

公司研究/首次覆盖

2020年07月12日

医药生物/医疗器械 II

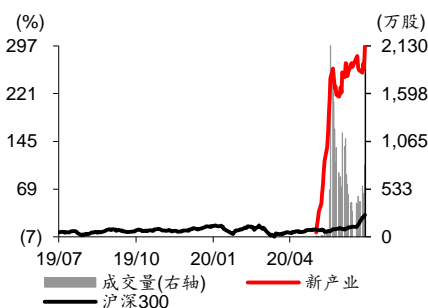
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 179.18  
合理价格区间(元): 213.55~220.43

**代雯** 执业证书编号: S0570516120002  
研究员 021-28972078  
daiwen@htsc.com

**孔垂岩** 执业证书编号: S0570520010001  
研究员 021-38476695  
kongchuiyan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 蓄势待发，再露锋芒

### 新产业(300832)

#### 国产化学发光先驱，2020年有望内生净利润加速

新产业是国产化学发光的领头羊，我们认为上市后公司有望在仪器、试剂和海外等方面均有突破，业绩有望加速。公司近期对核心管理层、技术人员等 412 人进行限制性股票激励，解锁条件要求 2020-2022 年营业收入 CAGR 达到 20-30%，充分激发员工积极性。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.24/2.88/4.20 元，给予“买入”评级，目标价 213.55-220.43 元。

#### 仪器：国内保有量国产第一，推出全球测速最快之一 X8 剑指高端市场

公司始终坚持自主研发，目前拥有从低速到高速、从小型到大型的全系列 8 款产品，截至 2019 年底公司内化学发光仪保有量约为 6800 台，名列国产第一，我国估算约占市场整体保有量 14-17%。同时公司在 2019 年上市全球测速最快之一的 Maglumi X8，测速达到 600 个/小时，同时在取样、试剂、反应等系统做出创新性改进，更符合临床需求。Maglumi X8 主打高端医院市场，有望提高仪器单台试剂年产出。我们预计 2020 年公司国内化学发光仪装机数量为 1000-1400 台，其中 400-500 台或为 Maglumi X8。

#### 试剂：国内注册数量最多，体量国产第一梯队，重磅传染病放量可期

截至 2020 年 6 月 18 日公司拥有试剂注册项目数量 124 项，名列国内第一。2019 年公司国内化学发光试剂收入达 11.26 亿元，属于国产第一梯队，其常规项目贡献公司 74% 试剂收入。不同于多数国产厂家，公司 2019 年肿标和甲功占试剂收入 36% 和 17%，传染病只占 5%，显著低于行业平均 30% 水平。目前公司丙肝等传染病项目已完成注册，补齐重磅“术前八项”，有望为公司试剂收入贡献重要增量。公司有很多特色项目，是打开高端市场的有力抓手。我们预计公司 2020 年国内化学发光试剂收入同比增长 22%。

#### 海外：业绩加速增长拐点已现，2Q20 海外疫情催化业绩增长

公司 2019 年海外收入 3.43 亿元，2012-2019 年海外收入 CAGR 达 38%，是目前化学发光海外收入体量最大的国产企业。我们估计截至 2019 年底公司在海外市场化学发光仪保有量约 6050 台。经过 9 年耕耘，我们认为公司海外业务进入收获期，1Q20 海外疫情尚未爆发，1Q20 公司海外收入同比增速即达 107%。而且，公司是全球最早获得 CE 注册的化学发光法新冠病毒检测试剂盒企业之一，在全球疫情催化下我们预计公司海外试剂收入 2Q20 同比增速或达 250%-300%，2020 全年同比增速有望超 100%。

#### 优秀赛道的领军企业，首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 9.20/11.86/17.30 亿元，同比增长 19%/29%/46%，当前股价对应 PEG 为 2.60（若剔除股权激励影响，PEG 则为 2.09）。我们认为公司业绩加速增长，海外市场更为广阔，布局领先同业，且为纯粹的化学发光龙头标的（2019 年占收入 98%），给予公司 2020 年 3.10-3.20 目标 PEG 估值（可比公司 PEG 均值为 2.46），对应目标价 213.55-220.43 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：传染病放量不及预期；疫情影响超预期；海外拓展不及预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	411.60
流通 A 股 (百万股)	41.20
52 周内股价区间 (元)	45.20-179.18
总市值 (百万元)	73,750
总资产 (百万元)	3,520
每股净资产 (元)	7.89

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,384	1,682	2,216	2,896	3,816
+/-%	21.31	21.54	31.76	30.71	31.75
归属母公司净利润 (百万元)	694.00	772.61	920.11	1,186	1,730
+/-%	28.95	11.33	19.09	28.93	45.79
EPS (元, 最新摊薄)	1.69	1.88	2.24	2.88	4.20
PE (倍)	106.27	95.46	80.15	62.17	42.64

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资要点 .....	3
新产业：整装待发的国产化学发光龙头 .....	5
化学发光：试剂仪器并驾齐驱，国内国际内外兼修 .....	6
化学发光是增长快、规模大、壁垒高的黄金 IVD 赛道 .....	6
仪器：从国产首家到全国最快，自主研发构建完整仪器体系 .....	8
试剂：补齐重磅传染病项目，打造市场最全检测菜单 .....	12
海外：多年深耕终现拐点，新冠试剂再添助力 .....	14
生化检测：与免疫诊断组成一体化检测流水线 .....	18
股权激励覆盖核心管理层，调动积极性 .....	19
盈利预测和估值 .....	20
盈利预测 .....	20
首次覆盖给予“买入”评级 .....	21
风险提示 .....	22

## 投资要点

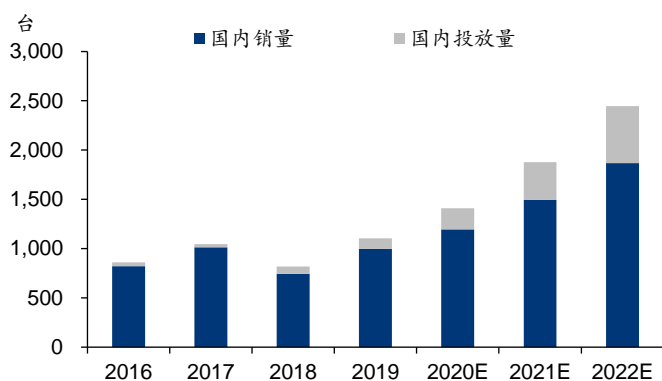
**化学发光是增长快、规模大、壁垒高的黄金IVD赛道。**化学发光应用场景拓展，终端需求强劲。中国医药装备协会估算，2019年我国化学发光市场规模已达到275亿元，同比增长17%。化学发光检测对检测结果准确性、特异性和稳定性要求较高，因此技术壁垒较高，我们估计2019年进口市占率达到70-80%。国产龙头正奋力追赶，加快进口替代。

**坚持自主研发仪器的国产化学发光领军企业。**公司作为国产化学发光先驱，于2010年成功自主研发第一台全自动国产化学发光仪，目前为止完成从小型到大型、从低速到高速的全系列8款产品。区别于部分海外和国内厂商的仪器代工模式，公司坚持自主研发掌握仪器核心技术，可以快速迭代升级。

**全新机型X8上市，剑指高端市场，利于提高仪器单台试剂产出。**公司2019年正式上市全球最快测速之一的化学发光仪Maglumi X8，可解决免疫诊断检测速度偏慢的临床痛点，同时对取样系统、试剂系统、反应系统做出很多创新性改进，更符合临床需求，适合大型医疗检测机构。我们预计2020年有望装机400-500台Maglumi X8，这有望提升公司在高端市场的竞争力，并有助于提高单台试剂产出。

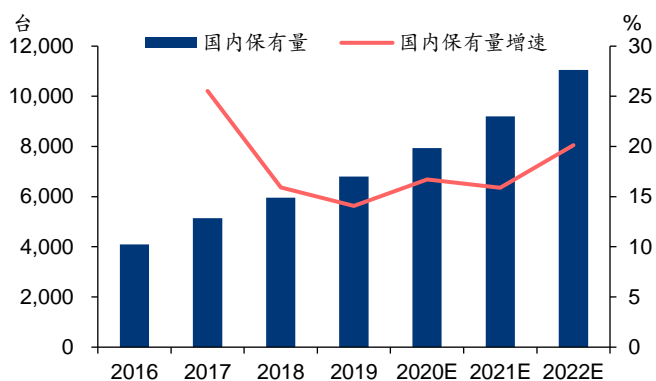
**公司化学发光仪国内保有量国产第一，未来销售模式或更加灵活。**截至2019年底，公司在国内化学发光仪保有量约为6800台，名列国产第一，约占市场整体保有量14-17%。上市后，公司或采取更加灵活多变的销售方式，销售和投放相结合，提高仪器在终端竞争力。我们预计2020年底公司国内化学发光仪保有量将达到近8000台。

图表1：2016-2022E年公司国内化学发光仪销量和投放量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

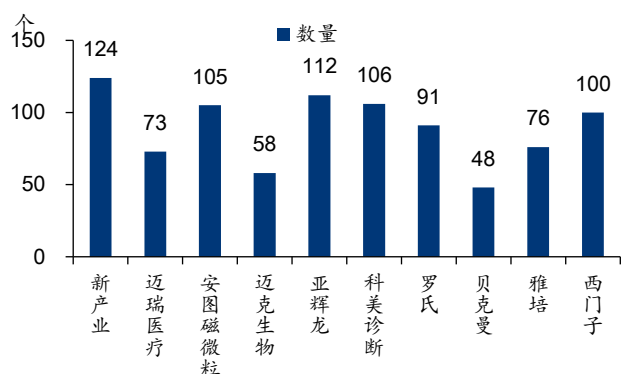
图表2：2016-2022E年公司国内化学发光仪国内保有量及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

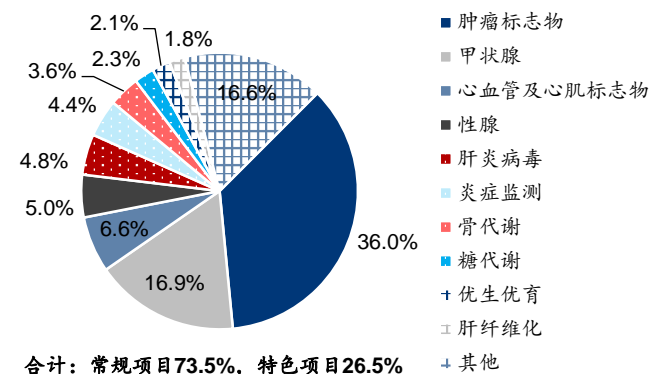
**公司在国内注册试剂项目数最多。**截至2020年6月18日，公司拥有化学发光试剂NMPA注册项目数量124项，高于其他进口和国产厂商，位居国内第一。

图表3：国内主流化学发光厂商注册项目数量(截至2020年6月18日)



资料来源：各公司公告，NMPA，华泰证券研究所

图表4：2019年公司试剂收入按项目拆分



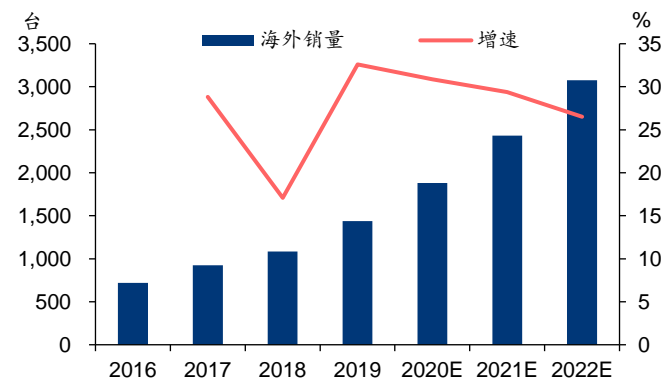
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

试剂收入体量位居国产第一梯队，常规项目为主，特色项目加快渗透高端市场。公司2019年国内化学发光试剂收入达到11.26亿元，位列国产第一梯队，其中肿标、甲功等常规项目贡献73.5%收入。公司也有很多特色项目，这将是公司打开三级医院市场的敲门砖。

公司检测项目以肿标、甲功为主，目前重磅传染病“术前八项”已补齐，放量可期。不同于安图、迈瑞和迈克等国产企业，公司检测项目以肿标、甲功见长，2019年分别占试剂收入36%和17%，但肝炎等传染病只占4.8%。未来公司不仅会继续发挥在肿标、甲功等项目方面的优势，而且已经将丙肝、梅毒等注册完成，补齐重磅的“术前八项”。我们预计公司2020年国内化学发光试剂收入同比增速为22%。

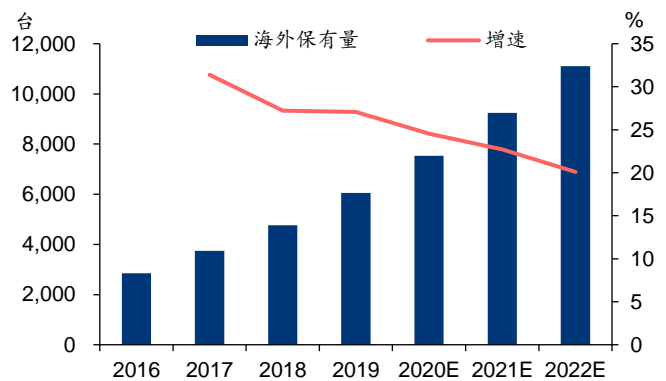
化学发光海外收入体量最大，销售网络初步建成。公司较早探索海外市场，2012-2019年海外市场收入CAGR达到38%，2019年体量达到3.43亿元，已成长为化学发光海外收入最大的国产企业。目前公司产品已经出口至全球143个国家和地区，其中2019年亚洲、南美洲、欧洲、非洲分别占比47.34%、21.06%、16.72%和13.42%，海外销售网络初步建成。截至2019年底我们估算公司海外化学发光仪保有量大约6000台，在新冠疫情促进下2020年底保有量有望达到7500台。

图表5：2016-2022E年公司海外化学发光仪销量及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

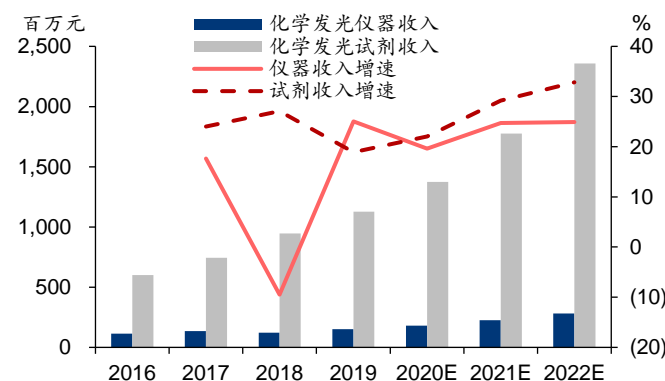
图表6：2016-2022E年公司海外化学发光仪保有量及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

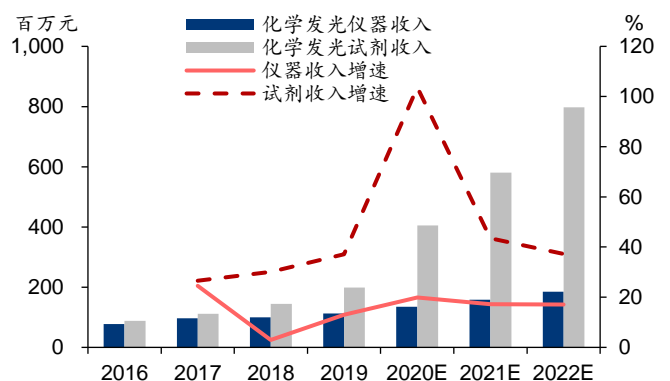
海外市场1Q20开始拐点显现，2Q20全球疫情加速海外市场渗透。经过持续9年耕耘，公司部分海外市场进入收获期，1Q20（海外疫情尚未全面爆发）公司海外业务拓展成效明显，海外收入同比增长107%。在4月全球疫情爆发后，全球检测需求大增，公司是全球最早获得CE注册的化学发光法新冠病毒检测试剂盒的企业之一，受益明显。根据业绩预告我们预计公司海外收入2Q20增速为250-300%，2020全年增速或超100%。而且长远角度看，新冠检测加快公司渗透部分海外大型检测机构，为海外高速增长奠定基础。

图表7：2016-2022E年公司国内化学发光仪器和试剂收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：2016-2022E年公司海外化学发光仪器和试剂收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 新产业：整装待发的国产化学发光龙头

公司聚焦化学发光免疫诊断。深圳市新产业医学生物工程股份有限公司（下文简称“新产业”或者“公司”），成立于1995年，2017年12月过会，2020年5月上市。公司主营业务为研发、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。

实控人体外控制的新华财富被公诉，影响上市进程，新产业实际控制人翁先定先生亦担任新华财富资产管理有限公司（简称“新华财富”）董事长，前经营管理团队在产品募集与管理方面涉嫌单位犯非法吸收公众存款罪，案件在审理过程影响公司2017年IPO过会后的上市进程。

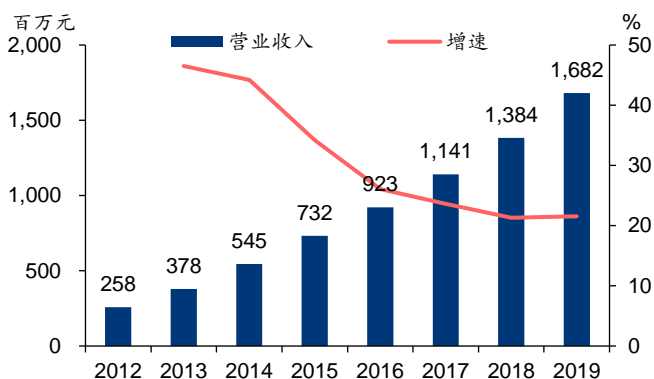
目前尘埃落地，实控人并不涉案，并承诺一旦法律要求赔偿，将自愿承担全部损失，并质押股份作为赔偿担保。2020年3月新华财富主管人员被公诉，翁先定先生虽为董事长，并不是法定代表人，且并未亲自或者委派人员参与新华财富的具体经营，因此仅为证人身份，而非被告。此案《刑事判决书》和《起诉书》中未涉及翁先定先生存在任何犯罪行为，其能够开具时间无间断的无犯罪记录证明。翁先定先生承诺一旦需要赔偿，将独自承担全部的损失，并将其持有的新产业1800万股股份质押给华泰联合作为赔偿义务担保，担保至结案后，以减少此事对新产业和股东的不良影响。

持续多年保持相对较快增长。试剂和仪器分别贡献2019年79%和16%收入，以及89%和6%毛利润。2012-2019年营业总收入CAGR为30.71%，2012-2019年归母净利润CAGR为39.55%，连续多年保持快速增长，目前已成长为国产化学发光领军企业。

1Q20国内市场受疫情影响明显，而海外进入收获期。受疫情、固定资产折旧、汇兑损益等影响，公司1Q20营业收入/归母净利润/扣非归母净利润2.89/1.11/0.96亿元，分别同比降低8.37%/19.77%/22.10%。疫情期间，体检和医院除新冠肺炎外其他疾病就诊人数大幅减少，国内1Q20收入同比降低约33.39%。而公司海外业务拓展成效明显，1Q20外销收入同比增加约107%。

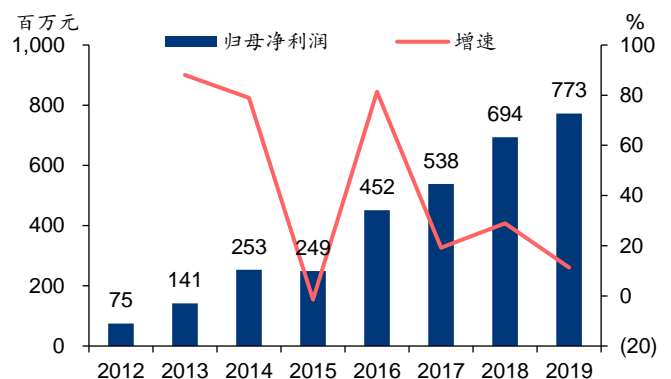
2Q20海外化学发光法检测新冠试剂出口放量，业绩有望大增。公司2020年2月成功研发全自动化学发光检测新冠病毒IgM和IgG抗体试剂盒，并获得欧盟地区CE认证，并进入中国医药保健品进出口商会发布的《取得国外标准认证或注册的医疗物资生产企业清单》，可以开展出口。在此促进下，公司预计2020年上半年收入同比增长22.26%-33.61%，归母净利润同比增长16.67%-27.35%，扣非归母净利润同比增长15.68%-27.24%。若以业绩预测中位数推断计算，我们预计公司单2Q20营业收入/归母净利润/扣非归母净利润同比增速分别为55%/51%/50%。

图表9：2012-2019年公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：2012-2019年公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

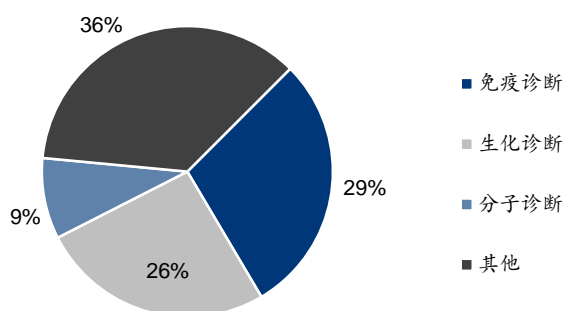


## 化学发光：试剂仪器并驾齐驱，国内国际内外兼修 化学发光是增长快、规模大、壁垒高的黄金 IVD 赛道

体外诊断，即 IVD (In Vitro Diagnostic)，是指在人体之外通过对人体体液、细胞、组织样本等进行检测而获取临床诊断信息，进而判断疾病或机体功能。体外诊断在医疗领域被誉为“医生的眼睛”，是现代循证医学的重要构成部分，为医生诊断和治疗提供重要的临床信息。

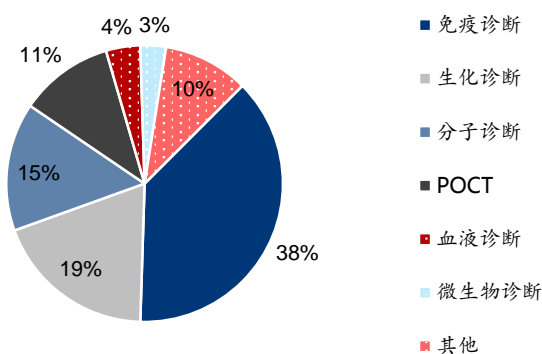
近年来我国免疫诊断产业发展迅速，成为 IVD 最大子行业。根据检测原理，IVD 可分为生化诊断、免疫诊断、分子生物学诊断、血液学诊断、微生物诊断、尿液诊断、凝血诊断等。随着免疫诊断适用范围不断推展，免疫诊断规模稳占 IVD 子行业第一名，市场占比不断扩大，从 2012 年 29% 提高至 2017 年 38%，我们估计到 2019 年占比提高到 45-50%。

图表11：2012年我国 IVD 市场子行业份额



资料来源：Kalorama，华泰证券研究所

图表12：2017年我国 IVD 市场子行业份额



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2019版）》，华泰证券研究所

化学发光是性能最优、应用最广的免疫诊断方法。免疫诊断的具体方法学包括化学发光、酶联免疫、胶体金等。其中化学发光免疫分析是用化学发光剂直接标记抗原或抗体的免疫分析方法，该方法具有灵敏度高、特异性强、检测速度快、通量大等若干优势，是目前主流的检验科免疫诊断方法，占据大部分免疫诊断的市场份额，其他 POCT 领域也有胶体金、酶联免疫等方法的应用场景。

图表13：不同免疫诊断方法的优劣势对比

技术名称	方法建立年代	检测限	试剂长稳效期(月)	优势	劣势	备注
同位素放射免疫	1940s	10 <sup>-12</sup>	2	NA	试剂保存时间短、污染环境、且需要手工操作	基本已被淘汰
胶体金	1970s	10 <sup>-8</sup>	6	简单、快速、稳定性好、可单份测定	检测灵敏度不高	即时检测领域，应用于医院的急诊化验室、监护边防、门诊和家庭
酶联免疫	1970s	10 <sup>-11</sup>	8	成本低且快速	检测灵敏度不高、时间保存时间短、且需要手工操作	主要在低级别医院中使用，正逐渐被化学发光替代
时间分辨荧光	1980s	10 <sup>-12</sup>	12	灵敏度高	操作复杂，易受外源元素干扰	临床较少使用
化学发光	1990s	10 <sup>-18</sup>	18	线性范围宽、灵敏度高、特异性强、自动化程度高、检测速度快、不受样本数量影响、试剂稳定期长	成本相对较高	适用于半定量和定量分析，目前已在三级医院基本普及，可替代放射免疫和大部分酶联免疫

资料来源：迈克生物招股说明书，华泰证券研究所

化学发光免疫分析根据发光原理差异可分为直接发光、间接发光（酶促发光）和电化学发光。其中，直接发光和酶促发光效果类似，但在检测时间和抗干扰方面更有优势。直接发光代表厂家为新产业、雅培、西门子、迈克等，间接发光代表厂家是迈瑞、安图和贝克曼等。电化学发光是结合电化学和化学发光两个过程，其主要特点是本底信号低、特异性高、最小检出值低，代表厂家为罗氏、普门科技。

图表14：三大化学发光方式对比

	直接发光法	间接（酶促）发光法	电化学发光法
标记物	吖啶酯（AE）/异鲁米诺（ABEI）	Apase/HRP	三联吡啶钉
反映类型	夹心法、竞争法	夹心法、竞争法	夹心法、竞争法
光信号	闪光	辉光	电激发闪光
简便快速	快速	较快速	最快速
影响结果的因素	少	多	少
可否半自动开放	否	是	否
检测成本	高	低	高
发光底物	NaOH-H <sub>2</sub> O <sub>2</sub>	金刚烷、鲁米诺	电激发
代表进口企业	雅培、西门子	贝克曼	罗氏
代表国产企业	新产业、迈克（i3000）、亚辉龙	迈瑞、安图、迈克（IS1200）、科美	普门

资料来源：《化学发光免疫分析技术的研究现状与展望》，各公司官网，华泰证券研究所

化学发光应用场景广泛。发展至今，化学发光核心检测项目是传染病、肿瘤标志物、甲状腺功能和性腺激素四大领域，同时也开发心肌标志物、糖代谢、TORCH等多种领域。

图表15：化学发光检测项目、检测抗体及目标群体

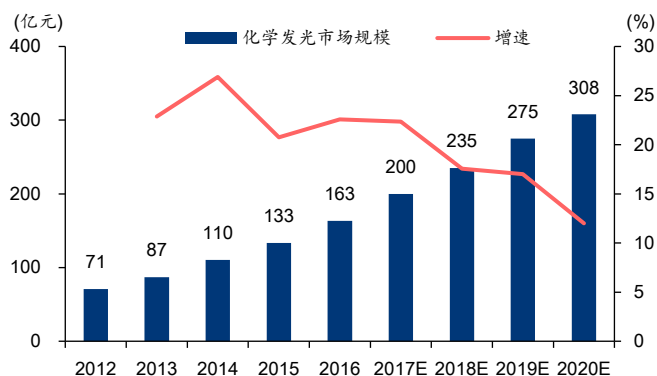
检测项目分类	检测抗体	目标群体
性腺	HCG、FSH、LH、PRL、E2、PROGESTERONE、TESTOSTERONE、Free TESTOSTERONE、FE3、AMH、SHBG、Androstenedione、DHEA-S	针对男女性不孕、女性闭经、预测排卵、孕检、多囊卵巢综合症、男女性功能、青春期前儿童性早熟、多种雄激素异常疾病等诊断的患者
甲状腺	TSH、T4、T3、FT4、FT3、rT3、TG、TGA、TRAb、TMA、Anti-TPO	需要对甲亢、甲减、自身免疫性甲状腺疾病的诊断的患者；新生儿甲减检查的人群
糖代谢	Pro-Insulin、Insulin、C-PEPTIDE、GAD65、ICA、Anti-IA2、IAA	I、II型糖尿病的诊断及监测、妊娠期高血压检测的人群
肾功能	β 2-MG、H-ALB	肾脏疾病的诊断、肾脏功能监测的人群
肝纤维化	HA、PIIIP N-P、CIV、LNCG、CG	肝纤维化病变的诊断及监测的患者
肿瘤标志物	AFP、CEA、CA50、CA242、CA153、CA199、CA724、CA125、HE4、NSE、CYFRA21-1、SCCA、PSA、F-PSA、PAP、25-OH Vitamin D、PTH、CT、BGP	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，术后监测的患者
骨代谢	25-OH Vitamin D、PTH、CT、BGP	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、免疫系统疾病诊断的患者
产前筛查	AFP、Free-β-HCG、PAPP-A、FE3	唐氏（Down's）综合症和神经管缺陷的产前筛查的人群
免疫球蛋白	LgM、IgA、IgE、IgG	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患者
药物监测	Cyclosporine A、FK506、Digoxin	用于器官移植的排斥反应监测，指导用药，提高器官移植的成功率的患者
心血管及心肌标志物	Hs-cTnl、Troponin I、CK-MB、Myoglobin、Lp-PLA2、H-FABP、NT-ProBNP、BNP、D-dimer	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患者
炎症监测	PCT、CRP、IL-6	败血症、脓毒症、细菌性和病毒性感染鉴别、抗生素应用指导的患者
贫血	Ferritin、VB12、FA	贫血的诊断及缘由判断的人群
传染病	HBsAg（Quant）、Anti-HBs（Quant）、HBeAg、HBcAb IgG、HCV IgG、HIV Ab/Ag Combi、Syphilis	梅毒、艾滋病的诊断，以及乙肝、丙肝病毒感染检测、治疗监测的患者
优生优育	IgG、IgM、Rubella IgG、Rubella IgM、CMV IgG、CMV IgM、HSV-1/2 IgG、HSV-1/2 IgM	优生优育，孕前或孕早期检查，产前感染的鉴别诊断的人群
EB病毒	EBV EA IgG、EBV EA IgA、EBV VCA IgG、EBV VCA IgM、EBV VCA IgA、EBV NA IgG	主要用于鼻咽癌的筛查、诊断及治疗监测的患者
自免抗体	ANA、Anti-Sci-70 IgG、Anti-CCP Anti-dsDNA IgG、Anti-Centromeres IgG	系统性红斑狼疮（SLE）、类风湿性关节炎（RA）、混合性结缔组织病（MCTD）、干燥综合征（SS）等多种结缔组织病的患者
其它内分泌激素		巨人症、矮小症、皮质醇增多症、肾上腺功能不全；衰老、前列腺增生、肾上腺肿瘤，多囊卵巢综合症的患者
胃功能筛查	Gastrin-17、PG I、PG II	胃炎、胃萎缩、胃癌患者，早期胃癌筛查
脑损伤	NSE、S-100	适用于脑损伤患者的损伤程度诊断
高血压	Direct Renin、Angiotensin I、Angiotensin II、ALD、CORTISOL、ACTH	高血压人群、有高血压家族病史人群
生长发育	GH、IGF-1、IGFBP-3	儿童生长激素缺乏症、青少年脊柱侧弯、儿童矮小症患者

资料来源：公司官网，新产业招股说明书，华泰证券研究所

我们认为化学发光是医疗器械的黄金赛道，因为：

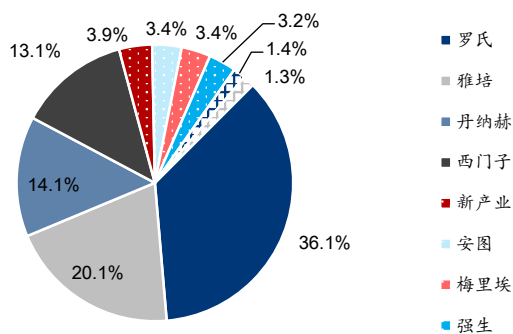
- 增长快、规模大：**化学发光应用场景不断拓展，不仅终端需求强劲，而且正逐步实现对生化检测中的免疫比浊法、免疫诊断的酶联免疫等方法的替代。根据中国医药装备协会估算，2019年我国化学发光市场规模已达到275亿元，同比增长17%。
- 壁垒高，进口替代空间大：**化学发光检测需要仪器和试剂同时研发，研发难度大，且化学发光检测多为定量分析，对仪器准确性和特异性要求高，仪器稳定性、试剂批内稳定性和批间稳定性也需要保证。进口企业凭借先发优势，高度垄断化学发光市场，根据调研2019年进口市占率达到70-80%，且占据三甲医院等高端市场。随着技术差距缩短、医保控费推进，国产品牌进口替代空间有望持续提高。

图表16： 2012-2020E年我国化学发光市场规模及同比增速



资料来源：中国医学装备协会，华泰证券研究所

图表17： 2017年我国化学发光市场竞争格局



注：新产业不包括国外销售；安图生物包括磁微粒和微孔板两种

资料来源：各公司公告，火石创造，华泰证券研究所

目前化学发光行业增量拓展为主，存量竞争为辅。根据调研，我们预计我国2019年底化学发光仪装机量约为4.0-5.0万台，若假设2019年底装机量为4.5万台，根据我们中性预测，预计我国现在装机还有59%可提高的潜力空间。因此我们认为目前化学发光行业还有较大市场增量空间可以拓展，尚未进入白热化存量竞争的阶段。

图表18： 我国化学发光仪装机容量测算

	2019年底终端总量 (家)	每家医院装机潜力 (台/家)		
		悲观预测	中性预测	乐观预测
三级医院	2681	9	10	11
二级医院	9478	2	3	4
一级医院	11014	0.5	0.7	0.9
未定级医院	10799	0.6	0.8	1.0
合计装机容量/台		55071	71593	88115
现在具备装机潜力空间		22%	59%	96%

注：计算现在装机潜力空间时假设现在在我国化学发光仪装机量4.5万台

资料来源：卫健委，华泰证券研究所

**仪器：从国产首家到全国最快，自主研发构建完整仪器体系**

公司是国产化学发光先驱，创下多项第一。新产业在国内市场乃至全球市场创下多项“第一”：1) 2010年，将中国第一台全自动化学发光免疫分析仪推向市场；2) 2017年，中国第一家获得FDA认证的化学发光厂家；3) 2018年，发布全球测速最快全自动化学发光免疫分析系统之一Maglumi X8；4) 2019年，中国第一家丙肝试剂通过欧盟最高认证CE listA的化学发光厂家（每批都需要送到独立第三方检验室验证）。



自主研发仪器，掌握核心技术，可快速迭代升级。经过多年的积累，以 Maglumi 2000 为基础技术平台，完成从小型到大型、从低速到高速的全系列 8 款产品。仪器大部分部件为自主研发，区别于部分进口和国内厂商采用的仪器代工模式，公司掌握仪器核心技术，针对终端反馈意见，公司可以快速针对性地做出改进，提高仪器性能，满足终端需求。

公司 2019 年正式上市全球最快测速之一的化学发光仪 Maglumi X8，性能明显提高，剑指高端市场：

- 1) **测速**：单机测速高达 600 个样本/小时，是全球最快之一，可四台联机，可解决免疫检测测速偏慢的临床痛点；
- 2) **容量**：样本位 300 个，试剂位 42 个，处于全球领先地位；
- 3) **取样**：采用一次性吸头，避免交叉感染，特别适合检测传染病项目，使用一吸多注技术，提高吸头利用率；
- 4) **试剂针**：国际首创的钛合金材质针头，TEFLON 包被，双针设计，同时吸取不同样品；
- 5) **反应系统**：单反应杯设计，一次可装载 2912 个反应杯（16 盒），反应盘设计可同时孵育 252 个反应杯。

图表19：主流厂商化学发光免疫分析仪器对比（截至 2020 年 6 月 10 日）

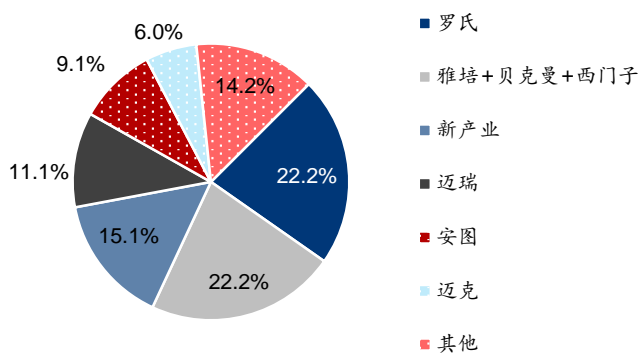
公司	主要机型	原理	单机最大测试速度（次/小时）	最大样本数量	试剂位	首次注册时间
新产业	MAGLUMI X8	直接发光	600	300	42	2019
	MAGLUMI 4000 Plus	直接发光	280	144	25	2017
	MAGLUMI 4000	直接发光	280	144	25	2012
	MAGLUMI 2000 Plus	直接发光	180	144	25	2010
	MAGLUMI 2000	直接发光	180	144	15	2008
	MAGLUMI 1000	直接发光	120	144	15	2010
	MAGLUMI 800	直接发光	180	40	9	2014
	MAGLUMI 600	直接发光	180	16	4	2013
迈瑞医疗	CL-6000i	间接发光	480	300	40	2017
	CL-2000i	间接发光	240	300	36	2013
	CL-1000i	间接发光	120	60	25	2015
	CL-900i	间接发光	180	50	15	2018
安图生物	AutoLumo A2000 Plus	间接发光	200	100	24	2015
	AutoLumo A1000	间接发光	100	100	24	2018
	AutoLumo A2000	间接发光	200	100	24	2012
迈克生物	i1000	直接发光	180	NA	NA	2020
	IS1200	间接发光	120	NA	18	2011
	i3000	直接发光	300	NA	30	2017
亚辉龙	iFlash 3000-H	直接发光	180	50	20	2016
	iFlash 3000-C	直接发光	300	140	30	2016
	iFlash 1800-A	直接发光	180	50	20	2018
科美诊断	LiCA 500	光激发光	500	198	25	2014
	LiCA 800	光激发光	600	200	24	2018
	LiCA Smart	光激发光	180	NA	NA	2020
	LiCA 4000	光激发光	400	NA	NA	2020
	CHEMCLIN 1500	酶促发光	380	240	80	2014
罗氏	cobas e801	电发光	300	64	48	2017
	cobas e602	电发光	170	150	25	2017
	cobas e411	电发光	86	18	30	2014
雅培	ARCHITECT i1000SR	直接发光	100	65	25	2009
	ARCHITECT i2000SR	直接发光	200	135	25	2007
西门子	ADVIA Centaur XPT	直接发光	240	80	30	2008
	ADVIA Centaur CPT	直接发光	180	84	15	2009
贝克曼	Unicel DxI 800	间接发光	400	120	50	2016
	ACCESS 2	间接发光	100	60	24	2008

资料来源：各公司官网，NMPA，华泰证券研究所

公司上市前仪器销售为主，投放为辅，上市后可有望采取更灵活的销售方式。上市前公司仪器主要以销售为主，投放为辅，截至2019年末，公司在终端客户的累计投放仪器358台，占国内总装机量的比例不到5%。我们认为在上市后，公司或将采取更灵活多变的销售模式，应对市场挑战。

公司国内化学发光仪保有量国产第一，构建放量基础。公司2019年化学发光仪在国内销售和投放合计2285台，截至2019年底公司国内化学发光仪保有量6800台，超过迈瑞、迈克和安图，名列国产第一名，我们估算占行业整体保有量14-17%份额。大量的装机是日后试剂放量的重要基础。

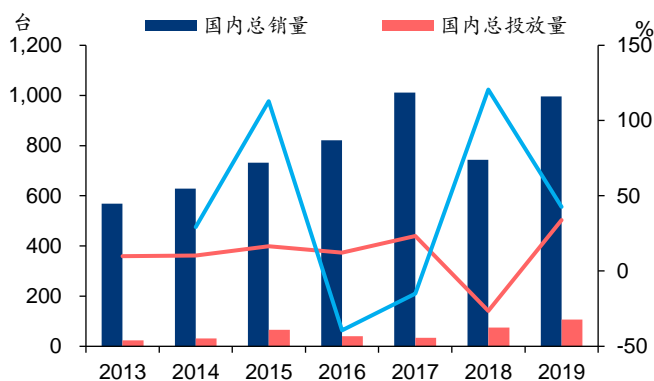
图表20：2019年底我国化学发光仪保有量竞争格局



注：2019年底我国化学发光仪保有量约4万-5万台，假设我国目前化学发光仪保有量4.5万台

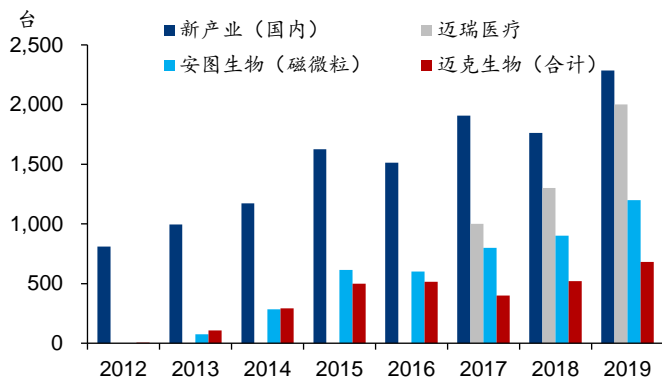
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21：2013-2019年公司国内销量、投放量及增速



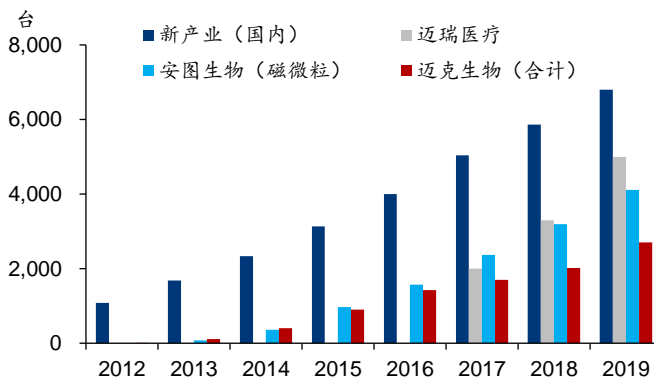
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表22：2012-2019年国产主流化学发光仪国内销量



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表23：2012-2019年国产主流化学发光仪国内保有量



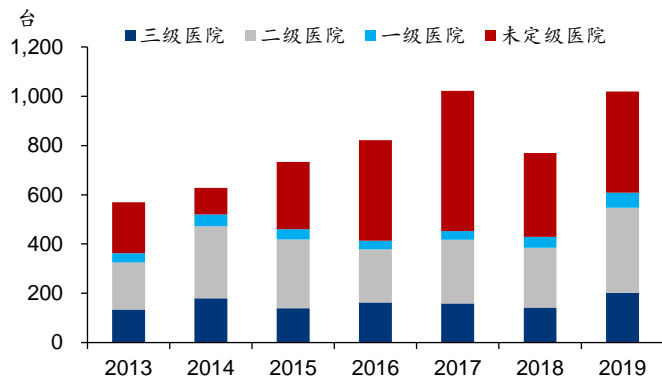
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

公司装机涵盖各级医院。截至2019年底，公司在三级医院、二级医院、一级医院和未定级医院仪器累计销量占比分别为20%、33%、5%和42%。其中未定级机构包括计生系统、基层医院、私立医院、第三方检测中心等，且公司在2016-2017年部分地区妇幼保健系统集中中标一批小型机，因此公司在未定级医院累计销量占比较高。

尚有大量空白区域未覆盖，灵活的销售策略加快各级终端渗透。截至2019年底，公司在三级医院、二级医院、一级医院和未定级医院覆盖数量分别为749家、1054家、169家和1079家，覆盖率仅为28%、11%、2%和10%。我们认为上市后公司采取更灵活的销售策略，有望扩大各级医院的渗透率。

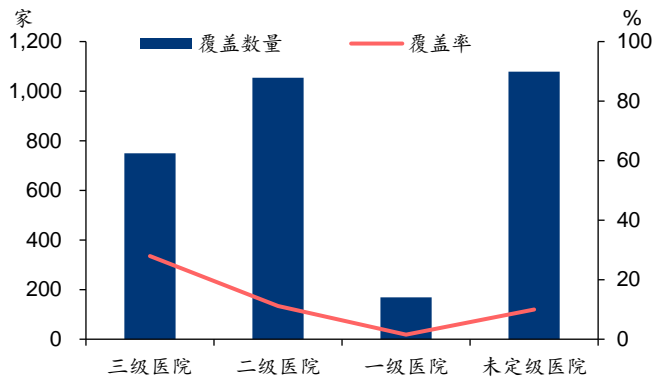
未来计划加大 Maglumi X8 在高端医院装机量，2021 年或迎来收获期。2019 年推出的高端机型 Maglumi X8 更适合大型医疗机构，我们认为公司未来依靠 Maglumi X8 有望加大高端医院覆盖力度，预计 2020 年 Maglumi X8 装机量 400-500 台，在 2021 年对单台试剂产出会有明显提振作用。

图表24： 2013-2019 年公司国内化学发光仪各类终端销量



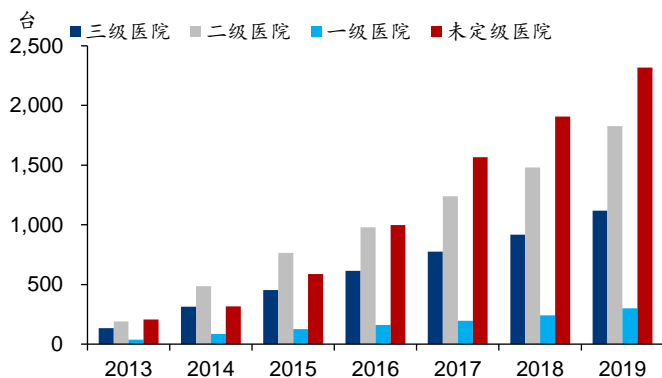
注：未定级医院包括计生系统、基层医院、私立医院、第三方检测中心等  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表25： 2019 年底公司化学发光仪在各级医院覆盖量和覆盖率



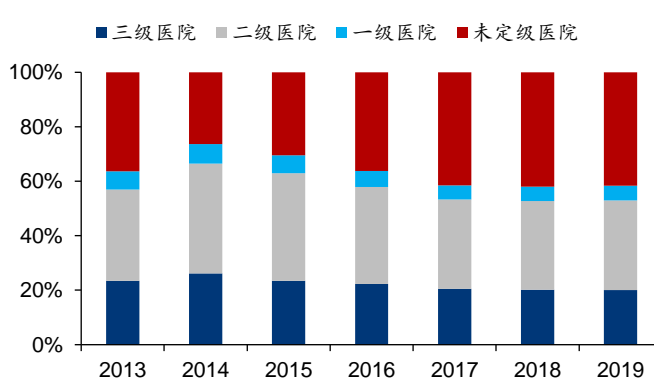
注：未定级医院包括计生系统、基层医院、私立医院、第三方检测中心等  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表26： 2013-2019 年公司国内化学发光仪各类终端累计销量



注：1) 累计销量从 2013 年开始计算，并不完全等于保有量；2) 未定级医院包括计生系统、基层医院、私立医院、第三方检测中心等  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27： 2013-2019 年公司国内化学发光仪累计销量分布 (按终端)



注：1) 累计销量从 2013 年开始计算，并不完全等于保有量；2) 未定级医院包括计生系统、基层医院、私立医院、第三方检测中心等  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**检验流水线化是检验科发展的趋势。**检验流水线是将生化诊断、血液学、免疫诊断、尿液分析等多个系统通过自动化检验仪器和信息网络连接，其包含样本传送系统、样本前处理系统、自动化分析系统、分析后输出系统、中心过程控制系统等。由于智能化、高通量、效率大幅提高等优势，检验流水线被认为是医学检验的重要发展方向之一。

流水线根据检测方法分为**生化免疫流水线**、**血液分析流水线**、**尿液流水线**等。根据功能分为**模块化流水线 (Modular Automation, 简称 MA)**和**全自动化实验室 (Total laboratory automation, 简称 TLA)**：

- 1) MA: 将生化分析仪和化学发光分析仪模块化, 可多台拼接到一起, 快速提高检测能力, 没有前处理、后处理等模块, 占地面积小, 配置灵活, 成本较低, 适合多数应用场景;
- 2) TLA: 具备完善的样本传送系统、样本前处理系统和分析后输出系统, 全程自动化和智能化, 减少人为误差和污染, 适合样本量大的大型医疗机构和检测中心。

**公司已布局生化免疫流水线领域：**

- 1) MA：公司推出 Biolumi 8000，这是由“免疫模块 Maglumi 4000p+生化模块 Biossays BC2200+电解质模块 E1200+样本处理模块”组成，免疫模块测速 280 速，生化模块测速 1600 速，电解质模块测速 1000 速，可以根据客户需求灵活配置。
- 2) TLA：新产业与全球科学服务及实验室设备制造领域领导者 Thermo Fisher 合作，在 2019 年 8 月推出全实验室自动化整体解决方案 SATLAS-TCA，进军 TLA 领域。该系统搭载公司最新主流机型 Maglumi X8 化学发光仪，系统工作通量最高达到 1500 管样本/小时。在国内市场，公司采取的是类似代理的模式，主动推广。在海外市场，公司可以借助 Thermo Fisher 的全球化渠道，从而走向全球。

**试剂：补齐重磅传染病项目，打造市场最全检测菜单**

目前公司具备国内最多试剂注册项目，在竞标时具备一定优势。截至 6 月 18 日，公司已取得 122 项化学发光检测试剂注册证，数量在国内市场位居第一，完整全面的检测菜单有望成为公司在医院招投标时的加分项。

图表28： 国内市场主要化学发光厂商的试剂注册情况（截至 2020 年 6 月 18 日）

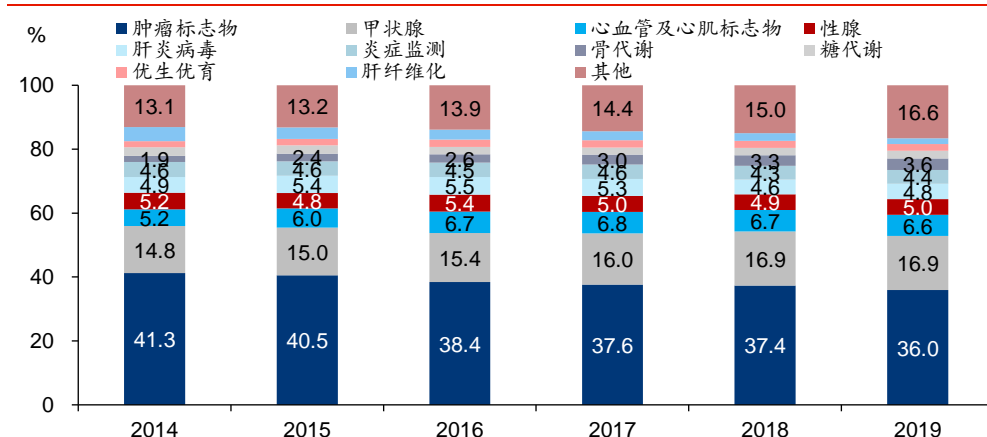
	公司	肿瘤标志物	甲功	激素	传染病	心肌标志物	代谢和贫血	TORCH	其他	总计
国产	新产业	16	10	21	10	8	13	10	36	124
	迈瑞医疗	15	10	20	9	4	5	0	10	73
	安图磁微粒	21	8	22	20	5	3	10	16	105
	迈克生物	8	7	9	13	4	2	10	5	58
	亚辉龙	9	9	13	8	4	10	11	48	112
	科美诊断	31	17	14	25	4	7	0	8	106
进口	罗氏	15	7	20	15	6	4	10	14	91
	贝克曼	8	10	14	0	4	6	0	6	48
	雅培	15	8	9	14	4	7	6	13	76
	西门子	15	11	22	19	4	7	5	17	100

资料来源：NMPA，华泰证券研究所

公司常规项目贡献收入，特色项目打开高等级医院大门。一般来说，肿瘤标志物、传染病、甲状腺功能激素和性腺激素等四大常规项目约占行业总体检测量 80%。肿标、甲功、心标等常规项目贡献公司 2019 年 76% 试剂收入，是核心收入来源。同时，公司也有一些较少厂家具备的检测项目，借此可以渗透进部分高等级医院，取得医院用户信任后，再逐步拓展常规项目检测。

公司差异化发展，检测项目以肿标和甲功为主。不同于迈瑞、安图、迈克等其他国产龙头以传染病为重点检测项目，新产业检测试剂目前以肿标和甲功为主，分别占试剂收入 36% 和 17%，实现错位和差异化竞争。

图表29： 2014-2019 年公司化学发光试剂收入按检测项目拆分



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**重磅的“术前八项”传染病检测项目在近年陆续补齐，放量可期。**公司估计2019年全国化学发光检测收入中传染病项目占30%，其中“术前八项”占据重要地位。“术前八项”主要指检测“乙肝两对半”、丙肝抗体、梅毒抗体和艾滋病抗体，目的是避免常见且危害较大的传染病在院内交叉感染，与手术量密切相关。2018年底公司将丙肝、梅毒两项陆续补齐，可以参与医院“术前八项”招标，贡献新的增长点。公司预计2021年也会将乙肝另外三个定量分析注册证补齐，进一步加强传染病布局。

图表30：公司“术前八项”相关项目注册情况

类别	项目名称	定量/定性	批准时间
乙肝	乙肝病毒 e 抗原 (HBeAg) 检测试剂盒	定性	2016.05.03
	乙肝病毒表面抗体 IgG (HBsAb IgG) 检测试剂盒	定性	2016.05.03
	乙肝病毒核心抗体 IgG (HBcAb IgG) 检测试剂盒	定性	2016.05.06
	乙肝病毒表面抗原 (HBsAg) 检测试剂盒	定性	2016.05.06
	乙肝病毒 e 抗体 IgG (HBeAb IgG) 检测试剂盒	定性	2016.05.28
	乙型肝炎病毒表面抗体测定试剂盒	定量	2019.12.09
	乙型肝炎病毒表面抗原测定试剂盒	定量	2019.12.12
	丙肝	丙型肝炎病毒 IgG (HCV IgG) 抗体检测试剂盒	定性
梅毒	梅毒螺旋体抗体检测试剂盒	定性	2018.11.20
艾滋病	人类免疫缺陷病毒抗原和抗体检测试剂盒	定性	2018.12.12

资料来源：NMPA，华泰证券研究所

**公司多个项目检测质量被文献认可。**解放军 180 医院检验科等单位针对公司 Maglumi 2000/4000/4000plus 等型号仪器在肿标、甲状腺功能激素、性腺激素等项目的检测结果进行比对研究，证明其精密度、灵敏度、准确度等多个指标性能良好，可以满足临床需求。

图表31：新产业化学发光免疫分析仪性能研究文献报道

仪器	研究检测项目	研究单位	结果	文献名称
MAGLUMI 2000	降钙素原 PCT	解放军 180 医院 检验科	MAGLUMI 2000 全自动化学发光免疫分析仪检测 PCT 批内精密度变异系数为 3.41%~9.63%，批间精密度 CV 为 4.48%~5.97%，符合实验室的要求；检测低、高值质控品的相对偏差分别为 0.73%和 2.97%，均<1/2 允许总误差；线性范围为 0.0345~88.161ng/ml，与厂家的声明相接近；参考区间与厂家声明一致。与罗氏 e601 电化学发光检测系统相比，一致性和相关性良好，两者测定结果的差异是可接受的	MAGLUMI 2000 全自动化学发光免疫分析仪检测 PCT 的性能验证
MAGLUMI 2000	血清孕酮	北京军区总医院 检验科	MAGLUMI 2000 与 UniCel DXI800 两种化学发光法在高、中、低 3 组间的检测结果比较差异无统计学意义 (P>0.05)。经相关性统计分析，两种方法相关性好，MAGLUMI 2000 可完全满足临床的需求	MAGLUMI 2000 全自动化学发光分析仪检测血清孕酮的方法学评价
MAGLUMI 4000	甲胎蛋白(AFP)等 10 个肿瘤标志物	苏州大学 附属第一医院核医学科	MAGLUMI 4000 化学发光免疫分析仪测定 AFP、CA125、CEA、SCCA、Ferritin、PSA、CA15-3、CA19-9、F-PSA、CA72-4 对应高低两个水平质控品的重复精密度变异系数(CV)均<6.25%，期间精密度变异系数(CV)均<8.33%；各项目正确度偏倚值<1/2Tea；各检测结果在线性范围内，线性良好；主要分析性能满足验证要求，厂家提供的参考区间可以接受	MAGLUMI 4000 型化学发光分析仪检测肿瘤标志物的性能评价
MAGLUMI 4000	促甲状腺激素、游离 T3、游离 T4 与抗甲状腺球蛋白抗体	辽阳县中心医院 检验科	化学发光免疫测定技术的准确度、灵敏度与特异度分别为 97.06% (66/68)、94.12% (64/68)、98.53% (67/68)，化学发光免疫测定技术的准确度、灵敏度与特异度都比较高	分析化学发光免疫测定技术在甲状腺肿瘤患者生化免疫检验中的应用价值
MAGLUMI 4000PLUS	糖类抗原 242 和糖类抗原 50	华东疗养院医学检验中心	CA242 及 CA50 批内精密度和批间精密度均小于厂家声明，通过验证；CA242 及 CA50 的室内质控品测量值与靶值的偏倚均在可接受范围内；此外线性范围、临床可报告范围、生物参考区间也和厂家声明基本一致，能够保证检测结果的准确，满足临床试验的要求	国产全自动化学发光测定仪检测糖类抗原 242 和糖类抗原 50 的分析性能验证
MAGLUMI 4000PLUS	C 肽	华东疗养院医学检验中心	C 肽低、高浓度批内不精密度、批间不精密度均在可接受范围内；C 肽原装配套定值标准品检测值与靶值的偏倚小于 12.5%；C 肽最大稀释倍数为 8；功能灵敏度为 0.10ng/ml；该分析仪的基本分析性能与厂家声明基本一致	化学发光免疫分析法检测 C 肽的分析性能验证

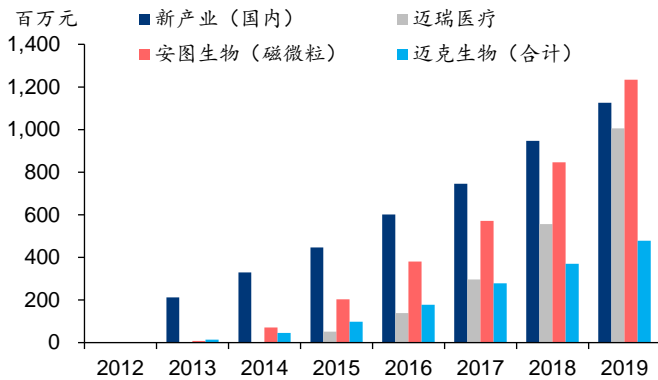
资料来源：《医疗卫生装备》2018 年 10 期，《国际检验医学杂志》2014 年 14 期，《标记免疫分析与临床》2019 年 11 期，《中国医药指南》2019 年 36 期，《标记免疫分析与临床》2019 年 7 期，《标记免疫分析与临床》2020 年 1 期，华泰证券研究所



公司试剂收入体量是国产第一梯队。截至2019年底，新产业国内化学发光试剂收入11.26亿元，与迈瑞、安图相近，属于国产第一梯队（超过10亿元），并较第二梯队有一定领先优势。我们认为第一梯队企业各有所长，有望持续保持领先优势。

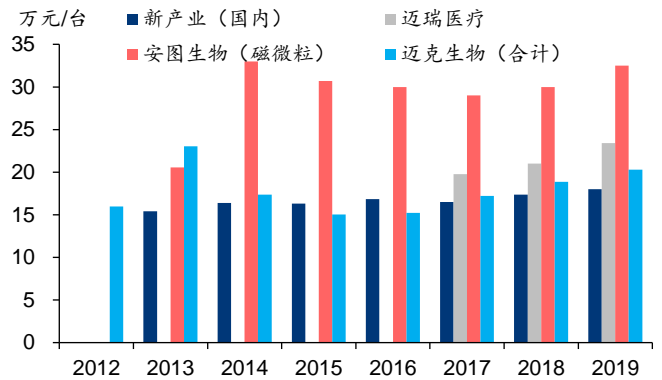
公司单台试剂产出有望提高。根据我们计算，新产业2019年末国内化学发光仪单台试剂产出为18万元/台，低于安图生物，与迈克生物、迈瑞医疗相近。我们认为随着Maglumi X8在高等级医院推广和“术前八项”项目放量，预计未来单台试剂产出有望提升。

图表32：2012-2019年国产主流化学发光企业试剂收入



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表33：2012-2019年国产主流化学发光企业单台试剂产出

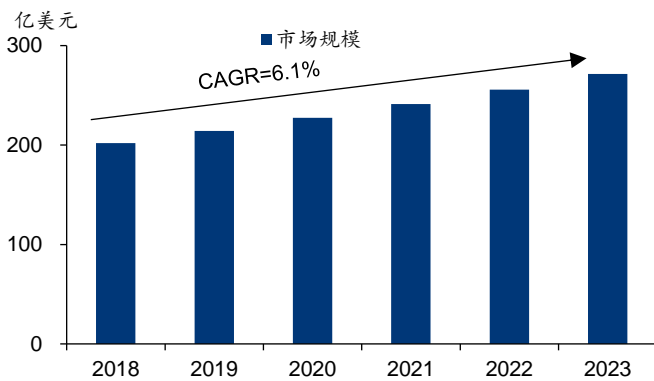


资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

### 海外：多年深耕终现拐点，新冠试剂再添助力

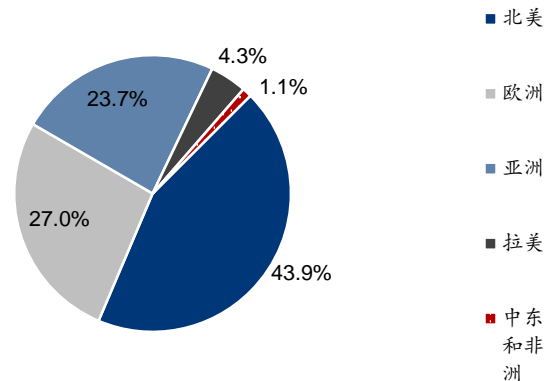
全球免疫诊断市场广阔。根据MarketsandMarkets预测，2018年全球免疫诊断市场规模达到201.9亿美元，是同期中国市场规模的6倍，市场广阔，并预计保持6.1%复合增速，到2023年市场增长至271.5亿美元，其中北美、欧洲和亚洲是主要核心市场。

图表34：2018-2023年全球免疫诊断市场规模



资料来源：MarketsandMarkets，华泰证券研究所

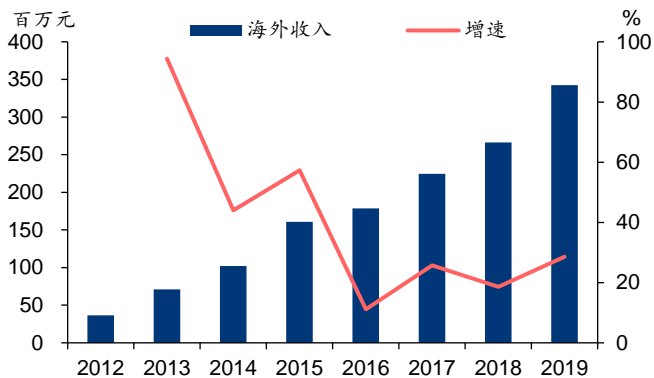
图表35：2018年全球免疫诊断市场规模拆分（按地区）



资料来源：MarketsandMarkets，华泰证券研究所

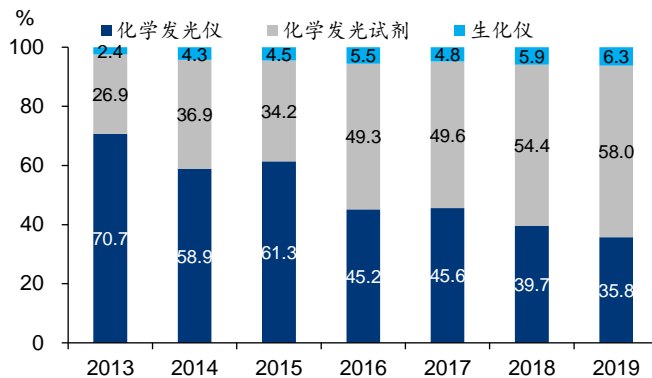
公司是最早探索海外市场的IVD国产企业之一，海外业务发展较快。公司在2010年推出第一台国产全自动化学发光仪后，2011年即开始探索海外市场。我们计算2012-2019年公司海外收入CAGR为38%，2019年海外收入达到3.43亿元，同比增长29%，发展较快。2019年化学发光仪、化学发光试剂和生化仪分别贡献36%、58%和6%海外收入。

图表36: 2012-2019年公司海外收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

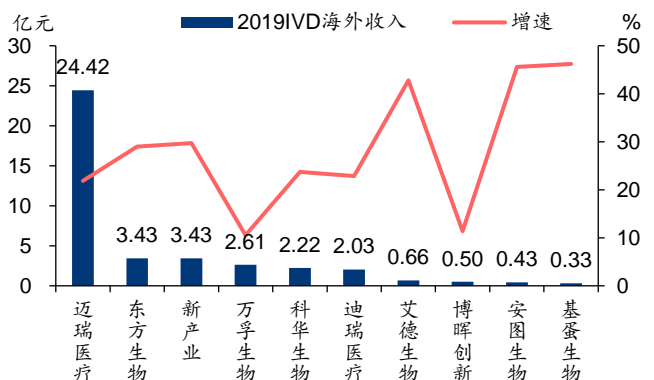
图表37: 2013-2019年公司海外收入拆分(按产品)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

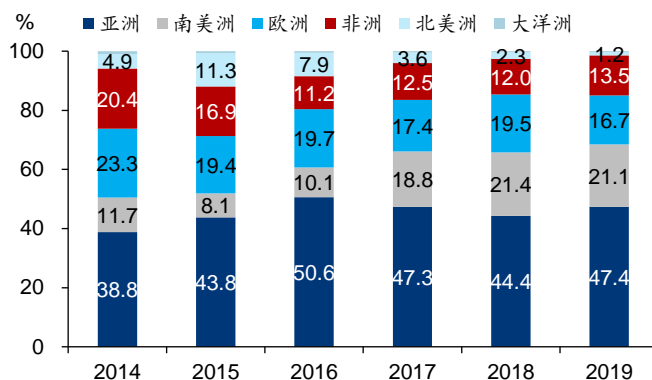
公司是为数不多实现化学发光业务出口的国产企业, 海外收入体量名列前茅。因为起步较晚, 且部分领域与国际品牌有较大差距, 我国 IVD 企业业务集中在国内市场, 出口海外的业务也以 POCT、生化诊断等为主。公司是为数不多的出口化学发光仪器和试剂的企业, 海外收入体量在上市的 IVD 公司中位居前列, 若只考虑化学发光业务应为国产第一名。

图表38: 我国上市 IVD 企业的 2019 年海外 IVD 收入 TOP10 及同比增速



注: 迈瑞医疗及博晖创新 IVD 业务海外收入未披露, 按照整体海外收入占比估算  
资料来源: 各公司公告, 华泰证券研究所

图表39: 2014-2019年公司海外收入拆分(按地区)

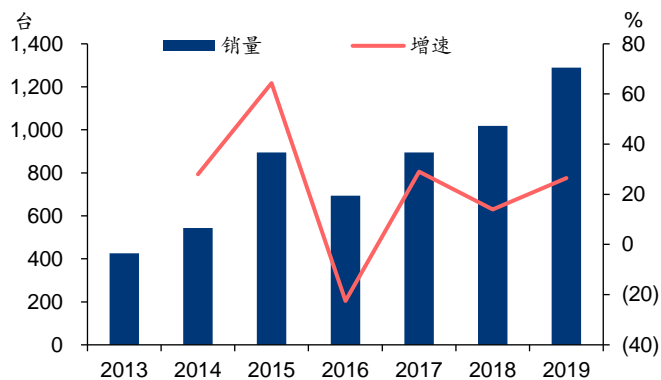


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**海外销售网络初步形成。**目前公司产品已经出口至亚洲、欧洲、美洲、非洲、大洋洲 143 个国家和地区, 其中, 公司海外销售最大市场为亚洲, 占海外销售的 47.34%, 其后为南美洲、欧洲、非洲, 占比分别为 21.06%、16.72%、13.42%。

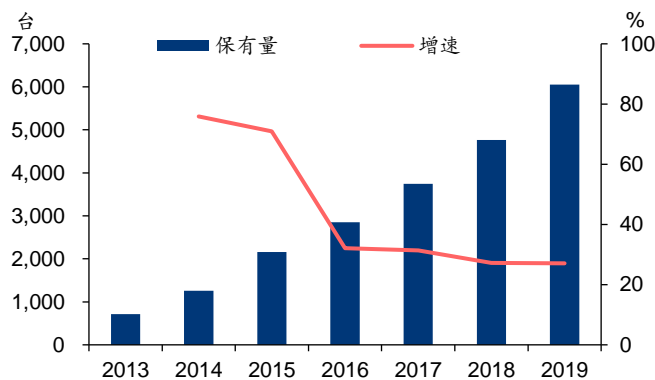
**海外化学仪器销量扩大, 保有量初具规模。**2019 年公司海外化学发光销量 1289 台, 增长 26.50%, 截至 2019 年我们估算公司海外化学发光仪保有量达到 6050 台, 多为小型机, 已经形成一定的放量基础。

图表40: 2013-2019年海外化学发光销量及变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表41: 2013-2019年海外化学发光仪保有量及变化



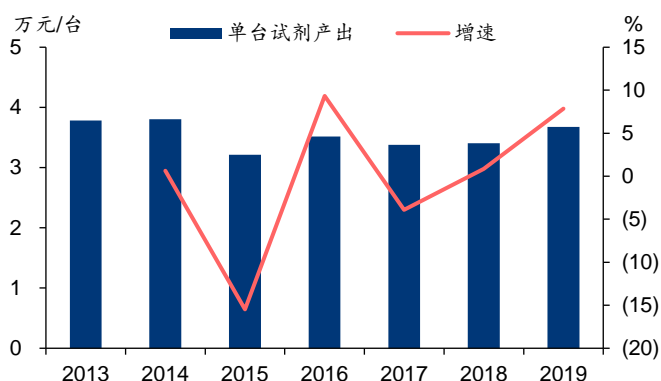
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**快速装机推动海外试剂收入加速增长。**在海外快速装机推动下, 2017-2019年海外化学发光试剂收入持续加速增长, 各年增速分别为 26.58%/30.12%/37.12%, 呈现加速增长态势, 2019年公司海外化学发光试剂收入达到 1.99 亿元。

**2019年公司海外化学发光单台试剂年产出为 3.67 万元/台, 明显偏低, 主要是因为:**

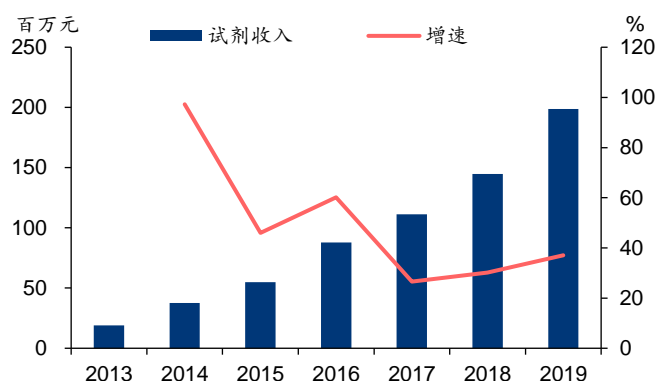
- 1) **由于销售产品结构不同和运费, 海外仪器和试剂均价低于国内:** 因为海外销售仪器以 Maglumi 600 和 800 等小型机为主, 且需要经销商支付运费, 因此海外仪器和试剂单价低于国内 (仪器: 海外 8.72 万元/台 vs 国内 11.12 万元/台; 试剂: 海外 4.43 万元/盒 vs 国内 6.28 万元/盒);
- 2) **海外销售主要以中小型医院和诊所为主:** 最初海外销售主要客户是中小型医院和诊所, 检测样本少;
- 3) **每个市场都需要耗时注册和培育:** 海外市场其实有许多细分市场组成, 化学发光业务若想放量发展, 则需要各个国家成菜单体系的注册项目, 耗时较长, 且品牌经营也需要时间, 因此海外很多市场处于培育阶段;

图表42: 2013-2019年海外化学发光单台试剂产出及变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表43: 2013-2019年海外化学发光试剂收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**海外增长拐点显现。**2019年公司化学发光仪开始进入一些海外大型检测机构, 试剂产出明显提高。在 2020 年一季度 (海外疫情尚未爆发, 新冠试剂影响较小), 公司海外业务拓展成效明显, 外销收入同比增加约 107%, 仪器和试剂销售均较上年同期实现大幅增长。我们认为公司海外业务进入收获期。

**公司是全球最早布局新冠检测企业之一。**公司在 2020 年 2 月化学发光法新冠病毒检测试剂盒即获得 CE 认证, 是全球最早研发出化学发光法试剂盒的企业之一。据《Clinical chemistry and laboratory medicine》2020 年 4 月文献报道, 新产业声明其产品针对 IgM 和 IgG 抗体准确性分别为 78.65%和 91.21%, 特异性分别为 97.50%和 97.3%, 满足临床需求。提前布局为公司后续放量销售做好铺垫。

**PCR 核酸检测被认为是诊断新冠肺炎的金标准，化学发光法检测新冠病毒较 PCR 核酸检测有一定优势：**1) 使用血液样本，相对鼻咽拭子采集方便、对实施采集的医护人员安全性高；2) 检测速度快，相比 PCR 法通常需要 2~3h，化学发光法检测时间约为 25min；3) 通量大，自动化程度高，适合批量检测。

**图表44：三大检测新冠试剂方法对比**

	PCR	化学发光	胶体金
检测原理	核酸检测	抗体检测	抗体检测
灵敏度	高	高	较高
特异性	高	高	较高
样本	鼻咽拭子	血液	血液
样本采集	难度大、安全性低	采集方便、安全性高	采集方便、安全性高
测试时长	2~3 小时	25 分钟左右	15 分钟左右
通量	低	高	低
检测窗口	短，早期可检出	长，产生抗体需要时间	长，产生抗体需要时间
定性/定量	定性	定量，判断患者体内抗体水平，协助治疗患者	定性
其他有关物质分析	无	能对其他生物标记物，例如 CRP、PCT 进行分析	无
操作难度	大	大	小
成本	高	低	中
推广度	困难	困难	易推广，偏远或医疗卫生条件差地区也可使用
技术难度	高	高	较低
应用	金标准	辅助检测	辅助检测

资料来源：Clinical Chemistry and Laboratory Medicine, 南方医科大学学报, 华泰证券研究所

**公开文献数据显示新产业试剂盒对新冠肺炎检测有效。**目前已经有两家意大利医疗机构独立对新产业的化学发光新冠检测试剂研究分析并发表英文文献 (Clinical Chemistry and Laboratory Medicine, 2020.4.5; Clinical Chemistry and Laboratory Medicine, 2020.4.9), 结果显示新产业化学发光免疫分析检测试剂盒可以有效检测新冠肺炎, 结果的精确度和重复性良好。

**图表45：国产化学发光法新冠检测试剂的部分文献报道**

公司	仪器型号	试验结果	文献来源
新产业	MAGLUMI 2000Plus	对新冠肺炎检测有效，结果精确度和重复性良好	Clinical chemistry and laboratory medicine, 2020.4.16
	MAGLUMI	化学检测法与现有检测方法在置信区间 90%时总体表现出一致性	Clinical chemistry and laboratory medicine, 2020.4.16
亚辉龙	iFlash 1800	准确性、灵敏度、特异性高，IgM 抗体临界值为 10AU/mL，IgG 抗体临界值为 7.1AU/mL	Journal of medical virology,2020.4.24
	iFlash 3000-H	确诊组临床灵敏度为 96%，正常组临床灵敏度为 100%	国际检验医学杂志，2020.3.4
	iFlash 3000i	IgM/IgG 诊断的敏感性、特异性、准确性、阳性似然比、阴性似然比分别为 98.1%、89.4%、93.7%、9.24、0.02	临床检验杂志，2020.4.28
中航赛维	VI-200	化学发光法检测血清 SARS-CoV-2 IgM 和 IgG 抗体的敏感性分别为 48%和 56%，特异性均为 100%	检验医学，2020.4.1
万泰生物	Caris 200	总特异性抗体检出率达 94.9%，IgM 特异性抗体阳性率则为 82.9%	武汉大学学报（医学版），2020.3.8
	Caris	检出率为 88.9%，特异性为 100%，灵敏度为 82.05%	山东大学学报（医学版），2020.4.24

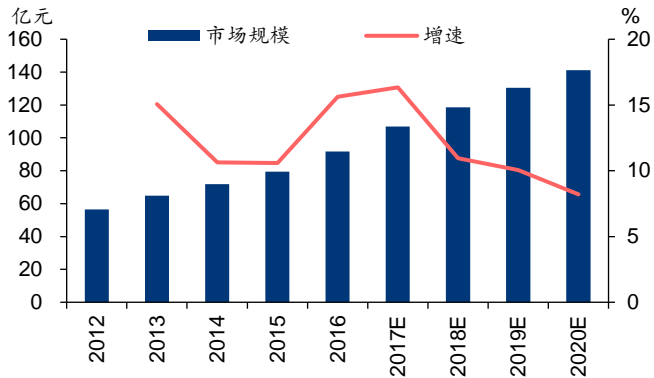
资料来源：中国知网，Pubmed，华泰证券研究所

**新冠检测加快海外市场渗透。**在 4 月海外新冠疫情爆发后，欧洲等地对化学发光法新冠病毒检测试剂盒需求剧增，因此依靠新冠试剂销售，公司实现半年业绩从预减改为预增，根据业绩预告中位数，我们估算单 2Q20 公司总收入和归母净利润分别为 55%和 50%，其中海外 2Q20 收入增速约为 274%（假设 2Q20 国内收入同比不增长）。而且，从长远角度看，新冠检测促进公司仪器渗透原来难以进入的海外大型检测机构，为未来常规试剂放量奠定基础。

## 生化检测：与免疫诊断组成一体化检测流水线

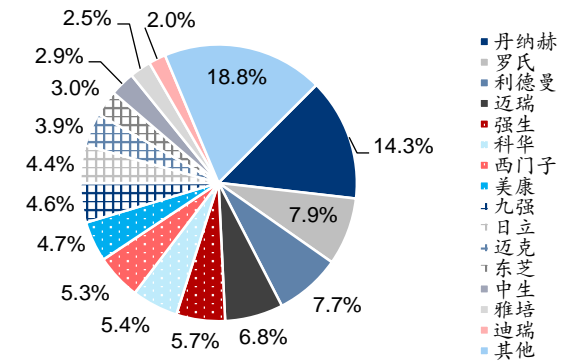
生化诊断是我国发展最成熟的 IVD 领域，增长平稳，基本实现进口替代。根据中国医学装备协会数据，2019 年我国生化检测市场规模约为 130 亿元，同比增长 10%。目前国内生化诊断市场已基本进口替代，2016 年国产试剂占有率超过 2/3。

图表46： 2010-2022E 我国生化检测市场规模及增速



资料来源：中国医学装备协会，华泰证券研究所

图表47： 2016 年我国生化诊断市场竞争格局



资料来源：中国产业信息，中国医药工业信息中心，华泰证券研究所

为未来可与公司化学发光仪组成生化免疫流水线，公司正逐步完善生化检测布局：

- 1) 仪器：**截至 2020 年 3 月 31 日，公司拥有 4 款全自动生化分析仪器，检测速度从 240 个/小时到 1600 个/小时，更高测速的仪器持续开发中。
- 2) 试剂：**公司目前注册 39 项生化检测试剂，涵盖肝功能、肾功能、糖尿病等多个领域，其他检测项目也在研发注册中。

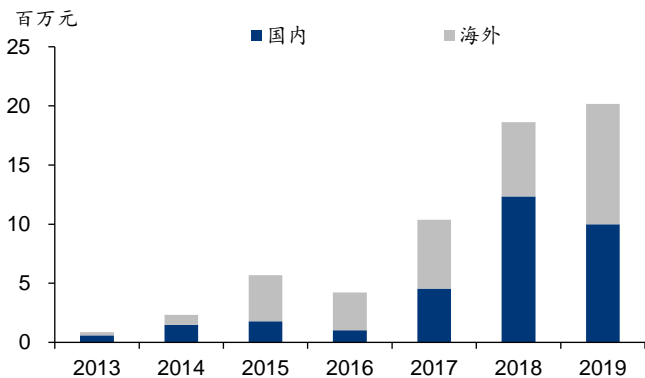
图表48： 新产业全自动生化分析仪器产品布局

产品名称	测试速度 (个/小时)	测量范围 (Abs)	样本位	是否可连续进样	试剂装载位	是否有冷藏功能	是否可在线装载
Biossays BC1200	900	0-3.0	115	是	90	是	是
Biossays BC2200	1600	0-3.0	280	是	90	是	是
Biossays 240/240Plus	240	0-3.2	45	是	90	是	是

资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

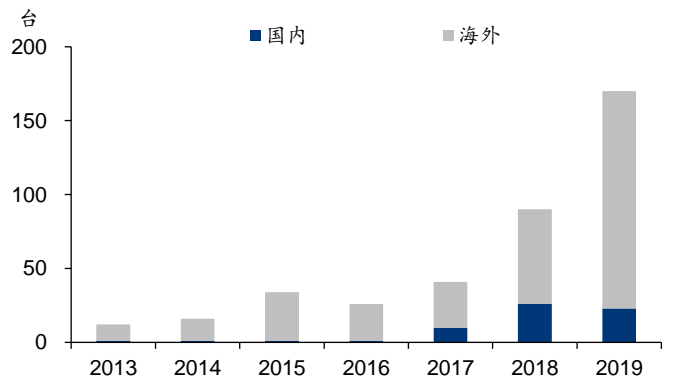
目前公司生化检测试剂尚未形成销售，生化分析仪主要销往海外，以小型机为主。因为生化试剂注册项目尚未形成体系，因此暂未销售，但生化仪在国内外均有销售，其中海外以小型机为主，单价较低。

图表49： 2013-2019 年公司生化分析仪国内和海外销售收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表50： 2013-2019 年公司生化分析仪国内和海外销量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所



## 股权激励覆盖核心管理层，调动积极性

公司在2020年6月15日公布限制性股票激励计划（草案），7月7日正式向激励对象授予限制性股票，具体如下：

1. 授予价格：79.57元/股；
2. 授予数量：608万股限售股股票，约占公告公布时公司总股本的1.48%；
3. 激励对象：公司董事长、董事、高级管理人员、核心技术人员等412人；
4. 考核指标：1) 公司层面：考核年度为2020-2022三个会计年度，以2019年营业收入为业绩基数，对以后各考核年度营业收入增长率（A）进行考核；2) 个人层面：根据个人绩效考核分数确定解锁限售比例；

图表51：公司股权激励业绩考核目标

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（A）	
		目标值（Am）	触发值（An）
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，华泰证券研究所

图表52：公司股权激励层面解除限售比例

考核指标	业绩完成度	公司层面解除限售比例
年度营业收入相对于2019年增长率（A）	$A \geq A_m$	$X=100\%$
	$A_n \leq A < A_m$	$X = (A - A_n) / (A_m - A_n) * 50\% + 50\%$
	$A < A_n$	$X=0$

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表53：公司股权激励个人层面解除限售比例

考核分数（G）	$100 \geq G \geq 90$	$90 > G \geq 85$	$85 > G \geq 80$	$80 > G \geq 70$	$G < 70$
个人层面解除限售比例	100%	95%	85%	70%	0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表54：预计摊销费用（假设授予日为2020年7月）

	2020年	2021年	2022年	2023年	合计
摊销费用（万元）	14729.47	21315.82	9220.89	2634.54	47900.72

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

本次激励涵盖高管、核心技术人员等412名员工，占公司员工的23.52%，涵盖范围广。我们认为本次激励可以充分调动公司员工的积极性，振奋上市后的团队士气，提高经营效率和团队稳定性，有利于公司长期发展。

## 盈利预测和估值

### 盈利预测

我们对公司业务进行拆分，并进行盈利预测，关键假设如下：

- 1) **国内化学发光仪**：考虑从 2021 年开始，公司可能会较大规模置换原有装机，国内化学发光仪销量提速，因此我们预计 2020-2022 年国内化学发光仪销量增速为 20%/25%/25%，竞争加剧可能导致出厂价缓慢下行，我们预计 2020-2022 国内化学发光仪销售平均单价为 14.0/13.8/13.6 万元/台，而上市后可以采取更灵活的销售方式，国内仪器投放量高速增长，预计 2020-2022 年国内化学发光仪投放量增速为 100%/80%/50%。
- 2) **国外化学发光仪**：2020 年海外仪器销量增长在新冠疫情促进下有所提速，我们预计公司 2020-2022 年国外化学发光仪销量增速分别为 23%/20%/20%，在海外推广力度加大前提下单价或缓慢降低，我们预计 2020-2022 年海外化学发光仪销售平均单价为 8.5/8.3/8.0 万元/台。
- 3) **化学发光试剂**：我们认为当年化学发光试剂收入=（年初化学发光仪保有量+年末化学发光仪保有量）/2\*当年化学发光仪单台试剂年产出，年末保有量=年初保有量+当年销售量+当年投放量-当年淘汰量。化学发光试剂分为国内和海外两个市场，由于国内重磅传染病项目获批且高端机型 Maglumi X8 在 2020 年开始装机，我们预计 2020-2022 年国内化学发光仪单台试剂年产出稳定提高，为 19.0/21.5/24.0 万元/台。海外业务本身已现加速增长拐点，且叠加本次新冠试剂促进作用，我们预计 2020-2022 年海外化学发光仪单台试剂年产出有望逐步提高，分别为 6.0/7.0/8.0 万元/台。
- 4) **生化仪**：生化仪业务是对化学发光业务的补充，由于国内销售基数较小，增速较快，我们预计 2020-2022 年国内生化仪销量年均增速均为 50%。小型机占比提高，且小型机单价低，或将拉低平均单价，我们预计销售平均单价为 41.0/39.0/37.0 万元/台。我们预计海外竞争趋于激烈，因此预计 2020-2022 年销售平均单价为 6.0/5.5/5.0 万元/台，但因为海外生化仪销售量较小，还会持续放量，预计 2020-2022 年海外生化仪销量增速为 100%/80%/50%，竞争激烈，销售平均单价为 6.0/5.5/5.0 万元/台。
- 5) **试剂毛利率**：由于有不断新产品推出，且经销渠道利润较高，所以可以对冲每年终端采购降价，毛利率相对稳定。我们预计化学发光试剂 2020-2022 年毛利率分别为 90.4%/90.3%/90.2%。
- 6) **仪器毛利率**：因为竞争加剧且推广力度加大，我们预计仪器毛利率会下行，预计 2020-2022 年仪器毛利率为 29.0%/27.0%/25.0%。
- 7) **销售费用率**：随着销售规模持续扩大，销售费用率有望降低，我们预计 2020-2022 年销售费用率分别为 18.5%/18.0%/17.5%。
- 8) **管理费用率**：在规模效应推动下，我们预计 2020-2022 年管理费用率（剔除股票激励费用影响）有望分别为 2.8%/2.6%/2.4%。同时根据 2020 年 7 月 7 日公告，公司 2020-2022 年管理费用中股票激励费用预计为 1.49/2.13/0.92 亿元。
- 9) **研发费用率**：上市后公司会加大研发投入，因此我们预计 2020-2022 年研发费用率或将逐步上涨，分别为 7.5%/8.0%/8.5%。

图表55: 2018-2022E 盈利预测拆分和关键假设

单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营业收入	1,141	1,384	1,682	2,216	2,896	3,816
增速	23.6%	21.3%	21.5%	31.8%	30.7%	31.8%
毛利率	78.7%	80.8%	80.0%	80.4%	80.6%	81.0%
试剂收入	856	1,092	1,324	1,779	2,356	3,155
增速	24.3%	27.5%	21.3%	34.3%	32.5%	33.9%
毛利率	90.1%	90.4%	90.5%	90.4%	90.3%	90.2%
国内化学发光试剂收入	745	947	1,126	1,374	1,775	2,358
增速	24.0%	27.1%	18.9%	22.1%	29.2%	32.8%
海外化学发光试剂收入	111	145	199	405	581	797
增速	26.6%	30.1%	37.1%	103.7%	43.5%	37.3%
仪器收入	236	227	274	334	413	507
增速	21.4%	-4.0%	20.8%	21.7%	23.8%	22.7%
毛利率	37.4%	35.4%	30.9%	29.0%	27.0%	25.0%
国内化学发光仪收入	130	109	142	167	206	254
增速	14.7%	-15.8%	30.0%	18.1%	23.2%	23.2%
海外化学发光仪收入	97	99	112	135	158	185
增速	24.5%	3.0%	13.0%	20.0%	17.2%	17.1%
国内生化仪收入	5	12	10	14	20	29
增速	341.1%	172.2%	-19.1%	41.5%	42.7%	42.3%
海外生化仪收入	6	6	10	18	29	40
增速	83.3%	7.4%	62.3%	73.6%	65.0%	36.4%
销售费用率	17.8%	18.4%	19.5%	18.5%	18.0%	17.5%
管理费用率 (剔除股权激励费用影响)	2.7%	2.5%	3.0%	2.8%	2.6%	2.4%
管理费用中股权激励费用	-	-	-	147	213	92
研发费用率	5.0%	6.1%	7.1%	7.5%	8.0%	8.5%
归母净利润 (剔除股权激励费用影响)	538	694	773	1,067	1,400	1,822
增速	19.2%	28.9%	11.3%	38.2%	31.1%	30.2%
归母净利润 (包含股权激励费用影响)	538	694	773	920	1,186	1,730
增速	19.2%	28.9%	11.3%	19.1%	28.9%	45.8%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 首次覆盖给予“买入”评级

若剔除股权激励费用影响, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 10.67/14.00/18.22 亿元, 同比增长 38%/31%/30%, 当前股价对应 PE 估值为 69x/53x/40x, PEG 为 2.09。若考虑股权激励费用影响, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 9.20/11.86/17.30 亿元, 同比增长 19%/29%/46%, 当前股价对应 PE 估值为 80x/62x/43x, PEG 为 2.60 (可比公司 PEG 均值为 2.46)。我们认为公司国内市场陆续装机高端机型 Maglumi X8, 重磅项目传染病补齐, 海外市场进入重要拐点, 空间更为广阔, 布局明显领先于同业, 且公司 2019 年化学发光业务占收入 98% (vs 同期安图<47% vs 同期迈瑞<7%), 是纯粹的化学发光标的, 给予公司 2020 年 3.10-3.20 目标 PEG 估值, 对应目标价 213.55-220.43 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

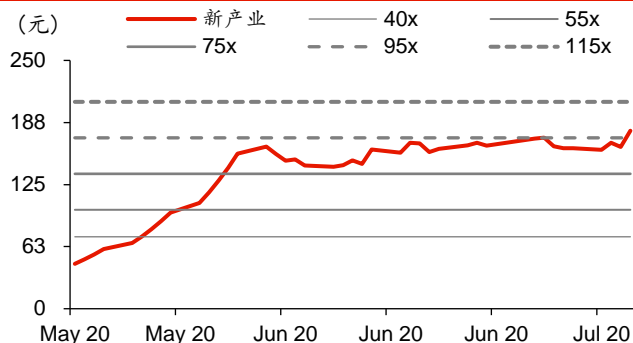
图表56: 可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		P/E (x)				归母净利润 CAGR (%)		PEG
	2020/7/10	2020/7/10	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E-2022E	2020E-2022E			
迈瑞医疗	319.96	3,890	83x	69x	56x	47x		21.3	3.22		
安图生物	155.00	667	86x	70x	51x	40x		29.6	2.36		
迈克生物	58.99	329	63x	50x	40x	32x		25.4	1.95		
艾德生物	73.60	163	121x	82x	63x	48x		35.8	2.29		
平均		1,262	88x	68x	52x	42x		28.0	2.46		
新产业 <sup>1</sup>	179.18	738	95x	80x	62x	43x		30.8	2.60		
新产业 <sup>2</sup>	179.18	738	95x	69x	53x	40x		33.1	2.09		

注: 除新产业外, 盈利预测均采用 Wind 一致性预测; 1 是指包含股权激励费用, 2 是指剔除股权激励费用

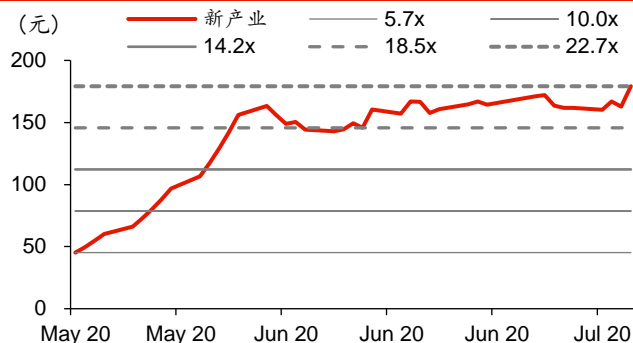
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表57: 新产业历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表58: 新产业历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表59: 报告提及公司信息

公司	彭博代码	评级	目标价
迈瑞医疗	300760 CH	买入	293.59-303.21
安图生物	603658 CH	买入	157.37-163.42
迈克生物	300463 CH	买入	53.94-56.42
罗氏	RHHBF US	无	无
雅培	ABT US	无	无
丹纳赫 (贝克曼)	DHR US	无	无
西门子	SIEGY US	无	无
科美诊断	未上市	无	无
亚辉龙	未上市	无	无
普门科技	688389 CH	无	无

资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

### 风险提示

- 1) **国内疫情影响超预期:** 国内收入和国内医院门急诊量密切相关, 如果疫情持续反复, 门急诊量大幅降低, 那么对国内影响将比较明显, 会影响公司整体收入情况。
- 2) **传染病项目放量不及预期:** 传染病是公司重点推广的重磅项目, 如果日后传染病项目不能很好地放量, 那么会影响公司单机试剂年产出。
- 3) **海外市场拓展不及预期:** 海外市场是公司深耕多年的重点市场, 如果拓展不顺利, 那么将影响公司增长空间。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,867	2,485	3,073	3,875	5,147
现金	1,431	1,980	2,419	3,026	4,035
应收账款	203.03	226.03	300.73	398.17	533.51
其他应收账款	8.94	6.52	8.59	11.23	14.80
预付账款	12.68	13.78	17.74	22.97	29.73
存货	194.41	236.77	304.75	394.49	510.63
其他流动资产	16.20	21.73	22.25	22.92	23.83
非流动资产	774.16	972.84	1,390	1,891	2,524
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	332.93	533.21	982.33	1,386	1,743
无形资产	55.28	102.59	147.20	189.25	228.91
其他非流动资产	385.95	337.04	260.57	316.44	551.21
资产总计	2,641	3,458	4,463	5,767	7,671
流动负债	264.18	308.37	393.48	510.98	685.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	62.56	54.17	69.72	90.26	116.83
其他流动负债	201.62	254.20	323.76	420.72	568.56
非流动负债	10.34	10.55	10.55	10.55	10.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	10.34	10.55	10.55	10.55	10.55
负债合计	274.52	318.92	404.03	521.53	695.94
少数股东权益	0.65	1.65	1.65	1.65	1.65
股本	370.40	370.40	411.60	411.60	411.60
资本公积	239.28	239.28	2,622	2,622	2,622
留存公积	103.56	103.56	1,024	2,210	3,940
归属母公司股东权益	2,366	3,139	4,057	5,244	6,973
负债和股东权益	2,641	3,459	4,463	5,767	7,671

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	701.97	831.73	880.68	1,164	1,727
净利润	694.00	772.61	920.11	1,186	1,730
折旧摊销	42.51	59.64	94.01	142.27	190.38
财务费用	(18.98)	(7.25)	0.16	(0.00)	(0.23)
投资损失	(34.42)	(41.23)	(69.48)	(86.85)	(104.22)
营运资金变动	(16.71)	20.84	(77.26)	(92.67)	(104.20)
其他经营现金	35.56	27.12	13.14	14.46	15.90
投资活动现金	(249.57)	(285.46)	(441.79)	(556.77)	(718.29)
资本支出	284.87	327.11	431.01	563.36	742.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(35.29)	(41.65)	10.77	(6.60)	(23.97)
筹资活动现金	(102.37)	(8.31)	(0.16)	0.00	0.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	41.20	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	2,383	0.00	0.00
其他筹资现金	(102.37)	(8.31)	(2,424)	0.00	0.23
现金净增加额	350.03	537.95	438.73	606.78	1,009

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,384	1,682	2,216	2,896	3,816
营业成本	265.48	337.00	433.75	561.49	726.79
营业税金及附加	7.58	7.99	10.53	13.77	18.14
营业费用	255.14	328.24	409.91	521.30	667.76
管理费用	35.10	49.66	62.04	75.30	91.58
财务费用	(18.98)	(7.25)	0.16	(0.00)	(0.23)
资产减值损失	(14.90)	(16.91)	(13.14)	(14.46)	(15.90)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.42	41.23	69.48	86.85	104.22
营业利润	807.77	898.92	1,070	1,380	2,012
营业外收入	0.09	0.03	0.03	0.03	0.03
营业外支出	0.67	0.49	0.49	0.49	0.49
利润总额	807.19	898.47	1,070	1,380	2,011
所得税	113.20	125.86	149.88	193.25	281.74
净利润	694.00	772.61	920.11	1,186	1,730
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	694.00	772.61	920.11	1,186	1,730
EBITDA	859.90	1,012	1,387	1,860	2,495
EPS (元, 基本)	1.69	1.88	2.24	2.88	4.20

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	21.31	21.54	31.76	30.71	31.75
营业利润	28.25	11.28	19.08	28.92	45.77
归属母公司净利润	28.95	11.33	19.09	28.93	45.79
获利能力 (%)					
毛利率	80.81	79.96	80.42	80.61	80.95
净利率	50.16	45.95	41.53	40.96	45.33
ROE	33.54	28.07	25.57	25.51	28.31
ROIC	86.98	79.47	82.10	79.33	78.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	10.37	9.18	9.05	9.04	9.07
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	7.07	8.06	7.81	7.58	7.51
速动比率	6.33	7.29	7.03	6.81	6.76
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.55	0.56	0.57	0.57
应收账款周转率	7.08	7.84	8.41	8.29	8.19
应付账款周转率	3.70	5.77	7.00	7.02	7.02
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.88	2.24	2.88	4.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	2.02	2.14	2.83	4.20
每股净资产(最新摊薄)	5.75	7.63	9.86	12.74	16.94
估值比率					
PE (倍)	106.27	95.46	80.15	62.17	42.64
PB (倍)	31.17	23.50	18.18	14.07	10.58
EV_EBITDA (倍)	85.77	72.90	53.18	39.65	29.56



## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、孔垂岩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师代雯、孔垂岩本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司