

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

纳微科技(688690)

唐爱金 医药首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师
执业编号: S1500524120003
邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

核心业务明显回暖, 面临商业化放大和进口替代两大机遇

2025 年 04 月 25 日

事件: 2025 年 4 月 24 日, 公司发布 2024 年年度报告&2025 年第一季度报告。2024 年公司实现营业收入 7.82 亿元, 同比增长 33.33%; 实现归母净利润 0.83 亿元, 同比增长 20.82%; 实现扣非归母净利润 0.66 亿元, 同比增长 108.55%。2025 年 Q1 公司实现营业收入 1.89 亿元, 同比增长 22.39%; 实现归母净利润 0.29 亿元, 同比增长 72.98%; 实现扣非归母净利润 0.25 亿元, 同比增长 85.28%。

点评:

➤ **核心业务色谱填料和层析介质明显回暖, 海外实现重要突破。**

- 1) 根据业务类型来看: 2024 年公司核心业务色谱填料和层析介质实现营业收入 4.51 亿元, 同比增长 10.20%; 其他业务方面, 公司新增色谱分析仪器及配件实现营业收入 1.54 亿元, 主要来自于收购公司福立仪器的并表; 蛋白层析系统及配件实现营业收入 0.40 亿元, 同比减少 33.41%; 液相色谱柱及样品前处理产品实现营业收入 0.73 亿元, 同比增长 26.15%; IVD 用核心微球产品实现营业收入 530 万元, 同比增长 9.53%; 光电领域用微球产品实现营业收入 0.36 亿元, 同比增长 1.77%; 分离纯化技术服务实现营业收入 925 万元, 同比增长 8.62%; 其他产品实现营业收入 1,335 万元, 同比增长 33.04%。
- 2) 根据区域分布来看: 2024 年公司境内业务实现营业收入 7.33 亿元, 同比增长 30.11%; 境外业务实现营业收入 0.47 亿元, 同比增长 122.19%, 超额完成年初设定的国际业务收入同比增长 100% 的营业目标; 公司在海外药企实现抗体、血液制品、胰岛素、抗生素等应用方向不同阶段的项目导入, 公司重视拓展印度生物医药分离纯化市场机会, 在以往色谱分析耗材的业务基础上, 2024 年取得药厂放大项目色谱填料订单的突破。
- 3) 根据季度趋势来看: 和 2024 年前三季度相比, 2024 年 Q4 公司业绩增长显著加速, 单季度实现营业收入 2.33 亿元, 同比增长 71.47%, 其中核心业务色谱填料和层析介质表现亮眼, 从 2024 年前三季度同比减少 1.74% 到 2024 年全年同比增长 10.20%, 单季度彻底扭转主业下滑趋势。2025 年 Q1 公司延续增长趋势, 如果剔除福立仪器并表口径影响因素, 公司营业收入同比增长 10.17%, 其中核心业务色谱填料和层析介质产品实现营业收入约 1.11 亿元, 同比增长约 10.62%。

我们认为, 公司核心业务色谱填料与层析介质已经逐步走出低谷, 重新恢复增长, 2024 年海外业务实现重大突破, 未来发展值得期待。

➤ **核心业务毛利率相对稳定，盈利能力存在较大提升空间。**

1) 从毛利率来看：2024 年度公司整体毛利率 70.22%，同比减少约 7.67pct，主要是由于福立仪器的并表导致仪器产品占比增加，拉低整体毛利率水平，公司通过产品创新、生产工艺优化、海外市场拓展等多措并举，将色谱填料和层析介质类产品的毛利率波动控制在 3% 以内，2024 年的毛利率水平为 81.56%，依然保持较高水平。

2) 从期间费用来看：2024 年公司销售费用同比增长 37.36%，剔除福立仪器影响后销售费用同比增长 10.96%；管理费用同比下降 22.18%，剔除股份支付费用影响后管理费用同比增长 32.75%；研发费用同比增长 9.61%，剔除股份支付费用影响后研发费用同比增长 22.45%。

我们认为，2024 年公司股份支付费用 4,481 万元，计提商誉减值 2,506 万元，子公司赛谱仪器净亏损 1,004 万元，2025 年 Q1 股份支付费用 1,429 万元，以上因素对于公司利润端扰动较大，考虑到公司核心业务色谱填料和层析介质经营稳健，随着股权激励到期和子公司经营改善，公司未来盈利能力存在较大提升空间。

➤ **大分子和小分子布局均衡，面临商业化放大和进口替代两大机遇。**

1) 2024 年公司发生色谱填料和层析介质产品销售的客户数量为 792 家，同比增加 23 家；2024 年应用于药企商业化项目（含新药注册阶段）的色谱填料和层析介质销售收入约 0.93 亿元，占比约 20.62%。

2) 从大分子领域来看：2024 年应用于抗体（含 ADC）、重组蛋白、疫苗、核酸药物等四类大分子药物项目的层析介质的销售收入约 2.49 亿元，同比基本持平，截至 2024 年底有超过 50 个抗体（含 ADC）应用项目处于临床三期研究或新药注册阶段，有超过 6 个抗体和 1 个重组白蛋白药物转为商业化生产使用。

3) 从小分子领域来看：2024 年应用于胰岛素、多肽、抗生素等三类中小分子药物项目的色谱填料产品实现销售收入约 1.65 亿元，同比增长约 16.13%，其中包括 GLP-1 在内的多肽类药物实现色谱填料销售收入约 0.90 亿元，同比增长约 34.28%。

4) 2024 年公司继续全面深化战略客户关系，完成与盛迪亚、丽珠福兴、诺泰生物、康诺亚和翰宇药业等 5 家客户的战略合作协议签署工作，2024 年来自签约生物医药战略客户的销售额约 2.24 亿元，占比约 49.67%。公司重要客户恒瑞医药子公司苏州盛迪亚生物注射用卡瑞利珠单抗（艾瑞卡®）10000L 不锈钢生物反应器生产线获批上市使用，该项目三步层析介质成功采用公司的高性能层析介质替代三款进口介质，是国内首个采用全国产化层析介质的抗体商业化项目，变更后产品质量高度可比，确保了产品变更前后的稳定性与一致性。

我们认为，公司是国内领先的色谱填料和层析介质供应商，大分子和小分子领域布局均衡，可以根据客户需求提供硅胶、聚合物、琼脂糖等多种基质材料的色谱填料和层析介质，公司当前面临商业化放大和进口替代两大机遇。

- 1) 商业化放大机遇：色谱填料和层析介质的用量与项目阶段相关，从临床一期到临床二期到临床三期到商业化呈现逐级放大趋势，公司前几年悉心培育的管线陆续进入回报期，目前储备大量临床中后期项目，商业化收入占比只有 20%左右，未来存在较大提升空间。
- 2) 进口替代机遇：色谱填料和层析介质作为生物医药分离纯化关键原材料，长期被美国思拓凡、德国默克等外资品牌垄断，关税战持续升级背景下，自主可控有望成为生物医药企业的潜在重要战略，恒瑞注射用卡瑞利珠单抗商业化项目的工艺成功变更，为进口替代建立经验模版，公司有望承接更多项目变更。

➤ **全产业链布局，业务延展性较强。**

通过“内生+外延”双轮驱动，公司已经拥有纳谱分析、赛谱仪器、福立仪器等重要子公司，其中子公司纳谱分析以自有填料产品为基础开发分析柱等分析耗材，子公司赛谱仪器拥有不同系列的大分子纯化仪器设备，子公司福立仪器是国产色谱仪器领军企业。以福立仪器为例，该公司坚持自主研发打造精密科学仪器近三十年，产品线包括气相色谱、液相色谱、气质联用、前处理设备以及在线监测设备，在气相色谱领域，公司推出包括 F60、F70 和旗舰新品 F80 在内的未来系列气相色谱仪及 PT800 全自动吹扫捕集仪，在液相色谱领域，公司重磅推出 L75 液相全能冠军家族，目前正处于商业化关键阶段。

我们认为，纳微科技是一家底层技术驱动的创新型企业，目前已经构建“填料+耗材+仪器”的全产业链布局，主业和子公司存在明显协同作用，实现对于生物医药、分析检测、体外诊断、平板显示等多行业需求的全面覆盖，业务延展性较强，未来具备广阔的发展空间。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 9.98 亿元、12.35 亿元、15.31 亿元，归母净利润分别为 1.51 亿元、2.31 亿元、3.12 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.37 元、0.57 元、0.77 元，对应 PE 估值分别为 61.38 倍、40.16 倍、29.74 倍。
- **风险因素：**行业需求景气度波动风险；进口替代不及预期的风险；子公司商誉减值风险；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	587	782	998	1,235	1,531
增长率 YoY %	-16.9%	33.3%	27.6%	23.7%	23.9%
归属母公司净利润(百万元)	69	83	151	231	312
增长率 YoY%	-75.1%	20.8%	82.6%	52.9%	35.0%
毛利率%	77.9%	70.2%	70.0%	70.3%	70.5%
净资产收益率ROE (%)	4.0%	4.7%	8.2%	11.5%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.21	0.37	0.57	0.77
市盈率 P/E(倍)	135.46	112.11	61.38	40.16	29.74
市净率 P/B(倍)	5.45	5.31	5.01	4.61	4.16

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,178	1,220	1,485	1,812	2,217
货币资金	340	272	445	596	772
应收票据	25	20	25	31	39
应收账款	197	312	388	473	581
预付账款	5	7	9	11	14
存货	272	340	407	476	569
其他	339	268	209	224	242
非流动资产	948	1,089	1,003	914	824
长期股权投资	25	22	22	22	22
固定资产	307	600	525	447	365
无形资产	52	69	67	65	62
其他	563	398	388	380	375
资产总计	2,127	2,310	2,488	2,726	3,041
流动负债	174	332	393	459	540
短期借款	23	18	18	18	18
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	33	80	103	127	156
其他	118	234	272	314	367
非流动负债	222	90	92	92	92
长期借款	146	11	11	11	11
其他	77	79	81	81	81
负债合计	396	422	485	551	632
少数股东权益	27	140	148	160	176
归属母公司股东权益	1,704	1,748	1,855	2,015	2,233
负债和股东权益	2,127	2,310	2,488	2,726	3,041

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	587	782	998	1,235	1,531
同比 (%)	-16.9%	33.3%	27.6%	23.7%	23.9%
归属母公司净利润	69	83	151	231	312
同比 (%)	-75.1%	20.8%	82.6%	52.9%	35.0%
毛利率 (%)	77.9%	70.2%	70.0%	70.3%	70.5%
ROE%	4.0%	4.7%	8.2%	11.5%	14.0%
EPS (摊薄)(元)	0.17	0.21	0.37	0.57	0.77
P/E	135.46	112.11	61.38	40.16	29.74
P/B	5.45	5.31	5.01	4.61	4.16
EV/EBITDA	89.42	32.78	29.22	21.81	17.28

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	587	782	998	1,235	1,531
营业成本	130	233	299	367	451
营业税金及附加	7	8	11	13	16
销售费用	112	153	190	222	276
管理费用	118	92	110	124	138
研发费用	162	177	210	247	306
财务费用	3	2	1	-1	-4
减值损失合计	-38	-41	-30	-30	-30
投资净收益	11	2	3	4	5
其他	37	18	30	39	51
营业利润	65	96	181	277	374
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	65	95	181	277	374
所得税	7	12	22	33	45
净利润	58	83	159	243	329
少数股东损益	-10	0	8	12	16
归属母公司净利润	69	83	151	231	312
EBITDA	122	212	307	404	500
EPS (当年)(元)	0.17	0.21	0.37	0.57	0.77

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	126	133	184	263	311
净利润	58	83	159	243	329
折旧摊销	57	83	124	129	130
财务费用	6	5	5	5	5
投资损失	-44	-58	-11	-2	-3
营运资金变动	13	-90	-141	-151	-188
其它	1	53	39	40	40
投资活动现金流	-49	-26	39	-36	-35
资本支出	-94	-133	-40	-40	-40
长期投资	-100	-76	0	0	0
其他	145	182	79	4	5
筹资活动现金流	13	-176	-49	-76	-100
吸收投资	24	1	0	0	0
借款	33	-140	0	0	0
支付利息或股息	-47	-24	-51	-76	-100
现金流净增加额	90	-68	173	151	176

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。