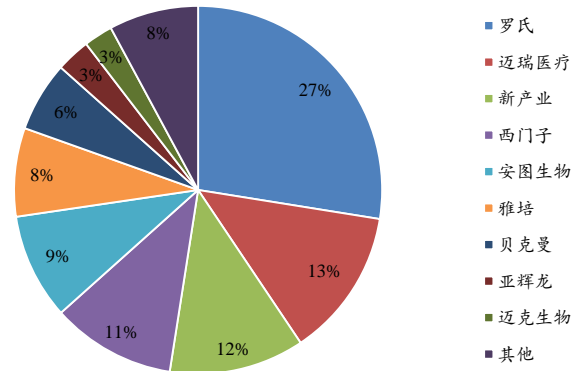
其余四项仍处于进口垄断阶段，竞争格局集中。除传染病项目外，其余四项仍是进口品牌占据优势，竞争格局较为集中。

图22：性激素六项集采竞争格局/按采购量计算



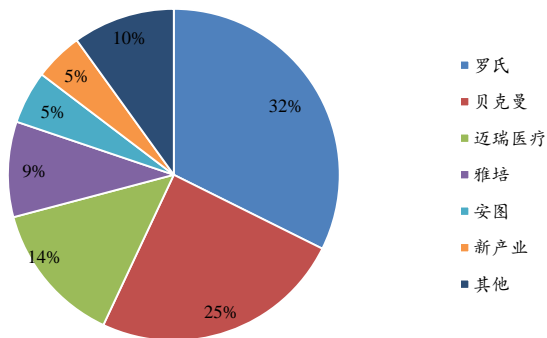
资料来源：二十五省（区、兵团）2023年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购公告，诚通证券研究所

图23：糖代谢两项集采竞争格局/按采购量计算



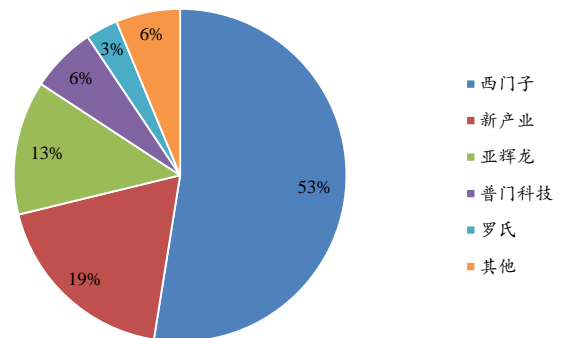
资料来源：二十五省（区、兵团）2023年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购公告，诚通证券研究所

图24：β-HCG 集采竞争格局/按采购量计算



资料来源：二十五省（区、兵团）2023年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购公告，诚通证券研究所

图25：总-HCG 集采竞争格局/按采购量计算

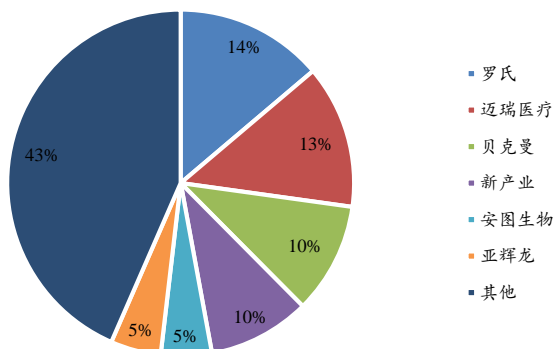


资料来源：二十五省（区、兵团）2023年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购公告，诚通证券研究所

2.5、按新装机仪器拆分，国产品牌新装机占比明显提升

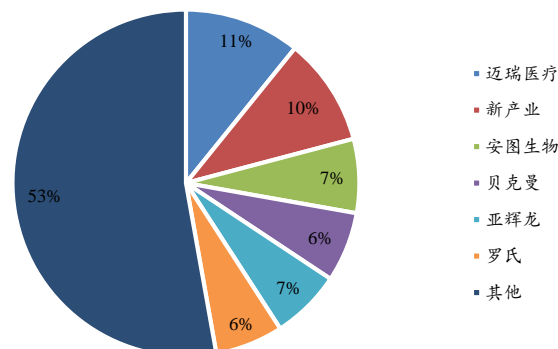
2024H1 国产品牌新装机占比明显提升。按金额计算，2024H1 我国化学发光仪器装机量第一梯队已经由进口四大家转换为进口+国产的竞争格局；国产品牌迈瑞医疗，新产业新装机市场份额与进口品牌差距已经不大。

图26： 2024H1 我国化学发光仪器招标竞争格局（按金额计算）



资料来源：IVD 体外诊断网，诚通证券研究所

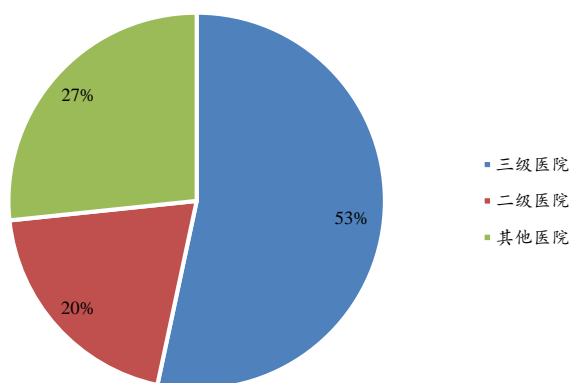
图27： 2024H1 我国化学发光仪器招标竞争格局（按数量计算）



资料来源：IVD 体外诊断网，诚通证券研究所

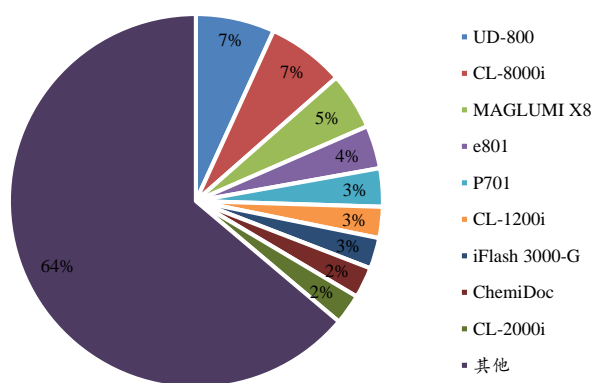
三级医院是主流市场，高速机是主力装机产品。按采购单位划分，三级医院占总市场的 53.55%，因此高速机是市场的主流仪器。我国体外诊断行业朝着集中化趋势发展，以高速机，流水线为代表的高端仪器是行业主要的发展方向。

图28： 2024H1 化学发光仪器竞争格局/按金额计算



资料来源：IVD 体外诊断网，诚通证券研究所

图29： 2024H1 化学发光竞争格局（按仪器类型拆分）



资料来源：IVD 体外诊断网，诚通证券研究所

按等级医院拆分，三级医院是下一步国产替代的主要市场。

目前我国三级医院内的化学发光体外诊断行业仍处于进口垄断阶段。按等级医院拆分，目前我国三级医院存量化学发光仪器仍以进口品牌为主；尤其是大三甲医院几乎均为进口品牌的仪器和流水线产品，若按试剂金额计算，目前我国三级医院化学发光体外诊断市场约为 90% 的份额仍处于进口垄断阶段；预计在集采和国内公司产品力提升的推动下，三级医院将成为下一个国产替代的主要市场，成为国内化学发光企业的主要增长驱动力。三级医院对试剂及仪器性能的综合要求高，因此看好综合能力强的龙头公司获得国产替代份额，重点关注高速机和流水线产品的竞争力。

3、新产业：国产替代与体外诊断出海双轮驱动增长

3.1、新产业试剂品类齐全，小分子夹心法的技术突破提升了竞争力

我国发光企业试剂品类逐渐齐全，子项目覆盖数量超过进口品牌。体外诊断试剂的竞争力在于品类齐全，准确度和稳定性，化学发光检测的常规板块包括肿瘤标志物，传染病，甲状腺功能，心标赛道，常规试剂品类齐全是入院竞争的基础；在三级医院为主的高端市场中，试剂的稳定性是重要的影响因素。根据各公司披露的数据，经过多年的研发投入，我国化学发光龙头企业的试剂品类已经逐渐齐全，不输国际龙头品牌。

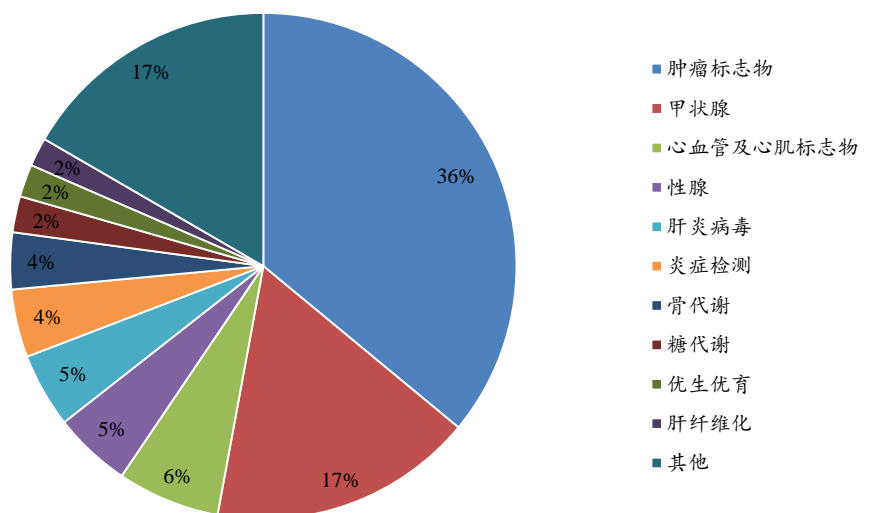
表8：部分龙头公司化学发光 NMPA 获批数量/截至 2024 年 H1

	新产业	安图生物	迈瑞医疗	亚辉龙	罗氏	雅培	贝克曼	西门子
总项目数	172	107	75	151	71	78	45	102
肿瘤标志物	18	18	20	18	8	14	7	12
传染病	9	15	9	8	9	12	0	12
甲状腺功能	12	10	11	9	6	8	8	11
性激素	14	11	9	14	10	9	11	11
心肌标志物	14	8	4	4	8	7	5	10
自免抗体	20	0	0	50	0	0	0	0

资料来源：各公司官网，诚通证券研究所

新产业的试剂品类齐全，肿瘤标志物是公司的优势项目。新产业试剂品类齐全，为全球医疗机构提供 199 项配套试剂，已取得欧盟准入的化学发光试剂 186 项，在国内市场已获注册的化学发光试剂 172 项，配套试剂涵盖肿瘤标志物、甲状腺、传染病、性腺、心肌标志物、炎症监测、糖代谢、骨代谢、肝纤维化、自身免疫抗体等检测项目。

图30：新产业各类试剂销售情况/2019



资料来源：wind，诚通证券研究所

新产业原料自产率不断提升，优化试剂性能。体外诊断试剂与生物制品原料的关联性强，生物原料生产技术水平及其品质对体外诊断试剂品质有重要影响。公司用于生产试剂的部分核心原料通过国外进口。为应对重要原材料的采购风险，公司已进行关键原料的自主研发，通过自产替代进口；通过持续研发优化，目前70%以上的发光免疫项目的抗原抗体、校准品已实现自研自产。上述关键原料的成功研发与生产，缓解了试剂产品部分原料外购困难与原料价格昂贵的问题，也有助于公司持续优化诊断试剂产品。

小分子化合物的体外诊断检测尚未同时解决灵敏度和快速检测的问题。小分子化合物通常是指分子量低于1000道尔顿，结构简单的化合物。临床上常见的小分子有雌二醇、孕酮、醛固酮、25-羟基维生素D、他克莫司、环孢霉素等。目前，LC-MS/MS法和化学发光竞争法均不能解决快速准确检测小分子化合物的问题。

表9： LC-MS/MS法与化学发光竞争法的优缺点

方法学	优点	缺点
LC-MS/MS	LC-MS/MS 是小分子检测的金标准，特异性好，准确度高。	通量小、前处理复杂、对设备和人员要求高，出报告时间超过6小时，无法当天出报告，难以广泛使用。
化学发光竞争法	快速	与质谱法相关性较差，竞争法检测低浓度待测物相对误差较大，分析过程的重现性差,反应孵育时间过长。

资料来源：检验医学网，诚通证券研究所

小分子化合物检测实现革命性的技术突破，进一步提升试剂竞争力。通过持续不断的技术创新与产品开发，在小分子领域实现革命性的技术突破，新产业已推向市场的25-羟基维生素D、醛固酮、雌二醇、他克莫司、游离三碘甲状腺原氨酸、总三碘甲状腺原氨酸、游离甲状腺素、总甲状腺素共8项小分子双抗体夹心法试剂，覆盖包括维生素，甲状腺功能，性激素在内的子赛道。突破了当前采用竞争法检测小分子普遍存在的灵敏度低、准确性差等问题，使得产品具有更好的特异性、灵敏度、精密度和线性，完美地克服了竞争法本身的局限性。

小分子法检测维生素D与质谱法的一致性已经超越进口品牌，进一步提升试剂在临床应用端的竞争力。25-羟基维生素D是目前检测维生素D缺乏的主要诊断依据，根据2020年11月1日实施的WS/T 677-2020文件，25-羟基维生素D含量 $\geq 20\text{ng/mL}$ 为维生素D正常，25-羟基维生素D含量处于12-20 ng/mL 之间属于维生素D缺乏。如下表的检测结果所示，某国际著名化学发光品牌的检测结果与质谱法相关性较差，假阳性/阴性率达20%；新产业夹心法的检测结果与质谱法相关性明显强于进口品牌，未出现假阳性/假阴性。根据新产业生物和国内知名临床单位合作纳入了1309例样本开展25-羟基维生素D的方法学比对，相关系数0.97，表明其与LC-MS/MS方法具有良好的相关性。

表10： 新产业小分子夹心法与质谱法检测25-羟基维生素D结果

检测方法学	检测结果										
LC-MS/MS(ng/ml)	17.9	13.9	35.6	22.4	27.8	28.4	22.4	26.5	15	22.4	
新产业生物(ng/ml)	17.2	14.5	34.7	20.2	30.2	29.6	20.5	29.5	15.5	23.1	
某国际著名化学发光品牌(ng/ml)	19.7	27.5	60.3	25.8	50.4	41.6	36.4	16.5	33.0	43.8	

资料来源：检验医学网，诚通证券研究所

3.2、MAGLUMI X 系列产品力全球领先，提升单机产出

我国化学发光领域企业仪器的产品力在测速等多方面已经超越进口品牌。我国人口基数大，大型三甲医院的院内诊疗量远超海外医院，且我国业内诊断继续向大型医院集中，高测速体外诊断仪器符合我国院内诊疗需求的发展趋势。目前国内企业仪器基本达到了 600T/H 的高速机水平，已经超越了海外企业，在试剂位，样品位等关键指标上也已经不输进口品牌。

表11：部分龙头公司化学发光仪器及其参数

厂家	型号	测速	测量原理	试剂位	样品位	首结果时间 (min)	支持项目数
罗氏	E801	300T/H	电化学发光	48	150	9	100 余项
雅培	ALINITY I	200T/H	直接化学发光	47	150	15	/
贝克曼	DXL 800	400T/H	酶促化学发光	50	120	15	/
西门子	ATELLICA IM 1600	440T/H	直接化学发光	42	160	10	/
新产业	X8	600T/H	直接化学发光	42	300	15	160 项
迈瑞医疗	CI-8000i	500T/H	酶促化学发光	36	600	17	11 套餐 65 项
安图生物	A6000	600T/H	酶促化学发光	50	/	/	15 套餐 100 项
亚辉龙	iFLASH 3000-G	600T/H	直接化学发光	/	480	/	/

资料来源：体外诊断网，诚通证券研究所

新产业的 MAGLUMI X 系列产品力全面升级，X8 为全球首款 600T/H 的高速机。目前新产业已经推出三款 MAGLUMI X 系列产品，新一代 MAGLUMI X 系列产品性能明显优于 MAGLUMI 系列。X 系列涵盖高、中、低速的不同机型，均为可联用机型，同时拥有较高的性价比优势，对于公司开拓国内外各类型终端提供了重要产品支撑。其中 MAGLUMI X8 为全球首个突破单机测试速度 600 T/H 的化学发光免疫仪器，在样本量，试剂量等其他关键指标上行业领先，预计 2025 年初 MAGLUMI X10 上市，测速达到 1000T/h。

表12：新产业化学发光仪器，生化仪器性能指标

仪器	测试速度/个/h	样本量/个	试剂量/种	首个结果时间/min	是否可联用
MAGLUMI X8	600	300	42	15	可联用
MAGLUMI X6	450	112	30		可联用
MAGLUMI X3	200	72	20		可联用
MAGLUMI 4000 Plus	280	144	25	16	可联用
MAGLUMI 4000	280	144	25	15	不可联用
MAGLUMI 2000 Plus	180	144	25	17	不可联用
MAGLUMI 2000	180	144	15	17	不可联用
MAGLUMI 1000	120	144	15	17	不可联用
MAGLUMI 800	180	40	9	17	不可联用
MAGLUMI 600	180	16	4	17	不可联用
Biossays C8	3200	300	288		可联用
Biossays BC2200	1600	280	90		可联用
Biolumi CX8	3200/600	300	288/42		可灵活组合

资料来源：wind，诚通证券研究所

3.3、SATLARS T8 流水线进一步提升三级医院的竞争力

三级医院是我国化学发光行业必争之地，国内企业三级医院覆盖率持续提升。我国三级医院是我国体外诊断行业的核心市场，2021 年我国约 77% 的公立医院检查收入来自于三级医院，且占比仍在持续提升。因此，三级医院的检测市场是以医院检验科为主的化学发光免疫诊断行业的必争之地。估算我国化学发光体外诊断行业三级医院国产化率仍较低，是我国化学发光体外诊断企业下一步国产替代的重要市场；随着我国化学发光企业仪器性能及试剂性能的提升，目前我国化学发光龙头企业的三级医院覆盖率正在逐年提升。

表13：国内化学发光公司三级医院覆盖情况/2024H1

公司	我国三级医院数量	三级医院入院数量	三级医院入院率
新产业	3523	1636	46.4%
安图生物	3523	2200	61.9%
亚辉龙	3523	1590	45.1%
迈克生物	3523	1867	53%

资料来源：wind，诚通证券研究所

体外诊断流水线整合分析仪器与前后样本处理系统，适合完成大规模实验室自动化检测。体外诊断流水线指不同的分析仪器与前后样本处理系统通过轨道及信息网络进行链接，从而完成大规模实验室常规自动化检验系统。根据模块的完整程度分为全实验室自动化系统（TLA）和任务目标自动化系统（TTA），其中 TLA 系统完整包含前处理系统和检验系统，价格较贵，自动化程度高，更适合大样本检验。

表14：体外诊断流水线各模块及功能

模块功能	
前处理模块	包含进样、离心、开盖等任务，为后续的样本检验分析做好准备。
分析检验模块	继承体外诊断分析仪器，主要包括生化诊断和免疫诊断模块，也可能包含血球、凝血和分子等仪器。
后处理模块	实现样本封装后的储存、外送或分配到其他分析仪器中。

资料来源：wind，诚通证券研究所

体外诊断流水线有望在未来成为三级医院诊断科的主流仪器，推动行业集中度提升。体外诊断流水线凭借其自动化程度高和集成度高的优势，可有效提升医院的每日检测数量，提升检验科工作效率，减少医护人员与样本的接触次数降低样本污染概率，尤其适合大规模检测的三级医院。体外诊断流水线有望成为三级医院体外诊断的主流仪器；由于体外诊断流水线将各类诊断分析仪器集成为一体机，安装流水线后各类体外诊断仪器与试剂均使用该品牌产品，具备较强的排他性，因此体外诊断流水线将进一步提升行业的集中度，马太效应明显。

表15：北京协和医学院流水线使用前对比

	使用流水线前	使用流水线后
每日样本量	700-1200	1400-2000
每日测试数	10000-15000	28000-40000
检查项目	51	53
仪器/台	7	4
操作员/人	10	5

	使用流水线前	使用流水线后
平均 TAT/h	5.4	1.6

资料来源：北京协和医院生化免疫流水线流程优化经验分享，诚通证券研究所

国内龙头流水线产品逐渐上市，处理速度与海外龙头尚有差距。2018 年安图生物推出了我国最早的体外诊断流水线产品，标志着国产企业开始入局体外诊断流水线赛道。截至 2024 年，我国体外诊断龙头公司均推出了全自研的体外诊断流水线产品，免疫模块和生化模块测速已经超越进口品牌，整体处理速度与进口品牌有一定差距。其中新产业体外诊断流水线 T8 是目前国内厂商整体处理速度最快的体外诊断流水线产品，整体处理速度达到 1000 管/h。2024 年我国约有存量体外诊断流水线 3000 条，其中罗氏存量流水线数量超 1000 条，是目前的国内龙头。

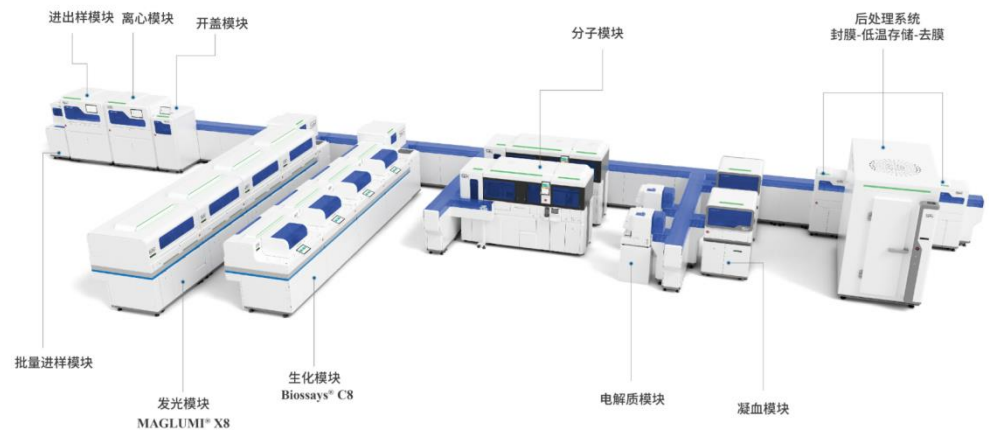
表16：龙头公司体外诊断流水线产品性能

厂家	流水线	整体处理速度	免疫模块/测速	生化模块/测速	后处理速度	国内装机时间
罗氏	CCM	1400 管/h	cobas e801:300T/h	cobas C702:2000T/h	800 管/h	2013
雅培	GLP	900 管/h	Architect i2000:200T/h	Alinity c:1600T/h	1200 管/h	2012
贝克曼	DxA 500	1200 管/h	DxI 800: 400T/h	UniCel Dx C: 1440T/h	1200 管/h	2007
西门子	Apito	750 管/h	Atellica IM 1600: 440T/h	Atellica CH930: 1800T/h	800 管/h	2010
新产业	SATLARS T8	1000 管/h	MAGLUMI X8: 600T/h	Biossays C8: 3200T/h	/	2024
迈瑞医疗	MT8000	850 管/h	CL-8000i: 500T/h	BS2800: 3200T/h	/	2023
安图生物	Autolas X-1	600 管/h	Auto 6000: 600T/h	TBA-FX8: 3200T/h	600 管/h	2018
亚辉龙	iTLA Max	600 管/h	iFlash 3000-G: 600T/h	LABOSPECT 008 AS: 3200T/h	600 管/h	2024

资料来源：各公司官网，诚通证券研究所

完全自主知识产权的 SATLARS T8 诊断流水线上市，提升公司在三级医院市场的竞争力。2024H1，新产业开发的具有完全自主知识产权的开放式全自动样品处理系统 SATLARS T8 正式上市，包含前后处理模块，并整合生化、免疫、电解质、凝血、分子五大专业领域。独特的双向四轨设计，使样本调度更灵活，实现检测动态平衡；模块化设计和多类型轨道灵活配置，可满足各种实验室检测需求和空间要求；样本检测全程急诊优先、智能调度，可大大缩短样本测试时间。截止 2024 年前三季度，SATLARS T8 流水线产品已完成装机/销售共 30 条，获得了市场认可。

图31: SATLARS T8 产品图



资料来源：新产业官网，诚通证券研究所

急诊模式大幅缩短急诊样本的检测时间，解决急诊检测痛点。 SATLARS T8 从医疗需求出发，解决医学实验室的痛点。为样本早高峰期间的急诊样本设计绿色通道，提升医学实验室的急诊 TAT。单个急诊样本在 T8 智慧流水线系统下，前处理系统的周转时间仅需 9 分 10 秒，即使前处理的样本已经满载，该结果也不会出现明显波动；对于整批急诊样本能够大通量提速，急诊模式下，所有 15 个急诊样本的前处理周转时间仅需 13 分 33 秒，相比常规模式节省了 31 分 08 秒，再加上高通量的轨道传输，为检测和审核等步骤节省了大量时间。

表17: 不同模式下最后一个急诊样本的前处理 TAT

流程	急诊模式	常规模式	节约时间
进样	1 分 10 秒	18 分 14 秒	17 分 04 秒
离心	10 分 15 秒	19 分 09 秒	8 分 54 秒
开盖	2 分 08 秒	7 分 18 秒	5 分 10 秒
前处理整体	13 分 33 秒	44 分 41 秒	31 分 08 秒

资料来源：新产业体外诊断，诚通证券研究所

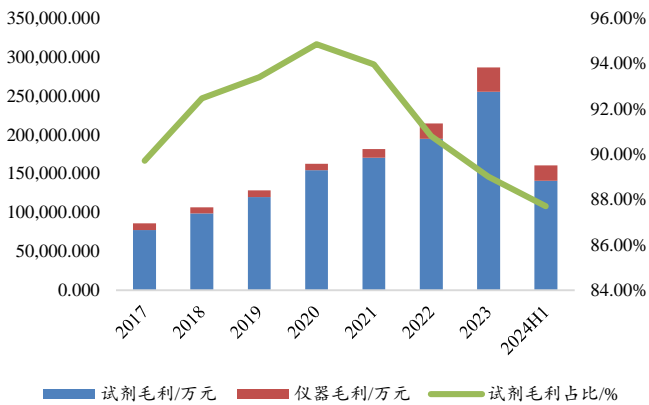
专为中国检验医学工作者准备的细节设计，减少检验人员工作压力。 新产业生物的设计团队在深入调研近千位中国检验医学从业者之后，专为中国检验科工作者打造舒适的工作环境，秉承机宜人的理念，减少人适机的负担，提升检验科人员的使用舒适度。在屏幕设计上，将屏幕的中心高度设置在 145cm，尺寸大小为 11.6 寸，适应国内所有检验人员身高；将操作台高度设计为 0.8m，处于中国人的操作舒适区，有效缓解脊柱及周围肌肉的压力；T8 的进出样和离心模块的高度下调至 160cm，低于 2024 年中国女性的平均身高，利于检验人迅速获取工作环境中的重要信息；TA 的低温储存模块样本处理速度为 1000 管/h，并通过双通道模式，实现存储与调取并行，不互相占用资源；T8 采用紧凑堆垛型储存方式，单模块储存容量为 15360 管，坪效比高达 4769 管/m²，空间利用效率及人员工作效率均为同类产品第一梯队。

3.4、MAGLUMI X 系列成为主力机，装机量及单机产出双重增长

试剂是公司的主要利润来源，试剂消耗量受仪器数量和仪器测速影响。化学发光

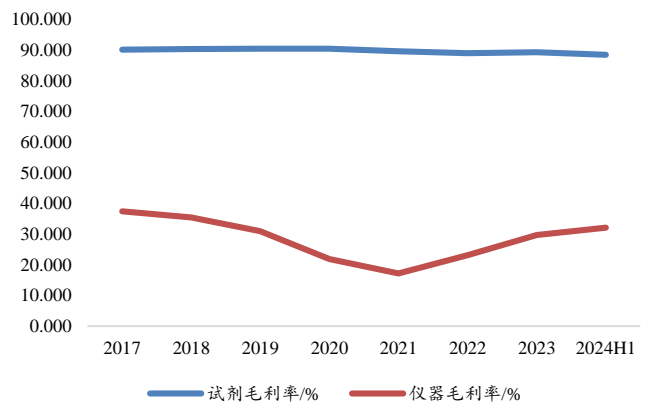
体外诊断仪器均为封闭式仪器，即同一厂家的仪器和试剂必须配套使用，因此一旦化学发光体外诊断仪器成功在医院装机，只要院内诊疗正常进行体外诊断仪器即可持续消耗体外诊断试剂为厂家带来收入。化学发光体外诊断仪器毛利率较低，存在赠送仪器的情况，基本不贡献利润；试剂毛利率维持在90%左右，是公司的主要利润来源。试剂消耗量主要受到院内存量仪器数量和单机产出的影响。公司每年装机量的增长推动院内存量仪器数量增长；单机产出与仪器测速相关，高速机占比提升推动单机产出提升。高速机主要下游为大型终端客户，高诊疗量消耗更多的试剂盒，单机产出远高于中低速机，对公司利润的贡献更大；因此存量高速机的增长对公司利润增长影响更大，跟踪高速机的装机量判断公司增长的确性。

图32： 新产业仪器及试剂毛利万元



资料来源：wind，诚通证券研究所

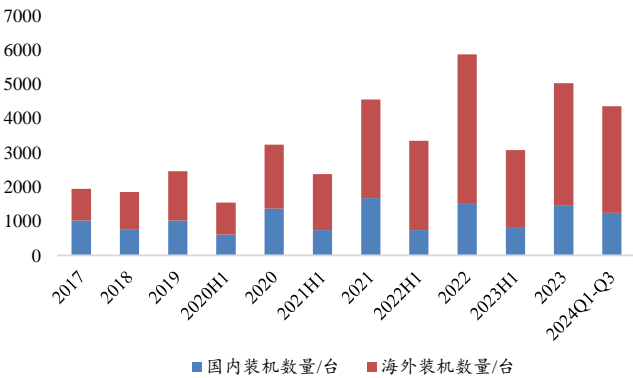
图33： 新产业仪器及试剂毛利率/%



资料来源：wind，诚通证券研究所

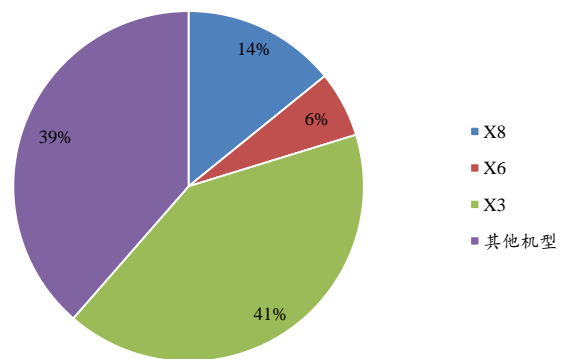
装机总量趋稳，MAGLUMI X 系列产品的放量推动仪器价格和单机产出提升。新产业近年装机战略由提升装机数量转换为提升中高速仪器的装机数量，装机数量在2023年开始企稳，预计2024E年装机量约为5000台，与2023年持平。MAGLUMI X系列产品的测速明显高于MAGLUMI系列产品，单机产出远高于MAGLUMI系列产品；尤其是高速机X8测速达600T/h，理论单机产出达到70万元，贡献了公司的主要测试量。

图34： 新产业仪器装机数/台



资料来源：wind，诚通证券研究所

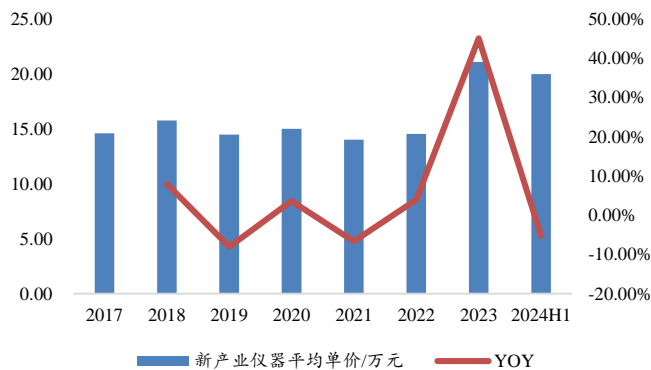
图35： 新产业仪器产品销量（2023H1）/台



资料来源：wind，诚通证券研究所

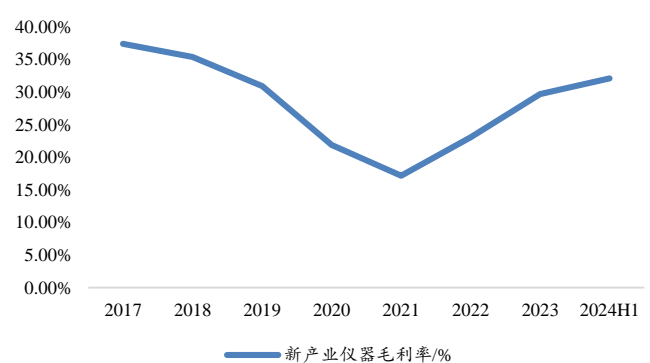
X系列产品的放量提升了仪器产品的单价和毛利率。随着公司市场地位的提升和销售战略的转变,中高速机销售占比提升,公司仪器平均单价和毛利率均呈提升趋势。

图36: 新产业仪器单价/万元



资料来源: wind, 诚通证券研究所

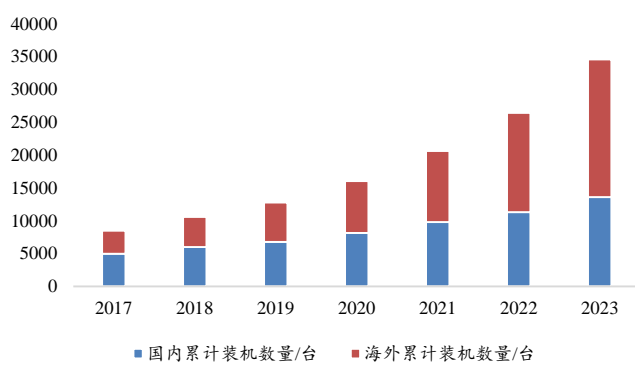
图37: 新产业仪器毛利率/%



资料来源: wind, 诚通证券研究所

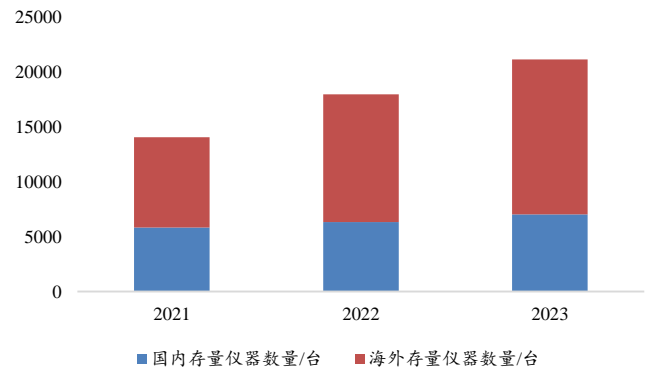
公司院内存量仪器数量持续增长。新产业是我国累计装机数量最多的化学发光体外诊断供应商,持续装机推动存量仪器数量增长。按仪器五年寿命计算,至2023年新产业国内外累计存量仪器超21000台。

图38: 新产业仪器累计装机总数/台



资料来源: wind, 诚通证券研究所

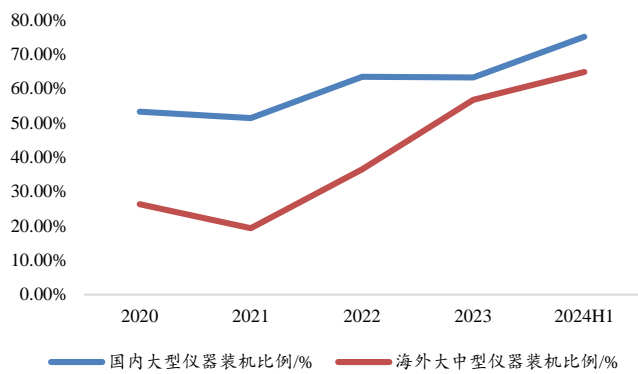
图39: 新产业存量仪器数量(按5年寿命计算)/台



资料来源: wind, 诚通证券研究所

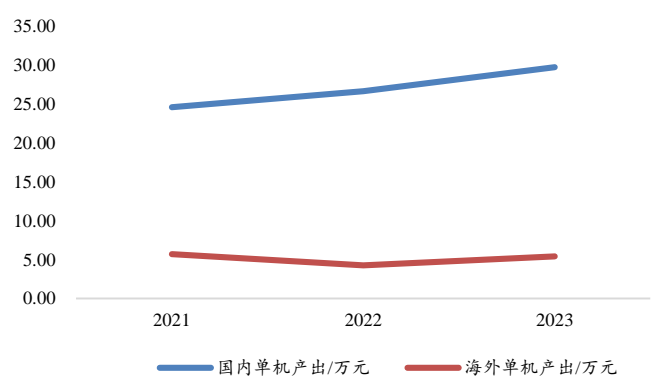
海内外中高速仪器比例持续提升,带动单机产出提升。公司海内外中高端仪器装机比例逐年提升驱动单机产出增长;在国内市场,以X8为主的大型机是公司的主力仪器,2023年大型机装机比例持平,2024H1占比提升至75.1%。在海外市场,公司的市场地位逐渐提升装机比例变化明显,由小型机为主转变为大中型仪器为主,随着存量仪器中大中型仪器比例的提升,单机产出有望继续增长。

图40： 新产业海内外中高速仪器装机占比/%



资料来源：wind，诚通证券研究所

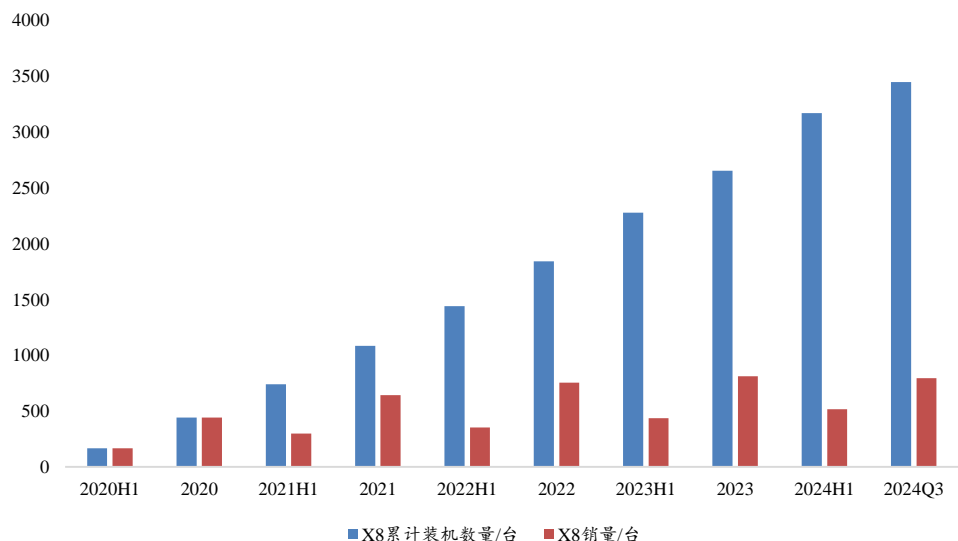
图41： 新产业单机产出（按5年寿命计算）/万元



资料来源：wind，诚通证券研究所

X8 装机数量持续提升, X10 和流水线产品的推出有望继续提升公司的单机产出。 X 系列产品覆盖各类测速, 满足不同医疗机构的需求; 高速机 X8 是公司的主要试剂消耗来源, 公司约 70% 的测试量来自于 X8, 单机产出最高有望达到 70 万元, 是公司的主要利润来源。在国内招标采购低迷的情况下, 2024 前三季度 X8 的装机数量已经达到 2023 年全年水平, 预计 2024 年装机量有望超过 1000 台, 由于 2023 年 X8 装机数量仅较 2022 年增长 55 台, 因此预计 2024 年存量 X8 数量较 2023 年相比呈加速增长趋势, 2025E 试剂消耗可能加速增长。超高速机 X10 和流水线 SATLARS T8 的单机产出较 X8 相比更高, 随着二者的上市和装机, 公司平均单机产出有望继续得到提升, 驱动公司试剂增长。

图42： 新产业 X8 装机数量/台



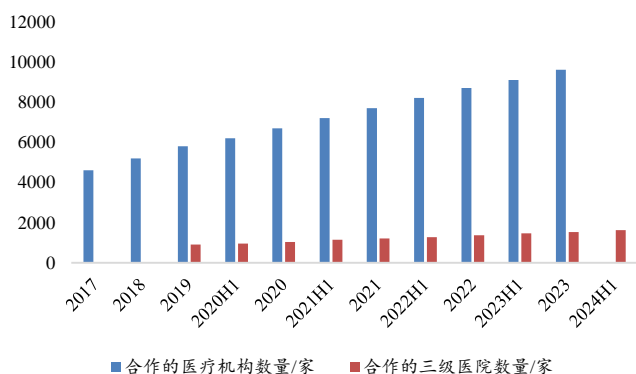
资料来源：wind，诚通证券研究所

3.5、国内市场：三级医院为主的高端市场是主要的增长驱动力

新产业合作医疗机构逐年提升, 已覆盖国内 57.46% 的三甲医院。新产业已在国内外建立起稳定的销售与售后服务体系, 合作的医疗机构逐年提升。截至 2024H1 年,

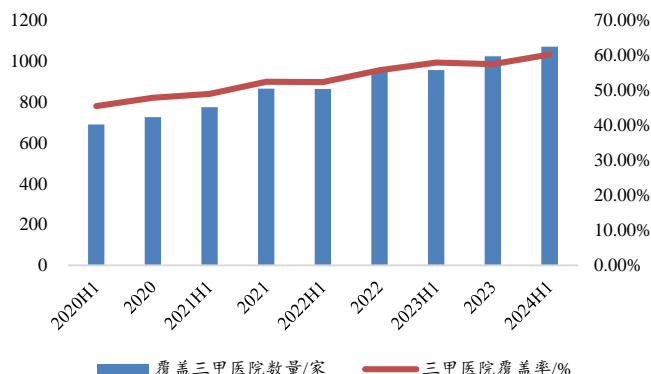
凭借产品技术与服务优势，公司已为国内 1636 家三级医院提供服务，国内三甲医院的覆盖率达 60.20%。

图43： 新产业国内医疗机构覆盖数量/家



资料来源：wind，诚通证券研究所

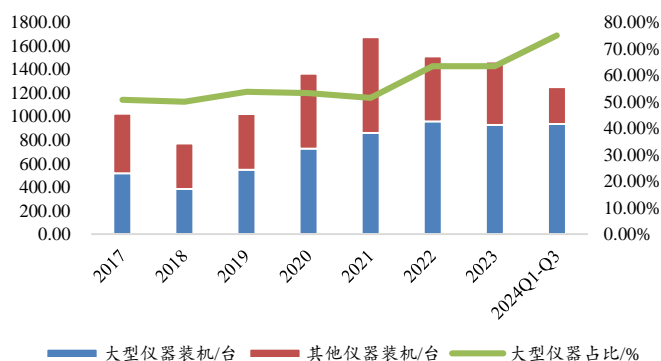
图44： 新产业三甲医院覆盖数量/家



资料来源：wind，诚通证券研究所

国内销售策略为持续推广高速化学发光分析仪，大型仪器装机占比达到 63.34%。国内化学发光需求以三级医院为主，市场竞争激烈，公司以持续推广高速化学发光分析仪为国内市场营销策略，拓展国内大型医疗终端客户。国内市场每年总装机量趋于稳定，大型仪器装机占比持续提升，至 2024 前三季度达到 75%，2024 年前三季度大型机装机总数已经超过 2023 年全年水平，为未来试剂消耗增长提供了确定性。随着大型发光仪器 X 系列和流水线销量的增加，国内仪器均价呈上升趋势，驱动国内仪器销售额增长。

图45： 新产业国内装机数量/台



资料来源：wind，诚通证券研究所

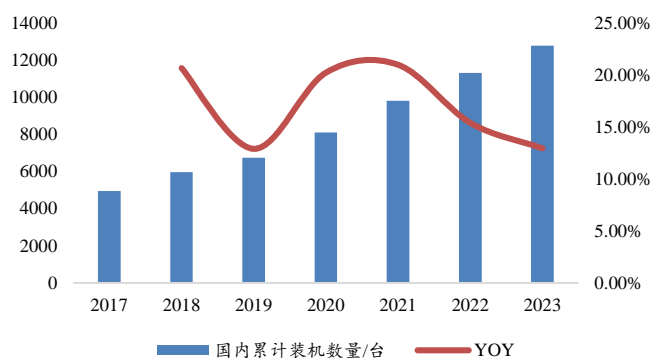
图46： 新产业国内仪器销售单价（出厂价）/万元



资料来源：wind，诚通证券研究所

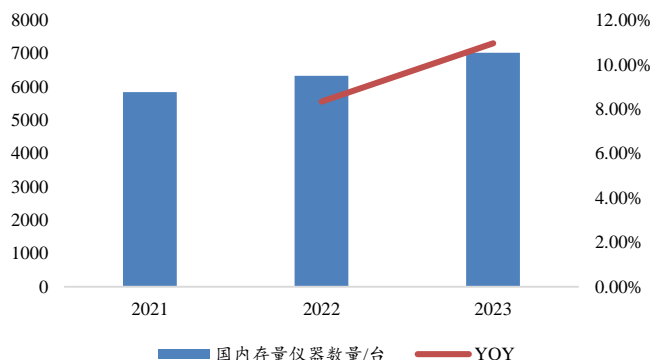
累计装机数量持续提升存量仪器数量，驱动试剂销量增长。新产业是我国国内累计装机量最多企业，至 2024 年 H1 国内累计装机 13544 台；装机量的持续增长推动存量仪器增长，存量仪器数量增长带动常规试剂销量增长。按照仪器寿命 5 年计算，截至 2023 年新产业在国内存量仪器数量超过 7000 台，过去三年复合增长率约 10%。2022 年后年装机量趋于稳定，约 1500 台/年，因此存量仪器数量可能趋于稳定，高速机占比提升是试剂增长的主要驱动力。

图47: 新产业国内累计装机数量/台



资料来源: wind, 诚通证券研究所

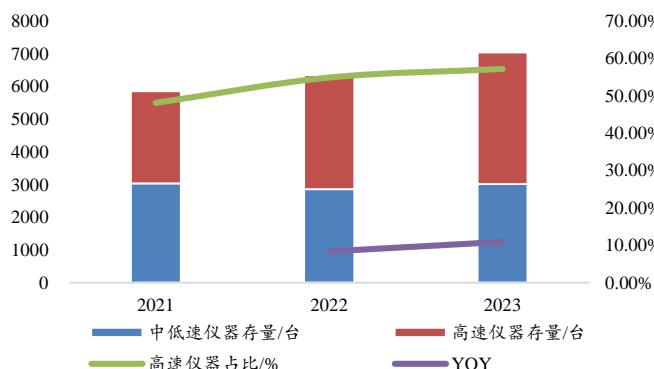
图48: 国内存量仪器估算(按5年寿命计算)/台



资料来源: wind, 诚通证券研究所

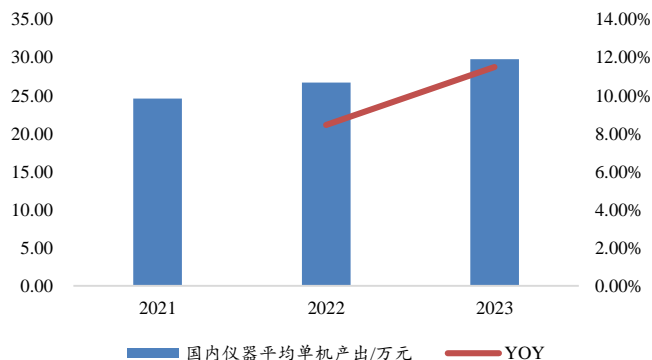
存量高速机占比稳定增长提升单机产出, 与存量仪器共同驱动国内试剂收入增长。高速机是新产业在国内的主力机型, 存量仪器占比逐年提升; 高速机消耗试剂数量更多, 单机产出也随之逐年增长, 年复合增长率约为10%。预计随着公司高速机装机比例的持续提升, 高速机在存量仪器中的占比持续提升, 单机产出提升的趋势有望继续维持。

图49: 国内存量仪器估算(按5年寿命估算)/台



资料来源: wind, 诚通证券研究所

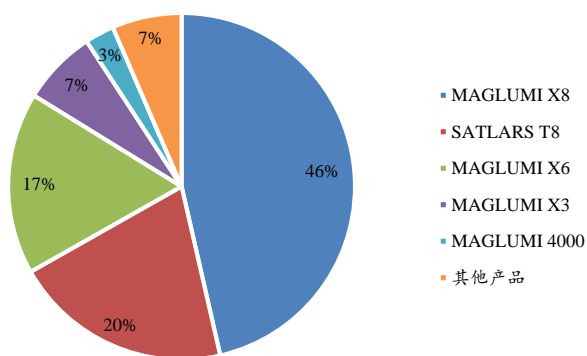
图50: 国内仪器单机产出(按5年寿命估算)/万元



资料来源: wind, 诚通证券研究所

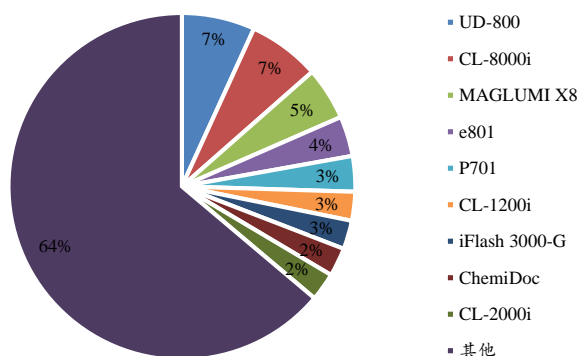
X8是国内市场的主要装机, 流水线SATLARS T8是新增长点。高速机X8是公司在国内的主力机, 在国内已经具备较强的市场地位, 招标采购市占率约为5%, 排名国内第三。X8在国内的市场地位和装机量持续提升是公司在国内市场增长的主要驱动力, 目前在国内竞争优势继续维持, 增长确定性较强; 2024年新推出的流水线产品SATLARS T8有望复制X8在国内市场的竞争力, 成为高端市场的新增长点。

图51: 2024H1 新产业仪器销售占比/%



资料来源: IVD 体外诊断网, 诚通证券研究所

图52: 各仪器国内市占率/2024H1



资料来源: IVD 体外诊断网, 诚通证券研究所

3.6、海外市场: 市场地位逐渐提升, 中高速仪器装机提升单机产出

新产业是我国最早出海的化学发光体外诊断供应商之一。公司积极搭建国内外专家交流平台, 持续提升了 Snibe 品牌的全球影响力, 目前已有 155 个国家和地区的医疗终端使用新产业的产品, 远销亚洲, 欧洲, 南美, 非洲等地。

图53: 新产业海外销售情况

业务分布

以客户为中心, 以市场为导向

150+

公司正积极拓展海外市场, 目前已有 150 多个国家和地区的医院在使用公司产品

30000+

全自动化学发光分析仪全球销售/装机超 30000 台



资料来源: 新产业官网, 诚通证券研究所

细分海外市场, 推动本土化销售体系。公司的销售策略为逐步细分海外市场, 实施区域化管理模式, 每个区域采用独立的营销、售后、市场及商务四位一体模式, 截至 2024H1 公司已经完成设立 10 家海外全资子公司; 借鉴印度子公司经验, 加大对重点市场国家的支持和投入及本地化运作。公司子公司多分布于海外新兴市场, 受益于当地人口基数和落后的医疗基建。新兴市场是全球 IVD 行业的主要增量市场, 新兴市场国家人口众多但医疗基建落后, 体外诊断覆盖率和体外诊断仪器性能均有较大提升空间, 是检测人口数量和检测单价均有望提升的潜力市场。在新产业海外子公司覆盖的国家中, 印度人口数量超 14 亿人, 印度尼西亚人口数量超 2.7 亿人, 医疗基建落后, 均为待开发的潜力市场。

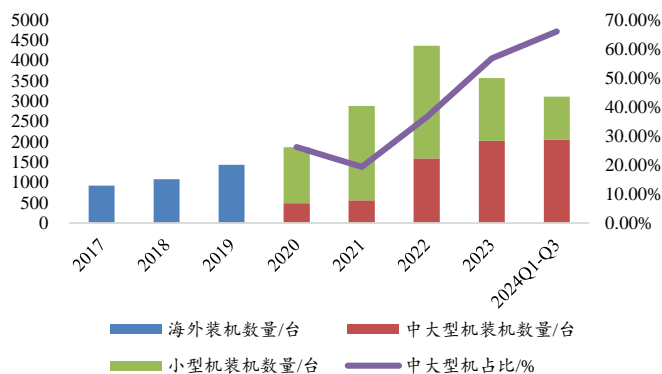
表18：新产业海外子公司建设情况

子公司	成立时间
印度子公司	2018
巴基斯坦子公司	2022
墨西哥子公司	2022
俄罗斯子公司	2022
巴西子公司	2022
秘鲁子公司	2022
罗马尼亚子公司	2023
意大利子公司	2023
沙特子公司	2023
印度尼西亚子公司	2024

资料来源：wind，诚通证券研究所

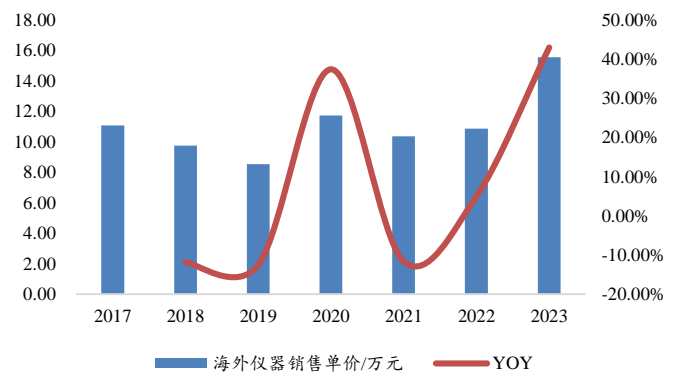
海外市场地位逐渐提升，中大型仪器装机比例提升。2022年前新产业的海外装机以小型机为主，中大型仪器占比低于20%。2022年后随着公司市场地位的提升，大中型仪器装机占比逐渐提升，2024年前三季度大中型仪器占比达到66%，大中型仪器装机量超过2023年全年。

图54：新产业海外装机数量/台



资料来源：wind，诚通证券研究所

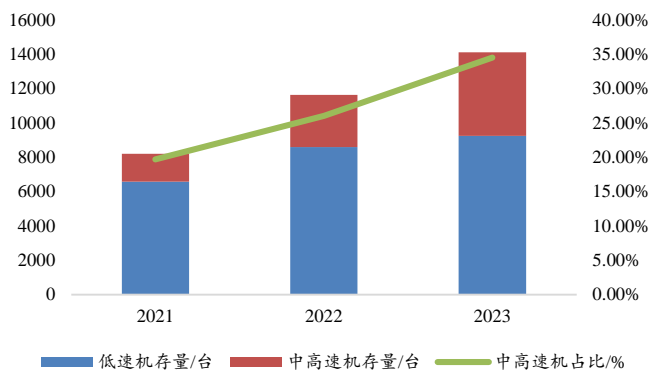
图55：新产业海外仪器单价/万元



资料来源：wind，诚通证券研究所

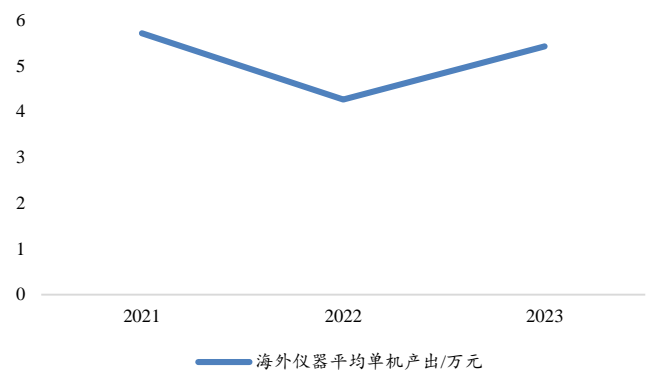
海外大中型仪器占比快速提升，单机产出较国内市场仍有较大差距。目前新产业海外市场存量仪器仍以小型机为主，因此海外单机产出较国内市场相比仍有巨大差距。在公司中高速机装机比例提升的驱动下，存量中高速机占比迅速提升。2023年中高速机存量占比达到34.5%，平均单机产出约为5.4万元，与国内市场仍有较大差距；预计随着海外新兴市场医疗基建的逐渐发展，海外客户的产品升级将成为中长期经营增长奠定坚实基础。

图56: 新产业海外存量仪器（以5年寿命估算）/台



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图57: 新产业海外单机产出（按5年寿命估算）/万元



资料来源: wind, 诚通证券研究所

4、预计未来三年归母净利润年复合增长率有望达到 19.5%

预计 2024E-2026E 新产业收入为 46.2 亿元, 55.3 亿元, 66.0 亿元; 归母净利润为 19.2 亿元, 23.2 亿元, 28.1 亿元, 归母净利润年复合增长率为 19.5%。

表19: 新产业营业收入拆分/万元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内仪器收入/万元	38030.07	50809.4	58684.86	71008.68	85920.51
YOY		33.60%	15.50%	21.00%	21.00%
占比/%	12.51%	12.97%	12.73%	12.86%	13.04%
国内试剂收入/万元	169151.05	209290.59	235247.68	270246.01	309861.36
YOY		23.73%	12.40%	14.88%	14.66%
占比/%	55.63%	53.40%	51.05%	48.94%	47.02%
海外仪器收入/万元	47339.17	55344.22	60878.64	70314.83	81213.63
YOY		16.91%	10.00%	15.50%	15.50%
占比/%	15.57%	14.12%	13.21%	12.73%	12.32%
海外试剂收入/万元	49528.37	76452	106045.98	140662.65	181979.97
YOY		54.36%	38.71%	32.64%	29.37%
占比/%	16.29%	19.51%	23.01%	25.47%	27.62%
其他收入/万元	-719.6	-700	-700	-700	-700
仪器毛利率/%	23.10%	29.71%	32.00%	33.00%	34.00%
试剂毛利率/%	89.21%	89.28%	89.00%	89.00%	89.00%

资料来源: wind, 诚通证券研究所

5、首次覆盖, 给予推荐评级

公司估值走势稳定, 目前估值水平处于低位。扣除上市首年的估值溢价, 新产业 PE-TTM 估值走势稳定, 估值区间为 24-41 倍, 公司 PE-TTM 为 29.21 倍, 估值水平处于低位, 估值下降空间较低。

图58: 新产业历史估值/PE-TTM



资料来源: wind, 诚通证券研究所

目前我国体外诊断龙头公司估值为低位水平，给予推荐评级。选取迈瑞医疗，安图生物，亚辉龙作为可比公司，均为我国化学发光体外诊断龙头公司。目前新产业 PE-2025 为 23 倍，处于合理估值区间；集采和 DRG 支付政策使国内 IVD 试剂收入停滞，预计第三次发光集采基本出清集采影响，行业降价趋势有望结束；受医药行业反腐影响，国内化学发光体外诊断仪器装机受到影响，但公司仍维持了高速机装机增长且 2024 装机量强于 2023 年，为未来试剂增长带来较强的确定性，预计 2025E 存量高速机增长强于 2024 年，试剂消耗较 2024 年转好，海外市场高速仪器占比稳定增长；目前估值合理，给予推荐评级。

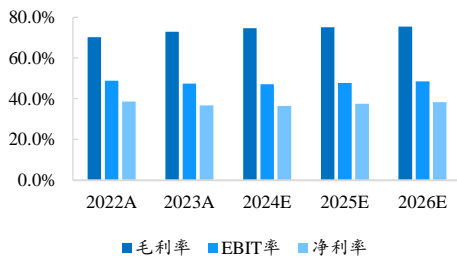
表20: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS				PE				CAGR	PEG	市值 亿元
	2024/11/20	23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	-3/2026	-2024		
迈瑞医疗	260.71	9.55	10.86	12.88	15.27	27.30	24.01	20.24	17.07	16.94%	1.20	3159.81	
安图生物	45.98	2.08	2.35	2.77	3.34	22.11	19.57	16.60	13.77	17.10%	0.97	267.14	
亚辉龙	17.87	0.62	0.69	0.92	1.19	28.82	25.90	19.42	15.02	24.28%	0.80	101.86	
新产业	68.8	2.09	2.45	2.95	3.57	32.92	28.08	23.32	19.27	19.54%	1.19	540.77	

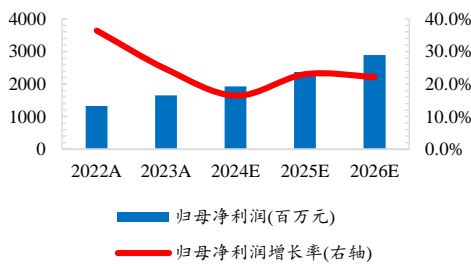
资料来源: wind 一致预期, 收盘价参考 2024/12/03;

附：财务预测摘要

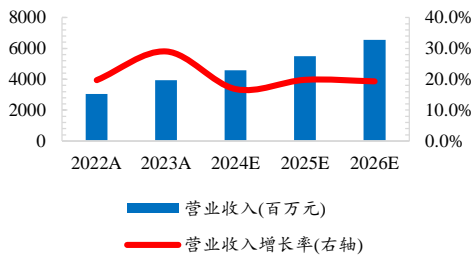
1、毛利率、EBIT率、净利率



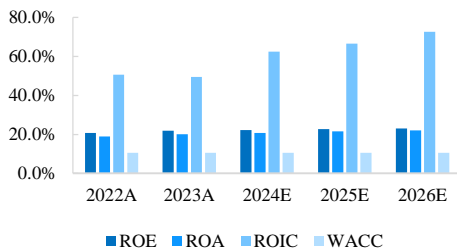
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3047	3930	4591	5500	6563
营业成本	906	1062	1166	1371	1610
折旧和摊销	128	174	174	206	245
营业税费	12	15	18	22	26
销售费用	459	630	760	878	1008
管理费用	5	107	129	152	178
财务费用	-73	-31	-53	-93	-139
公允价值变动损益	16	19	18	18	18
投资收益	61	74	70	70	70
营业利润	1504	1895	2212	2720	3322
利润总额	1501	1893	2212	2720	3322
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1328	1654	1925	2367	2891

资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	7015	8222	9243	10965	13144
流动资产	4822	5064	5948	7472	9416
货币资金	483	1048	2464	3736	5522
交易型金融资产	2814	2080	2080	2080	2080
应收帐款	475	620	0	0	0
应收票据	5	11	0	0	0
其他应收款	6	7	8	9	11
存货	839	917	1010	1256	1405
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	716	1266	1366	1517	1690
无形资产	172	169	182	188	198
总负债	615	678	560	583	598
无息负债	607	640	523	546	562
有息负债	8	38	37	37	37
股东权益	6399	7544	8683	10382	12546
股本	786	786	786	786	786
公积金	1348	1332	1332	1332	1332
未分配利润	3874	4981	5536	6217	7050
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	962	1418	2373	2163	2766
净利润	1328	1654	1925	2367	2891
折旧摊销	128	174	174	206	245
净营运资金增加	376	403	-415	229	143
其他	-869	-813	689	-639	-512
投资活动产生现金流	-594	-291	-223	-315	-392
净资本支出	403	322	136	197	236
长期投资变化	-262	-53	0	0	0
其他资产变化	-452	-22	-86	-118	-157
融资活动现金流	-497	-569	-735	-575	-588
股本变化	-1	-0	0	0	0
债务净变化	92	63	-118	23	16
无息负债变化	92	33	-117	23	16
净现金流	-138	568	1416	1272	1785

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	19.7	29.0	16.8	19.8	19.3
净利润增长率	36.4	24.5	16.4	23.0	22.1
EBITDA 增长率	31.9	26.1	14.6	21.4	21.0
EBIT 增长率	33.1	25.2	16.0	21.7	21.2
估值指标					
PE	40.5	46.3	27.7	22.5	18.4
PB	6.4	8.7	6.1	5.1	4.2
EV/EBITDA	31.0	24.6	20.9	16.8	13.3
EV/EBIT	33.6	27.0	22.6	18.1	14.4
EV/NOPLAT	38.0	30.9	26.0	20.8	16.5
EV/Sales	16.4	12.8	10.6	8.6	7.0
EV/IC	7.8	6.6	5.6	4.6	3.6
盈利能力 (%)					
毛利率	70.3	73.0	74.6	75.1	75.5
EBITDA 率	53.0	51.8	50.8	51.5	52.2
EBIT 率	48.8	47.4	47.0	47.8	48.5
税前净利润率	49.3	48.2	48.2	49.5	50.6
税后净利润率 (归属母公司)	38.6	36.8	36.5	37.4	38.3
ROA	18.9	20.1	20.8	21.6	22.0
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.8	21.9	22.2	22.8	23.0
经营性 ROIC	50.6	49.5	62.5	66.6	72.7
偿债能力					
流动比率	8.3	8.6	12.6	15.1	18.4
速动比率	6.5	6.4	9.6	11.7	14.9
归属母公司权益/有息债务	797.2	197.3	237.6	284.0	343.2
有形资产/有息债务	689.9	165.6	200.1	245.9	303.8
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.69	2.10	2.45	3.01	3.68
每股红利	0.70	1.00	0.85	0.93	0.89
每股经营现金流	1.19	9.31	3.02	2.75	3.52
每股自由现金流(FCFF)	1.04	1.56	2.97	2.63	3.36
每股净资产	8.14	53.51	11.05	13.21	15.97
每股销售收入	3.88	27.87	5.84	7.00	8.35

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>