

打破生物试剂进口垄断，国产细分龙头崛起

——诺唯赞新股研究报告

报告要点：

● 依托高性能产品底蕴，打造本地化生命科学解决方案

生命科学行业是具有高成长性、高壁垒性特点的新兴板块，诺唯赞在生命科学产业链中具有高话语权、高议价力和高盈利能力。公司自主开发的酶、抗原、抗体等功能性蛋白质是生物科技领域最为基础、应用最广泛的产品之一，其性能直接决定了终端产品的质量，相当于生命科学领域的“芯”。公司经过近10年技术迭代，建立了围绕功能性蛋白质的四大底层核心技术平台，凭借深厚的研发底蕴，已经自主开发出200余种酶和1000余种高性能抗体，推出500多个终端产品，每年新推出品种超过50种，储备研发项目丰富，庞大的酶库可满足客户个性化和多样化的使用需求。公司分子类生物试剂在国产厂商中市占率第一(4%)，在本土供应链凸显、进口替代加速等因素驱动下，有望进一步占据进口产品市场份额。

● 业务延展能力优异，终端应用场景持续拓宽

公司业务延展能力强，依托高性能产品底蕴，形成丰富的合作场景，应用场景气度高且公司持续拓展新领域，包括已经布局的基础科研、体外诊断、高通量测序、动物检疫、生物医药以及工业催化、医美制剂等未来潜在细分领域，市场空间广阔，其中公司在动物检疫、生物科研等多个应用领域打破了长期的进口垄断，在供应链本土化重要性凸显的趋势下，进口替代有望加速，助力公司市场份额进一步提升。

● 向下游POCT终端延伸，打造“仪器+试剂+原料”的整体解决方案

原料自主可控赋能公司POCT终端产品布局，打造“仪器+试剂+原料”的整体解决方案，三项业务之间形成良好的协同配合。公司已经获得涵盖心脑血管、优生优育等8大系列的67张产品注册证，在研产品多达20余种，覆盖2200多家等级医院(其中包含三级医院700多家)。此外，公司基于关键原料自主研发和生产优势，通过开发稀缺性检测指标、超敏检测指标或量子点方法学快速切入三级医院，搭配齐全的常规检测试剂销售。

● 借疫情契机拓展生物医药领域，增长潜力可期

在国内疫情防控常态化和海外疫情持续蔓延的背景下，新冠检测需求热度不减，而是结构性调整，核酸检测仍是“金标准”，海外抗原检测和中和抗体检测需求旺盛，有望弥补抗体检测需求下滑，同时公司借疫情契机拓展了抗体筛选、临床CRO和疫苗原料等生物医药应用领域，有望开启新的增长曲线。

● 投资建议与盈利预测

预计2021-2023年公司营收为16.43/18.67/23.83亿元，同比增长5.01%/13.63%/27.63%，归母净利润为7.75/8.89/11.87亿元，同比增长-5.64%/14.69%/33.51%。公司所处行业壁垒较高，市场持续扩容，长期增长动力强劲。公司作为国产分子类生物试剂领先者，进口替代空间广阔，公司即将在科创板发行，建议重点关注。

● 风险提示

新冠疫情不确定性风险；产品研发风险；技术迭代风险；市场竞争加剧风险；分子诊断试剂业务拓展的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	268.38	1564.45	1642.78	1866.77	2382.59
收入同比(%)	57.13	482.92	5.01	13.63	27.63
归母净利润(百万元)	25.79	821.73	775.39	889.27	1187.30
归母净利润同比(%)	2383.35	3085.62	-5.64	14.69	33.51
ROE(%)	12.90	61.67	36.79	29.67	28.38

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元):

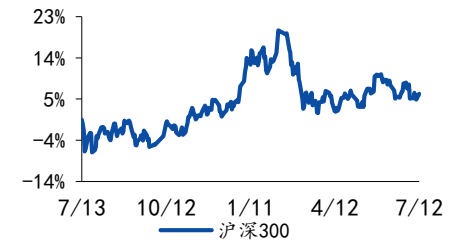
A股流通股(百万股):

A股总股本(百万股):

流通市值(百万元):

总市值(百万元):

过去一年市场行情



资料来源：Wind, 国元证券研究所

相关研究报告

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 朱琪璋

电话 021-68869125

邮箱 zhuqizhang@gyzq.com.cn

目 录

1. 掌握自主可控核心技术的生命科学上下游一体化平台	6
1.1 行业持续高景气，市场快速扩容	7
1.2 掌握核心原料底层技术，产品性能比肩进口厂商	11
1.3 原料自产保障成本可控，供应链安全性高	13
1.4 业务延展性强：持续丰富产品组合和应用领域，满足客户多样化需求	14
2. 深耕生物科技领域，打造本地化生命科学解决方案	15
2.1 生物试剂行业蓬勃发展，分子类进口替代空间大	15
2.2 生命科学产品管线丰富，应用范围广泛且不断拓展新领域	17
2.3 POCT 终端产品：关键原料自产，产品管线和应用领域逐步丰富	20
3. “后疫情时代”延续性不减，业绩潜力仍旧可观	22
3.1 核酸检测需求刚性强，抗原和中和抗体检测需求旺盛	22
3.2 借助新冠加速拓展生物医药应用领域，丰富后续业绩增长曲线	24
4. 夯实的技术点，塑造优秀的盈利能力	26
5. 募投项目	28
6. 盈利预测和估值	29
6.1 盈利预测	29
6.2 可比交易估值对比	31
7. 风险提示	32

图表目录

图 1：诺唯赞发展历程	6
图 2：公司研发费用投入和研发人员规模变化情况	7
图 3：公司研发人员和同行业可比公司对比	7
图 4：国内体外诊断行业产业链	7
图 5：中国 IVD 市场规模及占医疗器械比重（亿元、%）	9
图 6：中国 IVD 原料市场规模（亿元）	9
图 7：IVD 核心原料的主要技术壁垒	9
图 8：IVD 核心原料开发和生产工艺复杂、涉及技术路径众多	11
图 9：诺唯赞关键共性技术平台	12
图 10：公司关键原材料自产的生物试剂销售额（亿元）	13
图 11：公司 POCT 诊断试剂关键原料自产比例（%）	13
图 12：公司三项业务之间相互协同配合	13
图 13：公司业务延展性优势下产品持续丰富	14
图 14：中国生命科学领域研究资金投入增速远高于全球	15
图 15：中国生物科研试剂市场规模增速远高于全球	15
图 16：2020 年国内分子类生物试剂市场竞争格局（%）	16
图 17：2020 年公司分子类生物试剂国产市占率第一（%）	16
图 18：公司在分子类生物试剂领域的核心竞争优势	16

图 19: 诺唯赞非新冠相关生物试剂销售收入 (亿元)	17
图 20: 诺唯赞生物试剂下游应用领域广泛	18
图 21: 公司 POCT 诊断试剂业务的核心竞争优势	20
图 22: 公司 POCT 诊断仪器	21
图 23: 公司 POCT 诊断仪器销售情况	21
图 24: 公司新冠相关检测需求在结构性调整下仍具有一定延续性	23
图 25: 公司借新冠加速拓展生物医药应用领域	24
图 26: 公司可提供的 mRNA 疫苗生产相关原料	25
图 27: 诺唯赞营收及增速情况 (亿元、%)	26
图 28: 诺唯赞归母净利润及增速情况 (亿元、%)	26
图 29: 诺唯赞剔除新冠相关收入后营收及增速 (亿元、%)	26
图 30: 诺唯赞单季度营收及增速 (亿元)	26
图 31: 诺唯赞主营业务毛利率和净利率情况 (%)	27
图 32: 诺唯赞费用率情况 (%)	27
图 33: 诺唯赞主营业务收入拆分 (%)	27
表 1: 体外诊断各类原料市场和应用情况	8
表 2: 公司多种酶的性能比肩进口厂商 (以 Taq DNA 聚合酶和高保真 DNA 聚合酶为例)	12
表 3: 诺唯赞 POCT 诊断试剂覆盖 8 大领域	20
表 4: 诺唯赞拟募集资金投资项目 (亿元)	28
表 5: 诺唯赞收入拆分和盈利预测 (百万元)	30
表 6: 诺唯赞盈利预测	31
表 7: 诺唯赞可比交易估值	32

投资摘要

- 1. 生命科学行业是具有高成长性、高壁垒性特点的新兴板块，诺唯赞在生命科学产业链中具有高话语权、高议价力和高盈利能力。酶、抗原、抗体等关键原料自主可控是公司的核心技术底蕴，公司经过多年的开发经验积累，拥有蛋白质定向改造与进化平台、基于单 B 细胞的高性能抗体发现平台、规模化多系统重组蛋白制备平台和量子点修饰偶联与多指标联检技术平台四大底层核心技术平台，可实现快速、高效、规模化的产品研发，是公司持续孵化新产品和保持产品市场竞争力的基础：**
 - 1) 产品种类丰富，性能比肩进口厂商：**拥有 200 余种基因工程重组酶和 1000 余种高性能抗原和单克隆抗体等关键原料，产品种类和性能在国产品牌中领先，部分产品性能比肩进口厂商，已推出 500 多个终端产品，且后续每年新推出的品种不少于 50 种，持续打造公司在生物试剂领域的护城河；
 - 2) 可提供“仪器+试剂+原料”的整体解决方案，满足下游客户的多样化需求：**公司原料自产赋予供应链稳定和成本可控优势，同时布局 POCT 诊断试剂和 POCT 诊断仪器，提供整体解决方案，三项业务之间形成良好的协同配合；
 - 3) 通过稀缺性指标或独家方法学快速切入市场，再搭配其他齐全的常规检测指标销售。**
- 2. 依托高性能产品底蕴，终端应用场景持续拓宽，展现高适配性和成长性：**公司业务延展能力优异，依托高性能产品底蕴，形成丰富的合作场景，包括基础科研、体外诊断、高通量测序，以及生物医药和药物筛选。应用场景景气度高且公司持续拓展新领域，助力公司全产业链获益能力。
- 3. 成长性、可持续性 & 确定性强：**2020 年实现营收和归母净利润分别为 15.64 亿元 (+483%) 和 8.22 亿元 (+31 倍)，其中新冠疫情相关产品销售收入约为 11.8 亿元（占主营业务收入 76%）。公司快速响应新冠事件，供应核酸检测原料、抗原、抗体、中和抗体等全方位产品，彰显实力的同时也受益于新冠，继续拓宽品牌影响力。即使剔除新冠相关业务收入后，**2020 年常规业务实现收入 3.84 亿元 (+43%)，仍然展现出高成长性：**
 - 1) 公司过去几年常规业务维持 50%左右的复合增速，2020 年受高校封校、工业客户复工晚等因素影响，有望恢复高增长；**
 - 2) 公司新进入的动物检疫、制药企业研发试剂等新的业务有望贡献新增量；**
 - 3) 公司在动物检疫、生物科研等下游多个应用领域打破了长期的进口垄断，在供应链本土化重要性凸显的趋势下，进口替代有望加速，助力公司市场份额进一步提升。**
- 4. “后疫情时代”延续性不减，借疫情“东风”深入生物医药领域：**当前时点，我们认为在国内疫情常态化防控和海外疫情持续发酵的情况下，海内外新冠相关检测需求并不会出现大幅下降，而是结构性调整。随疫苗接种率提升，新冠抗体检测需求呈下降趋势，但核酸检测仍然是“金标准”，同时海外新冠抗原检测需

求仍维持高景气，而新冠中和抗体检测在全球疫苗接种加速的背景下有望成为新增的强需求。此外，公司借新冠加速拓展生物医药应用领域，丰富后续业绩增长曲线：在疫情期间，公司通过为下游生物医药企业筛选中和抗体药物、为疫苗企业提供临床免疫原性评价服务，成功开辟了抗体筛选、临床 CRO 和疫苗原料等生物医药应用领域，有望成为公司新的业绩增长曲线。

公司深耕生物试剂十载，原料自主可控的底层核心技术赋予公司产业链中的稀缺性，是公司持续快速且高效进行产品开发和迭代、开发稀缺性指标、成本可控、不断开辟新的细分应用领域的源动力，叠加公司所处行业高景气度和高成长性，公司作为分子类生物试剂的国产领跑者，在行业持续扩容、本土供应链凸显、进口替代加速等因素驱动下，有望成长为国内生物试剂赛道的细分龙头。

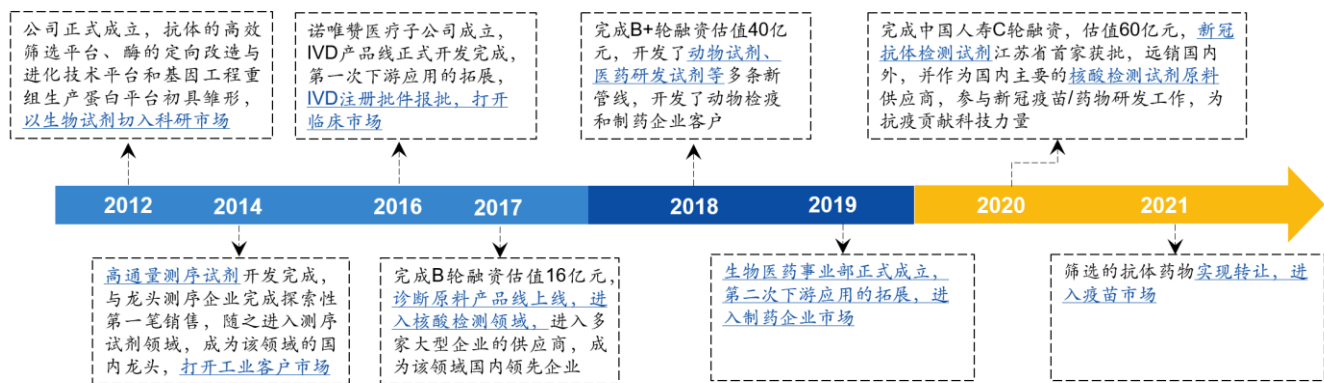
盈利预测：预计 2021-2023 年公司营收为 16.43/18.67/23.83 亿元，同比增长 5.01%/13.63%/27.63%，归母净利润为 7.75/8.89/11.87 亿元，同比增长-5.64%/14.69%/33.51%。我们认为公司所处行业壁垒较高，市场持续扩容，长期增长动力强劲。公司作为国产分子类生物试剂领先者，进口替代空间广阔，公司即将在科创板发行，建议重点关注。

风险提示：新冠疫情不确定性风险；产品研发风险；技术迭代风险；市场竞争加剧风险；分子诊断试剂业务拓展的风险。

1. 掌握自主可控核心技术的生命科学上下游一体化平台

公司深耕生物科技领域十载，掌握自主可控的生物科技底层核心技术，致力于打造本地化的生命科学解决方案并不断拓展应用领域。诺唯赞成立于2012年，是一家围绕酶、抗原、抗体等功能性蛋白及高分子有机材料进行技术研发和产品开发的生物科技企业，拥有生命科学事业部、体外诊断事业部、生物医药事业部和负责底层技术研发的基础科学研究院四大事业部，依托自主建立的关键核心技术平台，已开发出200余种基因工程重组酶和1000余种高性能抗原和单克隆抗体等关键原料。基于原料优势，已建立丰富的POCT产品线（包括诊断试剂和诊断仪器），拥有500多个终端产品，广泛应用于科学研究、高通量测序、体外诊断、医药及疫苗研发等领域。公司销售人员超过500名，在全国20多个城市及地区设立直销办事处，下游客户覆盖广泛，生物试剂客户包括700余家分子诊断企业、700多家测序服务企业、200多家医药研发企业、1000多家科研院所等；体外诊断试剂终端客户覆盖2200多家医院、第三方检验中心和体检机构等医疗机构。

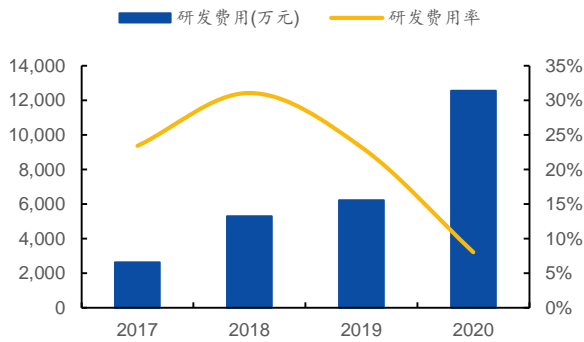
图1：诺唯赞发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，国元证券研究所

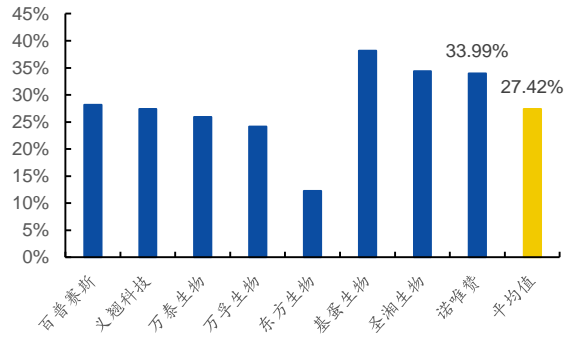
公司研发底蕴深厚，始终保持高研发投入，同时不断扩充研发人才储备，储备项目丰富。生物试剂行业涉及学科领域众多，对技术和人才要求较高，公司在研发上始终保持高投入，2018-2020年研发费用率分别为31.03%、23.21%和8.02%，累计研发投入为2.4亿元，其中2020年研发费用率下降幅度较大，主要系营收规模大幅增长所致，而研发费用同比增长102%至1.2亿元。截至2020年底，公司有研发人员416名，占总员工数的34%。和同行业可比公司相比，公司研发费用率也处于行业平均水平以上。公司每年上线新产品超过50种，平均每1-2年进入一个新的业务细分领域。

图 2：公司研发费用投入和研发人员规模变化情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，国元证券研究所

图 3：公司研发人员和同行业公司对比

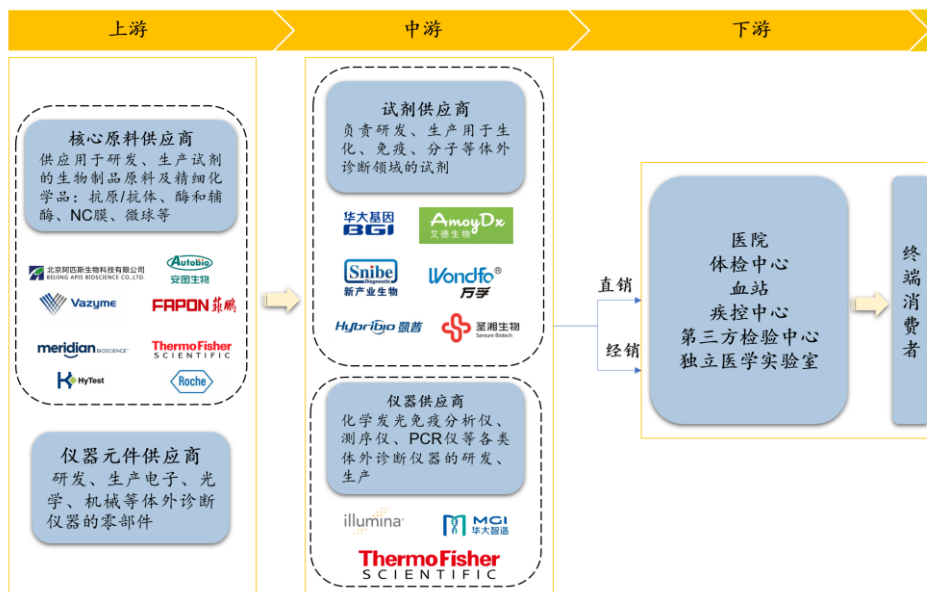


资料来源：Wind，公司招股说明书，国元证券研究所

1.1 行业持续高景气，市场快速扩容

酶、抗原、抗体等核心原料的品质决定了生物科技领域终端产品的质量和性能，属于产业链中的核心技术与利润环节。其中体外诊断终端产品是酶、抗原和抗体的主要应用领域之一，IVD 产业链上游主要包括仪器的核心元部件和试剂原料，其中试剂原料主要包括抗原/抗体、酶与辅酶以及其他原料三类，而抗原/抗体、酶与辅酶是 IVD 试剂的核心原料，其性能与质量的优劣对 IVD 产品的灵敏度、特异性、线性、稳定性等指标乃至诊断试剂的整体性能与质量优劣有很大影响。

图 4：国内体外诊断行业产业链



资料来源：菲鹏生物招股说明书，公开资料整理，国元证券研究所

➤ 抗原/抗体

抗原、抗体是体外诊断核心原料，广泛应用于免疫诊断试剂。根据中国产业信息网数

据，国内免疫诊断在 IVD 领域市场占比最高，其中 2019 年化学发光市场规模约为 300 亿元，2014-2019 年 CAGR 约 25%。全球主要供应商包括 Hytest、Medix、Meridian 等，国内大部分试剂厂商仍依赖进口，主要厂商包括菲鹏生物等。

➤ 酶和辅酶

酶和辅酶主要用于荧光 PCR 等分子诊断技术、免疫诊断及生化诊断中。酶制剂相关产品技术门槛高，国内企业在 RT-PCR 分子诊断领域、凝血、血糖等大量使用酶的体外诊断领域的实力仍较薄弱，部分基础性原料如辣根过氧化物酶、抗坏血酸氧化酶等量大面广的基础性产品依赖进口。主要进口品牌包括 Roche、东洋纺、BBI 等，国内能提供优质分子酶的厂家比较少，主要厂商包括诺唯赞、康为世纪、翌圣生物等。

➤ 磁微球/微球/NC 膜

是磁微粒化学发光、胶乳免疫比浊、免疫荧光等过程的关键材料和反应载体，国内主流厂商几乎全部采用 Merck、GE、Thermo Fisher 等进口厂商的产品。

表 1：体外诊断各类原料市场和应用情况

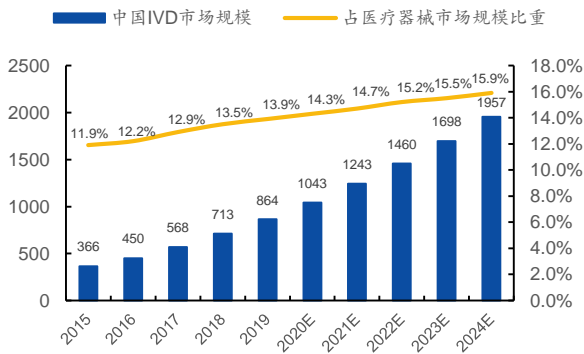
体系类型	原料类型	作用	应用领域	代表进口品牌	代表国产品牌
核心反应体系	抗原和抗体	最重要的原材料，其质量是决定体外诊断试剂质量的最重要因素	应用于酶联免疫分析、化学发光免疫分析、胶体金侧向层析、荧光免疫侧向层析等检测平台	Hytest（心肌标志物领域领先）、Medix、Meridian（传染性疾病诊断领域原料领先）	菲鹏生物
	诊断酶		应用于生化、免疫、分子、POCT、凝血、血糖等几乎所有的体外诊断子领域	罗氏、东洋纺、BBI	诺唯赞、康为世纪、翌圣生物
信号体系	胶体金、酶底物系统、发光物质	将不可见的生物反应过程和结果变成可视可读的结果的实现环节	应用于生化、免疫、分子、POCT、凝血、血糖等几乎所有的体外诊断子领域	-	-
反应体系载体	磁珠/微球/NC 膜	提供了生物化学反应发生的场所，并因各种材料的不同性能，使得诊断试剂具有快速、高通量、均相等丰富特性	磁微粒化学发光、胶乳免疫比浊、免疫荧光、液相芯片、核酸提取等过程的关键材料与反应载体	Merck、GE、Thermo fisher、JSR、安捷伦	纳微科技、为度生物
反应环境	阻断剂、缓冲溶液	为试剂的反应排除干扰、为储存提供了稳定性，保障反应得以顺利进行	应用于几乎所有体外诊断子领域	-	-

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

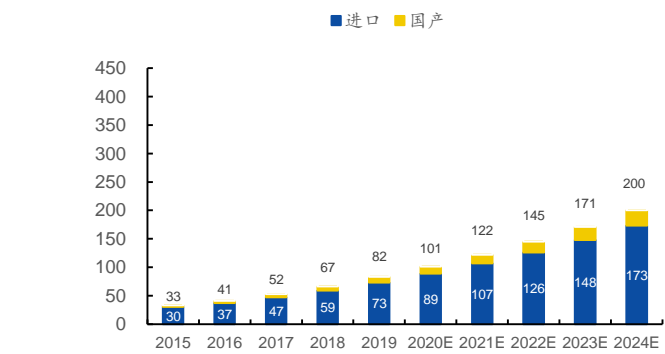
IVD 行业的快速发展带动上游市场持续扩容。我国 IVD 行业发展迅速，市场规模从 2015 年的 366 亿元增长至 2019 年的 864 亿元，CAGR 达到 24.0%，预计到 2024 年将达到 1957 亿元，占医疗器械行业比重逐年上升；上游原料需求也持续扩大，我国 IVD 原料市场规模从 2015 年的 33 亿元增长至 2019 年的 82 亿元，CAGR 为 26%，预计到 2024 年将达到 200 亿元。考虑到后疫情时代 IVD 检测需求提升、国内核酸检测实验室加速建设等因素对 IVD 行业扩容的正向催化作用，市场趋势有望加速。

图 5：中国 IVD 市场规模及占医疗器械比重（亿元、%）

图 6：中国 IVD 原料市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

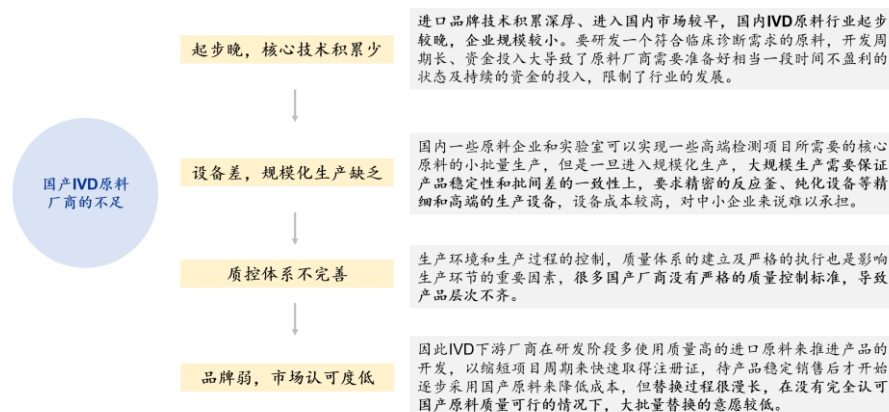


资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

国内原料市场仍由进口主导，国产发展速度快、替代空间大。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2019 年我国 IVD 原料市场中进口产品市场份额为 88%，国产产品市场份额仍然较小，但 2015-2019 年年复合增速为 30.6%，高于进口产品的 25.3%。随着国内企业技术水平的不断提升、对生物科技产业供应链本地化重视程度的不断加强，以及疫情驱动下游 IVD 厂商对供应链安全的重视程度提升，预计国产 IVD 试剂原料市场规模将以 23.3% 的年复合增速增长至 2024 年的 27 亿元，逐步实现进口替代。

目前国内 IVD 厂商主要集中在产业链中游的试剂研发和生产领域，对上游原料核心技术的掌握落后于进口厂商，整个 IVD 原料市场进口依赖程度高、国产份额低，主要原因包括：1) 核心技术研发周期长、难度大，国产厂商起步晚；2) 大规模生产过程中需保证产品的稳定性和批间的一致性，进口品牌在产品的一致性和稳定性方面积累了大量的 know-how 和经验，大多数国产厂商缺乏大规模生产能力；(3) 相比进口品牌，多数国产厂商缺乏严格的质控体系；(4) 相比较早进入国内市场的进口厂商，国产品牌相对较弱，市场认可度低。

图 7：IVD 核心原料的主要技术壁垒



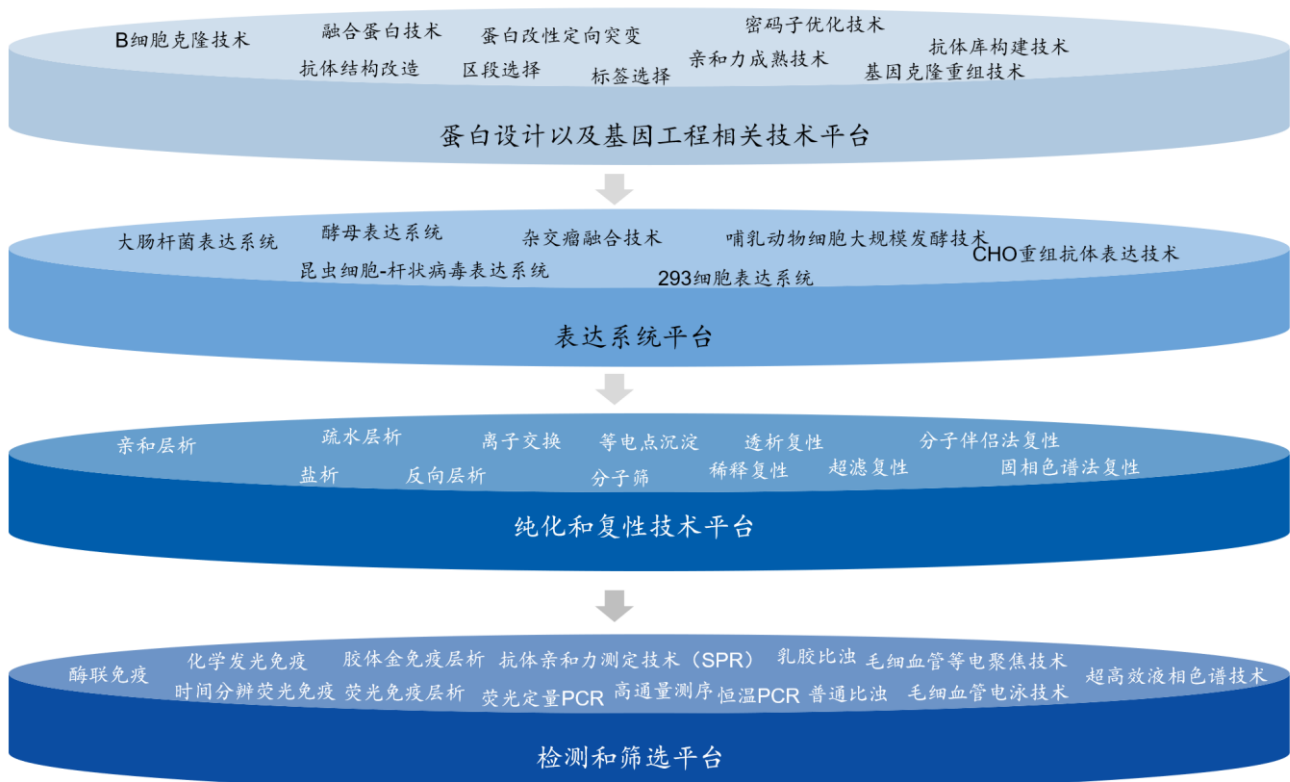
资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

疫情凸显国内 IVD 原料受限于进口的短板，或推动 IVD 原料竞争格局重塑。疫情期间 IVD 核心原料短缺、断供和涨价等现象暴露出国内长期依赖进口原料的短板，由于 IVD 核心原材料是主要的成本端，且国内企业议价能力低，一旦进口品牌出现断供或提价，对国内企业影响较大。后疫情时代，国内厂商逐步意识到掌握核心产业链的重要性，开始逐步储备国产供应商资源，建立更加安全的供应链。同时，高度分散的 IVD 原料市场提供了充分的增长和整合空间，未来上下游的整合并购或将成为行业发展趋势，有望出现更多类似迈瑞医疗收购 Hytest 这样的整合。在疫情催化下，IVD 原料行业竞争格局有望重塑，国产原料企业有望迎来发展新机遇，国产优质原料供应商凭借完善的技术体系，强大的产品开发和更新迭代能力，以及完善的销售网络，有望在国产替代进程中脱颖而出。

1.2 掌握核心原料底层技术，产品性能比肩进口厂商

酶、抗原、抗体等作为国产品牌卡脖子的核心原料，技术壁垒较高，具体体现在：(1) 开发和生产工艺环节众多，每一个环节都会影响开发效率以及最终蛋白质的性能，对技术 know-how 要求高；(2) 核心原料种类繁多，每种原料涉及的技术路径有所区别。因此，具备多技术平台、多工艺方法、多原料品种的原料供应商通常具有显著的竞争优势，能够开发适用不同应用场景的产品，根据目的蛋白特征，选择最佳开发和制备路径，实现产品高效开发，性能不断迭代提升。

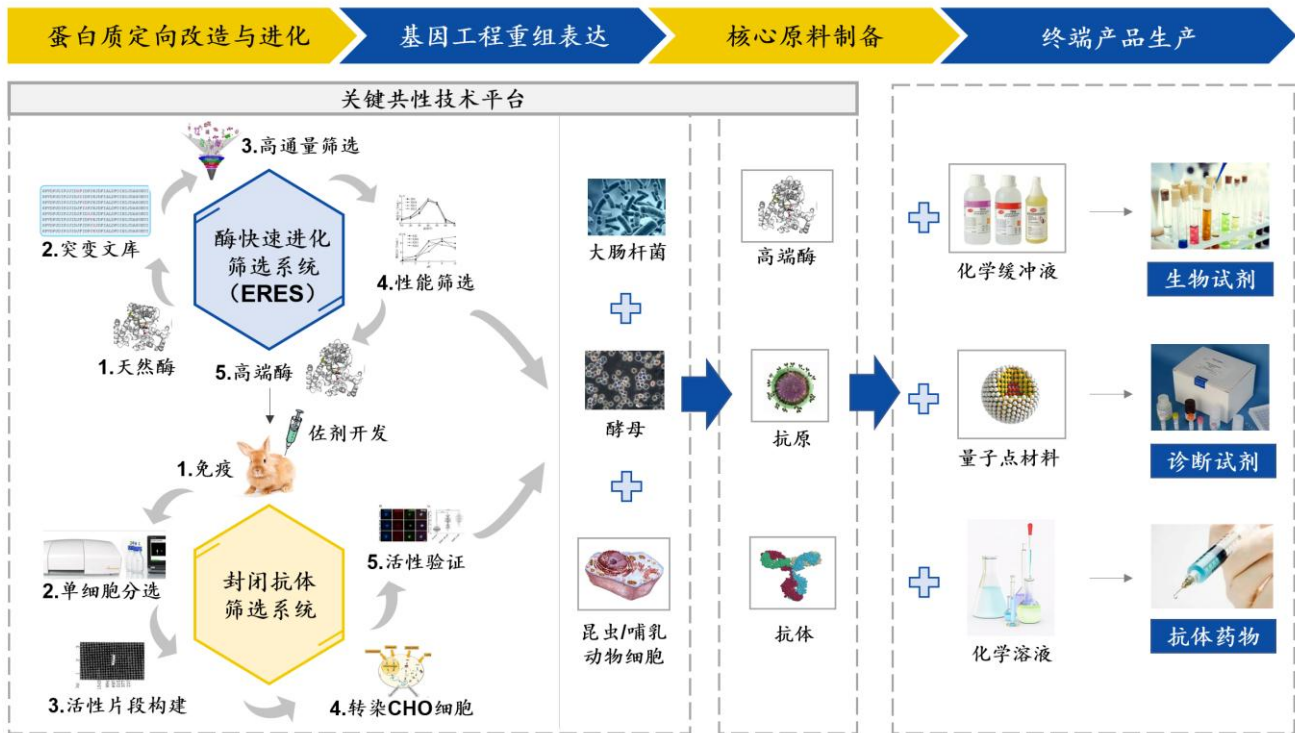
图 8：IVD 核心原料开发和生产工艺复杂、涉及技术路径众多



资料来源：菲鹏生物招股说明书，国元证券研究所

公司经过多年的开发经验积累，拥有蛋白质定向改造与进化平台、基于单 B 细胞的高性能抗体发现平台、规模化多系统重组蛋白制备平台、量子点修饰偶联与多指标联检技术平台四大底层核心技术平台，是行业内少数具备能力构建起较为完整的核心原料底层技术平台、集成多类平台性和工程性技术且具有长期丰富的开发经验的上游原料供应商，可实现快速、高效、规模化的产品研发，是公司持续孵化新产品和保持产品市场竞争力的基础。

图 9：诺唯赞关键共性技术平台



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司核心技术平台竞争优势明显，部分酶的性能比肩进口厂商。公司自成立以来专注于研究功能性蛋白的改造、筛选、合成等关键技术，成功对 200 多种酶进行定向改造，并可大规模稳定制备，其中 Taq DNA 聚合酶、逆转录酶、高保真 DNA 聚合酶、T4 DNA 连接酶、UDG 酶、荧光素酶等多种酶产品在活性、扩增效率、稳定性增强的特异性等关键性能上可媲美国际领先进口品牌。

表 2：公司多种酶的性能比肩进口厂商（以 Taq DNA 聚合酶和高保真 DNA 聚合酶为例）

性能指标	诺唯赞	进口代表厂家 1	进口代表厂家 2	性能指标	诺唯赞	进口代表厂家 1	进口代表厂家 2
Taq DNA 聚合酶				高保真 DNA 聚合酶			
活性 (比活)	高	高	高	高保真度	中, Taq 的 69 倍	高, Taq 的 300 倍	中, Taq 的 100 倍
扩增效率	90%~110%	90%~110%	90%~110%	扩增长度	40kb	20kb	≤20 kb
稳定性	高, 37 度 24 小时	高, 室温 24 小时	高	扩增速度	快, 4sec/kb	差, 15 - 30sec/kb	中, 10sec/kb
增强的特异性	是	是	是	扩增产量	高	高	高
抑制剂耐受性	高, 可耐受血红素等杂质	高, 可耐受血红素等杂质	是	稳定性	室温 72 小时	室温 24 小时	-
灵敏度	高	高	-	抑制剂耐受性	高	高	高
扩增速度	15 sec/kb	15 sec/kb	60 sec/kb	增强的特异性	是	是	是
扩增长度	≤ 5kb	5kb	≤ 5kb	热启动技术	是 (抗体热启动)	是	是 (核酸适配体热启动)
热启动技术	抗体法	抗体法	核酸适配体				

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.3 原料自产保障成本可控，供应链安全性高

公司绝大部分生物试剂关键原料和 POCT 诊断试剂核心原料均可自产，保证供应链稳定和成本可控。关键原料的自产有利于公司在面对市场需求时可迅速开发相关原料及对应产品，把握市场机遇；同时，也有利于保障公司的供应链安全，不对供应商形成过度依赖。公司凭借多年的技术积累，以自主研发生产的基因工程重组酶和抗原/抗体等关键原料为基础，开发了多个系列的生物试剂产品和 POCT 诊断试剂，其中**关键原料自产的生物试剂比例超过 97%**；POCT 诊断试剂中，公司依托自主掌握的高性能抗体发现能力，开发出 1000 余种高性能抗原、抗体等核心原料，并且可以开发关键原料供应有限的稀缺检测指标。量子点免疫荧光试剂、胶体金免疫层析试剂以及胶乳增强免疫比浊试剂的关键原料**抗体、抗原自产比例高达 95%以上**；荧光 PCR 核酸检测试剂原材料中用到的酶均为自产。

图 10：公司关键原材料自产的生物试剂销售额（亿元）

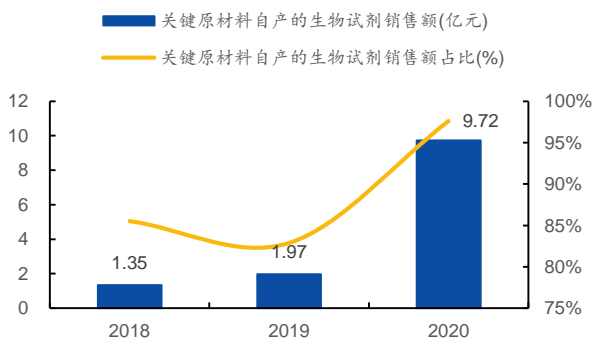
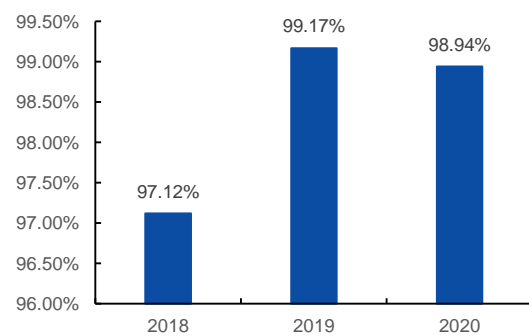


图 11：公司 POCT 诊断试剂关键原料自产比例（%）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司可提供“仪器+试剂+原料”的整体解决方案，满足下游客户的多样化需求。多年的原料开发经验赋予公司快速开发试剂的能力，目前已开发涵盖心脑血管、优生优育、胃功能、肾功能等 8 个系列的 POCT 诊断试剂，同时公司化学发光仪器与 POCT 诊断试剂具有良好的适配性，通过联动销售来带动试剂放量。整合提供仪器、试剂和原料是未来 IVD 行业重要的发展趋势，通过互相优化参数，提供更加精准的解决方案，减少下游客户重复的研发投入，有利于快速开发试剂、快速实现产业化。

图 12：公司三项业务之间相互协同配合

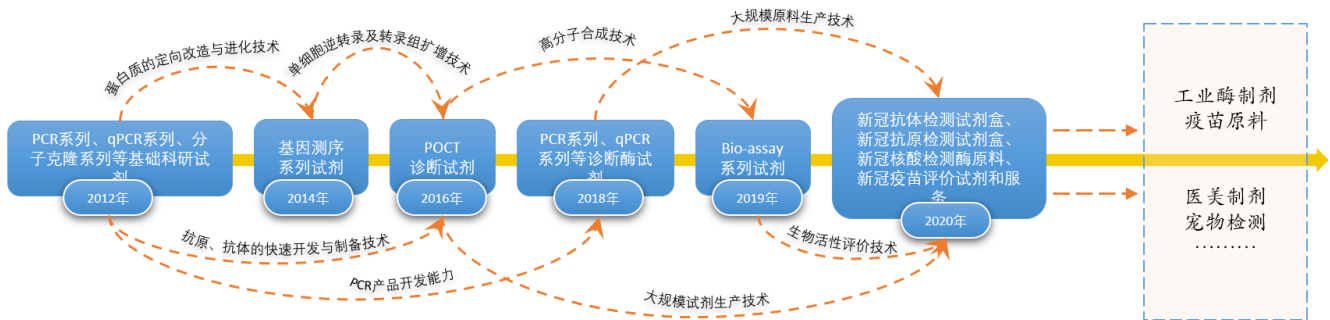


资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

1.4 业务延展性强：持续丰富产品组合和应用领域，满足客户多样化需求

公司基于自身的业务延展性优势，已形成丰富的产品组合，满足下游不同客户多样化需求。公司下游应用领域非常广泛，客户需求多样化，公司基于关键共性技术平台，能够根据自身发展情况、客户及市场需求进行技术和产品开发，而且对于不同细分领域的研发能够互相促进和迭代。自成立起，公司先后布局基础科研生物试剂、高通量测序生物试剂、POCT 诊断试剂、PCR 系列生物试剂、新冠相关检测试剂和服务，已经进入体外诊断、基因测序、基础科研、生物医药、药物筛选等下游应用领域。公司凭底层核心技术平台、积累的大规模原料和试剂研发和生产技术，能够快速响应市场需求，具有较高的研发效率，持续丰富产品组合，每年推出的新产品均超过 50 种，已实现在多个细分领域接近或达到进口产品的技术水平；公司平均每 1-2 年进入一个新的业务细分领域，未来有望持续拓宽应用领域，比如工业酶制剂、疫苗原料、医美制剂、宠物检测等下游市场。

图 13：公司业务延展性优势下产品持续丰富



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

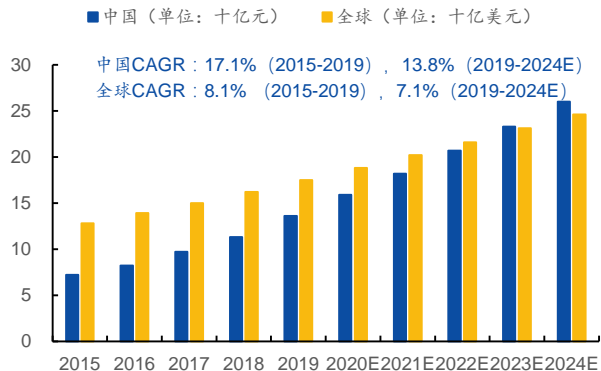
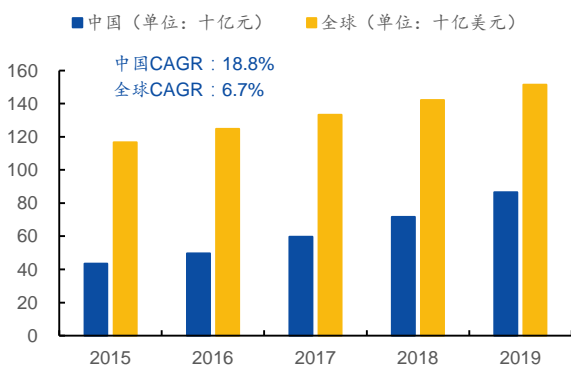
2. 深耕生物科技领域，打造本地化生命科学解决方案

2.1 生物试剂行业蓬勃发展，分子类进口替代空间大

生物试剂行业规模持续增长。近年来，我国生命科学研究蓬勃发展，根据 Frost&Sullivan 数据显示，中国生命科学领域研究资金投入持续稳定增长，从 2015 年的 434 亿元增长至 2019 年的 **866 亿元**，年复合增长率为 **19%**，其中约有 **10-15%** 的投入用于生物科研试剂。国内生物科研试剂行业虽然起步晚，但近年来保持高速增长，市场规模从 2015 年的 72 亿元增长至 2019 年的 **136 亿元**，年复合增长率为 **17%**，增速高于同期全球市场增速，预计 2024 年将达到 **260 亿元**。

图 14：中国生命科学领域研究资金投入增速远高于全球

图 15：中国生物科研试剂市场规模增速远高于全球



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

生物试剂下游应用空间巨大，进口厂商占据绝大部分份额，公司分子类生物试剂在国产厂商中市占率第一。生物科研试剂可以划分为分子类、蛋白类和细胞类三大类，其中公司所处的分子类生物试剂领域 2019 年占比近一半（50.9%）。根据 Frost&Sullivan，我国分子类试剂市场从 2015 年的 39 亿元增长至 2019 年的 **69 亿元**（CAGR 为 **15.8%**），预计 2024 年将达到 **124 亿元**。从竞争格局来看，国际头部企业在技术水平和产品管线丰富程度上更具竞争优势，树立了长期的优质品牌形象，其中赛默飞、凯杰、Takara、BioRad 四家进口厂商市场份额合计超过 **40%**，进口替代空间较大。国产品牌主要包括诺唯赞、全式金、翊圣生物、爱博泰克、康为世纪等，诺唯赞占比约 4%，排名第五，在国产厂商中排名第一。

未来国产市场份额有望逐步扩大，主要驱动力包括：1) 国产生物试剂品牌接受度有望逐渐提升：国产品牌在产品种类、技术研发上和进口的差距不断缩小，同时在物流供应、技术服务、国内特殊项目需求等方面更具优势，国产品牌接受度有望逐渐提升；2) 疫情重塑行业竞争格局，供应链本土化重要性凸显，进口替代有望加速。

图 16：2020 年国内分子类生物试剂市场竞争格局（%）

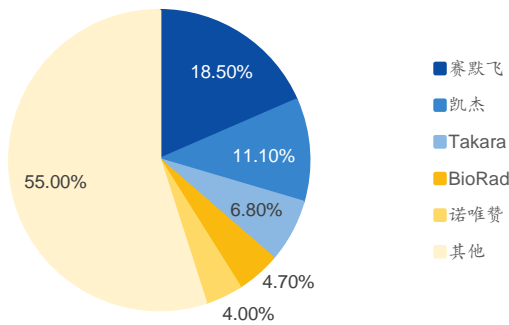
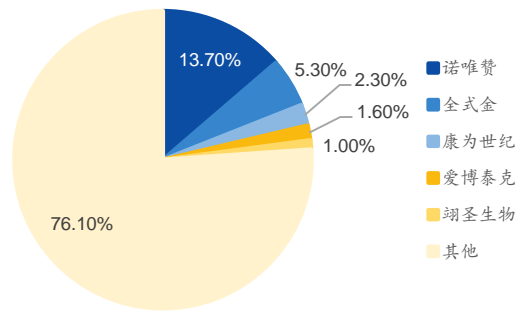


图 17：2020 年公司分子类生物试剂国产市占率第一（%）

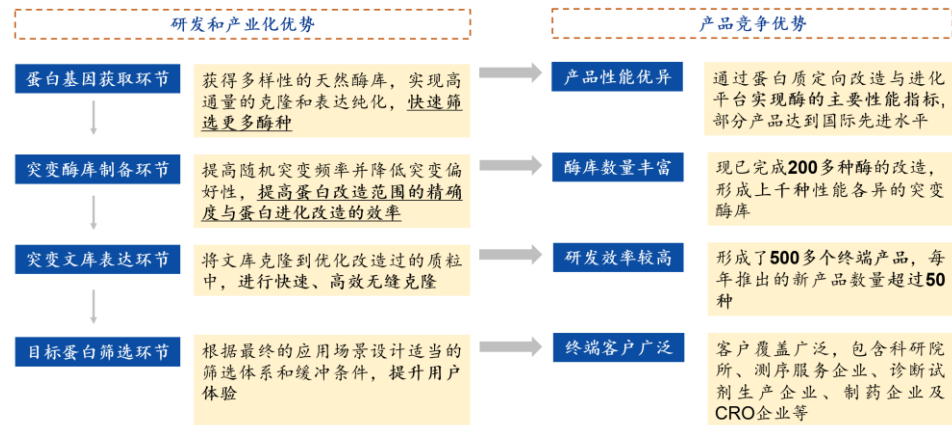


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司凭借平台化的开发体系、多年的产品开发经验及多学科交叉的研发团队，在蛋白基因获取、随机突变与理性设计的突变酶库制备、突变文库表达和目标蛋白质筛选等多个产业化的关键环节具备一定优势，赋予公司产品性能优异、酶库数量丰富、较高的研发效率、终端客户覆盖广泛等竞争优势。

图 18：公司在分子类生物试剂领域的核心竞争优势



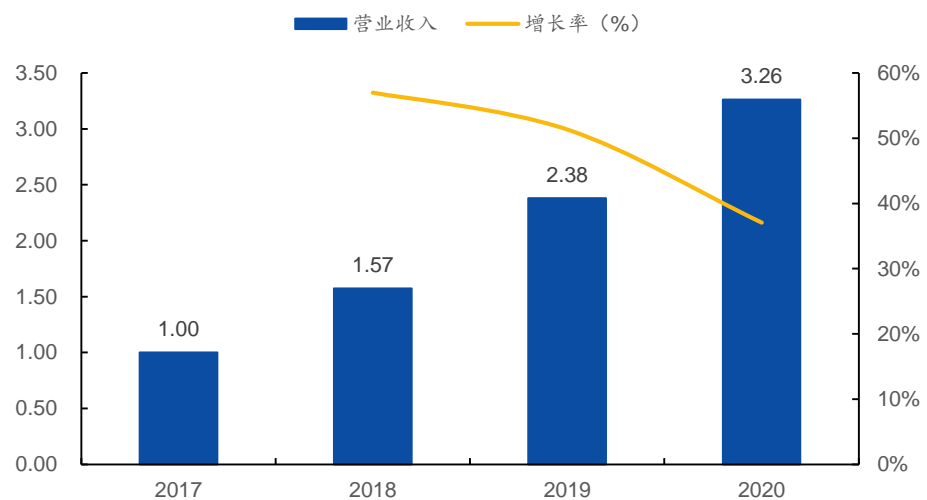
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

2.2 生命科学产品管线丰富，应用范围广泛且不断拓展新领域

公司专注生物科技的“芯”，产品管线丰富，应用领域广泛，拥有广泛且稳定优质的客户群体。酶、抗原、抗体等功能性蛋白是生物科技领域最为基础、应用最为广泛的产品之一，其性能直接决定了终端产品的质量，公司自2012年成立之初即专注生物试剂业务，针对不同的应用场景，公司选择不同的基因工程突变体作为原料，目前已开发超过**500多种生物试剂**，形成了PCR系列、qPCR系列、分子克隆系列、逆转录系列、细胞/蛋白系列、基因测序系列、提取纯化系列、基因编辑系列和Bio-assay系列等多个产品系列，满足下游终端客户个性化和多样化的使用需求，目前已经应用于核酸诊断（包括分子诊断和动物检疫）、生物科研（包括科研单位和药企）、高通量测序、生物医药（包括抗体筛选、临床CRO服务和疫苗原料等）等细分领域，未来有望切入工业催化、医美制剂等其他新应用领域。

生物试剂收入保持高速增长态势，随着产品不断丰富和迭代、下游应用领域不断拓展，具有较高的成长性。公司2017-2019年生物试剂销售收入为1.00亿元、1.57亿元和2.38亿元，年复合增长率为**54%**；2020年剔除用于研发及生产新冠相关产品生物试剂的收入后，公司生物试剂销售收入为**3.26亿元**，同比增长**37%**，增速有所放缓，预计主要系高校封校、企业复工晚等因素所致，随着国内疫情影响逐步消散，常规检测试剂需求有望恢复高增长。

图 19：诺唯赞非新冠相关生物试剂销售收入（亿元）



资料来源：Wind，招股说明书，国元证券研究所

公司生物试剂系列产品不断丰富和迭代，应用领域非常广泛且不断拓展，从早期服务于科研客户的生物科研系列到开启工业客户市场的高通量测序系列，再到动物检疫、分子诊断、生物医药等景气度高且处于快速发展阶段的细分市场，不同细分市场持续扩容以及公司积极拓展新的细分应用领域，是公司未来生物试剂系列产品销售收入保持快速增长的核心驱动力。

图 20：诺唯赞生物试剂下游应用领域广泛



资料来源：公司招股说明书，公开资料整理，国元证券研究所

(1) 核酸诊断

- 分子诊断**：主要包括PCR系列、qPCR系列、逆转录系列等分子诊断试剂的关键原料，下游覆盖700多家分子体外诊断企业。2020年在新冠检测试剂需求拉动下，公司分子诊断试剂原料需求大增，主要是核酸检测酶原料。分子诊断行业处于高速成长期，在疫情进入常态化防控阶段以及全国各地加快推进PCR实验室建设的政策推动下，未来分子诊断试剂需求有望加速增长，从而带动上游分子诊断原料的需求。
- 动物检疫**：2020年动物检疫相关生物试剂销售收入为3350万元，较2019年的675万元大幅增长近40倍。动物养殖及动物检疫企业客户数量分别为54家、110家和337家。随着市场对生物安全的不断重视，动物疾病监测诊断愈来愈得到养殖业重视，国内动物检疫市场规模有望持续攀升。

(2) 高通量测序

2014年，随着高通量测序市场快速增长，公司开发出适用于高通量测序的基因测序系列生物试剂，打开了工业客户市场，在国内该细分领域处于领先地位，下游客户涵盖700多家高通量测序企业。近几年高通量测序技术（NGS）迅速发展，从较为成熟的NIPT、生殖遗传筛查拓展至新兴的肿瘤诊疗、mNGS等领域，根据Frost&Sullivan数据，2019年我国NIPT、基于NGS的肿瘤诊疗市场规模分别为52.5亿元和22.3亿元，预计2024年将分别快速增长至172亿元（CAGR为26.8%）和102亿元（CAGR为35.5%），有望带动上游相关生物试剂的需求持续增长。我们预计公司高通量测序生物试剂有望加速增长。

(3) 生物科研

主要包括服务于科研单位的科研试剂和服务于制药及CRO企业的生物活性评价试剂。

- **科研单位：**下游客户包括高校、科研机构及医疗机构等，其中以高校和科研机构为主。科研试剂市场受益于国家自然科学基金规模的增长，2021年市场规模约为182亿元。2020年受到疫情期间高校封校的影响，2021年疫情影响基本消散，预计有望恢复高增长。
- **制药及CRO企业：**公司主要提供制药企业在日常抗体筛选过程中使用到的生物样本活性分析试剂，主要为Bio-assay系列。此前该市场主要由进口企业Promega垄断，进口替代空间大，公司2020年实现销售收入1531万元，预计后续有望保持稳定增长态势。

(4) 生物医药

- **疫苗原料：**公司可提供mRNA疫苗体外合成完整解决方案，主要包括T7RNA聚合酶、牛痘病毒加帽酶、RNase抑制剂、DNase I、无机焦磷酸酶以及加尾酶等，随着国内新冠mRNA疫苗研发推进，mRNA类疫苗原料未来有望成为公司潜在的业绩增长点。
- **抗体筛选：**根据灼识咨询数据，近年来，我国抗体药物市场飞速发展，从2014年的108亿元增至2019年的375亿元（CAGR为28%），预计2022年扩大至890亿元。公司基于单B细胞的高性能抗体发现平台，经过高通量筛选，针对特殊病原体（比如新冠、流感、合胞病毒等病原体），迅速获得具有高亲和力的中和抗体，经过验证评估后可以作为候选的抗病原感染治疗药物。公司目前正在进行新冠中和抗体药物的研发，已完成抗体筛选、体外活性评价和成药性研究，同时和一家生物制药公司达成技术转让合作。
- **临床CRO服务：**公司基于开发Bio-assay系列生物试剂积累的生物活性评价技术，已为康希诺等国内疫苗生产企业提供疫苗免疫原性评价服务及疫苗免疫效果评价产品，标志着公司正式切入疫苗供应链行业，有望成为新的盈利增长点。

2.3 POCT 终端产品：关键原料自产，产品管线和应用领域逐步丰富

公司凭借在抗原、抗体领域的原料自产优势向下游 POCT 终端延伸。公司作为 IVD 领域新进入者，一方面优先选择临床试验和注册周期相对较短、市长增速快、进口替代空间大的免疫类 POCT 诊断领域，另一方面基于原料自主开发优势，通过稀缺性或者独家检测指标进院，再搭配其他齐全的常规检测指标销售，目前已经获得涵盖心脑血管、优生优育、胃功能等应用领域在内的 8 大系列的 67 张产品注册证，在研产品多达 20 余种，覆盖 2200 多家等级医院（其中包含三级医院 700 多家）。

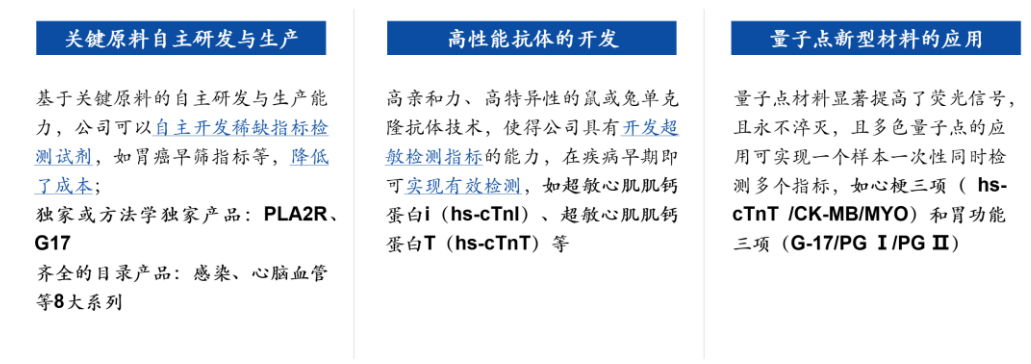
表 3：诺唯赞 POCT 诊断试剂覆盖 8 大领域

应用领域	产品数量	2020 年销售额	产品	关键原料抗体、抗原来源情况	在研产品数量
心脑血管	15 种	2190 万元	人 S100 检测试剂盒（量子点荧光免疫法）、D-二聚体、心肌肌钙蛋白 I 联合检测试剂盒（量子点荧光免疫法）等	自产+外购	3 个
炎症感染	6 种	1368 万元	降钙素原、白介素 6 联合检测试剂盒（量子点荧光免疫法）等	自产+外购	2 个
肾脏疾病	1 种	65.7 万元	中性粒细胞明胶酶相关脂质运载蛋白（NGAL）检测试剂盒（量子点免疫荧光试剂：自产+外购；量子点荧光免疫层析法）	胶乳增强免疫比浊试剂：自产	3 个
优生优育	1 种	201 万元	抗缪勒氏管激素（AMH）检测试剂盒（量子点荧光免疫法）	自产+外购	6 个
自体疾病	1 种	106 万元	抗磷脂酶 A2 受体抗体 IgG 检测试剂盒（量子点荧光免疫法）	自产+外购	-
胃功能	5 种	196.54 万元	胃泌素 17 检测试剂盒（量子点荧光免疫法）等 5 种已在国内获批	自产+外购	3 个
呼吸道	3 种	5.19 亿元	新冠核酸检测试剂盒（国内和海外均获批）；新冠抗体检测试剂盒、新冠抗原检测试剂盒（海外获批）	胶体金免疫层析试剂：自产+外购 荧光 PCR 核酸检测试剂：自产	3 个
慢病管理	2 种	25 万元	糖化血红蛋白（HbA1c）检测试剂盒（量子点荧光免疫法）等 2 种已在国内获批	自产+外购	

资料来源：公司招股说明书，公开资料整理，国元证券研究所

公司在 POCT 终端产品的核心竞争优势主要体现在：1) 基于关键原料自主研发和生产优势，开发独家或方法学独家产品；2) 基于高性能抗体筛选平台，开发超敏检测指标；3) 量子点高分子化学材料的应用使得公司能够自主研发多指标联检试剂，可实现一个样本一次性同时检测多个指标，显著提高了检测效率和临床使用便捷程度。

图 21：公司 POCT 诊断试剂业务的核心竞争优势



资料来源：公司招股说明书，公开资料整理，国元证券研究所

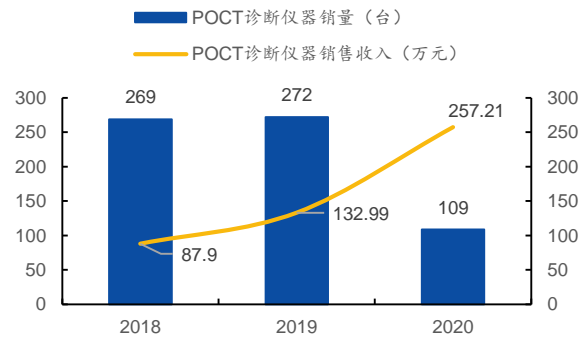
自主研发高通量全自动仪器，可满足大型三级医院和基层医院临床科室、急诊、ICU 和检验科的多样化需求。公司自主开发了量子点全自动免疫荧光分析仪、全自动蛋白分析仪和全自动核酸提取仪，适配公司生产的 POCT 诊断试剂，针对部分客户实现 POCT 诊断试剂和仪器的联动销售。其中公司自主研发的高通量全自动仪器 QD-S2000 可配套公司全系列量子点免疫荧光试剂使用，可满足大型三甲医院和基层医

院临床科室、急诊、ICU 和检验科的多样化需求。截至 2020 年底，公司已有 **2478** 台 POCT 诊断仪器投放至终端医疗机构，采用免费投放为主、销售为辅的模式，未来有望带动公司 POCT 诊断试剂的终端持续放量。

图 22：公司 POCT 诊断仪器



图 23：公司 POCT 诊断仪器销售情况



资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

3. “后疫情时代”延续性不减，业绩潜力仍旧可观

3.1 核酸检测需求刚性强，抗原和中和抗体检测需求旺盛

2020年，公司新冠相关检测试剂贡献了总营收的**33%**。当前时点，我们认为在国内疫情常态化防控和海外疫情持续发酵的情况下，海内外新冠相关检测需求并不会出现大幅下降，而是结构性调整。随疫苗接种率提升，新冠抗体检测需求呈下降趋势，但核酸检测仍然是“金标准”，同时海外新冠抗原检测需求仍维持高景气，而新冠中和抗体检测在全球疫苗接种加速的背景下有望成为新增的强需求：

(1) **抗体检测**：2020年实现收入4.9亿元，2021Q1在国内疫情逐步缓解、竞争厂商增多、集采降价的趋势下，销售收入已有所下降，实现收入5490万元；

(2) **核酸检测**：核酸检测仍然是“金标准”，在国内疫情常态化防控、海外疫情持续发酵的情况下，核酸检测试剂需求或持续旺盛，有望带动公司海外核酸检测试剂和相关原料的放量；

(3) **抗原检测**：公司抗原检测试剂盒已获得欧盟CE、印尼、俄罗斯、意大利等多个国家和地区的准入资质。2021Q1新冠抗原检测试剂盒及原料合计实现销售收入约4000万元。欧洲的新冠抗原检测需求打开了新冠检测的新应用场景，抗原检测需求持续旺盛，预计未来抗原检测试剂带来的收入贡献有望弥补新冠抗体检测试剂销量的下滑；

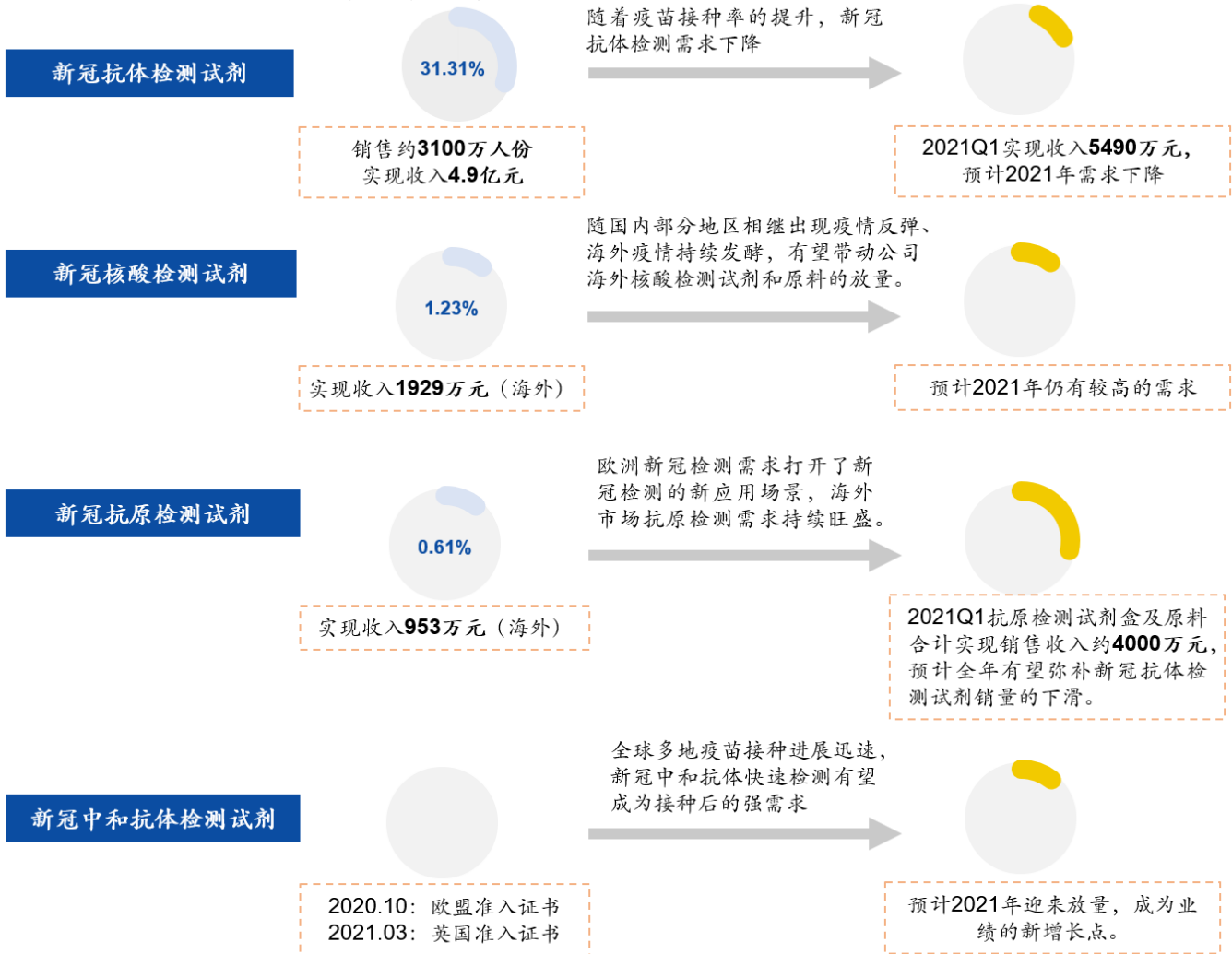
(4) **中和抗体检测**：在全球疫苗接种进展迅速的情况下，中和抗体检测有望成为接种后的强需求，公司已取得欧盟及英国的准入证书，预计下半年有望迎来放量，成为业绩的新增长点。

图 24：公司新冠相关检测需求在结构性调整下仍具有一定延续性

新冠检测需求结构性调整

2020年 → 2021年后

注：下列数值为占营业收入比



其他新冠相关业务

新冠疫苗临床研究及服务

mRNA疫苗原料供应

中和抗体药物-技术转让并享受相关净销售收入分成

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3.2 借助新冠加速拓展生物医药应用领域，丰富后续业绩增长曲线

在疫情期间，公司通过为下游生物医药企业筛选中和抗体药物、为疫苗企业提供临床免疫原性评价服务，成功拓展了抗体筛选、临床 CRO 和疫苗原料等生物医药应用领域，具有广阔的应用前景。优秀的核心技术底蕴获得新冠机遇的加持，公司持续焕发新应用领域潜力。

图 25：公司借新冠加速拓展生物医药应用领域



抗体筛选

基于单 B 细胞的抗体筛选技术，可以快速分选出记忆性 B 细胞，在体外克隆和重组表达，并快速筛选出目标抗体，进行成药性分析，后续与药企合作 License-out



临床 CRO

基于 Bio-assay 生物试剂，为疫苗企业提供临床试验中的免疫原性评价服务



疫苗原料

基于酶的定向进化与改造，为 mRNA 疫苗研发企业提供质粒线性化、体外转录过程中的关键酶原料

资料来源：公司资料，招股说明书，国元证券研究所

(1) 抗体筛选

基于单 B 细胞抗体筛选技术平台，公司积累了丰富的筛选抗体的经验，疫情期间和一家生物制药企业签署了关于新冠中和抗体药物的技术转让合同，目前已经完成抗体筛选、体外活性评价和成药性研究，正在筹备进入临床前研究阶段，预计 2021 年与制药企业开展合作并提交临床试验申请，2022 年申报新药上市许可，若能成功商业化，有望进一步丰富公司产品结构、增强公司核心竞争力。除了合计不超过 7250 万元的技术许可费外，公司还可享受相关净销售收入一定的分成比例（大陆和港澳台地区分成比例为 5%，其他地区为 3%），有望贡献持续稳定的收入来源。

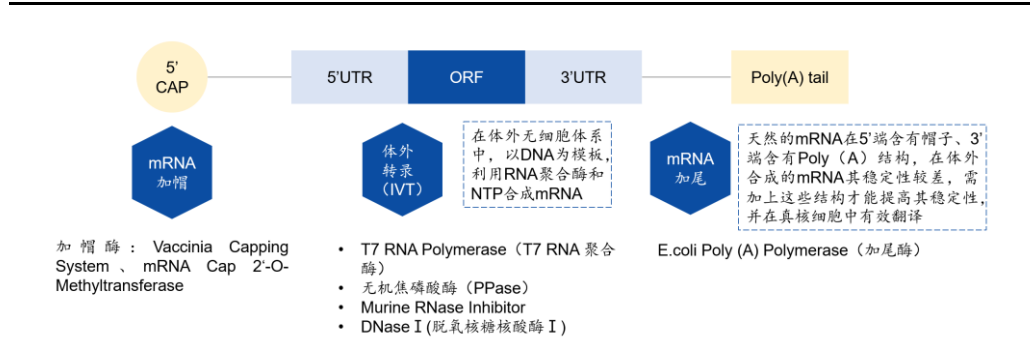
(2) 临床 CRO 服务

公司可提供快速且高通量的新冠 mRNA 疫苗临床前体外及动物试验评价服务，已为康希诺、民海生物等国内疫苗企业提供临床试验中的疫苗免疫原性评价服务。此外，公司开发出多达 50 余种新冠假病毒突变体的假病毒库，可测评中和抗体对突变株的药效，解决现有疫苗对新冠病毒突变株效力下降的问题。临床 CRO 服务帮助公司切入疫苗应用领域，通过和江苏省疾控中心长期的科研合作，有望迅速切入疫苗供应链，为更多新冠及非新冠疫苗研发企业提供相关临床 CRO 服务。

(3) 疫苗原料

公司可提供 mRNA 疫苗体外合成完整解决方案，主要包括 T7RNA 聚合酶、牛痘病毒加帽酶、RNase 抑制剂、加尾酶等。目前国内有多款新冠 mRNA 疫苗处于临床研究阶段，预计国内 mRNA 疫苗在 2021 年下半年或 2022 年上市，公司疫苗原料有望受益于下游疫苗需求的增加而放量，成为未来 2-3 年重要的潜在增长点。

图 26：公司可提供的 mRNA 疫苗生产相关原料



资料来源：公司官网，公司官方公众号，国元证券研究所

4. 夯实的技术点，塑造优秀的盈利能力

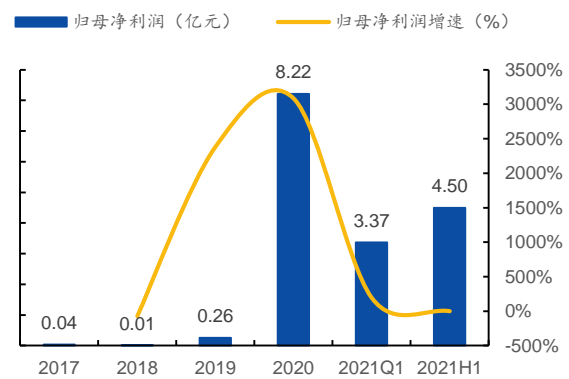
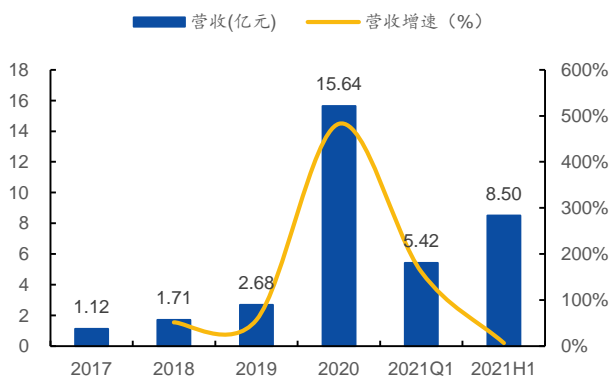
疫情推动新冠检测试剂及原料需求大幅增加，公司业绩增长迅猛。2017-2019 年公司营收保持高增长态势，年复合增速高达 54.54%。2020 年，新冠疫情检测试剂和相关原料需求增长迅猛，营收和归母净利润分别为 15.64 亿元(+483%)和 8.22 亿元(+31 倍)，其中新冠疫情相关产品销售收入约为 11.8 亿元，占主营业务收入的 76%，剔除后收入为 3.84 亿元(+43%)，仍然具有较高的成长性。

2021Q1 疫情检测需求仍然旺盛，业绩延续高增长态势。2021Q1 公司营收和归母净利润分别为 5.42 亿元(+161.33%)和 3.37 亿元(+195.37%)，主要由于全球疫情持续发酵导致疫情相关产品需求仍然旺盛。从 2018-2019 年单季度业绩来看，Q1 收入占比最低，主要是受到春节假期、高校放假等因素影响；Q4 收入占比最高，主要系科研项目结题、公司加大促销力度、客户为应对假期进行备货所致。

根据公司业绩预告，预计 2021H1 主营业务收入为 8~9 亿元，同比增长 0.99%~13.61%，归母净利润为 4~5 亿元，同比变动-11.7%~10.38%。

图 27：诺唯赞营收及增速情况（亿元、%）

图 28：诺唯赞归母净利润及增速情况（亿元、%）

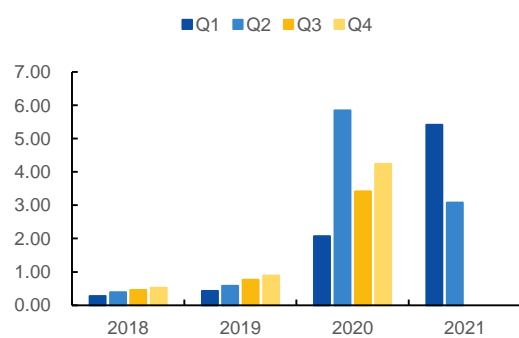
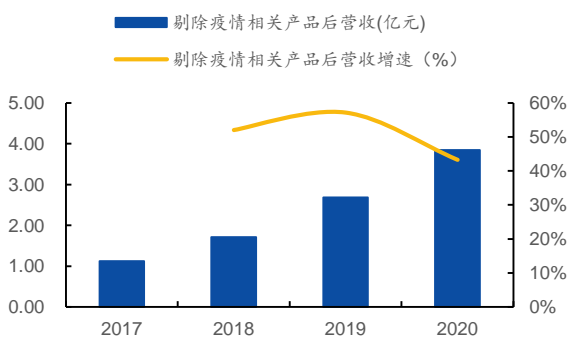


资料来源：Wind，国元证券研究所 注：2021H1 为公司业绩预告中报

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：2021H1 为公司业绩预告中报

图 29：诺唯赞剔除新冠相关收入后营收及增速（亿元、%）

图 30：诺唯赞单季度营收及增速（亿元）



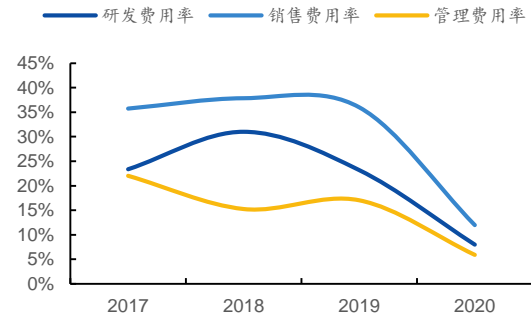
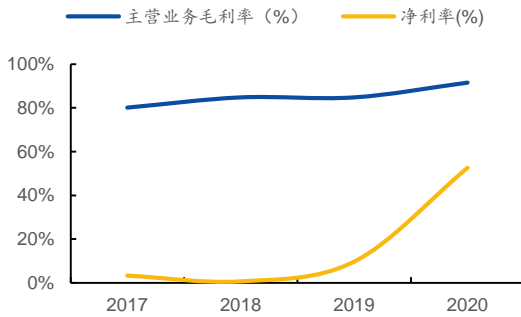
资料来源：Wind，公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所 注：2021Q2 业绩根据指引推算

公司盈利能力强，毛利率高达 80%以上。2018-2020 年公司主营业务毛利率分别为 84.78%、84.78%、91.55%，始终维持较高水平。费用率方面，2018-2019 年销售费用率维持在 36%左右，主要系公司体外诊断业务尚处于培育期、收入规模较小所致，2020 年由于营收大幅增加，费用率显著下降。研发费用从 2017 年的 0.26 亿元增长至 2020 年的 1.26 亿元（CAGR 为 68%），逐年保持增长。

图 31：诺唯赞主营业务毛利率和净利率情况（%）

图 32：诺唯赞费用率情况（%）



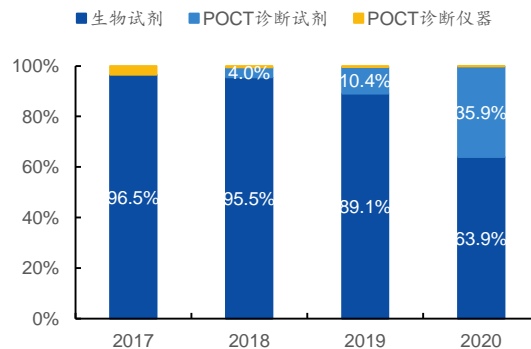
资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

生物试剂贡献主要收入，POCT 诊断试剂占比持续提升。从收入结构来看，公司主营业务包括生物试剂、POCT 诊断试剂和 POCT 诊断仪器。

- **生物试剂**：2017-2019 年分别实现收入 1.00/ 1.57/ 2.38 亿元，占总营收比分别为 97%/ 96%/ 89%，每年增速高达 50%+。2020 年在疫情驱动下，用于新冠检测试剂研发和生产的核心原料需求显著提升，收入大幅增长 318%至 9.96 亿元；
- **POCT 诊断试剂**：2017-2019 年收入体量较小、增速较快，占比从 4.0%提升至 10.4%，2020 年在公司自主研发的新冠检测试剂盒收入大幅增长拉动下，POCT 诊断试剂收入大幅增长 19 倍至 5.6 亿元，占比显著提升至 36%；
- **POCT 诊断仪器**：采用免费投放为主、销售为辅的方式，收入体量较小，主要通过和 POCT 诊断试剂联动销售，带动试剂销售收入提升。

图 33：诺唯赞主营业务收入拆分（%）



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

5. 募投项目

根据公司招股说明书，拟募资金额为 12.02 亿元，发行不超过 4001 万股，占发行后总股份的 10%，主要用于公司总部及研发新基地项目、营销网络扩建项目和补充流动资金。

- **公司总部及研发新基地项目：**以增强公司对生物试剂、体外诊断产品的研发能力为目标，通过构建研发场所、购置研发设备、招聘研发人员等方式进行，在生物试剂方面进行现有产品的迭代升级和新产品的研发，在体外诊断产品方面围绕心脑血管系列、炎症感染系列、呼吸道系列等领域进行研发，以**丰富产品种类、扩充产品线等方式增强公司从原料到试剂的全产业链研发优势**，有利于提升公司产品及技术的先进性、增强整体研发实力及自主创新能力、扩大公司产品的业务覆盖范围。
- **营销网络扩建项目：**旨在进一步增强公司的营销网络布局、提高市场营销能力和营销服务能力，将扩建及新建营销服务网点、投入必要的硬件设施、招募具有丰富服务经验和营销经验的人员，有利于提升公司的品牌形象、增强公司产品的市场影响力、提高公司产品的市场占有率。

表 4：诺唯赞拟募集资金投资项目（亿元）

序号	项目名称	项目目的	项目概况	投资总额	使用募集资金投资总额
1	公司总部及研发新基地项目	丰富产品种类、扩充产品线、增强公司从原料到试剂的全产业链研发优势，提升产品及技术的先进性、增强整体研发实力及自主创新能力、扩大公司产品的业务覆盖范围	加大对生物试剂、POCT 诊断产品的研发力度，购置研发设备、招聘研发人员，在生物试剂方面进行 PCR 系列、qPCR 系列、分子克隆系列、基因测序系列等现有产品的迭代升级和新产品的研发，在 POCT 诊断产品方面将围绕心脑血管、炎症感染、呼吸道等领域进行新产品研发	6.74	6.51
2	营销网络扩建项目	进一步增强营销网络布局，提高公司市场营销能力和营销服务能力；增强公司产品影响力、扩大公司市场覆盖率。	基于现有客户基础，将在石家庄、广州、南京、西安、武汉、长沙、济南等城市扩建及新建营销服务网点，投入必要的硬件设施，招募具有丰富服务经验和营销经验的人员；将通过各种展会及巡讲进行产品推广	3.51	3.51
3	补充流动资金	满足公司业务经营等对运营资金的需求、增强自身抗风险能力与提升市场竞争力	-	2.00	2.00

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

6. 盈利预测和估值

6.1 盈利预测

盈利预测: 预计 2021-2023 年公司营收为 16.43/18.67/23.83 亿元, 同比增长 5.01%/13.63%/27.63%, 归母净利润为 7.75/8.89/11.87 亿元, 同比增长-5.64%/14.69%/33.51%。我们认为公司所处行业壁垒较高, 市场持续扩容, 长期增长动力强劲。公司作为国产分子类生物试剂领先者, 进口替代空间广阔, 公司即将在科创板发行, 建议重点关注。

盈利预测的核心假设如下:

(1) 生物试剂

- **用于研发及生产新冠相关产品的生物试剂:** 根据公司招股说明书, 估计用于研发及生产新冠检测试剂的生物试剂收入为 6.7 亿元, 考虑到随着疫情逐步得到控制, 预计相关生物试剂销量会有所下降, 同时考虑公司疫苗原料等潜在业务的贡献, 假设 2021-2023 年收入增速分别为-25%、-30%、-40%。
- **非新冠相关的生物试剂:** 根据公司估算, 2020 年实现收入 3.26 亿元 (+37%), 增速放缓, 预计主要原因为疫情期间高校封校、工业客户复工晚等因素的影响。随着公司不断丰富产品组合、拓展新的应用领域, 常规生物试剂收入有望保持高速增长, 假设 2021-2023 年增速分别为 100%、50%、50%。

(2) POCT 诊断试剂

- **新冠抗体检测试剂盒:** 随着全球累计疫苗接种剂量持续增加, 预计新冠抗体检测试剂盒需求下降, 预计 2021-2023 年收入增速分别为-75%、-90%、-90%。
- **新冠核酸检测试剂盒:** 由于新冠核酸检测试剂仍为“金标准”, 预计海外市场检测需求仍然旺盛, 假设 2021-2023 年收入增速分别为 20%、20%、20%。
- **新冠抗原检测试剂盒:** 2020 年 10 月获得欧盟 CE 认证, 2020 年实现收入 953 万元, 2021Q1 新冠抗原检测试剂和相关原料合计实现收入约 4000 万元, 考虑到海外市场(尤其是欧洲市场)对抗原检测需求持续旺盛, 且 2020 年基数较低, 假设 2021-2023 年增速分别为 500%、50%和 30%。
- **新冠中和抗体检测试剂盒:** 已取得欧盟及英国的准入证书, 预计 2021 年下半年随着疫苗接种率的提升有望逐渐放量, 假设 2021 年实现收入 8000 万元, 假设 2022-2023 年收入增速分别为 30%、10%。
- **非新冠相关 POCT 诊断试剂:** 2017-2020 年维持较高增速, 考虑未来随着仪器投放以及新产品的获批和放量, 有望继续维持高增长, 假设 2021-2023 年收入增速分别为 150%、50%、40%。

(3) POCT 诊断仪器

公司 POCT 诊断仪器采用免费投放为主、销售为辅的模式, 因此收入贡献较小, 假设 2021-2023 年收入增速为 60%。

(4) 生物医药

公司生物医药事业部成立于 2019 年，2020 年未贡献收入。疫情期间，公司切入新冠中和抗体筛选、针对疫苗企业的临床 CRO 服务以及 mRNA 疫苗原料，其中疫苗原料收入具有不确定性，取决于 mRNA 疫苗研发进展，三块业务预计 2021 年合计贡献 9000 万收入，假设 2022-2023 年保持 50% 增速。

表 5：诺唯赞收入拆分和盈利预测（百万元）

产品名称	项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
生物试剂	合计	营业收入	100.22	157.32	238.05	996.24	1154.97	1330.46	1679.11
		增长率 (%)		57%	51%	318%	16%	15%	26%
		营业成本	12.88	17.06	22.08	44.49	92.40	113.47	142.77
		增长率 (%)		33%	29%	102%	108%	23%	26%
		毛利率 (%)	87%	89%	91%	96%	92%	91%	91%
用于研发及生产新冠相关产品生物试剂 (包括疫苗等)		营业收入				670.00	502.50	351.75	211.05
		增长率 (%)					-25%	-30%	-40%
		营业成本				29.92	40.20	35.18	25.33
		增长率 (%)					34%	-13%	-28%
		毛利率 (%)				96%	92%	90%	88%
非新冠相关的生物试剂		营业收入	100.22	157.32	238.05	326.24	652.47	978.71	1468.06
		增长率 (%)		57%	51%	37%	100%	50%	50%
		营业成本	12.88	17.06	22.08	14.57	52.20	78.30	117.45
		增长率 (%)		33%	29%	-34%	258%	50%	50%
		毛利率 (%)	87%	89%	91%	96%	92%	92%	92%
POCT 诊断试剂	合计	营业收入	0.24	6.52	27.80	560.19	386.60	385.51	478.46
		增长率 (%)		2568%	326%	1915%	-31%	0%	24%
		营业成本	0.75	7.03	16.73	84.70	57.99	57.83	71.77
		增长率 (%)		833%	138%	406%	-32%	0%	24%
		毛利率 (%)	-208%	-8%	40%	85%	85%	85%	85%
新冠抗体检测试剂盒		营业收入				489.85	122.46	12.25	1.22
		增长率 (%)					-75%	-90%	-90%
新冠核酸检测试剂盒		营业收入				19.29	23.15	27.78	33.34
		增长率 (%)					20%	20%	20%
新冠抗原检测试剂盒		营业收入				9.53	57.18	85.77	111.51
		增长率 (%)					500%	50%	30%
新冠中和抗体检测试剂盒		营业收入				0.00	80.00	104.00	114.40
		增长率 (%)					-	30%	10%
非新冠相关 POCT 诊断试剂		营业收入	0.24	6.52	27.80	41.52	103.81	155.71	217.99
		增长率 (%)		2568%	326%	49%	150%	50%	40%
POCT 诊断仪器		营业收入	0.04	0.88	1.33	2.57	4.12	6.58	10.54
		增长率 (%)		1910%	51%	93%	60%	60%	60%
		营业成本	0.06	0.98	1.87	2.50	3.91	6.26	10.01
		增长率 (%)		14.99	91%	34%	56%	60%	60%
		毛利率 (%)		-11%	-41%	3%	5%	5%	5%
生物医药		营业收入				90.00	135.00	202.50	
		增长率 (%)					50%	50%	
		营业成本					18.00	27.00	40.50

表 5：诺唯赞收入拆分和盈利预测（百万元）

产品名称	项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
	增长率 (%)						50%	50%
	毛利率 (%)					80%	80%	80%
其他业务	营业收入	11.86	6.08	1.19	5.45	7.09	9.22	11.98
	增长率 (%)		-49%	-80%	357%	30%	30%	30%
	营业成本	8.69	4.77	1.41	1.95	3.54	4.61	5.99
	增长率 (%)		-45%	-70%	38%	82%	30%	30%
	毛利率 (%)	27%	21%	-18%	64%	50%	50%	50%
总营收合计	营业收入	112.37	170.80	268.38	1564.45	1642.78	1866.77	2382.59
	增长率 (%)		52%	57%	483%	5%	14%	28%
	营业成本	22.38	29.84	42.08	133.63	175.84	209.16	271.04
	增长率 (%)		33%	41%	218%	32%	19%	30%
	毛利率 (%)	80%	83%	84%	91%	89%	89%	89%

资料来源：Wind，公司招股说明书，国元证券研究所预测

表 6：诺唯赞盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	268.38	1564.45	1642.78	1866.77	2382.59
收入同比(%)	57.13	482.92	5.01	13.63	27.63
归母净利润(百万元)	25.79	821.73	775.39	889.27	1187.30
归母净利润同比(%)	2383.35	3085.62	-5.64	14.69	33.51
ROE(%)	12.90	61.67	36.79	29.67	28.38

资料来源：Wind，公司招股说明书，国元证券研究所预测

6.2 可比交易估值对比

公司是一家围绕酶、抗原、抗体等功能性蛋白及高分子有机材料进行技术研发和产品开发的生物科技企业，目前在 A 股市场中没有直接同类业务的企业，公司在招股说明书里选取的义翘科技、菲鹏生物均为非上市公司。因此我们选取义翘科技、菲鹏生物以及和公司业务相近、主营业务为体外诊断用抗原抗体等核心原料的 HyTest 作为可比公司，选取其历史上公开披露可比交易，可比交易市盈率平均值为 **39.92 倍**。根据公司招股说明书，公司拟募资金额为 12.02 亿元，发行不超过 4001 万股，占发行后总股份的 10%。以达到上述拟募资目标来计算，诺唯赞的估值为 120.21 亿元。根据前面预测，公司 2021 年净利润约为 7.75 亿元，对应市盈率约为 15.50 倍，低于可比交易市盈率平均值。考虑到公司上市后具有较强的稀缺性，且疫情后国内生命科学上游供应链本土化重要性凸显，具有一定的稀缺性溢价。

表 7：诺唯赞可比交易估值

序号	公司简称	主营业务	交易概况	交易估值	交易对应净利润	PE
1	HyTest	体外诊断用抗原抗体等试剂原材料的研究、开发、生产、销售及抗体服务	2021年5月，迈瑞医疗以5.45亿欧元收购HTtest 100%股权	5.45亿欧元(约42.6亿元)	2021E: 1160万欧元(根据2021Q1净利润292万欧元进行预测)	46.98
2	义翘科技	主要业务包括重组蛋白、抗体、基因和培养基等产品,以及重组蛋白、抗体、萨良吴园投资咨询有限公司持有的义翘有限抗体的开发和生物分析检测等服务	2020年1月,宁波泽羽以3000万元购买拉	15亿元	3641.09万元(2019年净利润)	41.20
3	菲鹏生物	体外诊断试剂核心原料的研发、生产和销售,并为客户提供体外诊断仪器与试剂整体解决方案	2020年9月,百奥科技向磐信投资、德福投资、凯辉投资、红杉商辰转让股份的1%、0.5%、0.25%和1.5%,交易价格分别为2亿元、1亿元、0.5亿元和3亿元。	200亿元	6.33亿元(2020年净利润)	31.57
可比交易平均 PE						39.92

资料来源: Wind, 公司招股说明书, 国元证券研究所预测

7. 风险提示

(1) 新冠疫情不确定性风险: 新冠疫情的持续时间存在不确定性, 随着新冠疫情逐步得到有效控制以及行业内其他企业陆续推出类似产品或疫苗等其他相关产品, 公司生产的新冠检测试剂盒以及相关生物试剂的销量将会有所下降、利润空间将会有所减小, 进而对公司的经营业绩造成不利影响。

(2) 产品研发风险: 生物试剂行业和体外诊断行业均为技术密集型行业。在后续新产品研发过程中, 公司可能面临因研发技术路线出现偏差、研发成本投入过高、研发进程缓慢而导致产品研发失败的风险。

(3) 技术迭代风险: 若公司对行业未来技术发展趋势预计出现偏差或同行业公司上述关键技术或方法学方面实现重大突破, 可能导致公司产品和技术面临被替代的风险。

(4) 市场竞争加剧风险: 随着国内生物试剂与体外诊断领域的市场需求持续快速增长, 众多国内外企业加入竞争, 行业竞争日趋激烈。如果公司未来不能保持技术、产品、服务等方面的优势, 或竞争对手采取降价、收购等形式抢占市场, 或跨国巨头集中资源进入公司优势的细分领域等, 将会对公司的市场份额、产品毛利率产生不利影响, 从而影响公司盈利能力。

(5) 分子诊断试剂业务拓展的风险: 如果公司未来决定将主营业务向分子诊断试剂终端产品拓展, 预计将对公司分子诊断试剂上游原料业务造成较大的影响, 公司分子诊断试剂上游原料的销售收入可能将迅速下降。如果公司相关生物试剂、分子诊断试剂终端产品的销售收入不达预期, 将可能会对公司的经营业绩造成不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	232.59	1395.70	2122.39	3032.95	4259.57
现金	93.77	221.60	1144.50	1917.04	2976.90
应收账款	70.92	226.24	352.55	387.95	450.34
其他应收款	2.04	2.22	14.27	11.36	14.71
预付账款	4.27	12.12	15.59	19.13	24.50
存货	53.50	132.37	189.44	226.04	288.53
其他流动资产	8.09	801.15	406.04	471.42	504.58
非流动资产	91.75	215.94	217.78	213.57	209.72
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	34.66	91.69	93.81	84.51	69.49
无形资产	2.29	7.42	7.42	7.42	7.42
其他非流动资产	54.79	116.83	116.55	121.64	132.81
资产总计	324.33	1611.64	2340.17	3246.51	4469.29
流动负债	108.49	239.23	206.40	220.53	255.16
短期借款	35.69	1.15	17.66	15.16	13.66
应付账款	17.00	58.58	74.73	89.09	115.92
其他流动负债	55.81	179.50	114.01	116.28	125.58
非流动负债	15.82	40.05	26.02	28.97	29.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15.82	40.05	26.02	28.97	29.82
负债合计	124.31	279.28	232.42	249.50	284.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	15.16	360.00	360.00	360.00	360.00
资本公积	192.76	345.30	345.30	345.30	345.30
留存收益	-7.91	627.06	1402.45	2291.71	3479.02
归属母公司股东权益	200.02	1332.36	2107.75	2997.02	4184.32
负债和股东权益	324.33	1611.64	2340.17	3246.51	4469.29

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	15.20	803.55	485.10	783.02	997.26
净利润	25.79	821.73	775.39	889.27	1187.30
折旧摊销	13.55	23.44	23.75	26.54	27.74
财务费用	0.22	4.43	-27.58	-62.15	-100.23
投资损失	-0.66	-12.43	-3.39	-4.23	-5.18
营运资金变动	-22.04	-123.33	-190.43	-67.52	-113.06
其他经营现金流	-1.65	89.73	-92.64	1.11	0.67
投资活动现金流	12.19	-933.03	393.71	-70.12	-36.12
资本支出	19.88	152.54	0.00	0.00	0.00
长期投资	-30.95	794.95	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	1.13	14.46	393.71	-70.12	-36.12
筹资活动现金流	5.07	261.20	44.09	59.65	98.73
短期借款	4.53	-34.54	16.51	-2.50	-1.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.15	344.84	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.00	152.54	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-7.60	-201.64	27.58	62.15	100.23
现金净增加额	32.49	127.83	922.90	772.54	1059.86

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	268.38	1564.45	1642.78	1866.77	2382.59
营业成本	42.08	133.63	175.84	209.16	271.04
营业税金及附加	1.09	11.06	9.21	10.89	14.21
营业费用	96.58	187.73	443.55	429.36	548.00
管理费用	45.72	91.78	197.13	224.01	285.91
研发费用	62.30	125.53	200.00	220.00	260.00
财务费用	0.22	4.43	-27.58	-62.15	-100.23
资产减值损失	-1.37	-49.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	2.51	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.66	12.43	3.39	4.23	5.18
营业利润	24.32	973.02	649.26	840.16	1108.99
营业外收入	0.09	0.14	0.10	0.10	0.10
营业外支出	0.04	13.89	2.00	2.00	2.00
利润总额	24.37	959.26	647.36	838.26	1107.09
所得税	-1.43	137.53	-128.03	-51.01	-80.21
净利润	25.79	821.73	775.39	889.27	1187.30
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	25.79	821.73	775.39	889.27	1187.30
EBITDA	38.08	1000.88	645.43	804.55	1036.51
EPS (元)	-	-	-	-	-

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	57.13	482.92	5.01	13.63	27.63
营业利润(%)	4522.32	3901.05	-33.27	29.40	32.00
归属母公司净利润(%)	2383.35	3085.62	-5.64	14.69	33.51
获利能力					
毛利率(%)	84.32	91.46	89.30	88.80	88.62
净利率(%)	9.61	52.52	47.20	47.64	49.83
ROE(%)	12.90	61.67	36.79	29.67	28.38
ROIC(%)	17.18	181.02	114.37	115.54	131.26
偿债能力					
资产负债率(%)	38.33	17.33	9.93	7.69	6.38
净负债比率(%)	28.71	0.41	7.60	6.08	4.79
流动比率	2.14	5.83	10.28	13.75	16.69
速动比率	1.65	5.28	9.37	12.73	15.56
营运能力					
总资产周转率	0.93	1.62	0.83	0.67	0.62
应收账款周转率	4.83	10.53	5.68	5.04	5.68
应付账款周转率	2.83	3.54	2.64	2.55	2.64
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-	-	-	-	-
每股经营现金流(最新摊薄)	-	-	-	-	-
每股净资产(最新摊薄)	-	-	-	-	-
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-26.90	-1.02	-1.59	-1.27	-0.99

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188