

诺唯赞（688105）/医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年9月3日

评级：买入（维持）

市场价格：19.07元

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师：于佳喜

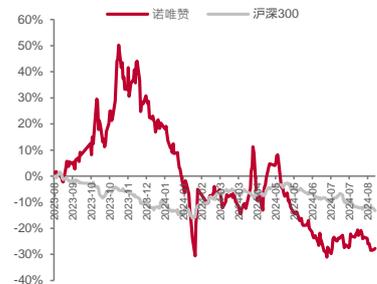
执业证书编号：S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 400 |
| 流通股本(百万股) | 167 |
| 市价(元) | 19.07 |
| 市值(百万元) | 7,628 |
| 流通市值(百万元) | 3,188 |

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 2023 年半年点评-常规业务恢复良好，股权激励彰显长期发展信心
诺唯赞 2022 年报&2023 年一季报点评-资产减值等一次性因素影响短期表现，常规业务有望持续复苏

公司盈利预测及估值

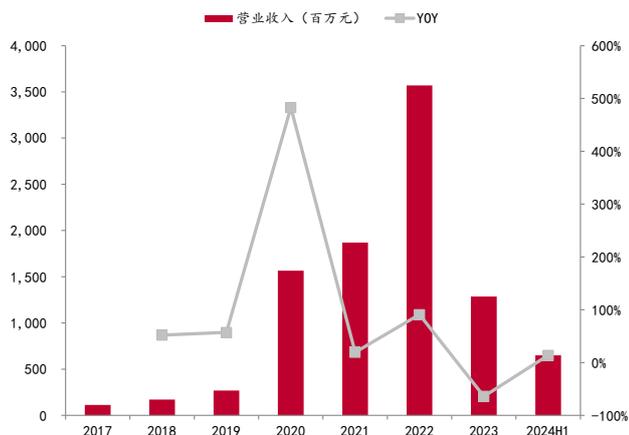
| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,569 | 1,286 | 1,611 | 2,062 | 2,644 |
| 增长率 yoy% | 91% | -64% | 25% | 28% | 28% |
| 净利润(百万元) | 594 | -71 | 56 | 241 | 430 |
| 增长率 yoy% | -12% | -112% | 179% | 326% | 79% |
| 每股收益(元) | 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 | -108 | 137 | 32 | 18 |
| P/B | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |

备注：股价信息截止至 2024 年 9 月 3 日

投资要点

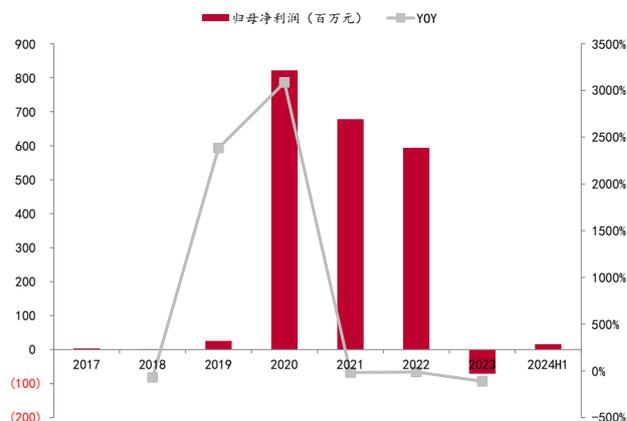
- 事件：公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年公司实现营业收入 6.49 亿元，同比增长 13.70%；实现归母净利润 0.16 亿元，扭亏为盈；实现扣非净利润-0.15 亿元。
- 分季度看，2024 年单二季度公司营业收入 3.48 亿元，同比增长 29.33%，归母净利润 0.11 亿元，扣非净利润 0.01 亿元，得益于生命科学业务的良好恢复以及诊断产品的快速放量，公司单季度业绩实现快速增长，如还原股权激励相关费用，预计单二季度公司归母净利润约 0.27 亿元，单季度净利率约 7.8%，已经迎来业绩拐点。
- 费用投入管理日益完备，盈利能力快速提升。公司 2024 上半年毛利率 70.74%，同比减少 1.54pp，毛利率保持稳定；销售费用率 33.52%，同比下降 6.24pp，公司积极进行人员结构调整及精细化管理，除股份支付外各项费用均呈现下降趋势；管理费用率 16.71%，同比下降 3.61pp，主要系房租支出和办公费用下降；财务费用率 0.14%，同比增长 1.79pp；公司 2024H1 净利率 2.36%，同比增长 16.72pp。
- 常规业务快速恢复，业绩增长拐点已致。公司聚焦生命科学、体外诊断、生物医药三大板块，通过自主可控的上游技术优势和产品性能把控能力，不断丰富产品组合，拓展应用场景，持续向科学研究、体外诊断、疫苗研发、动物检疫等领域输送试剂、原料与整体解决方案服务，伴随现有市场需求的日益恢复以及新增市场的加速开拓，公司常规业务已经逐渐摆脱新冠遗留，迎来业绩拐点，2024H1 常规业务收入同比增长约 21%。
- 1、生命科学业务，2024 年上半年同比增长约 18%，公司生命科学事业部开发新产品 160 余个，完成核心技术开发 16 项，尤其在细胞蛋白试剂产品线公司持续推出创新性高性能产品，如即用型发光液、PVDF 转印膜等，打破进口品牌垄断，实现业绩高增，同时得益于北美、欧洲等地区本地化运营的持续完备，相关试剂产品借助线上线下多渠道快速输出，进一步助力核心业务增长。
- 2、体外诊断业务，2024 年上半年同比增长约 32%，公司持续聚焦阿尔兹海默症、心脑血管等特色疾病领域，上半年共有 6 款 AD 检测试剂获批，是目前我国基于化学发光平台通过血液检测样本检测 AD 标志物获证数量最多的企业，其中多项指标均为国内独家，未来有望凭借性能优势快速放量，同时公司还储备了自免肾病、自免脑炎等多款高技术壁垒的创新产品，部分品种已临近量产销售，有望进一步加速诊断业务增长。
- 3、生物医药业务，公司持续完善研发试剂、质控制剂、核心原料等产品服务，正式上线 GLP-1 发酵法供应链解决方案，实现 5000L 发酵规模制备，年产能可达数吨级，目前公司已经为国内多家客户提供近百公斤级别供应，后续有望持续放量。
- 核心产品快速出海，海外多市场业绩突出。公司国际业务重点推进优势产品线“出海”，2024 上半年海外营收 0.41 亿元，同比增长 143.82%，北美、欧洲等地区的销售额较上年同期呈倍数级增长。截至 2024 年 6 月末公司产品覆盖 60+ 国家/区域，10 家子公司遍布中国香港、新加坡等地，新增客户与复购客户成为业绩增长的重要驱动力。
- 盈利预测与投资建议：根据业绩数据，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%；预计 2024-2026 年公司归母净利润 0.56、2.41、4.30 亿元，同比增长 179%、326%、79%。公司当前股价对应 24-26 年 137、32、18 倍 PE，还原激励费用后对应 57、28、17 倍 PE，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，短期激励费用可能有扰动，可以给予一定估值溢价，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，市场竞争加剧风险等，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。

图表 1: 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 2: 诺唯赞归母净利润情况 (百万元)



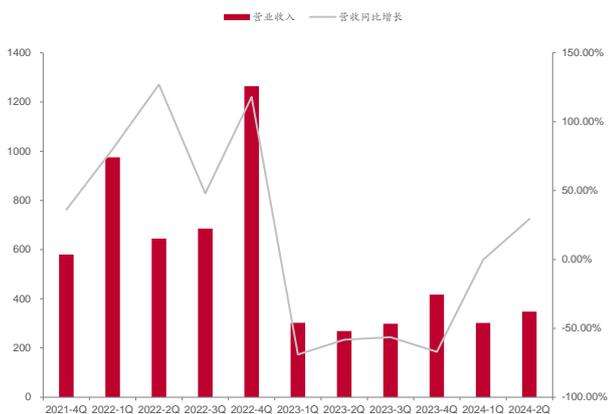
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 诺唯赞分季度主要财务指标变化 (百万元)

| | 2021-4Q | 2022-1Q | 2022-2Q | 2022-3Q | 2022-4Q | 2023-1Q | 2023-2Q | 2023-3Q | 2023-4Q | 2024-1Q | 2024-2Q |
|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 580.00 | 975.34 | 644.38 | 685.3 | 1263.98 | 302.19 | 268.84 | 298.26 | 416.69 | 301.57 | 347.70 |
| 营收同比增长 | 36.09% | 80.07% | 126.96% | 47.99% | 117.93% | -69.02% | -58.28% | -56.48% | -67.03% | -0.20% | 29.33% |
| 营收环比增长 | | 68.16% | -33.93% | 6.35% | 84.44% | -76.09% | -11.04% | 10.94% | 39.71% | -27.63% | 15.30% |
| 营业成本 | 179.58 | 246.09 | 172.93 | 207.1 | 484.39 | 94.68 | 63.57 | 94.45 | 119.87 | 87.26 | 102.69 |
| 营业费用 | 117.98 | 89.92 | 113.61 | 141.95 | 176.93 | 103.18 | 123.90 | 102.41 | 143.19 | 103.03 | 114.63 |
| 管理费用 | 63.17 | 49.08 | 63.13 | 68.9 | 115.46 | 66.29 | 49.77 | 56.94 | 63.19 | 53.87 | 54.65 |
| 财务费用 | 0.30 | 0.04 | -5.38 | -4.25 | -5.4 | 0.79 | -10.21 | -6.11 | -3.80 | 0.26 | 0.62 |
| 营业利润 | 145.43 | 505.13 | 197.96 | 143.39 | -129 | -66.83 | -40.00 | 9.53 | -2.89 | -5.80 | 2.76 |
| 利润总额 | 140.93 | 505.09 | 198.1 | 143.32 | -237.12 | -67.99 | -38.97 | -1.29 | -7.47 | -2.36 | 2.13 |
| 所得税 | 12.86 | 73.73 | 15.52 | 7.77 | -81.13 | -16.78 | -8.19 | -5.57 | -12.32 | -7.24 | -8.29 |
| 归母净利润 | 128.07 | 431.36 | 182.58 | 135.79 | -155.49 | -50.62 | -30.47 | 4.70 | 5.43 | 5.22 | 10.94 |
| 归母净利润同比 | -40.88% | 28.19% | 229.92% | -14.25% | -221.41% | -111.73% | -116.69% | -96.54% | - | - | - |

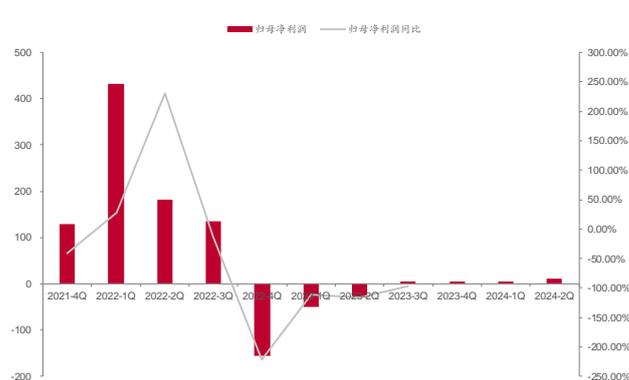
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 诺唯赞分季度营业收入变化 (百万元)



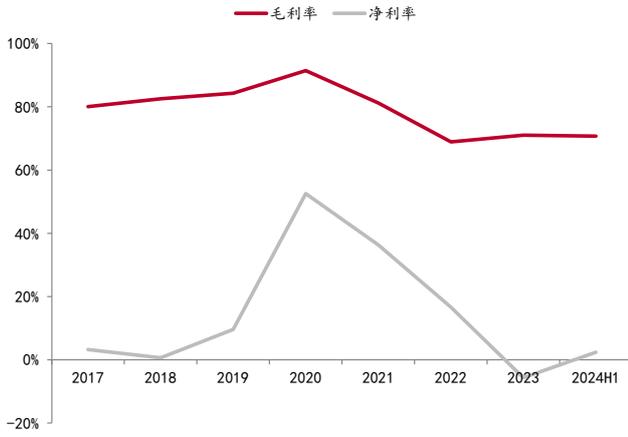
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 诺唯赞分季度归母净利润变化 (百万元)



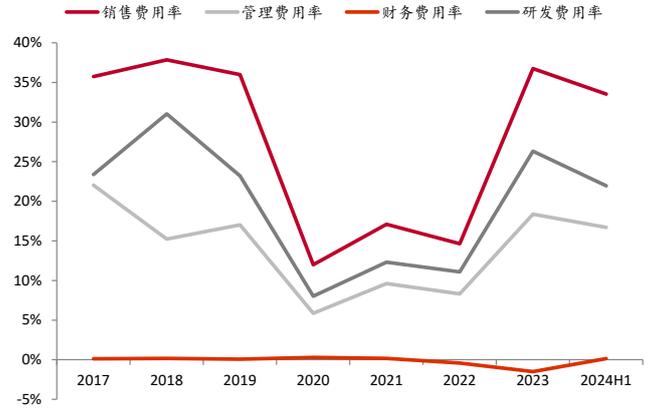
来源: wind, 中泰证券研究所

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

图表 8: 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 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 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% |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 流动比率 | 2.8 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |
| 经营活动现金流 | 153 | 153 | 351 | 616 | 速动比率 | 2.6 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| 现金收益 | 84 | 196 | 443 | 707 | 营运能力 | | | | |
| 存货影响 | 18 | -72 | -76 | -106 | 总资产周转率 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 经营性应收影响 | 660 | -105 | -111 | -122 | 应收账款周转天数 | 167 | 91 | 90 | 86 |
| 经营性应付影响 | -163 | 36 | 36 | 50 | 应付账款周转天数 | 212 | 131 | 133 | 133 |
| 其他影响 | -445 | 99 | 59 | 87 | 存货周转天数 | 343 | 306 | 309 | 305 |
| 投资活动现金流 | -901 | -618 | -604 | -573 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资本支出 | -350 | -510 | -485 | -456 | 每股收益 | -0.18 | 0.14 | 0.60 | 1.08 |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.38 | 0.38 | 0.88 | 1.54 |
| 其他长期资产变化 | -551 | -108 | -119 | -117 | 每股净资产 | 10.07 | 10.02 | 10.42 | 11.29 |
| 融资活动现金流 | 250 | -398 | -26 | 190 | 估值比率 | | | | |
| 借款增加 | 850 | -334 | 40 | 263 | P/E | -108 | 137 | 32 | 18 |
| 股利及利息支付 | -533 | -54 | -85 | -131 | P/B | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 128 | 23 | 9 | 5 |
| 其他影响 | -67 | -10 | 19 | 58 | | | | | |

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。