

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

纳微科技(688690)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

## 核心主业经营趋势向好，海外市场开拓迎来机遇

2025 年 08 月 28 日

**事件:** 2025 年 8 月 27 日, 公司发布《2025 年半年度报告》。2025H1 公司实现营业收入 4.14 亿元, 同比增长 21.74%; 实现归母净利润 0.63 亿元, 同比增长 40.52%; 实现扣非净利润 0.55 亿元, 同比增长 51.31%。单季度来看, 2025Q2 公司实现营业收入 2.25 亿元, 同比增长 21.20%; 实现归母净利润 0.34 亿元, 同比增长 21.05%; 实现扣非净利润 0.30 亿元, 同比增长 31.32%。

**点评:****➤ 收入端恢复增长，利润端表现亮眼。**

**从收入端来看:** 如果剔除 2025 年 1-2 月份福立仪器并表影响, 2025H1 公司营业收入同比增长 16.20%。分业务来看, 2025H1 公司核心业务色谱填料和层析介质收入为 2.38 亿元, 同比增长约 20%; 色谱分析仪器及配件收入为 0.82 亿元, 同比增长约 43%; 液相色谱柱及样品前处理产品收入为 0.43 亿元, 同比增长约 27%; 蛋白层析系统及配件收入为 0.21 亿元, 同比增长约 7%。

**从利润端来看:** 2025H1 公司综合毛利率为 72.06%, 同比减少 0.36 个百分点, 主要是由于福立仪器并表拉低公司整体毛利率水平。2025H1 公司核心业务色谱填料和层析介质的毛利率为 83.47%, 同比提升 0.33 个百分点。2025H1 公司整体利润端表现亮眼, 主要得益于落实提质增效行动, 各项期间费用得到良好管控。

**➤ 核心业务经营趋势向好，GLP-1 带动多肽需求显著增加。**

2025H1 公司核心业务色谱填料和层析介质实现收入 2.38 亿元, 同比增长约 20%, 其中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 0.65 亿元, 约占填料和介质产品收入的 27%。按照分子类型拆分:

1) 大分子药物: 2025H1 公司应用于抗体(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 1.18 亿元, 同比增长约 11%, 截至 2025H1 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 10 个抗体和 2 个重组蛋白药物转为商业化生产使用。

2) 小分子药物: 2025H1 公司应用于胰岛素、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 1.02 亿元, 同比增长约 48%; 公司具有聚合物反相、离子交换、疏水层析和硅胶反相等全系列自主创新产品, 在包括 GLP-1 在内的多肽类药物应用方向积累形成丰富应用案例, 2025H1 多肽类药物实现色谱填料销售收入约 0.75 亿元, 同比增长约 108%。

公司继续全面深化战略客户关系, 2025H1 来自签约生物医药战略

客户的销售额约 1.08 亿元，占色谱填料业务收入的比重约 45%。重点项目方面，2025H1 公司填料&介质成功助力恒瑞医药 HER2-ADC 注射用瑞康曲妥珠单抗获批上市，成功助力正大天晴两大生物类似药曲妥珠单抗和贝伐珠单抗 10,000 升新产能获批使用。

总结：2025H1 公司核心业务色谱填料&层析介质经营趋势向好，其中小分子药物表现亮眼，主要得益于 GLP-1 等多肽药物需求，战略客户实现不断突破，恒瑞医药和正大天晴两个重点案例，正好代表跟随上市和工艺变更两种商业化路径，我们坚定看好公司色谱填料&层析介质业务的中长期发展前景。

➤ **海外收入延续高增长，创新药 BD 出海或带来重大机遇。**

公司大力拓展海外市场，国际主营业务收入延续高增长趋势，2025H1 国际主营业务收入 0.44 亿元，同比增长约 136%；回顾 2024 年国际主营业务收入 0.47 亿元，同比增长约 122%。公司内部调配资源组建国际业务团队，全面部署实施公司的国际市场拓展战略。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，在印度取得药厂放大项目色谱填料订单的突破。公司妥善使用募集资金，持续加大国际市场拓展力度，加快海外市场布局，完善海外营销体系，加强海外销售力量，提升海外销售团队的直销能力，增加与战略合作伙伴的合作，提升填料产品导入海外客户的应用机会。

总结：2025H1 公司海外收入延续高增长趋势，目前国际化尚处于起步阶段，未来存在较大成长潜力，我们认为，2025 年以来国内创新药 BD 出海案例显著增多，公司作为核心供应商有望跟随出海，进入海外大型 MNC 供应链体系，实现国际市场的重要突破。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 9.84 亿元、12.12 亿元、14.96 亿元，归母净利润分别为 1.42 亿元、2.14 亿元、2.84 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.35 元、0.53 元、0.70 元，对应 PE 估值分别为 82.27 倍、54.62 倍、41.20 倍。我们坚定看好公司中长期成长性，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**生物医药行业投融资不及预期的风险；海外市场拓展面临不确定性；行业竞争格局加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	587	782	984	1,212	1,496
增长率 YoY %	-16.9%	33.3%	25.8%	23.2%	23.4%
归属母公司净利润 (百万元)	69	83	142	214	284
增长率 YoY%	-75.1%	20.8%	71.5%	50.6%	32.6%
毛利率%	77.9%	70.2%	70.2%	70.6%	70.9%
净资产收益率ROE%	4.0%	4.7%	7.6%	10.6%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.21	0.35	0.53	0.70
市盈率 P/E(倍)	170.44	141.07	82.27	54.62	41.20
市净率 P/B(倍)	6.86	6.68	6.23	5.77	5.26

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1,178	1,220	1,305	1,503	1,777
货币资金	340	272	320	353	410
应收票据	25	20	25	31	38
应收账款	197	312	383	464	567
预付账款	5	7	9	11	14
存货	272	340	398	460	546
其他	339	268	170	184	202
<b>非流动资产</b>	948	1,089	1,139	1,161	1,173
长期股权投资	25	22	22	22	22
固定资产(合计)	307	600	608	616	619
无形资产	52	69	67	65	62
其他	563	398	441	458	470
<b>资产总计</b>	2,127	2,310	2,443	2,664	2,950
<b>流动负债</b>	174	332	331	393	470
短期借款	23	18	18	18	18
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	33	80	101	123	150
其他	118	234	212	252	302
<b>非流动负债</b>	222	90	89	89	89
长期借款	146	11	11	11	11
其他	77	79	78	78	78
<b>负债合计</b>	396	422	420	482	559
少数股东权益	27	140	147	157	169
归属母公司股东权益	1,704	1,748	1,876	2,025	2,222
<b>负债和股东权益</b>	2,127	2,310	2,443	2,664	2,950

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	984	1,212	1,496
同比(%)	-16.9%	33.3%	25.8%	23.2%	23.4%
归属母公司净利润	69	83	142	214	284
同比(%)	-75.1%	20.8%	71.5%	50.6%	32.6%
毛利率(%)	77.9%	70.2%	70.2%	70.6%	70.9%
ROE%	4.0%	4.7%	7.6%	10.6%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.21	0.35	0.53	0.70
P/E	170.44	141.07	82.27	54.62	41.20
P/B	6.86	6.68	6.23	5.77	5.26
EV/EBITDA	89.42	32.78	41.15	30.54	24.50

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	587	782	984	1,212	1,496
营业成本	130	233	293	356	436
营业税金及附加	7	8	10	13	16
销售费用	112	153	177	206	254
管理费用	118	92	118	133	157
研发费用	162	177	217	255	307
财务费用	3	2	1	0	0
减值损失合计	-38	-41	-30	-30	-30
<b>投资净收益</b>	11	2	3	4	4
其他	37	18	29	32	35
<b>营业利润</b>	65	96	170	255	336
营业外收支	0	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	65	95	170	255	336
所得税	7	12	20	31	40
<b>净利润</b>	58	83	150	224	295
少数股东损益	-10	0	7	10	12
<b>归属母公司净利润</b>	69	83	142	214	284
EBITDA	122	212	278	373	463
EPS(当年)(元)	0.17	0.21	0.35	0.53	0.70

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	126	133	167	240	284
净利润	58	83	150	224	295
折旧摊销	57	83	107	118	127
财务费用	6	5	5	5	5
投资损失	-11	-2	-3	-4	-4
营运资金变动	13	-90	-130	-144	-179
其它	1	53	39	40	40
<b>投资活动现金流</b>	-49	-26	-40	-136	-136
资本支出	-94	-133	-140	-140	-140
长期投资	-100	-76	0	0	0
其他	145	182	100	4	4
<b>筹资活动现金流</b>	13	-176	-79	-70	-92
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	-49	-70	-92
<b>现金流净增加额</b>	90	-68	48	33	57

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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了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。