

诺唯赞（688105）/医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年4月26日

**评级：买入（维持）**

市场价格：36.75

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人：于佳喜

Email: yujx@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,869	3,569	1,487	2,037	2,842
增长率 yoy%	19%	91%	-58%	37%	40%
净利润（百万元）	678	594	394	538	756
增长率 yoy%	-17%	-12%	-34%	36%	41%
每股收益（元）	1.70	1.49	0.99	1.34	1.89
每股现金流量	1.54	1.84	1.17	1.33	1.77
净资产收益率	16%	13%	8%	10%	12%
P/E	21.7	24.7	37.3	27.3	19.5
P/B	3.6	3.2	3.0	2.7	2.4

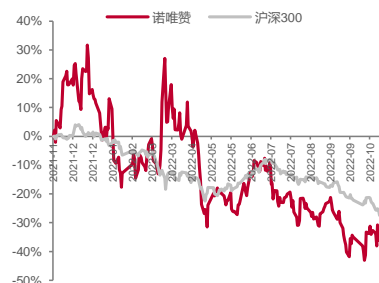
备注：股价信息截止至 2023 年 4 月 26 日

**投资要点**

- 事件：公司发布 2022 年年报以及 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 35.69 亿元，同比增长 90.99%，其中常规业务收入 10.14 亿元，同比增长 41.03%；2022 年公司实现归母净利润 5.94 亿元，同比减少 12.39%；扣非归母净利润 5.97 亿元，同比下降 7.28%。**
- 分季度来看，2022 年四季度公司实现营业收入 12.64 亿元，同比增长 117.93%；实现归母净利润-1.55 亿元，同比下降 221.41%，实现扣非归母净利润-1.01 亿，同比下降 188.47%，单季度收入持续高增，主要由于常规业务的稳健恢复以及新冠产品的持续贡献，归母、扣非出现亏损，主要因对新冠相关的原材料、存货、固定资产等计提减值。2023 年一季度公司实现营业收入 3.02 亿元，同比下降 69.02%，归母净利润-0.51 亿元，同比下降 111.73%，扣非归母净利润-0.75 亿元，同比下降 118.21%。Q1 收入增速放缓，主要因 22 年同期新冠产品高基数，利润端则因抗原物料减值有所下降，我们预计 23Q2 开始公司基本不再会有新冠抗原相关的存货等资产。**
- 生命科学试剂占据行业优势地位，动保、科研耗材等新业务有望加速落地。2022 年公司生命科学试剂产品实现收入 20.10 亿元，同比增长 46.30%。截至 2022 年末公司在产品端新开发超过 1000 种生物试剂，包括 160+基础科研试剂和 110+测序试剂，持续丰富产品多样性；在渠道端公司不断提升销售队伍专业水平和服务能力，加强成果导向，截至年底累计覆盖超过 2700 家诊断企业、1200 多家药企以及 1000 多家测序企业和科研院所，牢牢占据国产生物试剂龙头地位。公司基于核心底层技术平台持续开发创新产品，拓展外延应用，2022 年完成了兽药 GMP 厂房建设和资质申报，有望加速动物疫病产品业绩释放，同时公司成立材料科技子公司，22 年完成 10 多个产品导入，未来有望逐渐成熟，为公司贡献新的业绩。**
- 特色项目快速放量，诊断设备加速进院，IVD 业务有望保持良好增速。2022 年公司体外诊断业务实现收入 14.68 亿元，其中常规业务收入 1.22 亿元，同比增长 37.08%，诊断设备销售 899 台，同比增长 135.96%。公司 IVD 产品累计进院 2200+医院、ICL、体检中心等客户，胃功能、自免等特色项目增量显著，心脑血管、炎症感染等常规项目稳健增长，已经度过导入阶段开始商业化放量，随着院内常规诊疗活动的有序恢复，我们预计公司体外诊断业务有望持续高增。**
- 生物医药板块日益成熟，专业化技术服务贡献可观增量。2022 年，公司技术服务收入 1.02 亿元，同比增长 97.03%。公司立足于蛋白定向改造、单 B 抗体发现等核心技术平台，为药企、疫苗企业等客户提供专业的临床前/临床检测与研究服务，同时建立针对感染性疾病的全人源抗体库，帮助疫苗企业客户降低疫苗临床失败风险，加速产品上市进程。2022 年公司新开发多家疫苗企业，2023Q1 与国内某生物医药企业就呼吸道疾病单抗项目达成合作，获得不超过 0.45 亿专利转让非以及 4%或 2%的销售分成。未来公司有望凭借专业高效的服务能力持续拓展覆盖范围，获取更多订单，成为中长期业绩增长的重要动力。**
- 盈利预测与投资建议：根据业绩数据，我们调整盈利预测，预计常规业务有望持续高速增长，新冠业务显著降低，预计 2023-2025 年公司收入 14.87、20.37、28.42 亿元（调整前 23-24 年 15.99、21.03 亿元），同比增长-58%、37%、40%；归母净利润 3.94、5.38、7.56 亿元（调整前 23-24 年 5.25、6.88 亿元），同比增长-34%、36%、41%。考虑到公司是国内生物试剂行业龙头，未来有望维持高增长态势，维持“买入”评级。**
- 风险提示事件：新产品研发风险，政策变化风险，市场竞争加剧风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。**

**基本状况**

总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	167
市价(元)	36.75
市值(百万元)	14,700
流通市值(百万元)	6,125

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

诺唯赞公司点评：业绩略超预期，持续看好科研试剂龙头快速发展

诺唯赞 2022 年三季报点评-常规业务持续高增，不断吸纳创新人才奠定长期成长性

## 内容目录

22 年常规收入增速 40+%，疫情扰动下动力十足.....	- 3 -
生物试剂、IVD 持续高增，生物医药进入收获期.....	- 5 -
常规业务加速出海，国际化布局初具雏形.....	- 6 -
风险提示.....	- 7 -

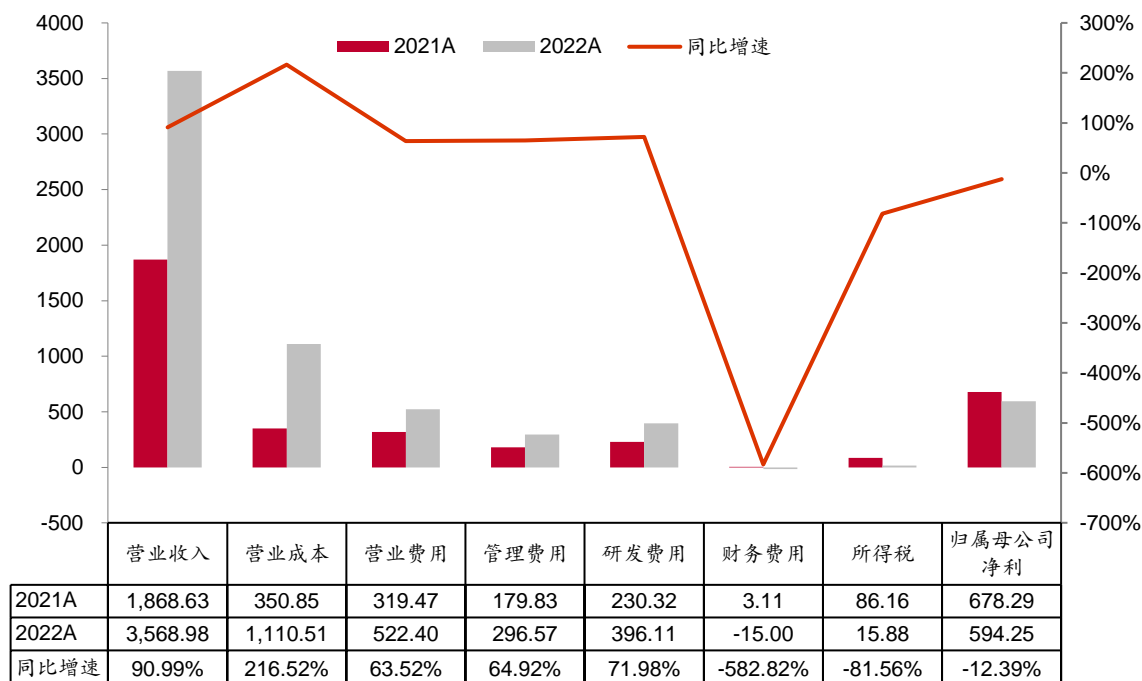
## 图表目录

图表 1: 诺唯赞主要财务指标变化 (百万元) .....	- 3 -
图表 2: 诺唯赞主营业务收入情况 (百万元) .....	- 3 -
图表 3: 诺唯赞归母净利润情况 (百万元) .....	- 3 -
图表 4: 诺唯赞分季度营业收入变化 (百万元) .....	- 4 -
图表 5: 诺唯赞分季度归母净利润变化 (百万元) .....	- 4 -
图表 6: 诺唯赞盈利能力变化情况.....	- 4 -
图表 7: 诺唯赞费用率变化情况.....	- 4 -
图表 8: 公司生命科学板块收入增速迅猛 (百万元) .....	- 5 -
图表 9: 公司体外诊断业务快速发展 (百万元) .....	- 5 -
图表 10: 诺唯赞财务报表预测 .....	- 8 -

## 22 年常规收入增速 40+%，疫情扰动下动力十足

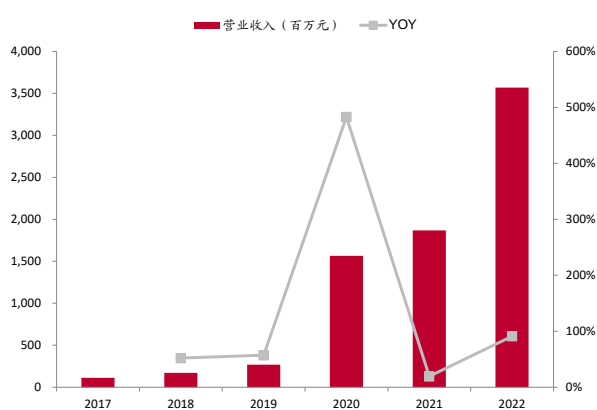
- 2022 年公司实现营业收入 35.69 亿元，同比增长 90.99%，其中常规业务收入 10.14 亿元，同比增长 41.03%；2022 年公司实现归母净利润 5.94 亿元，同比减少 12.39%；扣非归母净利润 5.97 亿元，同比下降 7.28%。

图表 1：诺唯赞主要财务指标变化（百万元）



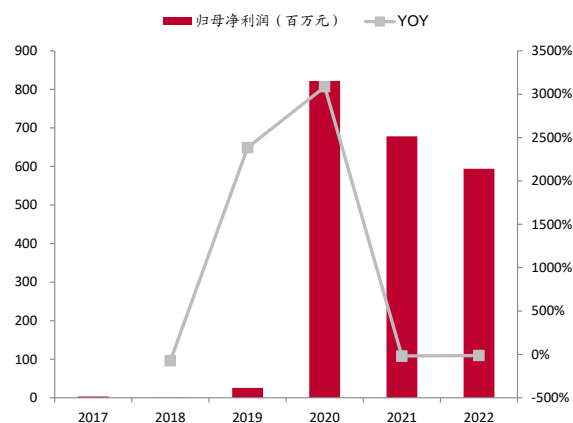
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：诺唯赞主营业务收入情况（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：诺唯赞归母净利润情况（百万元）

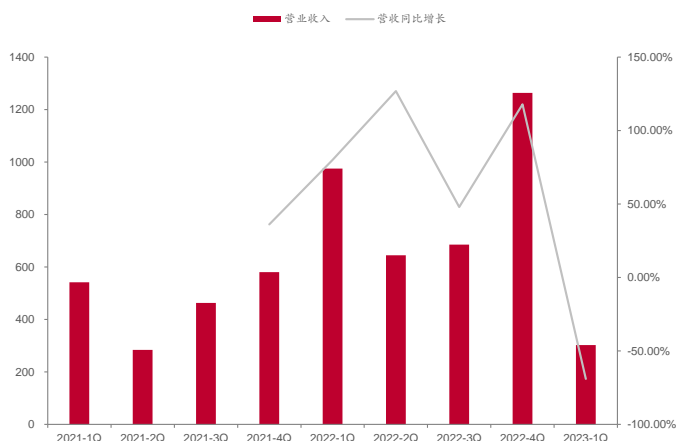


来源：wind，中泰证券研究所

- 分季度来看，2022 年四季度公司实现营业收入 12.64 亿元，同比增长 117.93%；实现归母净利润-1.55 亿元，同比下降 221.41%，实现扣非归母净利润-1.01 亿，同比下降 188.47%，单季度收入持续高增，主要

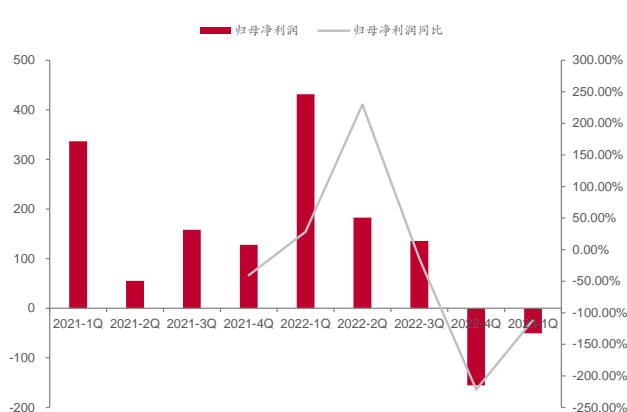
由于常规业务的稳健恢复以及新冠产品的持续贡献，归母、扣非出现亏损，主要因新冠相关原材料、存货、固定资产等的减值计提。2023年一季度公司实现营业收入3.02亿元，同比下降69.02%，归母净利润-0.51亿元，同比下降111.73%，扣非归母净利润-0.75亿元，同比下降118.21%。Q1收入增速放缓，主要因22年同期新冠产品高基数，利润端则因抗原物料减值有所下降，我们预计23Q2开始公司基本不再会有新冠抗原相关的存货等资产。

图表4：诺唯赞分季度营业收入变化（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

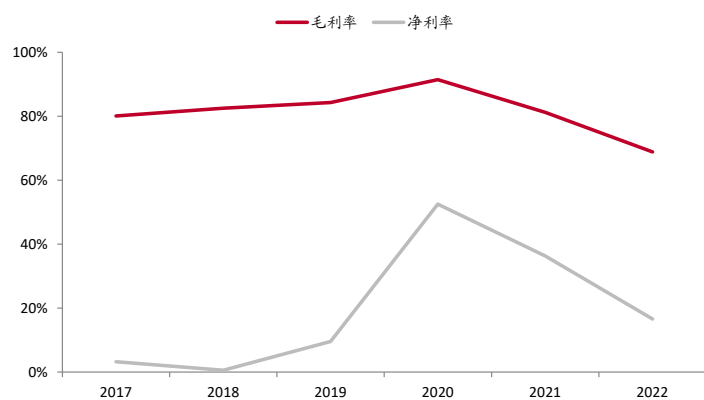
图表5：诺唯赞分季度归母净利润变化（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

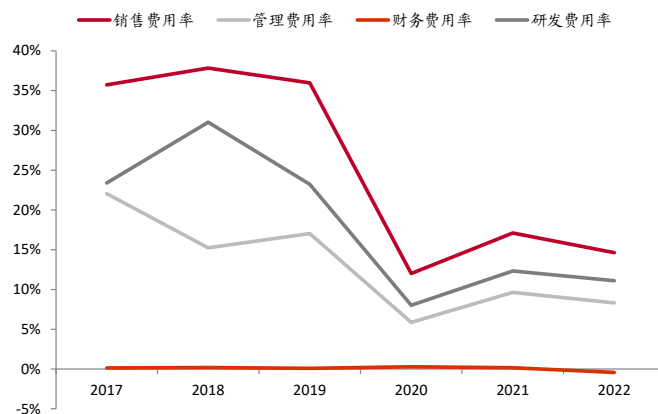
- 新冠产品价格自然下降导致利润率回落。2022年公司销售费用率14.64%，同比下降2.46pp，管理费用率8.31%，同比下降1.31pp，研发费用率11.10%，同比下降1.23pp，财务费用率-0.42%，同比下降0.59pp。公司期间费用率全面优化，主要得益于销售规模增长带来的费用摊薄。另一方面，新冠相关产品受下游竞争加剧以及集采政策等影响，价格有所波动，导致毛利率有所下降。2022年公司毛利率为68.88%，同比下降12.34pp，净利率16.63%，同比下降19.67pp。

图表6：诺唯赞盈利能力变化情况



来源：wind，中泰证券研究所

图表7：诺唯赞费用率变化情况

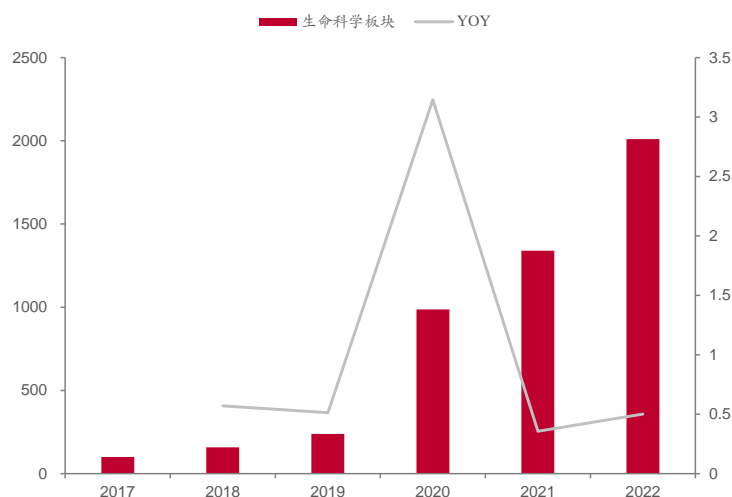


来源：wind，中泰证券研究所

## 生物试剂、IVD 持续高增，生物医药进入收获期

- 生命科学试剂占据行业优势地位，动保、科研耗材等新业务有望加速落地。**2022 年公司生命科学试剂产品实现收入 20.10 亿元，同比增长 46.30%。截至 2022 年末公司在产品端新开发超过 1000 种生物试剂，包括 160+基础科研试剂和 110+测序试剂，持续丰富产品多样性；在渠道端公司不断提升销售队伍专业水平和服务能力，加强成果导向，截至年底累计覆盖超过 2700 家诊断企业、1200 多家药企以及 1000 多家测序企业和科研院所，牢牢占据国产生物试剂龙头地位。公司基于核心底层技术平台持续开发创新产品，拓展外延应用，2022 年完成了兽药 GMP 厂房建设和资质申报，有望加速动物疫病产品业绩释放，同时公司成立材料科技子公司，22 年完成 10 多个产品导入，未来有望逐渐成熟，为公司贡献增量业绩。

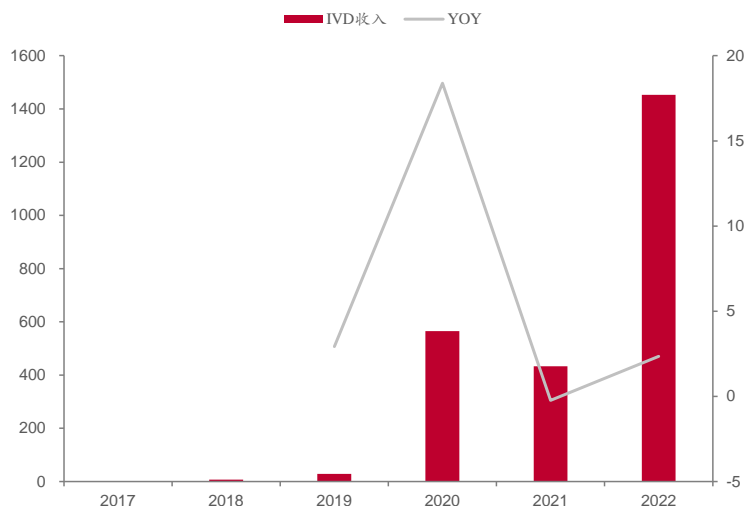
**图表 8: 公司生命科学板块收入增速迅猛 (百万元)**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 特色项目快速放量，诊断设备加速进院，IVD 业务有望保持良好增速。**2022 年公司体外诊断业务实现收入 14.68 亿元，其中常规业务收入 1.22 亿元，同比增长 37.08%，诊断设备销售 899 台，同比增长 135.96%。公司 IVD 产品累计进院 2200+医院、ICL、体检中心等客户，胃功能、自免等特色项目增量显著，心脑血管、炎症感染等常规项目稳健增长，已经度过导入阶段开始商业化放量，随着院内常规诊疗活动的有序恢复，我们预计公司体外诊断业务有望持续高增。

**图表 9: 公司体外诊断业务快速发展 (百万元)**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 生物医药板块日益成熟，专业化技术服务贡献可观增量。**2022年，公司技术服务收入1.02亿元，同比增长97.03%。公司立足于蛋白定向改造、单B抗体发现等核心技术平台，为药企、疫苗企业等客户提供专业的临床前/临床检测与研究服务，同时建立针对感染性疾病的全人源抗体库，帮助疫苗企业客户降低疫苗临床失败风险，加速产品上市进程。2022年公司新开发多家疫苗企业，2023Q1与国内某生物医药企业就呼吸道疾病单抗项目达成合作，获得不超过0.45亿专利转让非以及4%或2%的销售分成。未来公司有望凭借专业高效的服务能力持续拓展覆盖范围，获取更多订单，成为中长期业绩增长的重要动力。

### 常规业务加速出海，国际化布局初具雏形

- 2022年公司海外业务实现营收2.23亿元，同比下降14.91%，**主要受21年同期新冠基数影响。公司重点推进优势常规产品出海，利用成熟产品、快速响应能力、技术服务支持等优势推动新冠客户的常规产品采购，目前已在东南亚、欧洲、北美等多个国家与地区实现销售。同时公司不断完善国际业务团队，目前国际部员工超过160人，本地化人员比例快速提升，已经设立中国香港、美国、印尼、新加坡、德国子公司，初步搭建起全球销售网络，为后续常规产品的快速上量打下坚实基础。

## 风险提示

- **新产品研发风险：**生物试剂行业对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。因此在新产品研发的过程中，可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。
- **政策变化风险：**体外诊断行业受国家的严格管控，在持续深入的医改背景下，两票制、集中采购、检验收费降价等政策变化可能对行业和公司带来负面影响，从而产生业绩波动。
- **市场竞争加剧风险：**公司当前主要产品为生物试剂及体外诊断试剂，近两年国内企业在技术上持续突破，已开始逐步实现进口替代，未来可能出现市场竞争进一步加剧的风险。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

**图表 10: 诺唯赞财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,545	4,507	4,161	3,958	营业收入	3,569	1,487	2,037	2,842
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,111	463	638	896
应收账款	838	786	1,080	1,505	税金及附加	19	8	11	15
预付账款	68	33	29	39	销售费用	522	238	322	443
存货	364	231	313	403	管理费用	297	134	179	244
合同资产	0	0	0	0	研发费用	396	178	240	330
其他流动资产	1,750	1,730	1,755	1,763	财务费用	-15	56	91	113
流动资产合计	4,565	7,287	7,337	7,669	信用减值损失	-94	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-528	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	46	0	0	0
固定资产	411	564	692	803	投资收益	42	40	50	60
在建工程	69	70	70	70	其他收益	13	13	25	25
无形资产	50	50	65	73	营业利润	717	460	628	882
其他非流动资产	909	866	841	898	营业外收入	1	0	0	0
非流动资产合计	1,440	1,550	1,668	1,845	营业外支出	109	0	0	0
资产合计	<b>6,005</b>	<b>8,837</b>	<b>9,005</b>	<b>9,513</b>	利润总额	609	460	628	882
短期借款	272	3,000	2,800	2,500	所得税	15	66	90	126
应付票据	26	4	7	12	净利润	594	394	538	756
应付账款	293	139	180	261	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	595	394	538	756
合同负债	215	89	122	171	NOPLAT	579	442	616	853
其他应付款	5	5	5	5	EPS (按最新股本摊薄)	1.49	0.99	1.34	1.89
一年内到期的非流动负债	58	58	58	58					
其他流动负债	285	174	205	249	主要财务比率				
流动负债合计	1,154	3,469	3,377	3,257	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	200	0	-50	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	91.0%	-58.3%	37.0%	39.5%
其他非流动负债	239	239	239	239	EBIT增长率	-22.6%	-13.2%	39.3%	38.5%
非流动负债合计	239	439	239	189	归母公司净利润增长率	-12.4%	-33.7%	36.4%	40.5%
负债合计	<b>1,393</b>	<b>3,909</b>	<b>3,616</b>	<b>3,446</b>	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,609	4,923	5,381	6,056	毛利率	68.9%	68.9%	68.7%	68.5%
少数股东权益	3	5	8	11	净利率	16.6%	26.5%	26.4%	26.6%
所有者权益合计	4,612	4,928	5,389	6,067	ROE	12.9%	8.0%	10.0%	12.5%
负债和股东权益	<b>6,005</b>	<b>8,837</b>	<b>9,005</b>	<b>9,513</b>	ROIC	26.3%	8.8%	12.3%	16.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	23.2%	44.2%	40.2%	36.2%
单位:百万元					债务权益比	12.3%	71.0%	57.5%	45.3%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	流动比率	4.0	2.1	2.2	2.4
经营活动现金流	735	469	531	710	速动比率	3.6	2.0	2.1	2.2
现金收益	737	604	806	1,070	营运能力				
存货影响	-122	133	-81	-90	总资产周转率	0.6	0.2	0.2	0.3
经营性应收影响	-35	89	-289	-434	应收账款周转天数	59	197	165	164
经营性应付影响	198	-176	44	87	应付账款周转天数	67	168	90	89
其他影响	-43	-182	51	78	存货周转天数	98	232	153	144
投资活动现金流	-952	-298	-307	-370	每股指标(元)				
资本支出	-472	-308	-321	-320	每股收益	1.49	0.99	1.34	1.89
股权投资	18	0	0	0	每股经营现金流	1.84	1.17	1.33	1.77
其他长期资产变化	-498	10	14	-50	每股净资产	11.52	12.31	13.45	15.14
融资活动现金流	79	2,792	-571	-543	估值比率				
借款增加	299	2,928	-400	-350	P/E	25	37	27	19
股利及利息支付	-132	-155	-239	-265	P/B	3	3	3	2
股东融资	0	1,064	532	798	EV/EBITDA	23	25	19	14
其他影响	-88	-1,045	-464	-726					

来源: 中泰证券研究所



**■ 投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。