

义翘神州 (301047.SZ) / 医药生物行业

证券研究报告/公司深度报告

2021年1月4日

**评级：买入（首次）**

市场价格：357.56

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

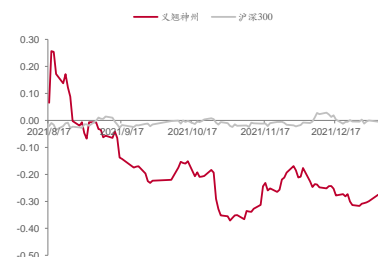
指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	180.83	1,596.29	1,027.68	837.82	877.68
增长率 yoy%	29.88%	782.77%	-35.62%	-18.47%	4.76%
净利润 (百万元)	36.41	1,127.61	612.51	429.95	402.41
增长率 yoy%	0.16%	2996.89%	-45.68%	-29.81%	-6.40%
每股收益 (元)	7.17	22.11	9.01	6.32	5.92
每股现金流量	0.61	16.07	9.39	6.82	6.14
净资产收益率	24%	87%	32%	18%	15%
P/E	49.88	16.17	39.70	56.55	60.42
PEG	315.73	0.01	-0.87	-1.90	-9.43
P/B	12.12	14.04	12.72	10.38	8.86

备注：股价截止至 2022 年 1 月 4 日

## 基本状况

总股本(百万股)	68
流通股本(百万股)	17
市价(元)	357.56
市值(百万元)	24,314
流通市值(百万元)	6,079

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 1 义翘神州：生物试剂高景气赛道，国产龙头实现快速增长
- 2 生命科学上游系列深度：需求扩张，国产替代，下一个 5-10 年的高景气大赛道

## 报告摘要

- **义翘神州是国内重组蛋白领域领军企业。**公司为全球药企和科研机构提供高质量的生物试剂和高水平的技术服务，目前生产和销售的现货产品种类超过 4.7 万种，其中重组蛋白超过 6,000 种，能够全面满足客户对于最接近人体天然蛋白结构和性质的重组蛋白的需求；提供单抗 4600 多种，为分子、细胞、免疫、发育、干细胞研究等基础科研方向和创新药物研发提供“一站式”采购生物试剂产品和服务的渠道。2020 年公司营业收入 15.96 亿元，同比增长 783%，其中重组蛋白占常规业务比重超过 60%，国内市占率位列第三。21Q1-Q3，公司营收 8.13 亿元，同比下降 23.92%，主要系新冠产品减少所致。
- **蛋白试剂 170 亿市场快速发展，公司在重组蛋白领域市占率国产第一。**蛋白试剂行业空间伴随着生物医药的高速发展持续扩容。经测算，我们预计 2025 年蛋白试剂市场规模有望达到 178 亿元，未来 5 年复合增速达到 19%，具有十分可观的想象空间。其中重组蛋白是蛋白试剂中的重要构成，公司凭借研发实力、质量控制、品牌认可度等综合性优势在行业中占据龙头地位，2019 年国内市占率大约 4.9%，位列国内第三，国产第一。
- **重组蛋白表达涉及一系列 know-how 技术，壁垒高，公司领先优势显著。**重组蛋白表达是一套复杂灵活的系统，包括分子分析、表达序列优化、表达载体构建、宿主选择、细胞转染、蛋白表达、蛋白纯化、小量尝试、方案优化、放大生产、质量检测等多个步骤，需要长期大量的摸索优化。公司在重组蛋白领域深耕多年，建立起多个核心技术平台，能够高效率研制多样化的生物试剂，满足下游客户的定制化需求，在研发和生产的成功率、表达通量、效率速度、生产成本等领域与国内外竞争对手相比具有明显优势，未来公司有望凭借行业领先的工艺技术持续扩大市场份额，保持快速增长。
- **多元化业务快速布局，不断打开成长空间。**公司多年来坚持自主创新，在生物试剂领域拥有深厚的工艺沉淀和技术优势，同时也积累了丰富的客户资源。除了重组蛋白以外，公司目前在单克隆抗体、质粒、培养基等生物试剂产品以及生物分析检测、抗体开发等 CRO 服务领域积极布局，未来有望成长为综合性的生物试剂供应商，为下游客户提供打包式的全产品解决方案，享受更为广阔的发展空间。
- **盈利预测：**我们预计 2021-2023 年公司收入 10.27、8.38、8.78 亿元，同比增长 -35.62%、-18.47%、4.76%，归母净利润 6.13、4.30、4.02 亿元，同比增长 -45.68%、-29.81%、-6.40%，对应 EPS 为 9.01、6.32、5.92。目前公司股价对应 2022 年 57 倍 PE。考虑到公司具有行业领先的重组蛋白开发平台技术，未来常规业务有望持续维持高增长态势，结合可比公司估值分析，我们认为公司的合理估值区间为 2022 年 60-65 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新产品研发风险，政策变化风险，市场竞争加剧风险，销售增长测算不及预期的风险，市场空间测算偏差风险，数据样本存在一定筛选，或与实际情况存在一定偏差的风险，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，疫情病毒相关产品销售不确定性较高可能导致业绩下滑风险。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

## 投资主题

### 报告亮点

**1、重新评估重组蛋白行业壁垒。**市场观点中少有对重组蛋白表达体系的技术分析，我们从重组蛋白表达的基本原理和实际应用角度出发，十分详细的解读了从早期的序列优化、载体选择、宿主选择到后期的分析提纯、工艺优化整个流程，对其中的技术细节进行具体分析，认为重组蛋白的生产是一套需要严格控制且复杂灵活的体系，具有很高的产品研发和工业化生产的壁垒。

**2、深入分析公司的多元化业务价值。**市场对于公司的行业定位较为模糊，我们对公司几类新兴业务的相关技术路径进行详细分析，通过横向对比阐释义翘神州的竞争优势和行业地位，认为公司在抗体、培养基、质粒等多个领域同样具有行业领先的技术优势，未来有望成为新的业绩亮点。

### 投资逻辑

**义翘神州立足重组蛋白业务，持续向抗体、细胞类产品拓展，有望成长为生物试剂的平台化供应商。**公司在重组蛋白领域深耕多年，建立起多个核心技术平台，包括基因工程、免疫学、细胞生物学、生物工程优化等，借助技术平台持续改进优化产品，在重组蛋白产品领域展现出较强的竞争力，未来有望复制这一业务模式进入分子试剂、细胞试剂等领域，实现快速发展。

### 关键假设、估值与盈利预测

我们预计 2021-2023 年公司收入 10.27、8.38、8.78 亿元，同比增长-35.62%、-18.47%、4.76%，归母净利润 6.13、4.30、4.02 亿元，同比增长-45.68%、-29.81%、-6.40%，对应 EPS 为 9.01、6.32、5.92。

假设一：公司目前最核心的重组蛋白业务快速发展，凭借高性价比优势持续兑现国产替代多级，下游客户需求旺盛，我们预计未来重组蛋白收入增速有望维持在 40%以上增速；

假设二：CRO 业务是目前公司第二大业务，公司可以为下游提供从早期的靶点发现到后期优化生产的全流程服务，为客户带来的提速降本效果显著，近年来发展迅速，我们预计未来 3 年有望实现 50%以上增长；

假设三：公司的其他主营业务中，抗体、质粒产品目前体量不大，属于公司的新兴业务，公司目前已经完成了相关的技术平台搭建，未来有望快速放量，我们认为有望实现 40%左右增速；培养基方面目前公司三代产品还未正式上市，干粉产品也还在研发阶段，因此短期内有望实现稳健增长；

假设四：新冠业务目前存在一定的不确定性，一方面海内外新冠疫情仍在阶段性爆发，另一方面新冠检测价格也在持续下降，因此我们中性假设公司 21-23 年新冠业务逐年下降；

假设五：公司整体各项常规业务产品经营正常，预计未来几年毛利率保持稳定不会有明显波动。

我们选取 A 股生命科学上游服务&试剂企业百普赛斯、阿拉丁、泰坦科技、诺唯赞作为可比公司，22 年可比公司平均估值在 65 倍左右，目前公司股价对应 2022 年 57 倍 PE。考虑到公司是国内重组蛋白行业龙头，竞争优势显著，未来有望持续维持高增长态势，结合可比公司估值分析，我们认为公司的合理估值区间为 2022 年 60-65 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 内容目录

<b>义翘神州：重组蛋白试剂领域国产领头羊</b> .....	<b>- 5 -</b>
重组蛋白是现阶段公司的核心产品.....	- 5 -
常规业务快速增长，专业服务实现全客户覆盖.....	- 5 -
<b>蛋白试剂高景气好赛道，行业龙头业绩加速</b> .....	<b>- 7 -</b>
蛋白试剂 25 年规模有望达到 178 亿元.....	- 7 -
重组蛋白竞争格局良好，公司市占率国产第一.....	- 9 -
<b>重组蛋白行业工艺壁垒高，公司拥有显著技术优势</b> .....	<b>- 10 -</b>
蛋白表达：多组学、多系统的技术路线.....	- 10 -
义翘神州：掌握核心技术平台，铸就国产龙头地位.....	- 12 -
<b>多元化业务快速布局，不断打开成长空间</b> .....	<b>- 14 -</b>
公司持续优化抗体技术，筛选效率实现行业领先.....	- 14 -
三代培养基+干粉产品持续推进，细胞业务或迎加速.....	- 16 -
高质量提取+表达组件更新，提升基因产品竞争力.....	- 16 -
服务端：CRO&CDMO 全流程服务，持续加深客户粘性.....	- 18 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 18 -</b>
盈利预测.....	- 18 -
投资建议.....	- 21 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 21 -</b>

## 图表目录

图表 1: 义翘神州主要产品分类及应用情况.....	- 5 -
图表 2: 义翘神州常规业务收入构成 (百万) .....	- 5 -
图表 3: 义翘神州 20 年新冠产品占比 .....	- 5 -
图表 4: 义翘神州营业收入情况及增速 (百万) .....	- 6 -
图表 5: 义翘神州归母净利润情况及增速 (百万) .....	- 6 -
图表 6: 常规收入 21H1 增速达到 45% (百万) .....	- 6 -
图表 7: 21H1 新冠收入占比 72% (百万) .....	- 6 -
图表 8: 公司直销业务保持 60% 以上.....	- 7 -
图表 9: 公司拥有专业化营销服务团队 (人, 2020) .....	- 7 -
图表 10: 生物科研试剂可以分为 3 大种类.....	- 8 -
图表 11: 2019 年全国生物试剂拆分 (十亿元) .....	- 8 -
图表 12: 2019 年全国蛋白类试剂拆分 (亿元) .....	- 8 -
图表 13: 蛋白试剂终端市场 25 年或将达到 170 亿元.....	- 9 -
图表 14: 公司重组蛋白市占率国内第三、国产第一 (百万元, 2019) .....	- 10 -
图表 15: 重组蛋白的主要表达生产流程.....	- 11 -
图表 16: 重组蛋白规模化放大面临更多工艺问题.....	- 12 -
图表 17: 义翘神州具有行业领先的核心技术平台.....	- 13 -
图表 18: 公司重组蛋白系列产品优势显著 (以病毒类为例) .....	- 14 -
图表 19: 杂交瘤、文库展示、单 B 克隆是常用的单抗制备方法.....	- 15 -
图表 20: 义翘神州筛选效率接近海外顶尖实验室, 产品性能好, 稳定性强....	- 15 -
图表 21: 义翘神州抗体筛选速度优于行业平均.....	- 16 -
图表 22: 公司培养基活细胞密度比进口更高.....	- 16 -
图表 23: 公司培养基培养的抗体表达量更大.....	- 16 -
图表 24: 2025 年国内质粒市场规模有望达 6800 万美元.....	- 17 -
图表 25: 义翘神州 (左) 改造后质粒表达效率高于市场知名品牌 (右) .....	- 17 -
图表 26: 义翘神州质粒蛋白产量比市场竞对有几十倍差距.....	- 18 -
图表 27: 公司 CRO 业务持续快速增长 (百万) .....	- 18 -
图表 28: CRO 已是公司常规业务第二大板块 (2020) .....	- 18 -
图表 29: 义翘神州期间费用率和所得税率假设 (百万元) .....	- 19 -
图表 30: 义翘神州业务拆分.....	- 20 -
图表 31: 可比公司估值 .....	- 21 -
图表 32: 义翘神州财务模型 .....	- 22 -

## 义翘神州：重组蛋白试剂领域国产领头羊

重组蛋白是现阶段公司的核心产品

- 义翘神州主要业务包括重组蛋白、抗体、基因和培养基等产品，以及重组蛋白、抗体的开发和生物分析检测等服务，此外也为制药公司或者生物技术公司提供单克隆抗体候选药物的临床前规模生产服务。目前公司生产和销售的现货产品种类超过4.7万种，其中重组蛋白超过6,000种，能够全面满足客户对于最接近人体天然蛋白结构和性质的重组蛋白的需求；提供抗体1.3万种，基因产品超过2.8万种。

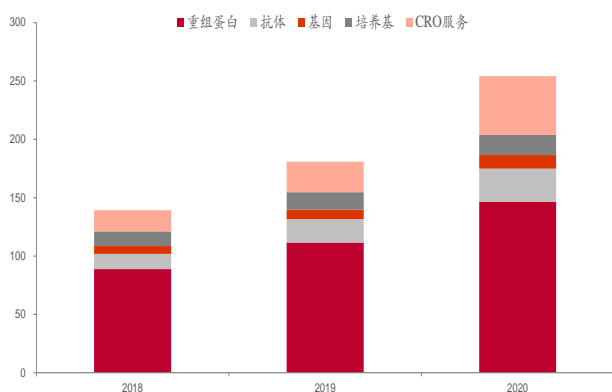
图表 1：义翘神州主要产品分类及应用情况

核心产品	主要功能	种类数	代表产品
重组蛋白类	1、各种蛋白靶点的活性研究、蛋白相互作用研究； 2、一些细胞因子和酶类蛋白可以直接用于细胞增殖、分化、酶促反应等生物实验； 3、靶点蛋白亦可支持抗体研发、诊断试剂开发生产	超过6000种	Fc受体蛋白、细胞因子蛋白、生物标志物、激酶、核酸酶、蛋白酶、荧光蛋白、靶点类蛋白、诊断相关蛋白、表观遗传相关蛋白等
抗体类	1、普遍应用于开展相关靶点的定性、定量，组织细胞分布、体内外生物活性、相互作用、以及质量分析和质量控制研究； 2、抗体亦可作为关键原料支持诊断试剂的开发生产	约13000种	一抗、二抗、对照抗体、内参抗体、标签抗体等
基因类	支持客户进行蛋白相关的表达和功能研究，组织细胞分布研究	约28000种	病毒基因、抗衰老因子基因、代谢基因、药物靶点基因、对照基因、酶类基因、神经因子基因等
培养基类	支持科研机构 and 生物企业的研发人员进行HEK-293、昆虫等细胞培养	16种	细胞培养基等

来源：义翘神州招股说明书，公司官网，中泰证券研究所

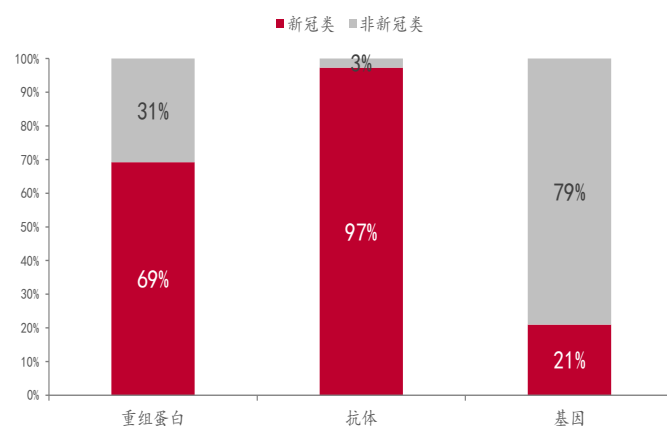
- 重组蛋白系列产品是业绩增长的核心驱动力。2018-2020年，公司重组蛋白收入占主营业务收入的比例分别为63.85%、61.69%及57.67%（20年剔除新冠相关产品），保持相对平稳，是公司的主要产品类型。

图表 2：义翘神州常规业务收入构成（百万）



来源：义翘神州招股说明书，中泰证券研究所

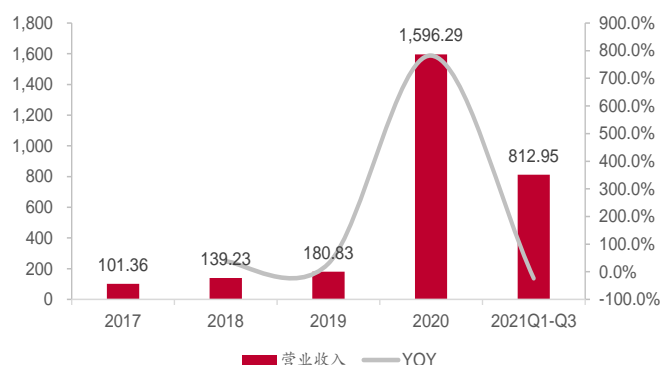
图表 3：义翘神州 20 年新冠产品占比



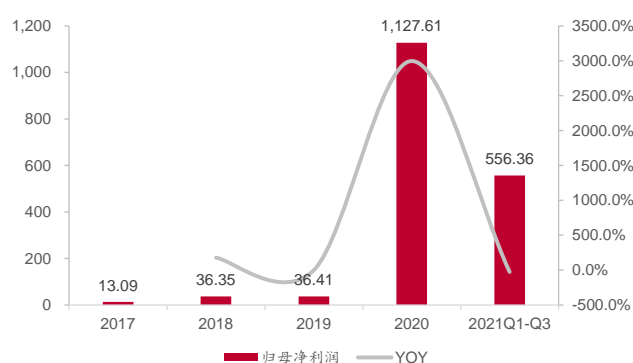
来源：义翘神州招股说明书，中泰证券研究所

常规业务快速增长，专业服务实现全客户覆盖

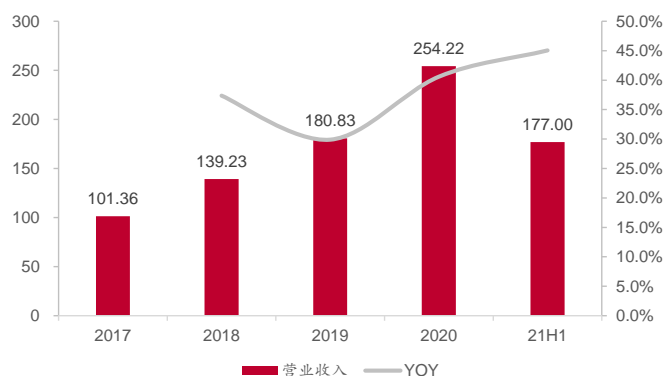
- 公司过去 4 年常规业务复合增速 36%，基本面扎实稳定。**2020 年公司营业收入 15.96 亿元，同比增长 783%，归母净利润 11.28 亿元，同比增长 2997%。新冠疫情期间，公司快速研发了出 360 多种新冠病毒研发急需的相关重组蛋白、抗体及基因等关键试剂产品，下游需求旺盛，带动全年业绩高速增长；21H1，公司共实现新冠业务大约 4.58 亿元，占全年业务收入近 72%，同期公司常规业务收入大约 1.77 亿元，同比增长 45.05%。21Q1-Q3，公司营收 8.13 亿元，同比下降 23.92%，主要系新冠产品减少所致。

**图表 4：义翘神州营业收入情况及增速（百万）**


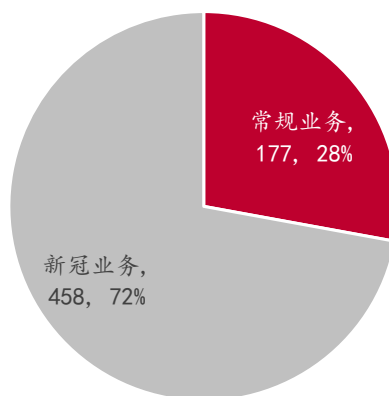
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 5：义翘神州归母净利润情况及增速（百万）**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 6：常规收入 21H1 增速达到 45%（百万）**


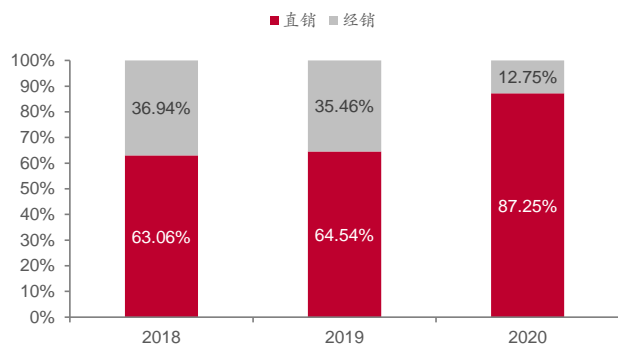
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

**图表 7：21H1 新冠收入占比 72%（百万）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

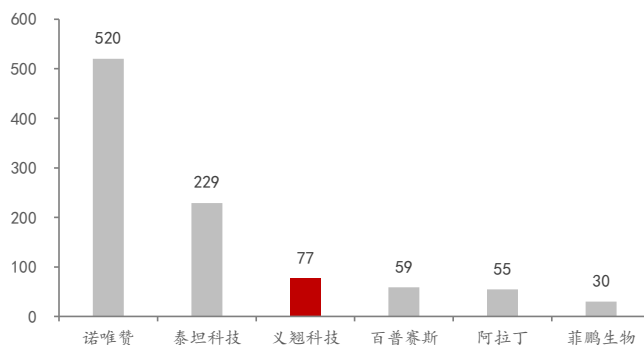
- 公司通过直销、经销并重的销售模式，实现客户全面覆盖。**公司下游客户包括高校、研究所等科研客户以及万孚、丽珠、神州细胞等工业客户。针对部分地域分散、种类需求多、单笔采购量小的客户，公司采取经销模式推广；同时公司也组建了专业化销售服务团队，截至 2020 年共有 77 名市场人员，其中博士 19 名，硕士 44 名，可以为下游客户提供专业、及时的使用咨询和售后服务。

图表 8: 公司直销业务保持 60% 以上



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 公司拥有专业化营销服务团队 (人, 2020)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 试剂产品获得行业顶刊认可, 凸显龙头品牌价值。**基础科学顶级期刊通常要求投稿人使用质量可靠的试剂仪器以保证实验结果的可重复性, 因此科研用户在设计试验时, 大多会参考顶刊发表文献所用试剂。2017 年以来公司产品支持各个科研机构发表论文超过 4,300 篇, 其中 CNS 登刊 80 篇, 体现了公司产品良好的质量和对生命科学研究有效的支撑作用。公司经过多年的积累沉淀塑造了良好的行业口碑和品牌信任, 为未来新产品的提速上量奠定良好基础。

## 蛋白试剂高景气好赛道, 行业龙头业绩加速

### 蛋白试剂 25 年规模有望达到 178 亿元

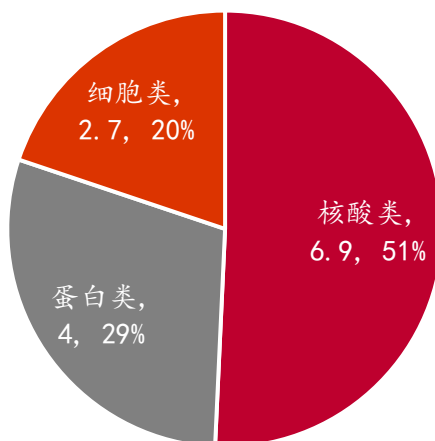
- 生物科研试剂根据其应用场景可以分为核酸类、蛋白类和细胞类。**生物学试剂可以广泛应用于临床科研 (医学、药学、检验学、卫生防疫)、企业研发 (筛查、诊断、治疗) 等。公司主要产品中, 重组蛋白、抗体等均属于蛋白类生物试剂, 细胞培养基等产品则属于细胞类。根据招股书数据, 2019 年我国生物科研试剂市场中蛋白类占比 29.4%, 具体而言, 在蛋白类生物科研试剂市场中, 抗体和重组蛋白产品合计占据蛋白类试剂市场的 88.3%。

图表 10: 生物科研试剂可以分为 3 大种类

生物试剂种类	分子类	蛋白类	细胞类
定义	主要指核酸及小分子实验用到的试剂	主要指围绕蛋白质大分子进行的实验中用到的试剂	主要指围绕体外细胞进行的实验中用到的试剂
代表产品	DNA ladder、DNA聚合酶、质粒提取试剂盒、DNA loading buffer	重组蛋白（各种细胞因子、免疫检查点蛋白）、抗体、蛋白质微矩阵	细胞系、转染试剂、细胞培养液（基、株）
占试剂市场份额（2019）	50.9%	29.4%	19.7%
市场规模（2019年，亿元）	69	40	27
2019-2024复合增速	12.3%	17.9%	-
国产代表性企业	Vazyme ABclonal CWV BIO 康为世纪 TRANS 北京泰盟生物技术股份有限公司 Sino Biological Acro 北京泰盟生物技术股份有限公司	菲鹏生物 SB Sino Biological Acro 北京泰盟生物技术股份有限公司	ExCell Bio 依科赛生物 吉泰生物 OPM 奥浦迈
进口代表性企业	Thermo SCIENTIFIC TaKaRa	R&D SYSTEMS a biotechnie brand PEPROTECH OUR SUPPORT. YOUR DISCOVERY	SIGMA gibco

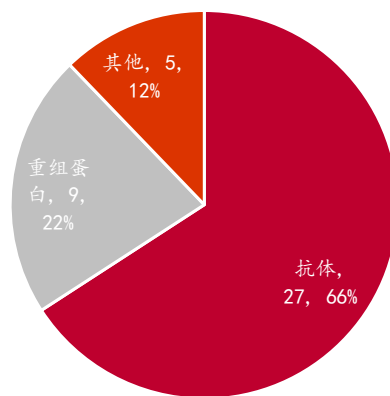
来源：诺唯赞招股书，义翘神州招股书，中泰证券研究所

图表 11: 2019 年全国生物试剂拆分（十亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12: 2019 年全国蛋白类试剂拆分（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 应用场景持续拓展，25 年蛋白试剂市场规模或达 178 亿，5 年复合增速达 19%。生物试剂作为下游医药生物行业产品的核心原料，伴随下游产品的更新迭代，其应用场景不断外延，将持续带来新的增量市场。我们结合企业研发端、工业端以及高校科研院所 3 个维度进行测算，根据沙利文报告的中蛋白试剂以及重组蛋白的市场占比，预计 2025 年生物试剂

市场规模有望达到 615.90 亿元，我们预计 25 年蛋白试剂有望突破 178 亿元，具有十分可观的想象空间。

图表 13: 蛋白试剂终端市场 25 年或将达到 170 亿元

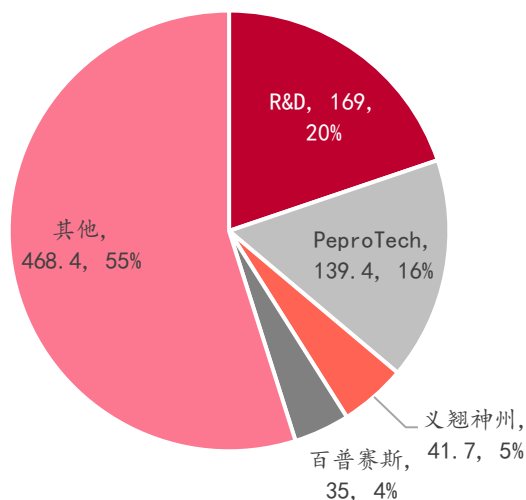
终端市场	下游市场 (2020, 亿元)	CAGR	下游市场 (2025, 亿元)	试剂占比	试剂市场 (2020, 亿元)	试剂市场 (2025, 亿元)
核酸诊断	103	23%	289.98	10%	10.30	29.00
基因测序	158	27%	520.37	15%	23.70	78.06
医药研发	1451	22%	3,921.63	10%	145.10	392.16
高校院所	690	10%	1,110.74	10%	68.97	111.07
动物检疫	32	12%	56.11	10%	3.18	5.61
空间合计	2,433.52	-	5,898.83	-	251.25	615.90
其中蛋白试剂	-	-	-	-	72.86	178.61

来源: 诺唯赞招股书, 前瞻产业研究院, 国家统计局, research and markets, 财务与会计, 《国内实验试剂供应链现状、问题与对策》, 中泰证券研究所 (注: 数据来源或有差异, 部分应用场景如疫苗、辅助生殖等因缺乏较为可靠的国内公开数据, 因此未做统计)

### 重组蛋白竞争格局良好, 公司市占率国产第一

- **重组蛋白下游需求旺盛, 市场规模高速扩容。**重组蛋白下游客户主要包括高校院所等科研客户以及药企等工业客户, 经过测算, 我们预计 2020 年国内蛋白试剂市场规模有望达到 73 亿, 其中重组蛋白大约 16 亿元, 未来 5 年复合增速有望达到 19%, 整体保持持续快速增长。(图 13, 重组蛋白占比根据沙利文报告的占比计算)
- **国内格局相对分散, 外资品牌垄断头部市场。**重组蛋白等生物试剂技术壁垒较高, 国产品牌在研发实力、质量控制、品牌认可度等方面与国际知名企业仍有一定差距, 我国重组蛋白市场仍被外资品牌占据。2019 年头部两家进口企业 R&D 和 PeptoTech 市占率合计约 36.1%, 公司市占率大约 4.9%, 位列国内第三, 国产第一; 重组蛋白品类繁多, 下游客户需求较为多样化, 部分企业聚焦某些细分品牌并以此立足, 市场整体较为分散。

■ **图表 14: 公司重组蛋白市占率国内第三、国产第一(百万元, 2019)**



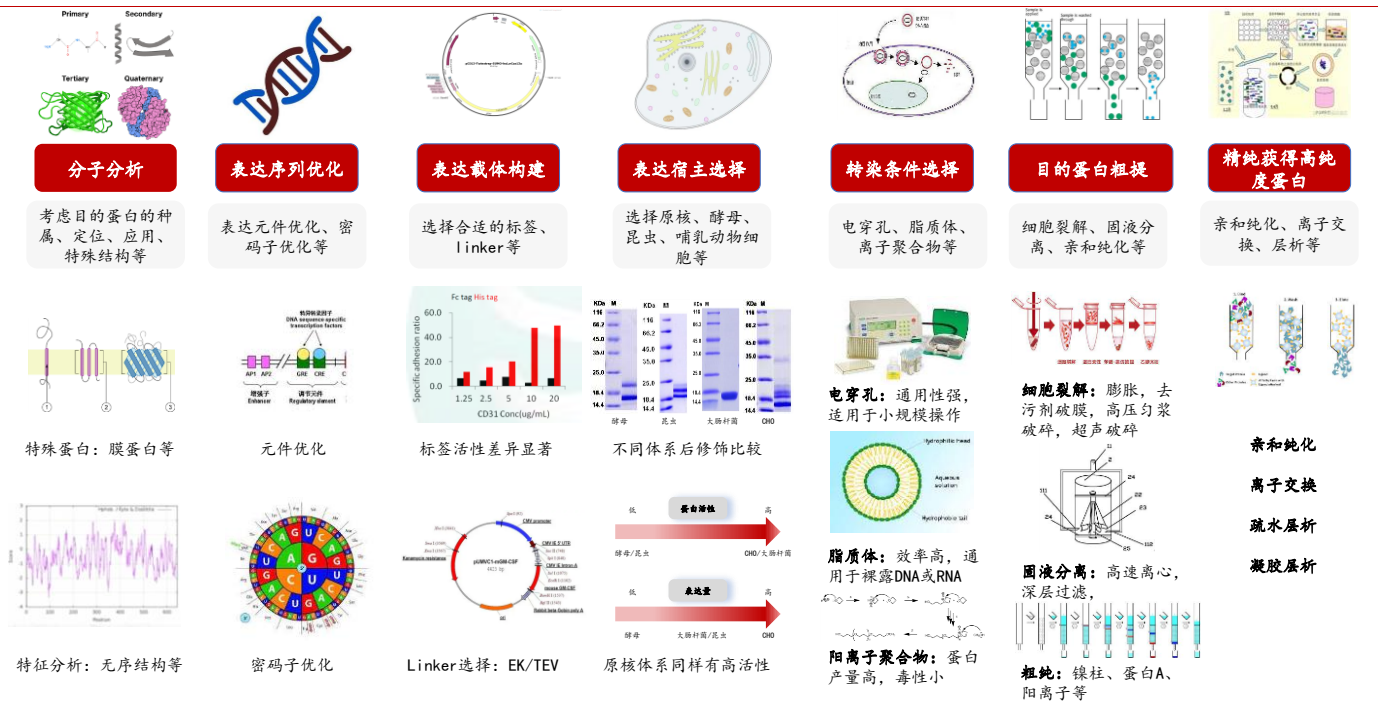
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 重组蛋白行业工艺壁垒高, 公司拥有显著技术优势

### 蛋白表达: 多组学、多系统的技术路线

- 重组蛋白的表达涉及到一系列工程技术范畴的 know-how 技术, 包括分子分析、表达序列优化、表达载体构建、宿主选择、细胞转染、蛋白表达、蛋白纯化、质量检测等多个步骤。为了得到最佳的蛋白活性最高的表达产量, 提升研发和生产的成功率、通量、效率和速度、降低成本, 需要在各个步骤进行反复的优化改进, 上游企业需要长期大量的摸索才能建立一个优质高效的表达平台。

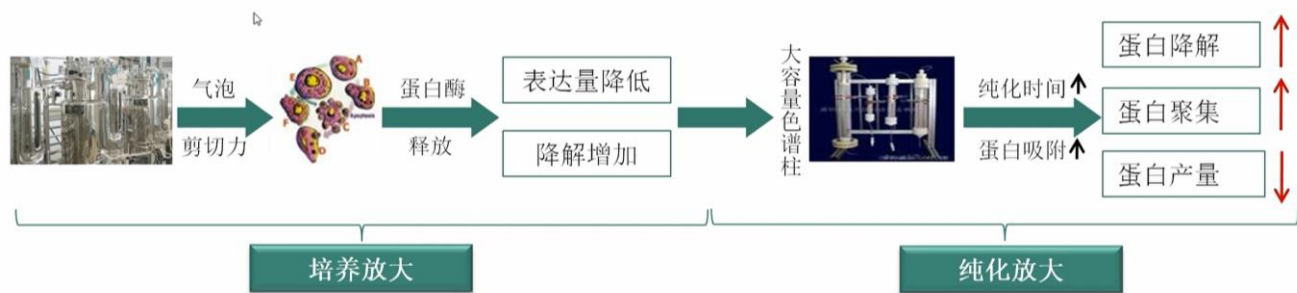
图表 15: 重组蛋白的主要表达生产流程



来源: 公司公告, 德泰生物, 百普赛斯招股书, 中泰证券研究所

- **重组蛋白开发的核心难点在于多种技术的灵活搭配。**重组蛋白的表达过程涉及到的方法学都是公开已知的, 但照搬已有的文献材料往往无法得到最优产品, 例如在选择宿主时, 无后修饰的原核细胞在表达部分真核蛋白的活性会优于酵母和昆虫细胞; 同时表达的每个环节也互相关联, 纯化提取方法要取决于构建载体时选择的标签类型, 不同的纯化方法也受到表达宿主本身的影响。因此构建一套完整体系的可选项很多, 但每个细微的差别都可能对最终的蛋白活性和表达量产生显著影响, 因此对上游企业的经验积累提出了很高要求。
- **重组蛋白批量生产需要从生长条件、培养工艺、试剂配方等多个角度克服非线性放大带来的难题。**企业在完成前期开发工作以后, 在实际生产时还要经过小量尝试、方案优化、放大生产、质量检测等多个环节。重组蛋白从小批量培养到规模化生产, 不是简单的反应器放大, 需要重新再优化培养、转染、纯化条件和关键参数, 很多物理属性例如剪切力、通气量、转速等的非线性改变可能造成聚集、降解、产量不稳定等种种问题, 需要持续不断的验证、优化、积累和总结, 这对于后进入者而言是很高的门槛。

图表 16: 重组蛋白规模化放大面临更多工艺问题



来源：公司公告, 中泰证券研究所

- 整体而言，重组蛋白的表达虽然看似简单，但实际上在工艺过程、技术参数和试剂配方等各个方面都有很多的细节问题需要解决优化，需要企业持续不断的验证、优化、积累和总结，这对于许多后进入者而言是极高的技术壁垒。

#### 义翘神州：掌握核心技术平台，铸就国产龙头地位

- 义翘神州具有全面完整的产品开发平台。公司在重组蛋白领域深耕多年，建立起多个核心技术平台，包括了基因工程技术、免疫学技术、细胞生物学技术、生物工程优化技术、自动控制技术、生物化学和生物物理分析检测等多个学科，能够高效率研制多样化的生物试剂，并提供技术服务。

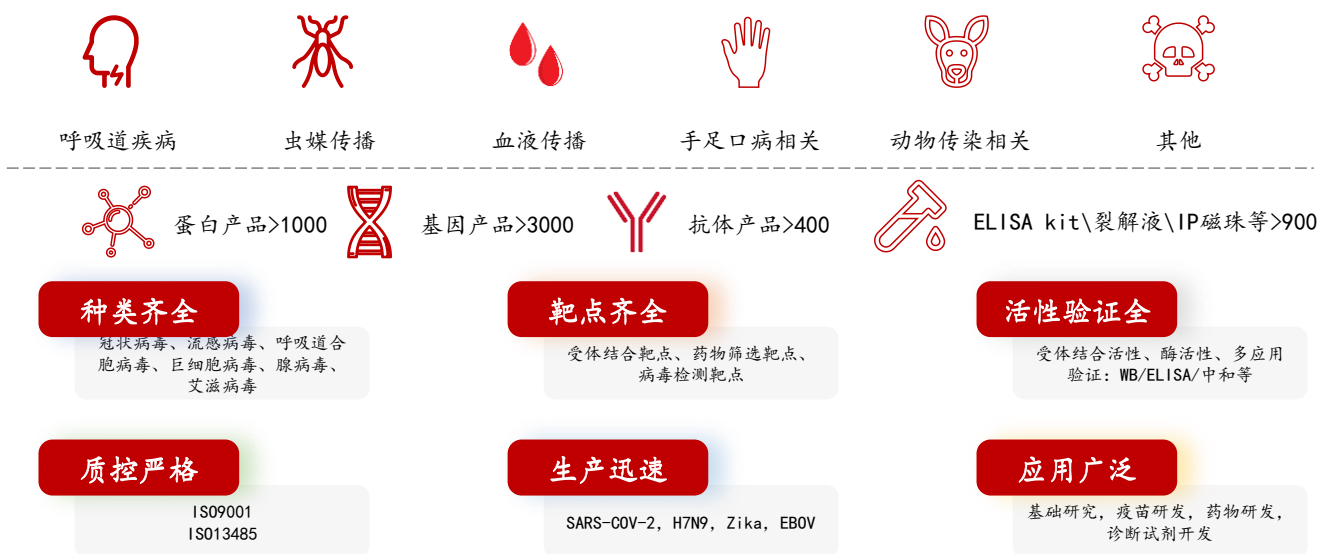
**图表 17: 义翘神州具有行业领先的核心技术平台**

核心技术	具体特征	对应产品/服务	优势
哺乳动物细胞重组表达体系	1. 自主优化表达载体支持蛋白瞬时高表达 2. 自主开发GFP、YFP高强度荧光标签融合蛋白载体支持蛋白表达示踪、监测研究 3. 自主开发慢病毒载体支持高效转染细胞	基因产品、重组蛋白（哺乳动物细胞表达）、抗体（免单抗）；哺乳动物细胞表达重组蛋白和抗体技术服务	通过自主改造表达元件，从分子技术层面提高蛋白、抗体产量，提升研发成功率，降低研发、生产成本
培养体系技术平台	1. 自主开发低成本、常温维持高效转染试剂 2. 无动物源性培养基技术优化平台，支持内部抗体、蛋白工具试剂生产和培养基试剂产品开发	重组蛋白（哺乳动物表达）、抗体（免单抗）转染试剂、培养基；哺乳动物细胞表达重组蛋白和抗体技术服务	从细胞层面，提高蛋白、抗体产量，提升研发成功率，降低研发、生产成本，包括高密度细胞培养技术，自主开发的关键试剂如转染试剂、培养基和加料液，效果好，彻底摆脱进口试剂依赖性。同时，技术体系经多年优化，普适性强，超过全面、规范化、标准化的免疫类检测平台技术，用于支持产品质量检测和检测类技术服务，涵盖酶联免疫吸附检测、流式、免疫组化、免疫印迹、免疫沉淀、免疫荧光等所有行业内主流免疫学检测技术并建立标准化操作流程，针对不同样本和应用形成了多样化的检测方案，已积累数十万个样本的丰富检测经验和数据
免疫类检测技术平台	1. 免疫印迹、免疫沉淀、酶联免疫、免疫组化、免疫荧光、流式细胞等免疫学检测技术平台支持抗体工具试剂全方位应用 2. 酶联免疫、大分子相互作用体外结合活性检测技术平台支持抗体、抗体工具试剂生物结合活性功能验证研究	抗体；免疫类检测技术服务	全面、规范化、稳定的理化类检测平台技术，可用于支持对不同蛋白、抗体试剂产品进行全方位的理化分析，获得产品纯度、污染物残留量，分子高级结构等关键数据，涵盖电泳、高效液相色谱、内毒素分析、大分子相互作用等一系列主流大分子蛋白和抗体理化分析技术，建立了标准化操作流程和主要技术参数
抗体、蛋白工具试剂和技术服务全套检测技术平台	理化检测技术平台支持蛋白、抗体工具试剂内毒素、分子量、纯度、稳定性研究	重组蛋白、抗体产品及技术服务	全面、规范化、稳定的理化类检测平台技术，可用于支持对不同蛋白、抗体试剂产品进行全方位的理化分析，获得产品纯度、污染物残留量，分子高级结构等关键数据，涵盖电泳、高效液相色谱、内毒素分析、大分子相互作用等一系列主流大分子蛋白和抗体理化分析技术，建立了标准化操作流程和主要技术参数
功能性活性评估技术平台	1. 细胞活性检测技术平台支持蛋白、抗体工具试剂生物活性 2. 酶活性检测技术平台支持酶类蛋白工具试剂生物活性功能验证研究	重组蛋白（细胞因子、酶等）、抗体（中和活性抗体）；重组蛋白类技术服务	活性检测方法覆盖度高，全面掌握酶学检测、细胞增殖、细胞凋亡等多种功能检测类型，针对不同产品的生物活性特点，已建立数百种活性检测方法，可支持验证各类重组蛋白和抗体的功能性
病毒包装和检测技术平台	1. 慢病毒包装技术平台，支持使用病毒类载体的表达需求，同时支持病毒相关中和和抗体筛选研究 2. 病毒基因水平检测技术平台，用于细胞检测服务评估细胞库是否有病毒残留 3. 自主开发病毒清除验证技术平台，通过技术服务支持生物类制品病毒清除工艺确认研究	基因产品、重组蛋白（昆虫表达系统）、假病毒产品；病毒清除验证技术服务	用于支持生物制品的病毒相关生物安全性评价研究，通过自主开发慢病毒载体，支持使用病毒载体的表达需求；掌握病毒灭活和清除验证平台，通过技术服务支持生物类制品病毒清除工艺确认研究，已成功支持客户完成药物临床研究中报资料，通过国家监管部门的审批
质粒提取技术平台	1. 低内毒素质粒提取技术，用于支持基因重组表达 2. 高级规模化质粒提取技术，用于支持规模化重组表达生产	基因、重组蛋白、抗体（免单抗）；低内毒素质粒提取技术服务、蛋白和	自主掌握低内毒素质粒提取技术，支持蛋白生物试剂表达，通过技术服务支持基因治疗和细胞治疗等对内毒素浓度要求较高的研究工作
多种重组表达系统技术平台	1. HEK-293细胞瞬时表达重组蛋白平台，支持受体、药物靶点、疾病标志物等蛋白试剂开发 2. 昆虫杆状病毒重组蛋白平台，支持酶、病毒靶点等蛋白试剂开发 3. 大肠杆菌重组蛋白可溶表达，以及包涵体高通量变异性平台，支持细胞因子、诊断抗原等蛋白试剂开发 4. 酵母重组蛋白表达平台，支持细胞因子蛋白试剂开发	重组蛋白；重组蛋白表达技术服务	涵盖行业内所有主流重组表达技术平台，可以支持针对不同特性产品选择最佳的系统进行研发和生产，提高成功率和产量，包括HEK-293、CHO细胞、昆虫细胞、大肠杆菌等多种系统并具有大量产品开发成功经验，已支持开发库存规模和种类均处于国际领先水平的蛋白生物试剂库
蛋白工具试剂开发和技术服务技术平台	1. 化学法重组蛋白体外标记技术平台，支持生物素、荧光素、酶等多种标记蛋白工具试剂开发 2. 酶法重组蛋白体外标记技术平台，支持生物素标记蛋白工具试剂开发 3. 酶法重组蛋白体内生物素定点标记技术平台，支持生物素标记蛋白工具试剂开发	重组蛋白；免疫学检测技术服务、蛋白标记技术服务	建立了化学标记和重组定点标记两种标记技术，标记效率高，稳定性好，满足不同产品和客户需要。已支持完成多种不同性质和特点的标记蛋白产品开发，并根据客户需求提供标记技术服务
抗体工具试剂开发和技术服务技术平台	1. 多肽及抗原片段序列设计平台支持高通量抗体工具试剂开发 2. 原核高通量重组表达抗原技术平台，支持高通量抗原生产 3. 多肽抗原偶联技术平台支持抗原获得高免疫反应，提高抗体工具试剂研发成功率和产量 4. 针对低免疫原性蛋白抗原偶联优化技术平台，增强免疫原性，提高抗体工具试剂研发成功率	抗体；抗体类技术服务	自主掌握多肽抗原设计规划和高通量片段蛋白抗原生产核心技术，抗原种类齐全，支持大量抗体开发的免疫需求
免疫技术平台	1. 多抗原共同免疫技术平台支持高通量、低成本多克隆抗体 2. 快速免疫技术平台缩短抗体工具试剂开发周期 3. 核酸免疫技术平台，提高获得可识别天然表位抗体的成功率 4. 细胞免疫技术平台，提高获得可识别天然表位抗体的成功率	抗体；抗体类技术服务	自主开发快速免疫技术，有效缩短抗体开发周期；采用多抗原共同免疫技术方案，有效降低抗体开发中动物免疫的成本

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **公司在研发和生产的成功率、通量、效率速度、生产成本等领域与行业同业具有明显优势**，在试剂质量和稳定性等方面也表现出较强的竞争力。以病毒产品为例，公司作为行业龙头，在病毒开发领域搭建了一套十分完备的技术开发平台，2013年禽流感爆发期间，公司耗时12天完成全球首款H7N9禽流感病毒HA&NA蛋白的研发和上市；2020年公司再次全球首家完成COVID-2019新型冠状病毒蛋白研发和上市；在疫苗研发领域，公司也已经和GeoVax等行业龙头签署战略合作协议，未来公司有望凭借行业领先的技术优势持续扩大市场份额。

图表 18: 公司重组蛋白系列产品优势显著 (以病毒类为例)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

## 多元化业务快速布局, 不断打开成长空间

- 公司多年来坚持自主创新, 在生物试剂领域拥有深厚的工艺沉淀和技术优势, 同时也积累了丰富的客户资源。除了重组蛋白以外, 公司目前在单克隆抗体、基因、培养基等生物试剂产品以及生物分析检测、抗体开发等 CRO 服务领域积极布局, 未来有望成长为综合性的生物试剂供应商, 为下游客户提供打包式的全产品解决方案, 享受更为广阔的发展空间。

### 公司持续优化抗体技术, 筛选效率实现行业领先

- 抗体是一类能够与抗原特异性结合的免疫球蛋白, 具有特异性结合蛋白质的能力, 能够识别特定的靶点(抗原), 所以在科学研究中经常被使用, 是基础科研和药物研发的最基础、最核心材料之一。目前常用的抗体制备方法有杂交瘤、文库展示和单 B 细胞克隆等。

图表 19: 杂交瘤、文库展示、单 B 克隆是常用的单抗制备方法

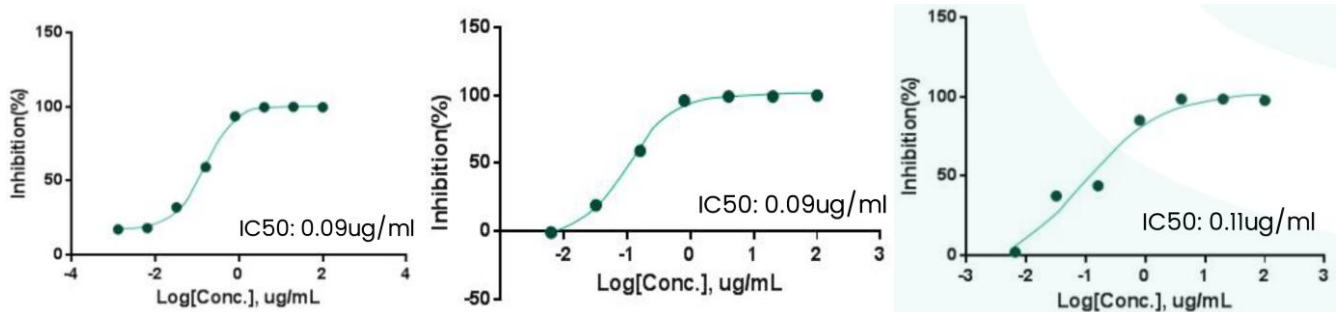
技术平台	基本原理	优点	缺点	代表性公司
杂交瘤	在细胞融合技术的基础上, 将具有分泌特异性抗体能力的致敏B细胞和具有无限繁殖能力的骨髓瘤细胞融合为B细胞杂交瘤	技术操作流程成熟 研发成本低, 认可度高 所制备单克隆抗体特异性好 基因型与表现型建立联系, 将重组蛋白筛选与基因筛选合二为一	制备周期长 基因重排出现非功能轻链 药物研发抗体需要进行人源化	ABCCAM
噬菌体展示	通过将外源肽段和噬菌体衣壳蛋白融合展示于噬菌体表面, 进行高通量筛选及富集, 并对所需功能的克隆	展示抗体来源于多种B细胞类型 可以根据实验目的及不同应用, 灵活、特异地设计筛选方案 长时间保存 应用广泛(除单抗筛选外, 表位分析、疫苗研制、蛋白相互	VL/VH 非天然配对 展示效率存在偏好性。由于是原核表达, 翻译后修饰等受到限制 定性检测, 需要全抗验证功能活性	Morphosys, Dyas, CAT
单B细胞	从免疫动物组织或外周血中分离抗原特异性B细胞, 通过单细胞PCR技术从单个抗体分泌B细胞中扩增IgG重链和轻链可变区基因, 然后在哺乳动物细胞内表达获得具有生物活性的单克隆抗体	VL/VH 天然配对 筛选抗原特异性B细胞 特异性好、亲和力高、基因多样性丰富等	新鲜的样本组织, 比如 PBMC 抗原特异性细胞比例低, 对抗原要求高 操作环境严格	义翘神州

来源: 公司公告, 丁香学社, 安必奇生物, 纽普生物, 中泰证券研究所

- 义翘神州目前已经掌握了杂交瘤、噬菌体展示文库、单 B 细胞克隆三大主要技术平台, 公司对经典技术进行反复优化, 可以更加快速、高效的筛选出高性能的抗体蛋白, 快速完成高效的抗体表达和生产。与全球顶级实验室相比, 公司的抗体的开发效率已经达到了较为接近的水平, 且产品亲和力强, 稳定性好, 部分产品达到了 2% 的抗体开发效率和 10% 以上的阳性率(公司公告), 亲和力达到皮摩尔级别, 处于行业领先水平。

图表 20: 义翘神州筛选效率接近海外顶尖实验室, 产品性能好, 稳定性强

Items	Of B cells screened	Antigen-specific hits	Hit rate	Afiinity	Workflow(after immunization)	Development efficiency
Sino Bio	900	74	8.22%	$6, < 10^{11}$	~30 days	0.67%
Aaron et al	952	51	5.36%	10, nM-pM	~30 days	1.05%



来源: 公司官网, 中泰证券研究所 (注: Sino Bio 为义翘神州开发, Aaron 为海外实验室开发, 下图为义翘神州不同批次的产品)

**图表 21: 义翘神州抗体筛选速度优于行业平均**

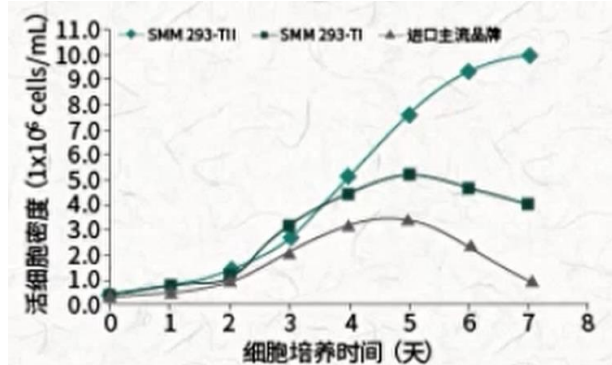


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

**三代培养基+干粉产品持续推进, 细胞业务或迎加速**

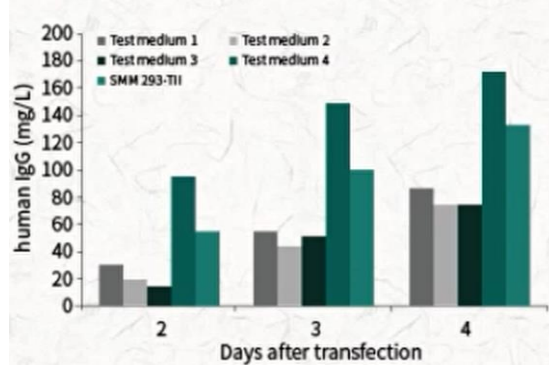
- 公司培养基性能已经比肩进口, 三代上市有望实现业绩加速。公司对重组蛋白表达常用的输培养基如 293 细胞的 M293TII 等进行持续优化, 其中哺乳动物细胞培养的无血清培养基已经开始了第三代产品的研发, 目前已经基本完成加速稳定性测试和生产性能测试, 与国际一流品牌相比, 公司培养基已经表现出十分优异的性能, 在活细胞密度、蛋白表达量等关键指标上都不亚于市场主流品牌。我们认为公司三代培养基产品上市有望带动相关业务实现加速增长。
- 干粉培养基上市后有望贡献新的增量。公司现有培养基产品主要是液体培养基, 干粉培养基成本低、运输方便, 越发受到下游市场关注, 客户替换意愿强烈。公司募投项目中专门对干粉培养基进行布局, 未来有望进一步扩展和延伸公司现有培养基业务。

**图表 22: 公司培养基活细胞密度比进口更高**



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

**图表 23: 公司培养基培养的抗体表达量更大**



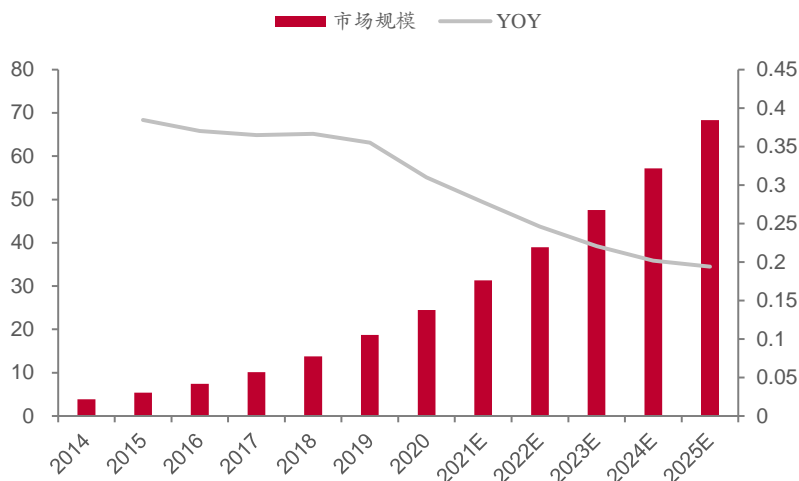
来源: 公司官网, 中泰证券研究所

**高质量提取+表达组件更新, 提升基因产品竞争力**

- 自主掌握低内毒素质粒提取技术, 为蛋白生物试剂表达保驾护航。公司

拥有完备的质粒提取技术平台，支持低内毒素质粒提取和克级规模化质粒提取，为基因治疗和细胞治疗等对内毒素浓度要求较高的研究工作提供有力支撑。目前公司已经开发完成 1200 多个人源全长基因产品，是国内人源基因最全，现货最多的基因产品供应商之一（数据来源：公司公告）。

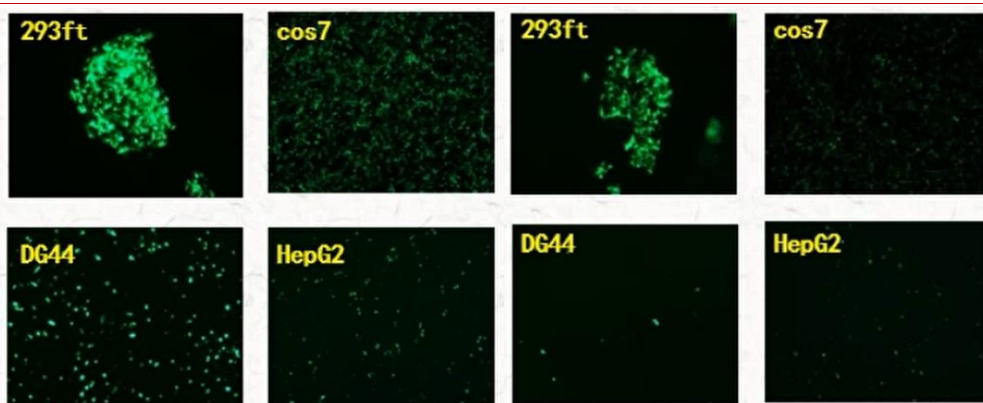
**图表 24：2025 年国内质粒市场规模有望达 6800 万美元**



来源：头豹研究院，中泰证券研究所

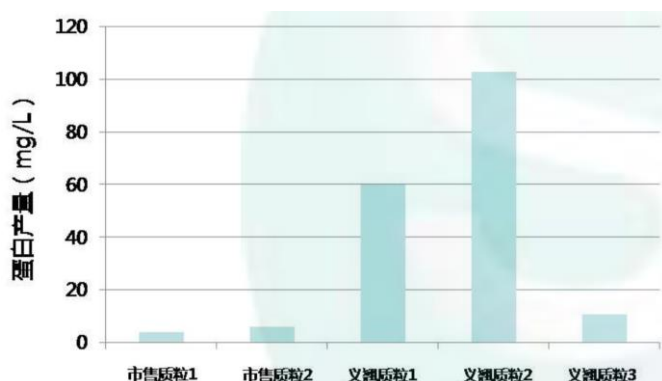
- **基因表达组件定向改造，与进口品牌相比性能显著优化。**公司的基因产品主要是以质粒的形式提供，通过质粒构建、菌液培养、质粒提取、测序、抽干、低温保存等几个步骤作为成品销售给下游客户。公司通过引入辅助序列、引入位点、加入标记等方法对质粒的表达组件进行优化，产品性能显著提升，表达量是海外进口品牌的 3-10 倍。

**图表 25：义翘神州（左）改造后质粒表达效率高于市场知名品牌（右）**



来源：公司官网，中泰证券研究所（注：4 种细胞分别为人胚胎肾细胞系，非洲绿猴肾成纤维细胞系，中国仓鼠卵巢细胞系，人类肝细胞癌）

图表 26: 义翘神州质粒蛋白产量比市场竞对有几十倍差距

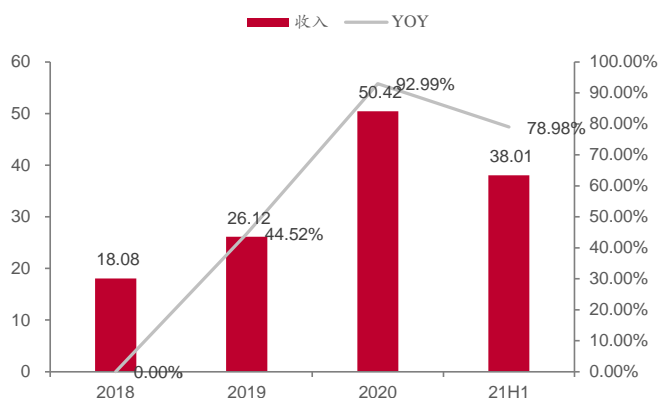


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

服务端: CRO&CDMO 全流程服务, 持续加深客户粘性

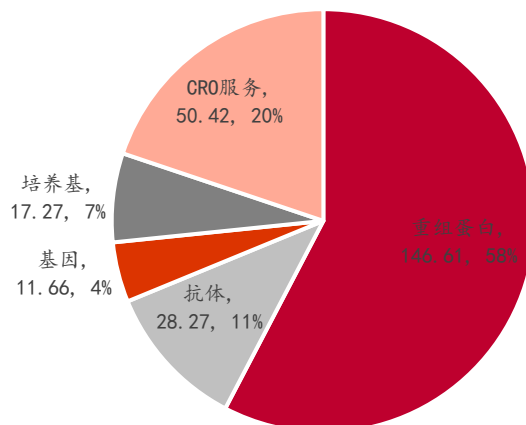
- 公司凭借行业领先的技术服务和生产工艺优势, 逐渐为下游客户提供定制化的 CRO 服务, 包括蛋白表达和纯化服务、抗体表达和纯化服务、抗体试剂开发和免疫学分析与检测服务等。2020 年公司 CRO 业务 5041.47 万元, 占公司常规业务收入大约 20%, 已经成为继重组蛋白之后的第二大板块; 2021 年上半年实现 CRO 收入 3801.44 万元, 同比增长 78.98%, 实现快速增长。

图表 27: 公司 CRO 业务持续快速增长 (百万)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: CRO 已是公司常规业务第二大板块 (2020)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2021-2023 年公司收入 10.27、8.38、8.78 亿元, 同比增长 -35.62%、-18.47%、4.76%, 归母净利润 6.13、4.30、4.02 亿元, 同比增长 -45.68%、-29.81%、-6.40%, 对应 EPS 为 9.01、6.32、5.92

- 假设一：公司目前最核心的重组蛋白业务快速发展，凭借高性价比优势持续兑现国产替代多级，下游客户需求旺盛，我们预计未来重组蛋白收入增速有望维持在 40% 以上增速；
- 假设二：CRO 业务是目前公司第二大业务，公司可以为下游提供从早期的靶点发现到后期优化生产的全流程服务，为客户带来的提速降本效果显著，近年来发展迅速，我们预计未来 3 年有望实现 50% 以上增长；
- 假设三：公司的其他主营业务中，抗体、质粒产品目前体量不大，属于公司的新兴业务，公司目前已经完成了相关的技术平台搭建，未来有望快速放量，我们认为有望实现 40% 左右增速；培养基方面目前公司三代产品还未正式上市，干粉产品也还在研发阶段，因此短期内有望实现稳健增长；
- 假设四：新冠业务目前存在一定的不确定性，一方面海内外新冠疫情仍在阶段性爆发，另一方面新冠检测价格也在持续下降，因此我们中性假设公司 21-23 年新冠业务逐年下降；
- 假设五：公司整体各项常规业务产品经营正常，预计未来几年毛利率保持稳定不会有明显波动。
- 对期间费用和所得税的假设：
  - 销售费用方面，公司进一步加强国内外渠道建设，带来销售费用持续提升。费用率方面，2020 年因新冠收入增长导致费用率显著下降，我们认为未来随着公司新冠业务的减少和费用投入的持续加大，相关费用率会有所提升。
  - 管理费用方面，随着公司业务规模逐步扩大，员工薪酬等管理费用可能随之上升。费用率方面，2020 年因新冠收入增长导致费用率显著下降，我们认为未来随着公司新冠业务的减少和费用投入的持续加大，相关费用率会有所提升。
  - 研发费用方面，公司近年来持续布局新业务，研发费用可能随之上升。费用率方面，2020 年因新冠收入增长导致费用率显著下降，我们认为未来随着公司新冠业务的减少和费用投入的持续加大，相关费用率会有所提升。
  - 财务费用：公司 IPO 顺利完成，资金充足，随着经营规模扩大，财务费用有望继续下降。
  - 所得税：我们认为未来三年有望保持在 14% 左右。

**图表 29：义翘神州期间费用率和所得税率假设（百万元）**

指标	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用	19.02	30.67	44.07	93.06	82.21	92.16	114.10
销售费用率%	18.76%	22.03%	24.37%	5.83%	8.00%	11.00%	13.00%
管理费用	19.58	24.81	42.41	46.18	92.49	100.54	122.87
管理费用率%	19.31%	17.82%	23.45%	2.89%	9.00%	12.00%	14.00%
研发费用	22.19	22.37	23.28	26.06	46.25	58.65	70.21
研发费用率%	21.89%	16.06%	12.87%	1.63%	4.50%	7.00%	8.00%
财务费用	0.83	-0.75	-0.95	35.97	1.02	1.22	1.44
财务费用率%	0.82%	-0.54%	-0.52%	2.25%	0.10%	0.15%	0.16%
所得税	0.31	-0.59	2.86	185.50	100.76	70.73	66.20
所得税率%	-	-	-	14.13%	14.13%	14.13%	14.13%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30: 义翘神州业务拆分

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>常规生物试剂</b>							
收入	87.15	121.15	154.71	203.81	281.02	388.86	539.75
YOY		39.01%	27.70%	31.74%	37.88%	38.37%	38.80%
%总收入	85.98%	87.01%	85.56%	12.77%	27.34%	46.41%	61.50%
毛利	73.17	105.48	137.14	184.10	254.13	351.97	488.88
%总毛利	89.88%	90.70%	90.29%	11.87%	26.52%	46.12%	62.06%
毛利率(%)	83.96%	87.07%	88.64%	90.33%	90.43%	90.51%	90.58%
<b>重组蛋白</b>							
收入	63.00	88.90	111.55	146.61	205.25	287.36	402.30
YOY		41.11%	25.48%	31.43%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>通用类重组蛋白</b>							
收入	43.71	59.01	73.67	106.64	149.29	209.01	292.61
YOY		35.00%	24.84%	44.75%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>非通用类重组蛋白</b>							
收入	19.29	29.89	37.88	39.97	55.96	78.35	109.69
YOY		54.95%	26.73%	5.53%	40.00%	40.00%	40.00%
%总收入	85.98%	21.47%	20.95%	2.50%	5.45%	9.35%	12.50%
毛利	13.40	21.57	29.11	30.52	42.72	59.81	83.74
%总毛利	16.46%	18.55%	19.17%	1.97%	4.46%	7.84%	10.63%
毛利率(%)	69.48%	72.16%	76.85%	76.34%	76.34%	76.34%	76.34%
<b>抗体</b>							
收入	8.54	12.92	20.01	28.27	39.58	55.41	77.57
YOY		51.29%	54.88%	41.28%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>基因产品</b>							
收入	4.78	6.72	8.22	11.66	16.32	22.85	32.00
YOY		40.59%	22.32%	41.85%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>培养基</b>							
收入	10.83	12.61	14.93	17.27	19.86	23.24	27.88
YOY		16.44%	18.40%	15.67%	15.00%	17.00%	20.00%
<b>GRO</b>							
收入	14.21	18.08	26.12	50.42	75.63	113.45	170.17
YOY		27.23%	44.47%	93.03%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>新冠试剂</b>							
收入				1342.06	671.03	335.52	167.76
YOY					-50.00%	-50.00%	-50.00%
%总收入				84.07%	65.30%	40.05%	19.11%
毛利				1322.19	637.48	312.03	150.98
%总毛利				85.25%	66.53%	40.89%	19.17%
毛利率(%)				98.52%	95.00%	93.00%	90.00%
<b>新冠重组蛋白</b>							
收入				329.21	164.61	82.30	41.15
YOY					-50.00%	-50.00%	-50.00%
<b>新冠抗体</b>							
收入				1009.77	504.89	252.44	126.22
YOY					-50.00%	-50.00%	-50.00%
<b>新冠基因及其他</b>							
收入				3.08	1.54	0.77	0.38
YOY					-50.00%	-50.00%	-50.00%
<b>总计</b>							
总收入	101.36	139.23	180.83	1,596.29	1,027.68	837.82	877.67
YOY		37.36%	29.88%	782.76%	-35.62%	-18.47%	4.76%
常规产品及GRO收入	101.36	139.23	180.83	254.23	356.65	502.30	709.92
YOY		37.36%	29.88%	40.59%	40.28%	40.84%	41.33%
总毛利	81.4	116.3	151.9	1,550.9	958.1	763.2	787.8
毛利率(%)	80.32%	83.53%	84.00%	97.15%	93.23%	91.09%	89.76%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 投资建议

- 我们选取 A 股生命科学上游服务&试剂企业百普赛斯、阿拉丁、泰坦科技、诺唯赞作为可比公司，22 年可比公司平均估值在 65 倍左右，目前公司股价对应 2022 年 57 倍 PE。考虑到公司是国内重组蛋白行业龙头，竞争优势显著，未来有望持续维持高增长态势，结合可比公司估值分析，我们认为公司的合理估值区间为 2022 年 60-65 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31: 可比公司估值

股票代码	公司名称	营收 (2020)	近3年营 收 CAGR (%)	净利润 (2020)	近3年净 利润 CAGR (%)	净利率 (2020)	PE (2021)	PE (2022)	PE (2023)	总市值
688179	阿拉丁	234.22	22.80	74.43	32.54	31.8%	79.7	59.1	44.8	80.1
688133	泰坦科技	1,384.48	27.74	101.90	38.65	7.4%	108.7	73.2	49.7	162.2
301080	百普赛斯	246.32	73.48	115.69	160.99	47.0%	89.7	62.7	43.5	164.0
688105	诺唯赞	1,564.45	140.57	821.73	508.64	52.5%	58.6	54.8	44.1	410.6
平均值							92.7	65.0	46.0	
301047	义翘神州	1,596.29	150.66	1,127.61	341.67	70.6%	39.7	56.6	60.4	243.1

来源: wind (截止至 2021 年 12 月 31 日, 营收利润单位为百万元, 市值单位为亿元, 可比公司估值取 wind 一致预期), 中泰证券研究所

### 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。
- 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。
- 销售增长测算不及预期风险:** 报告中关于公司试剂、原料等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。
- 数据样本存在一定筛选, 或与实际情况存在偏差的风险。
- 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。
- 疫情病毒相关产品销售不确定性较高可能导致业绩下滑风险。



**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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。