

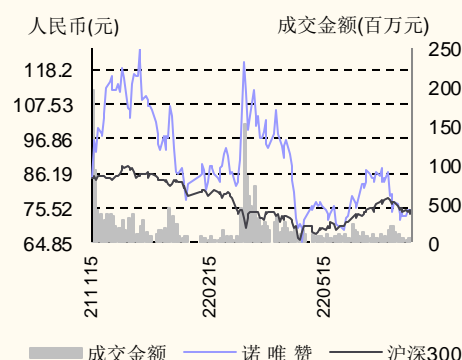
诺唯赞 (688105.SH) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 75.90 元

目标价格 (人民币): 80.55 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	0.35
总市值(亿元)	300.01
年内股价最高最低(元)	125.13/65.10
沪深 300 指数	4236
上证指数	3272

**生命科学上游平台龙头，国产替代持续加速****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,564	1,869	2,666	2,732	3,240
营业收入增长率	482.92%	19.44%	42.68%	2.45%	18.63%
归母净利润(百万元)	822	678	858	912	1,124
归母净利润增长率	3085.62%	-17.46%	26.42%	6.32%	23.31%
摊薄每股收益(元)	2.283	1.696	2.144	2.279	2.810
每股经营性现金流净额	2.23	1.54	1.99	2.35	2.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	61.67%	16.43%	18.47%	17.57%	19.17%
P/E	N/A	62.51	34.15	32.12	26.05
P/B	N/A	10.27	6.31	5.64	4.99

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **生物试剂行业持续高景气，国产替代方兴未艾。**1) 生物试剂高景气：根据沙利文数据显示，我国生物试剂 2019 年市场规模约为 136 亿元；其中分子类试剂市场规模约 69 亿元，预计 2024 年将达 124 亿元。2) 疫情凸显本土供应链重要性，国产替代步入加速期：2020 年分子类生物试剂进口比例高达 70% 以上，其中 ThermoFisher、Qiagen、Takara、Bio-rad 四家外企占比超 40%，公司市占率 4% 领跑国内同行，国产替代空间大。
- **生物试剂 SKU 丰富，公司平台优势突出，持续拓品类，推动非新冠业务快速增长；服务抗疫，整体业务规模上新台阶。**1) 生物试剂由于下游应用领域多，SKU 数量多达千万级。公司依托于自主建立的四大关键共性技术平台，先后进入了生物试剂、体外诊断和生物医药领域，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。2) 非新冠业务增长迅猛：2021 年实现收入 5.33 亿元 (YOY 66%)，2017-2021 年 CAGR 为 51.9%。3) 新冠业务贡献较多收入：2020、2021、2022Q1 新冠疫情相关业务分别实现营收 11.84 亿元 (占比 75.7%)、11.49 亿元 (占比 61.5%)、7.6 亿元 (占比 77.8%)。4) 公司 21 年 11 月于科创板上市，募资约 12 亿元，用于总部研发基地建设、营销网络扩建以及补充流动资金。
- **多元布局多点开花，疫苗上游业务或将带来业务弹性，海内外兼修打开成长天花板。**1) 公司 2019 年成立生物医药事业部，专注于药企研发试剂、mRNA 疫苗/抗体药原料、疫苗 CRO 等，有望成为新业务增长点。2) mRNA 疫苗管线持续推进，原料酶占生产成本 50% 以上，盈利预测尚未考虑该部分贡献，但后续 mRNA 疫苗若有落地有望带来业绩弹性。3) 借助新冠产品海外市场销售，海外营销网络建设突破显著，鉴于海外市场需求广泛，有望带动常规试剂销售。

投资建议与估值

- 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 8.6/9.1/11.2 亿元，我们给予公司非新冠部分估值 300 亿元，新冠部分估值 22 亿，共计 322 亿，对应股价 80.55 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- 新冠疫情不确定性、限售股解禁、市场竞争加剧风险、新业务拓展风险等。

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：生命科学上游平台型龙头，产品线不断拓展丰富	4
生物试剂行业高景气，国产替代方兴未艾	6
十余年研发沉淀，搭建四大共性技术平台	10
生物试剂纵向拓展、体外诊断与生物制药横向延伸，海外业务进展顺利	12
生物试剂品类丰富、性能优异，领跑国内同行	13
基于核心原材料优势，布局体外诊断	15
生物医药板块蓄势待发	16
抗疫产品打开海外市场，国际化战略推进	18
盈利预测与投资建议	19
收入预测	19
费用预测	20
投资建议及估值	20
风险提示	21

图表目录

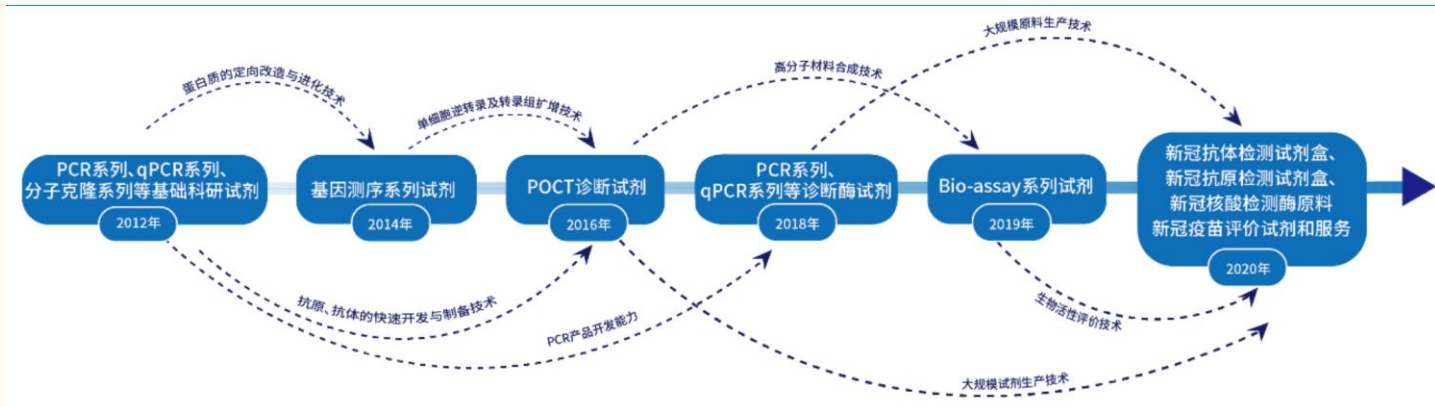
图表 1：不同细分领域的研发互相促进、迭代，推动公司发展	4
图表 2：共性技术研发+应用研发	4
图表 3：净利率不断提升，规模效应显著	5
图表 4：高壁垒、高毛利	5
图表 5：高研发投入，为持续拓品类打下基础	5
图表 6：2018-2022Q1 管理费用率	6
图表 7：2018-2022Q1 销售费用率	6
图表 8：公司股权结构	6
图表 9：生物试剂分类	7
图表 10：2015-2024E 中国生物科研试剂市场规模及增速	7
图表 11：2015-2024E 中国分子生物试剂规模及增速	7
图表 12：2019 中国生物科研试剂市场分试剂类型拆分	8
图表 13：中国基于 NGS 的无创产前基因检测市场规模	9
图表 14：中国基于 NGS 的肿瘤市场规模	9
图表 15：分子诊断的分类	9
图表 16：2020 中国生物试剂（分子类）市场竞争格局	10
图表 17：2020 国产品牌生物试剂（分子类）竞争格局	10
图表 18：底层技术平台支撑，提供多元化解方案	11
图表 19：蛋白质定向改造与进化平台	11
图表 20：基于单 B 细胞的高性能抗体发现平台	12
图表 21：规模化多系统重组蛋白制备平台	12

图表 22: 公司业务具有极高的延展性.....	13
图表 23: 公司主要生物试剂产品（截至 2020 年 12 月 31 日）.....	13
图表 24: 公司生物试剂产品线原理.....	14
图表 25: 生命科学事业部架构.....	14
图表 26: 公司产品性能领先行业.....	15
图表 27: 公司 POCT 系列产品丰富.....	15
图表 28: 各类 POCT 诊断试剂主要结构组成、及对应的主要原材料来源.....	16
图表 29: 公司 POCT 诊断试剂自产比例高.....	16
图表 30: 生物医药事业部组织架构.....	17
图表 31: mRNA 上游原材料成本中酶占比最高，其中主要为加帽酶.....	17
图表 32: 公司提供 mRNA 疫苗开发的整套解决方案.....	18
图表 33: 公司海外业务占比不断提升.....	18
图表 34: 公司产品具备性价比优势.....	19
图表 35: 盈利预测.....	20
图表 36: 公司非新冠部分可比公司估值.....	21
图表 37: 公司新冠部分可比公司估值.....	21

公司概况：生命科学上游平台型龙头，产品线不断拓展丰富

- 公司成立于 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，依托于自主建立的关键共性技术平台，先后进入了生物科研、体外诊断、生物医药等业务领域，是国内少数同时具有自主可控上游技术开发能力和终端产品生产能力的研发创新型企业。成立伊始，公司以生物试剂切入科研市场，2014 年公司通过开发高通量测序试剂进入了工业客户市场，2019 年通过成立生物医药事业部进入制药企业市场，2021 年 11 月 15 日在上海证券交易所科创板上市。

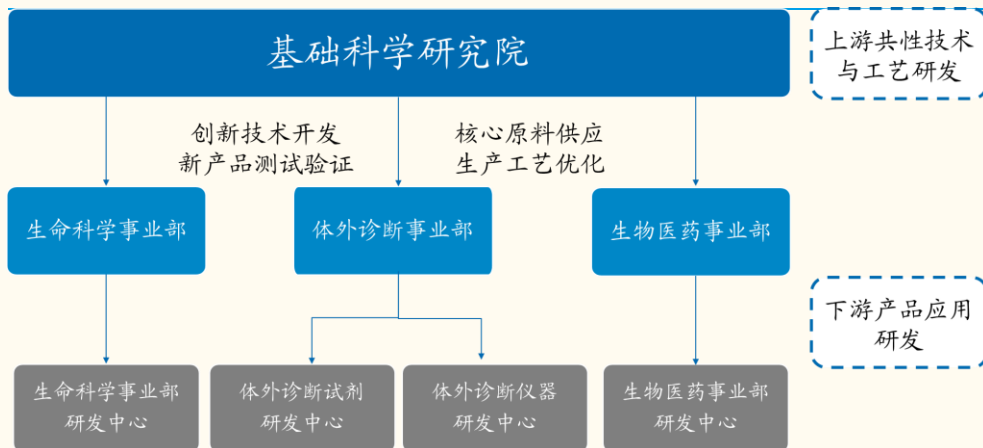
图表 1：不同细分领域的研发互相促进、迭代，推动公司发展



来源：公司公告、国金证券研究所

- 围绕上游共性技术研发+下游产品应用研发进行组织架构搭建。基础研究院提供创新源动力，三大事业部拓展多元业务，并在各事业部内部设立了研发中心。基础科学研究院以分子生物学、酶学、免疫学、生物信息学、有机化学等多个学科交叉为基础，研究领域涵盖蛋白质定向改造与进化、基于单 B 细胞的高性能抗体发现、规模化多系统重组蛋白制备等，并形成了相关核心技术平台。下游设立生命科学、体外诊断及生物医药三大事业部，以客户及市场需求为中心进行产品研发，广泛应用于科学研究、高通量测序、体外诊断、医药及疫苗研发和动物检疫等领域。

图表 2：共性技术研发+应用研发



来源：公司公告、国金证券研究所

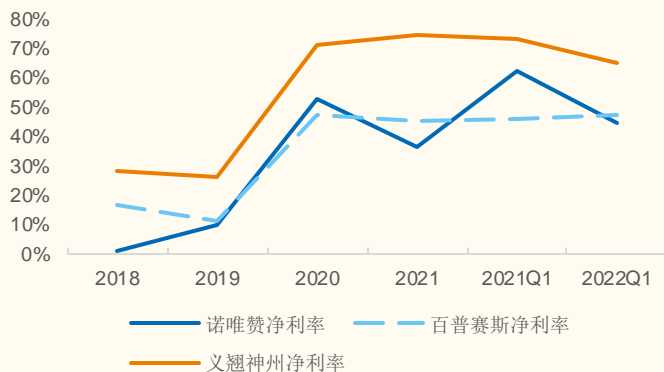
■ 多点开花，推动业绩快速增长

- 疫情推动检测相关业务快速增长，整体业务规模再上新台阶。公司 2020、2021、2022Q1 新冠疫情相关业务分别实现营收 11.84 亿元（占比 75.7%）、11.49 亿元（占比 61.5%）、7.6 亿元（占比 77.8%），公司提供的新冠相关产品主要包括核酸检测原料、终端抗原/抗体/核酸

检测试剂盒等，Q1 新冠收入占比增加主要由于公司国内抗原自测试剂盒获批拉动所致。

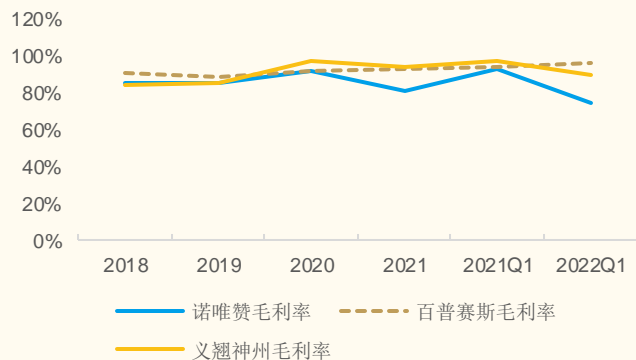
- **常规业绩增势迅猛。**2017-2021 年公司常规业务收入从 1.12 亿元增长至 7.19 亿元，2017-2021 年非新冠营收 CAGR 为 59%，增速迅猛。
- **生物试剂是业绩增长的核心驱动。**2021 年营收 13.39 亿元（占比 71.64%），其中新冠业务营收 8.06 亿元（YOY 21%），常规业务营收 5.33 亿元（YOY 66%）；体外诊断业务营收 4.33 亿元，其中常规业务营收 0.89 亿元（YOY 103%），新冠业务营收 3.44 亿元（YOY -34%）。此外，公司于 2019 年成立的生物医药事业部逐渐从探索期走向成熟期，2021 年共营收 0.97 亿元，同比增长 774%。
- **公司毛利率维持在较高水平，受益于收入规模高速扩张，期间费用率改善显著。**生物试剂行业具备高毛利属性，公司 2019-2021 年毛利率分别为 84.3%/91.5%/81.2%，2020 年毛利率的大幅提升主要由于新冠业务的规模效益及价格较好，2021 年与 2022 年 Q1 毛利率的下降主要由于核酸检测原料价格的降低以及毛利相对较低的抗原检测试剂盒占比增加，不同新冠产品占比变化导致公司毛利率略有波动。2019-2021 年净利率分别为 9.6%/52.5%/36.3%。受益于规模效应收入高速增长，期间费用率摊薄明显。

图表 3：净利率不断提升，规模效应显著



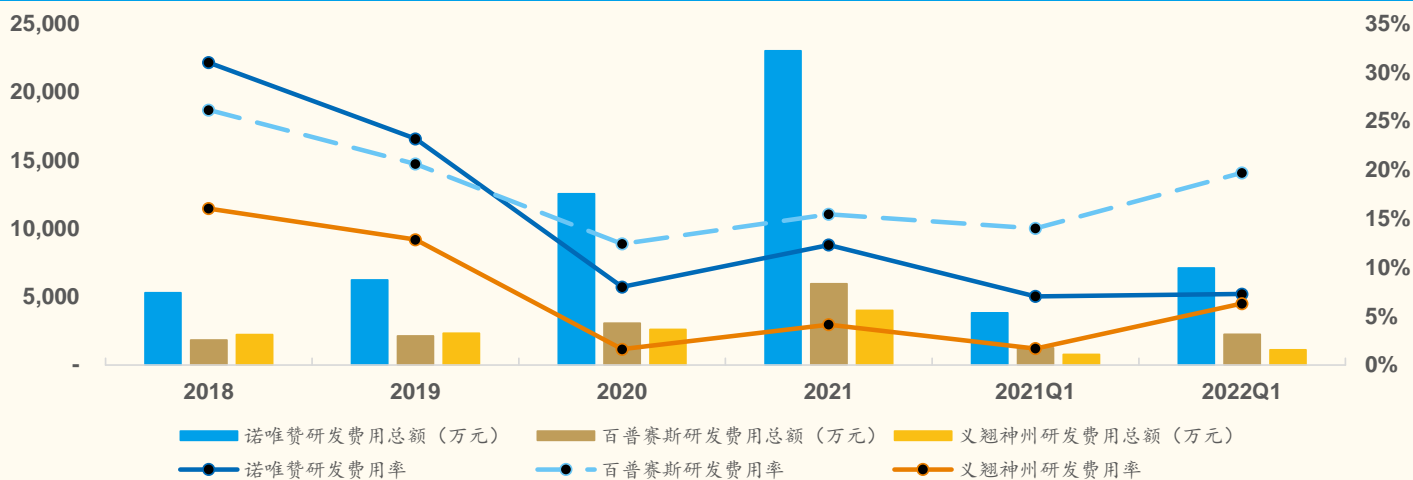
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：高壁垒、高毛利



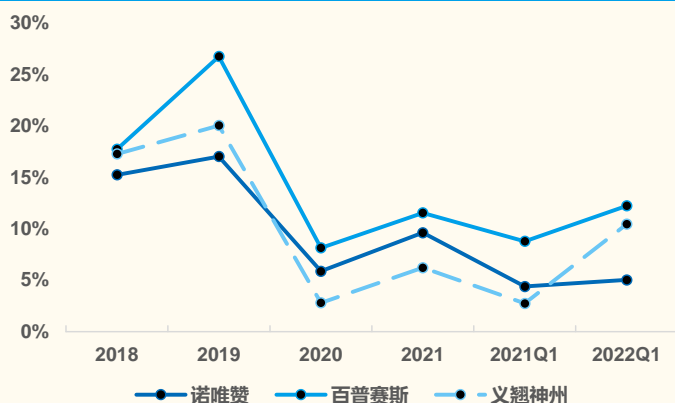
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：高研发投入，为持续拓品类打下基础



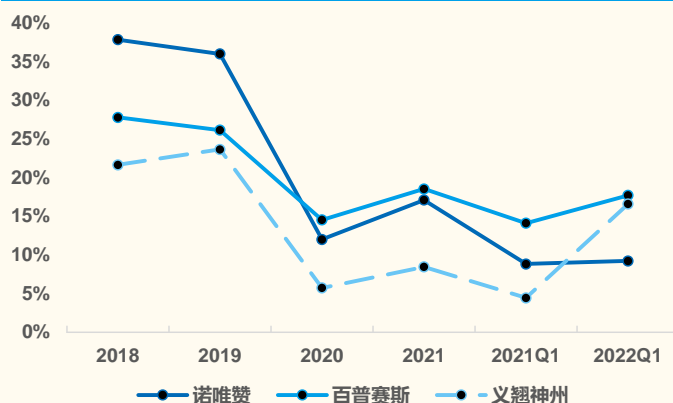
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6: 2018-2022Q1 管理费用率



来源: 公司公告、国金证券研究所

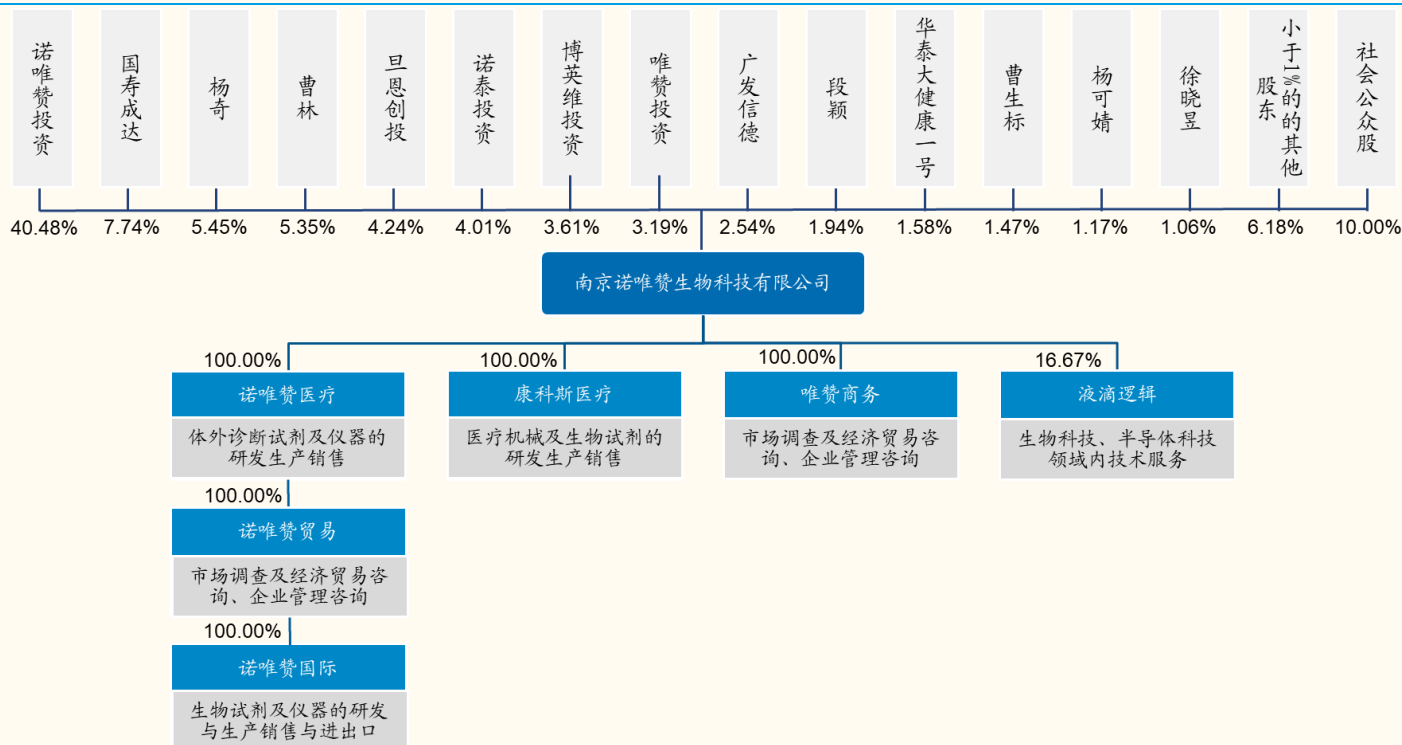
图表 7: 2018-2022Q1 销售费用率



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **股权结构稳定且集中，员工持股平台占比高，激励充分。**实际控制人曹林直接持有 5.35% 的公司股份，通过诺唯赞投资间接持有 47.27% 的公司股份，合计持有 52.62% 的公司股份；段颖直接持有公司 1.94% 股份。夫妻合计控制 54.56% 的股权。诺泰投资、唯赞投资、博英维投资系员工持股平台，合计持有 10.8% 的公司股权。员工持股平台覆盖三大事业部核心技术及高管人员，将公司的长远发展与员工利益绑定，有利于公司稳健发展。

图表 8: 公司股权结构



来源: 公司公告、国金证券研究所

生物试剂行业高景气，国产替代方兴未艾

- **生物试剂包括分子类、蛋白类和细胞类试剂：**

- **分子类：** 主要指核酸以及小分子进行的实验室中所需要的试剂类型，用于 PCR、分子克隆、逆转录、基因测序和基因编辑等操作中的相关试剂。

- **蛋白类**：主要指围绕蛋白质大分子进行的实验中所需用到的试剂类型，包括重组蛋白、抗体以及用于蛋白纯化、电泳的单个产品或试剂盒。
- **细胞类**：主要指围绕体外细胞进行的实验中所需用到的试剂类型，包括细胞培养、转染、凋亡、裂解的产品，还包括以细胞为主要组成成分的产品。

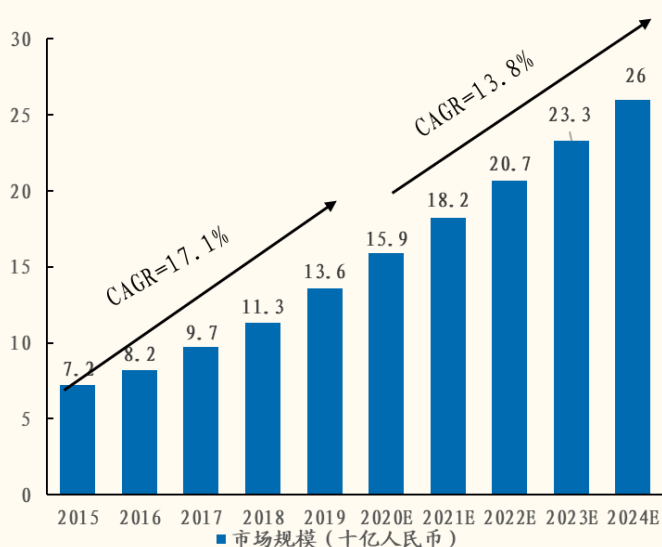
图表 9：生物试剂分类

	定义	产品类型	举例	应用领域
分子类	主要指核酸以及小分子进行的实验中所需用到的试剂类型	<ul style="list-style-type: none"> 核酸为主要组成成分的产品 专用于核酸及小分子合成、剪切以及连接的单个产品或试剂盒 专用于核酸、外泌体的提取与纯化、产品回收、染色、修饰的单个产品或试剂盒 用于克隆的产品 其他与核酸相关的产品 	<ul style="list-style-type: none"> DNA ladder DNA聚合酶试剂盒 DNA提纯试剂盒 感受态细胞 DNA loading buffer 	 诺唯赞所处领域
蛋白类	主要指围绕蛋白质大分子进行的实验中所需用到的试剂类型	<ul style="list-style-type: none"> 重组蛋白 抗体 蛋白芯片 专用于蛋白的修饰、纯化、电泳的单个产品或试剂盒 其他 	<ul style="list-style-type: none"> 人Furin转化酶重组蛋白 兔单克隆抗体 蛋白质微阵列 蛋白纯化用的离子交换树脂 Western Blot buffer 	
细胞类	主要指围绕体外细胞进行的实验中所需用到的试剂类型	<ul style="list-style-type: none"> 细胞为主要组成成分的产品 专用于细胞培养、转染、凋亡、裂解的单个产品或试剂盒 其他 	<ul style="list-style-type: none"> 人骨髓瘤细胞 转染试剂 细胞培养用抗生素 	

来源：公司公告、国金证券研究所

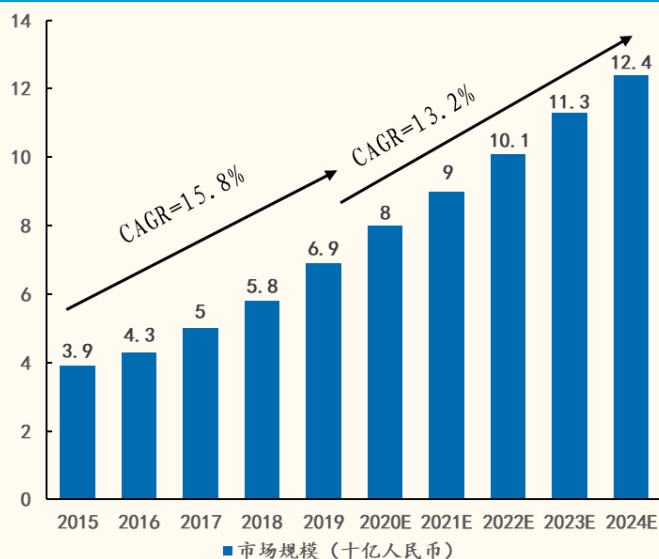
- **我国生命科学研究领域投入持续加大，上游生物试剂市场规模高速增长。**根据 Frost&Sullivan，中国生命科学领域研究资金投入从 2015 年的 434 亿元增长至 2019 年的 866 亿元，年复合增长率为 18.8%，远高于全球增速（6.7%）。生命科学领域研究资金约有 10%-15% 用于生物科研试剂研发。生物试剂市场规模从 2015 年的 72 亿元增长至 2019 年的 136 亿元，年复合增长率为 17.1%，同样远高于同期全球市场增速，预计 2024 年将达到 260 亿元，CAGR 为 13.8%。

图表 10：2015-2024E 中国生物科研试剂市场规模及增速



来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

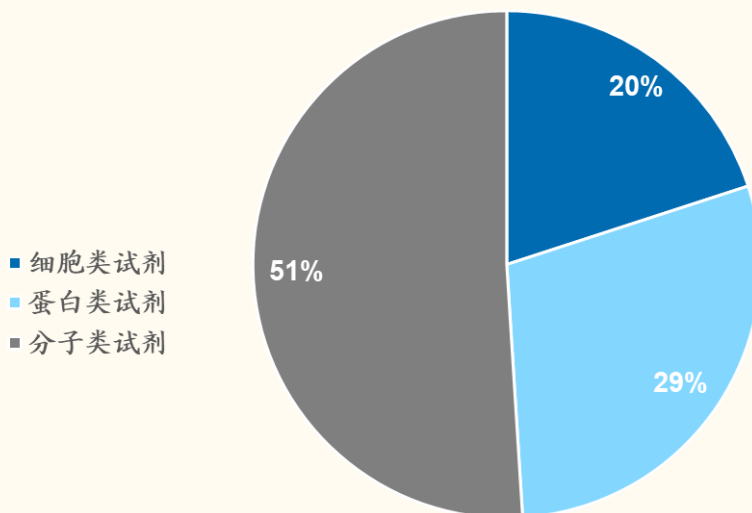
图表 11：2015-2024E 中国分子生物试剂规模及增速



来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

- **分子类试剂是生物试剂最大的细分领域。**2019 年分子类试剂的市场规模占比约为 51%，是生物科研试剂中最大的类别，蛋白类试剂、细胞类试剂的市场规模占比分别为 29%和 20%。从增速看，分子类试剂行业保持较高增速，预计 2020-2024 年 CAGR 为 13.2%，2024 年市场规模有望达到 124 亿元。

图表 12：2019 中国生物科研试剂市场分试剂类型拆分

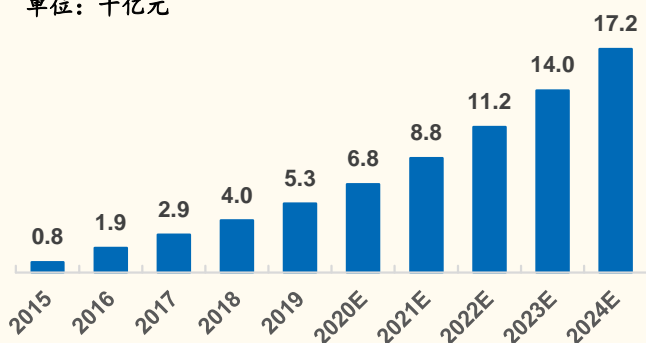


来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

- **生物试剂多个下游应用场景高景气，疫情推动行业加速国产替代。**基础科研、体外诊断和生物医药（包括疫苗产业链）是生物试剂最主要的三个应用领域，下游应用领域可拓展性强。一方面，基因治疗、细胞治疗等新兴领域的兴起、高通量测序（NGS）技术在液体活检领域的应用潜力、mRNA 技术从新冠 mRNA 疫苗延伸至其他领域（比如肿瘤疫苗、传染病疾病疫苗、CAR-T 疗法、基因编辑等）的应用，都有望持续打开生物试剂需求天花板。
- **新技术推动生物试剂需求增长：**流式细胞术、酶联免疫吸附测定法、免疫印迹法、酶联免疫斑点法等技术与方法学的成熟，衍生了大量对配套生物试剂的需求。随着 2000 年第二代高通量测序技术的面世，相应的高通量测序建库试剂也开始出现大量需求，基于高通量测序的肿瘤诊断和治疗的市场规模从 2015 年的 4.3 亿元增长至 2019 年的 22.3 亿元，年均复合增长率超过 50%；基于高通量测序的肿瘤诊断和治疗的市场规模从 2015 年的 4.3 亿元增长至 2019 年的 22.3 亿元，年均复合增长率超过 50%。近年来，随着 CRISPR 技术的应用，Cas9 核酸酶试剂盒开始推出。未来，随着生命科学领域新技术的不断发展，相应配套的生物试剂需求将会不断扩大，生物试剂市场规模也将随之不断扩大。

图表 13: 中国基于 NGS 的无创产前基因检测市场规模

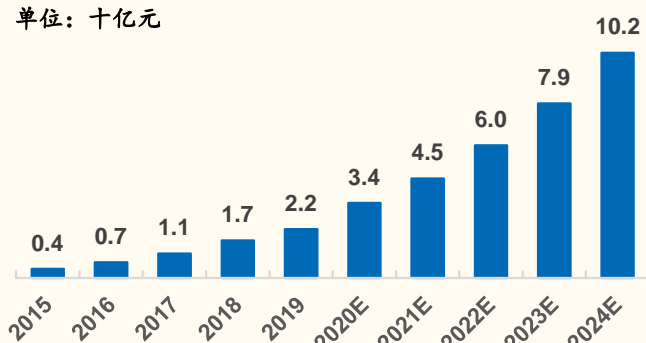
单位: 十亿元



来源: 公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

图表 14: 中国基于 NGS 的肿瘤市场规模

单位: 十亿元



来源: 公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

- 分子诊断市场高景气:** 分子诊断是指应用分子生物学方法检测患者体内遗传物质的结构或表达水平的变化而做出诊断的技术。具体而言, 通过分析 DNA、RNA 或蛋白质的表达, 通过寻找遗传密码中的异常或变异, 或确定特定基因的存在, 以确定疾病的易感性或存在性, 并将这些信息提供给医疗服务提供者, 以进行风险评估、诊断、预后和治疗。我国分子诊断市场规模从 2015 年的 31 亿元增长至 2019 年的 84 亿元, 2015- 2019 年的年均复合增长率为 28.5%; 预计 2024 年将达到 238 亿元, 2019-2024 年的年均复合增长率将达到 23.2%。

图表 15: 分子诊断的分类

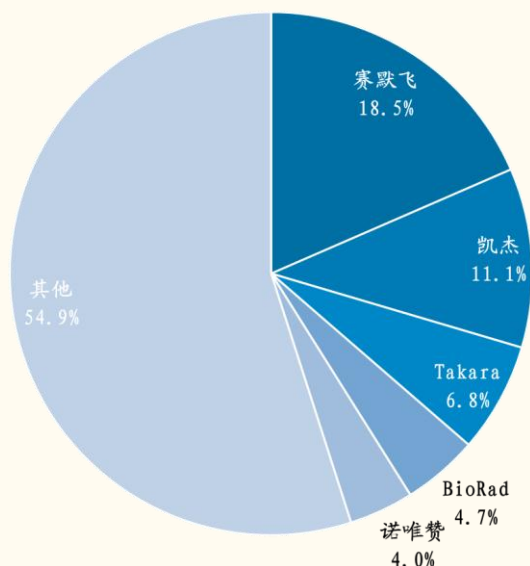
	检测原理	应用领域	优点	缺点
PCR	聚合酶链反应 (PCR) 技术是分子基因组学测试的黄金标准, 可以扩增 DNA 或 RNA 的微小片段, 以检测血液中的癌症, 遗传疾病或病毒。通过扩展实用程序, 实时荧光定量 PCR 等 PCR 技术可以减少获得诊断结果的时间。	病毒、细菌检测等, 例如人乳头瘤病毒检测	特异性强、灵敏度高、简便快捷	检测通量较小
原位杂交	原位杂交技术是将荧光素标记的探针与待测样本 DNA 杂交, 收集荧光信号的数量与分布, 从而反应相应染色体的数目与结构	遗传学诊断、药物筛选、病毒检测等, 例如染色体数目和结构异常筛查	检测时间短, 技术相对简单, 检测结果清晰、直观	探针数目有限, 检测通量较小, 并且可能由于杂交失败、信号重叠等问题导致误判, 精确度相对较低
基因芯片	测序原理是杂交测序方法, 将大量 (通常每平方厘米点阵密度高于 400) 探针分子固定于支持物上后与标记的样品分子进行杂交, 通过检测每个探针分子的杂交信号强度进而获取样品分子的数量和序列信息。	药物筛选、新药开发、疾病诊断, 例如胎儿遗传病检测、癌症早期诊断等	快速灵敏、一次分析大量样品	容易出现假阳性
基因测序	通过将长序列打断, 利用接头附着到基因芯片上进行建库, 然后利用测序仪测序, NGS 可以一次评估成千上万个基因或整个基因组, 而不是一次针对一个或几个基因。	非侵入性产前检查 (母体血液中的胎儿 DNA)、单基因疾病筛查等	分辨率高, 检测效率高, 覆盖整个基因组, 检测时间短	检测成本较高

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 生物医药创新浪潮高涨:** 我国生物医药企业研发投入快速度增长, 以 21.9% 的年均复合增长率由 2015 年的 660 亿元增长至 2019 年的 1,458 亿元, 并在 2019-2024 年预计将以 17.7% 的年均复合增长率增长, 在 2024 年将达到 3,289 亿元。同时, mRNA 技术从新冠 mRNA 疫苗延伸至其他领域 (比如肿瘤疫苗、传染病疾病疫苗、CAR-T 疗法、基因编辑等) 的应用将持续打开生物医药市场的需求。

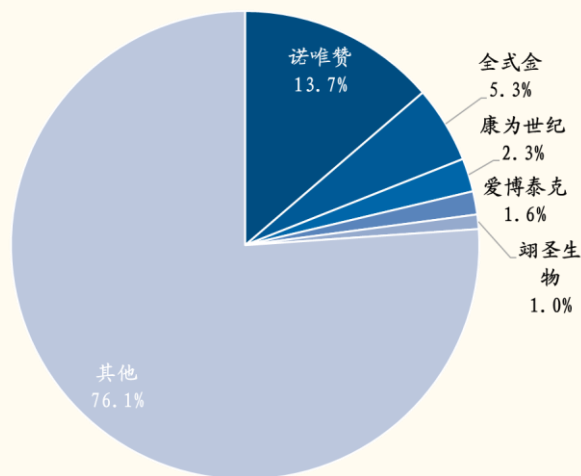
- **国产替代空间大：**2020 年分子类生物试剂进口比例高达 70%以上，其中 ThermoFisher、Qiagen、Takara、Bio-rad 四家外企占比超 40%，国产替代空间大。公司领跑国内分子类生物制剂行业。2020 年，我国分子类生物试剂市场中，公司占有约 4.0%的市场份额，在国产品牌占比约 13.7%。

图表 16：2020 中国生物试剂（分子类）市场竞争格局



来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

图表 17：2020 国产品牌生物试剂（分子类）竞争格局

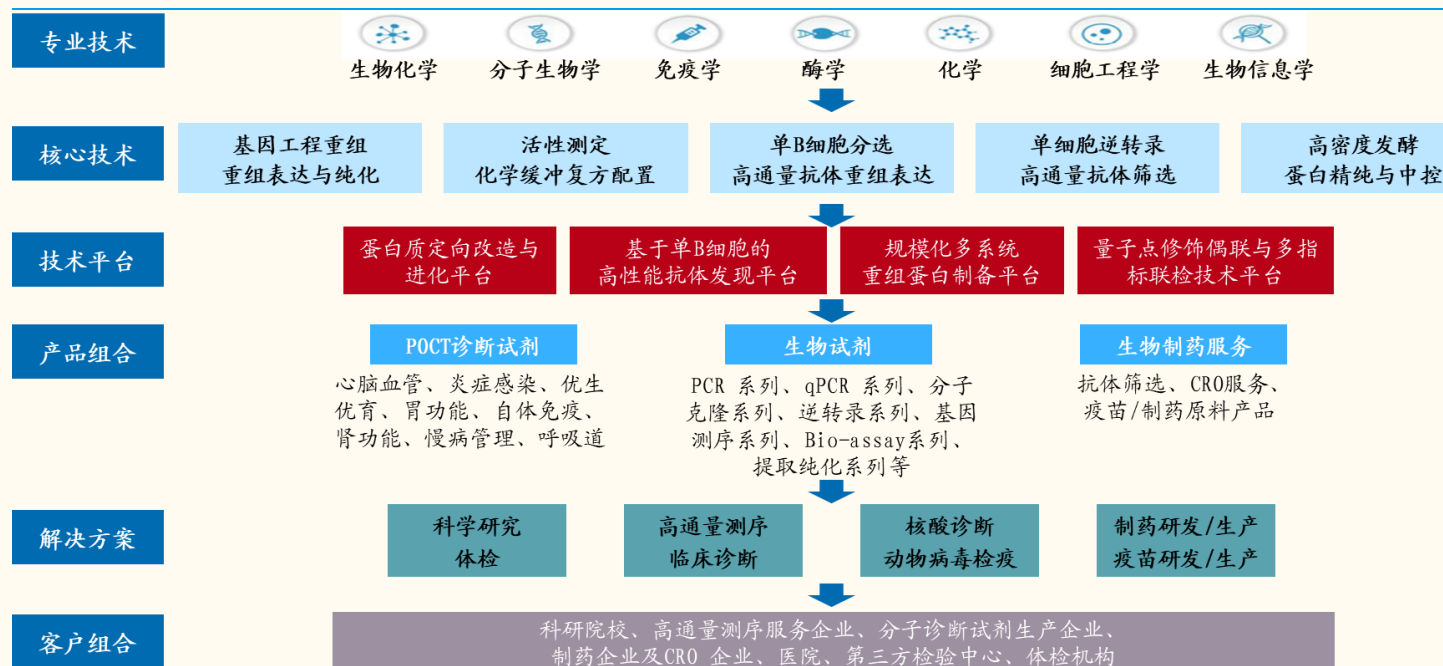


来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、国金证券研究所

十余年研发沉淀，搭建四大共性技术平台

- **底层共性技术平台，构筑业务拓展能力。**公司深耕功能性蛋白研发生产近 10 年，形成了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的四大核心底层技术体系。依托于自主建立的关键共性技术平台，先后进入了生物试剂、体外诊断业务领域，并正在进行抗体药物的研发，底层技术支撑平台型公司打造。

图表 18: 底层技术平台支撑, 提供多元化解决方案

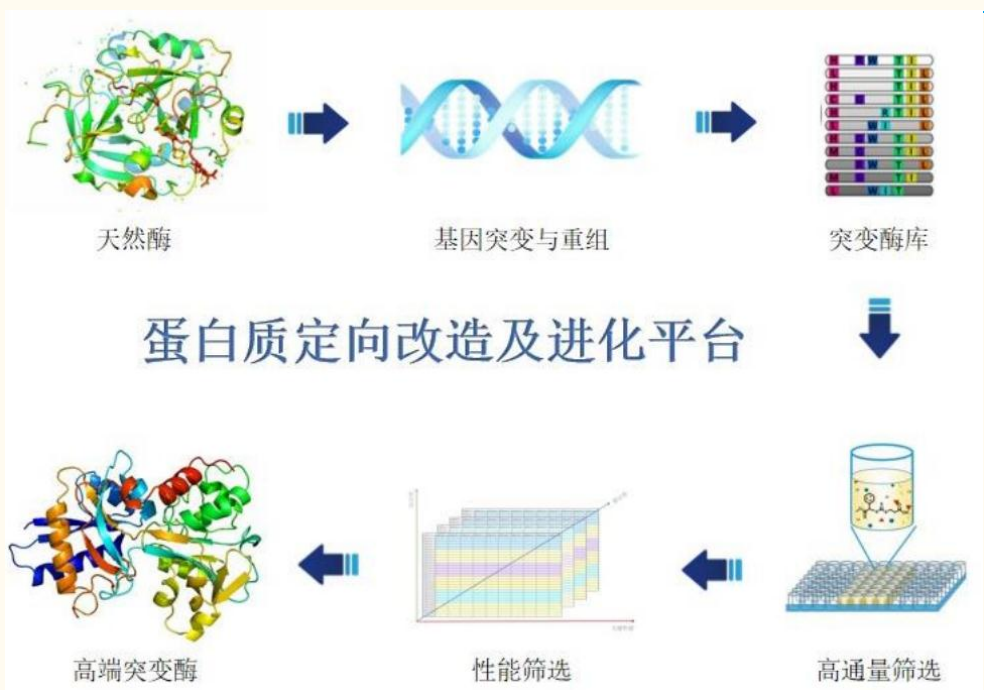


来源: 公司公告、国金证券研究所

■ 四大关键共性平台:

- **蛋白质定向改造与进化平台:** 1) 高端酶的分子定向进化技术, 成功改造 200 种以上的酶; 2) 活性、抗干扰、耐杂质、半衰期等性能实现大幅提升。

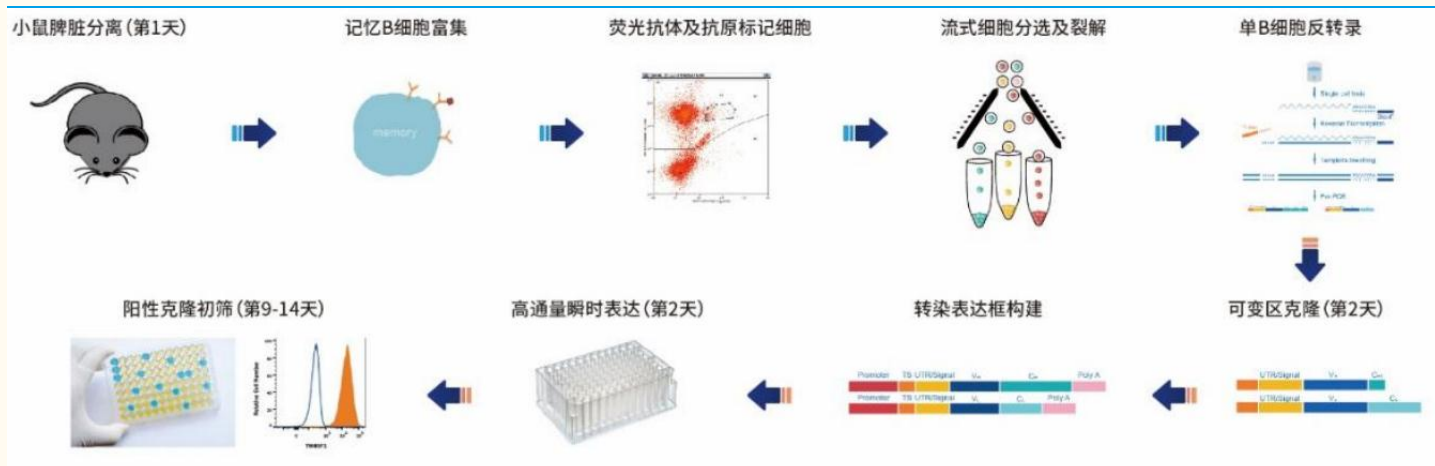
图表 19: 蛋白质定向改造与进化平台



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **基于单 B 细胞的高性能抗体发现平台:** 1) 单 B 细胞平台抗体筛选效率大幅提升, 由传统的两个月提升到两周左右获得所需抗体; 2) 顶尖高性能兔单克隆抗体制备技术, 相比鼠抗与靶分子结合力提升数百倍, 拥有 1000 余种兔单克隆抗体。

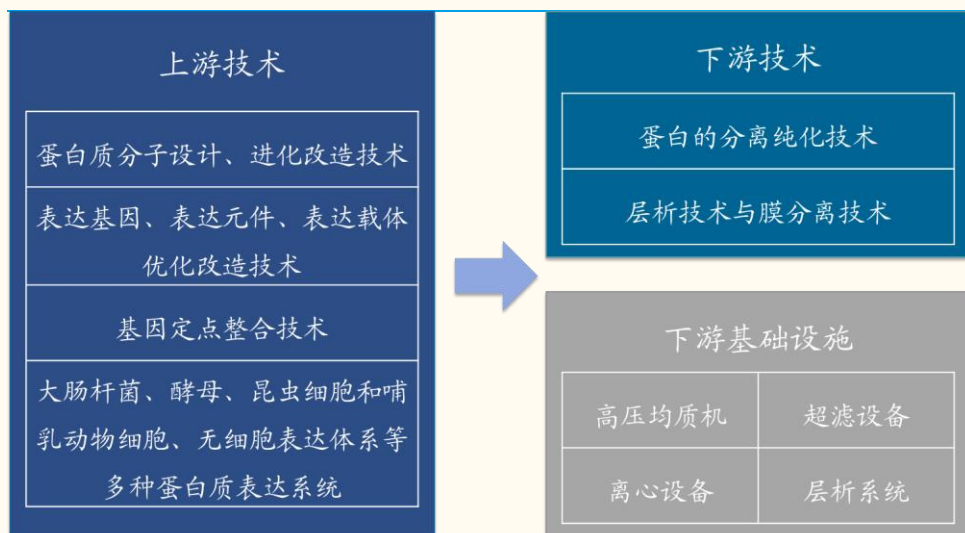
图表 20: 基于单 B 细胞的高性能抗体发现平台



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **规模化多系统重组蛋白制备平台:** 1) 高产量哺乳动物细胞改造技术, 表达量达 2-8g/L; 2) 单位产量达成国内先进水平。

图表 21: 规模化多系统重组蛋白制备平台



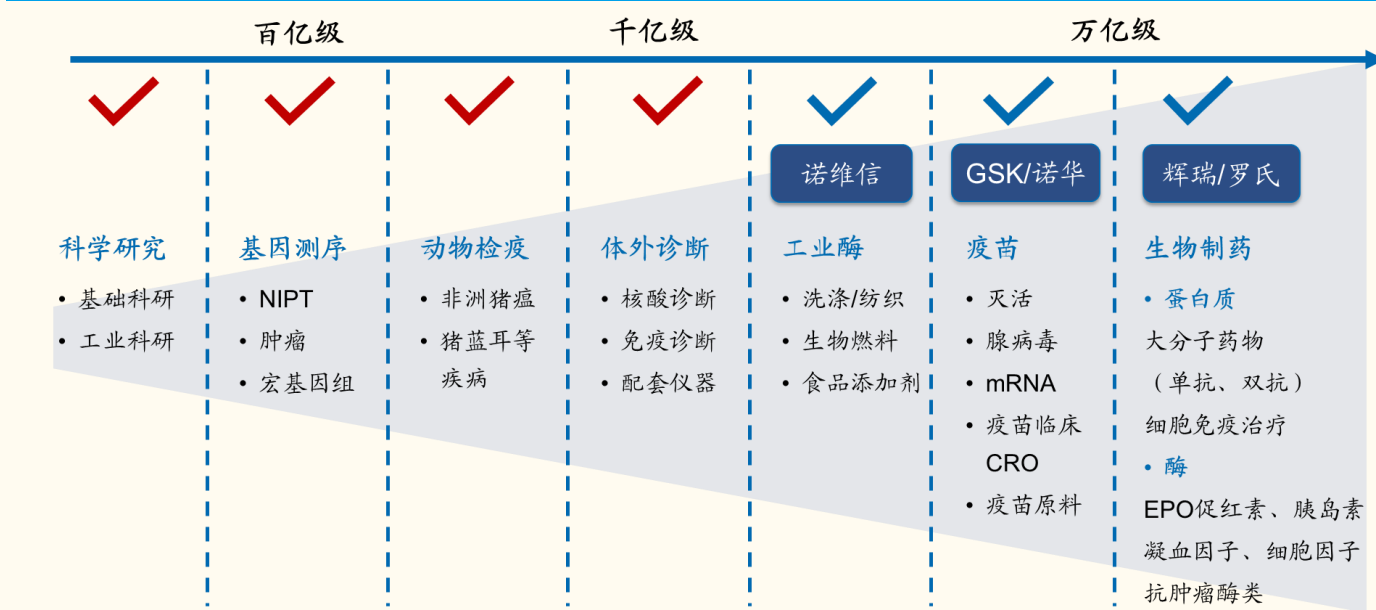
来源: 公司公告、国金证券研究所

- **量子点修饰偶联与多指标联检技术平台:** 1) 创新性材料、新型光学材料应用, 性能较传统荧光素达到 10 倍以上的提升; 2) 一个样本, 一步操作, 即可得到多个检测结果的效果。

生物试剂纵向拓展、体外诊断与生物制药横向延伸, 海外业务进展顺利

- **公司基于关键共性技术平台表现出业务高延展性, 形成丰富产品线组合以满足下游客户多样化需求。**公司目前已拥有 500 多种终端产品, 已经涉及基础科学研究、高通量测序、体外诊断、医药及疫苗研发和动物检疫等领域。基于四大共性技术平台和充足的研发经验, 公司能以极快的速度响应市场需求, 年均推出的新产品数均超过 50 种, 通过不断地促进、迭代产品, 部分细分领域已经接近进口产品的技术水平。

图表 22: 公司业务具有极高的延展性



来源: 公司公告、国金证券研究所

生物试剂品类丰富、性能优异, 领跑国内同行

- 生物试剂领域, 公司产品线储备完善。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司拥有约 60 种 PCR 系列、约 30 种 qPCR 系列、约 15 种分子克隆系列、约 30 种逆转录系列、约 215 种基因测序系列、约 100 种 Bio-assay 系列、约 60 种提取纯化系列、约 5 种基因编辑系列、约 20 种细胞/蛋白系列生物试剂产品。

图表 23: 公司主要生物试剂产品 (截至 2020 年 12 月 31 日)

分类	产品系列	数量	方法学	主要构成	应用场景
核酸诊断	PCR系列	64	聚合酶链式反应	Tap DNA聚合酶及抗体、高保真DNA聚合酶及抗体、dNTP和缓冲液	科学研究、体外诊断、医药及疫苗研发、动物检疫
	qPCR系列	32	荧光聚合酶链式反应	Tap DNA聚合酶及抗体、UDG酶、荧光染料、dNTP和缓冲液	科学研究、体外诊断、医药及疫苗研发、动物检疫
高通量测序	分子克隆系列	11	连接反应和同源重组	T4 DNA连接酶、拓扑异构酶、DNA外切酶、dNTP和缓冲液	科学研究、医药及疫苗研发
	逆转录系列	33	逆转录反应	逆转录酶、Tap DNA聚合酶及抗体、RNA酶抑制剂、DNA酶、dNTP和缓冲液	科学研究、体外诊断、动物检疫
	基因测序系列	215	高通量测序	T4 DNA连接酶、T4 DNA聚合酶、T4 多聚核苷酸激酶、大肠杆菌DNA聚合酶、高保真DNA聚合酶、逆转录酶、等温扩散酶、dNTP及文库接头、磁珠和缓冲液	科学研究、高通量测序、体外诊断、医药及疫苗研发、动物检疫
科研用	Bio assay系列	105	酶催化发光反应	荧光素酶、荧光物质和缓冲液	科学研究、医药及疫苗研发
	提取纯化系列	58	柱式提取和磁珠提取	核酸硅基质吸附柱、硅基质磁珠、蛋白酶、核酸酶和缓冲液	科学研究、体外诊断、动物检疫
	基因编辑系列	6	基因工程技术	细菌DNA内切酶、T7 DNA内切酶和缓冲液	科学研究
	细胞/蛋白系列	23	酶催化发光反应	末端转移酶、辣根过氧化物酶、荧光素酶、藻红蛋白、荧光染料和缓冲液	科学研究、医药及疫苗研发

来源: 公司公告、国金证券研究所

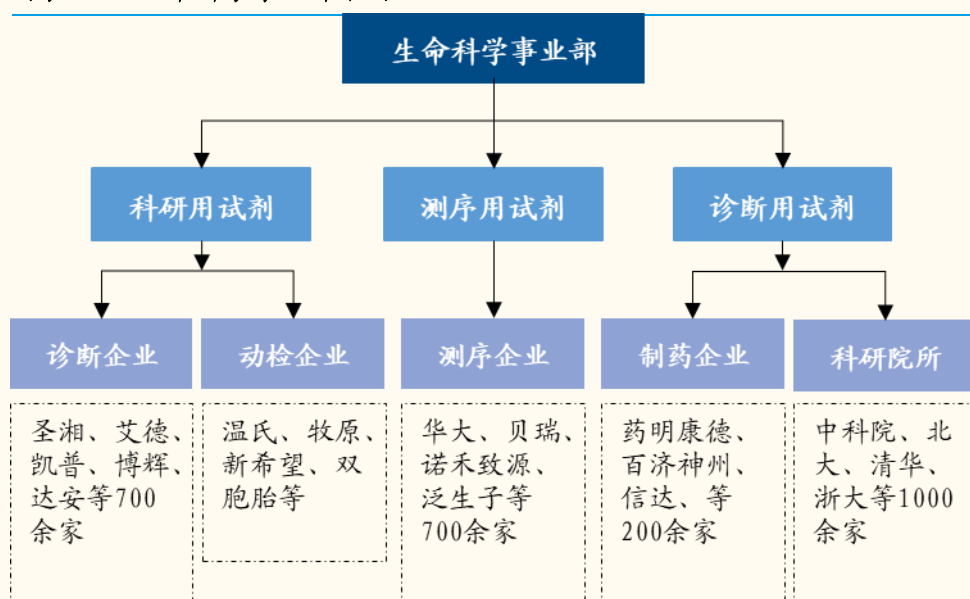
图表 24：公司生物试剂产品线原理

用途	产品线	原理
核酸诊断	PCR 系列	聚合酶链式反应（PCR）是一种可以在短时间内将目的基因片段扩增放大几百万倍的技术，是分子生物学研究和应用最基础、最核心的工具技术之一。公司的 PCR 系列产品包含完成各类 PCR 反应所需核心组分，可以用于支持研究人员进行基因相关研究，如目标基因的体外扩增、序列克隆、序列鉴定等；也可以用于基因检测试剂、诊断试剂的研发和生产。
	qPCR 系列	实时荧光定量 PCR（qPCR）是一种通过荧光信号对 PCR 扩增进程进行实时监测，进而达到目的基因含量测定的技术，是目前最主流的基因含量测定的工具技术。公司的 qPCR 系列产品包含完成各类 qPCR 反应所需核心组分，可以用于支持研究人员进行目标基因的含量测定；也可以用于疾病诊断试剂、动物疾病检测试剂、食品安全检测试剂的研发和生产。
高通量测序	分子克隆系列	分子克隆是一种用于分离已知 DNA 序列，并以 in vivo（活体内）方式获得大量复制品的分子生物学技术，也常用在在体外对目的基因进行特定的编辑，如添加启动子、完成基因融合或截短、基因编码序列修改等。该技术是基因工程研究和应用的基础。公司的分子克隆系列工具产品可以用于支持研究人员快速、准确的进行目标基因的克隆和序列编辑。
	逆转录系列	逆转录反应（Reverse Transcription Reaction）是一种以 RNA 为模板合成 DNA 的过程，需逆转录酶催化才能完成。该反应广泛应用于 RNA 序列的获取、编辑、检测等领域，是分子生物学研究应用最基础的工具之一。公司的逆转录系列产品包含完成各类逆转录反应所需核心组分，可以用于支持研究人员进行 RNA 相关研究；也可以用于基因检测试剂、诊断试剂的研发和生产。
	基因测序系列	高通量测序技术能一次并行对几十万到几百万条 DNA 分子进行序列测定。公司的基因测序系列产品可以用于支持研究人员进行各测序平台上多种样本的可测序文库的构建；也可以用于基于 NGS 方法学平台的多种应用领域产品的研发和生产，如产前诊断、肿瘤检测、病原微生物检测、分子育种等。
科研用	Bio-assay 系列	生物学活性是确保抗体有效性的重要指标，生物学活性测定主要是在体外建立相应的细胞评价模型，并与活性标准品比较从而进行评价。公司的 Bio assay 系列产品包括细胞活力检测、报告基因检测和免洗 Elisa 试剂等，可用于临床前研究中的高通量抗体筛选和体外药效学评价等。
	提取纯化系列	公司的提取纯化系列产品可以用于支持研究人员从体液、组织、细胞等样本中获取高纯度核酸；也可以用于基因检测试剂、诊断试剂的研发和生产。
	基因编辑系列	基因编辑是一种能对生物体基因组特定基因进行修饰的基因工程技术，在基因研究、基因治疗和遗传改良等方面应用广泛。公司的基因编辑系列产品可以用于支持研究人员进行导向 RNA 的体外合成、编辑复合物的体外组装以及编辑产物的筛选鉴定等核心步骤。
	细胞/蛋白系列	公司的细胞/蛋白系列产品涵盖凋亡检测、增殖检测、报告基因检测、细胞转染、蛋白提取测定等若干个子系列产品，可用于支持研究人员在体外或细胞内进行目标蛋白相关的表型分析和机理研究。
	体外转录及修饰系列	体外转录是在体外以 DNA 为模板合成 RNA 的技术。合成的 RNA 再经过一系列修饰，可成为具有活性的稳定的 RNA。该技术和产品是 mRNA 疫苗研发中的关键核心原料。

来源：公司公告、国金证券研究所

- **核酸诊断：**公司提供的核酸检测酶原料及预混液试剂服务，覆盖诊断企业，如圣湘、艾德、凯普等 700 余家，以及众多动物检疫企业。
- **高通量测序：**公司提供基因测序建库试剂产品，覆盖华大、诺禾致源及贝瑞等 700 余家企业。
- **生物科研：**公司提供各类科研试剂和生物活性分析试剂，服务单位覆盖中科院、清华、北大等 1000 余家科研单位，药企涵盖药明、恒瑞、百济等 200 多家。

图表 25：生命科学事业部架构



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 26：公司产品性能领先行业

产品类别	用途	指标	诺唯赞	进口代表厂家1	进口代表厂家2
Taq DNA 聚合酶	PCR 系列、qPCR 系列、逆转录系列生物试剂产品的关键原料	活性（比活）	高	高	高
		扩增效率	90%~110%	90%~110%	90%~110%
		稳定性	高，37度24小时	高，室温24小时	高
		增强的特异性	是	是	是
		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
		灵敏度	高	高	-
		扩增速度	15 sec/kb	15 sec/kb	60 sec/kb
		扩增长度	≤ 5kb	5kb	≤ 5kb
逆转录酶	逆转录系列、基因测序系列生物试剂产品的关键原料	热启动技术	抗体法	抗体法	核酸适配体
		RNaseH 活性	缺少	缺少	降低
		扩增长度	可达15kb	可达9kb	可达10kb
		超强合成能力	高效反转录低丰度或降解的 RNA	高效反转录低丰度或降解的 RNA	-
		催化效率	高，15分钟完成 cDNA 合成	高，10分钟完成 cDNA 合成	高，15分钟完成 cDNA 合成
高保真DNA聚合酶	PCR 系列、基因测序系列生物试剂产品关键原料	热稳定性	高，可在50°C 下进行反应	高，可在50°C 下进行反应	高，可在50°C 下进行反应
		高保真度	中，Taq 的69倍	高，Taq 的300倍	高，Taq 的100倍
		扩增长度	40kb	20kb	≤20 kb
		扩增速度	快，4sec/kb	差，15-30sec/kb	中，10sec/kb
		扩增产量	高	高	高
		稳定性	室温72小时	室温24小时	-
T4 DNA连接酶	分子克隆系列、基因测序系列生物试剂产品的关键原料	增强的特异性	是	是	是
		热启动技术	是（抗体热启动）	是	是（核酸适配体热启动）
		活性	190-260	166	161
		内切残留	2500U 未检出	1700U 未检出	1000U 未检出
		外切残留	2500U 未检出	1700U 检出	1000U 未检出
UDG酶	qPCR系列生物试剂产品的关键原料	核酸残留	1 copies/μg 左右	1.138 copies/μg	0.876 copies/μg
		稳定性（30°C 3d	90%	80%	-
		稳定性	高	高	高
		切割特异性	高	高	高
失活		快，95°C 2min		快，50°C 10min	快，50°C 10min

来源：公司公告、国金证券研究所

基于核心原材料优势，布局体外诊断

- 体外诊断领域，公司自主研发生产 POCT 诊断试剂，形成丰富的应用场景。截至 2020 年 12 月 31 日，公司根据适用的疾病领域、方法学形成了 34 种产品，各种产品单独申请中国医疗器械注册证书或国际医疗器械准入证书，主要涉及心脑血管、炎症感染、优生优育、胃功能、自体免疫、肾功能、慢病管理和呼吸道 8 个系列产品及配套质控品。

图表 27：公司 POCT 系列产品丰富

分类	诊断领域	产品数量	用途	方法学
诊断试剂	心脑血管	15	心脑血管疾病预警，辅助诊断心脑血管疾病	量子点免疫荧光、胶乳增强免疫比浊
	炎症感染	6	细菌病毒感染诊断，指导抗生素用药	量子点免疫荧光、胶乳增强免疫比浊
	优生优育	1	检测卵巢储备功能，维生素D水平	量子点免疫荧光
	胃功能	5	检测胃蛋白酶及胃分泌17指标，评估胃功能状态，用于胃癌的早期检测	量子点免疫荧光、胶乳增强免疫比浊
	自免病	1	检测特发性膜性肾病	量子点免疫荧光
	肾脏疾病	1	实现肾功能的早期诊断和防治	量子点免疫荧光、胶乳增强免疫比浊
	慢病管理	2	检测糖化血红蛋白	量子点免疫荧光
	呼吸道	3	检测新型冠状病毒	胶体金免疫层析、荧光PCR法
诊断仪器	量子点全自动免疫荧光分析仪		搭配自产的量子点免疫荧光试剂使用	
	全自动特定蛋白分析仪		搭配自产的胶乳增强免疫比浊试剂使用	

来源：公司公告、国金证券研究所

- 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，亦有利于保障公司的供应链安全，不对供应商形成依赖。在新冠疫情暴发后，公司实现了 PCR 系列、qPCR 系列生物

试剂的大规模生产，为国内分子诊断试剂生产企业提供大量新冠核酸检测试剂盒的关键原料。

图表 28: 各类 POCT 诊断试剂主要结构组成、及对应的主要原材料来源

吸水垫		外购	
C线	抗原/抗体	自产和外购	
	NC膜	外购	
T线	抗原/抗体	自产和外购	
	NC膜	外购	
标记物垫	抗原/抗体	自产和外购	
	胶体金	自产	
	聚酯纤维	外购	
样品垫	抗体	自产	
	玻璃微纤维	外购	

R1溶液		外购	
	三羟甲基氨基甲烷、氯化钠等盐类、聚乙二醇等聚合物		
R2溶液	抗体	自产和外购	
	胶乳微粒	外购	

缓冲液		dNTP三羟甲基氨基甲烷、氯化镁等盐类、引物探针		外购	
酶溶液	RNA酶抑制剂、 TapDNA聚合酶、逆转录酶、UDG酶			自产	
阳性对照物	含目的基因的RNA假病毒			外购	
阴性对照物	超纯水			外购	

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司生产的量子点免疫荧光试剂、胶体金免疫层析试剂及胶乳增强免疫比浊试剂所用关键原料抗体、抗原自产比例较高，保持在 95%以上；针对荧光 PCR 核酸检测试剂，原材料中所用酶均由公司自产，其余原辅料及耗材由公司外购取得。

图表 29: 公司 POCT 诊断试剂自产比例高

项目/mg	2021年1-6月	2020	2019	2018
自产原料	551,074	1,270,961	249,774	91,782
外购原料	19,558	13,531	2,092	2,722
自产比例	96.45%	98.94%	99.17%	97.12%

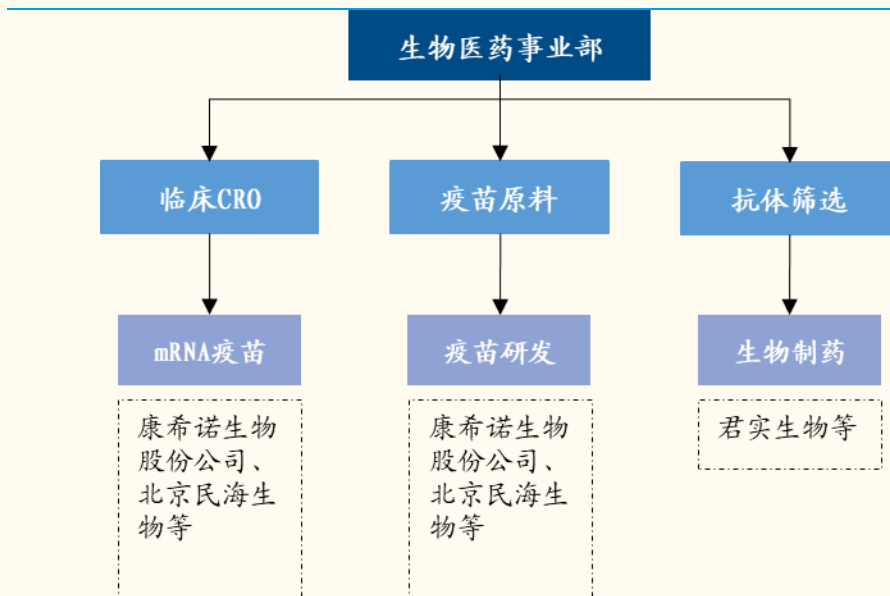
来源：公司公告、国金证券研究所

- **自研高通量全自动诊断仪器，助力试剂性能优化，满足临床多样化需求。**公司自研多款仪器，搭配 POCT 试剂应用。例如，高通量全自动仪器 QD-S2000 配套全系列量子点免疫荧光试剂，实现全自动连续批量进样、恒温孵育、穿刺吸样等全套功能。截至 2020 年末，公司累计投放仪器 2478 台，以干式荧光免疫分析仪为主，占比达到 55.21%。满足大型三级和二级医院临床科室、急诊、ICU 和检验科的多样化需求。以免费投放为主，销售为辅，推广渠道逐步拓宽。

生物医药板块蓄势待发

- 在生物医药业务板块，针对药企研发试剂、疫苗评价试剂、抗体筛选与酶原料等新业务领域，公司提供临床 CRO、疫苗原料及抗体筛选等服务。2021 年，公司生物医药事业部服务客户超过 200 家，开拓了多个重要新客户，不断提升客户覆盖率和复购率。

图表 30: 生物医药事业部组织架构



来源：公司公告、国金证券研究所

- “十四五”医药工业规划出台，提升 mRNA 及其供应链能力。“十四五”医药工业发展规划明确指出，1）新型疫苗研发和产业化能力建设。紧跟疫苗技术发展趋势，基于应对新发、突发传染病需求，支持建设新型病毒载体疫苗、脱氧核糖核酸（DNA）疫苗、信使核糖核酸（mRNA）疫苗、疫苗新佐剂和新型递送系统等技术平台，推动相关产品的开发和产业化；2）提高疫苗供应链保障水平。支持疫苗企业和重要原辅料、耗材、生产设备、包装材料企业协作，提高各类产品质量技术水平。

图表 31: mRNA 上游原材料成本中酶占比最高，其中主要为加帽酶

步骤	内容	涉及产品	成本占比
1	质粒DNA的生产	质粒（GMP级别）	9%（包含限制性内切酶成本）
2	线性化质粒DNA以及mRNA体外转录、结构修饰	酶	RNA聚合酶（及其他反应所需酶）：5%~6% 加帽VCE/Cleancap analog：31%
		修饰核苷酸、NTP	20%
3	LNP脂质体递送	可电离阳离子脂质 中性脂质 PEG修饰脂质 胆固醇	10%

来源：Moderna、国金证券研究所

- 公司能够提供从模板的合成、转录、加帽、加尾以及纯化的全套解决方案。目前，公司投资建设了专门用于生产 RNA 合成试剂的 GMP 级别现代化工厂。

图表 32: 公司提供 mRNA 疫苗开发的整套解决方案

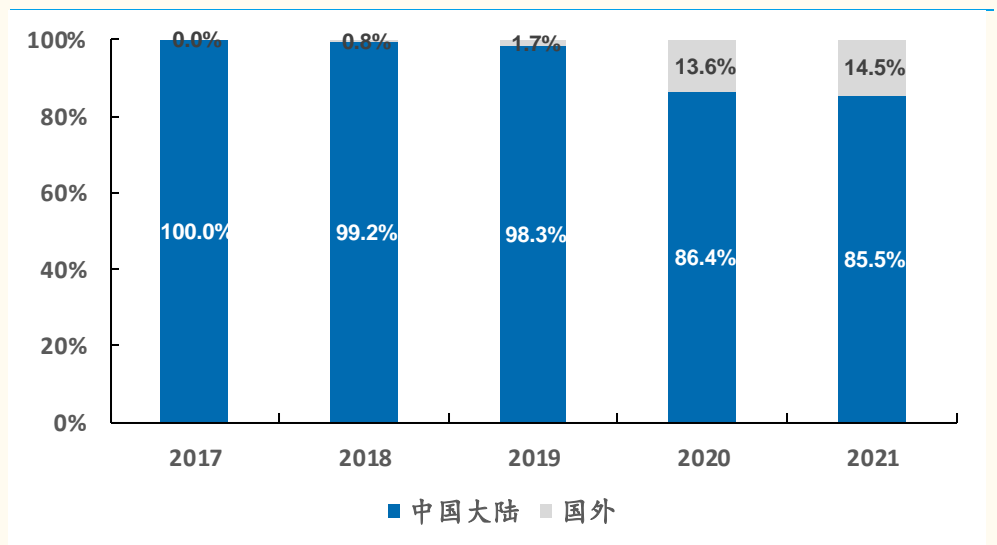


来源: 公司公告、国金证券研究所

抗疫产品打开海外市场，国际化战略推进

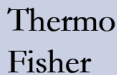
- 新冠检测相关产品助力打开海外市场，国际化战略加紧推进。公司创始人曹林和核心管理团队均系南京大学校友，以本土经验为主，公司业务主要集中于国内。自 2018 年起国际开始贡献少量收入，2018、2019 年国际业务收入分别为 124 万元、447 万元，占总营收比重分别为 0.8%、1.7%。公司紧抓抗疫契机，新冠检测试剂盒及核酸原料出口至海外多个国家，2020、2021 年海外收入分别为 2.13、2.70 亿元，占比分别为 13.6%、14.5%。公司将进一步扩充海外团队，加速海外营销网络建设。

图表 33: 公司海外业务占比不断提升



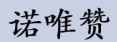
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 34：公司产品具备性价比优势



Taq DNA Polymerase, recombinant (5 U/μL)
 货号: EP0406
 相关应用: PCR
[技术支持](#) | [客户服务](#)

货号	单位规格	价格 (CNY)	库存状况 ①	数量
✓ EP0406	10 x 500 units	1,385.00 <small>历史价格 登录 ①</small>	***	<input type="text"/>



Taq DNA Polymerase (Mg2+ plus Buffer)
 价格: ~~¥800.00~~
 货号: P101-02
 规格: 1000U - 5000 U - 10000 U
 数量:

2 × Phanta Flash Master Mix
 价格: ~~¥615.00~~
 货号: P510-01
 规格: 1 ml 5 ml 15 ml
 数量:

来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

收入预测

- 鉴于公司研发投入持续加大，新产品布局完善，2017-2021 年常规业务 CAGR 为 51.9%，同时国产替代空间大，预计 **2022E-2024E 非新冠业务部分**增速为：
 - 生物试剂收入将分别增长 60%/50%/40%，毛利率分别对应 90%/89%/88%；
 - POCT 检测试剂收入将分别增长 60%/50%/40%，毛利率分别对应 72%/71%/70%；
 - POCT 仪器收入将维持 50%增长，毛利率将维持 5%；
 - 生物医药收入分别增长 70%/60%/50%，毛利率维持在 50%；
- **2022E-2024E 新冠业务部分：**
 - 考虑到核酸常态化检测，预计未来几年生物试剂部分收入将相对稳定，分别为 10%/-25%/-10%，毛利率维持在 85%；
 - 考虑到 22 年抗原检测带来 POCT 收入增长，但持续性较弱，预计收入将分别增长 80%/-50%/-50%，毛利率维持在 37%；

图表 35: 收入预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	112	171	268	1,564	1,869	2,666	2,732	3,240
YOY		52%	57%	483%	19%	43%	2%	19%
毛利	90	142	225	1,423	1,518	1,931	2,096	2,541
毛利率	80%	83%	84%	91%	81%	72%	77%	78%
非新冠	112	171	268	361	719	1,160	1,757	2,487
YOY		52%	57%	35%	99%	61%	51%	42%
毛利	90	142	225	325		949	1,416	1,975
收入占比	100%	100%	100%	23%	39%	44%	64%	77%
非新冠相关生物试剂产品	100	157	238	311	533	853	1,279	1,791
%生物试剂收入	100%	100%	100%	33%	40%	59%	73%	73%
YOY		57%	51%	39%	71%	60%	50%	40%
毛利率	87%	89%	91%	90%		90%	89%	88%
非新冠相关POCT检测试剂	0.2	7	28	42	85	137	205	287
%POCT诊断试剂收入	100%	100%	100%	7%	20%	22%	30%	30%
YOY		2569%	326%	49%	103%	60%	50%	40%
毛利率	-208%	-8%	40%	72%		72%	71%	70%
POCT诊断仪器	-	1	1	3	4	6	9	14
%营收	0.0%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
YOY		2100%	51%	93%	33%	50%	50%	50%
毛利率	-50%	-11%	-41%	3%	7%	5%	5%	5%
生物医药					97	165	264	396
%营收					5%	8%	10%	10%
YOY						70%	60%	50%
毛利率						50%	50%	50%
其他业务	12	6	1	5	-	-	-	-
%营收	10.6%	3.6%	0.4%	0.3%	0.0%			
YOY		-49%	-80%	358%	-100%			
毛利率	27%	22%	18%	64%				
新冠				1,184	1,150	1,506	975	753
YOY					-3%	31%	-35%	-23%
毛利				1,098	-	983	680	566
收入占比				76%	62%	56%	36%	23%
新冠相关生物试剂产品				665	806	887	665	598
%生物试剂收入				67%	60%	41%	27%	27%
YOY					21%	10%	-25%	-10%
毛利率				98%		85%	85%	85%
新冠相关POCT检测试剂				519	344	619	310	155
%POCT诊断试剂收入				93%	80%	78%	70%	70%
YOY					-34%	80%	-50%	-50%
毛利率				86%		37%	37%	37%

来源: 公司公告、国金证券研究所

费用预测

考虑到 2022 年新冠业务销售效率较高, 预计 2022E-2024E 销售费用率分别为 14.5%/17%/17%; 管理费用率分别为 8.5%/10%/10%; 研发费用率分别为 11.5%/12%/12%。

投资建议及估值

- 预计 2022E-2024E，公司归母净利润分别为 8.6/9.1/11.2 亿元，EPS 分别为 2.14/2.28/2.81 元。2022E-2024E，非新冠业务毛利占比分别为 49%/68%/78%，我们假设净利润占比与毛利占比相同，则：
- 非新冠部分，预计 2022E-2024E，公司归母净利润分别为 4.2/6.2/8.8 亿元，EPS 分别为 1.06/1.54/2.19 元。我们选取医药上游国产替代代表型企业纳微科技、键凯科技、泰坦科技，对应 2022 年平均 PE 为 71.54 倍，对应公司非新冠估值 300 亿元。

图表 36：公司非新冠部分可比公司估值

股票代码	公司简称	现价	EPS					PE			PEG		
		2022/7/24	2021	2022E	2023E	2024E	CAGR	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688356.SH	键凯科技	222.85	2.93	4.05	5.39	7.16	34.69%	55.02	41.35	31.12	1.59	1.19	0.90
688690.SH	纳微科技	72.24	0.47	0.73	1.11	1.62	51.06%	98.96	65.08	44.59	1.94	1.27	0.87
688133.SH	泰坦科技	165.53	1.89	2.73	3.97	5.49	42.68%	60.63	41.70	30.15	1.42	0.98	0.71
平均								71.54	49.37	35.29	1.65	1.15	0.83

来源：公司公告、部分公司采用 wind 一致性预期、国金证券研究所

- 新冠部分，预计 2022E-2024E，公司归母净利润分别为 4.4/2.9/2.5 亿元，EPS 分别为 1.09/0.74/0.63 元。我们选取服务抗疫的主要企业金域医学、东方生物、九安医疗，对应 PE (TTM) 为 6.3 倍，给予公司 PE (2022E) 5 倍，对应 22 亿元。

图表 37：公司新冠部分可比公司估值

股票代码	公司简称	现价	EPS				PE			
		2022/7/24	2021	2022E	2023E	2024E	PE(TTM)	2022E	2023E	2024E
603882.SH	金域医学	73.99	4.77	5.41	5.12	5.6	13.90	13.68	14.45	13.21
688298.SH	东方生物	116.20	41	46.96	27.84	32.92	3.30	2.47	4.17	3.53
002432.SZ	九安医疗	51.97	1.89				1.80			
平均							6.33	8.08	9.31	8.37

来源：公司公告、部分公司采用 wind 一致性预期、国金证券研究所

我们给予公司非新冠部分估值 300 亿元，新冠部分估值 22 亿，共计 322 亿，对应股价 80.55 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- **新冠疫情的不确定性：**公司服务全球抗疫带动收入实现较快增长，但由于新冠疫情的持续性存在不确定性，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。
- **限售股解禁风险：**公司 2022 年 11 月 15 日将有 1.314 亿股限售股解禁，占解禁前流通股比例 373.59%，占总股本比例 32.87%。
- **分子诊断试剂业务拓展的风险：**公司既制备分子诊断试剂与免疫诊断试剂的上游原料酶、抗原、抗体，亦生产及销售分子诊断试剂终端产品与免疫诊断试剂终端产品；由于体外诊断试剂生产企业一般不会向在终端产品领域存在竞争关系的原料生产企业采购原料，公司以分子诊断试剂上游原料（以酶为关键成分的生物试剂）与免疫诊断试剂终端产品为主要产品。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。
- **市场竞争加剧的风险：**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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	268	1,564	1,869	2,666	2,732	3,240
增长率		482.9%	19.4%	42.7%	2.5%	18.6%
主营业务成本	-42	-134	-351	-735	-635	-699
%销售收入	15.7%	8.5%	18.8%	27.6%	23.3%	21.6%
毛利	226	1,431	1,518	1,931	2,096	2,541
%销售收入	84.3%	91.5%	81.2%	72.4%	76.7%	78.4%
营业税金及附加	-1	-11	-7	-13	-14	-16
%销售收入	0.4%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-97	-188	-319	-387	-464	-551
%销售收入	36.0%	12.0%	17.1%	14.5%	17.0%	17.0%
管理费用	-46	-92	-180	-227	-273	-324
%销售收入	17.0%	5.9%	9.6%	8.5%	10.0%	10.0%
研发费用	-62	-126	-230	-307	-328	-389
%销售收入	23.2%	8.0%	12.3%	11.5%	12.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	21	1,015	781	998	1,017	1,261
%销售收入	7.7%	64.9%	41.8%	37.4%	37.2%	38.9%
财务费用	0	-4	-3	29	35	45
%销售收入	0.1%	0.3%	0.2%	-1.1%	-1.3%	-1.4%
资产减值损失	-3	-60	-52	-38	0	-4
公允价值变动收益	0	3	6	0	0	0
投资收益	1	12	24	20	20	20
%税前利润	2.7%	1.3%	3.1%	2.0%	1.9%	1.5%
营业利润	24	973	771	1,009	1,073	1,323
营业利润率	9.1%	62.2%	41.3%	37.8%	39.3%	40.8%
营业外收支	0	-14	-7	0	0	0
税前利润	24	959	764	1,009	1,073	1,323
利润率	9.1%	61.3%	40.9%	37.8%	39.3%	40.8%
所得税	1	-138	-86	-151	-161	-198
所得税率	-5.9%	14.3%	11.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	26	822	678	858	912	1,124
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	26	822	678	858	912	1,124
净利率	9.6%	52.5%	36.3%	32.2%	33.4%	34.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	26	822	678	858	912	1,124
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	17	84	135	98	79	102
非经营收益	-12	11	-36	8	-17	-18
营运资金变动	-16	-113	-161	-166	-35	-50
经营活动现金净流	15	804	617	797	939	1,158
资本开支	-20	-152	-259	-228	-220	-220
投资	31	-795	-1,195	0	0	0
其他	1	14	26	20	20	20
投资活动现金净流	12	-933	-1,428	-208	-200	-200
股权募资	2	300	2,129	0	0	0
债权募资	4	-34	-40	-47	0	0
其他	-1	-4	-20	-347	-367	-452
筹资活动现金净流	5	261	2,070	-394	-367	-452
现金净流量	32	128	1,256	195	371	506

来源：公司年金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	94	222	1,478	1,657	2,016	2,514
应收账款	73	228	324	481	530	629
存货	53	132	242	344	345	379
其他流动资产	12	813	2,007	2,049	2,045	2,053
流动资产	233	1,396	4,051	4,531	4,936	5,575
%总资产	71.7%	86.6%	87.9%	86.6%	85.5%	85.3%
长期投资	0	0	18	18	18	18
固定资产	35	128	201	301	388	464
%总资产	10.7%	8.0%	4.4%	5.7%	6.7%	7.1%
无形资产	28	70	162	277	335	386
非流动资产	92	216	556	699	840	962
%总资产	28.3%	13.4%	12.1%	13.4%	14.5%	14.7%
资产总计	324	1,612	4,607	5,231	5,776	6,537
短期借款	36	1	31	0	0	0
应付款项	19	62	126	218	217	249
其他流动负债	54	176	230	301	311	369
流动负债	108	239	387	519	528	619
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	40	93	70	59	55
负债	124	279	480	589	587	674
普通股股东权益	200	1,332	4,127	4,642	5,189	5,863
其中：股本	15	360	400	400	400	400
未分配利润	-15	575	1,187	1,701	2,248	2,923
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	324	1,612	4,607	5,231	5,776	6,537

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.072	2.283	1.696	2.139	2.291	2.813
每股净资产	0.556	3.701	10.318	11.601	12.976	14.664
每股经营现金净流	0.042	2.232	1.542	1.943	2.483	2.904
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.856	0.916	1.125
回报率						
净资产收益率	12.90%	61.67%	16.43%	18.44%	17.66%	19.18%
总资产收益率	7.95%	50.99%	14.72%	16.36%	15.86%	17.20%
投入资本收益率	9.26%	65.18%	16.66%	18.28%	16.66%	18.28%
增长率						
主营业务收入增长率	57.13%	482.92%	19.44%	42.68%	2.45%	18.63%
EBIT增长率	N/A	4822.94%	-23.02%	27.80%	1.90%	24.01%
净利润增长率	2383.3%	3085.62%	-17.46%	26.15%	7.11%	22.77%
总资产增长率	29.35%	396.91%	185.87%	13.50%	10.50%	13.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.5	34.7	53.6	50.0	55.0	55.0
存货周转天数	354.9	253.8	194.8	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	129.0	103.2	92.2	100.0	115.0	120.0
固定资产周转天数	47.1	21.4	39.2	37.0	43.9	42.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.06%	-76.26%	-82.92%	-77.86%	-77.56%	-77.17%
EBIT利息保障倍数	94.5	229.2	251.4	-34.8	-28.6	-27.6
资产负债率	38.33%	17.33%	10.41%	11.26%	10.17%	10.31%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	26	48
增持	0	1	4	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.40	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402