

诺唯赞 (688105.SH) / 生物
医药行业

证券研究报告/公司深度报告

2024年08月18日

评级：买入（维持）

市场价格：20.45元

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315895

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

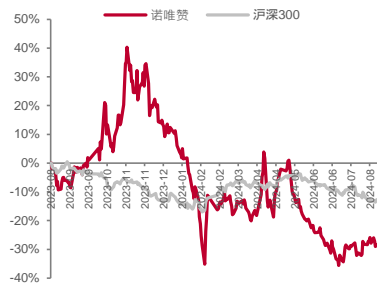
电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	167
市价(元)	20.45
市值(百万元)	8,180
流通市值(百万元)	3,419

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 诺唯赞 (688105.SH)：生命科学业务显著恢复，IVD 板块持续高增；
- 2 诺唯赞 (688105.SH)：生命科学业务持续向好，IVD 需求有望迎来加速；
- 3 诺唯赞 (688105.SH)：常规业务恢复良好，股权激励彰显长期发展信心。

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,569	1,286	1,611	2,062	2,644
增长率 yoy%	91%	-64%	25%	28%	28%
净利润(百万元)	594	-71	56	240	430
增长率 yoy%	-12%	-112%	179%	326%	79%
每股收益(元)	1.49	-0.18	0.14	0.60	1.08
每股现金流量	1.84	0.38	0.38	0.88	1.54
净资产收益率	13%	-2%	1%	6%	9%
P/E	13.8	-115.3	145.1	34.1	19.0
P/B	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8

备注：数据截止至 2024/08/16

报告摘要

- 本篇报告是继我们于 2021 年首次发表诺唯赞公司深度报告《生命科学解决方案领先供应商，蛋白开发核心平台驱动高增长》后的第二篇深度报告，我们认为公司当前处于向下游产品逐步聚焦的关键时间点，建议重点关注。
- 生命科学上游优质平台化企业战略转型聚焦大单品。诺唯赞是生命科学上游平台化企业，具备强蛋白研发生产能力，技术优势体现在功能性蛋白规模化应用下稳定、均一的高性能，疫后上游行业需求放缓后公司战略向下游产品转移，聚焦市场空间大、用量大的细分赛道。目前三大重磅新产品线呼吸道检测、阿尔茨海默(ad)血液检测、以及微流控分子 poct 系统均进入商业化阶段。
- 基本面拐点已至，海外市场开拓+大单品放量驱动未来公司收入 25+%复合增长。2023 年受新冠产品收入大幅下降，公司表现业绩承压，但常规产品较 2019 年仍有近 3 倍增长，我们认为这代表公司借助疫情有效提升市场份额，在 2023 年消化大规模扩张后的冗余人员和产能，根据公司 2024 年中报业绩预告测算，2024Q2 收入预计已恢复 30%左右快速增长，拐点已现，根据公司股权激励考核指标，我们认为未来在海外市场拓展+重磅大单品放量下，公司未来三年有望实现 25+%增长。盈利能力上看，伴随公司业务高毛利产品占比快速提升，公司整体毛利率呈上升趋势，同时在规模效应和公司持续降本增效下，期间费用率有望趋势向下，剔除股权激励费用影响，我们预计未来三年公司经营性利润有望实现 80%左右的复合增长。
- 阿尔茨海默药物持续临床突破，百亿检测市场蓄势待发。阿尔茨海默(AD)患病率、死亡率高，临床缺乏有效治疗手段，生物标志物变化或早于症状发生，当前获批/在研药物多聚焦于 AD 早期患者，我们认为伴随药物持续的商业化推进，相关检测产品有望在早期筛查、疾病治疗、监测、预后等多临床场景快速上量，其中血液检测较影像、脑脊液检测在检测成本、取样友好程度上具有显著优势，目前美国在 2024 年发布的《阿尔茨海默病诊断和分期的修订标准(2024 年)》中将血液标志物放在了和脑脊液检测一致的临床地位，我们认为血液检测的临床价值持续获得认可，有望带来终端渗透率的持续提升。我们做了中国 AD 血检市场规模的测算，在中性预测下，中国 AD 血液检测市场可达 160 亿元，诺唯赞的 AD 产品国内覆盖面最广，先发优势显著，核心蛋白研发能力有望持续保有强竞争优势，我们预计未来有望获取较高市场份额。
- 盈利预测与估值：我们预计 2024-2026 年公司收入 16.11、20.62、26.44 亿元，同比增长 25%、28%、28%，归母净利润 0.56、2.40、4.30 亿元，同比增长 179%、326%、79%。对应 2024-2026 年 PE 为 145、34、19 倍，还原激励费用后未来三年归母净利润 CAGR 约 81%，对应 PE 为 61、30、19 倍，我们认为公司正处于转型后的快速成长期，重磅单品持续放量下收入规模和盈利能力有望快速上升，可以给予估值溢价，维持“买入”评级。
- 风险提示：新产品商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，销售增长测算不及预期风险，市场空间测算偏差风险，政策变化风险，研报使用信息数据更新不及时的风险。

投资主题

报告亮点

- 1) 我们首次提出公司当前处于战略转型阶段，建议更多关注公司新产品的商业化进展和销售放量情况；
- 2) 我们深度分析了阿尔茨海默检测的商业化逻辑，解决了市场关于 AD 血检实际空间、检测与药物销售的关系、未来行业竞争格局的质疑。

投资逻辑

- 1) **基本面拐点**。公司 2023 年消化大规模扩张后的冗余人员和产能，业绩承压，2024Q2 预计迎来基本面拐点，根据中报预告测算，Q2 收入预计实现 30%左右增长，还原激励费用后，经营性净利率接近 2019 年水平，未来在规模效应和业务结构优化下，盈利能力有望持续提升；
- 2) **AD 检测商业化开始，有望贡献较大业绩弹性**。公司 AD 检测产品于 2024 年 4 月获批，目前已进入入院装机阶段，伴随血液检测临床认可度提升、药物持续推进，检测需求有望快速上升，公司具备技术和先发优势，有望持续受益。

关键假设

假设一：伴随公司收入规模的持续扩大，公司各项费用率呈现持续下降趋势；

假设二：公司生物试剂业务自 2024Q2 开始恢复正常增长状态，我们预计在海外业务持续开拓和新产品迭代保持技术竞争优势下，未来三年有望维持 20-25%的快速增长；

假设三：公司体外诊断业务未来伴随多个重磅产品线（ad、呼吸道、微流控等）快速上量，整体收入有望达到 45-50%增长；

假设四：公司生物医药业务持续积极拓展新业务模式，目前已经开始承接 GLP-1 中间体生产订单，在低基数下有望驱动整个生物医药业务实现 25-30%增长；

假设五：考虑到生物试剂行业竞争持续激烈，公司通过出海和产品迭代有望保持毛利率相对稳定，诊断试剂在高毛利率的重磅产品线快速上量下带来结构性优化后，有望实现毛利率的快速提升，生物医药业务随着高毛利率的 GLP-1 中间体业务占比提升，毛利率缓慢提高，整体业务机构中诊断产品占比持续提升下，综合毛利率有望持续上升。

内容目录

战略转型，生命科学综合服务商迎来基本面拐点.....	5
蛋白研发生产是核心竞争力，后疫情时期战略聚焦大单品	5
拐点已至，海外市场开拓+大单品放量驱动未来 25+%复合增长....	10
业务结构变化+持续控费降本，公司净利率有望快速提升	12
阿尔茨海默药物持续临床突破，百亿检测市场蓄势待发.....	14
阿尔茨海默药物持续进展，早期筛查需求有望快速提升	14
AD 血液检测技术壁垒高，临床认可度持续提升.....	16
诺唯赞有望凭先发和技术优势抢占百亿级蓝海市场	18
盈利预测与估值	19
盈利预测	19
投资建议	21
风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司底层技术围绕蛋白开发和生产	5
图表 2: 不同种类蛋白质技术壁垒	6
图表 3: 全球医药研发投入增速放缓	7
图表 4: 不同阶段公司调整战略聚焦产品	7
图表 5: 公司已获批六个 AD 检测试剂盒	8
图表 6: AD 血液检测产品技术要求高.....	8
图表 7: 2018-2024 年美国流感住院率周度变化 (例/10 万人)	9
图表 8: 2021-2025 年国内南方省份哨点医院流感样病例 (%)	9
图表 9: 诺唯赞呼吸道系列产品	9
图表 10: 诺唯赞微流控分子系统优势和检测流程	10
图表 11: 诺唯赞不同阶段收入规模情况	10
图表 12: 公司历年员工总人数 (人)	11
图表 13: 公司归母净利润迎来拐点	11
图表 14: 诺唯赞股权激励业绩考核指标	11
图表 15: 诺唯赞海外业务布局情况	12
图表 16: 2023 年诺唯赞业务结构情况	12
图表 17: 诺唯赞各业务毛利率趋势变化	12
图表 18: 诺唯赞期间费用率变化情况	13
图表 19: 诺唯赞经营性净利率变化情况	13

图表 20: 1990-2019 年全球和中国 AD 患病率	- 14 -
图表 21: 2019 年全球和中国不同年龄段 AD 患病率.....	- 14 -
图表 22: AD 病理变化早于症状出现.....	- 15 -
图表 23: 2024 年 AD 治疗药物在研管线分布情况.....	- 15 -
图表 24: 仑卡奈单抗作用原理.....	- 15 -
图表 25: 三种 AD 单抗药物临床结果、注册、费用和 销售情况对照.....	- 16 -
图表 26: 中国 AD 检测方法接受程度	- 16 -
图表 27: 国外 AD 血液标志物进展情况	- 17 -
图表 28: 不同免疫技术平台优缺点	- 17 -
图表 29: 不同生物标志物在 AD 不同诊疗阶段应用标准.....	- 18 -
图表 30: 中国部分获批上市的 AD 检测试剂盒	- 19 -
图表 31: AD 血液检测市场规模估算.....	- 19 -
图表 32: 诺唯赞产品分拆预测 (百万元)	- 21 -
图表 33: 可比公司估值.....	- 21 -
图表 34: 诺唯赞财务报表预测.....	- 23 -

战略转型，生命科学综合服务商迎来基本面拐点

蛋白研发生产是核心竞争力，后疫情时期战略聚焦大单品

- 公司已成为生命科学上游平台化企业，具备强蛋白研发生产能力。公司自创立之初便聚焦于酶、抗原、抗体等生命科学领域的上游产品，经过10年的技术迭代，建立了围绕功能性蛋白的三大关键共性技术平台（蛋白质定向改造与进化、单B细胞高性能抗体发现、规模化多系统重组蛋白制备），并借此拓展出生物试剂、体外诊断、生物医药三大领域，为科研院所、诊断企业、医药及疫苗研发企业等客户提供核心原料、试剂仪器、研发指导等综合性服务。

图表 1：公司底层技术围绕蛋白开发和生产



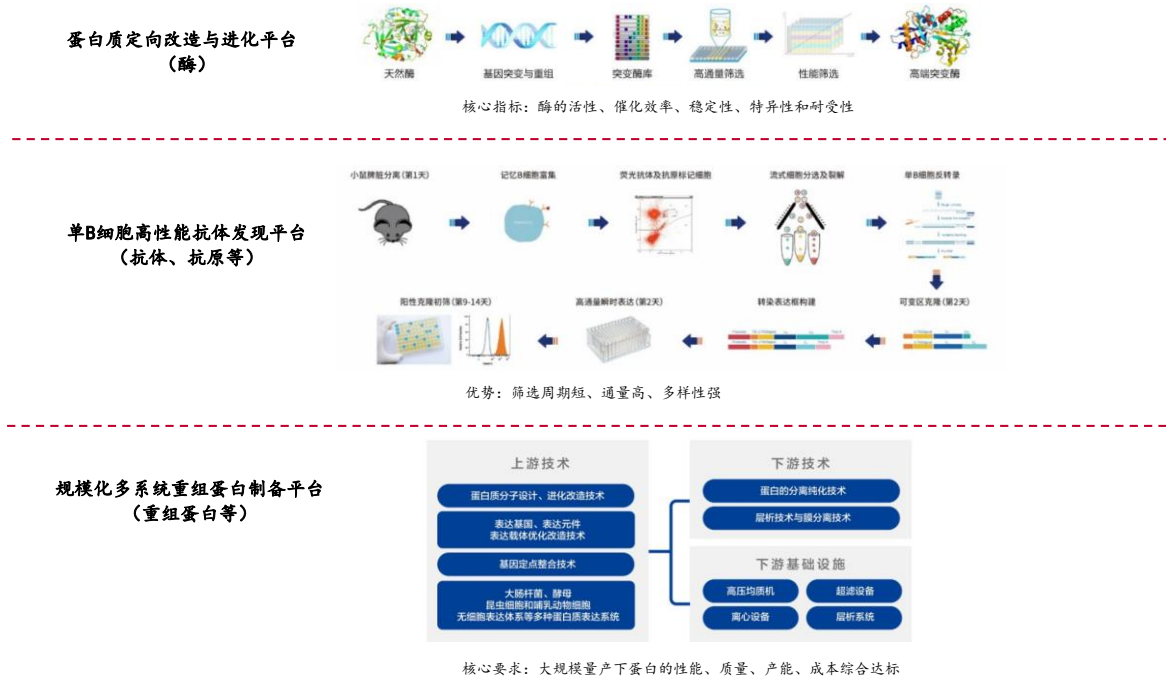
公司共性技术平台延展示意图

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 公司技术优势体现在功能性蛋白规模化应用下稳定、均一的高性能。
 (1)蛋白质定向改造与进化平台:公司已形成了由上万种活性、稳定性、抗杂质干扰等性能各异的酶组成的突变酶库，实现了超过数百种酶的定制开发；
 (2)单B细胞高性能抗体发现平台:以小鼠单抗为例，与经典的杂交瘤技术相比，筛选周期可从2-3个月缩短到2周以内，且一只小鼠一次性即可筛到上百株不同的阳性克隆，提高了筛选通量和获得有效抗体的概率，且具有不限种属的特点，可以直接获得兔单抗、羊驼单抗、天然人源单抗等，节省了人源化过程，目前公司制取了超过数百株亲和力达到pM级的兔单克隆抗体，在开发高灵敏度的体外诊断试剂方面具有较大的应用潜力；
 (3)规模化多系统重组蛋白制备平台:工业化放大生产基因工程重组蛋白的壁垒远高于实验室级别的表达，需保证在工业化制备的过程中不损失蛋白质原有的活性和纯度，公司目前一周内即可获得高纯度、高质量的重组蛋白质，已成功表达了数千种不同的重组蛋白，已保藏表达宿主80余种、特有质粒百余种，大肠杆菌、酵

母、哺乳动物细胞表达系统可实现超过 5000L 的高密度发酵，已开发了数百种酶原料的分离纯化工艺，大部分均已实现规模化量产，单批次产能达公斤级或百亿活性单位。

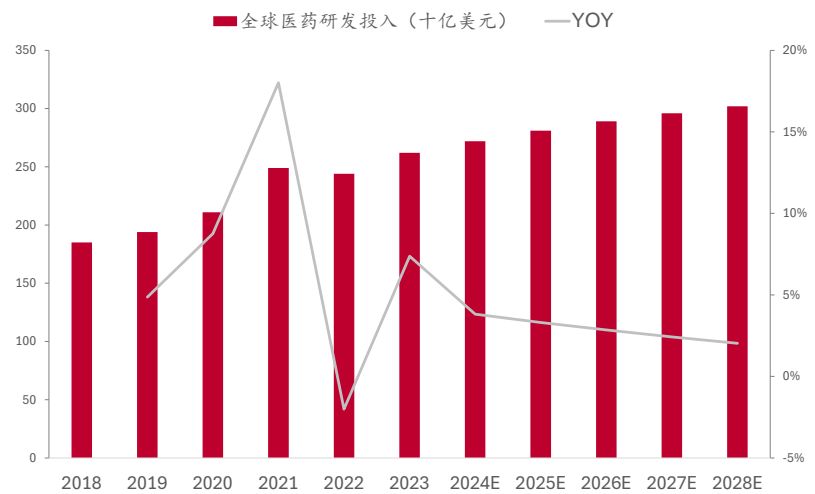
图表 2：不同种类蛋白质技术壁垒



来源：公司年报，中泰证券研究所

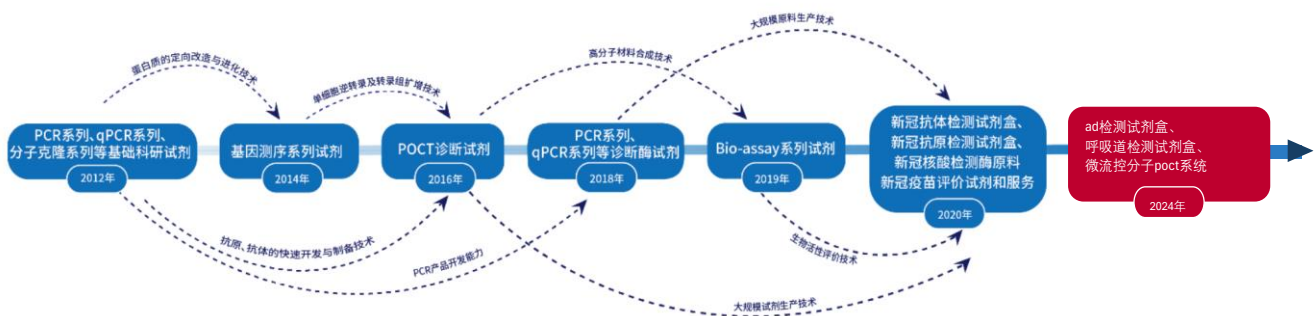
- 不同发展阶段公司战略聚焦方向有所差异，疫后向重磅大单品倾斜。(1) 新冠疫情前，公司战略聚焦底层技术平台夯实，以分子试剂为抓手，树立行业竞争地位，同时开发量子点荧光平台，借助免疫 poct 产品建立与医院、疾控等终端的关系。(2) 新冠疫情期间，公司凭借前期积累的大规模原料和试剂的生产技术，开发了新冠核酸检测酶原料、新冠抗体、抗原检测试剂盒，整体实现规模的大幅提升；(3) 新冠疫情后，全球医药研发投入增速放缓，生命科学上游需求变低，叠加疫情背景下有力的竞争对手增多，行业竞争加剧，公司战略向下游产品转移，考虑到公司核心技术优势体现在大规模应用场景，聚焦市场空间大、用量大的品类，陆续开发出呼吸道检测、阿尔茨海默 (ad) 血液检测、以及微流控分子 poct 系统等。

图表 3: 全球医药研发投入增速放缓



来源: statista, 中泰证券研究所

图表 4: 不同阶段公司调整战略聚焦产品



来源: 公司招股书, 公司年报, 中泰证券研究所

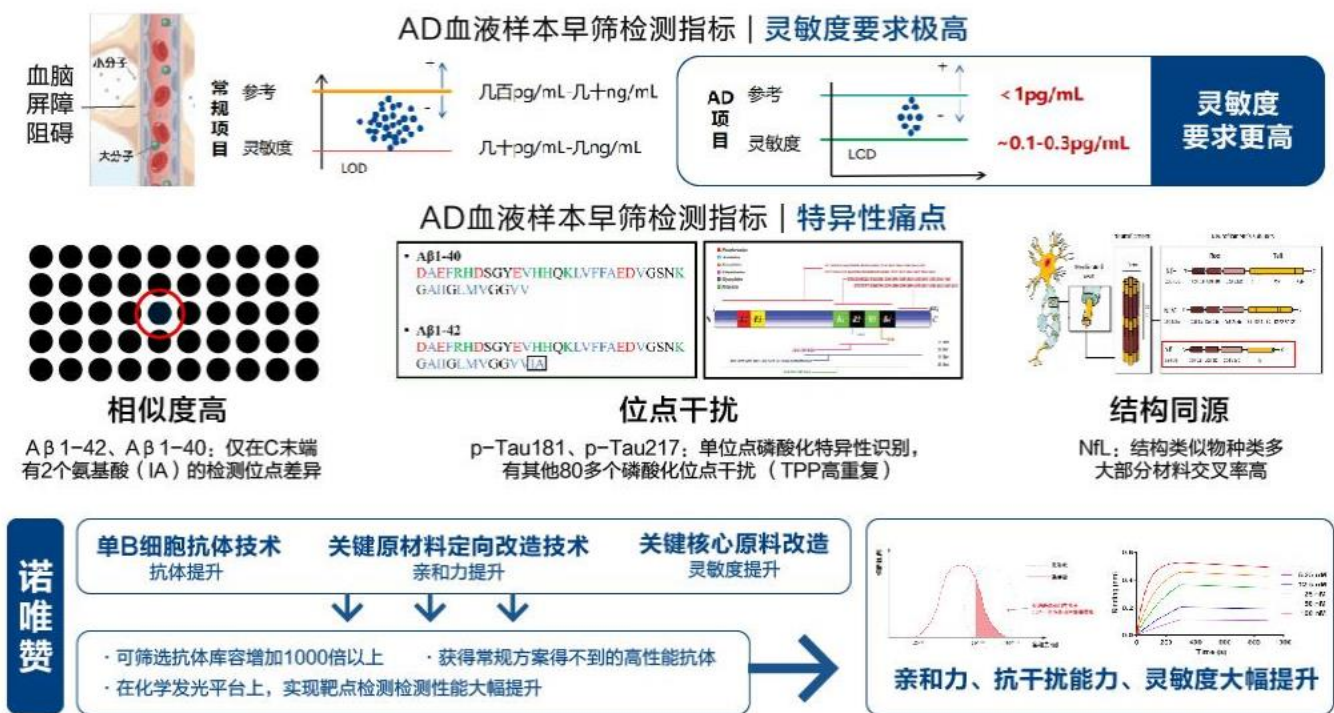
- **AD 血检市场潜力大, 公司具备强先发和技术优势。**阿尔茨海默病是连续的疾病图谱, 包括临床前 AD、AD 源性轻度认知障碍, (MCI)、AD 源性痴呆。临床前 AD 患者无明显的症状, 及时进行干预可以延缓疾病的进展, 因此早期诊断对 AD 的治疗至关重要。公司基于化学发光平台, 开发以外周血为检测样本的阿尔茨海默病系列产品, 可实现亚匹克级别稳定检出, 灵敏度达到国内领先水平, 可满足阿尔茨海默病筛查与防治的临床应用和社会面需求。2024 年 4 月, 公司公告 AD 6 个血液检测产品获批上市, 基本覆盖 AD 早期筛查、辅助诊断、治疗监测及预后等多种临床应用, 率先进入 AD 血检商业化阶段。

图表 5: 公司已获批六个 AD 检测试剂盒

检测指标	具体介绍
Aβ1-40、Aβ1-42	AD核心标志物。 大脑中β-淀粉样斑块的主要成分，Aβ1-40在疾病进展期的变化并不明显，常与Aβ1-42联合使用，以Aβ1-42/Aβ1-40比值的形式用于评估AD引起的认知障碍以及其他原因引起的认知障碍
p-Tau217、p-Tau181	AD病理高度特异性的生物标志物。 AD中神经原纤维缠结和额颞叶痴呆中细胞内包涵体的主要成分；其中血浆p-Tau217在2024年美国NIA-AA修订的AD诊断临床标准中，可用于AD临床诊断依据
神经丝轻链蛋白 (NfL)	神经元细胞质中的圆柱形蛋白质，血液NfL水平对轻度认知功能障碍 (MCI) 向AD转化风险具有较好的辅助诊断价值，对临床多种疾病的诊断、预后判断、生物标记、疾病严重程度的预估、检测药物的有效性等方面都有重要的指导意义
胶质纤维酸性蛋白 (GFAP)	是星形胶质细胞骨架蛋白的特有成分，参与许多重要的中枢神经系统过程，包括细胞通信和血脑屏障的功能，已被证明与多种疾病相关，如创伤性脑损伤、中风、脑肿瘤、阿尔茨海默病等

来源：公司公告，Alzheimer's & Dementia，中泰证券研究所

图表 6: AD 血液检测产品技术要求高

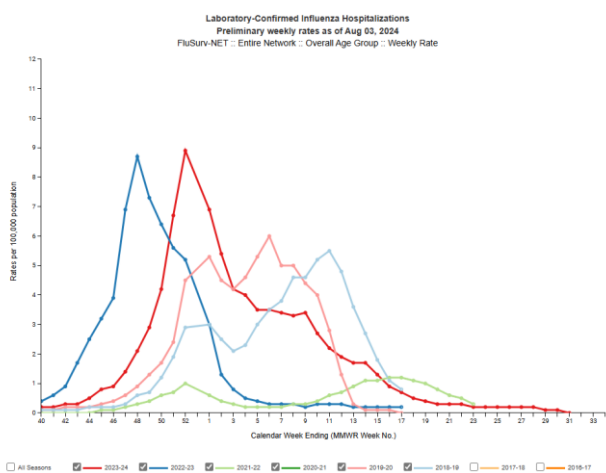


来源：公司年报，中泰证券研究所

- 疫后呼吸道发病率提升带来高检测需求，量子点荧光平台优势+与迈瑞合作的渠道优势有望快速抢占市场份额。国外情况看，根据FDA数据，2022年初美国疫情放开后2022-2023年度、2023-2024年度美国周流感住院率明显高于往年，以每年Q4流感旺季(40-52周)区间来看，2022-2024年达峰更早，且峰值达到近9例/10万人，也超过往年峰值水平；国内情况看，根据国家流感中心数据，2023-2024年度全国省份哨点医院流感样病例相较于前三年度(2020-2021年度、2021-2022年度、2022-2023年度)同期均有明显上升且因季节性原因波动加剧，以2024年第29周(2024年7月15日-2024年7月21日)，南方省份哨点

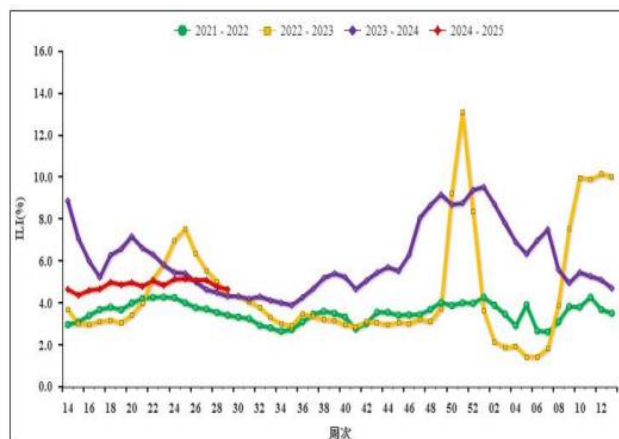
医院报告的 ILI% 为 4.7%，低于前一周水平（4.8%），高于 2021~2023 年同期水平（3.4%、4.4%和 4.3%）。公司基于量子点荧光免疫平台的呼吸道病原体快速检测系列试剂，可实现检测量值化，较胶体金方法学更精准，较分子 pcr 方法学更快捷和高度自动化。渠道方面，与迈瑞医疗达成合作，通过联通迈瑞医疗自研的血液分析流水线，可在血常规、CRP（C 反应蛋白）、SAA（血清淀粉样蛋白 A）检测的基础上，进一步全自动化的一管血样本进行 PCT（降钙素原）、IL-6（白介素 6）、呼吸道病原体相关项目的检测，有望借助迈瑞的国内渠道实现快速上量。

图表 7：2018-2024 年美国流感住院率周度变化（例/10 万人）



来源：Weekly U.S. Influenza Surveillance Report，中泰证券研究所

图表 8：2021-2025 年国内南方省份哨点医院流感样病例（%）



来源：中国国家流感中心，中泰证券研究所

注：ILI 为流感样病例，ILI%=内科诊室 ILI 患者数/所有内科诊室患者总数

图表 9：诺唯赞呼吸道系列产品

产品展示	项目	样本类型	项目（注册申报中）	样本类型
	甲乙流抗原	口咽拭子	*腺病毒抗原	口咽拭子
	肺支 IgM 抗体	血液	*呼吸道合胞病毒抗原	口咽拭子
	肺支 IgG 抗体	血液	*副流感抗原	口咽拭子
	肺支 IgM/IgG 抗体（胶体金）	血液	*肺炎 IgM 抗体	血液
				*肺炎 IgG 抗体
检测时间：10-15min				

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 微流控分子 POCT 兼具精确度和成本优势，对标赛沛 GeneXpert 产品，海外市场空间大。传统 PCR 反应自动化程度低且反应时间长，2024 年 7 月，公司微流控系统已取得欧盟 CE IVDR 认证，可在微流控芯片内完成待测样本的核酸提取、扩增、检测等全流程步骤，可解决传统核酸检测流程复杂、操作繁琐、耗时长以及需要专业场所与操作人员等难点，能够真正实现“样本进，结果出”

的全自动化基因检测，配套有上呼吸道感染联检试剂盒，同时有下呼吸道感染、血流感染、胃肠道感染、脑膜炎感染、性病感染等检测试剂产品在研发中。目前全球分子 poct 最成功的产品是赛沛 GeneXpert 系列，伴随呼吸道检测需求提升，2023 年仅呼吸道产品，赛沛就实现了 18.5 亿美元的收入。依托公司成熟的核心原料自主开发与国产化能力，公司微流控技术平台检测诊断产品线对比 GeneXpert 系列，还具备检测成本低、物流成本低等优势，有望快速抢占海外市场。

图表 10: 诺唯赞微流控分子系统优势和检测流程

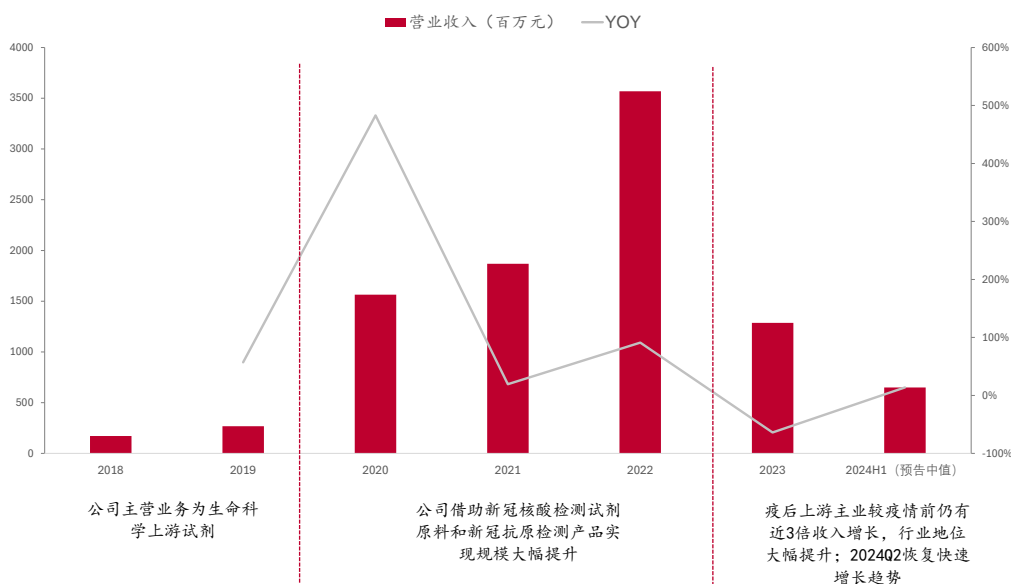


来源：公司公告，中泰证券研究所

拐点已至，海外市场开拓+大单品放量驱动未来 25+%复合增长

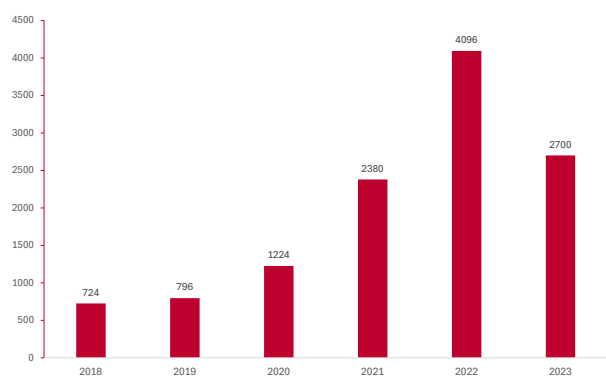
- 疫情下公司实现收入规模和市占率大幅提升。2020 年新冠疫情的爆发，公司凭借新冠核酸检测试剂原料和抗原检测产品，营业收入大幅增长，从疫情前 2019 年的 2.68 亿元增长至 2022 年的 35.69 亿元，2023 年新冠产品销售大幅减少，常规产品较 2019 年仍有近 3 倍增长，我们认为这代表公司借助疫情有效提升市场份额。根据公司 2024 年中报业绩预告测算，2024Q2 收入预计已恢复 30%左右快速增长。

图表 11: 诺唯赞不同阶段收入规模情况

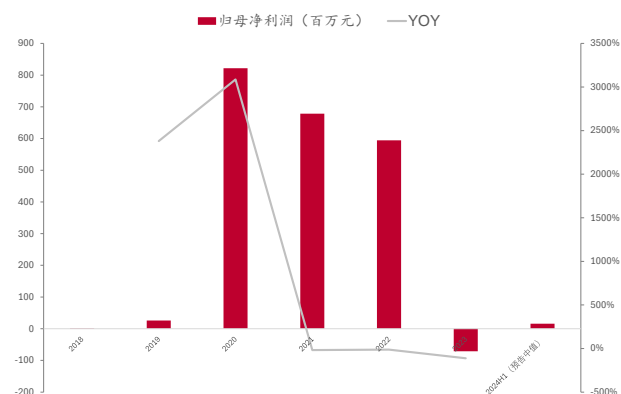


来源：wind，中泰证券研究所

- 2023 年公司逐步消化大规模扩张后的冗余人员和产能，我们预计 2024Q2 有望进入报表端拐点。**伴随规模持续扩大，公司员工总数从 2019 年的 796 人提升到 2022 年的 4096 人，新冠需求大幅下降后公司快速消化冗余人员和产能，2023 年员工人数下降到 2700 人，同时计提资产减值损失 1.4 亿元，主要来自于疫情相关试剂产品的存货跌价，致 2023 年公司归母净利润呈现-7096 万元，根据 2024 年中报预告取中值，2024H1 预计实现归母净利润 1600 万元，还原激励费用后约 4835 万元，拐点已现。

图表 12：公司历年员工总人数（人）


来源：wind，中泰证券研究所

图表 13：公司归母净利润迎来拐点


来源：wind，中泰证券研究所

- 海外市场拓展+大单品放量，公司未来三年有望实现 25+% 增长。**根据公司 2023 年 8 月发布的股权激励计划，对 2023-2025 年营业收入进行考核，换算成每年收入来看 CAGR 为 25%，我们认为收入增长主要驱动：**(1) 海外市场拓展：**截止 2023 年，公司国际业务部拥有员工近 140 名，已设立中国香港、美国、加拿大、印尼、新加坡、德国、英国、澳大利亚等子公司，完成新设匈牙利、新加坡、美国三地海外总仓库建设，并在多个城市布局驻点仓库，搭建了全球化的供应链体系，显著提升了公司全球化交付能力，不考虑疫情期间新冠产品出海，公司海外收入从 2019 年 447 万元提升至 2023 年的 4563 万元，未来有望持续保持快速增长；**(2) 大单品陆续上量：**公司三大重磅单品 ad 血检、呼吸道、微流控分子 poct 系统均已获批上市，未来三年有望贡献较大业绩弹性。

图表 14：诺唯赞股权激励业绩考核指标

	2023	2024	2025
营业收入 (亿元)	12.5	15.5	19.5
YOY		24%	26%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 15: 诺唯赞海外业务布局情况

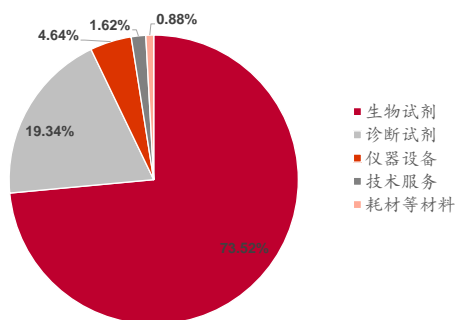


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

业务结构变化+持续控费降本, 公司净利率有望快速提升

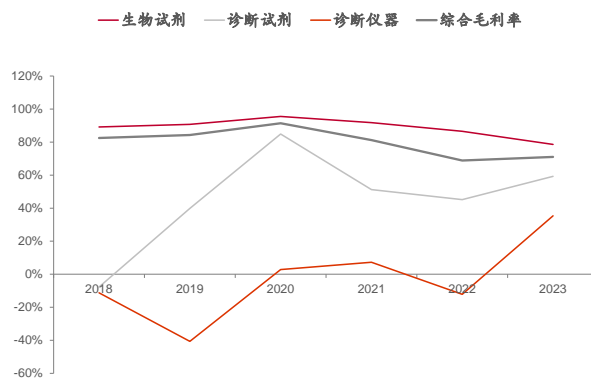
- **生物试剂毛利率企稳, 诊断产品伴随大单品上量有望快速提升, 公司整体毛利率有望稳步提升。**公司业务结构中生物试剂占比最高, 整体毛利率受生物试剂毛利率变化影响较大, 2020-2022 年, 新冠产品毛利率由高变低, 公司整体毛利率表现出先升高后下降的趋势。疫情后, 公司战略向下游诊断产品转移, 规模效应下诊断产品毛利率有望快速提升, 同时叠加下游产品占比提升, 2023 年生物试剂收入占比由 2019 年的 89% 下降到 74%, 虽然生物试剂毛利率趋势向下, 但整体毛利率依然呈现上升趋势, 我们预计未来伴随诊断大单品持续上量, 公司整体毛利率有望延续 2023 年的上升趋势。

图表 16: 2023 年诺唯赞业务结构情况



来源: wind, 中泰证券研究所

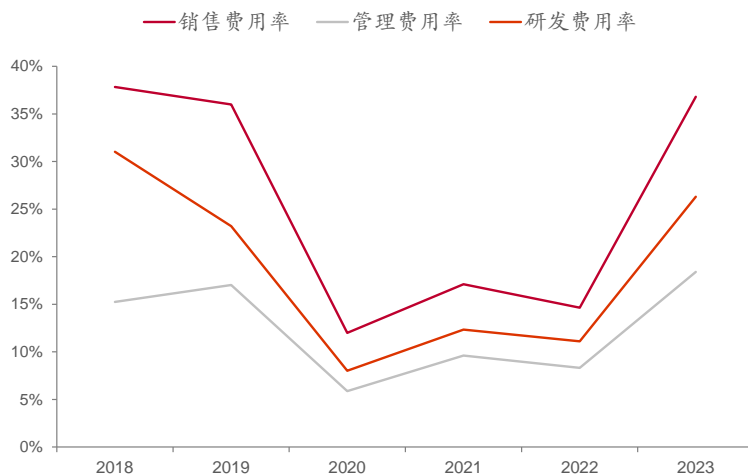
图表 17: 诺唯赞各业务毛利率趋势变化



来源: wind, 中泰证券研究所

- **期间费用率未来有望趋势向下。**2023 年, 伴随新冠产品需求大幅下降, 公司收入规模随着下降, 带来各项期间费用率的快速提升, 销售、管理和研发费用率分别上涨至 36.8%、18.4% 和 26.3%。随着公司多个重磅新产品完成研发阶段, 获批进入商业化阶段, 我们预计未来三年研发费用率有望逐步下降, 同时伴随收入恢复增长, 规模效应提升下我们预计公司销售和管理费用率也会呈向下趋势。

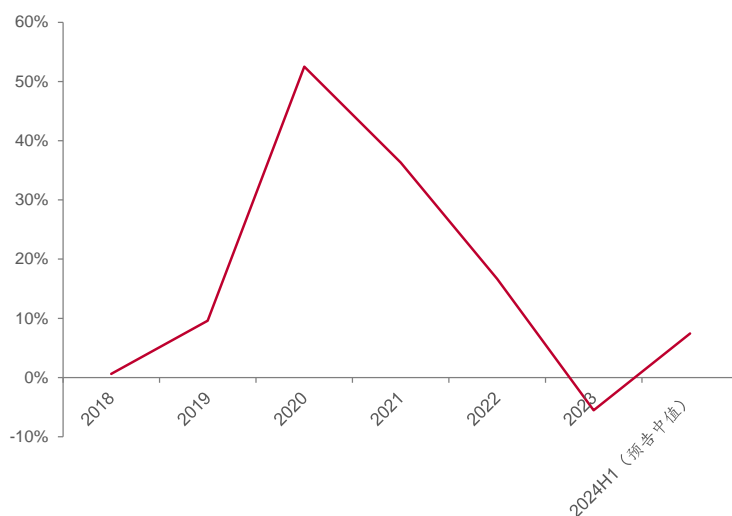
图表 18: 诺唯赞期间费用率变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- 我们预计公司未来三年净利率有望持续提升，带来公司经营性利润持续高速增长。公司 2020-2022 年净利率受新冠产品波动呈现先上升后下降趋势，2023 年消化冗余人员和产能致使业绩亏损，伴随 2024H1 整体收入利润的快速恢复，根据 2024 年中报业绩预告取中值测算，还原激励费用后公司经营性净利率达到 7.44%，已接近 2019 年的 9.61%，随着 ad 血检等新产品持续贡献增量，我们预计下半年在持续的规模效应下，净利率有望进一步靠近 2019 年水平，考虑到未来毛利率趋势向上、费用率趋势向下，我们预计公司经营性净利率有望实现快速提升，带来归母净利润持续高速增长。

图表 19: 诺唯赞经营性净利率变化情况



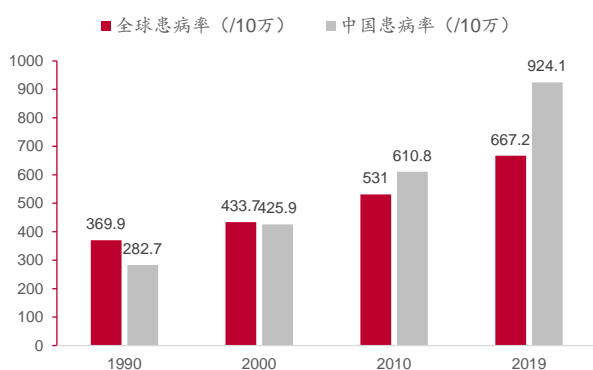
来源: wind, 中泰证券研究所

阿尔茨海默药物持续临床突破，百亿检测市场蓄势待发

阿尔茨海默药物持续进展，早期筛查需求有望快速提升

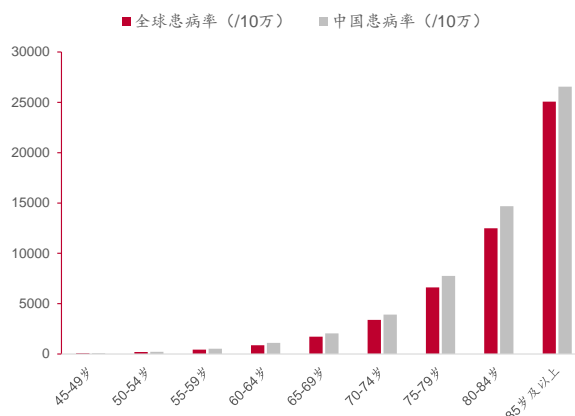
- 阿尔茨海默（AD）患病率、死亡率高，临床缺乏有效治疗手段。**根据《2023 年世界阿尔茨海默病报告》，WHO 预计全球痴呆症患者人数预计将从 2019 年的 5500 万增加到 2050 年的 1.39 亿。患病率角度，根据《中国阿尔茨海默病蓝皮书》，2019 年全球 AD 及相关痴呆患病率为 667.2/10 万人数，我国 AD 及相关痴呆患病率为 924.1/10 万人数（1314 万人），其中 60 岁以上人群患病率超过平均水平，年龄越大，患病率越高。由于中国人口老龄化进展迅速，AD 死亡率稳步上升，死因顺位从 1990 年第 19 位跃升为 2019 年第 6 位。AD 患者会从早期轻度的认知功能问题开始逐渐恶化，到疾病后期完全不可能独自生活，一项全国多中心研究调查发现，2015 年我国 AD 患者年均费用为 19144.36 美元（约合人民币 122523 元），约为当年人均 GDP 的 2.4 倍，当前已获批药物有助于缓解 AD 的症状，但无法逆转 AD 的进程。

图表 20: 1990-2019 年全球和中国 AD 患病率



来源：《中国阿尔茨海默病蓝皮书》，中泰证券研究所

图表 21: 2019 年全球和中国不同年龄段 AD 患病率

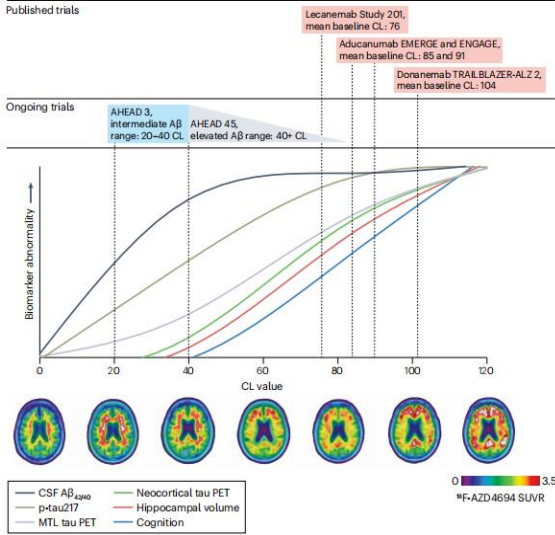


来源：《中国阿尔茨海默病蓝皮书》，中泰证券研究所

- 生物标志物变化或早于症状发生，当前获批/在研药物多聚焦于 AD 早期患者。**2024 年 Nature reviews neurology 发布了一篇基于生物标志物的 AD 分期系统综述，文中提到 AD 的病理变化在症状出现前大约 10-20 年就开始在大脑中积累，发生顺序依次是：脑脊液中 A β 42/40 比值下降、p-Tau217 升高、内侧颞叶 tau 影像增加、大脑皮层 tau 影像增加、海马体萎缩、认知下降，所以可以通过早期的生物标志物检测或影像学更早期的发现 AD 风险。而从全球 AD 研发管线看，截至 2024 年 1 月 1 日，全球共有 164 项针对 AD 预防、轻度认知障碍（MCI）及痴呆症阶段的临床试验，涵盖 127 款药物，处于 III 期临床阶段的试验共 48 项，涵盖 32 款药物；超过 50% 的临床试验针对早期 AD 或轻度认知障碍，个别试验甚至针对无症状但有风险的人群。目

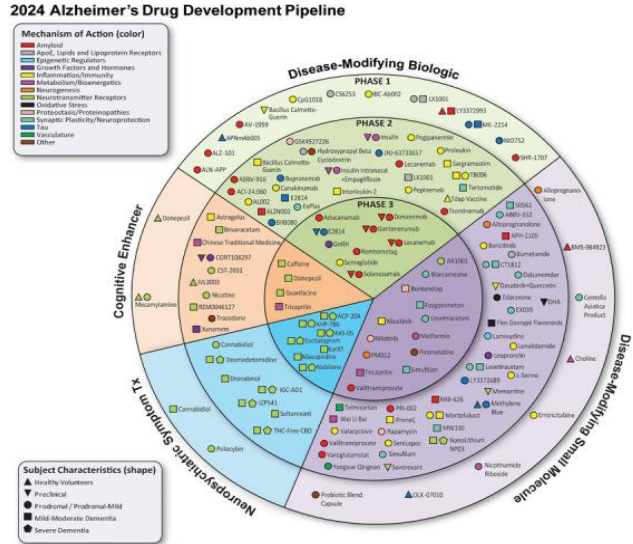
前已经获批的仑卡奈单抗，其作用机理也显示出越早期使用效果可能更好。

图表 22: AD 病理变化早于症状出现



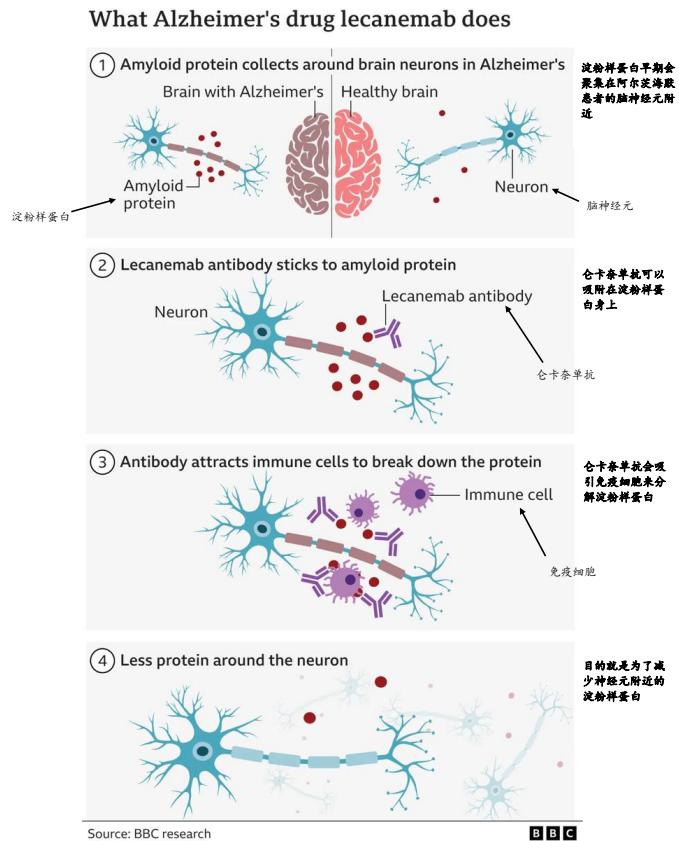
来源: Nature reviews neurology, 中泰证券研究所

图表 23: 2024 年 AD 治疗药物在研管线分布情况



来源: Alzheimer's disease drug development pipeline: 2024, 中泰证券研究所

图表 24: 仑卡奈单抗作用原理



来源: BBC research, 中泰证券研究所

- 全球治疗药物持续有进展，AD 诊断需求有望快速提升。**近几年关注度比较高的获 FDA 批准的几款针对 AD 早期治疗的单抗药物包括卫材/渤健的阿杜那单抗、仑卡奈单抗，以及礼来的多纳单抗，其中阿杜那单抗临床显示仅高剂量组效果较好，且不良反应明显，定价虽然从 5.6 万美元/年降至 2.8 万美元/年，但销售并不理想，渤健决定将于 2024 年停产。而仑卡奈单抗和多纳单抗均表现出更好的疾病延缓趋势，其中多纳单抗的临床试验中用了血浆 p-Tau217 等标志物将患者分成低/中 tau 病理患者和普通患者，低/中 tau 病理患者的用药效果更加明显，我们认为这意味着除了早期筛查出潜在 AD 风险外，AD 生物标志物检测还可以作为伴随诊断用于疾病治疗、监测、预后等环节，伴随药物持续的商业化推进，相关检测产品有望在多临床场景快速上量。药物销售与定价、支付能力、不良反应等密切相关，更多药品临床获得进展/获批上市，都会持续强化早期诊断的必要性，通过不断的医生教育、患者教育，检测产品上量和药物销售是相互关联但也相对独立。

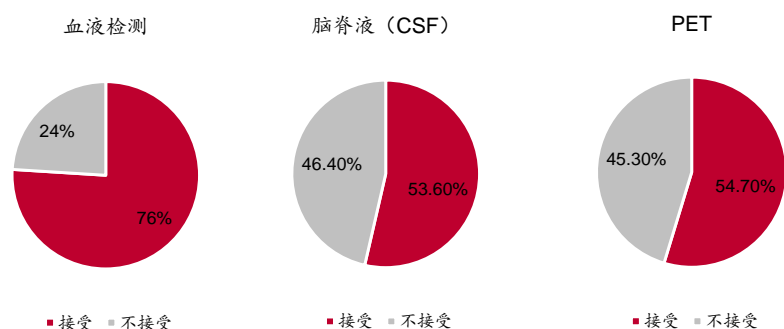
图表 25: 三种 AD 单抗药物临床结果、注册、费用和 sales 情况对照

药物 (厂家)	临床试验结果	当前状态	年治疗费用	销售情况
Aduhelm (卫材/渤健)	1、与安慰剂相比，高剂量组临床痴呆评定量表 (CDR-SB) 评分减少 22%； 2、不良反应：ARIA (淀粉样蛋白相关成像异常) 总体发生率 35%；	2021 年 FDA 获批，预计于 2024 年停产	5.6w 美元/年，后降至 2.8w 美元/年	2022 年 480w 美元
Leqembi (卫材/渤健)	1、18 个月后 CDR-SB 评分减少 27%； 2、不良反应：输液反应；ARIA-H 发生率为 17.3%，ARIA-E 发生率为 12.6%；	2023-2024 年分别在 FDA、日本、中国获批	2.65w 美元/年	2023 年 2700+w 美元
Kisunla (礼来)	1、76 周后，主要研究终点 iADRS 显示，低/中水平 tau 病理患者中，疾病进展减缓了 35.1%，所有患者中，疾病进展减缓了 22.3%；次要终点 CDR-SB 显示，低/中水平 tau 病理患者中，疾病进展减缓了 36%，所有患者中，疾病进展减缓了 28.9%； 2、不良反应：ARIA-E 和 ARIA-H 发生比例分别为 24% 和 19.7%	2024 年 FDA 获批，中国优先审评中	3.2w 美元/年	-

来源：NCBI, NEJM, JAMA, NBC NEWS, Alzheimer's Association, Pharmaceutical Technology, 卫材年报, 中泰证券研究所

AD 血液检测技术壁垒高，临床认可度持续提升

- AD 血液检测临床接受度高于影像和脑脊液检测。**目前临床诊断 AD 的方式主要为 PET-CT 和脑脊液检测，PET-CT 是向体内注入带有放射性的蛋白示踪剂，通过影像学手段检测致病蛋白，而脑脊液检测是通过腰椎穿刺，从脊椎骨间隙抽取一定量脑脊液，血液检测标志物基本与脑脊液检测一致，取样友好且可高频检测。2023 年中国老年保健协会阿尔茨海默病分会针对 AD 患者及相关医护人员做了一个问卷调查，血液检测的接受程度是显著高于脑脊液和 PET-CT 的。

图表 26: 中国 AD 检测方法接受程度


来源：2023 China Alzheimer's disease: facts and figures, 中泰证券研究所

- AD 血液检测对灵敏度要求高，全球范围主要以质谱、单分子免疫、化学发光法为主。**血液检测的标志物和脑脊液基本一致，考虑到血脑屏障，如果运用血液检测，对技术平台、原料蛋白的灵敏度、特异性和亲和力要求极高，以化学发光平台为例，常规检测项目的检测灵敏度在几十至几百 pg/ml 区域内，而 AD 血检项目则需要低至 1pg/ml 以下，甚至于需要达到 0.1-0.3pg/ml；同时还存在标志物相似度高以及结构类似物种类多等特异性方面的开发难点。比如 Aβ40/42 是 AD 诊断关键标志物，但是 Aβ40 的结构与 Aβ42 相似，都是由淀粉样前体蛋白（APP）经过酶解产生，区别仅在于氨基酸序列的长度不同，想要获取这两个标志物的比值对灵敏度和准确度的要求极高。目前全球范围主要以质谱、单分子免疫、化学发光法为主要技术平台，综合考虑几个平台的技术成熟度、检测成本、自动化程度，我们认为不同方法学可能可以适用于不同场景，比如化学发光法适合大规模筛查或者高频检测需求，单分子免疫、质谱等可用于复核、确诊等需求。

图表 27：国外 AD 血液标志物进展情况

检测标志物	供应商	技术平台	其他情况
Aβ42/40	Quest	IP-MS	18+岁可在官网采购测试，线下预约采样
Aβ42、40、pTau 181、217、231	Quanterix	单分子免疫	FDA突破性医疗设备认定
Aβ42/40、ApoE基因型（%p-tau217）	C2N Diagnostics	质谱	多指标代入算法计算评分；（括号内为二代产品新增标志物）
Aβ42/40、pTau 181、pTau 217	贝克曼	化学发光	2023年7月与FUJIREBIO达成合作开发，2024年7月与Alzpath就p-tau 217抗体达成合作
Aβ42/40	希森美康/卫材	化学发光	2022年12月于日本获批
p-Tau181、ApoE基因型	罗氏	化学发光	FDA突破性医疗设备认定

来源：Quest, Quanterix, C2N, 小桔灯网, caclp, Fierce Biotech, GlobeNewswire, 中泰证券研究所

图表 28：不同免疫技术平台优缺点

	优点	缺点
化学发光	特异性强、实际价格低廉、试剂稳定且有效期（6-18个月）、方法稳定快速、检测范围宽、操作简单自动化程度高等优点	灵敏度已达到上限，特异性和准确性存在局限性
单分子免疫	高检测灵敏度、自动化、高通量、大动态范围、实验方案灵活、可自行开发检测试剂盒	普及率低、技术壁垒高、成本高、检测操作流程复杂、耗时长
质谱	灵敏度、高特异性和耐受性、医学检测范围广、在蛋白质组学应用与免疫法互补（当免疫学存在干扰或者某一分析物存在多个异构体时发挥临床作用）	自动化程度较低、设备昂贵且耗材依靠进口、技术成熟度不够、门槛高

来源：生物谷, antpedia, 中泰证券研究所

- 血液检测临床价值被持续认可，终端渗透率有望快速提升。**根据美国国家衰老研究所和阿尔茨海默病协会（NIA-AA）发布的《阿尔茨海默病诊断和分期的修订标准（2024年）》，有以下三点可以重视：（1）强调通过特征性生物标记物来确诊阿尔茨海默病；（2）明确血液标志物可以用于诊断、分期和预后；（3）提出建议在重点人群中开展血浆生物标记物相关前瞻性研究。《中国阿尔茨海默病痴呆诊疗指南（2020年版）》、《前驱期阿尔茨海默病的简易筛查中国专家共识（2023年版）》也都有将血液生物标志物列入，AD 血液检测的临床价值持续获得认可，有望带来终端渗透率的持续提升。

图表 29：不同生物标志物在 AD 不同诊疗阶段应用标准

Intended use	CSF	Plasma	Imaging
Diagnosis			
A: (A β proteinopathy)	—	—	Amyloid PET
T ₁ : (phosphorylated and secreted AD tau)	—	p-tau217	—
Hybrid ratios	p-tau181/A β 42, t-tau/A β 42, A β 42/40	%p-tau217	—
Staging, prognosis, as an indicator of biological treatment effect			
A: (A β proteinopathy)	—	—	Amyloid PET
T ₁ : (phosphorylated and secreted AD tau)	—	p-tau217	—
Hybrid ratios	p-tau181/A β 42, t-tau/A β 42, A β 42/40	%p-tau217	—
T ₂ : (AD tau proteinopathy)	MTBR-tau243, other p-tau forms (e.g., p-tau205), non-phosphorylated mid-region tau fragments	MTBR-tau243, other p-tau forms (e.g., p-tau205)	Tau PET
N (injury, dysfunction, or degeneration of neuropil)	NfL	NfL	Anatomic MRI, FDG PET
I (inflammation) Astrocytic activation	GFAP	GFAP	—
Identification of copathology			
N (injury, dysfunction, or degeneration of neuropil)	NfL	NfL	Anatomic MRI, FDG PET
V vascular brain injury	—	—	Infarction on MRI or CT, WMH
S α -synuclein	α Syn-SAA	—	—

来源：Revised criteria for diagnosis and staging of Alzheimer's disease: Alzheimer's Association Workgroup, 中泰证券研究所

诺唯赞有望凭先发和技术优势抢占百亿级蓝海市场

- 公司 AD 产品国内覆盖面最广，先发优势显著，核心蛋白研发能力有望持续保有强竞争优势。**根据 NMPA 显示，国内 A β 42、p-Tau181 均有较多企业获批注册证，但大部分企业为传统低灵敏度的免疫层析或荧光免疫法等，无法达到临床血液检测要求，我们认为至少要达到化学发光灵敏度水平才有可能在临床中有应用，所以我们列举了部分可能达到技术要求的注册证情况，这里面有 8 家企业以化学发光法获批，有 2 家企业以单分子免疫方法学获批；从标志物种类上看，临床比较认可的 A β 42/40、p-Tau217 等均只有诺唯赞获批，公司先发优势显著。考虑到公司自主研发的单 B 细胞抗体技术、关键抗体亲和力定向改造技术和关键抗体定点偶联改造技术已突破化学发光平台灵敏度受限带来的壁垒，我们认为即使未来有更多注册证获批，公司依然可以保持强技术竞争优势。

图表 30: 中国部分获批上市的 AD 检测试剂盒

获批检测标志物	国内厂家	技术平台
Aβ40、Aβ42、p-Tau217、p-Tau181、NfL、GFAP	诺唯赞	化学发光
Aβ42、p-Tau181	鸿宇泰生物	化学发光
Aβ42、p-Tau181	仁迈生物	化学发光
Aβ42、p-Tau181	永和阳光	化学发光
Aβ42、p-Tau181	彩科生物	单分子免疫
Aβ42、p-Tau181、NfL、GFAP	宇测生物	单分子免疫
Aβ42、p-Tau181、AD7C-NTP	安群生物	化学发光
Aβ42、p-Tau181、AD7C-NTP	伊普诺康	化学发光
Aβ42、p-Tau181、AD7C-NTP	艾珉生物	化学发光
Aβ42、p-Tau181、AD7C-NTP	康巨全弘	化学发光

来源：NMPA，中泰证券研究所

- 中性预测下，中国 AD 血液检测市场可达 160 亿元。**仅考虑筛查场景，将筛查人群分为普通人群筛查和高危人群筛查，根据国家统计局数据，截止 2023 年末，我国 60 岁及以上人口达到约 2.97 亿人，有认知障碍早期症状（MCI）作为高危筛查人群，文献显示 60 岁以上老年人 MCI 患病率约 14.7%，则对应 4365 万人，剩余低危群体作为普通筛查人群。考虑到各地目前 Aβ 和 Tau 蛋白检测收费有差异，平均在 150-400 元的水平，我们取平均 250 元/项，假设单次检测 Aβ42、Aβ40 和 p-Tau217 三个项目，则单次收费约 750 元，扣率 25% 下对应出厂口径 187.5 元，通过假设悲观、中性和乐观三种情况带来的不同渗透率进行测算，中性预测下，国内 AD 血液检测市场可达到 160 亿元。如果进一步考虑用药指导和治疗监测用途，则市场规模空间更大。

图表 31: AD 血液检测市场规模估算

基础情况与假设							
筛查市场（60岁及以上低危老年人）			高危人群（MCI人群）			备注	
总人数（万人）	25332		4365			60岁以上老年人MCI患病率约14.7%，筛查市场取60岁及以上非MCI人群	
终端收费（元）	750					国内终端血检项目平均250元，假设Aβ42、Aβ40以及p-Tau217作为三项基础指标检测，则单次检测费用为750元	
出厂口径（元）	187.5					扣率假设为25%	
市场规模测算							
	渗透率	预估检测人数（万人）	市场规模（亿元）	渗透率	预估检测人数（万人）	市场规模（亿元）	总市场规模（亿元）
悲观	15%	3800	71.24	40%	1746	32.74	103.99
中性	25%	6333	118.74	50%	2183	40.93	159.67
乐观	35%	8866	166.24	60%	2619	49.11	215.35

来源：国家统计局，中华神经科杂志，各地物价局，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2024-2026 年公司收入 16.11、20.62、26.44 亿元，同比增长

25%、28%、28%，归母净利润 0.56、2.40、4.30 亿元，同比增长 179%、326%、79%。

- 假设一：伴随公司收入规模的持续扩大，公司各项费用率呈现持续下降趋势；考虑到 2024 年公司重磅产品研发结束开始进入商业化，研发费用有望呈现先下降后稳健增长态势，销售费用依然保持逐年增长趋势，同时管理费用 2024-2026 年在受激励费用和整体降本增效综合作用下保持稳定；
- 假设二：公司生物试剂中分子酶等产品 2020-2022 年受益于新冠核酸检测需求大幅提升，收入规模显著提升，2023 年疫情结束后受高基数和行业竞争加剧等影响收入同比下降，在消化完各种负面因素后 2024Q2 开始恢复正常增长状态，我们预计在海外业务持续开拓和新产品迭代保持技术竞争优势下，未来三年有望维持 20-25% 的快速增长；
- 假设三：公司体外诊断业务在疫情期间通过销售新冠抗原检测试剂盒，收入波动比较明显，2023Q2 开始疫情产品基本消除，未来伴随多个重磅产品线（ad、呼吸道、微流控等）快速上量，整体收入有望达到 45-50% 增长；
- 假设四：生物医药业务是公司 2021 年拓展的创新业务，疫情结束后，我们预计疫苗 CRO 业务逐步减少，药企研发服务缓慢恢复，同时公司积极拓展新业务模式，目前已经开始承接 GLP-1 中间体生产订单，在低基数下有望驱动整个生物医药业务实现 25-30% 增长；
- 假设五：考虑到生物试剂行业竞争持续激烈，公司通过出海和产品迭代有望保持毛利率相对稳定，诊断试剂在高毛利率的重磅产品线快速上量下带来结构性优化后，有望实现毛利率的快速提升，生物医药业务随着高毛利率的 GLP-1 中间体业务占比提升，毛利率缓慢提高，整体业务机构中诊断产品占比持续提升下，综合毛利率有望持续上升。

图表 32: 诺唯赞产品分拆预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总计								
总收入	268.38	1564.45	1868.63	3568.98	1285.99	1610.98	2061.97	2643.75
YoY	57.13%	482.92%	19.44%	90.99%	-63.97%	25.27%	28.00%	28.21%
总毛利	226.30	1430.82	1517.78	2458.47	913.43	1160.60	1529.29	1997.19
毛利率	84.32%	91.46%	81.22%	68.88%	71.03%	72.04%	74.17%	75.54%
生物试剂								
收入	238.05	996.24	1339.00	2010.31	870.00	1052.70	1284.29	1566.84
YoY	51.32%	318.49%	34.41%	50.14%	-56.72%	21.00%	22.00%	22.00%
毛利	215.99	951.70	1229.07	1739.72	683.82	831.63	1014.59	1237.80
毛利率	90.73%	95.53%	91.79%	86.54%	78.60%	79.00%	79.00%	79.00%
业务收入比例	88.70%	63.68%	71.66%	56.33%	67.65%	65.35%	62.28%	59.27%
诊断产品								
收入	29.13	562.76	438.88	1,452.60	248.30	346.13	516.24	753.87
YoY	293.12%	1831.89%	-22.01%	230.98%	-82.91%	39.40%	49.15%	46.03%
毛利	10.53	475.56	220.71	646.67	148.54	207.68	361.37	565.40
毛利率	36.16%	84.51%	50.29%	44.52%	59.82%	60.0%	70.0%	75.0%
业务收入比例	10.85%	35.97%	23.49%	40.70%	19.31%	21.49%	25.04%	28.52%
生物医药								
收入			86.97	102.27	154.02	197.15	246.43	308.04
YoY				17.59%	50.61%	28.00%	25.00%	25.00%
毛利			68.00	72.08	81.07	118.29	150.32	190.98
毛利率			78.19%	70.48%	52.64%	60.00%	61.00%	62.00%
业务收入比例			4.65%	2.87%	11.98%	12.24%	11.95%	11.65%
其他								
收入	1.20	5.46	3.78	3.81	13.67	15.00	15.00	15.00
YoY	-80.43%	357.98%	-30.71%	0.79%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利	(0.22)	3.56	0.85	1.71	2.10	3.00	3.00	3.00
毛利率	-18.49%	65.17%	22.49%	44.88%	15.36%	20.00%	20.00%	20.00%
业务收入比例	0.45%	0.35%	0.20%	0.11%	1.06%	0.93%	0.73%	0.57%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资建议

- 我们选取 A 股生命科学上游企业义翘神州、百普赛斯以及体外诊断里大幅受益于疫情的圣湘生物作为可比公司，2024-2026 年可比公司平均估值分别为 30、24、20 倍，公司对应 2024-2026 年 PE 为 145、34、19 倍，还原激励费用后未来三年归母净利润 CAGR 约 81%，对应 PE 为 61、30、19 倍，我们认为公司正处于转型后的快速成长期，重磅单品持续放量下收入规模和盈利能力有望快速上升，未来三年业绩增长高于可比公司，可以给予估值溢价，维持“买入”评级。

图表 33: 可比公司估值

股票代码	公司名称	营收 (2023)	2024-2026年 收入预测 CAGR	归母净利润 (2023)	2024-2026年 归母净利润预测 CAGR	PE (2024)	PE (2025)	PE (2026)	总市值
301047.SZ	义翘神州	646.39	12.12%	260.13	10.65%	30	26	24	76.03
301080.SZ	百普赛斯	543.65	21.45%	153.59	23.60%	27	21	17	45.12
688289.SH	圣湘生物	1,007.12	31.21%	363.72	37.30%	34	25	18	113.94
	平均值					30	24	20	
688105.SH	诺唯赞	1,285.99	28.10%	-70.96	176.35%	145	34	19	81.80

来源: wind (截止至 2024 年 8 月 16 日, 营收利润单位为百万元, 市值单位为亿元, 可比公司业绩预测取 wind 一致预期), 中泰证券研究所

风险提示

- **新产品商业化不及预期风险：**公司三条重磅新产品线中 ad、微流控等均处于早期商业化阶段，尤其是 ad 检测，需要持续医生和患者教育，可能出现销售不及预期的情况，对未来业绩增长带来扰动。
- **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，同时疫情使得很多中小企业受益，未来可能出现市场竞争进一步加剧的风险。
- **销售增长测算不及预期风险：**报告中关于公司生物试剂、诊断及药企服务的销售测算均基于特定的假设条件，可能出现假设和实际出现偏差造成预测不及预期的风险。
- **市场空间测算偏差风险：**市场空间测算基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期风险。
- **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。
- **研报使用信息数据更新不及时的风险：**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 34: 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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,967	1,104	825	1,057	营业收入	1,286	1,611	2,062	2,644
应收票据	0	0	0	0	营业成本	373	450	533	647
应收账款	352	459	572	693	税金及附加	2	3	4	5
预付账款	37	45	53	65	销售费用	473	483	546	634
存货	346	419	495	601	管理费用	236	306	299	330
合同资产	0	0	0	0	研发费用	339	330	340	370
其他流动资产	1,528	1,525	1,529	1,533	财务费用	-19	-16	-14	-7
流动资产合计	4,230	3,552	3,474	3,949	信用减值损失	5	-5	-5	-5
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-142	-10	-10	-10
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	43	40	40	40
固定资产	476	703	943	1,193	投资收益	8	8	8	8
在建工程	127	227	227	127	其他收益	98	15	15	15
无形资产	101	130	165	200	营业利润	-100	107	407	718
其他非流动资产	811	871	937	995	营业外收入	1	2	2	1
非流动资产合计	1,516	1,932	2,272	2,516	营业外支出	17	17	17	17
资产合计	5,746	5,483	5,746	6,464	利润总额	-116	92	392	702
短期借款	1,134	800	840	1,103	所得税	-43	34	145	260
应付票据	0	3	4	6	净利润	-73	58	247	442
应付账款	147	180	215	263	少数股东损益	-2	2	6	12
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-71	56	241	430
合同负债	56	81	103	132	NOPLAT	-85	48	238	438
其他应付款	14	14	14	14	EPS (按最新股本摊薄)	-0.18	0.14	0.60	1.08
一年内到期的非流动负债	46	46	46	46					
其他流动负债	123	154	151	165	主要财务比率				
流动负债合计	1,520	1,277	1,373	1,729	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-64.0%	25.3%	28.0%	28.2%
其他非流动负债	197	197	197	197	EBIT增长率	-122.7%	-156.2%	397.4%	84.0%
非流动负债合计	197	197	197	197	归母公司净利润增长率	-111.9%	-179.4%	326.0%	79.3%
负债合计	1,717	1,475	1,570	1,927	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,029	4,007	4,168	4,518	毛利率	71.0%	72.0%	74.2%	75.5%
少数股东权益	0	1	8	19	净利率	-5.7%	3.6%	12.0%	16.7%
所有者权益合计	4,029	4,009	4,175	4,537	ROE	-1.8%	1.4%	5.8%	9.5%
负债和股东权益	5,746	5,483	5,746	6,464	ROIC	-3.8%	3.4%	14.0%	21.3%
					偿债能力				
					资产负债率	29.9%	26.9%	27.3%	29.8%
					债务权益比	34.2%	26.0%	26.0%	29.7%
					流动比率	2.8	2.8	2.5	2.3
					速动比率	2.6	2.5	2.2	1.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4
					应收账款周转天数	167	91	90	86
					应付账款周转天数	212	131	133	133
					存货周转天数	343	306	309	305
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.18	0.14	0.60	1.08
					每股经营现金流	0.38	0.38	0.88	1.54
					每股净资产	10.07	10.02	10.42	11.29
					估值比率				
					P/E	-115	145	34	19
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	127	23	9	5

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。