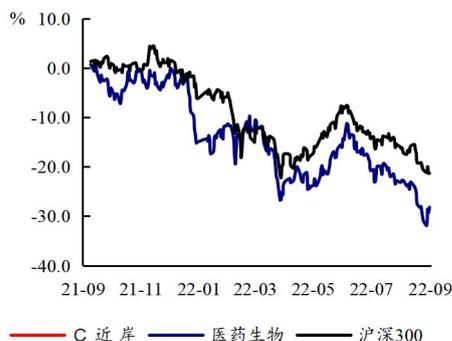


评级 推荐 (首次覆盖)

报告作者

 作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	70.18
流通A股/B股(百万股)	70.18/0.00
资产负债率(%)	25.94
每股净资产(元)	0.00
市净率(倍)	0.00
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	75.51/75.51

相关研究

国产重组蛋白先锋，加速布局 mRNA 领域 近岸蛋白 (688137.SH) 首次覆盖报告

核心观点

公司是国内重组蛋白行业领先者，产品覆盖领域广阔。公司以重组蛋白技术为核心，为客户提供靶点及因子蛋白、重组抗体和酶及试剂等产品，以及相关的 CRO 技术服务。目前共推出了 7700 多种产品及服务项目，涵盖体外诊断、生物药、细胞治疗以及疫苗等多个领域，2020 年公司重组蛋白收入规模在国内厂商中排名第二，在所有厂商中排名第四。

mRNA 技术前景广阔，公司在 mRNA 原料酶及试剂领域市占率国产第一。凭借有效性、以及低成本优势，mRNA 技术有望成为新一代具有颠覆性的疫苗药物开发平台，潜力巨大，上游原料酶及试剂在 mRNA 产品开发过程中起着重要作用。公司 2013 年开始布局 mRNA 原料酶领域，并在 2020 年实现规模化生产，2021 年实现销售收入 1.29 亿元，市占率达到 39.8%，排名国产厂商第一。公司 mRNA 原料酶及试剂得到沃森生物、艾博生物、石药集团等国内头部 mRNA 企业认可，并完成供货，目前已经有 4 个使用公司 mRNA 原料酶的产品进入临床阶段。

新冠诊断产品带动公司营收高增，常规业务实现稳定增长。2019-2021 年，公司主营业务收入分别为 3557 万元、1.80 亿元和 3.42 亿元，归母净利润为 -850 万元、8305 万元和 1.49 亿元，保持较高增速，主要原因是公司诊断抗体和诊断抗原等产品用于新冠疫情检测，实现了较大的销量。2020-2021 年公司新冠相关业务营收为 1.13 亿元和 2.56 亿元，占同期总营收比为 62.8%和 74.8%，新冠产品的销售不仅为公司带来丰厚现金流，同时为公司提供切入雅培、艾康生物等国内外知名诊断企业供应链的机会，为未来持续导入常规产品奠定基础。2019-2021 年公司非新冠业务也保持了稳定的快速增长态势，实现销售收入 3557 万元、6654 万元和 8612 万元，年均复合增速达 34.3%。

投资建议

我们预计公司 2022-2024 年将实现营业收入 3.13 亿元、3.39 亿元和 4.12 亿元，同比变化 -8.56%/8.29%/21.73%，实现归母净利润 1.35 亿元、1.50 亿元、1.59 亿元，同比变化 -9.32%/11.15%/5.58%，对应 EPS 分别为 1.93/2.14/2.26 元/股。我们运用可比公司估值法对公司进行估值，根据 Wind 一致预期，可比公司 2023 年平均 PE 为 27 倍。根据 9 月 29 日收盘价，公司 2022-2024 年 PE 为 39/35/33 倍。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示

新冠疫情变动、新品研发失败以及市场竞争加剧风险等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	341.90	312.62	338.54	412.11
增长率 (%)	90.11	-8.56	8.29	21.73
归母净利润	149.01	135.12	150.19	158.58
增长率 (%)	79.42	-9.32	11.15	5.58
EPS (元/股)	3.73	1.93	2.14	2.26
市盈率 (P/E)	0.00	39.22	35.28	33.42
市净率 (P/B)	0.00	2.37	2.22	2.08

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

正文目录

1. 近岸蛋白：产品组合丰富的国产重组蛋白引领者	4
1.1. 以研发创新为本，涉及重组蛋白多个细分领域	4
1.2. 股权结构稳定，核心管理层拥有丰富从业经验	5
1.3. 新冠业务带来丰厚现金流，非新冠业务稳定增长	7
2. 重组蛋白：生命科学上游核心原材料，市场空间广阔	9
2.1. 重组蛋白技术壁垒高，下游应用领域广泛	9
2.2. mRNA 技术方兴未艾，上游原材料大有可为	12
3. 产品组合丰富，mRNA 原料酶及试剂国内领先	17
3.1. 靶点及因子蛋白：产品 SKU 丰富，布局多个应用领域	18
3.2. 重组抗体：借助新冠诊断抗体成功切入大客户供应链	19
3.3. mRNA 酶及试剂：优势明显，市占率为国产第一	20
4. 盈利预测与估值	23
4.1. 盈利预测	23
4.2. 估值	24
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1. 公司主营业务涉及靶点及因子蛋白、重组抗体、酶及试剂三大领域	4
图表 2. 近岸蛋白搭建多个核心技术平台	5
图表 3. 近岸蛋白股权结构	6
图表 4. 公司核心管理团队拥有丰富的从业经历	7
图表 5. 公司主营业务收入快速增长（单位：万元）	7
图表 6. 公司主营业务收入结构	7
图表 7. 重组抗体及 mRNA 原料收入占比保持上升	8
图表 8. 下游应用中体外诊断及 mRNA 占比较高	8
图表 9. 公司三费率呈下降趋势（单位：万元）	8
图表 10. 公司毛利率及净利率呈稳定上升趋势	8
图表 11. 2018-2022H1 可比公司营收（单位：万元）	9
图表 12. 2018-2022H1 可比公司毛利率	9
图表 13. 2019 年中国生物科研试剂市场拆分（单位：十亿元）	9
图表 14. 重组蛋白行业产业链结构	10
图表 15. 重组蛋白试剂下游应用领域广泛	10
图表 16. 2015-2025E 全球重组蛋白市场规模及增速（单位：十亿美元）	11
图表 17. 2015-2025E 中国重组蛋白市场规模及增速（单位：十亿元）	11
图表 18. 2020 年中国重组蛋白市场竞争格局	11
图表 19. 2019-2021 相关企业重组蛋白业务营收规模（单位：R&D 为万美元，其余为万元）	11
图表 20. 国内外重组蛋白企业产品 SKU 数量及销售收入	12
图表 21. mRNA 疗法应用领域广阔	13
图表 22. mRNA 疗法作用原理	13
图表 23. mRNA 体外合成流程	14
图表 24. mRNA 分子结构	15
图表 25. 2020-2025E 中国 mRNA 原料酶市场规模及增速（单位：亿元）	15
图表 26. 部分进入临床阶段的国内外 mRNA 项目	16
图表 27. 2021 年中国 mRNA 原料酶市场竞争格局	17
图表 28. 公司四大类业务营收情况（单位：万元）	17
图表 29. 靶点及因子蛋白业务营收结构（单位：万元）	17

图表 30. 重组抗体业务营收结构 (单位: 万元)	18
图表 31. 酶及试剂业务营收结构 (单位: 万元)	18
图表 32. 公司产品在下游各领域均有所应用	18
图表 33. 公司 ASFV p72 诊断抗原比竞品诊断灵敏度更高	19
图表 34. 引用公司产品 SCI 论文影响因子分布图	19
图表 35. 2012-2021 年论文引用数量 (单位: 篇)	19
图表 36. 公司新冠中和抗体比同行品牌灵敏度更高	20
图表 37. 公司新冠中和抗体批间稳定性好	20
图表 38. 公司 mRNA 原料酶产品组合丰富	21
图表 39. 公司与凯莱英合作打造 mRNA 原料全线供应体系	21
图表 40. 公司 mRNA 原料酶支持四家客户项目进入临床阶段	21
图表 41. 公司 mRNA 原料酶对安全质控要求更严格	22
图表 42. 公司 T7 RNA 聚合酶比竞争产品可转录更大长度范围的 DNA 模板	22
图表 43. 公司 T7 RNA 聚合酶和进口产品性能相当	22
图表 44. 公司加帽酶产品表达效率最高	22
图表 45. 公司牛痘病毒加帽酶和进口产品性能相当	22
图表 46. 公司 mRNA 原料酶生产基地菏泽近岸	23
图表 47. 公司提供一体化 mRNA 产品 CRO 服务	23
图表 48. 盈利预测 (单位: 万元)	24
图表 49. 可比公司估值	25

1. 近岸蛋白：产品组合丰富的国产重组蛋白引领者

1.1. 以研发创新为本，涉及重组蛋白多个细分领域

近岸蛋白是一家专注于重组蛋白产品研发、生产、销售的高新技术企业，公司2009年成立于江苏苏州，主营业务涉及靶点及因子蛋白，重组抗体，酶及试剂等多个领域，并可以为客户提供相关CRO技术服务。基于长期实践及技术开发经验，公司搭建多个核心技术平台，自主掌握了蛋白设计、表达、制备和质控等技术环节。目前公司已经推出超过7700种产品及服务项目，包括2900余种靶点及因子类蛋白产品，60余种重组抗体产品以及500余种酶及试剂产品，成功交付了4500余种CRO服务项目，涵盖体外诊断、抗体药、细胞治疗、疫苗原料等多个领域，服务客户包括罗氏、雅培、恒瑞医药、沃森生物、万孚生物在内的数千家企业与科研机构。

图表 1. 公司主营业务涉及靶点及因子蛋白、重组抗体、酶及试剂三大领域

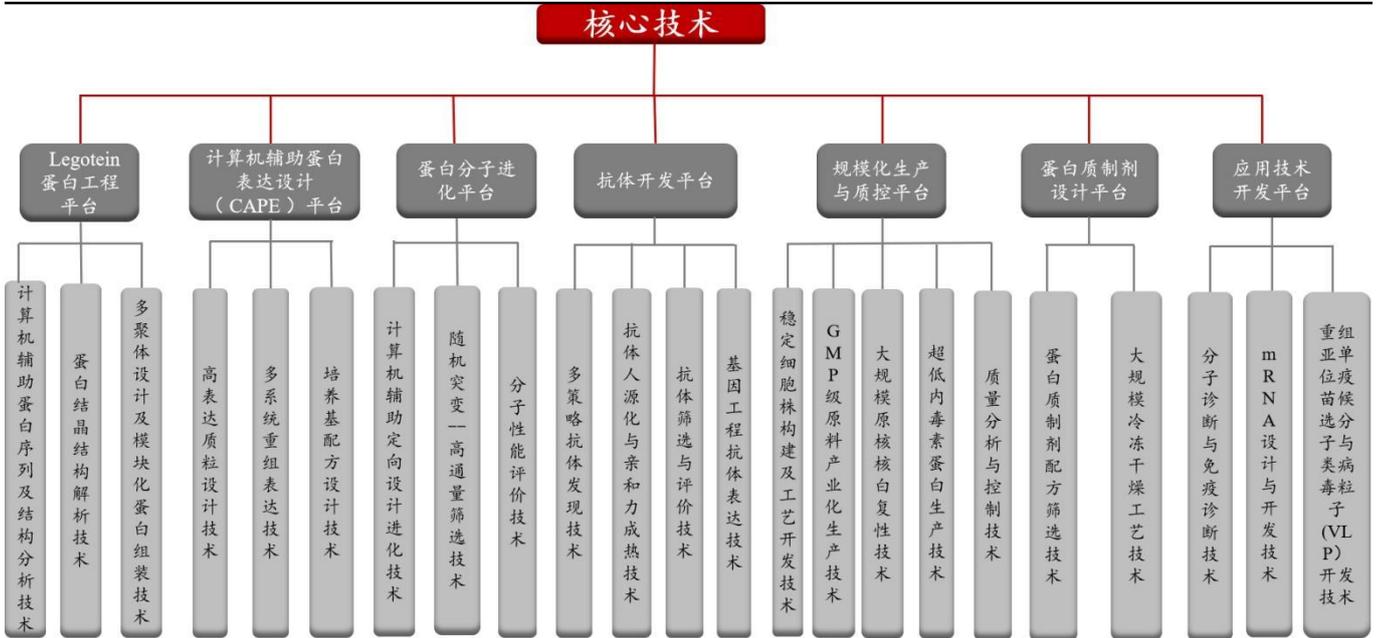
种类	应用分类	产品描述	产品数量	代表产品
靶点及因子类蛋白	诊断抗原	诊断抗原是与疾病相关的特殊蛋白，用于疾病诊断，相比于天然抗原，具有活性高，纯度高，均一性好等优点	408	SARS-CoV-2 S蛋白系列
				非洲猪瘟p72蛋白复合物
				MMP-3蛋白
	靶点蛋白	靶点蛋白是在疾病等生理进程中，被药物分子识别并产生干预效果的靶标蛋白，多用于动物免疫、抗体药物筛选评估、质量放行等药物研发环节	2201	PG-11蛋白
				ACE-2蛋白系列
				Claudin 18.2蛋白系列
细胞因子	细胞因子是具有调节免疫应答、细胞生长和分化、组织损伤和修复等生命活动的蛋白，用于类器官/细胞培养、疾病建模、细胞治疗及其他细胞学研究领域	380	PD-1蛋白	
			IL-17A蛋白	
			TGF-beta蛋白系列	
重组抗体	诊断抗体	诊断抗体是可以与诊断抗原特异性结合的抗体，应用于传染病、自免、炎症、过敏原、心肌、肿瘤、血脂、生殖等疾病体外诊断试剂盒开发和生产	51	R-spondin-1蛋白
				IL-15蛋白
				Noggin蛋白
其他抗体	包括可特异性识别细胞表面抗原的抗体，可激活免疫细胞，应用于细胞治疗领域的抗体	12	新冠N抗体	
			IL-6抗体	
			新冠S中和抗体	
酶及试剂	mRNA原料酶及试剂	包括mRNA疫苗或药物研发及生产中使用的原料酶及相关辅助试剂	22	GDF-15抗体
				CD3抗体
				CD28抗体
	其他药物用酶及试剂	包括抗体药、蛋白药、腺病毒疫苗、CGT等其他药物研发及生产中使用的酶及试剂	3	Bsa I限制性内切酶
				T7 RNA聚合酶
				Poly (A) 聚合酶
生命科学研究所用酶及试剂	包括PCR/qPCR、反转录、分子克隆、基因编辑、NGS等分子生物学研究所需的酶及试剂	418	RNA酶抑制剂	
			全能核酸酶	
			肠激酶	
分子诊断酶及试剂	体外诊断，核酸检测使用的酶及试剂	101	CUT&Tag试剂	
			qPCR试剂	
				室温保存的PCR试剂
				探针一步法反转录定量试剂盒
				甲基化检测试剂盒

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

作为研发创新型企业，公司自主建立了从蛋白质设计、改造、生产到抗体发现、诊断试剂等一系列技术平台，覆盖重组蛋白产品研发、生产、质控到应用验证整个流程。在研发端，公司搭建 Legotein 蛋白工程平台、蛋白分子进化平台、抗体开发平台和计算机辅助蛋白表达设计（CAPE）四

大平台技术，为公司持续开发相关产品提供技术保障；在产品生产及应用端，公司拥有规模化生产与质控平台、蛋白质制剂设计平台和应用技术开发平台，有效促进公司产品的规模化生产及下游应用。

图 2. 近岸蛋白搭建多个核心技术平台



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

自成立以来，公司持续深耕重组蛋白领域，发展历程可以分为以下几个阶段：

初创期（2009 年-2016 年）：搭建并完善蛋白制备技术平台。 成立初期，公司以技术平台建设和产品研发为主，先后建立了多系统重组表达技术、无动物源产品生产技术、原核蛋白质复性技术、抗体开发平台等一系列技术平台。

扩张期（2016 年-2018 年）：开发丰富细分应用领域蛋白产品。 公司产品种类由原先的细胞因子及酶类拓展到各细分领域，包括靶点蛋白、诊断抗体、诊断抗原、分子生物学酶等，并逐渐推出系列产品。

成长期（2018 年-2020 年）：建立多个技术应用平台。 基于在蛋白质应用技术平台上积累的经验和优势，公司先后建立了分子与免疫诊断技术平台、mRNA 设计与开发平台以及重组亚单位与 VLP 开发技术等多个平台。

收获期（2020 年至今）：产品大规模生产。 随着公司技术和产品得到客户认可，公司重组蛋白产品的终端需求量变大。公司建立了大规模的生产基地提升产能，并实现部分产品的大规模生产，带动公司营业收入快速增长。

1.2. 股权结构稳定，核心管理层拥有丰富从业经验

公司股权结构稳定，实控人合计持股 29.15%。公司董事长、总经理朱

化星博士通过上海欣百诺、苏州帆岸、苏州捌岸及苏州玖岸间接持有公司 29.15%股份，为公司实际控制人，通过与邹方平等签署一致行动协议，朱化星博士拥有公司 71.24%股份的表决权。其余持股较多的股东包括东运创投、苏州启华、南京金漂等，均为财务投资者，分别持股 19.23%、3.00% 和 1.36%。前十大股东中苏州帆岸、苏州玖岸和苏州捌岸是公司员工持股平台，持股比例为 7.52%、3.16%和 2.89%。

图表 3. 近岸蛋白股权结构



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

核心员工从业经验丰富，且均持有公司股份，与公司利益深度绑定。公司核心管理团队在重组蛋白领域拥有丰富的从业经验，董事长朱化星博士在基因工程蛋白质研究与产业化领域有近二十年工作经历，主导完成了多个基因工程药物的开发，是公司多个核心技术平台的主要设计者。副总经理王英明从 1998 年起就从事基因工程药物研发，主持完成了原核高密度发酵表达技术及哺乳动物细胞瞬转表达平台改造，并成功用于公司大规模 mRNA 疫苗原料工业酶及靶点蛋白、重组抗体等产品生产。公司设立三大持股平台深度绑定核心骨干员工，三大持股平台合计参与员工人数达 123 人，占 2021 年末员工总人数的 24.5%，覆盖范围广，有利于维持公司核心团队稳定，促进公司长期健康发展。

图表 4. 公司核心管理团队拥有丰富的从业经历

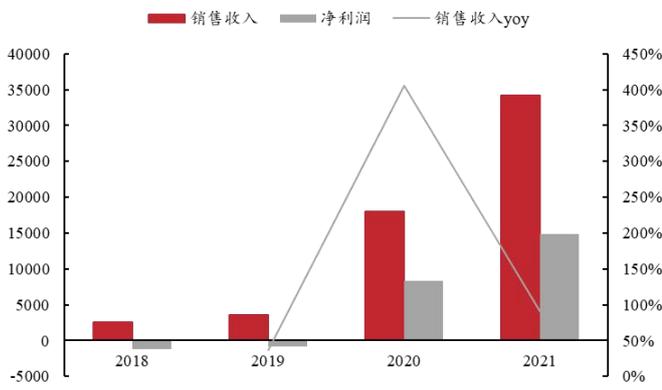
姓名	职位	加入时间	教育及从业背景	持股比例
朱化星	董事长、 总经理	2009年9月	2005年毕业于复旦大学发育生物学专业，获博士学位；1996年7月至2000年3月，就职于杭州九源基因工程有限公司，任生产一部主管；2000年4月至2000年9月，就职于杭州泰士生物技术公司，任生物技术部副主任	29.15%
王笃强	副总经理 、董事会 秘书	2010年4月	2017年毕业于复旦大学生物工程专业，硕士学历；2007年7月至2010年3月，历任江苏省东辛农业发展中心技术员、主任助理	0.90%
王英明	副总经理	2009年10月	2014年毕业于复旦大学生物工程专业，硕士学历；1998年7月至2000年3月，就职于杭州九源基因工程有限公司，任生产三部职员；2000年3月至2002年3月，就职于杭州泰士生物科技有限公司，任研发部主管；2002年3月至2004年5月，就职于上海中信国健有限公司，任产品开发部主管；2004年5月至12月，就职于上海先导药业有限公司，任产品开发部主管	3.11%
赵玉剑	副总经理	2019年3月	1998年毕业于山东大学，硕士学历；曾先后任职于山东省淄博市工商局、山东医科元多能干细胞生物科技有限公司	3.11%

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

1.3. 新冠业务带来丰厚现金流，非新冠业务稳定增长

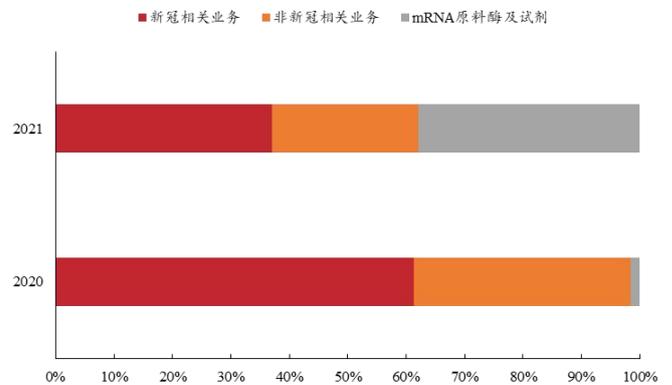
新冠产品带动主营业务收入高增，常规业务保持稳定增长。2019-2021年公司主营业务收入分别为3557万元、1.80亿元和3.42亿元，2020年和2021年受新冠相关产品销售带动，销售收入同比增长405.23%和90.16%。2020年和2021年公司新冠业务收入为1.13亿和2.56亿元，占比为62.8%和74.8%。非新冠业务营收则由2019年3557万元增长至2021年8612万元，三年复合增速达34.3%，保持了稳定的快速增长态势。

图表 5. 公司主营业务收入快速增长（单位：万元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

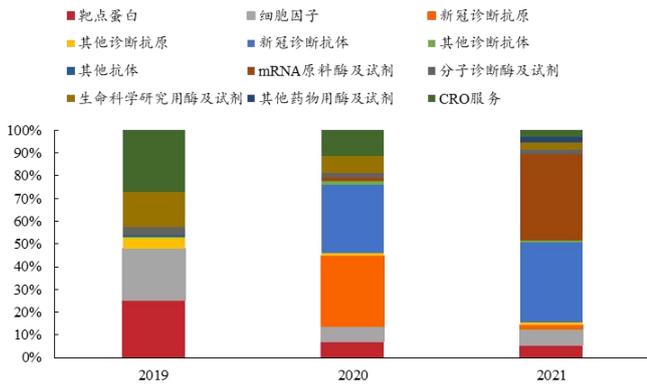
图表 6. 公司主营业务收入结构



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

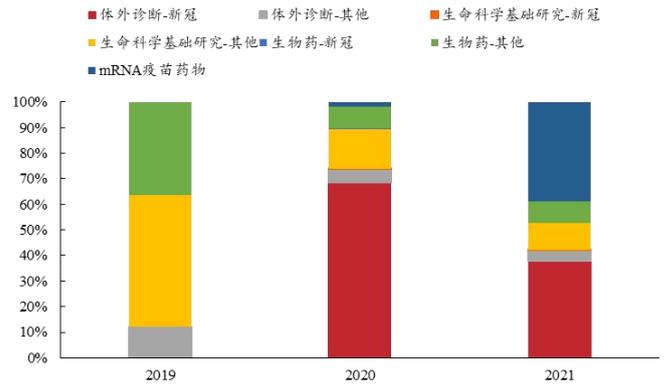
重组蛋白类产品仍是公司主要营收来源，占比持续提升。2019-2021年公司重组蛋白产品收入规模快速增长，占比分别为72.83%、88.85%和96.99%，呈逐年上升趋势。具体看，靶点及因子类蛋白产品占比有所下降，主要原因是随着新冠疫苗接种率提高，公司新冠诊断抗原产品需求量有所下降，但公司非新冠相关的靶点蛋白和细胞因子均实现了稳定增长；重组抗体业务收入占比逐年上升，原因是全球大规模新冠抗原检测加大对诊断抗体产品的需求，公司新冠诊断抗体贡献了重组抗体业务大部分收入。mRNA疫苗药物蓬勃发展带动公司酶及试剂产品销售大幅增长，尤其是mRNA原料酶及试剂业务，有望成为公司未来业绩增长的主要驱动力。

图表 7. 重组抗体及 mRNA 原料收入占比保持上升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

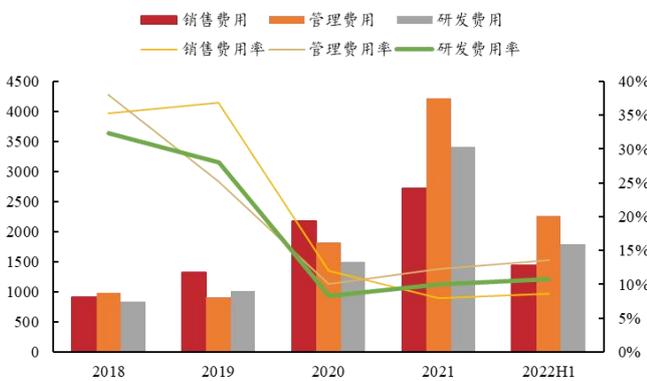
图表 8. 下游应用中体外诊断及 mRNA 占比较高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

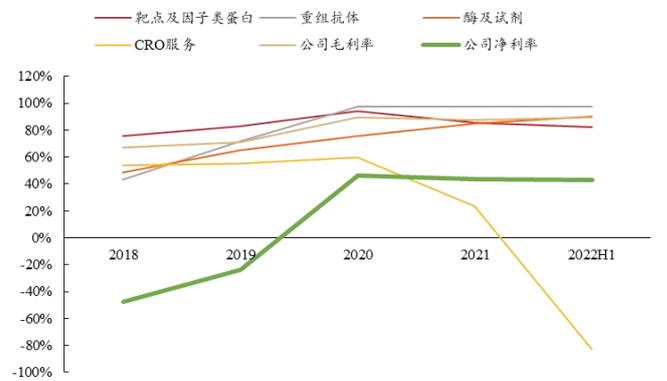
销售规模扩大期间费用率降低, 公司盈利能力持续改善。2019-2021 年公司毛利率分别为 71.67%、89.32%和 87.72%, 整体呈上升趋势并处在较高水平。随着公司销售规模不断扩大, 三费率持续降低, 由 2019 年 90.08% 降至 2021 年 30.24%。在毛利率提升及三费率下降背景下, 公司于 2020 年实现净利润扭亏为盈, 当年实现净利润 8305 万元, 2021 年实现净利润 1.49 亿元, 同比增长 79.4%, 盈利能力持续增强。相比于可比公司, 公司毛利率较低, 主要原因是产品结构差异以及公司营收规模较小, 规模效应导致毛利率不如竞争对手, 未来随着公司收入增加, 毛利率预计有进一步提升空间。

图表 9. 公司三费率呈下降趋势 (单位: 万元)



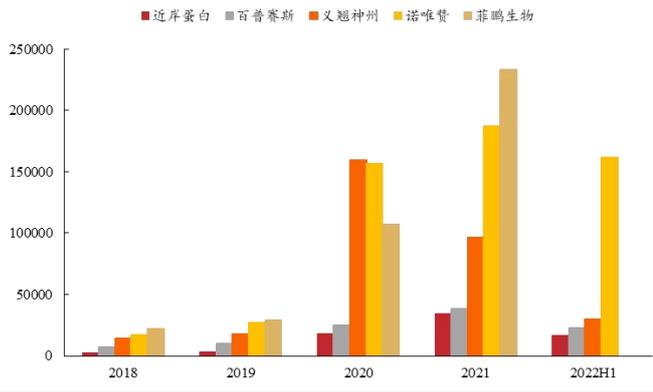
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 10. 公司毛利率及净利率呈稳定上升趋势



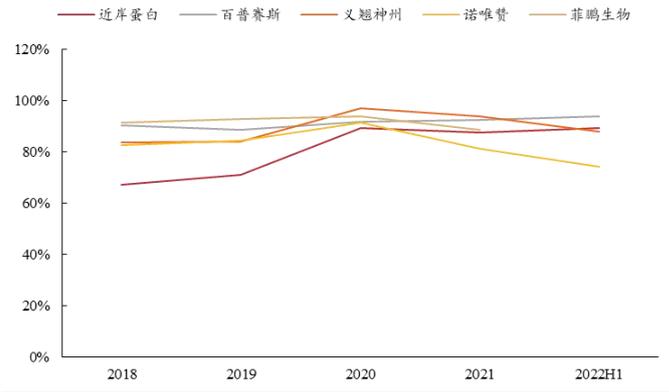
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 11. 2018-2022H1 可比公司营收 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 12. 2018-2022H1 可比公司毛利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

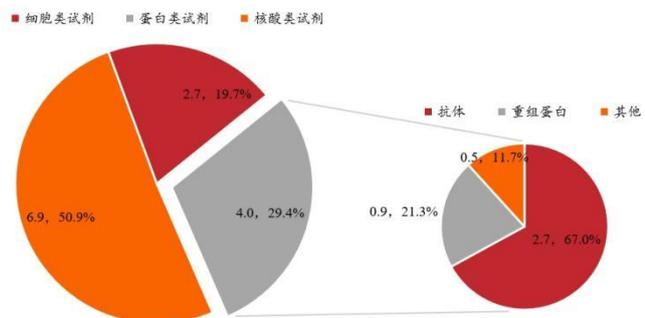
2. 重组蛋白: 生命科学上游核心原材料, 市场空间广阔

2.1. 重组蛋白技术壁垒高, 下游应用领域广泛

重组蛋白是重要的生物科研试剂, 应用于生命科学研究各个领域。生物科研试剂包括细胞类、蛋白类和核酸类三种, 重组蛋白属于蛋白类试剂的一种。根据统计, 2019 年蛋白类生物试剂约占中国生物试剂总市场规模的 29.4%, 其中重组蛋白占蛋白类试剂市场规模的比例为 21.3%, 仅次于抗体试剂。

重组蛋白是运用基因工程和细胞工程等技术, 获得的具有一定功能和活性的蛋白质, 相比于天然蛋白更适用于科学研究领域, 是生物药、细胞免疫治疗及 IVD 试剂研发生产不可或缺的关键生物试剂。从产业链结构看, 重组蛋白行业由上游生物原料及辅料、生产设备、包装材料供应商, 中游生物科研试剂生产商及下游客户构成。

图表 13. 2019 年中国生物科研试剂市场拆分 (单位: 十亿元)



资料来源: 百普赛斯招股书, 东亚前海证券研究所

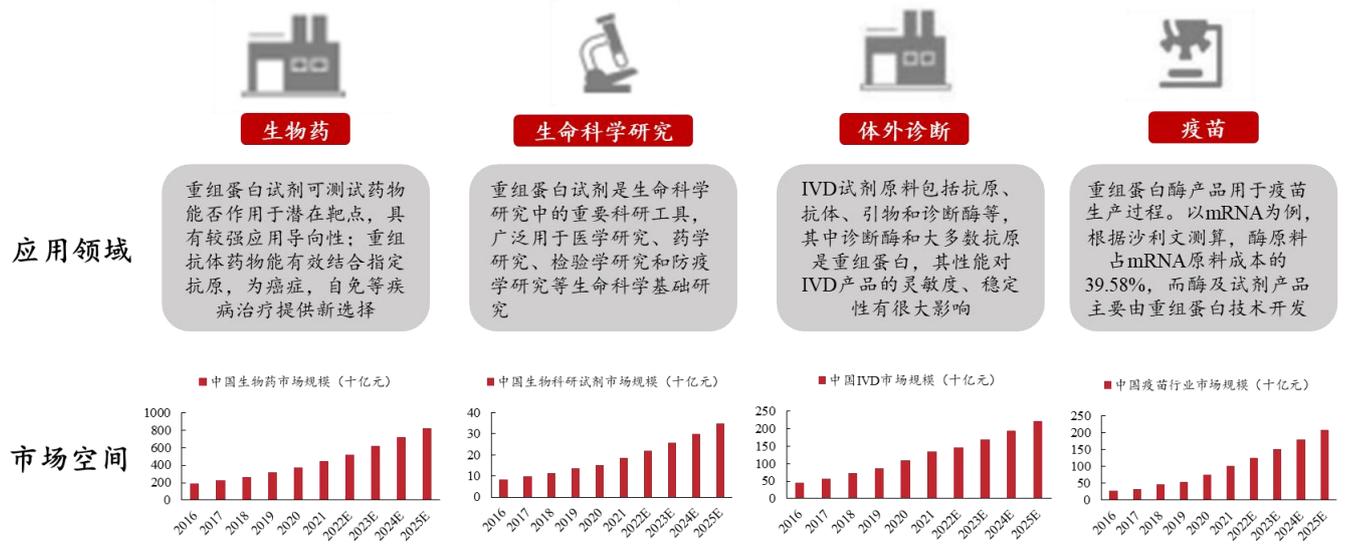
图表 14. 重组蛋白行业产业链结构



资料来源：Frost&Sullivan，东亚前海证券研究所

下游应用蓬勃发展，重组蛋白需求量快速上升。重组蛋白的下游应用领域包括生物药开发、生命科学基础研究、体外诊断试剂以及新型疫苗的研发与生产等，随着老龄化程度提高以及居民健康消费意识增强，全球生物健康产业规模不断扩大，对上游重组蛋白试剂需求将变得更加旺盛。以生物药行业为例，重组蛋白试剂可用于药物研发、生产及应用等各个环节，并且随着药物研发管线向后推进，对于重组蛋白的需求量将进一步增加。2016-2020年，国内生物药市场规模从1836亿元增长至3697亿元，年均复合增速达19.1%，快速增长的行业规模为重组蛋白市场打开成长天花板。

图表 15. 重组蛋白试剂下游应用领域广泛



资料来源：公司公告，Frost&Sullivan，CNKI，东亚前海证券研究所

全球重组蛋白市场规模超100亿美元，中国市场发展势头强劲。根据

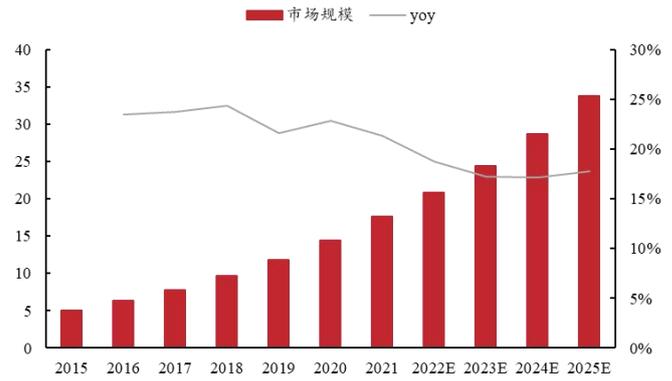
沙利文预测，在下游应用市场蓬勃发展背景下，全球重组蛋白市场规模从2015年的70亿美元增长至2020年的108亿美元，年均复合增速为9.0%，预计到2025年市场规模将达到208亿元，年均复合增速提高至14.1%。中国市场虽然起步晚，但发展更为迅速，市场规模从2015年的51亿元增长到2020年的145.4亿元，年均复合增速达到23.3%，并预计将继续以18.4%的年均复合增速增长至2025年的337.7亿元，增速高于同期全球平均增速。

图表 16. 2015-2025E 全球重组蛋白市场规模及增速
(单位：十亿美元)



资料来源：Frost&Sullivan，东亚前海证券研究所

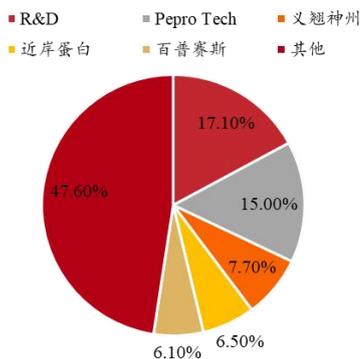
图表 17. 2015-2025E 中国重组蛋白市场规模及增速
(单位：十亿元)



资料来源：Frost&Sullivan，东亚前海证券研究所

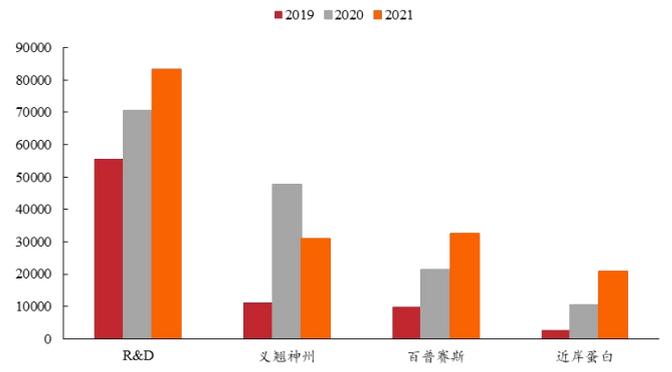
中国重组蛋白市场竞争格局较分散，国产厂商市占率仍有提升空间。2020年，国内重组蛋白市场占有率排名前二的企业为R&D Systems和Pepero Tech，市占率分别为17.1%和16.0%，义翘神州、近岸蛋白和百普赛斯作为本土企业位列前五，市占率分别为7.7%、6.5%和6.1%，较进口厂商仍有一定差距。新冠疫情发生后，进口产品运输受阻，同时在新冠相关产品带动下，国内企业重组蛋白产品销售收入快速增长，市占率有上升趋势。

图表 18. 2020 年中国重组蛋白市场竞争格局



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 19. 2019-2021 相关企业重组蛋白业务营收规模
(单位：R&D 为万美元，其余为万元)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（注：不包括抗体类产品营收）

重组蛋白行业属于技术密集型行业，稳定的产品开发能力以及项目协同能力能提高客户黏性。重组蛋白行业核心竞争力体现在以下几个方面：

(1) 紧跟研发热点及时开发出新产品。客户对于重组蛋白产品的应用领域广阔，产品需求多样，并且随着研发热点变化会有所改变，因此增加产品

SKU 更能够满足客户需求。企业需要紧跟全球科研热点研发出新产品，甚至做到提前研发，快速反应以满足客户需求；**(2) 稳定的产品质量与供应。**重组蛋白产品主要应用于药物开发，生命科学研究以及 IVD 试剂领域，因此对试剂的纯度和生物学性能要求较高，此外随着工业生产客户需求量增加，规模化生产能力也变得重要；**(3) 及时响应与服务能力。**重组蛋白企业不仅需要为下游客户提供产品，还需要输出技术支持，及时效应客户需求，从客户研发早期阶段介入，可以增强与客户的合作黏性。通过更灵活的服务模式能实现在与进口厂商竞争中取得优势，借机实现进口替代。

图表 20. 国内外重组蛋白企业产品 SKU 数量及销售收入

公司名称	重组蛋白			重组蛋白类产品收入 (2021, 单位: 万元)
	靶点及因子类蛋白	重组抗体	酶及试剂	
R&D systems		5785种产品		580952.4
近岸蛋白	2989	63	544	34178.9
百普赛斯		1080种产品		32561.5
义翘神州	6256	约13000种, 其中单克隆抗体数量约4600种	未披露	83544.7
菲鹏生物	515	604	199	179635.5
诺唯赞		553种生物试剂		未披露

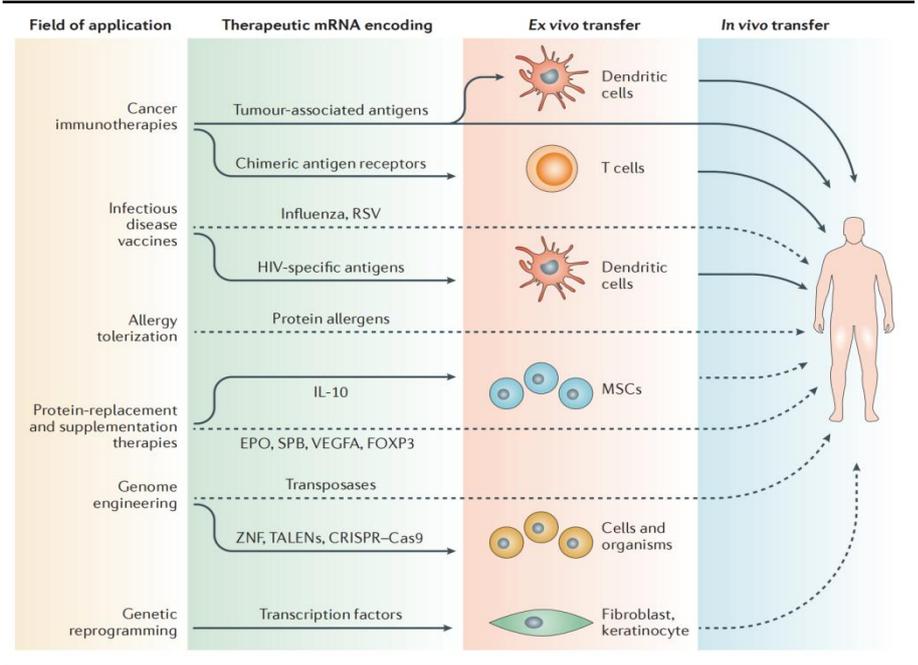
资料来源：公司招股书，Wind，东亚前海证券研究所（注：R&D 报告期为 2021.7.1-2022.6.30，汇率计算时间为 2022 年 9 月 18 日）

利好政策频出，鼓励实现生命科学上游核心原材料自主可控。重组蛋白作为生命科学研究的上游核心原材料之一，对国家生物安全，供应链稳定起着重要作用。《“十四五”医药工业发展规划》中重点强调了医药上游供应链安全的重要性，并多次提出要实现生物医药供应链的自主可控。随着本土企业研发能力提升，产品质量不断得到完善和提高，国产厂商有望凭借性价比、供应链以及服务优势增强市场竞争力，逐步实现进口替代。

2.2. mRNA 技术方兴未艾，上游原材料大有可为

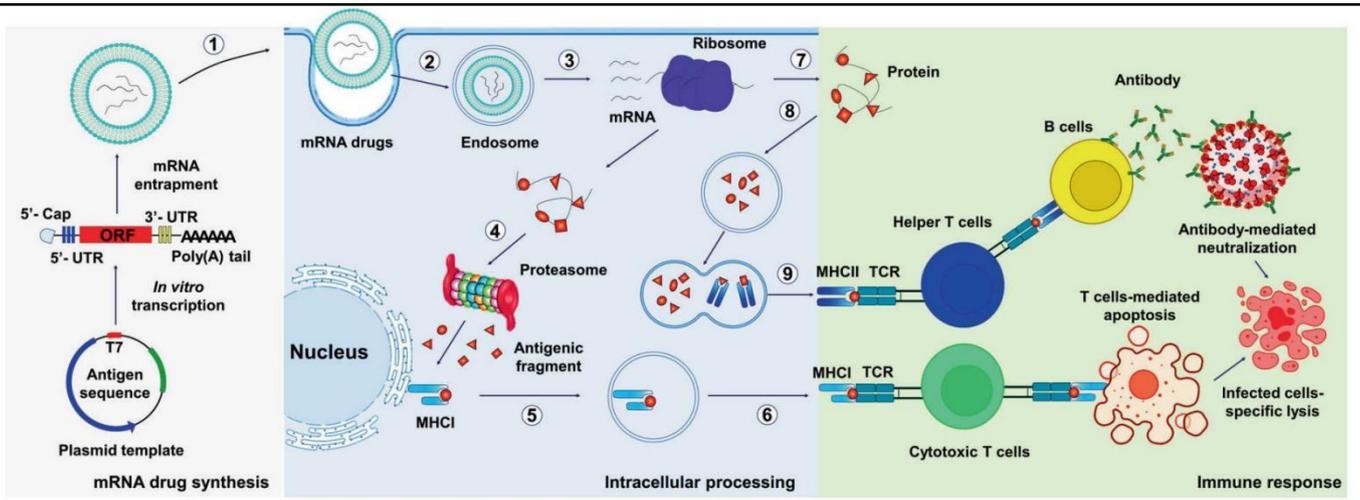
mRNA 疗法具有颠覆性优势，应用领域广阔。mRNA 疗法将经过修饰的 mRNA 模板递送到细胞质内，在胞内生产蛋白并分泌至胞外来刺激人体免疫系统，达到治疗疾病的目的，故 mRNA 技术也被誉为“体内的药厂”。相比于传统疗法，mRNA 技术不进入细胞核，有效避免插入基因突变风险，同时生产简易，成本低，能极大缩短药物开发的周期和成本，是具有颠覆性的新一代疫苗药物开发平台。mRNA 疗法应用非常广泛，包括预防性疫苗、治疗性疫苗、治疗药物等领域，目前上市的产品以 mRNA 预防疫苗为主，Moderna 和 Biotech 的 mRNA 新冠疫苗在新冠肺炎疫情期间表现突出，展现出了 mRNA 技术的巨大潜力。

图表 21. mRNA 疗法应用领域广阔



资料来源：Nature Reviews Drug Discovery，东亚前海证券研究所

图表 22. mRNA 疗法作用原理



资料来源：Nature，东亚前海证券研究所

mRNA 生产工艺复杂,上游供应链将迎来历史性发展机遇。随着 mRNA 研发管线越来越丰富,商业化产品逐渐上市,mRNA 生产工艺也趋于成熟,mRNA 产品主要生产流程可以分为以下几步:

质粒的制备及线性化: 筛选抗原序列,构建 DNA 质粒,利用大肠杆菌进行扩增,纯化质粒,利用限制性内切酶对质粒进行线性化处理,得到双链 DNA 作为 mRNA 转录模板。

mRNA 体外转录及加帽加尾: 线性 DNA 模板在 RNA 聚合酶的作用下

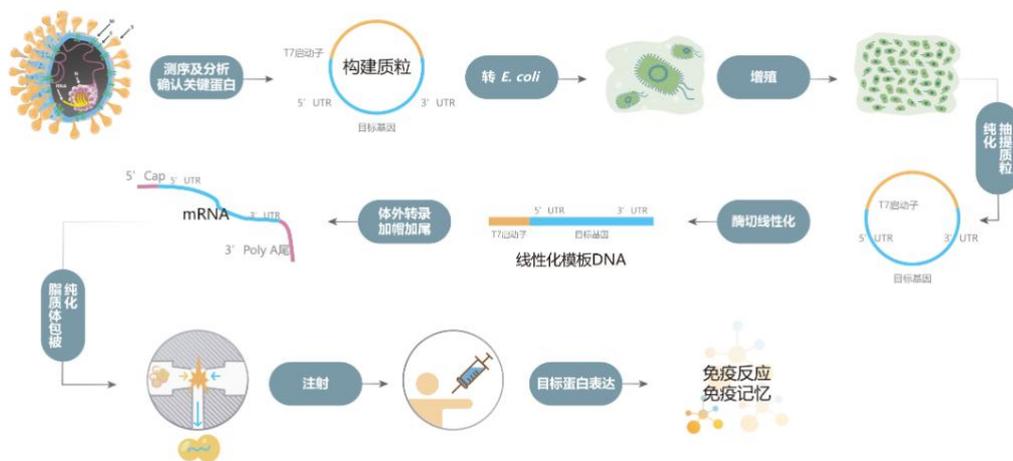
通过体外转录合成 mRNA，加帽、加尾及碱基类似物修饰可以在转录后或转录过程中完成，目的是为了提_高 mRNA 的翻译效率，维持 mRNA 的稳定性。

mRNA 纯化：去除反应过程中产生的截短型 RNA、双链 RNA、DNA 模板及反应物等杂质，常用的纯化技术包括离子交换色谱 IEC、疏水层析 HIC 等。

mRNA-LNP 复合物构建：利用脂质纳米颗粒 LNP 包裹 mRNA 片段形成复合物，在 LNP 递送载体的作用下 mRNA 进入细胞内发挥作用。

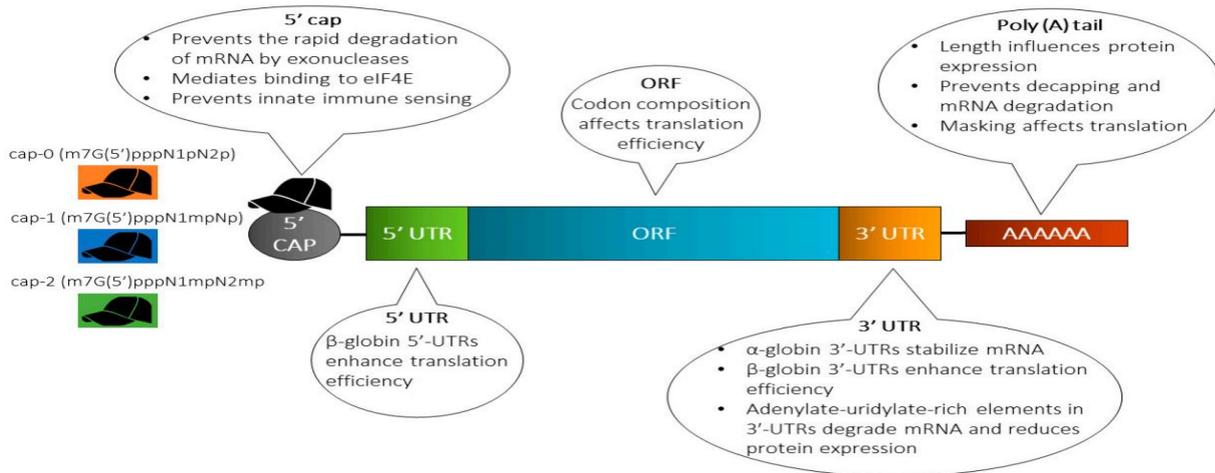
在 mRNA 产品合成过程中，mRNA 修饰以及 LNP 递送载体构建是核心步骤，用到的主要原材料包括 RNA 帽类似物、酶及试剂，LNP 等，技术壁垒较高，在 mRNA 产品生产成本中的占比也较高。因此，随着新的在研项目不断增加以及已有项目向后期推进，对上游原料酶等产品需求将上升，上游核心原材料市场空间规模也将继续扩大。

图表 23. mRNA 体外合成流程



资料来源：近岸蛋白官网，东亚前海证券研究所

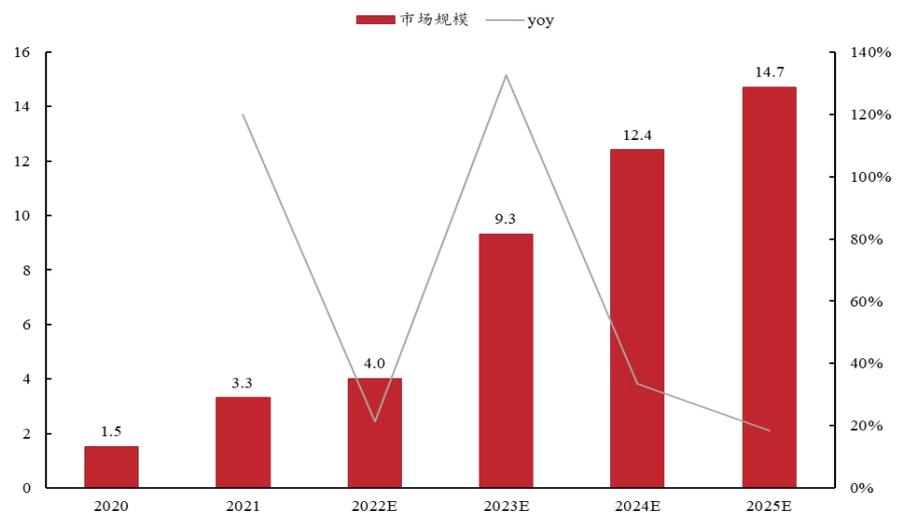
图表 24. mRNA 分子结构



资料来源: Pharmaceutics, 东亚前海证券研究所

全球 mRNA 研发热度不减，上游原材料迎来历史性发展机遇。国际领先的 mRNA 疫苗企业 BioNTech 和 Moderna 均有 mRNA 产品上市，其 mRNA 新冠疫苗在新冠疫情期间大放异彩，合计采购量突破 85 亿剂次，同时积极布局其他 mRNA 产品并进入临床阶段。与此同时，艾博生物、沃森生物、斯微生物等国产企业也积极开展 mRNA 技术研究，涉及新冠肺炎、肿瘤等多个领域。根据沙利文统计，原料成本是 mRNA 疫苗生产成本主要组成部分，约占生产总成本的 58%，其中原料酶的成本约占原料成本 39.58%，因此估算 2021 年全球原料酶市场规模达到了 52.2 亿美元。mRNA 技术在中国尚处在起步阶段，但发展迅速，预计 2025 年中国 mRNA 原料酶的市场规模将达到 14.7 亿元。

图表 25. 2020-2025E 中国 mRNA 原料酶市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源: Frost&Sullivan, 东亚前海证券研究所

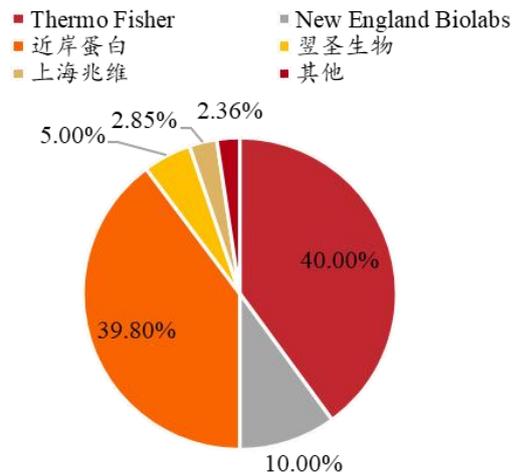
图表 26. 部分进入临床阶段的国内外 mRNA 项目

疾病类型	企业	项目/产品名	适应症	研发进展
传染病	Moderna	mRNA-1273	新型冠状病毒肺炎	上市
	BioNTech/Pfizer	BNT162b2	新型冠状病毒肺炎	上市
	CureVac	CVnCoV	新型冠状病毒肺炎	III期临床
	Arcturus Therapeutics	ARCT-154	新型冠状病毒肺炎（重要变异株）	III期临床
	Gemnova	HGCO19	新型冠状病毒肺炎	III期临床
	艾博生物/沃森生物	ARCoV	新型冠状病毒肺炎	III期临床
	丽凡达/艾美疫苗	LVRNA009	新型冠状病毒肺炎	II期临床
	复星医药	BNT162b2	新型冠状病毒肺炎	II期临床
	康希诺	-	新型冠状病毒肺炎（变异株）	I期临床
	石药集团	SYS6006	新型冠状病毒肺炎（变异株）	I期临床
	斯微生物	DF104B1	新型冠状病毒肺炎	I期临床
	Moderna	mRNA-1010	流感	II期临床
	Moderna	mRNA-1345	呼吸道合胞病毒（老年）	III期临床
	Moderna	mRNA-1893	寨卡病毒	II期临床
	CureVac	CV7202	狂犬病	I期临床
肿瘤	BioNTech	BNT111	黑色素瘤（晚期）	II期临床
	BioNTech/Genetech	BNT122	黑色素瘤	II期临床
	Moderna	mRNA-5671	非小细胞肺癌/结直肠癌/胰腺癌	I期临床
	Moderna	mRNA-4157	个性化肿瘤疫苗	II期临床
	斯微生物	-	个性化肿瘤疫苗	I期临床
	嘉晨西海	JCXH-211	肿瘤	I期临床
自身免疫性疾病	Moderna	mRNA-6231	编码白介素-2	I期临床
心血管疾病	AstraZeneca/Moderna	AZD8601	心肌缺血（VEGF-A）	II期临床
代谢性疾病	Arcturus Therapeutics	LUNAR-OTC	OTC缺乏症	II期临床

资料来源：公司公告，FDA，CDE，东亚前海证券研究所

国内 mRNA 技术发展迅速，但上游供应链亟需完善。虽然国内企业在 mRNA 下游应用领域布局广泛，但仍缺乏成熟的产品商业化生产经验，上游原材料进口依赖依然严重，本土化的供应链仍需进一步完善。但在部分领域国内企业已经开始崭露头角，以 mRNA 原料酶及试剂为例，以近岸蛋白为主的国内企业凭借持续的研发和技术投入，逐渐获得国产 mRNA 厂商认可，成为促进国内 mRNA 产业链发展的重要力量。

图表 27. 2021 年中国 mRNA 原料酶市场竞争格局



资料来源: Frost&Sullivan, 东亚前海证券研究所

3. 产品组合丰富, mRNA 原料酶及试剂国内领先

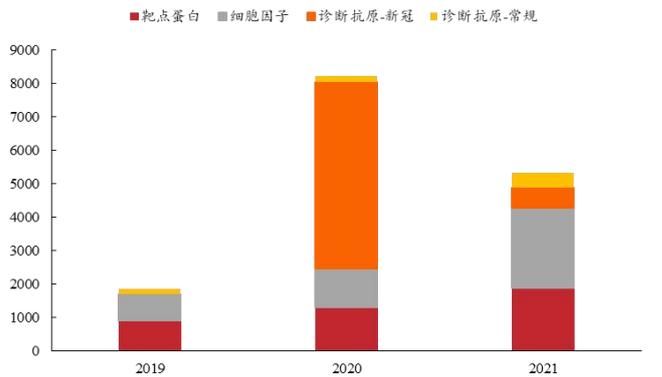
依托重组蛋白技术平台优势, 公司向下游拓展多个应用领域, 产品覆盖范围广阔。公司主营业务包括靶点及因子蛋白、重组抗体、酶及试剂等产品的销售, 以及提供相关 CRO 技术服务。新冠疫情期间, 在抗疫产品带动下, 诊断抗原以及诊断抗体产品销售规模扩大, 为公司带来丰厚利润, 同时靶点蛋白、细胞因子等其他常规业务也实现稳定增长。公司在 2013 年就开始布局 mRNA 原料酶领域, 2020 年正式实现 mRNA 原料酶的规模化生产, 并且与多个国内一线 mRNA 企业签订供货协议, mRNA 原料酶及试剂业务逐渐成为公司重要的业绩增长驱动点。

图表 28. 公司四大类业务营收情况 (单位: 万元)



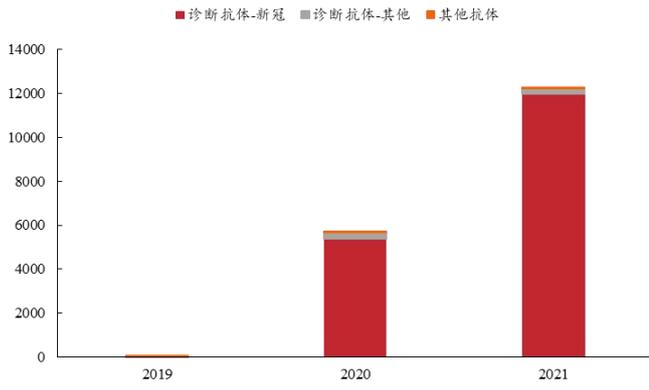
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 29. 靶点及因子蛋白业务营收结构 (单位: 万元)



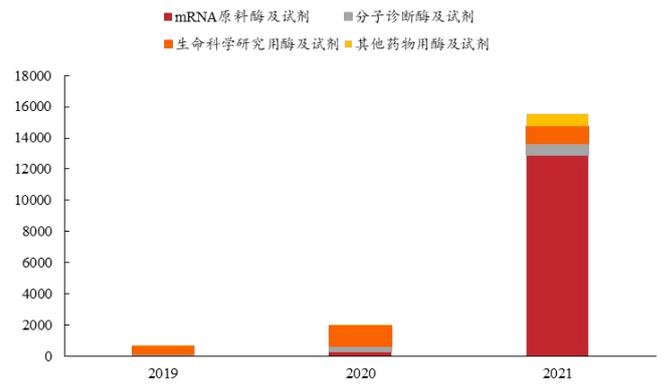
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 30. 重组抗体业务营收结构 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 31. 酶及试剂业务营收结构 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.1. 靶点及因子蛋白: 产品 SKU 丰富, 布局多个应用领域

靶点及因子蛋白产品数量多, 广泛应用于多个领域。公司靶点及因子蛋白产品分为靶点蛋白、细胞因子和诊断抗原, 共有产品 2989 种, 其中靶点蛋白 2201 种, 诊断抗原 408 种, 细胞因子 380 种, 数量在可比公司中靠前, 在免疫诊断、抗体药、生命科学基础研究等多个市场潜力大的细分领域得到广泛应用。2019-2021 年公司该板块销售收入波动较大, 主要原因是诊断抗原产品需求随着新冠疫情变化而产生波动, 剔除新冠相关产品后公司常规业务维持了稳定地高速增长态势。

图表 32. 公司产品在下游各领域中均有所应用

应用领域	近岸蛋白	菲鹏生物	诺唯赞	义翘神州	百普赛斯	
生物药	抗体药物	√	未披露	未披露	√	√
	基因治疗	√	未披露	√	√	√
	细胞治疗	√	未披露	未披露	√	√
	非核酸疫苗	√	未披露	√	√	√
	蛋白药	√	未披露	未披露	√	√
体外诊断	免疫诊断	√	√	√	√	√
	分子诊断	√	√	√	未披露	未披露
	快速诊断	√	√	√	√	√
	临床生化	√	√	√	√	未披露
mRNA 疫苗药物	√	未披露	√	未披露	未披露	
生命科学基础研究	生物科学	√	√	√	√	√
	医学研究	√	√	√	√	√
	农业科学	√	√	√	√	未披露
食品安全	-	√	√	√	未披露	

资料来源: 近岸蛋白招股书, 东亚前海证券研究所

研发响应速度快, 产品性能优异。公司自主开发的 Legotein 蛋白工程平台、计算机辅助蛋白表达设计 (CAPE) 平台以及规模化生产与质控平台

具有蛋白开发效率高、活性好、批次间产品稳定等优势。新冠疫情期间，利用 CAPE 平台公司仅用 5 天时间就成功表达出新型冠状病毒重要核衣壳 N 蛋白并获得高纯度体外诊断抗原试剂，并相继推出 SARS-CoV-2 S-RBD、S-trimer 产品。以公司代表性诊断抗原产品非洲猪瘟 p72 蛋白复合物为例，该产品纯度大于 95%，和竞争产品相比灵敏度更高，目前已经大规模生产，得到客户广泛认可。

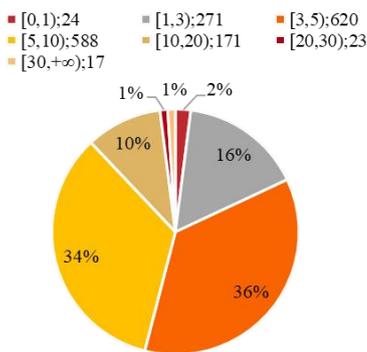
图表 33. 公司 ASFV p72 诊断抗原比竞品诊断灵敏度更高



资料来源: 近岸蛋白微信公众号, 东亚前海证券研究所

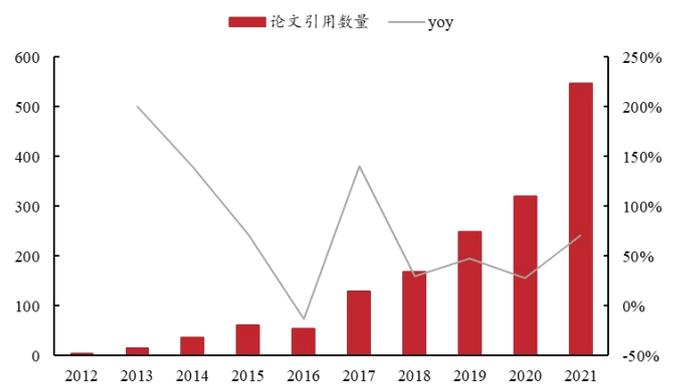
公司产品认可度持续提升，论文引用数量快速增长。论文引用量是衡量科研试剂产品市场接受度的重要指标，根据公司官网，2017 年以来公司产品和服务被引用次数逐年增加，截至 2022 年中，产品及服务总引用次数达 2000 余次，最高影响因子 54.94，平均影响因子达 6.03。公司的靶点及因子蛋白产品成功得到艾康生物、万孚生物、百济神州以及中科院下属研究所等著名药企及科研机构认可，并进入多家企业供应链。

图表 34. 引用公司产品 SCI 论文影响因子分布图



资料来源: 知了窝大数据, 东亚前海证券研究所

图表 35. 2012-2021 年论文引用数量 (单位: 篇)



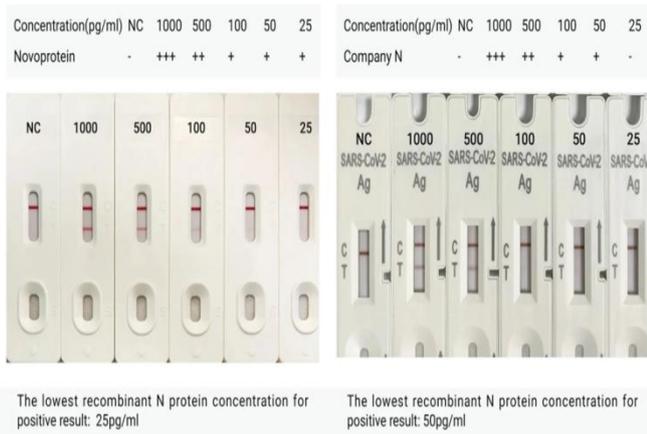
资料来源: 知了窝大数据, 东亚前海证券研究所

3.2. 重组抗体: 借助新冠诊断抗体成功切入大客户供应链

重组抗体性能优异，市场认可度高。公司重组抗体分为诊断抗体及其

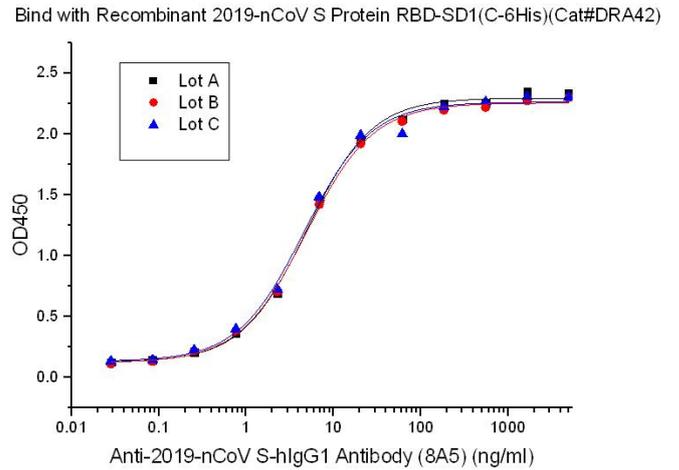
他抗体，合计 63 种产品，其中诊断抗体 51 种，其他抗体 12 种，基于公司抗体开发平台生产的重组单克隆抗体具有序列明确、特异性强、批次间差异小等特点，广泛应用于体外诊断、细胞治疗等领域。以新冠重组抗体为例，公司产品具有灵敏度高、特异性强、稳定性好、产能稳定等优势，获得多家企业认可，出货海内外近千吨。2021 年 10 月，公司新冠中和抗体被中国计量院授予标准物质证书，进一步体现了公司产品的质量和稳定性。

图 36. 公司新冠中和抗体比同行品牌灵敏度更高



资料来源：近岸蛋白微信公众号，东亚前海证券研究所

图 37. 公司新冠中和抗体批间稳定性好



资料来源：近岸蛋白微信公众号，东亚前海证券研究所

借助新冠诊断抗体公司成功进入海内外头部 IVD 企业供应链。疫情期间，公司陆续开发出了新冠 N 抗体、新冠 S 中和抗体等产品，并与雅培、艾康生物等国内外诊断行业龙头企业达成供货协议，产品得到大客户认可并成功进入其供应链。通过此次合作公司未来有望继续向雅培、艾康供应常规诊断抗体产品，正式进入一线诊断企业供应链，打开产品出口海外大客户的窗口。

3.3. mRNA 酶及试剂：优势明显，市占率为国产第一

提前布局，公司在国内 mRNA 原料酶领域处于市场领先地位。公司重点布局 mRNA 酶及试剂，2013 年起就开始从事 mRNA 原料酶产品的研发，并在 2020 年正式实现规模化生产。公司 mRNA 原料酶产品结构丰富，可以为 mRNA 疫苗体外合成各关键步骤提供相关酶产品，代表产品包括 Bsa I 限制性内切酶、T7RNA 聚合酶、牛痘病毒加帽酶、Poly (A) 聚合酶、DNase I 酶等。

图表 38. 公司 mRNA 原料酶产品组合丰富

线性化 质粒 DNA 模板	体外转录	mRNA 加帽	mRNA 加尾
限制性内切酶 Bsa I GMP-RE026 限制性内切酶 BspQI GMP-RE057	T7 RNA Polymerase GMP-E121 RNase Inhibitor GMP-E125 DNase I GMP-E127 Pyrophosphate, Inorganic (yeast) GMP-M036 NTPs (ATP/GTP/CTP/UTP) GMP-s023/S024/S025/S026 pUTP GMP-S048 N1-Me-pUTP GMP-S042	Vaccinia Capping Enzyme GMP-M062 2'-O-Methyltransferase GMP-M072 SAM GMP-S062	E. coli Poly (A) Polymerase GMP-M012

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司 mRNA 原料酶及试剂市占率国内第一，客户覆盖范围广。根据 Frost&Sullivan 数据，公司在国内 mRNA 原料酶及试剂市场市占率排名国产厂商第一，2021 年占据国内市场 39.8% 的市场份额。截至 2022 年 5 月，公司已经向包括沃森生物、艾博生物、中国科学院下属研究所、复旦大学在内的 70 余家企业及科研院所提供 mRNA 原料酶及试剂产品，其中对沃森生物、艾博生物和石药集团的累计销售额超过百万元。目前，公司下游客户中已经有四家企业的 mRNA 产品进入临床试验阶段，未来随着相关项目向临床后期推进，对于公司酶及试剂产品的需求将进一步上升。

图表 39. 公司与凯莱英合作打造 mRNA 原料全线供应体系



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 40. 公司 mRNA 原料酶支持四家客户项目进入临床阶段

公司	项目名	适应症	研发进展
沃森生物	ARCoV	新型冠状病毒肺炎	临床 IIIb 期
丽凡达生物	LVRNA009	新型冠状病毒肺炎	临床 II 期
斯微生物	DF104B1	新型冠状病毒肺炎	临床 I 期
石药集团	SYS6006	新型冠状病毒肺炎	临床 I 期

资料来源：公司公告，中国临床试验注册中心，东亚前海证券研究所

mRNA 原料酶性能优异，达到国际先进水平。在 mRNA 产量、纯度、加帽率、杂质残留等重要指标上，公司 mRNA 原料酶性能与进口品牌相当，具有较强竞争力。公司 mRNA 原料酶均采用低风险的无动物源性成分原料

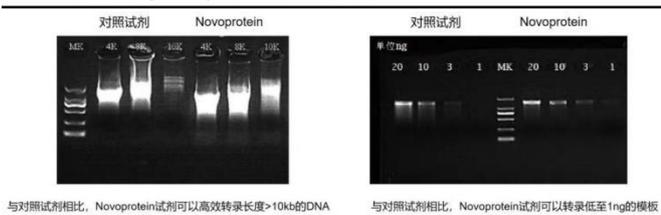
生产，生产满足 GMP 标准，在安全质控方面相较进口厂商更具优势。以决定 mRNA 产量的 T7 RNA 聚合酶为例，公司 T7 RNA 聚合酶转录试剂盒能转录 14kb 以上的 DNA 模板，且均一性好，一次反应 RNA 产量高达 200ug，与进口品牌 NEB 相当。

图表 41. 公司 mRNA 原料酶对安全质控要求更严格

公司名称	近岸蛋白	NEB	Thermo Fisher
总检测项目数	13	11	11
涉及中国药典要求的安全性相关检测项目数	6	1	0

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 42. 公司 T7 RNA 聚合酶比竞争产品可转录更大长度范围的 DNA 模板



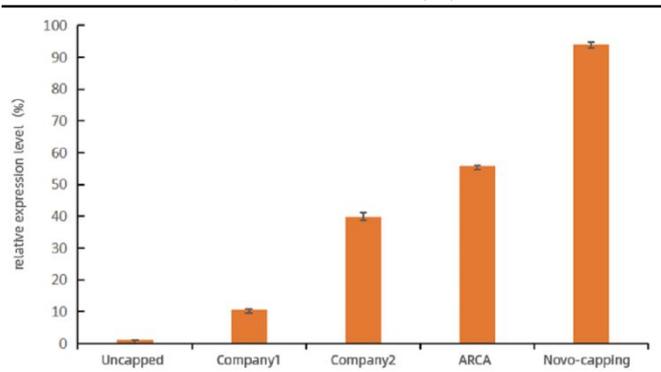
资料来源：近岸蛋白微信公众号，东亚前海证券研究所

图表 43. 公司 T7 RNA 聚合酶和进口产品性能相当

项目名称	近岸蛋白	NEB	Thermo Fisher
产量	近200ug	近200ug	-
纯度	≥95% (HPLC) ; ≥95% (SDS-PAGE)	≥95% (SDS-PAGE)	-
核酸内切酶残留	未检出	未检出	未检出
核酸外切酶残留	未检出	未检出	未检出
RNA酶残留	底物消化量≤2%	底物消化量≤3%	底物消化量≤4%

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 44. 公司加帽酶产品表达效率最高



资料来源：近岸蛋白微信公众号，东亚前海证券研究所

图表 45. 公司牛痘病毒加帽酶和进口产品性能相当

项目名称	近岸蛋白	NEB	Thermo Fisher
Cap0加帽效率	近100%	近100%	-
纯度	≥95% (HPLC) ; ≥95% (SDS-PAGE)	≥95% (SDS-PAGE)	-
核酸内切酶残留	未检出	未检出	未检出
核酸外切酶残留	未检出	未检出	未检出
RNA酶残留	底物消化量≤6%	底物消化量≤6%	底物消化量≤6%

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

扩大 mRNA 原料酶产能，公司规模化生产优势明显。公司突破了 mRNA 原料酶的规模化生产技术瓶颈，2021 年 6 月公司符合 GMP 标准的 mRNA 疫苗酶生产基地菏泽近岸成立，菏泽近岸目前已经拥有 2 条 2000L 规模的生产线，单批菌体量超 250 公斤，单批酶产量超过 1.2 公斤，该工厂设计年产能 50 亿人份疫苗原料酶。此外公司计划在上海金山和江苏苏州扩大产能，在年产 50 亿人份的基础上进一步增加 mRNA 酶产量，推动产品升级和

迭代。

图表 46. 公司 mRNA 原料酶生产基地菏泽近岸



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

掌握平台优势，公司可以为客户提供 mRNA 产品全系列 CRO 服务。公司建立了完善的 mRNA 设计与开发技术平台，能够赋能下游 mRNA 客户研发及生产全过程。公司具备 mRNA 设计能力，能够选择并设计抗原，同时进行序列优化；此外公司掌握 mRNA 制备技术，包括质粒生产、mRNA 合成、纯化及包封等，并完成中试标准生产工艺。目前公司质粒生产工艺可达 100mg/批，mRNA 合成工艺可达 15g/批，能够为客户提供从抗原到 mRNA 原液的一体化解决方案。

图表 47. 公司提供一体化 mRNA 产品 CRO 服务



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们基于四大业务板块对公司进行盈利预测，综合考虑随着新冠疫情

变化，新冠相关产品的营收会有所下降，以及公司不断推出新产品，并在 mRNA 原料酶及试剂领域不断深耕，常规产品竞争力不断加强等多种因素，我们预计 2020-2024 年公司将实现营业收入 3.13 亿元、3.39 亿元和 4.12 亿元，同比变化-8.54%/8.29%/21.73%，实现归母净利润为 1.35 亿元、1.50 亿元和 1.59 亿元，同比变化 -9.32%/11.15%/5.58%，对应 EPS 分别为 1.93/2.14/2.26 元/股。

图表 48. 盈利预测 (单位: 万元)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2598.59	3557.44	17973.36	34178.87	31261.66	33853.94	41211.39
yoy		36.90%	405.23%	90.16%	-8.54%	8.29%	21.73%
毛利率	67.16%	71.67%	89.32%	87.72%	87.36%	83.37%	78.31%
靶点及因子类蛋白							
营业收入	1669.28	1871.11	8241.09	5332.07	6621.03	9269.45	13904.17
yoy		12.09%	340.44%	-35.30%	24.17%	40.00%	50.00%
毛利率	75.85%	82.61%	93.95%	85.47%	81.00%	82.00%	83.00%
重组抗体							
营业收入	14.61	50.22	5716.88	12273.62	11390.00	6470.00	1550.00
yoy		243.74%	11283.67%	114.69%	-7.20%	-43.20%	-76.04%
毛利率	43.43%	71.56%	97.68%	97.34%	96.42%	95.77%	90.97%
酶及试剂							
营业收入	379.59	669.59	2012.07	15546.10	12710.63	16889.49	24157.22
yoy		76.40%	200.49%	672.64%	-18.24%	32.88%	43.03%
毛利率	48.57%	64.75%	75.83%	85.14%	85.00%	85.00%	86.00%
CRO服务							
营业收入	535.11	966.52	2003.32	1027.08	540.00	1225.00	1600.00
yoy		80.62%	107.27%	-48.73%	-47.42%	126.85%	30.61%
毛利率	53.88%	55.29%	59.96%	23.50%	30.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4.2. 估值

我们运用可比公司估值法对公司进行估值，选取 3 家具有类似业务或发展阶段的企业对公司进行估值。根据 Wind 一致预期，截至 2022 年 9 月 28 日收盘，可比公司 2023 年平均 PE 为 27 倍。近岸蛋白是国内重组蛋白领域领先者之一，2020 年在国内重组蛋白领域市占率排名国产企业第二，在 mRNA 原料酶及试剂领域，公司作为国内龙头市占率排名国产第一，具有一定的稀缺性。2022-2024 年公司 EPS 分别为 1.93/2.14/2.26 元/股，公司 9 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 39/35/33 倍，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图表 49. 可比公司估值

证券代码	证券简称	市值(亿元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
301080.SZ	百普赛斯	100.10	2.18	2.98	4.12	5.79	96.95	41.96	30.37	21.62
301047.SZ	义翘神州	122.40	10.59	3.42	3.50	4.20	32.65	27.72	27.03	22.58
688105.SH	诺唯赞	238.29	1.70	2.30	2.38	2.84	62.51	25.91	24.99	20.97
平均值		153.60	4.82	2.90	3.33	4.28	64.04	31.86	27.46	21.72

资料来源: Wind 一致预期, 东亚前海证券研究所 (截至日期: 2022 年 9 月 28 日)

5. 风险提示

新冠疫情变动风险: 公司部分诊断抗原、诊断抗体产品用于新冠疫情检测, 若未来新冠疫情出现变化, 可能导致公司产品需求发生变化, 进而对公司业绩造成影响。

新品研发失败风险: 重组蛋白行业属于技术密集型行业, 若公司产品研发失败, 或不能及时开发出新产品, 则可能会影响公司经营业绩。

市场竞争加剧风险: 国内重组蛋白市场需求不断扩大, 吸引更多国内外企业进入该领域, 市场竞争加剧, 若公司不能保持自己的优势, 则可能对未来经营造成不利影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	341.90	312.62	338.54	412.11
%同比增速	90.11%	-8.56%	8.29%	21.73%
营业成本	42.07	39.51	56.31	89.39
毛利	299.82	273.11	282.23	322.73
%营业收入	87.69%	87.36%	83.37%	78.31%
税金及附加	3.92	4.28	4.26	5.41
%营业收入	1.15%	1.37%	1.26%	1.31%
销售费用	27.13	30.18	35.68	42.23
%营业收入	7.94%	9.65%	10.54%	10.25%
管理费用	42.15	42.74	38.14	47.28
%营业收入	12.33%	13.67%	11.26%	11.47%
研发费用	34.10	38.01	46.28	56.51
%营业收入	9.97%	12.16%	13.67%	13.71%
财务费用	1.29	0.46	-17.33	-13.36
%营业收入	0.38%	0.15%	-5.12%	-3.24%
资产减值损失	-12.48	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-4.01	0.00	0.00	0.00
其他收益	1.33	1.53	1.49	1.91
投资收益	1.00	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.14	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	176.97	158.97	176.69	186.56
%营业收入	51.54%	50.85%	52.19%	45.27%
营业外收支	-0.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.23	158.97	176.69	186.56
%营业收入	51.54%	50.85%	52.19%	45.27%
所得税费用	27.22	23.85	26.50	27.98
净利润	149.01	135.12	150.19	158.58
%营业收入	43.58%	43.22%	44.36%	38.48%
归属于母公司的净利润	149.01	135.12	150.19	158.58
%同比增速	79.42%	-9.32%	11.15%	5.58%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	3.73	1.93	2.14	2.26

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	3.73	1.93	2.14	2.26
BVPS	6.84	31.88	34.02	36.28
PE	0.00	39.22	35.28	33.42
PEG	0.00	—	3.16	5.98
PB	0.00	2.37	2.22	2.08
EV/EBITDA	-0.55	20.11	17.95	18.51
ROE	41%	6%	6%	6%
ROIC	34%	6%	5%	6%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	189	1968	1571	1287
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	97	94	94	112
存货	37	20	58	69
预付账款	4	2	4	6
其他流动资产	5	3	5	4
流动资产合计	332	2088	1732	1479
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	32	111	548	681
无形资产	7	19	19	19
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	13	13	13	13
其他非流动资产	129	167	270	586
资产总计	513	2397	2581	2778
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	24	5	37	29
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	20	23	29	49
应交税费	6	22	15	23
其他流动负债	22	29	32	49
流动负债合计	72	79	113	150
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	78	78	78	78
负债合计	153	160	194	232
归属于母公司的所有者权益	360	2237	2387	2546
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	360	2237	2387	2546
负债及股东权益	513	2397	2581	2778

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	71	177	200	215
投资	25	0	0	0
资本性支出	-70	-139	-594	-497
其他	1	0	0	0
投资活动现金流净额	-44	-139	-594	-497
债权融资	0	0	0	0
股权融资	118	1742	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-16	-2	-2	-2
其他	-7	-0	0	0
筹资活动现金流净额	95	1740	-2	-2
现金净流量	121	1779	-396	-284

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

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

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

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

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

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120
广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>