



布局生物工艺方案赛道，引领生物医药新征程 ——多宁生物（拟港交所IPO）投资价值分析报告

核心观点

◎底部区域带来的长期配置价值

近期医药板块延续反弹趋势，从10月中旬开始，连续两周涨幅位列申万一级行业首位，其中医疗设备、医疗耗材、CXO等板块涨幅靠前，此次医药板块的上涨可以定义为基于行业政策回暖，配合估值底部带动投资者信心恢复的强势反弹，目前从政策、业绩和估值角度来看，具有一定的持续性。

从政策端来看，继口腔种植牙医疗服务价格调控后，骨科脊柱耗材集采也已落地，上周IVD生化集采的方案、福建电生理方案的推出也进一步验证了政策制定的方向是兼顾医保资金的节约与企业的合理利润及创新发展，我们有理由认为后续政策仍将有望保持缓和趋势，为行业发展留出空间；从业绩端来看，对比上半年，当前疫情已较为可控，医疗服务板块业绩低点已过，预计下半年业绩有望逐渐恢复；从市场情绪端来看，虽然经过了连续两周反弹，但是当前医疗服务板块的估值仍然处于底部区域，从中长期来看，依旧具备配置价值。

◎市场和资本的双重认可

近年来，多宁生物处于高速发展时期。自2019年起，公司已先后完成三轮融资，投资者包括药明生物产业基金、红杉中国、康方生物以及知名的专业投资机构德福资本和汇添富等。

2019年至2021年，多宁生物收益分别为9,971.5万元、1.93亿元、5.96亿元，2020年至2021年增长率分别为93.81%、208.45%。今年上半年，多宁生物收益2.72亿元，比去年同期增长55.68%。净利润方面，多宁生物也呈现出稳定的增长态势。报告期内，期内经调整净利分别为657.5万元、2,272.2万元、1.4亿元，近两年增长率分别高达245.58%、514.82%，今年上半年的经调整净利为4,916.1万，同比增长104.68%。

◎布局生物制药上下游供应领域，打造竞争壁垒

在修炼内功（扩大自有研发产品规模）的同时，多宁生物也通过收购整合扩大产品覆盖范围。自2019年以来，多宁生物成功收购及整合了齐志生物工程、亮黑科技、金科过滤、熙迈检测、安拓思、乐枫生物、楚博生物技术、Salus Bioscience及楚怡生物科技。通过整合新技术、人才、客户、生产线及其他资源，收购标的补充公司在整个生命科学产业价值链的实力，并创造了强大的协同效应。在生物制药上下游供应领域延伸，打造竞争壁垒。

◎公司盈利预测与估值

预计公司2022-2024年每股收益（EPS）分别为1.21元、1.23元、1.72元，未来三年归母净利润将保持35%的复合增长率。绝对估值模型下：对应每股合理内在价值为43.04元。相对估值模型下：目前行业可比公司2022年平均PE为36倍；考虑公司的竞争优势和未来成长空间、近期港股上市公司的估值水平，给予公司2022年31-41倍PE，对应每股合理估值区间在37.51-70.52元。

◎风险提示

未能提高产品质量或推陈出新的风险、原材料短缺及COVID-19疫情的风险、未能提高现有市场渗透率及在全球市场开展业务的能力的风险。

财务摘要

(千万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
收益	596,090	683,945.19	791,576.58	1,030,043.52
(+/-) (%)	208.45%	14.74%	15.74%	30.13%
归母净利润	233,864	154,228.54	157,510.43	218,842.90
(+/-) (%)	-14.70%	-34.05%	2.13%	38.94%
每股收益（元）	0.81	1.21	1.23	1.72

数据来源：华通证券研究部

港股研究报告

华通证券国际有限公司研究部
新股价值研究组
SFC:AAK004
Email:yjb@huatongzq.com

估值结论

DCF 估值(¥) **43.04** 元/股
PE 估值(¥) **37.51-70.52** 元/股

主要数据

截至 2022.06.30

资产总额(百万元)	2971
净资产(百万元)	1766
法定股本数(万股)	350
职工人数(人)	704
收入(百万元)	272
年内/期内溢利(百万元)	19
毛利率	50.71%
净利率	6.92%
每股收益(元)	0.06

行业指数相对走势



数据来源：东方财富 Choice 数据



正文目录

一、一枝独秀的生物工艺方案解决者	3
(一) 公司概况	3
(二) 行业地位	3
(三) 生物工艺市场发展概况	3
(四) 国内生物工艺市场的主要增长动力及发展趋势	4
(五) 公司在国内生物工艺解决方案市场的竞争格局	4
二、完善自有产业链，精准锁定客户新需求	7
(一) 优秀的管理团队，以客户需求为导向积极创新	7
(二) 强大的研发及制造能力	8
(三) 优质、忠诚且不断扩大的客户群	8
三、顺应生命科学领域快速成长趋势，生物医药行业前景广阔	8
(一) 融资迎来新高潮	9
(二) 上游“卖水人”备受青睐	9
(三) 生物医药行业一级市场融资火爆	10
四、盈利预测与估值分析	10
(一) 盈利预测	10
(二) 估值分析	11
1. 绝对估值	11
2. 相对估值	11
五、风险提示	12

图表目录

图一：公司业务的主要组成部分图	3
图二：生物工艺解决方案市场及其部分关键子分部图	3
图三：全球及中国生物工艺解决方案市场规模的历史及预测图	4
图四：公司在国内生物工艺解决方案市场的竞争格局	5
图五：全球及中国细胞培养基市场的历史及预测（2017年-2026年）	5
图六：全球及中国一次性产品市场的历史及预测（2017年-2026年）	6
图七：全球及中国生物反应器市场的历史及预测（2017年-2026年）	6
图八：全球及中国过滤器市场的历史及预测（2017年-2026年）	7
图九：公司研发架构图	8
图十：公司前五大客户收益占比图	8
图十一：2016年-2022年全球生命科学领域研究资金投入预测趋势图	9
图十二：2020年-2021年生物医药领域投融资数量变化图	9
图十三：生物医药行业上下游流程图	10
图十四：2022年生命科学行业趋势	10
表1：2021A-2024E公司收益预测表（单位：千元，%）	11
表2：DCF估值模型分析表	11
表3：可比公司估值表	11
表附录：综合财务报表预测与比率分析	13

一、一枝独秀的生物工艺方案解决者

（一）公司概况

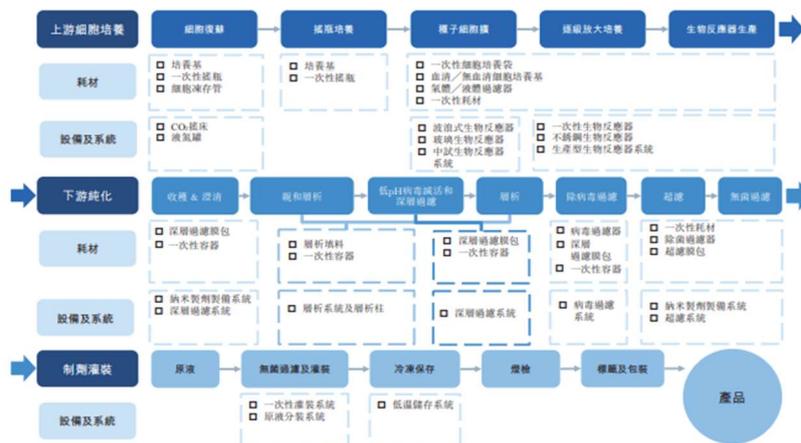
公司成立于 2005 年并扎根于生命科学行业，为中国领先的专注于为客户提供生物制剂产品从开发到商业化全面解决方案的一站式供货商。公司经营两条主要业务线，即 (i) 生物工艺解决方案，公司提供广泛的产品组合 (包括试剂、耗材及设备)，涵盖生物工艺的所有主要步骤；及 (ii) 实验室产品和服务，主要为实验室研发提供产品 (包括试剂、耗材及设备) 以及包括技术开发、检测及验证服务在内的生物工艺解决方案实验室研发相关服务。公司主要服务制药公司、CRO/CDMO 及科研机构。



数据来源：多宁生物招股书

（二）行业地位

公司是中国国内唯一一家产品组合覆盖生物工艺所有主要步骤的生物工艺解决方案提供商，产品组合涵盖上游至下游所有步骤 (包括从细胞复苏及细胞培养，到纯化及过滤)。按 2021 年的生物工艺解决方案产品收益计，公司在中国本土生物工艺解决方案提供商中排名第四，市场份额约为 1.6%。主要深耕于生物工解决方案市场。其由各个子分部组成，包括细胞培养基、一次性产品、生物反应器、层析填料、过滤器及纳米药物制剂制备系统。下图载列生物工艺解决方案市场及其部分关键子分部概览。



数据来源：多宁生物招股书

（三）生物工艺市场发展概况

中国生物制剂市场持续增长，增速高于同期全球水平，未来有望继续快速增长。随着中国生物制药企业日益增长的生产需求，推动上游生物工艺解决方案市场的快速发展。中国国内企业逐步进入全球生物制剂市场，诸如生物制剂 CDMO 等凭借其在成本、疗效及质量方面的优势，受到许多国外医药公司的青睐。该等中国国内生物制剂 CDMO 预期能在全球市场保持强势地位并持续推动中国生物工艺解决方案市场的发展。

全球及中國生物工藝解決方案市場規模的歷史及預測，2017年至2026年估計



数据来源：多宁生物招股书

（四）国内生物工艺市场的主要增长动力及发展趋势

• **供应链本地化增加：**国内生物工艺解决方案提供商通过人才引入、并购企业从而积累相关技术及经验，逐步缩小与国外领先公司之间的差距，并凭借大量研发让产品和服务多元且优质。虽然目前仍由跨国企业主导，但由于供应量稳定，质量可靠且具有价格扶持等国内参与者亦享有优势。此外，由于进口生物工艺解决方案的供应链受到 COVID-19 疫情的不利影响，生物工艺解决方案提供商对固定生产设备的投资增加，国内供应量在相对较短的时间内得以快速增加，从而可能长期增加相关产品及服务的供应。而越来越多的客户青睐定制产品，重视快速物流运输及实时响应的质量服务，这些都会刺激市场参与者提高自身竞争力。

• **合并及收购：**生物工艺解决方案这个细分行业的技术壁垒相对较高。因此，企业难以在短期内打破技术壁垒。在生物工艺解决方案这个行业内的合并及收购是企业扩大其市场覆盖率及增强其客户黏性的有效方式。同时，随着生物工艺解决方案这个行业内的产品延伸并购，不同领域的研发人才快速聚集在一起，协同合作、奋发创新，资本并购效率以及行业的整体研发能力将进一步得到提升。在生物工艺解决方案这个行业里的重点企业，会更倾向于通过合并及收购，来把握市场机会。

• **内部创新：**因客户通常对产品有不同的需求及期望，生物工艺解决方案提供商的内部创新显得至关重要。内部创新（如关键技术的改进）不仅帮助生物工艺解决方案提供商满足客户的需求，而且还推动了行业技术突破，从而提高其市场地位。

• **供应标准化：**随着生物工艺解决方案市场产品销量增加及行业日益成熟，生物工艺解决方案提供商最终将实现产品定价及产品组合的标准化。供应标准化将使生物工艺解决方案行业的参与者能更好地优化其成本结构。

• **有利的政策：**国内相关部门近年发布多项有利政策，支持生物工艺解决方案的国产化替代。例如，于 2021 年 12 月，国家发改委发布《「十四五」生物经济发展规划》，将生物制造作为生物经济的重点发展方向，提出通过开发生态环境友好型生物材料及生物医药，实现对化工原料及生产过程的生物技术替代。具体点讲，该规划强调推动生物技术、精密机械、新型生物材料及细胞制备自动化的进步，并作为医疗健康行业的重要目标。全国人大常委会于 2020 年颁布《生物安全法》，当中规定县级以上人民政府应当将支持生物安全行业关键技术及产品研发开支列入财政预算。

（五）公司在国内生物工艺解决方案市场的竞争格局

	细胞培养基		生物反应器		一次性产品		服务		渠道	
	血清培养基	无血清培养基	一次性	不锈钢	容器	罐装/接液	社/系统	培训	培训	客户
多宁	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
公司A ⁽¹⁾					√	√			√	√
公司B ⁽²⁾			√		√	√			√	√
公司C ⁽³⁾	√	√	√	√	√		√			
公司D ⁽⁴⁾			√	√	√	√	√		√	
公司E ⁽⁵⁾			√	√	√		√	√	√	

数据来源：多宁生物招股书

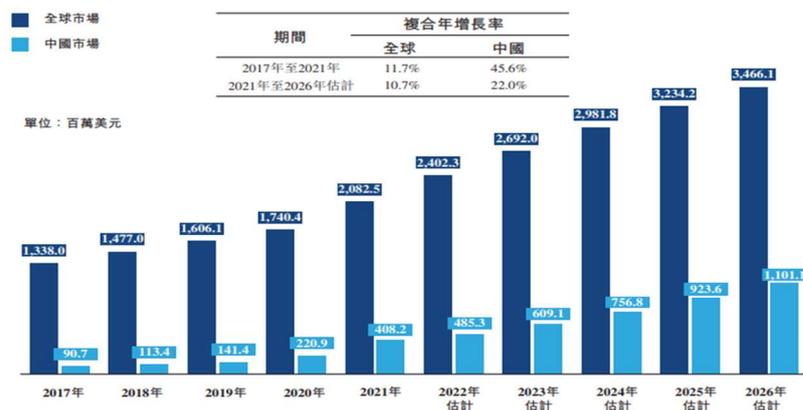
• 国内细胞培养基市场竞争格局

动物细胞培养是生命科学及生物制药行业的核心技术之一。

动物细胞培养基的设计及开发旨在模拟动物细胞的体内生长环境，并在体外维持动物细胞存活及增殖所需的营养。动物细胞培养基主要供疫苗、抗体及重组蛋白、基因治疗药物制造商（包括 CDMO）及研究机构使用。动物细胞培养基主要分为两类：血清细胞培养基和无血清培养基。目前，生物制药行业主要使用无血清细胞培养基。

国内的培养基市场历来由跨国公司主导。根据弗若斯特沙利文的资料，就收入而言，由国内企业提供的培养基在中国培养基市场的占比于 2021 年达到 33.7%。由于中国生物制剂市场及细胞培养基市场的记录均相对较短，截至 2021 年，由国内生物工艺解决方案提供商提供的细胞培养基所服务的已进入 BLA 阶段的项目数量有限。截至 2022 年 9 月 30 日，在所有中国本土细胞培养基提供商中，公司的细胞培养基用于已进入 BLA 阶段和商业化阶段的项目数量最多。公司亦是国内首家从事无血清培养基开发及商业化的生物工艺解决方案提供商。

全球及中國細胞培養基市場的歷史及預測，2017年至2026年估計



数据来源：多宁生物招股书

• 一次性产品市场竞争格局

一次性产品主要包括一次性容器（配液袋、储液袋及反应器袋）一次性管材（热塑性塑料管、硅胶管及接头）及无菌转移产品。与生物工艺中使用的常规产品相比，一次性产品可确保清洁及灭菌过程更安全方便。一次性产品用于生物工艺的所有步骤，包括细胞液、缓冲液及中间组分的配备、储存、运输及交付。随着中国生物制剂行业的扩大，一次性产品已广泛用于众多生物新药及生物类似药的日常生产中。同时，市场对一次性管材的需求日益增加，导致目前供应短缺，尤其是常用的硅胶管及热塑性塑料管更加紧缺。在许多生物工艺应用中，一次性产品与传统技术相比具有明显优势。总体而言，一次性产品灵活，可针对各种疾病、规格及市场需求生产不同类型及尺寸的产品。一次性产品亦具有减少反应袋中细胞培

培养基与外界环境接触的机会，间接提高了生产质量，因此一次性产品在生物工艺中日趋重要。根据弗若斯特沙利文的资料，近期仅有少数市场进入者具备一次性产品自主研发及制造能力。

根据弗若斯特沙利文的资料显示，由国内企业提供的一次性产品，在中国一次性产品市场的占比于 2021 年达 32.5%。中国一次性产品市场相对集中，由于前五大参与者于 2021 年按收入计合共占市场份额约 70.9%。按 2021 年的一次性产品收入计，公司占国内一次性产品市场的份额为 5.0%，于中国生物工艺解决方案提供商中排名第四，并在中国本土生物工艺解决方案提供商中排名第二。

根据弗若斯特沙利文的资料显示，在市场拓展、本地化、耗材要求更高、产业链布局及生物制剂行业快速发展等因素的推动下，全球及国内一次性产品市场在过去五年间快速增长，预计未来五年将继续扩张。下图载述 2017 年至 2026 年全球及国内一次性产品市场的历史及预测市场规模：



数据来源：多宁生物招股书

• 生物反应器市场的增长潜能

生物反应器是利用酶或生物体（如微生物）的生物学功能在体外进行生化反应的装置系统。其为生物学功能仿真装置，如发酵罐、固定化酶或固定化细胞反应器，在医药生产中具有重要应用。在抗体生产、杂交瘤生产、CHO 细胞生产及接种体扩增中，生物反应器必不可少，并且借助生物反应器可以扩大细胞培养的规模。根据弗若斯特沙利文的数据，公司开发及制造这两种生物反应器的能力可满足多样化的应用需求，且仅有少数公司具备此类能力。国内的生物反应器市场历来由跨国公司主导。根据弗若斯特沙利文的资料，由国内企业提供的生物反应器在中国生物反应器市场的占比于 2021 年达 27.7%。

在一次性产品使用量增加、疫苗需求旺盛、治疗药物开发、先进技术应用日益广泛及生物反应器技术迅速发展等因素的推动下，全球及国内生物反应器市场在过去五年间稳步增长，预计未来五年将继续增长。2017 年至 2026 年预测市场规模如下图所示：



数据来源：多宁生物招股书

• 过滤器市场的增长潜能

过滤器是过滤下游的关键生物工艺产品，其中溶液流入由过滤柱及过滤膜组成的过滤系统，然后流出的渗透溶液和浓缩液进入后续的生物工艺步骤。过滤器的关键部件是过滤芯柱，过滤芯柱由各种过滤膜组成。过滤膜主要包括微滤膜、超滤膜和纳滤膜。

膜过滤技术广泛应用于生命科学领域，通常在生产过程中用于对物质进行灭菌、分离及浓缩。

中国的过滤器市场历来由跨国公司主导。根据弗若斯特沙利文的资料，就收入而言，由国内企业提供的过滤器在国内过滤器市场的占比于 2021 年达 20.4%。

在生物制剂行业需求增加、政策利好、过滤器标准提高、产业链布局完善等因素的推动下，全球及中国过滤器市场在过去五年间快速增长，预计未来五年将持续增长。下图载述 2017 年至 2026 年全球及国内过滤器市场的历史及预测市场规模



数据来源：多宁生物招股书

二、完善自有产业链，精准锁定客户新需求

公司致力于成为中国生物制剂行业的领军者，并积极推进中国生物制药平台融入全球供应链。自公司搭建细胞培养基开发平台起，公司开始涉足生物工艺解决方案这个行业，并不断扩大公司的产品及服务组合，直至涵盖生物工艺的所有主要步骤及实验室研发。公司将持续快速推进新产品的开发和商业化，以综合提升公司解决问题的能力，进一步为客户提供优质的产品和服务。

作为一家国内领先的一站式生物工艺解决方案提供商。公司的生物工艺解决方案覆盖生物工艺的所有主要步骤，从细胞复苏及细胞培养的上游步骤至包括纯化及过滤的下游步骤。公司生物工艺解决方案这一业务所用产品可分为试剂及耗材以及设备。

公司亦借助战略性收购来扩大公司的产品及服务组合，增强公司的技术能力并拓宽公司的销售渠道。近年来，公司在一系列成功的收购及整合中积累了丰富的经验，使公司能够迅速整合生物工艺的上下游产业链，实现全面覆盖，并扩大公司在实验室产品与服务市场的布局。自 2019 年以来至 2022 年 9 月 30 日止，公司成功收购及整合了齐志生物工程、亮黑科技、金科过滤、熙迈检测、安拓思、乐枫生物、楚博生物技术、SalusBioscience 及楚怡生物科技。通过整合新技术、人才、客户、生产线及其他资源，已收购的附属公司补充了公司在整个生命科学领域的实力，从而为公司的业务产生协同效应。

(一) 优秀的管理团队，以客户需求为导向积极创新

公司拥有精干的研发人员及集中化管理研发团队架构，按照以客户为中心的研发战略开发技术和积累专业经验。截至 2022 年 6 月 30 日，公司共有约 100 名研发人员，占公司全职员工 14.1%。公司的每名关键研发人员，在生物工艺解决方案或生命科学行业其他领域均积逾 10 年经验。公司建立了由各业务单元特定的研发团队架构。公司的集中化管理研发团队架构使公司能够在现有业务单元开发新产品，并遵循客户导向探索新领域。公司通过与客户的密切沟通及所识别的生物制剂行业的最新发展情况，启动研发项目。与若干仅擅长一种产品或少数几种类型产品的供货商相比，公司更能全面锁定客户新需求，并同时保证应用价值和兼容性。公司的自主技术能确保公司在生物工艺解决方案领域及时进行技术更新和产品创新。

（二）强大的研发及制造能力

近年中国生物工艺解决方案市场蓬勃发展，预计将继续进一步发展。根据弗若斯特沙利文数据显示，中国生物工艺解决方案市场分散，仅有少数参与者可提供广泛的产品与服务。该市场进入壁垒较高，因此，积累了丰富技术成果并享有先发优势、客户黏性和规模及协同效应的参与者更有可能占据市场领先地位。

公司高效且卓有成效的研发团队根据以客户需求为导向的研发战略，独立研发出技术及专有经验。截至 2022 年 9 月 30 日止，公司拥有 (i) 86 个商标；(ii) 30 项商标申请；(iii) 205 项专利，包括 47 项发明专利、7 项外观设计专利和 151 项实用新型专利；(iv) 60 项专利申请；(v) 33 项软件著作权；及 (vi) 18 个域名。截至同日，公司独自拥有公司的大部分专利及专利申请权，且订有少数与第三方共同拥有或共享专利及专利申请的安排。



数据来源：多宁生物招股书

（三）优质、忠诚且不断扩大的客户群

公司拥有优质、忠诚且不断扩大的客户群。公司的客户主要包括国内外的制药公司、CRO/CDMO 及科研机构。根据弗若斯特沙利文，截至 2022 年 9 月 30 日，中国按 2021 年收益计前十大生物制药公司全部为公司的客户。截至 2019 年、2020 年及 2021 年 12 月 31 日止年度以及截至 2022 年 6 月 30 日止六个月，公司来自五大客户于各个期间的收益分别约为人民币 46.5 百万元、人民币 97.8 百万元、人民币 238.1 百万元及人民币 102.7 百万元，占公司同期总收益 46.6%、50.6%、39.9% 及 37.8%。公司前五大客户收益占比不存在过度集中，依赖某一大客户的情况。

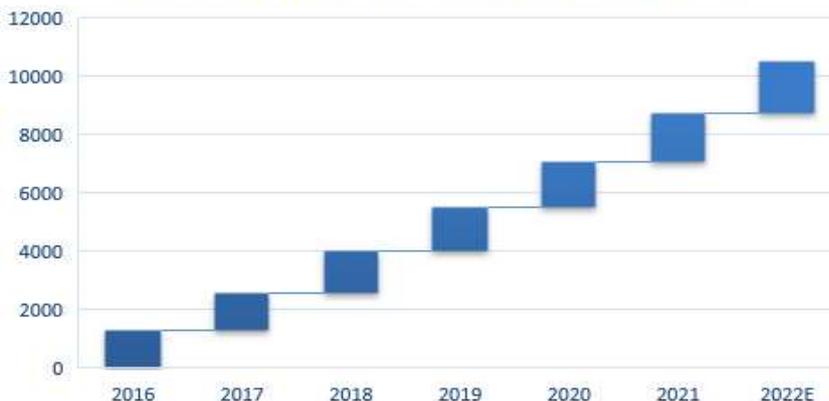
前五大客户收益占比



三、顺应生命科学领域快速成长趋势，生物医药行业前景广阔

现代生物技术的重要进展和突破正在加速向应用领域渗透，在解决人类发展面临的健康、环境和资源等问题中展现出巨大前景，因此，全球生命科学领域的研究资金投入也快速增长，从 2016 年的 1,247 亿美元增加到 2020 年的 1,576 亿美元，年复合增长率为 6.0%。中商产业研究院预测，2022 年全球生命科学领域研究资金投入将达到 1,754 亿美元。

2016-2022年全球生命科学领域研究资金投入预测趋势图



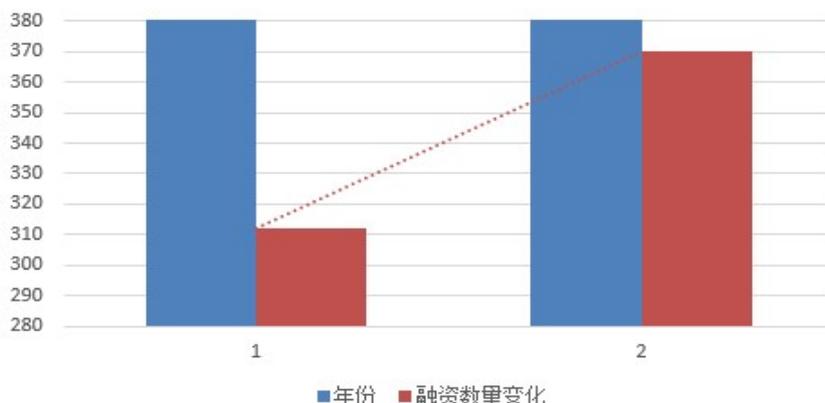
数据来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院

世界动荡变革，黑天鹅（新冠病毒变异）、灰犀牛（全球产业链调整）事件不期而至，我们比任何一个时代都要呼唤硬科技的突破：生物医药、卡脖子技术、新材料、疫苗等等，已经上升到国家战略高度。在这样的大背景之下，生物医药作为技术创新最为集中的领域之一，也在加速前进。

（一）融资迎来新高潮

私募融资方面，根据 IT 桔子&动脉橙的统计，从 2019-2021 年的统计来看，2021 年生物医药领域融资数量高达 370 起，增长 18.9%（vs 2020 年 312 起）；小分子药、大分子药依然是 Top 2 热门赛道并且热度加剧，疫苗、CDMO 等增长明显，ADC、细胞治疗、基因治疗、核酸药物、溶瘤病毒等创新生物技术领域在 2020-2021 年发生了明显的增长，成为现阶段生物医药领域投融资总体增长的主要动力来源。

2020-2021 融资数量变化



2020-2020 年生物医药领域融资数量变化

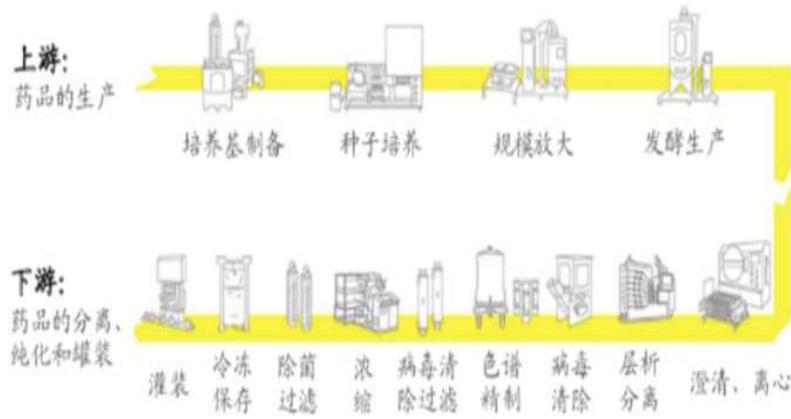
概括言之，医疗行业作为抗投资周期性的长青赛道，受到投资人持续青睐，而头部企业也倾向于提前储存更多的“弹药”。同时，随着融资速率的提升，进入中后期的企业也迅速增多，行业的平均融资规模也进一步上升。优秀的企业可以比起之前拥有更多的资本投入到研发、市场之中，未来头部效应会愈加明显

（二）上游“卖水人”备受青睐

根据 Frost&Sullivan 的数据，中国生命科学领域资金投入从 2015 年的 434 亿元增长至 2019 年的 886 亿元，CAGR=18.8%。远高于全球同期的 CAGR=6.7%。在生命科学领域的持续投入以及下游市场（创新药，CXO 等领域）的快速增长的推动下，上游“卖水人”蓬勃发展。

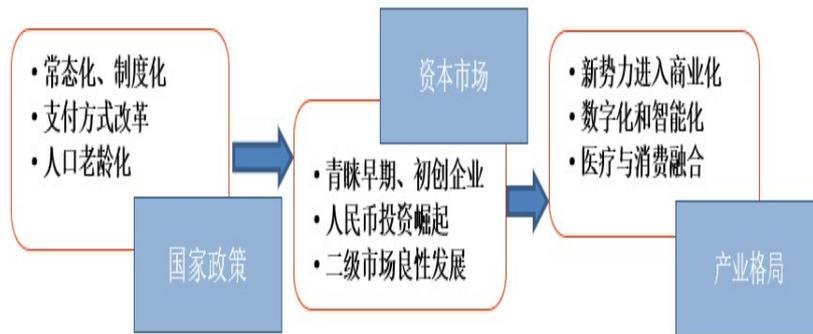
生物医药的大方向确定，细分领域值得关注的就是“卖水人”，只要搞生物医药、搞创新，很难绕过“卖水人”，这是科研分工的必然，这是生命科学上游产业的明珠，就好比先进制造里需要高端芯片一样。

生物药生产包括生产与纯化、检测与包装，生产流程又可分为以细胞培养为主的上游和以分离纯化为主的下游，产业链中涉及的设备主要包括生物反应器、层析柱、过滤器、灯检机等，耗材包括培养基、色谱填料、过滤膜等。



（三）生物医药行业一级市场融资火爆

随着 2018 年港股 18A 的落地和 2019 年科创板政策出炉，今年的生物医药再次迎来 IPO 高潮，截止 2021 年 12 月 31 日，不包括体外诊断公司，今年生物医药领域已有 24 家成功上市，比去年的四个板块共计 13 家同比增长 85%，其中 10 家港股、10 家科创板、4 家创业板上市。



按照二十大报告中的指示要求，持续推进健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，为全人类的健康贡献“中国力量”。行业伴随下游市场高速增长，未来数年将迎来生物药上市的高峰期。上游产业链指服务于生命科学研究及生产(如生物制药、体外诊断等)全过程的相关产业，包括相关的仪器设备、耗材及服务，是生命科学行业发展的核心基础设施，而这也是公司目前发展的核心产品领域。

四、盈利预测与估值分析

（一）盈利预测

关键假设：

假设 1：产品及工艺开发获得预期成功，推出的产品和服务获得广泛的市场认可；

假设 2：合理成本或可接受的标准按照必要规格或足以满足客户需求的数量生产设备及耗材；

假设 3：2022 年、2023 年、2024 年公司在中国生物工艺解决方案市场规模增长率达到 26.1%、30.1%、34.3%。

基于上述假设，预测公司 2022-2024 年收益分别为 68.39 亿、79.16 亿、103 亿，归属于母公司所有者的净利润分别为 15.42 亿元、15.75 亿、21.88 亿元，对应 EPS 分别为 1.21 元、1.23 元和 1.72 元。

表 1：收益预测表

单位：千元、%

	2021A	2022E	2023E	2024E	
自有产品	收入(千元)	408,917.74	521,850.18	618,933.72	837,631.39
	收入增长率(%)	339.90%	27.62%	18.60%	35.33%
	成本(千元)	220,294.49	313,110.11	371,360.23	418,815.70
	毛利额(千元)	180,795.63	247,041.00	291,474.33	338,781.31
	毛利率(%)	82.07%	78.90%	78.49%	80.89%
分销产品	收入(千元)	127,563.26	93,700.49	85,569.43	99,708.21
	收入增长率(%)	65.56%	-26.55%	-8.68%	16.52%
	成本(千元)	68,721.61	56,220.29	51,341.66	49,854.11
	毛利额(千元)	58,841.65	37,480.20	34,227.77	49,854.11
	毛利率(%)	46.13%	39.87%	39.75%	50.00%
其他	收入(千元)	59,609.00	68,394.52	87,073.42	92,703.92
	收入增长率(%)	156.40%	14.74%	27.31%	6.47%
	成本(千元)	32,112.90	41,036.71	52,244.05	46,351.96
	毛利额(千元)	27,496.10	27,357.81	34,829.37	46,351.96
	毛利率(%)	46.13%	40.03%	40.05%	50.00%

资料来源：WIND、华通证券研究部

（二）估值分析

1. 绝对估值

公司以预测的 2022 年-2024 年 EPS 分别为 1.21 元、1.23 元和 1.72 元为基础，进行绝对估值，对应每股合理的内在价值为 43.04 元。

表 2：DCF 估值模型

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8%	3.50%	3.54	32.16	35.70
组合二	8%	4.00%	3.54	35.50	39.04
组合三	7%	3.50%	3.61	41.51	45.12
组合四	7%	4.00%	3.61	48.67	52.28
平均					43.04

资料来源：WIND、华通证券研究部

估值说明：(1). 永续增长率采用略低于 GDP 增长率；
 (2). DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；
 (3). 预测期间为 2022 年-2024 年，永续期自 2025 年开始；
 (4). 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

2. 相对估值

公司选取在港股上市的生物医药行业相关的可比公司，确定 2022 年行业平均 PE 为 36 倍。综合考虑公司的竞争优势和成长空间，给予公司 2022 年 PE 估值 31-41 倍，对应每股合理估值区间为 37.51-70.52 元。

表 3：可比公司估值表（截止 2022 年 9 月 30 日）

证券代码	证券简称	最新收盘价(元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
02279	雍禾医疗	7.75	0.29	0.39	0.71	0.96	37.78	36.01	18.08	25.42
06078	海吉亚医疗	33.95	0.71	0.93	1.75	2.30	38.88	33.62	24.86	21.86
01501	康德莱器械	26.55	0.86	1.80	2.12	4.42	26.94	23.96	19.16	18.08
02269	药明生物	35.6	0.81	1.06	1.99	2.60	34.72	31.56	23.06	27.37
06699	时代天使	70.00	1.93	1.30	4.75	3.21	41.55	51.73	38.20	48.86
平均							36	25	28	

资料来源：WIND、东方财富网、华通证券研究部

公司认为公司每股合理价值为 43.04 元，每股合理估值区间为 37.51-70.52 元。



五、风险提示

1. 未能提高产品质量或推陈出新对公司业务和经营业绩可能造成的影响
2. 原材料短缺及 COVID-19 疫情对公司业务和经营业绩可能造成的影响
3. 未能提高现有市占率及在全球开展业务的能力对公司业务和经营业绩可能造成的影响

表附录：财务报表预测与比率分析

损益及其他全面收益表 (千元)					现金流量表 (千元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
收益	596,090	683,945	791,577	1,030,044	除税前溢利	406,114	498,750	512,377	708,536
销售成本	321,129	410,367	474,946	515,022	折旧与摊销	26,093	26,093	26,093	26,093
毛利	274,961	273,578	316,631	515,022	融资成本	-1,623	-13,400	-16,490	-20,134
其他收益及收益	826,186	826,186	826,186	826,186	存货减少	-112,931	-79,052	-94,862	-104,348
销售及分销开支	38,044	68,479	100,845	141,183	经营营运资本变动	-286,980	15,161	37,256	-10,630
行政开支	617,808	56,025	67,432	103,539	其他	92,573	-609,146	-552,949	-550,788
其他开支	36,743	36,743	36,743	36,743	经营活动所得现金流量	-123,638	-37,418	20,317	79,765
融资成本	2,438	6,365	7,638	9,165	购买物业、厂房及设备	-122,547	-248,599	-298,319	-307,268
除税前溢利	406,114	498,750	512,377	708,536	其他	398,246	168,909	692,944	408,122
所得税开支	60,917	74,813	79,418	106,989	投资活动所得现金流量	275,699	-79,690	394,625	100,854
年内/期内溢利	264,717	423,938	432,959	601,547	偿还其他长期负债	-10,610	-10,305	-133,957	-81,352
换算附属公司财务报表外币汇	4	0	0	0	新增银行贷款	2,140	120,700	132,770	146,047
换算公司财务报表外币汇兑差	0	0	0	0	发行股份	584,508	59,929	107,872	113,015
年内/期内其他全面收益	4	0	0	0	已付股东股息	-8,319	-2,605	0	0
年内/期内全面收益总额	264,721	423,938	432,959	601,547	其他	-204,530	-138,064	46,052	-189,565
母公司拥有人	233,864	154,229	157,510.4	218,843	融资活动所得现金流量	363,189	29,655	152,737	-11,855
非控股权益	30,857	269,709	275,448	382,704	现金流量净额	515,250	-87,454	567,679	168,763

财务状况表 (千元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
物业、厂房及设备	153,118	365,614	621,206	882,956	获利能力				
商誉	127,707	656,878	656,878	656,878	毛利率	46.13%	38.96%	42.67%	50.00%
使用权资产	79,642	67,175	47,228	19,302	三费率	13.57%	19.13%	22.22%	24.65%
其他非流动资产	562,072	708,858	703,498	697,446	净利率	44.41%	61.98%	54.70%	58.40%
非流动资产总额	922,539	1,798,525	2,028,809	2,256,582	ROE	27.80%	26.03%	21.20%	23.48%
存货	198,826	277,878	372,740	477,088	ROA	10.73%	12.58%	11.43%	14.01%
现金及现金等价物	572,035	474,718	1,042,397	1,211,161	ROIC	20.68%	17.45%	13.30%	10.98%
其他流动资产	773,085	817,493	345,346	350,149	EBITDA/销售收益	73.31%	79.08%	71.67%	75.51%
流动资产总额	1,543,946	1,570,089	1,760,483	2,038,397	成长能力				
贸易应付款项及应付票据	59,474	32,310	-5,720	-32,341	销售收益增长率	208.45%	14.74%	15.74%	30.13%
其他应付款项及应计费用	552,651	540,904	524,458	512,946	营业利润增长率	68.13%	72.92%	64.73%	68.79%
计息银行及其他借款-流动	0	132,700	0	0	净利润增长率	44.41%	61.98%	54.70%	58.40%
其他流动负债	176,037	201,900	233,100	262,532	EBITDA 增长率	25.96%	23.76%	4.89%	37.10%
流动负债总额	788,162	907,814	751,839	743,137	营运能力				
租赁负债-非流动	65,776	78,931	94,717	113,661	总资产周转率	0.24	0.20	0.21	0.24
其他	46,489	515,722	515,722	515,722	固定资产周转率	3.89	1.87	1.27	1.17
递延税项负债	75,517	99,709	109,680	115,164	应收账款周转率	2.35	2.81	3.44	4.67
非流动负债总额	187,782	694,362	720,119	744,547	存货周转率	3.00	2.46	2.12	2.16
股本	15,941	350,660	350,660	350,660	收现比	-0.21	-0.05	0.03	0.08
储备	1,470,098	1,412,310	1,687,758	2,070,463	资本结构				
非控股权益	4,502	3,468	278,916	386,172	资产负债率	39.57%	47.56%	38.85%	34.64%
权益总额	1,490,541	1,766,438	2,317,335	2,807,295	带息债务/总负债	7.83%	8.28%	7.89%	8.24%

业绩和估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	434,645.0	540,858.8	567,298.6	777,747.7
DOL	1.03	1.05	1.09	1.11
DFL	1.01	1.02	1.04	1.07
DTL	1.04	1.07	1.13	1.19
EV/EBITDA	3.43	3.27	4.08	3.61

速动比率	1.71	1.42	1.85	2.10
股利支付率	3.14%	0.61%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	16.61	1.21	1.23	1.72
每股净资产	93.50	5.04	6.61	8.01
每股经营现金	-7.76	-0.11	0.06	0.23

数据来源：华通证券研究部

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。