

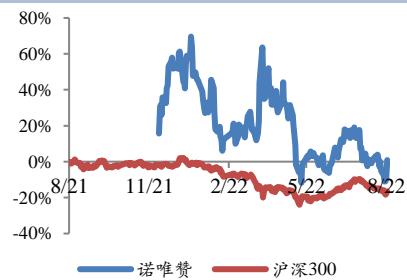
分子类生物试剂的小巨人， 国产高端分子酶的领跑者

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-09

收盘价（元）	73.40
近 12 个月最高/最低(元)	127.55/64.50
总股本（百万股）	400
流通股本（百万股）	35
流通股比例 (%)	9%
总市值（亿元）	294
流通市值（亿元）	26

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 专注创新，成就分子试剂领跑者

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。2012 年以生物试剂为创始以来，先后切入诊断原料、制药等生物领域，实现生物试剂和 IVD 行业的双跨发展，依靠新冠试剂 2020 年实现爆发式增长。目前公司已经成为国内分子类生物试剂的领军者。

● 科研服务行业服务于创新发展，千亿级蓝海市场。

随着科学的研究的不断探索和支出的不断提升，科研服务市场规模也在快速提升，根据各方数据汇总预测 2020 年国内市场规模约 1300 亿人民币，增速约为 10-15%。

行业发展内驱外拓逻辑清晰。科研试剂（高端化学试剂和生物试剂）具有外资市占率高、产品种类多、客户需求分散等特点，行业未来发展方向明确清晰：针对不同客户群体的内部驱动增长+受益于疫情和上市的雄厚资金而带来的行业并购外拓预期。

● 体外诊断行业在新冠疫情催化下，国产替代方兴未艾。

在全球范围内体外诊断行业一直备受市场青睐，预计到 2024 年全球体外诊断行业的市场规模将达到 840 亿元美元。而国内随着产业链的逐步完整、技术逐步突破，预期到 2024 年我国体外诊断市场规模预计将达 1,957 亿元，年均复合增长率为 17.8%，占医疗器械市场规模的比例将达到 15.9%。

其中 1) 体外诊断原料市场：进口产品市场为主，占体外诊断试剂原料市场的 88%，预计国产体外诊断试剂原料市场规模将以 23.3% 的年均复合增长率增加到 2024 年的 27 亿元，逐步实现进口替代。2) POCT 市场：预计 2024 年市场规模将达到 290 亿元，2019-2024 年的年均复合增长率将达到 20.9%，增长率高于整体 IVD 市场。

● 公司核心看点：产品全而精，终端应用拓展性强

- 公司生物试剂产品齐全，终端应用领域丰富：目前公司已的开发出的生物试剂超过 500 种，9 大产品系列在科学应用中齐全。
- 核心酶已经达到国际先进水平，进口替代进行时：公司已成功对 200 多种酶进行定向改造，并可大规模稳定制备，部分产品在性能上达到国际先进水平，体现了公司核心技术平台的竞争优势。
- 丰富的技术储备带来极强的业务延展能力：公司拥有关键共性技术平台的建立，可以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，且对于不同细分领域的研发能够互相促进、迭代。

● 投资建议

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 26.5/26.6/32.5 亿元，分别同比增长 41.8%/0.3%/22.1%，归母净利润分别为 9.2/9.8/11.4 亿元，分别同比增长 35.6%/6.5%/16.8%，对应估值为 32X/30X/26X。考虑到行业景气度提升，进口替代和扩张加速预期，结合公司本身的优秀业务能力，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 风险提示

进口替代不及预期；行业政策变化不及预期；新冠业务持续性不及预期。

● 重要财务指标

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元
营业收入	1869	2650	2659	3246	
收入同比 (%)	19.4%	41.8%	0.3%	22.1%	
归属母公司净利润	678	920	979	1144	
净利润同比 (%)	-17.5%	35.6%	6.5%	16.8%	
毛利率 (%)	81.2%	73.3%	78.3%	78.9%	
ROE (%)	16.4%	18.2%	16.3%	15.9%	
每股收益 (元)	1.87	2.30	2.45	2.86	
P/E	56.68	31.93	29.98	25.68	
P/B	10.27	5.82	4.87	4.10	
EV/EBITDA	49.56	23.86	21.29	17.44	

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司概览：国内分子类生物试剂领军者	6
2. 科研试剂行业：创新者的蓝海	10
2.1 科研服务包罗万象，造就千亿级别市场规模	10
2.2 生物试剂：全球千亿级市场，国内景气度更高	12
2.3 行业展望：内驱外拓，大有可为	16
3. 体外诊断行业：新冠疫情催化下，国产替代方兴未艾	24
4. 公司业务：新冠带动成长，公司成长后劲十足	28
4.1 业务清晰，新冠业务推动高速增长	28
4.2 核心看点：产品全而精，终端应用拓展性强	28
5 盈利预测与投资建议	34
5.1 推荐逻辑	35
5.2 盈利预测与估值分析	34
风险提示：	35
财务报表与盈利预测	37

图表目录

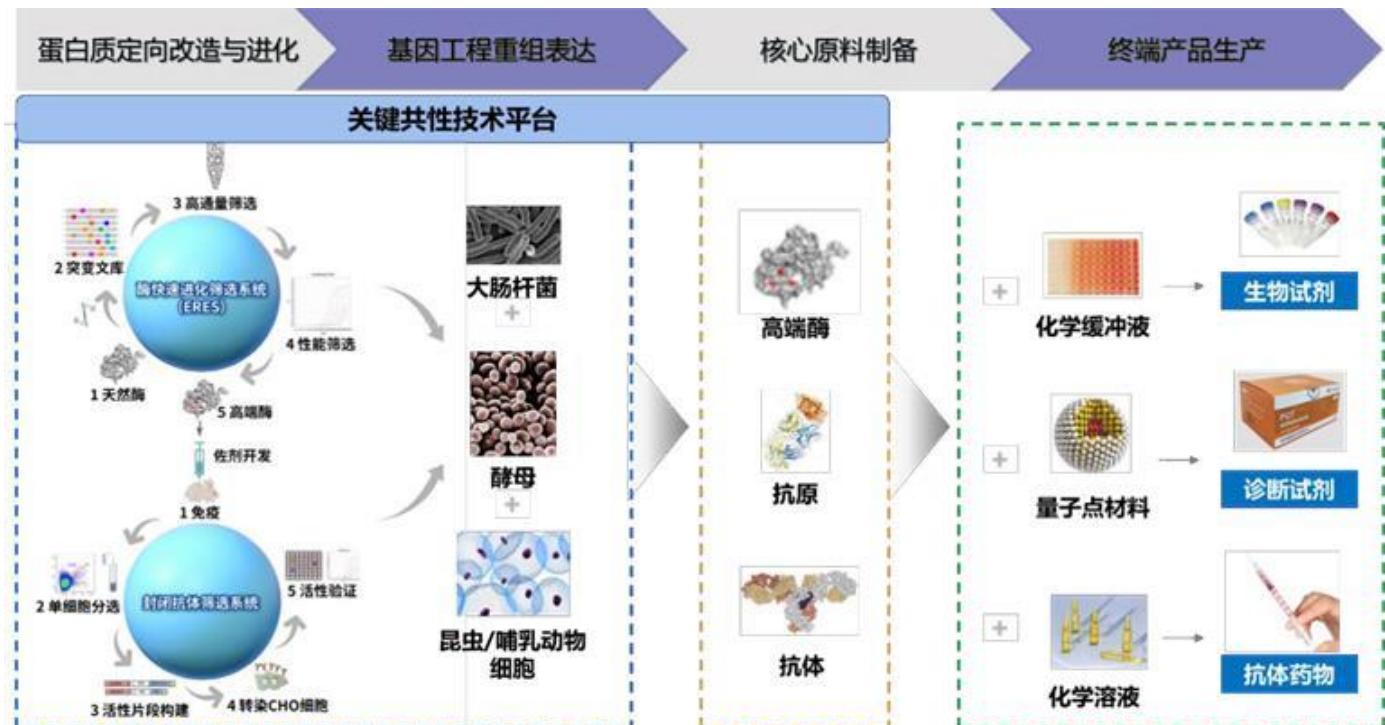
图表 1 公司业务图	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司股权结构	7
图表 4 管理团队介绍	8
图表 5 公司营业收入 (亿元)	8
图表 6 公司扣非归母净利润 (亿元)	8
图表 7 公司毛利率与净利率	9
图表 8 公司费用率情况	9
图表 9 科研服务行业分类及特点	10
图表 10 全球科研服务市场规模与结构 (亿美元)	10
图表 11 中国科研服务市场规模与结构 (亿元人民币)	11
图表 12 科研试剂行业技术特点	12
图表 13 全球生物试剂市场规模及预测 (亿美元)	12
图表 14 中国生物试剂市场规模及预测 (亿元人民币)	12
图表 15 生物试剂分类及特点	13
图表 16 中国生物科研试剂市场按科研试剂类型拆分, 2019 年 (亿元人民币)	13
图表 17 生物试剂行业产业链	14
图表 18 我国生物科研试剂市场特点	15
图表 19 分子类试剂产品、构成、方法学及其应用场景	15
图表 20 中国生物科研试剂市场按科研试剂类型拆分, 2019 (亿元人民币)	16
图表 21 中国分子类试剂市场规模及预测 (十亿人民币)	16
图表 22 2020 年中国分子类生物试剂市场竞争格局	16
图表 23 2020 年中国国产分子类生物试剂市场竞争格局	16
图表 24 国内生命科学试剂行业特点	17
图表 25 科研机构用户和工业用户区别	18
图表 26 科研服务主要行业政策	18
图表 27 2015-2019 年全球生命科学领域研究资金投入 (亿美元)	19
图表 28 2019 年全球生命科学领域研究资金投入 (按照地域拆分)	19
图表 29 2010-2019 年我国研究与试验发展经费支出情况	20
图表 30 2015-2019 中国生命科学领域研究资金投入 (亿元)	20
图表 31 2018 年全国研究与试验发展经费支出主体分类结构	20
图表 32 客户在选取供应商时主要的考察指标	21
图表 33 2015-2024E 中国 IVD 原料市场规模 (亿元) 及国产化率	22
图表 34 近年来全球科研服务业部分并购整合案例	22
图表 35 丹纳赫并购与发展历程	23
图表 36 1995-2020 年涨跌幅: 丹纳赫 vsS&P500	23
图表 37 全球 IVD 发展历程	24
图表 38 IVD 行业产业链	24
图表 39 全球与中国 IVD 行业规模及增速	25

图表 40 中国 IVD 原料市场规模（十亿人民币），2015-2024E	26
图表 41 中国 POCT 试剂市场规模（十亿人民币），2015-2024E.....	26
图表 42 分子诊断细分	27
图表 43 中国分子诊断市场规模（十亿人民币），2015-2024E	27
图表 44 公司收入拆分（亿元）	28
图表 45 公司生物试剂细分	28
图表 46 公司新冠相关与非新冠相关生物试剂	28
图表 47 公司生物试剂 9 大产品系列	29
图表 48 TAQ DNA 聚合酶：公司 PCR 系列、qPCR 系列、逆转录系列生物试剂产品的关键原料	29
图表 49 逆转录酶：公司逆转录系列、基因测序系列生物试剂产品的关键原料	30
图表 50 公司技术平台与产品相结合	30
图表 51 公司在各领域之间的交叉融合	31
图表 52 公司研发费用情况	32
图表 53 公司研发投入相关数据与国内外主要分子类生物试剂厂商的对比情况	32
图表 54 公司试剂盒拥有技术优势	32
图表 55 公司新冠试剂盒齐全	33
图表 56 公司业绩拆分与预测	34
图表 57 公司可比公司估值	35

1. 公司概览：国内分子类生物试剂领军者

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，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，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。

图表 1 公司业务图

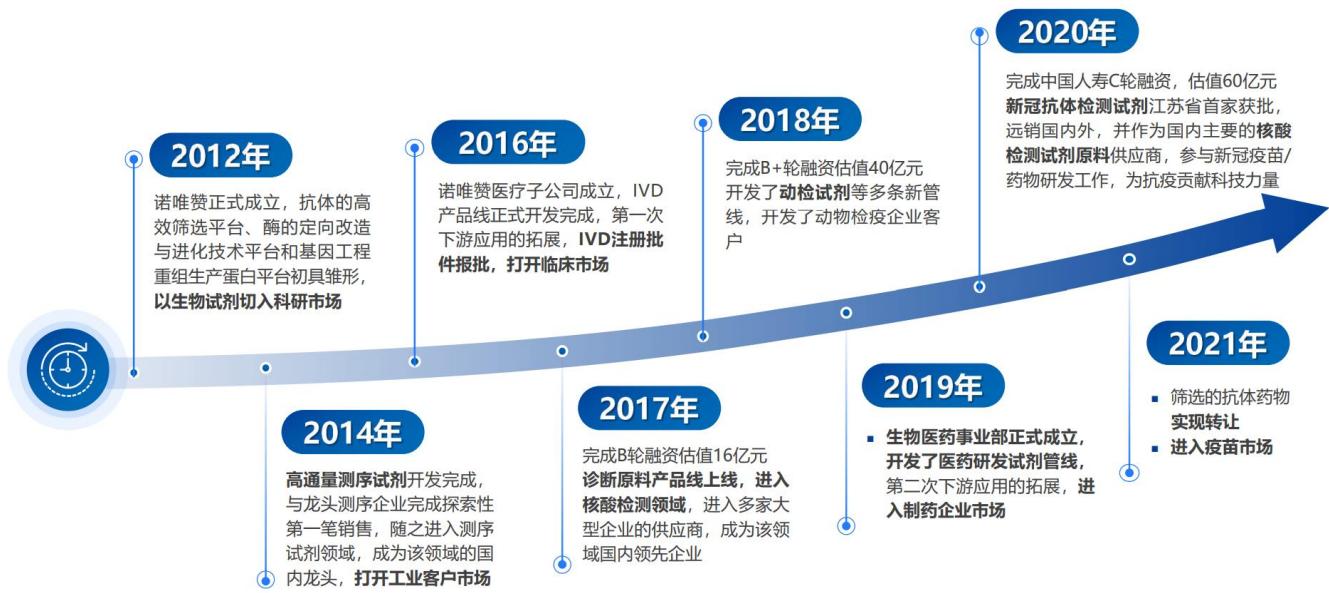


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司 2012 年成立，9 年时间完成科创板上市。

- 2012 年：诺唯赞正式成立，抗体的高效筛选平台、酶的定向改造与进化技术平台和基因工程重组生产蛋白平台初具雏形，以生物试剂切入科研市场；
- 2014 年：高通量测序试剂开发完成，与龙头测序企业完成探索性第一笔销售。随之进入测序试剂领域，成为该领域的国内龙头，打开工业客户市场；
- 2016 年：诺唯赞医疗子公司成立，IVD 产品线正式开发完成，第一次下游应用的拓展，IVD 注册批件报批，打开临床市场；
- 2017 年：诊断原料产品线上线，进入核酸检测领域，进入多家大型企业的供应商，成为该领域国内领先企业；
- 2018 年：开发动检试剂等多条新管线，开发了动物检疫企业客户
- 2019 年：生物医药事业部正式成立，开发了医药研发试剂管线第二次下游应用的拓展，进入制药企业市场；
- 2020 年：新冠抗体检测试剂江苏省首家获批，远销国内外，并作为国内主要的核酸检测试剂原料供应商，参与新冠疫苗/药物研发工作，为抗疫贡献力量。

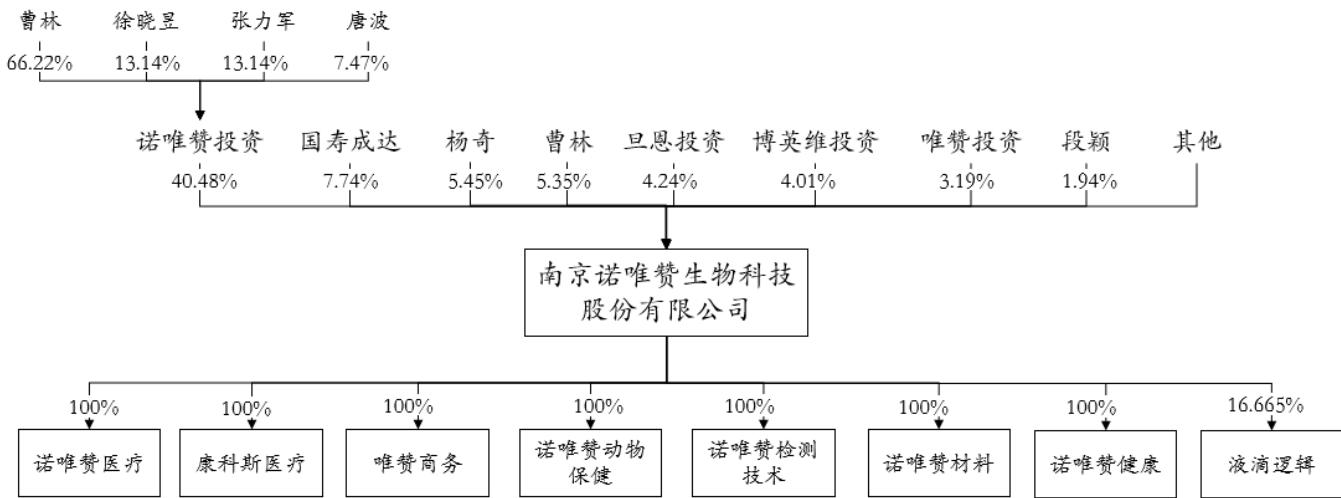
图表2 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

控股股东为诺唯赞投资，直接持有公司 40.48% 的股份，并担任博英维投资（直接持有公司 4.01% 的股份）、唯赞投资（直接持有公司 3.54% 的股份）的普通合伙人兼执行事务合伙人。曹林、段颖夫妇系公司实际控制人，合计持有公司 34.34% 的股份。

图表3 公司股权结构



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司核心技术人员共计 6 人，包括曹林、徐晓昱、张力军、唐波、聂俊伟及冯速。均通过直接或者间接的持股平台持有公司股份，并且公司与核心技术人员签订了《保密协议》和《竞业禁止协议》。

图表 4 管理团队介绍

姓名	职务	专业背景	对公司研发的具体贡献
曹林	董事长、总经理	生物化学与分子生物学 博士	公司已授权的 18 项发明专利、20 项实用新型专利主要发明人，公司研发项目主要负责人之一。
徐晓昱	副总经理	生物化学与分子生物学 硕士	公司已授权的 12 项发明专利、1 项实用新型专利主要发明人，公司生物医药事业部研发项目主要负责人之一。
张力军	董事、副总经理	生物学博士	公司已授权的 15 项发明专利、1 项实用新型专利主要发明人，公司生命科学事业部研发项目主要负责人之一。
唐波	董事	生物化学与分子生物学 博士	公司已授权的 5 项发明专利、11 项实用新型专利主要发明人，公司体外诊断事业部研发项目主要负责人之一。
聂俊伟	生命科学事业部副总经 理、研发总监	遗传学博士	公司已授权的 14 项发明专利、1 项实用新型专利主要发明人，公司生命科学事业部科研项目主要负责人之一。
冯速	监事、基础科学研究院 总经理	生物化学与分子生物学 硕士	公司已授权的 3 项发明专利主要发明人，公司基础科学研究院研发项目主要负责人之一。

资料来源：wind，华安证券研究所

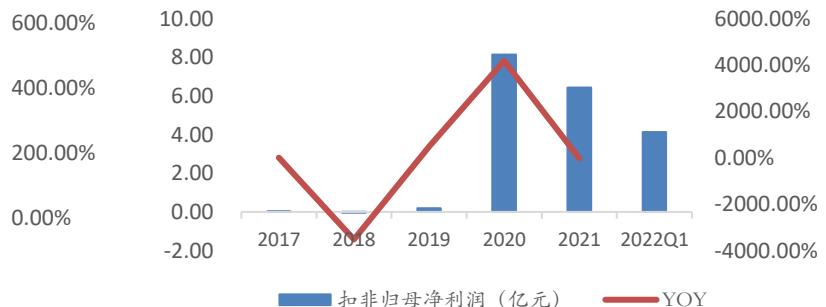
新冠业务带动公司业绩快速增长。公司 2018-2021 年营业收入分别为 1.71、2.68、15.64、18.69 亿元，2017-2020 年复合增速为 102.11%，2018-2020 年分别同比增长 57%、483%、19.44%。扣非归母净利润 2017 年几乎从零开始增长至 2020 年的 8.14 亿元，2021 年下滑至 6.44 亿元。2020 年在新冠收益催化下收入和净利润实现爆发式增长，剔除新冠收入后 2020 年营收同比增长为 40%。

图表 5 公司营业收入（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司扣非归母净利润（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

传统业务毛利率稳步提升。公司 2018-2019 年毛利率均保持 80% 以上的较高水平，新冠带动下 2020 年毛利率达到 91.5%，2021 年回复至 81.2%。净利率方面由于费用率下滑和毛利率提升，2019 年开始呈现稳步上升的趋势。2022 一季

度毛利率和净利率分别为 74.8% 和 44.2%。

疫情影响下费用率下降明显。2019 年前，公司费用率处于较高水平，2019 年公司销售费用率和管理费用率分别为 36.0%、40.25%，明显高于同行业可比公司水平，当时主要是因为公司体外诊断业务尚处于培育期，大量的资源进行市场推广。而 2020 和 2021 你拿年公司收入大幅增加，带来费用率下降程度明显。

图表 7 公司毛利率与净利率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司费用率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

2. 科研试剂行业：创新者的蓝海

2.1 科研服务包罗万象，造就千亿级别市场规模

国外通常把服务于科学的研究的企业所处的行业统称为科研服务行业，是为从事科学的研究和生产质量控制的企业、高校和研究机构，提供设计、建设、运营、维护、升级、改造、信息化的科研服务技术解决方案的服务性行业。

主要销售产品包括科研试剂、高端耗材、实验仪器、智能设备、科研信息化、特种化学品，同时通过相关专业技术服务，帮助客户解决从常规的测试到复杂的研发项目中所遇到的各种挑战。

科研服务行业行业下游客户主要分布在生物医药、新材料、新能源、节能环保、食品日化、分析检测、智能制造、化工化学和科研机构等领域。

图表 9 科研服务行业分类及特点

实验试剂
实验试剂诞生于实验室，又被称为研发用试剂，主要是实现化学反应、分析化验、研究试验、教学实验、化学配方使用的纯净化学品。一般按用途分为通用试剂、高纯试剂、分析试剂、仪器分析试剂、临床诊断试剂、生化试剂、无机离子显色剂试剂等。
实验耗材
实验耗材是指科研实验中所需要消耗的材料，主要服务生物医药、新材料、新能源、化工化学、食品日化、水资源保护、分析检测等工业领域客户，及高校、研究所、安监、质检等政府机构，产品主要包括分析耗材、生物耗材、常规耗材和安防产品等。
实验仪器
科研仪器设备是指科研实验中所需要的基础研发设备，主要面向客户包括生物制药、石油化工、食品日化、环保环境、检验检疫、新材料、新能源、生命科学等领域的企业，及高校院所、政府机构等，产品主要包括搅拌、分散乳化、天平、气体检测以及气液相等实验室通用仪器和分析仪器等。

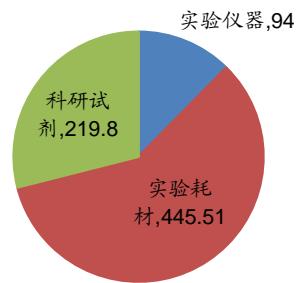
资料来源：泰坦科技招股说明书，华安证券研究所

科研服务行业规模未有直接统计，综合各方数据判断 2020 年全球规模超 750 亿美元，国内约 1300 亿人民币（200 亿美元）

全球科研服务行业规模 2020 年超 750 亿美元

- 实验室仪器：根据 BCC Research《实验室通用设备全球市场研究报告》数据显示，预计 2020 年市场规模将达到 94 亿美元；
- 实验耗材：丁香通《生物实验室耗材市场及关键制造技术分析》预估 2020 年全球实验耗材规模为 445.51 亿美元。
- 科研试剂：根据 Wise,guy 研究报告预测，全球实验室试剂市场规模将从 2017 年的 183 亿美元，复合年增长率为 6.3%，从而预估 2020 年为 220 亿美元。

图表 10 全球科研服务市场规模与结构（亿美元）

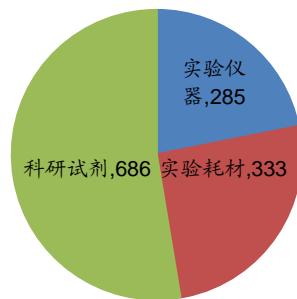


资料来源：BCC、丁香通、Wiseguy、上海仪器仪表行业协会、阿拉丁、泰坦科技、诺唯赞招股说明书，华安证券研究所

科研服务行业国内约 1300 亿人民币（约 200 亿美元）

- 实验室仪器：根据上海仪器仪表行业协会发布的数据，2020 年我国实验分析仪器行业实现主营业务收入 285 亿元人民币；
- 实验耗材：根据《生命科学实验耗材市场及关键制造技术的现状、挑战与对策》，2018 年我国一次性生命科学耗材的市场容量为 231.26 亿元人民币，预测未来每年增长率为 20%，从而预测 2020 年将达到 333 亿元人民币；
- 科研试剂：根据阿拉丁招股书，预计试剂+耗材规模 2020 年将到达 1019 亿元，减去耗材的预测，推断 2020 年实验试剂规模为 686 亿元人民币。

图表 11 中国科研服务市场规模与结构（亿人民币）



资料来源：BCC、丁香通、Wiseguy、上海仪器仪表行业协会、阿拉丁、泰坦科技、诺唯赞招股说明书，华安证券研究所

科研试剂为创新基石，伴随创新成长

科研试剂为实验必不可少一环。实验试剂诞生于实验室，又被称为研发用试剂，主要是实现化学反应、分析化验、研究试验、教学实验、化学配方使用的纯净化学品。并且品种门类繁多，工艺技术复杂，其制造的关键技术主要包括合成制造、分离技术、纯化技术以及与科研试剂生产相配套的分析检验技术、分装技术、环境处理与监测技术、包装储存技术等。

国内市场规模估算为 686 亿元，占据科研服务半壁江山。根据引言中的测算，2020 年国内科研试剂市场规模约为 686 亿元人民币，占科研服务行业的 52.6% 左右。

占比科研经费的 20%-25%，伴随创新成长。根据《国内实验试剂供应链现状、

问题与对策》论文课题组调研，科研试剂及耗材约占国内科研机构（政府隶属研发机构、高等院校及其他事业单位）研发经费支出的 20%-25%。

图表 12 科研试剂行业技术特点

产品种类极多

科研试剂广泛应用于国民经济的各个领域，所需品种门类繁多。由于科研试剂占用户的生产成本较低，所需品种较多且技术特点各异，试剂用户更倾向于集中采购，因此对于科研试剂企业而言，生产和供应的品种越多，则可以更好的满足客户需求。

生产技术复杂多样

企业普遍采用复合型经营模式扩大产品覆盖面科研试剂由于品种门类繁多，工艺技术十分复杂，几乎包含了全部化学反应与各种单元操作。各生产厂家受制于技术、资源等原因，无法生产全部品种，而是根据自身发展特点及技术优势生产经营部分优势品种，并力求实现该部分品种的产业化生产，以实现规模经济。

与国民经济各领域密切相关

科研试剂广泛应用于工业、农业、医疗卫生、生物技术、检验检疫、国防军工等国民经济的各行各业，在电子、微电子、航空航天、新材料、生物医药等先进制造业领域的作用尤为重要，能为其提供关键性基础化工材料。

资料来源：泰坦科技招股说明书，华安证券研究所

2.2 生物试剂：全球千亿级市场，国内景气度更高

生物试剂是指生命科学研究中使用的生物材料或有机化合物，是从基础研究到成果转化不可或缺的一部分。

生物试剂全球千亿人民币市场。根据 Frost & Sullivan 数据，全球生物科研试剂市场于 2015 年达到 128 亿美元，并以 8.1% 的年复合增长率增长至 2019 年的 175 亿美元，预计到 2024 年，全球生物科研试剂市场规模将达到 246 亿美元，2019 至 2024 年复合增长率为 7.1%。

国内增速为全球两倍。中国生物科研试剂市场规模于 2015 年达到 72 亿元，并以 17.1% 的年复合增长率增长至 2019 年的 136 亿元，预计到 2024 年，中国生物科研试剂市场规模将达到 260 亿元，2019 年-2024 年复合增长率为 13.8%。中国增速显著高于同期全球生物科研试剂市场。

图表 13 全球生物试剂市场规模及预测（亿美元）



图表 14 中国生物试剂市场规模及预测（亿人民币）



资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

生物科研试剂产品可分为三个种类：1.蛋白类（蛋白质大分子实验中所需要的

试剂类型); 2. 核酸类(又称分子类, 包括定制化的合成核酸和克隆载体等分子实验所需试剂); 3. 细胞类(涵盖转染试剂及培养基等细胞实验所需试剂)。

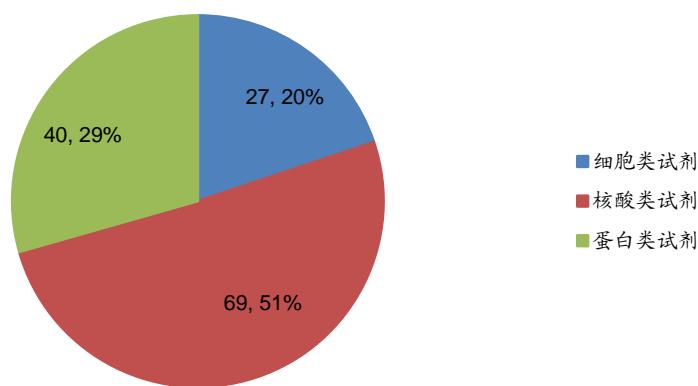
从结构上来看, 我国各类生物科研试剂中, 核酸和蛋白类试剂占比最大。根据 Frost & Sullivan 数据, 2019 年我国生物科研试剂市场中核酸类市场规模 69 亿元, 占比 51%; 蛋白类市场规模 40 亿元, 占比 29%; 细胞类试剂市场规模 27 亿元, 占比 20%。

图表 15 生物试剂分类及特点

	定义	产品类型	举例
分子类 主要指核酸以及小分子进行的实验中所需要用到的试剂类型	核酸为主要组成成分的产品		DNA ladder
	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		DNA 聚合酶试剂盒
	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		DNA 提纯试剂盒
	用于克隆的产品		感受态细胞
	其他与核酸相关的产品		DNA loading buffer
蛋白类 主要指围绕蛋白质大分子进行的实验中所需要用到的试剂类型	重组蛋白		人 Furin 转化酶重组蛋白
	抗体		兔单克隆抗体
	蛋白芯片		蛋白质微阵列
	专用于蛋白的修饰、纯化、电泳的单个产品或试剂盒		蛋白纯化用的离子交换树脂
	其他		Western Blot buffer
细胞类 主要指围绕体外细胞进行的实验中所需要用到的试剂类型	细胞为主要组成成分的产品		人骨髓瘤细胞
	专用于细胞培养、转染、凋亡、裂解的单个产品或试剂盒		转染试产
	其他		细胞培养用抗生素

资料来源: 诺唯赞招股书说明书, 华安证券研究所

图表 16 中国生物科研试剂市场按科研试剂类型拆分, 2019 年(亿元人民币)



资料来源：Frost& Sullivan、诺唯赞招股说明书，华安证券研究所

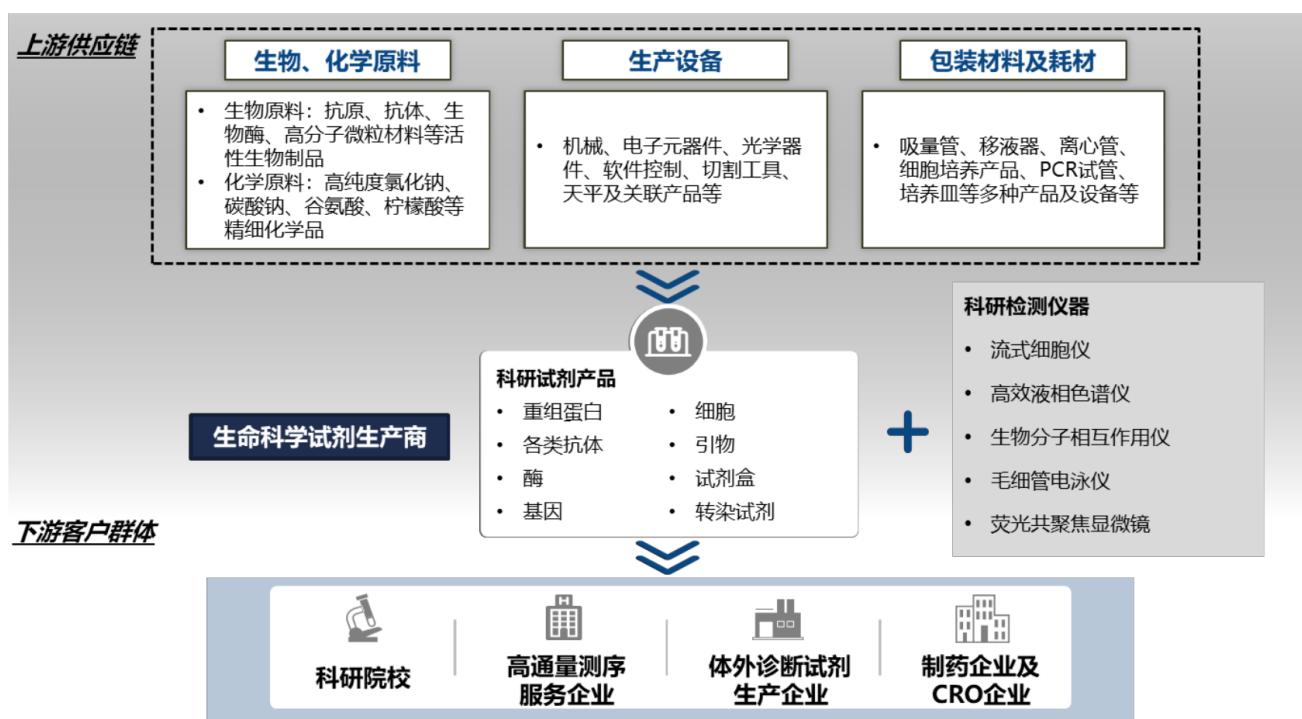
生物试剂产业链

上游供应链（国内约 1300 亿人民币）：生物、化学原料、生产设备、包装材料及耗材供应商；

生物试剂生产商：利用上述原材料开发种类丰富的生物试剂；

下游客户群体：包括科研院校、高通量测序服务企业、体外诊断试剂生产企业、制药企业及 CRO 企业等。

图表 17 生物试剂行业产业链



资料来源：诺唯赞招股说明书，华安证券研究所

由于生物科研试剂对产品和服务的要求较高，因此难度也会更大，从而形成了极高的进入壁垒。而国内起步较晚，技术和品牌实力弱于国际巨头、质量体系缺乏，导致我国生物试剂市场长期被外资企业垄断。加上行业处于研发初期，客户也往往较为分散，导致厂家规模效应不明显。

图表 18 我国生物科研试剂市场特点

专业知识要求高

生物科研试剂行业属于知识与技术密集的行业，对产品和服务的要求较高，因此，高端专业技术人才的缺乏成为生物科研试剂行业发展的瓶颈之一。

质量保证体系缺乏

由于产品种类多、客户需求复杂，生物科研试剂行业难以制定统一的技术标准，一些国产科研试剂缺乏完备的质量控制和质量保证体系，产品质量良莠不齐，缺乏市场竞争力。

国外企业垄断

由于国产企业起步晚，技术和品牌实力弱于国际巨头，因此我国生物试剂市场长期被外资企业垄断，国产厂商所占市场份额较小。

缺乏规模效应

由于生物科研试剂一般用于基础研究或医药研发前期，客户群体分布广泛且分散，平均订单量小，因此难以通过批量的方式实现产品生产和流通，缺乏规模效应。

资料来源：义翘神州招股说明书，华安证券研究所

分子类生物试剂：格局分散的百亿市场

分子类生物试剂主要指核酸及小分子进行的试验中所需要用到的试剂类型。方法学为分子生物学中的相关方法和技术，主要构成为各类酶、抗体和由有机化合物、无机化合物、超纯水组成的缓冲液等，不同生物试剂产品构成的区别主要体现为酶的种类、用量以及缓冲液的配方等。

图表 19 分子类试剂产品、构成、方法学及其应用场景

产品系列	主要构成	方法学	应用场景
PCR 系列	Taq DNA 聚合酶及抗体、高保真 DNA 聚合酶及抗体、dNTP 和缓冲液	聚合酶链式反应	科学研究、体外诊断、医药及疫苗研发、动物检疫
qPCR 系列	Taq DNA 聚合酶及抗体、UDG 酶、荧光染料、dNTP 和缓冲液	荧光聚合酶链式反应	科学研究、体外诊断、医药及疫苗研发、动物检疫
分子克隆系列	T4 DNA 连接酶、拓扑异构酶、DNA 外切酶、dNTP 和缓冲液	连接反应和同源重组	科学研究、医药及疫苗研发
逆转录系列	逆转录酶、Taq DNA 聚合酶及抗体、RNA 酶抑制剂、DNA 酶、dNTP 和缓冲液	逆转录反应	科学研究、体外诊断、动物检疫
基因测序系列	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、等温扩增酶、dNTP 及文库接头、磁珠和缓冲液	高通量测序	科学研究、高通量测序、体外诊断、医药及疫苗研发、动物检疫
Bio-assay 系列	荧光素酶、荧光物质和缓冲液	酶催化发光反应	科学研究、医药及疫苗研发
提取纯化系列	核酸硅基质吸附柱、硅基质磁珠、蛋白酶、核酸酶和缓冲液	柱式提取和磁珠提取	科学研究、体外诊断、动物检疫
基因编辑系列	细菌 DNA 内切酶、T7 DNA 内切酶和缓冲液	基因工程技术	科学研究

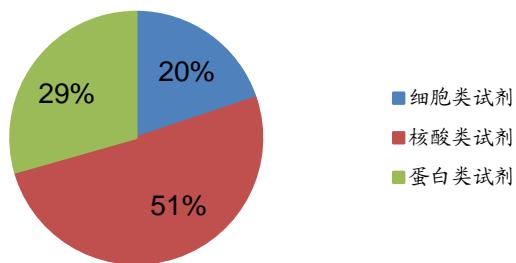
细胞/蛋白系列 末端转移酶、辣根过氧化物酶、荧光素酶、藻红蛋白、荧光染料和缓冲液 冲液	末端转移酶、辣根过氧化物酶、荧光素酶、藻红蛋白、荧光染料和缓冲液 催化发光反应	科学研究、医药及疫苗研发
--	--	--------------

资料来源：诺唯赞招股说明书，华安证券研究所

2019 年我国分子类试剂的市场规模占比为 51%，是生物科研试剂中最大的类别。

根据 Frost & Sullivan 数据，分子类试剂的市场规模在 2015 年为 39 亿元，并以 15.8% 的年均复合增长率增长至 2019 年的 69 亿元，预计于 2024 年将达到 124 亿元，2019-2024 年期间预计年均复合增长率为 12.3%。

图表 20 中国生物科研试剂市场按科研试剂类型拆分，2019（亿人民币）



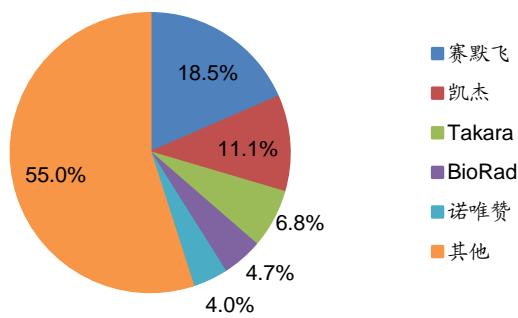
资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

根据弗若斯特沙利文分析的统计数据，2020 年在我国分子类生物试剂市场中国际先进企业占据主要市场份额，前四分别为赛默飞、凯杰、宝生物、BioRad，合计占据超过 40% 的市场份额，第五位国产诺唯赞占有约 4.0% 的市场份额。可见国产市场占有率与国际先进企业相比仍有较大差距。

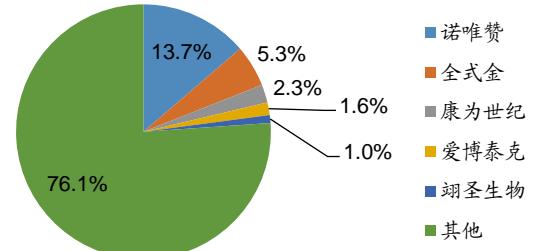
单独统计国产品牌竞争格局来看，国内分子类生物试剂厂商市场格局较为分散，主要龙头企业包括诺唯赞（13.7%）、全式金（5.3%）、康为世纪（2.3%）、爱博泰克（1.6%）、翊圣生物（1.0%）等，而其他厂家占据 76.1% 份额。

图表 22 2020 年中国分子类生物试剂市场竞争格局



资料来源：诺唯赞招股说明书，华安证券研究所

图表 23 2020 年中国国产分子类生物试剂市场竞争格局



资料来源：诺唯赞招股说明书，华安证券研究所

2.3 行业展望：内驱外拓，大有可为

我国科研试剂市场呈现产业链参与者众多、产品种类多、客户需求分散等突出特点。

图表 24 国内生命科学试剂行业特点

产业链参与者分散

生命科学试剂行业具有产品种类极其繁多且专业性强的特征，上游生产商受制于技术、资源及成本等因素，单一生产商只能提供有限产品；下游客户数量庞大且分散，高等院校、科研院所、医院等科研客户存在大量不同研究方向的课题组。此外，行业内存在大量规模较小的贸易商，普遍专业技术不强、售后服务较弱、区域性强。

产品种类多、性质复杂，适用实验方法和研究对象各异

生命科学试剂种类繁多、性质复杂，如抗体由抗原刺激产生，而抗原的种类繁多，并与抗体的来源宿主、单/多克隆性、偶联物及应用方法等多种属性互相交织，形成各种类型的抗体；同时，生命科学的研究的实验方法和研究对象众多，同一研究课题可能涉及多种实验方法和不同水平的研究对象（如基因、蛋白、细胞、组织及动物等），而不同生命科学试剂适用的实验方法和研究对象各异，如何选择满足自身实验需求的产品已成为科研人员的一大难题。

客户需求分散，采购呈现品种多、规格小、频率高特征

生命科学试剂覆盖研究领域广泛，如生命科学基础研究、医学基础研究、体外诊断研究、药物研发、细胞治疗研究等，同一研究领域又涉及众多研究方向。同一科研机构不同科研人员，甚至同一科研人员不同实验场景下，对于产品需求都存在较大差异，因而客户需求极其分散，其采购呈现品种多、规格小、频率高等特征。同时，科研机构的采购人员、研究人员、财务人员各司其职，三方之间信息不对称，采购人员如何及时跟进订单信息，研究人员如何合理安排实验时间、高效管理课题经费，财务人员如何准确审批、付款及核销，已成为影响行业运行效率的顽疾。

技术更新迭代快，新产品层出不穷

生命科学领域创新贯穿始终，每一次技术创新都伴随着大量新技术、新产品的出现。近年来，免疫学、分子生物学、细胞生物学等领域技术创新不断，涌现出如CRISPR-Cas9、CAR-T、NGS、核酸药物、干细胞和单细胞多组学等前沿生物技术，衍生出全基因组筛选文库、CAR-T 制备产品、NGS 建库试剂盒、单细胞测序试剂盒等新产品。及时掌握新技术，更好使用新产品，优化实验技术路线，是科研人员的普遍需求。

产品技术性强，对实验人员要求较高

生命科学试剂技术性强，往往涉及诸多学科及交叉领域，如流式抗体的使用涉及细胞生物学、免疫学、单克隆抗体技术、激光技术、荧光化学、光电子物理、流体力学及计算机软件技术等知识，对实验人员的知识背景及综合素质要求较高。

产品存储及运输要求高

生命科学试剂由于产品特性而对温度变化较为敏感，其存储和运输的温度要求各异，对于存储环境/温度和运输环境/温度的要求不同，且产品种类繁多，对供应商仓储物流的专业、高效率、准确管控要求较高

资料来源：优宁维招股说明书，华安证券研究所

高景气度生物科研试剂客户群体主要为科研机构用户和工业用户。用户的特点也各不相同：

- 科研机构用户包括高等院校、各类研究所等，对于产品的需求往往更加分散，对产品价格的敏感度也更低。
- 工业用户包括药物研发企业、外包研发机构等，单个工业用户的需求往往

更大，出于成本考虑对产品的价格也更为敏感。

图表 25 科研机构用户和工业用户区别

	工业用户	科研用户
需求量	高	较高
质量要求	较高	高
价格敏感度	高	低
代表群体	药企、CRO	高校、研究机构
应用领域	药物研发，生产工艺的改良与放大，质量监控等环节	研发实验过程，作为学术成果产出的必要条件
影响因素	中国生物药领域的兴起与海外订单的转移为企业带来巨大的业务需求，因此对抗体试剂的需求也相应增加。由于工业用户对研发成本控制严格，需要平衡研发生产投入与实际收入，具有较强压缩试剂成本的意愿。	高校及科研机构的科研人员对于学术成果产出质量与数量有较高要求，生物药的蓬勃发展倒逼研发机构的科研投入。为保证科研成果的准确性与可验证性，对进口高价试剂的承受能力强。

资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

为推动行业的发展，国务院及有关政府部门先后颁布了一系列法规及产业政策，为扶持科研服务企业发展、加强行业规范等方面提供了指导方向，将在较长时期内对行业发展起到促进作用，其主要内容如下：

图表 26 科研服务主要行业政策

文件名称	发布时间	主要相关内容	发布单位
《国家中长期科学和技术发展规划纲要2006-2020》	2006年2月1日	其“科技体制改革与国家创新体系建设”中提出“深化科研机构改革，建立现代科研院所制度，一要按照国家赋予的职责定位加强科研机构建设；二要建立稳定支持科研机构创新活动的科技投入机制。学科和队伍建设、重大创新成果是长期持续努力的结果。对从事基础研究、前沿技术研究和社会公益研究的科研机构，国家财政给予相对稳定支持；三要建立有利于科研机构原始创新的运行机制；四要建立科研机构整体创新能力评价制度。建立科学合理的综合评价体系，在科研成果质量、人才队伍建设、管理运行机制等方面对科研机构整体创新能力进行综合评价，促进科研机构提高管理水平和创新能力；五要建立科研机构开放合作的有效机制。”	国务院
《促进生物产业加快发展的若干政策》	2009年6月1日	培养具有较强创新能力和国际竞争力的龙头企业。鼓励龙头企业加强研发能力建设，积极开展技术引进、跨国经营等活动。	国务院
《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	2010年10月1日	其重点发展领域中提出建立“生物产业。大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。”	国务院
《国务院关于加快科技服务业发展的若干意见》	2014年10月1日	提出到2020年科技服务业产业规模达到8万亿元，成为促进科技经济结合的关键环节和经济提质增效升级的重要引擎。重点发展研究开发、技术转移、检验检测认证、创业孵化、知识产权、科技咨询、科技金融、科学技术普及等专业科技服务和综合科技服务，提升科技服务业对科技创新和产业发展的支撑能力。	国务院

《国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见》	2016年3月1日	增强医药产业创新能力，调动医疗机构在医药创新上的积极性，提高新药临床研究水平，促进科技成果转化和应用；规范药品医疗器械临床试验基地（GCP 基地）的建设和管理，提高临床研究质量，促进科技成果转化应用。	国务院
《“十三五”生物产业发展规划》	2016年12月1日	到 2020 年，生物产业规模达到 8-10 万亿，生物产业增加值占 GDP 的比例超过 4%，成为国民经济的主导产业，生物产业创造的就业机会大幅增加。	发改委
《国家创新驱动发展战略纲要》	2016年5月1日	大力支持自由探索的基础研究，力争在更多领域引领世界科学研究方向，建设一批支撑高水平创新的基础设施和平台，加快建设大型实验装置、数据资源、生物资源等科技基础条件平台。	国务院
《国务院关于全面加强基础科学的研究若干意见》	2018年1月1日	加大中央财政对基础研究的支持力度，采取政府引导税收杠杆等方式，探索实施中央和地方共同出资、共同组织国家重大基础研究任务的新机制。地方政府结合本地区经济社会发展需要，加大基础研究的支持力度。	国务院
《产业结构调整指导目录（2019年本）》	2019年10月1日	将“分析、实验、测试以及相关技术咨询与研发服务”列为第三十一大类“科技服务业”中的鼓励类项目。	国务院

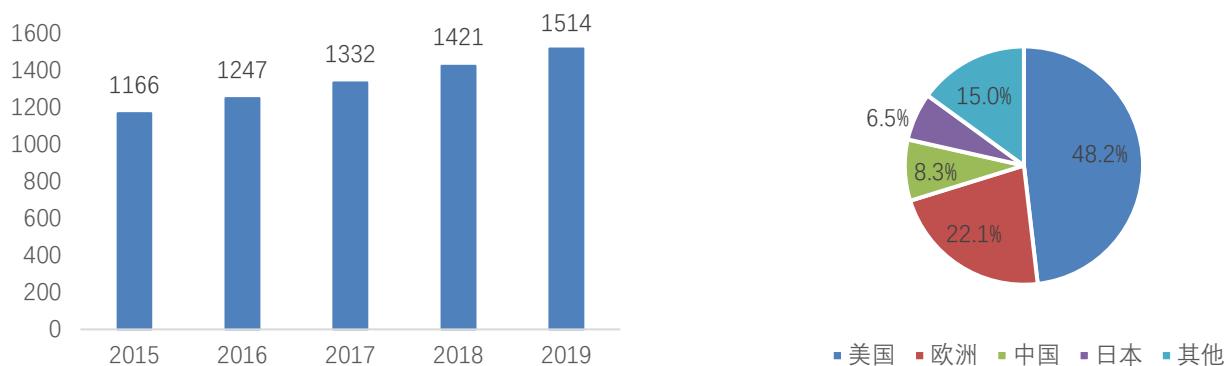
资料来源：义翘神州招股说明书，华安证券研究所

科研主导，需求强劲

随着全球各国对基础研究的重视程度不断提升，科研经费拨款也越来越多。近年来，基础科学领域特别是生命科学领域经费在科研经费所占比重逐步提高，推动生命科学基础研发迅速发展。全球各国对于生命科学领域的研究资金投入也快速增长，从 2015 年的 1,166 亿美元增加到 2019 年的 1,514 亿美元，年复合增长率为 6.7%。

从全球生命科学研究资金投入地域分布情况看，2019 年美国投入的研究资金约为 729 亿美元，在全球总研究资金投入占比达到 48.2%，紧随其后的欧洲整体研究资金投入约占 22.1%，目前我国的生命科学研究资金投入强度与美国等世界科技强国相比仍有一定差距，约占全球整体资金投入的 8.3%。

图表 27 2015-2019 年全球生命科学领域研究资金投入（亿美元） 图表 28 2019 年全球生命科学领域研究资金投入(按照地域拆分)



资料来源：Frost&Sullivan、义翘神州招股说明书，华安证券研究所

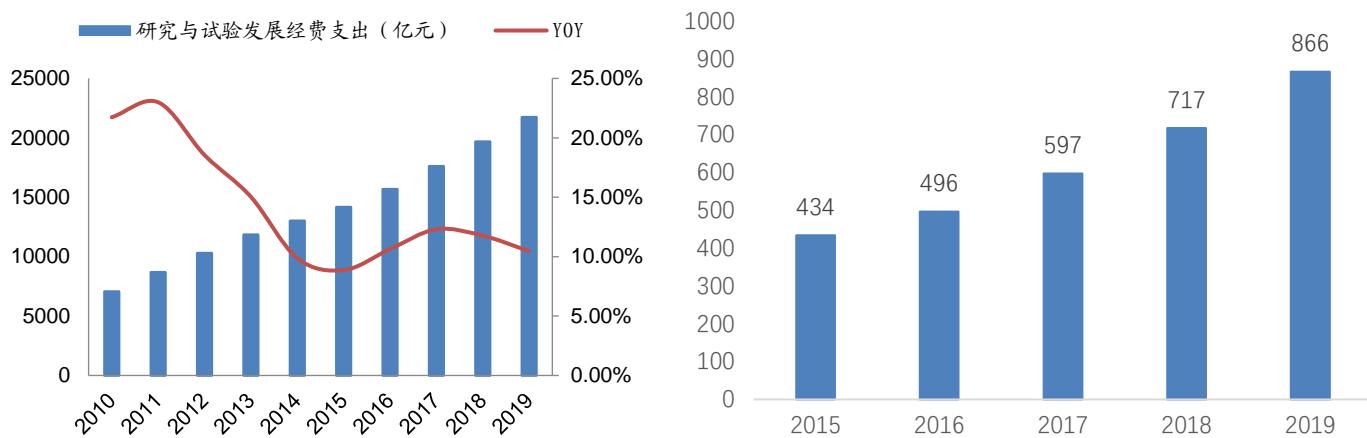
资料来源：Frost&Sullivan、义翘神州招股说明书，华安证券研究所

近年来，我国科技投入力度逐步加大，研究与试验发展（R&D）经费投入保持较快增长。根据国家统计局数据，我国研究与试验发展（R&D）经费由 2010 年的

7,063亿元增长至2019年的21,737亿元，年均复合增长率达13.30%。目前，我国研发经费支出规模已经位居全球第二，仅次于美国。

同时，随着生物技术在引领未来经济社会发展中的战略地位日益凸显，国家先后出台一系列鼓励政策和措施，积极鼓励全社会在生命科学领域进行研究，中国生命科学领域的研究资金投入迅猛增长，由2015年的434亿元增长至2019年的866亿元，年复合增长率高达18.8%。

图表29 2010-2019年我国研究与试验发展经费支出情况 图表30 2015-2019中国生命科学领域研究资金投入(亿元)



资料来源：国家统计局、Frost&Sullivan、义翘神州、优宁维招股说明书，华安证券研究所

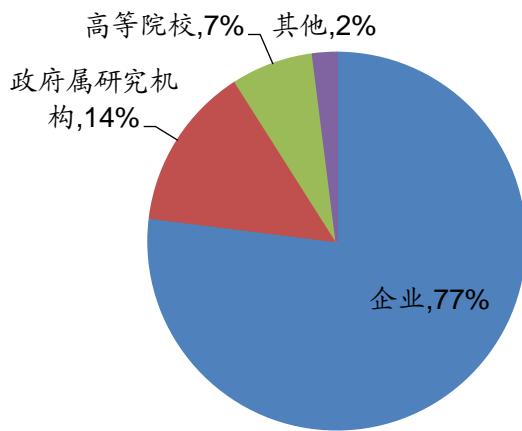
资料来源：国家统计局、Frost&Sullivan、义翘神州、优宁维招股说明书，华安证券研究所

工业端更易国产替代

成果转化和中小型生物科技公司的崛起成为工业客户新特征。近些年，生命科学研究快速发展，特别是在免疫、基因等细分领域，不断有研究成果转化为“重磅炸弹”的药物。令人瞩目的商业化成功先例，驱使基础研究更快地进入商业化阶段，从而推动了生命科学的研究的发展。随着化学新药开发难度逐渐增大和生命科学的研究的发展，生物药已经成为医药市场增长的主要推动因素，众多中小型生物科技公司也开始涉足生物药的研发。为了发现更多的新机制、新靶点，这些生物科技公司也更加注重研发投入。

同时，我国R&D经费投入从活动主体上来看由企业、政府属研究机构及高等院校组成。其中，企业是R&D经费投入的绝对主力，2018年度全国R&D经费支出中企业占比达77%。因此工业端客户是国内试剂厂商不可忽略的一块。

图表31 2018年全国研究与试验发展经费支出主体分类结构



资料来源：国家统计局、阿拉丁招股说明书，华安证券研究所

相较于科研客户的需求分散、价格敏感度较低，工业用户的需求往往更大，从而对于供应商而言更易大规模生产，形成规模效应。并且工业客户出于成本考虑对产品的价格也更为敏感，相对应的对于品牌溢价关注度更低。因此更容易进行国产替代。

以百普赛斯招股说明书中披露的客户在选取供应商时主要的考察指标可以清晰看出工业客户和科研客户的差异。工业客户对产品质量、产品供应稳定性及后期技术支持服务要求高，相对科研客户，具有品类更集中、批量更大、频次更高的采购特点。

图表 32 客户在选取供应商时主要的考察指标

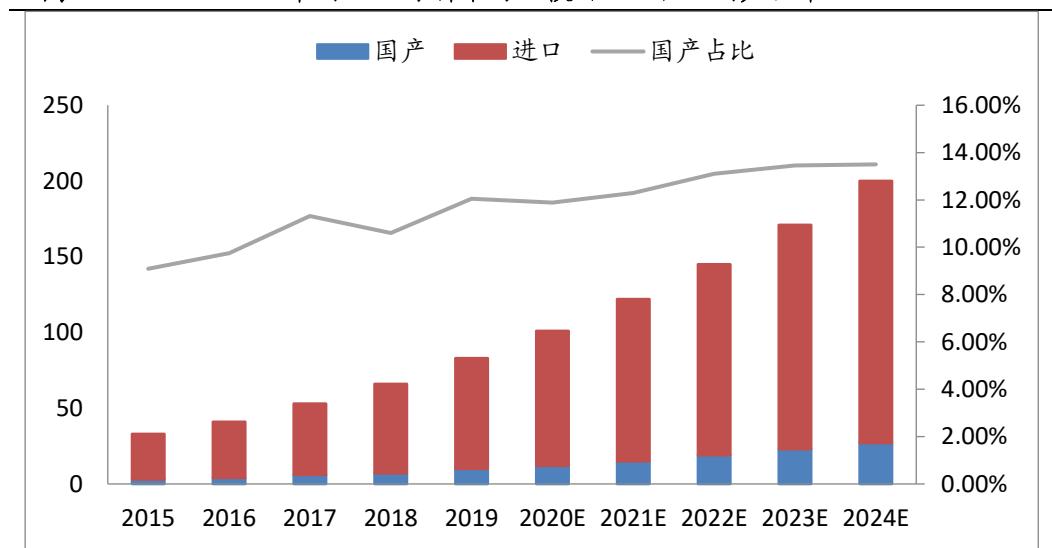
指标分类	指标名称	工业客户					科研客户
		抗体发现及免疫	抗体等筛选与表征	工艺开发及优化	临床前研究	临床研究	
质量	定量准确性	√	√ √	√ √	√ √	√ √	
	活性及活性数据丰富度	√	√ √	√ √	√ √	√ √	√
	纯度		√	√ √	√ √	√ √	√
	均一性	√	√	√ √	√ √	√ √	
	批间一致性		√	√ √	√ √	√ √	
	产品稳定性		√	√ √	√ √	√ √	
	内毒素含量	√					
供应链	蛋白标记度		√	√	√	√	
	供应稳定性			√ √	√ √	√ √	
	货期	√ √	√ √	√	√	√	√ √
品牌及质量体系	品牌影响力	√	√	√ √	√ √	√ √	√ √
	质量体系			√ √	√ √	√ √	
服务	技术支持服务		√	√ √	√ √	√ √	√
价格		√ √	√	√	√	√	√ √
品种及数量丰富度		√	√				√ √

注：√代表较为关注，√√代表核心关注，若无标记代表关注度较低。

资料来源：百普赛斯招股说明书，华安证券研究所

参考 IVD 原料市场，国产替代进行时。体外诊断原料主要指酶、抗原、抗体等体外诊断试剂的关键原料，下游客户为 IVD 厂商。从市场格局来看，虽然进口产品依然占据体外诊断试剂原料市场的主导地位，但国产产品发展速度较快，2015-2019 年的年均复合增长率达到 30.6%，高于进口产品的增速。随着国内企业技术水平的不断提升以及对生物科技产业供应链本地化重视程度的不断加强，预计国产体外诊断试剂原料市场规模将以 23.3% 的年均复合增长率增加到 2024 年的 27 亿元，占比达到 13.5%，逐步实现进口替代。

图表 33 2015-2024E 中国 IVD 原料市场规模（亿元）及国产化率



资料来源：wind，华安证券研究所

科研试剂与 IVD 原料行业有很多相似之处，尤其是在面对成本控制力度大科研试剂的工业端。

目前本土企业的生物试剂企业所占市场份额较低。随着本土企业科研能力的提升、产品质量的提高、业务水平的进步，其产品将会逐渐实现对进口产品的替代，提高市场占有率，而整体行业也将减少对于进口产品的依赖。

资金充沛，有望复刻海外巨头并购扩张之路

并购铸就海外龙头。欧美等发达国家的生命科学试剂行业在发展初期，中小型家族企业盛行，行业集中度较低。自上世纪 80 年代起，欧美生命科学试剂行业开始进入产业整合期，并购重组频发，德国默克 (Merck KgaA)、赛默飞 (Thermo-Fisher)、丹纳赫 (Danaher)、艾万拓 (Avantor) 等一大批生命科学试剂企业通过不断整合获得迅速成长。

在行业发展和不断成熟的趋势下，各大公司积极寻求横向、纵向的联合，并购整合已经成为试剂行业发展的潮流，从而增加生物试剂整体市场的集中度。

图表 34 近年来全球科研服务业部分并购整合案例

时间	事件
2015 年 11 月	德国默克 (Merck KgaA) 以 170 亿美元收购了全球最大化工试剂生产商西格玛-奥尔德里奇 (Sigma-Aldrich)，增强其在实验室化学品、生物制剂、试剂方面的实力。

2016年3月	赛默飞(Thermo-Fisher)宣布完成对Affymetrix的收购，收购价约为13亿美元，其将拥有扩展的抗体产品组合以加强在生物科学领域的领导地位以及新的遗传分析功能，更好地服务于临床和应用市场。
2017年5月	艾万拓(Avantor)以64亿美元收购生命科学产品代理商VWR，完善产品和解决方案，扩展客户资源和销售渠道。
2019年2月	丹纳赫(Danaher)以214亿美元的价格收购了通用生命科学(GE Life Sciences)的生物制药(GE Biopharma)业务，主要为生物制药企业提供工艺开发和生产制造流程中的仪器、耗材及软件产品。
2020年3月	赛默飞(Thermo-Fisher)以104亿欧元收购荷兰诊断与样品制备技术供应商凯杰(Qiagen)，补充其现有的专业诊断产品组合。

资料来源：wind, 华安证券研究所

启示：丹纳赫的崛起，并购管理下的龙头

丹纳赫公司成立于1984年，经历35年发展壮大，现已成为全球领先的工业及医疗设备制造商，公司产品及其服务涵盖生命科学、医疗诊断、环保以及产品编码等。成立30多年以来，丹纳赫累计进行了超过400次并购重组，超过50%的收入是通过并购得来。

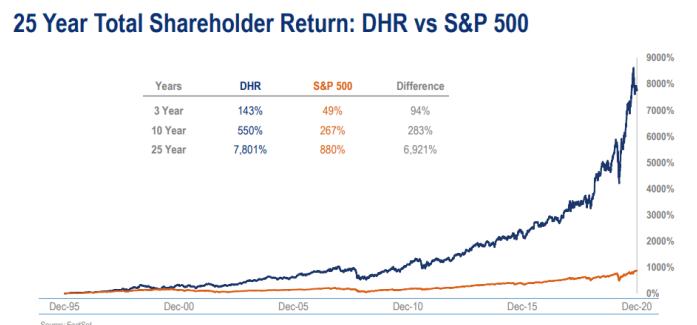
丹纳赫强劲的并购及管理能力也得到资本市场认可，25年累计涨幅达到年累计涨幅达到6524%。

图表35 丹纳赫并购与发展历程



资料来源：丹纳赫官网，华安证券研究所

图表36 1995-2020年涨跌幅：丹纳赫 vs S&P500



资料来源：丹纳赫官网，华安证券研究所

3. 体外诊断行业：新冠疫情催化下，国产替代方兴未艾

在全球范围内，体外诊断行业发展较早、新技术更迭速度较快，由于市场增长较快、资本回报率较高，吸引了众多参与者进入这一市场，并促进新技术的研发，使得体外诊断行业在上世纪七十和八十年代快速发展。进入2000年以后，由于各国开始对医疗保险进行控费，体外诊断行业迎来整合期。

图表 37 全球 IVD 发展历程



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

体外诊断行业的产业链主要包括上游原料供应商、中游体外诊断试剂生产商及经销商和下游体外诊断服务提供商。

上游原料供应商生产体外诊断试剂的原料，主要包括高纯度氯化钠、碳酸钠等精细化化学品以及酶、抗原、抗体等活性生物制品。下游体外诊断服务提供商主要包括医院、体检中心、独立实验室、血站、疾控中心等，其中医疗机构是体外诊断产品最主要的消费市场。

图表 38 IVD 行业产业链

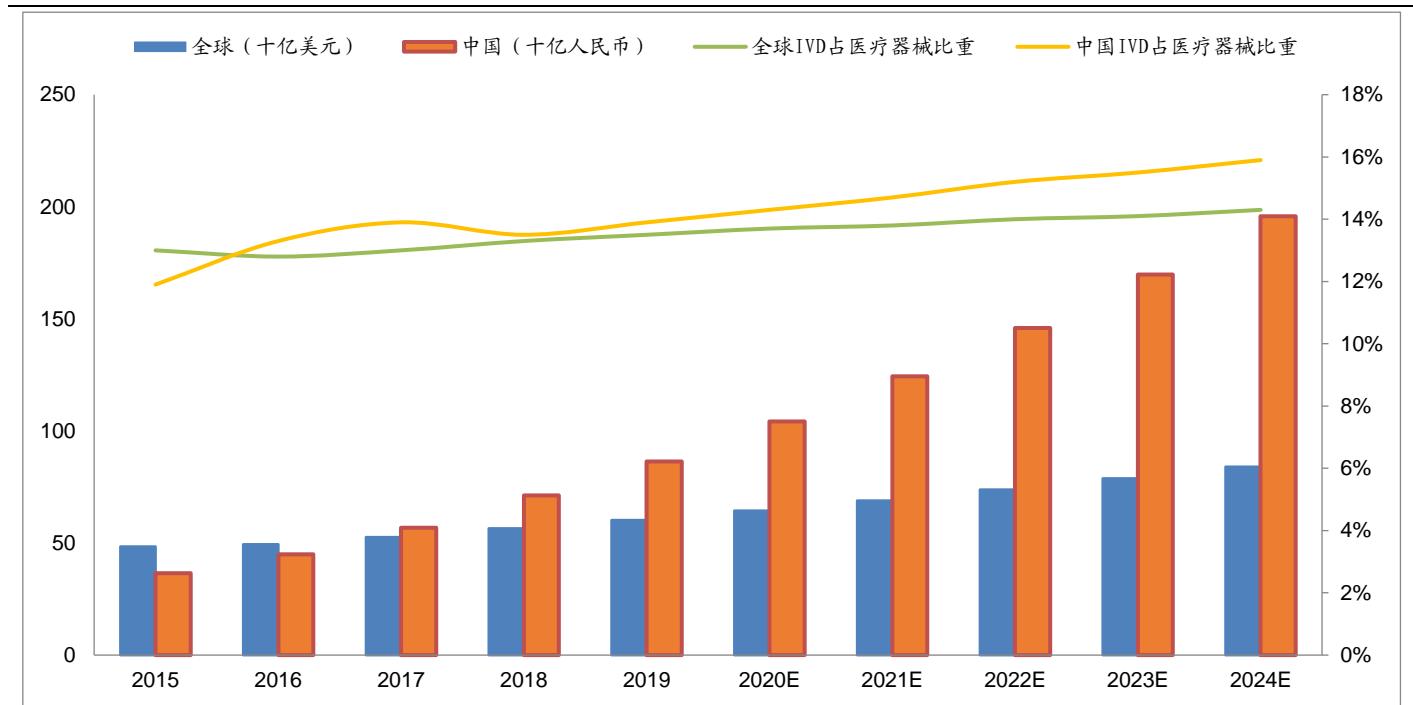


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

全球体外诊断行业的市场规模从2015年的484亿元美元增长到2019年的602

亿元美元。到 2024 年，全球体外诊断行业的市场规模预计将达到 840 亿元美元，2019-2024 年的年均复合增长率为 6.9%。我国体外诊断行业起步于 20 世纪 80 年代，经过近 40 年的发展，逐步建立完整的产业链，并实现技术突破。根据统计数据，我国体外诊断市场规模从 2015 年的 366 亿元增长到 2019 年的 864 亿元，占医疗器械市场规模的比例从 2015 年的 11.9% 增长到 2019 年的 13.9%。未来，预计体外诊断市场有望继续保持增长，到 2024 年，我国体外诊断市场规模预计将达到 1,957 亿元，2019-2024 年的年均复合增长率为 17.8%，占医疗器械市场规模的比例将达到 15.9%。

图表 39 全球与中国 IVD 行业规模及增速

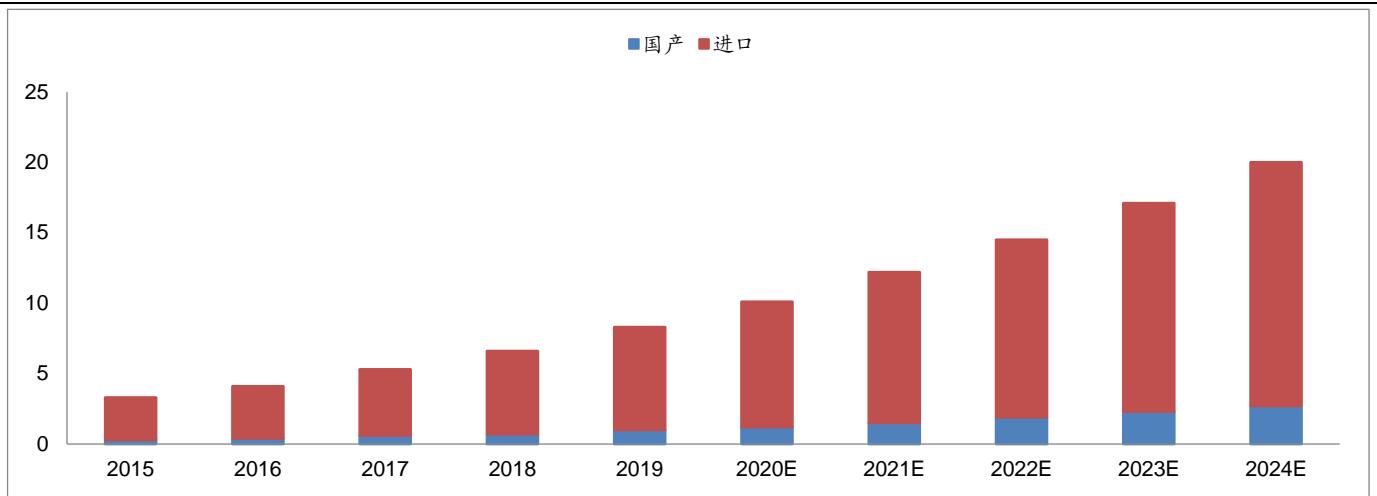


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

原料市场：体外诊断试剂的关键原料，逐步实现进口替代

体外诊断原料主要指酶、抗原、抗体等体外诊断试剂的关键原料。随着我国体外诊断行业的快速发展，作为产业链上游的体外诊断原料的市场需求相应快速扩大，市场规模从 2015 年的 33 亿增长至 2019 年的 82 亿元，2015-2019 年的年均复合增长率为 25.8%；预计 2024 年的市场规模将达到 200 亿元，2019-2024 年的年均复合增长率将达到 19.4%。进口产品依然占据体外诊断试剂原料市场的主导地位。2019 年，进口产品市场规模为 73 亿元，占体外诊断试剂原料市场的 88%；国产产品市场规模为 10 亿元，市场规模及占比较小，但发展速度较快，2015-2019 年的年均复合增长率达到 30.6%，高于进口产品的增速。随着国内企业技术水平的不断提升以及对生物科技产业供应链本地化重视程度的不断加强，预计国产体外诊断试剂原料市场规模将以 23.3% 的年均复合增长率增加到 2024 年的 27 亿元，逐步实现进口替代。

图表 40 中国 IVD 原料市场规模 (十亿人民币), 2015~2024E



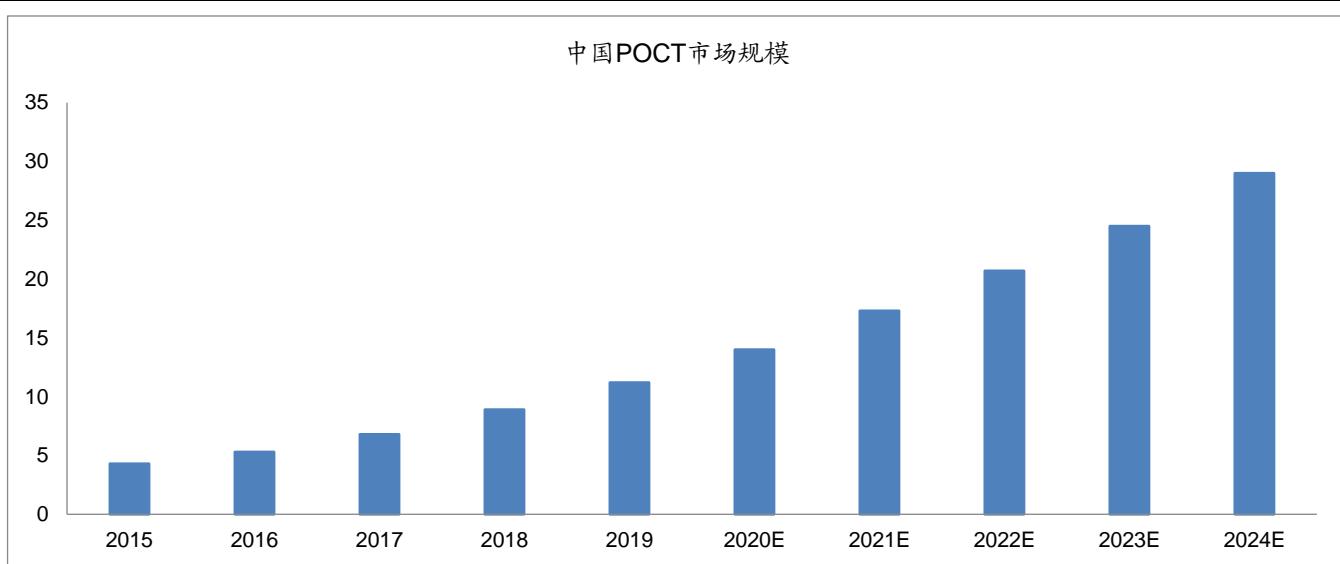
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

POCT：简单快捷的多场景应用工具

POCT 也称为“即时诊断”，是体外诊断行业的主要细分领域之一。目前，POCT 凭借其使用方便、快速等诸多优点，已成为体外诊断行业内发展最快的细分领域之一。近年来，POCT 可用测试的范围、设备的技术可靠性均得到了较大幅度的提高。

2015-2019 年，我国 POCT 市场规模从 43 亿元增长至 112 亿元，年均复合增长率为 27.0%；预计 2024 年市场规模将达到 290 亿元，2019-2024 年的年均复合增长率将达到 20.9%，年均复合增长率均高于我国体外诊断行业整体年均复合增长率，属于体外诊断领域中发展较快的细分领域。新冠检测的需求亦推动了 POCT 市场规模的快速增长。

图表 41 中国 POCT 试剂市场规模 (十亿人民币), 2015-2024E



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

分子诊断：高速增长的百亿级市场

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。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

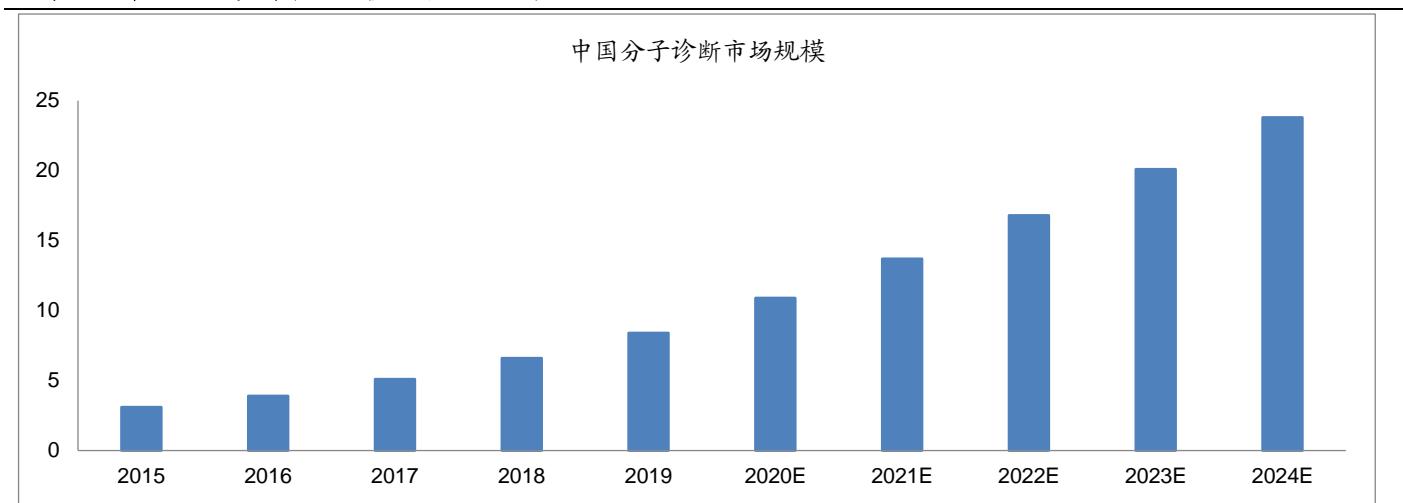
亿元，2019-2024 年的年均复合增长率将达到 23.2%。

图表 42 分子诊断细分

	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。通过扩增实用程序，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

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 43 中国分子诊断市场规模（十亿人民币），2015-2024E



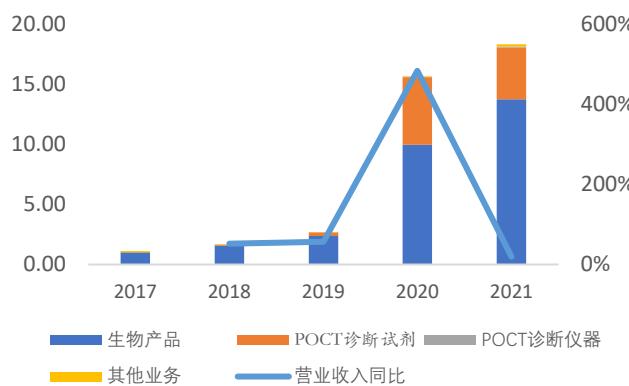
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4.公司业务：新冠带动成长，公司成长后劲十足

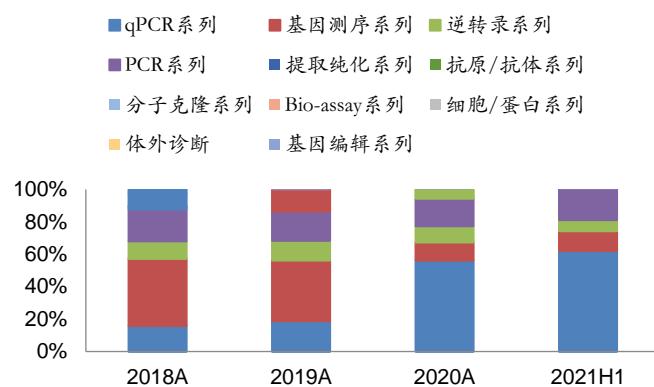
4.1 业务清晰，新冠业务推动高速增长

公司主营业务收入主要来源于生物产品、POCT诊断试剂、POCT诊断仪器。2019-2021年生物产品的销售收入分别为2.38亿元、9.96亿元、13.73亿元，占主营业务收入比例分别为88.7%、63.7%及73.5%；POCT诊断试剂的销售收入分别为0.28亿元、5.6亿元和4.29亿元，占主营业务收入比例分别为10.4%、35.8%和23%；POCT诊断仪器和其他业务的收入金额及占比均较小。在生物试剂中，公司产品可以进一步细分为PCR系列、qPCR系列、分子克隆系列、逆转录系列、基因测序系列等，2020年受疫情影响，公司qPCR系列占比达到50%以上。

图表44 公司收入拆分（亿元）



图表45 公司生物试剂细分

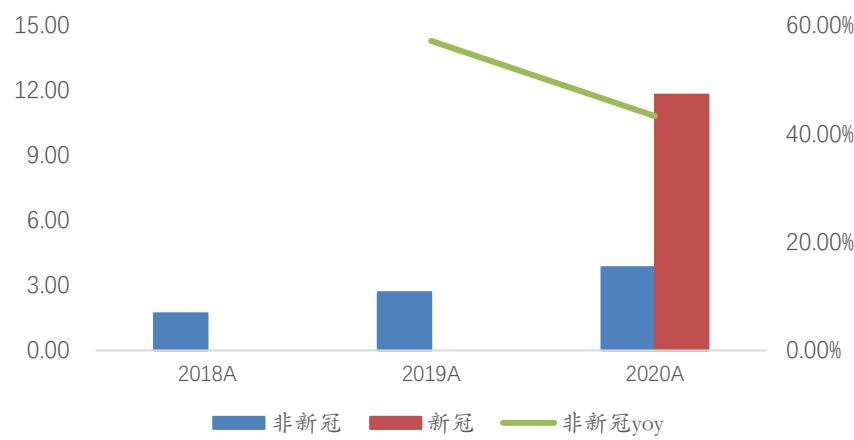


资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

公司生物试剂公司生物试剂2020年大幅增长，剔除新冠业务增速仍较快。2020年作为新冠检测试剂生产原料的生物试剂的市场需求迅速扩大，导致公司相关业务大幅增加，根据我们测算，若剔除新冠相关业务影响，公司传统生物试剂2018-2020年收入为1.57、2.38、3.84亿元，2020年增长率为43%，保持快速增长态势。

图表46 公司新冠相关与非新冠相关生物试剂



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4.2 核心看点：产品全而精，终端应用拓展性强

4.2.1 公司生物试剂产品齐全，终端应用领域丰富

公司通过自主开发的蛋白质定向改造与进化平台对高端酶定向进化。目前公司已开发出的生物试剂超过 500 种，9 大产品系列（PCR 系列、qPCR 系列、分子克隆系列、逆转录系列、基因测序系列、Bio-assay 系列、提取纯化系列、基因编辑系列和细胞/蛋白系列）在科学应用中齐全。

图表 47 公司生物试剂 9 大产品系列

产品系列	主要构成	方法学	应用场景
PCR 系列	Taq DNA 聚合酶及抗体、高保真 DNA 聚合酶及抗体、dNTP 和缓冲液	聚合酶链式反应	科学研究、体外诊断、医药及疫苗研发、动物检疫
qPCR 系列	Taq DNA 聚合酶及抗体、UDG 酶、荧光染料、dNTP 和缓冲液	荧光聚合酶链式反应	科学研究、体外诊断、医药及疫苗研发、动物检疫
分子克隆系列	T4 DNA 连接酶、拓扑异构酶、DNA 外切酶、dNTP 和缓冲液	连接反应和同源重组	科学研究、医药及疫苗研发
逆转录系列	逆转录酶、Taq DNA 聚合酶及抗体、RNA 酶抑制剂、DNA 酶、dNTP 和缓冲液	逆转录反应	科学研究、体外诊断、动物检疫
基因测序系列	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、等温扩增酶、dNTP 及文库接头、磁珠和缓冲液	高通量测序	科学研究、高通量测序、体外诊断、医药及疫苗研发、动物检疫
Bio-assay 系列	荧光素酶、荧光物质和缓冲液	酶催化发光反应	科学研究、医药及疫苗研发
提取纯化系列	核酸硅基质吸附柱、硅基质磁珠、蛋白酶、核酸酶和缓冲液	柱式提取和磁珠提取	科学研究、体外诊断、动物检疫
基因编辑系列	细菌 DNA 内切酶、T7 DNA 内切酶和缓冲液	基因工程技术	科学研究
细胞/蛋白系列	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	酶催化发光反应	科学研究、医药及疫苗研发

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4.2.2 核心酶已经达到国际先进水平，进口替代进行时

针对上游原料的研发及生产技术，公司设立时即成立了基础科学研究院，专注于研究功能性蛋白的改造、筛选、合成等关键技术，已形成多个核心技术平台，其中蛋白质定向改造与进化平台、规模化多系统重组蛋白制备平台运用于公司分子类生物试剂的研发与生产，作用于酶等功能性蛋白的改造、进化、筛选、生产各个环节，所涉及的生产工艺流程、参数、条件、配方等均为工程性技术，对于国内外各分子类生物试剂厂商来说均属于各自的商业秘密，无公开资料，因此无法直接对比。

部分产品已经达到国际先进水平。公司已成功对 200 多种酶进行定向改造，并可大规模稳定制备，部分产品在性能上达到国际先进水平，体现了公司核心技术平台的竞争优势。

图表 48 Taq DNA 聚合酶：公司 PCR 系列、qPCR 系列、逆转录系列生物试剂产品的关键原料

项目	诺唯赞	进口代表厂家 1	进口代表厂家 2
具体产品名称	公司代表产品	进口代表产品 1	进口代表产品 2
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
热启动技术	抗体法	抗体法	核酸适配体

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 49 逆转录酶：公司逆转录系列、基因测序系列生物试剂产品的关键原料

项目	诺唯赞	进口代表厂家 1	进口代表厂家 2
具体产品名称	公司代表产品	进口代表产品 1	进口代表产品 2
RNaseH 活性	缺失	缺失	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
抑制剂耐受性	高, 耐受血红素、胆盐等杂质	高, 耐受血红素、胆盐等杂质	-
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

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4.2.3 丰富的技术储备带来极强的业务延展能力

经过多年的发展，公司基于在酶、抗原、抗体等领域的关键共性技术平台及自身高效的研发体系，能够快速、高效、规模化的进行新产品的研发，已成功推出了包含 PCR 系列、qPCR 系列、分子克隆系列、逆转录系列等多个系列的生物试剂以及包含心脑血管、炎症感染、优生优育、胃功能等 8 个系列的 POCT 诊断试剂，并形成了覆盖科研院所、高通量测序服务企业、分子诊断试剂生产企业、制药企业、CRO 企业、医院等医疗机构等多种客户群体的客户组合。

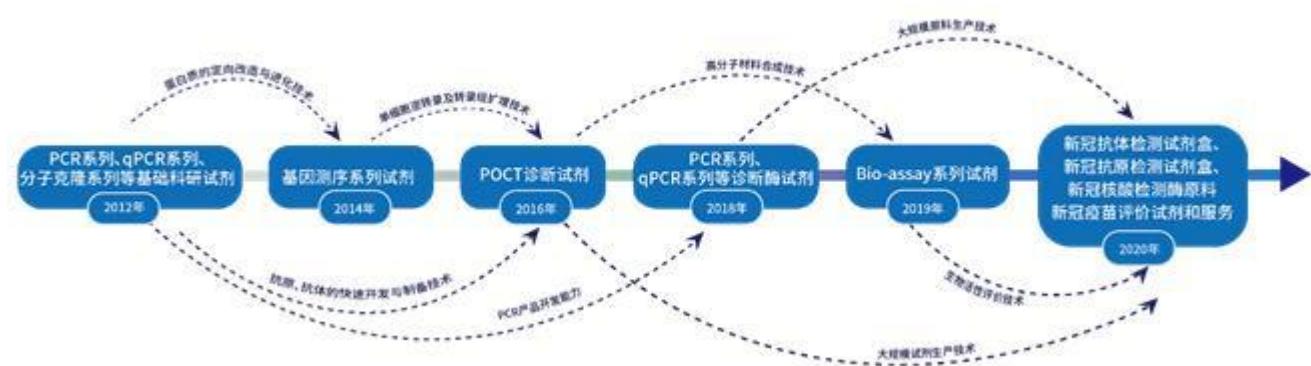
图表 50 公司技术平台与产品相结合



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司的关键共性技术平台的建立以分子生物学、细胞生物学、免疫学、酶学、生物化学等个学科交叉为基础，由于下游应用领域非常广泛，公司可以选择的研发方向较多，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，且对于不同细分领域的研发能够互相促进、迭代。

图表 51 公司在各领域之间的交叉融合



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

针对生物试剂，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。对于同一系列的生物试剂产品，虽然功能类似，但在具体性能特点及应用场景上有较为明显的区分，分为多个二级子系列。对于部分二级子系列产品，又可根据配套的缓冲液不同、适用平台的差异、具体方法学的差异、性能指标的差异进一步细分为三级子系列产品。

4.2.4 研发底蕴丰厚

研发费用高增长，研发人员储备深厚。公司 2021 年研发费用为 2.3 亿元，同比增长 83%，2018-2021 年三年研发费用复合增速高达 63.11%，2018-2021 年研发费用占收入比分别为 31.03%、23.21%、8.02% 和 12.31%，剔除 2020 年新冠影响公司研发费用占比均维持在较高水平。截至 2021 年 12 月 31 日，截至报告期末，公司整体研发人员数量为 652 名，同比增长 56.73%，占员工总数 27.39%，研发人员硕士及以上学历占比超过 50%。

图表 52 公司研发费用情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

在技术方面，公司作为研发导向型企业，一直保持着较高的研发投入，拥有酶、抗原和抗体关键原材料及生物试剂的研发和生产技术，截至 2021 年 12 月 31 日已申请专利 62 项，获得专利授权 30 项。公司最近三年的研发投入占比、研发人员数量、拥有的中国区域有效专利数量与国内外主要分子类生物试剂厂商的对比处于领先。

图表 53 公司研发投入相关数据与国内外主要分子类生物试剂厂商的对比情况

项目	赛默飞	宝生物	全式金	翊圣生物	爱博泰克	康为世纪	诺唯赞
最近三年研发投入（万元）	2,133,974.99	79,072.56	未披露	未披露	未披露	未披露	24,083.46
最近三年研发投入平均占比	3.84%	12.56%	未披露	未披露	未披露	未披露	12.02%
研发人员数量（人）	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	416
中国区域有效专利数	125	29	11	9	13	26	40

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4.2.5 IVD 业务背靠先进技术，借助疫情东风

诺唯赞医疗于 2016 年成立，因体外诊断行业的产品研发、注册、市场推广等周期相对较长，2017-2019 年经营规模较小；2020 年新冠疫情爆发后，诺唯赞医疗作为江苏省首家新冠检测试剂盒获批企业、全国第四家胶体金法新冠检测试剂盒获批企业，经营规模迅速扩大。

共获得中国医疗器械注册证书 67 项，涵盖心脑血管、炎症感染、优生优育、胃功能等 8 个领域，产品线较为齐全；此外，截至 2020 年 12 月 31 日，公司已有 2,478 台 POCT 诊断仪器投放至终端医疗机构，有利于公司未来经营规模的持续扩大。

图表 54 公司试剂盒拥有技术优势

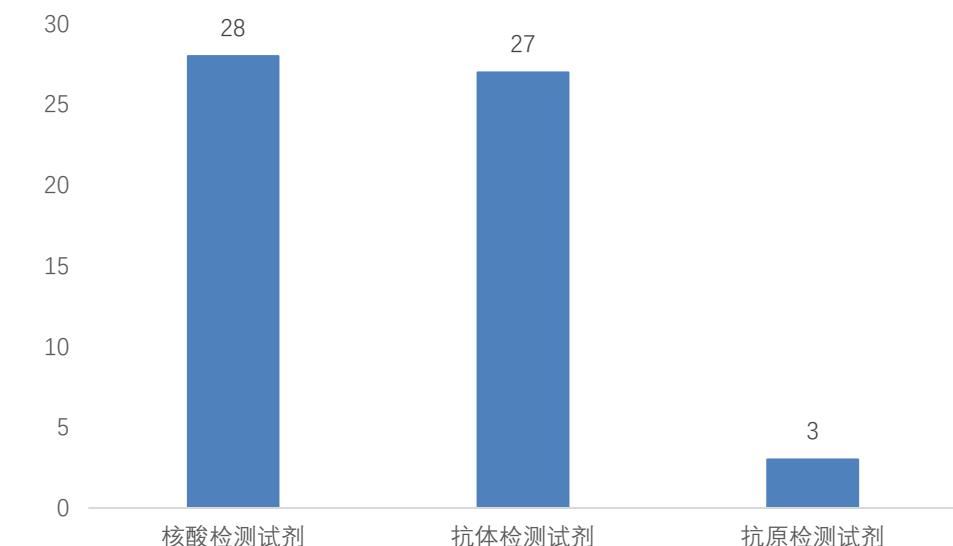
主流技术	技术优势	技术劣势	国内外的使用情况
核酸检测-荧光 PCR 法	直接检测病毒的遗传物质，在整个感染期间均可检测	检测速度较慢，操作复杂	目前新冠肺炎的主要检测手段，国内外广泛使用
核酸检测-快速检测法	直接检测病毒的遗传物质，仪器小型化，检测时间较短	检测灵敏度较特异，性较荧光 PCR 法稍差	作为不适合进行荧光 PCR 法检测场景下的替代手段，国内外应用较少
抗体检测-化学发光	检测血液中病毒感染引起的免疫反应所产生的抗体，自动化程度高，检测通量高	需要配套检测仪器使用	新冠肺炎的辅助检测手段，国内外应用较少

法			
抗体检测-胶体金法	操作较为简单，检测速度快，诊断灵敏度高	感染3-5天后才可检测	新冠肺炎的辅助检测手段，通常与核酸检测联合使用，国内外广泛使用
抗原检测-胶体金法	操作较为简单，检测速度快	灵敏度略低于核酸检测	作为核酸检测的补充手段，在国外市场广泛应用，国内应用较少

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

在新冠抗体检测试剂盒（胶体金法）的临床使用过程中，需要同时检测 IgG 抗体与 IgM 抗体的指标情况，联合观察结果以判断是否感染。截至本招股说明书签署日，国内新冠抗体检测试剂盒（胶体金法）已获批的企业中，仅公司、英诺特、丽珠试剂与东方生物的产品可使用一张检测卡同时检测 IgG/IgM 两个指标，在临床中得到较为广泛的运用。

图表 55 公司新冠试剂盒齐全



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测与估值分析

关键假设

非新冠部分：

1) 生物试剂：借助新冠疫情带来的品牌提升，科研用和高通量用试剂的增速会加速，预测 2022-2024 年的同比增速在 55-65% 的高增速之间。

2) POCT 试剂：非新冠的常规检测方面，由于中国 POCT 行业的快速增长以及公司产品线的日益丰富，尤其是在后疫情时代或会迎来高速发展阶段。预测 2022-2024 年的同比增速在 50% 左右。

3) POCT 仪器：作为 POCT 诊断试剂的载体，与试剂的销量是相辅相成的。2020 年受疫情影响导致仪器销售出现下滑，预期在未来 3 年中销量增速会快速恢复，整体销售额维持高增长。

新冠部分：

2021 年受益于新冠疫情，新冠部分营收为 11.49 亿元。公司抓住 2022 年新冠的新机会带来增量，结合目前新冠疫情的发展态势，预测 2022-2024 年新冠增速为 34%/-42%/-55%。

图表 56 公司业绩拆分与预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,564	1,869	2,650	2,659	3,246
Y/Y	482.9%	19.4%	41.8%	0.3%	22.1%
营业成本	134	351	706	578	684
毛利率	91.5%	81.2%	73.3%	78.3%	78.9%
一、 非新冠相关	384	719	1,108	1,769	2,848
Y/Y	43.2%	87.0%	54.1%	59.7%	61.0%
占公司收入百分比	24.6%	38.5%	41.8%	66.5%	87.7%
1. 生物试剂	335	568	899	1,479	2,439
Y/Y	40.7%	69.6%	58.3%	64.4%	65.0%
2. POCT	42	85	130	195	289
Y/Y	49.4%	105.8%	52.2%	49.9%	48.4%
3. POCT 仪器	3	9	17	27	44
Y/Y	93.2%	267.3%	81.6%	60.0%	60.0%
4. 技术服务及其他	5	56	62	68	76
Y/Y	358.0%	928.4%	9.9%	10.7%	10.8%
二、 新冠相关	1,180	1,149	1,542	890	398
Y/Y		-2.6%	34.2%	-42.3%	-55.2%
占公司收入百分比	75.4%	61.5%	58.2%	33.5%	12.3%
1. 生物试剂	661	806	967	677	271
Y/Y		21.9%	20.0%	-30.0%	-60.0%
2. POCT	519	344	574	213	128
Y/Y		-33.7%	67.0%	-63.0%	-40.0%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 57 公司可比公司估值

	股票	股票	总市值	净利润（亿元）				PE			
	代码	名称	(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
可比公司	688133.SH	泰坦科技	115	1.44	2.09	3.04	4.20	162	55	38	27
	301080.SZ	百普赛斯	125	1.74	2.47	3.44	4.84	146	51	36	26
	301047.SZ	义翘神州	153	7.20	5.15	5.09	6.06	21	30	30	25
	平均值							110	45	35	26
公司	688105.SH	诺唯赞	294	6.78	9.20	9.79	11.44	52	32	30	26

资料来源：wind（可比公司为一致预期），华安证券研究所

5.2 推荐逻辑

专注创新，成就分子试剂领跑者

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。2012 年以生物试剂为创始以来，先后切入诊断原料、制药等生物领域，实现生物试剂和 IVD 行业的双跨发展，依靠新冠试剂 2020 年实现爆发式增长。目前公司已经成为国内分子类生物试剂的领军者。

科研服务行业服务于创新发展，千亿级蓝海市场。

随着科学探索的不断深入和支出的不断提升，科研服务市场规模也在快速提升，根据各方数据汇总预测 2020 年国内市场规模约 1300 亿人民币，增速约为 10-15%。

行业发展内驱外拓逻辑清晰。科研试剂（高端化学试剂和生物试剂）具有外资市占率高、产品种类多、客户需求分散等特点，行业未来发展方向明确清晰：针对不同客户群体的内部驱动增长+受益于疫情和上市的雄厚资金而带来的行业并购外拓预期。

体外诊断行业在新冠疫情催化下，国产替代方兴未艾。

在全球范围内体外诊断行业一直备受市场青睐，预计到 2024 年全球体外诊断行业的市场规模将达到 840 亿美元。而国内随着产业链的逐步完整、技术逐步突破，预期到 2024 年我国体外诊断市场规模预计将达 1,957 亿元，年均复合增长率为 17.8%，占医疗器械市场规模的比例将达到 15.9%。

其中 1) 体外诊断原料市场：进口产品市场为主，占体外诊断试剂原料市场的 88%，预计国产体外诊断试剂原料市场规模将以 23.3% 的年均复合增长率增加到 2024 年的 27 亿元，逐步实现进口替代。2) POCT 市场：预计 2024 年市场规模将达到 290 亿元，2019-2024 年的年均复合增长率将达到 20.9%，增长率高于整体 IVD 市场。

公司核心看点：产品全而精，终端应用拓展性强

- 公司生物试剂产品齐全，终端应用领域丰富：目前公司已开发出的生物试剂超过 500 种，9 大产品系列在科学应用中齐全。
- 核心酶已经达到国际先进水平，进口替代进行时：公司已成功对 200 多种酶进行定向改造，并可大规模稳定制备，部分产品在性能上达到国际先进水平，体现了公司核心技术平台的竞争优势。
- 丰富的技术储备带来极强的业务延展能力：公司拥有关键共性技术平台的建立，可以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，且对于不同细分领域的研发能够互相促进、迭代。

我们预计，公司 2022-2024 年收入分别 26.5/26.6/32.5 亿元，分别同比增长 41.8%/0.3%/22.1%，归母净利润分别为 9.2/9.8/11.4 亿元，分别同比增长 35.6%/6.5%/16.8%，对应估值为 32X/30X/26X。考虑到行业景气度提升，进口替代和扩张加速预期，结合公司本身的优秀业务能力，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：

进口替代不及预期

外资企业控制着国内科研试剂市场 绝大多数的市场份额，国产生物试剂公司与外资品牌仍有较大差距，激烈的市场竞争环境可能导致进口替代不及预期。

行业政策变化不及预期

科研试剂行业处于科研、医药、设备等多数行业的上游，存在受相关行业政策变动所导致的行业增速、竞争格局等行业发展不及预期。

新冠业务持续性不及预期

2020 年公司生产的新冠检测试剂盒、新冠检测试剂等市场需求迅速扩大，带来公司营收快速提升。但新冠疫情的不确定性以及相关预防治疗措施的行业政策变化等因素，均可能会对公司的经营业绩产生不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4051	5171	5928	7103	营业收入	1869	2650	2659	3246
现金	1478	2196	3047	4041	营业成本	351	706	578	684
应收账款	322	457	459	560	营业税金及附加	7	11	11	13
其他应收款	2	3	3	4	销售费用	319	411	425	552
预付账款	21	43	35	41	管理费用	180	238	266	357
存货	242	488	399	472	财务费用	3	0	0	0
其他流动资产	1985	1985	1985	1985	资产减值损失	-39	0	0	0
非流动资产	556	693	799	876	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	18	37	55	74	投资净收益	24	13	13	16
固定资产	201	262	293	294	营业利润	771	1045	1113	1299
无形资产	17	26	35	44	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	320	368	416	463	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	4607	5864	6728	7979	利润总额	764	1045	1113	1299
流动负债	387	725	609	716	所得税	86	125	134	156
短期借款	0	0	0	0	净利润	678	920	979	1144
应付账款	119	239	196	232	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	269	485	413	485	归属母公司净利润	678	920	979	1144
非流动负债	93	93	93	93	EBITDA	828	1142	1240	1457
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.87	2.30	2.45	2.86
其他非流动负债	93	93	93	93					
负债合计	480	817	701	809					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	400	400	400	400					
资本公积	2422	2422	2422	2422					
留存收益	1305	2225	3204	4348					
归属母公司股东权	4127	5047	6026	7170					
负债和股东权益	4607	5864	6728	7979					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	617	939	1072	1211	成长能力				
净利润	678	920	979	1144	营业收入	19.4%	41.8%	0.3%	22.1%
折旧摊销	83	97	127	158	营业利润	-20.7%	35.5%	6.5%	16.8%
财务费用	7	0	0	0	归属于母公司净利	-17.5%	35.6%	6.5%	16.8%
投资损失	-24	-13	-13	-16	盈利能力				
营运资金变动	-161	-65	-21	-74	毛利率 (%)	81.2%	73.3%	78.3%	78.9%
其他经营现金流	873	985	1000	1217	净利率 (%)	36.3%	34.7%	36.8%	35.2%
投资活动现金流	-1428	-221	-221	-218	ROE (%)	16.4%	18.2%	16.3%	15.9%
资本支出	-259	-215	-215	-215	ROIC (%)	15.7%	17.9%	16.0%	15.7%
长期投资	-1195	-18	-18	-18	偿债能力				
其他投资现金流	26	13	13	16	资产负债率 (%)	10.4%	13.9%	10.4%	10.1%
筹资活动现金流	2070	0	0	0	净负债比率 (%)	11.6%	16.2%	11.6%	11.3%
短期借款	-1	0	0	0	流动比率	10.46	7.14	9.74	9.92
长期借款	0	0	0	0	速动比率	9.78	6.41	9.03	9.20
普通股增加	40	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	2077	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.45	0.40	0.41
其他筹资现金流	-46	0	0	0	应收账款周转率	5.80	5.80	5.80	5.80
现金净增加额	1256	718	852	993	应付账款周转率	2.95	2.95	2.95	2.95
					每股指标(元)				
					每股收益	1.87	2.30	2.45	2.86
					每股经营现金流薄	1.54	2.35	2.68	3.03
					每股净资产	10.32	12.62	15.07	17.92
					估值比率				
					P/E	56.68	31.93	29.98	25.68
					P/B	10.27	5.82	4.87	4.10
					EV/EBITDA	49.56	23.86	21.29	17.44

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李昌幸，医药行业分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。