

诺唯赞（688105.SH）

25Q2 业绩短期承压，海外本土化布局持续推进

诺唯赞发布 2025 年半年度报告。2025H1 公司实现营业收入 6.06 亿元，同比下滑 6.63%；归母净利润 313 万元，同比下滑 80.63%；扣非后归母净利润-3314 万元，同比下滑 116.70%。分季度看，2025Q2 实现营业收入 3.21 亿元，同比下滑 7.61%；归母净利润 122 万元，同比下滑 88.86%；扣非后归母净利润-1135 万元，同比下滑 1824.33%。

观点：2025Q2 经营阶段性承压，生物制品增值税率变化导致收入端短期波动，收入端下滑后规模效应减弱导致利润端有所下滑。国际市场高速增长，海外本土化布局持续推进，全球服务能力不断提升。公司积极推进战略转型，向下游大单品拓展，呼吸道、AD 血检、GLP-1 业务推进顺利，打开长期成长空间。

公司经营阶段性承压，收入端波动主要系增值税率变动影响。2025Q2 公司经营阶段性承压，生物制品增值税率变化导致收入端短期波动（剔除该影响后 25H1 收入同比持平）。2025Q2 公司毛利率 68.75%（同比-1.71pp），销售费用率 36.21%（同比+3.25pp），管理费用率 15.87%（同比+0.16pp），研发费用率 20.13%（同比-0.49pp），财务费用率-0.09%（同比-0.27pp），受收入下降影响，规模效应减弱后利润端同比有所下滑。

海外本土化布局持续推进，全球服务能力不断提升。2025H1 公司实现国内收入 5.35 亿元（同比-12.09%），毛利率 67.58%（同比-3.39pp）；海外收入 7157 万元（同比+74.21%），毛利率 80.11%（同比+12.75pp）。2022 年起公司重点推进优势产品线“出海”，持续深化在北美、欧洲、东南亚区域的本地化运营，并积极在法国、意大利、英国、韩国、日本等地区拓展业务。北美市场：公司持续深化布局，工业客户方面，单客户产出（尤其头部客户产出）显著提升；科研客户方面，新产品线带动新客户开发及单客户产出双提升；同时优化产品线聚焦高潜力产品，提升本地员工占比。欧洲市场：公司整体解决方案的应用进一步深化，在欧洲多国成功复制；渠道建设方面卓有成效，聚焦优质代理商并实现与代理商共赢。亚洲市场：在东亚地区，持续深耕科研客户，初步探明代理商合作模式，实现代理商签约；在泛太平洋市场，重点推广公司整体解决方案及高端科研定制化产品线；在西北亚地区，保持较强市场竞争力、科研市场初步建立代理商合作模式。

战略聚焦下游大单品，市场拓展进程顺利。1) 呼吸道：甲乙流、合胞病毒等几项三类产品获证；基于量子点平台的产品开发和迈瑞的商业化合作落地，已入院超 500 家。2) AD 血检：已完成 AD 血检 6 项指标的取证和初步商业化，并在入院、学术、临床科研及产品性能等方面取得进展。3) GLP-1 业务：成功开展商业化，29 肽中间体产品和 CPB 酶已完成 DMF 备案，截至 2024 年底已有一个千万级的客户和两个 500 万级的客户，并与国内十几家行业头部客户建立了稳定的关系。

盈利预测与投资建议。考虑国内市场竞争较为激烈，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 14.07、16.43、19.43 亿元，分别同比增长 2.1%、16.8%、18.3%；归母净利润分别为 0.61、1.11、2.00 亿元，分别同比增长 439.0%、80.4%、80.9%；维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，海外拓展不及预期，新产品研发销售不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,286	1,378	1,407	1,643	1,943
增长率 yoy（%）	-64.0	7.1	2.1	16.8	18.3
归母净利润（百万元）	-71	-18	61	111	200
增长率 yoy（%）	-111.9	74.5	439.0	80.4	80.9
EPS 最新摊薄（元/股）	-0.18	-0.05	0.15	0.28	0.50
净资产收益率（%）	-1.8	-0.5	1.4	2.3	3.5
P/E（倍）	—	—	148.4	82.3	45.5
P/B（倍）	2.3	2.3	2.1	1.9	1.6

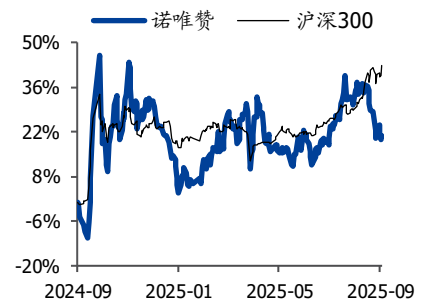
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 09 月 11 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
09 月 11 日收盘价（元）	22.89
总市值（百万元）	9,104.14
总股本（百万股）	397.73
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	3.33

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号：S0680522030002

邮箱：yangfang@gszq.com

分析师 王震

执业证书编号：S0680525040002

邮箱：wangzhen1@gszq.com

相关研究

- 《诺唯赞（688105.SH）：生科海外业务表现亮眼，聚焦下游大单品打开成长天花板》 2025-04-17
- 《诺唯赞（688105.SH）：新品放量+海外拓展带动收入稳健增长，盈利能力不断提升》 2024-11-08
- 《诺唯赞（688105.SH）：常规业务稳中向好，期间费用率环比改善明显》 2023-11-04

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4230	3571	4007	4807	6012
现金	1967	434	945	1336	2048
应收票据及应收账款	352	484	403	499	610
其他应收款	3	20	9	12	18
预付账款	37	35	34	42	46
存货	346	362	295	398	439
其他流动资产	1525	2237	2322	2520	2852
非流动资产	1516	1477	1582	1562	1547
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	476	449	404	353	298
无形资产	101	95	112	127	132
其他非流动资产	938	933	1066	1081	1117
资产总计	5746	5049	5589	6369	7559
流动负债	1520	903	1104	1315	1476
短期借款	1134	551	735	889	1009
应付票据及应付账款	147	90	124	144	149
其他流动负债	239	262	245	282	318
非流动负债	197	202	232	246	272
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	197	202	232	246	272
负债合计	1717	1105	1336	1561	1749
少数股东权益	0	-2	1	6	17
股本	400	402	402	402	402
资本公积	2442	2512	2512	2512	2512
留存收益	1209	1139	1446	1995	2987
归属母公司股东权益	4029	3945	4253	4801	5793
负债和股东权益	5746	5049	5589	6369	7559

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	153	-10	539	248	396
净利润	-73	-20	64	116	211
折旧摊销	236	213	252	262	280
财务费用	32	29	17	21	21
投资损失	-8	-5	-10	-9	-10
营运资金变动	-76	-187	194	-157	-123
其他经营现金流	42	-41	22	15	18
投资活动现金流	-901	375	-451	-443	-601
资本支出	-219	-72	-243	-166	-183
长期投资	-727	395	-100	-212	-343
其他投资现金流	45	53	-107	-65	-75
筹资活动现金流	250	-786	420	586	917
短期借款	862	-583	184	154	120
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	2	0	0	0
资本公积增加	13	70	0	0	0
其他筹资现金流	-625	-276	236	431	797
现金净增加额	-496	-425	511	391	712

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1286	1378	1407	1643	1943
营业成本	373	414	415	475	543
营业税金及附加	2	10	7	8	11
营业费用	473	491	442	514	587
管理费用	236	231	193	224	255
研发费用	339	300	257	299	321
财务费用	-19	12	8	2	2
资产减值损失	-142	-25	0	0	0
其他收益	98	14	42	64	51
公允价值变动收益	43	55	0	0	0
投资净收益	8	5	10	9	10
资产处置收益	6	-2	1	2	0
营业利润	-100	-61	138	197	286
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	17	-2	41	19	19
利润总额	-116	-58	98	179	268
所得税	-43	-39	35	63	57
净利润	-73	-20	64	116	211
少数股东损益	-2	-2	2	5	11
归属母公司净利润	-71	-18	61	111	200
EBITDA	60	108	358	444	550
EPS (元/股)	-0.18	-0.05	0.15	0.28	0.50

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-64.0	7.1	2.1	16.8	18.3
营业利润(%)	-114.0	38.7	325.4	42.1	45.5
归属母公司净利润(%)	-111.9	74.5	439.0	80.4	80.9
获利能力					
毛利率(%)	71.0	69.9	70.5	71.1	72.0
净利率(%)	-5.5	-1.3	4.4	6.7	10.3
ROE(%)	-1.8	-0.5	1.4	2.3	3.5
ROIC(%)	-2.1	-0.8	1.3	2.0	3.0
偿债能力					
资产负债率(%)	29.9	21.9	23.9	24.5	23.1
净负债比率(%)	-16.9	8.1	0.0	-4.7	-13.6
流动比率	2.8	4.0	3.6	3.7	4.1
速动比率	2.5	3.5	3.3	3.3	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.2	3.3	3.2	3.7	3.5
应付账款周转率	1.7	3.5	3.9	3.6	3.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.18	-0.05	0.15	0.28	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	-0.02	1.35	0.62	1.00
每股净资产(最新摊薄)	10.13	9.92	10.69	12.07	14.57
估值比率					
P/E	—	—	148.4	82.3	45.5
P/B	2.3	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	203.7	85.6	25.4	20.0	15.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 09 月 11 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com