

从规模效应看成长路径

——科研上游系列复盘与对比

行业评级：看好

2023年4月12日

分析师 孙建

邮箱 sunjian@stocke.com.cn

电话 13641894103

证书编号 S1230520080006

分析师 毛雅婷

邮箱 maoyating@stocke.com.cn

电话 15038304564

证书编号 S1230120080071

研究助理 司清蕊

邮箱 siqingrui@stocke.com.cn

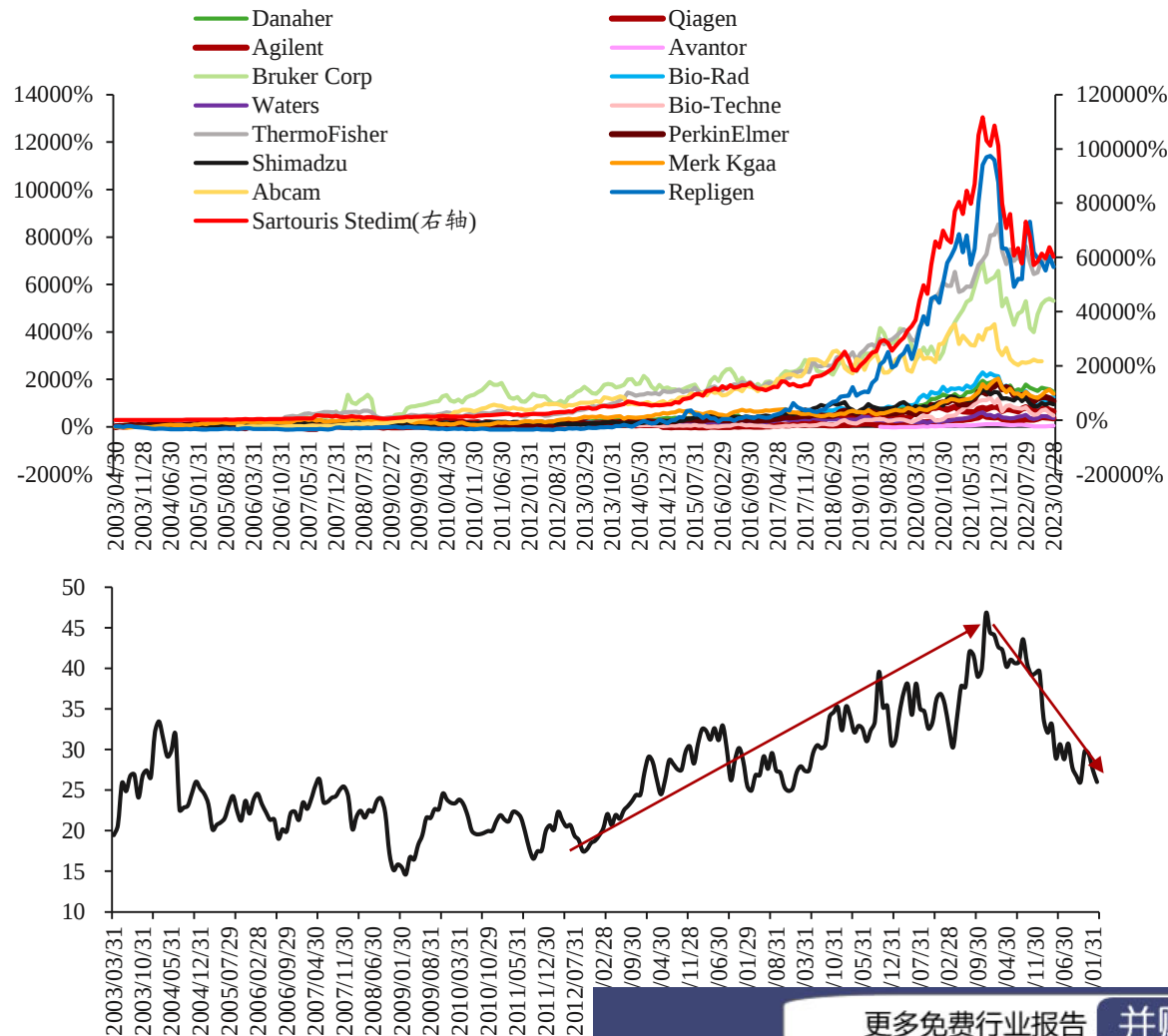
电话 19901272510

证书编号 S1230121070064

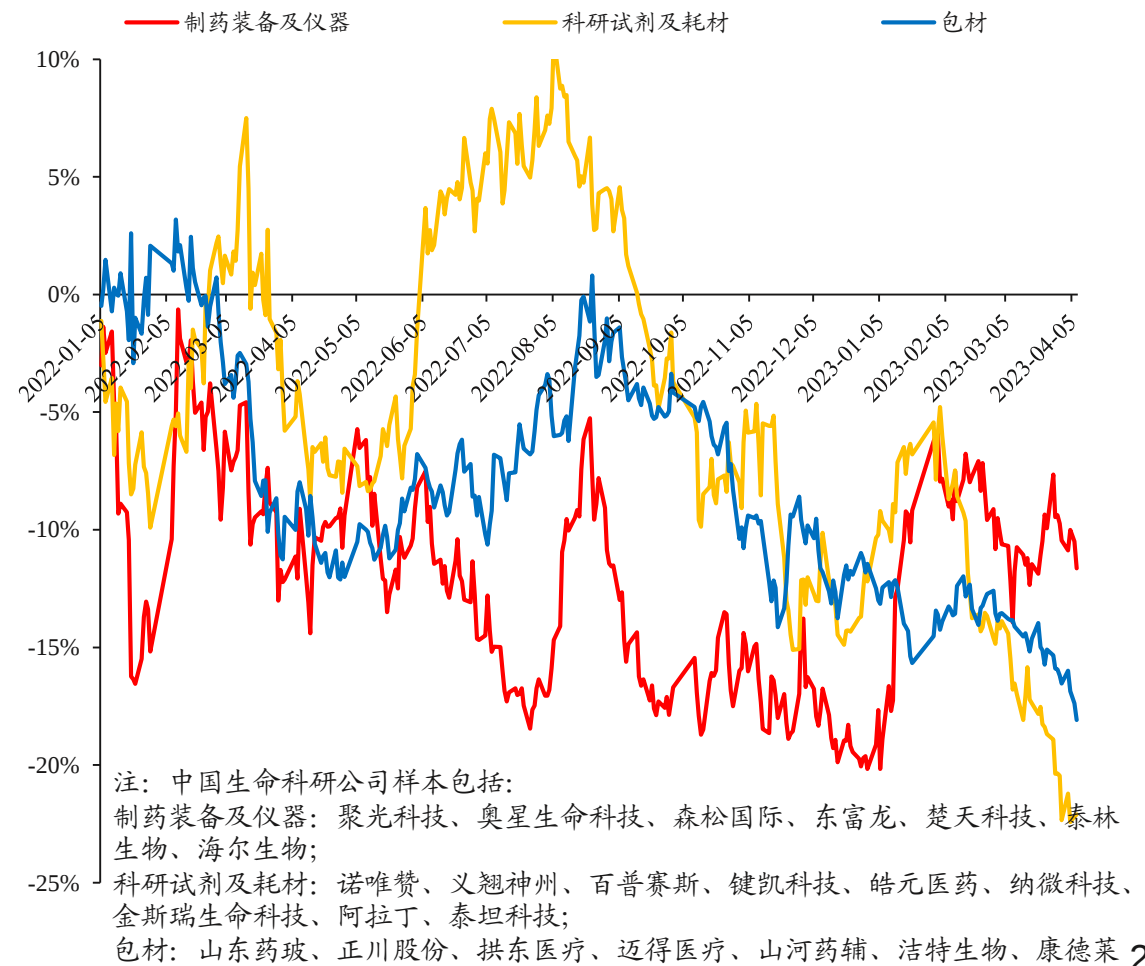
写在前面：中国能产生世界级的科研服务公司吗？

写在国内科研上游公司市值明显调整之际：景气度变了吗？中国还有机会产生世界级的科研服务公司吗？

海外生命科研公司市值涨幅及PE中位数（TTM，下图）复盘



中国生命科研公司市值涨幅复盘



1、海外复盘：为什么2017年起盈利能力明显提升？

- 现象：2017年起盈利能力明显提升、人均创收&创利增长加速
- 需求变化：新药上市增多、新兴药企占比提升
- 规模效应：寻找净利率提升的拐点
- 供给变化：持续的资产收购驱动增长
- 什么导致了盈利能力提升？论规模经济产生的条件
- 启示①：纵深并购，以工艺为核心实现“规模效应”
- 启示②：内生增长，材料创新引领模式创新
- 启示③：科学仪器，技术突破带来长牛空间

2、投资建议：

- 我们认为2023年起上游生命科研公司陆续从扩张期进入整合期，我们看好：
 - ①量产环节、利基赛道、技术壁垒型工具供应商，工具创新、材料创新有望催生中国制造出海、商业模式延展的机会，推荐键凯科技、纳微科技、森松国际、华大智造等，建议关注奥浦迈、聚光科技等；
 - ②生物药上下游的潜在整合者、平台化布局的供应商，规模效应显现下净利率提升可能超预期，推荐诺唯赞等，建议关注多宁生物（拟港股上市）。

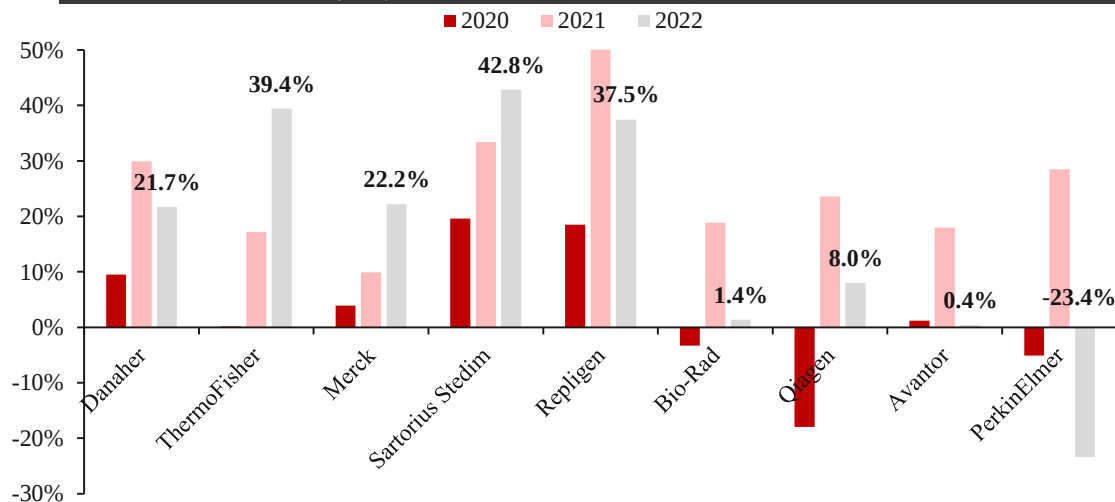
3、风险提示：技术快速更迭风险；订单确认波动性风险；并购整合不及预期风险；核心原材料供应短缺风险等。

01

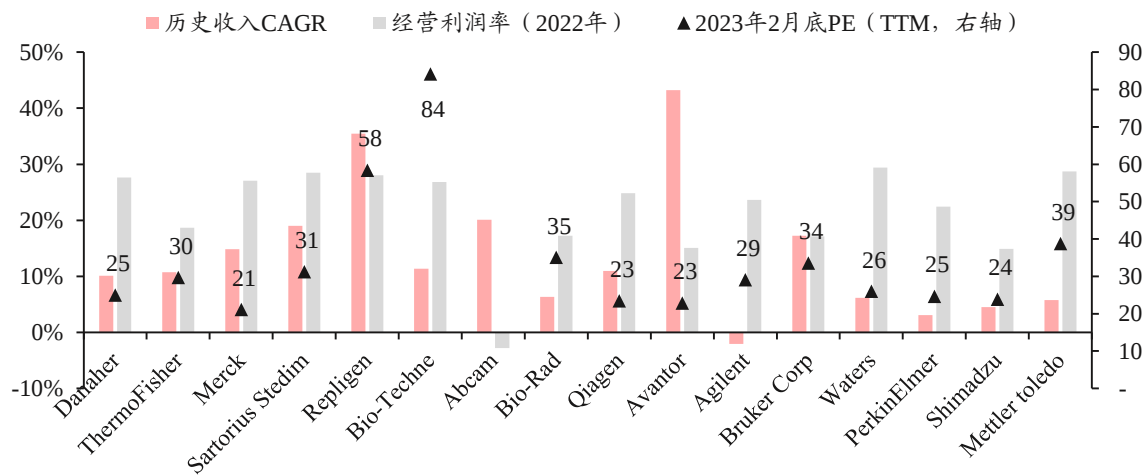
海外复盘

➤ 海外龙头这十年：经营利润率持续提升、亚太逐渐成为新增长引擎，2022年非新冠收入增速分化。

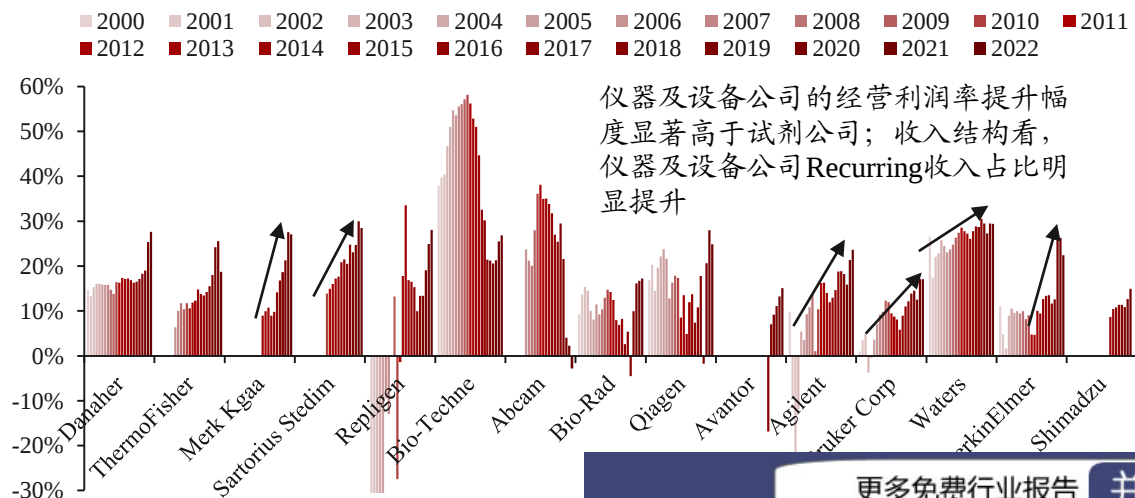
海外生命科研公司2020-2022年非新冠收入增速



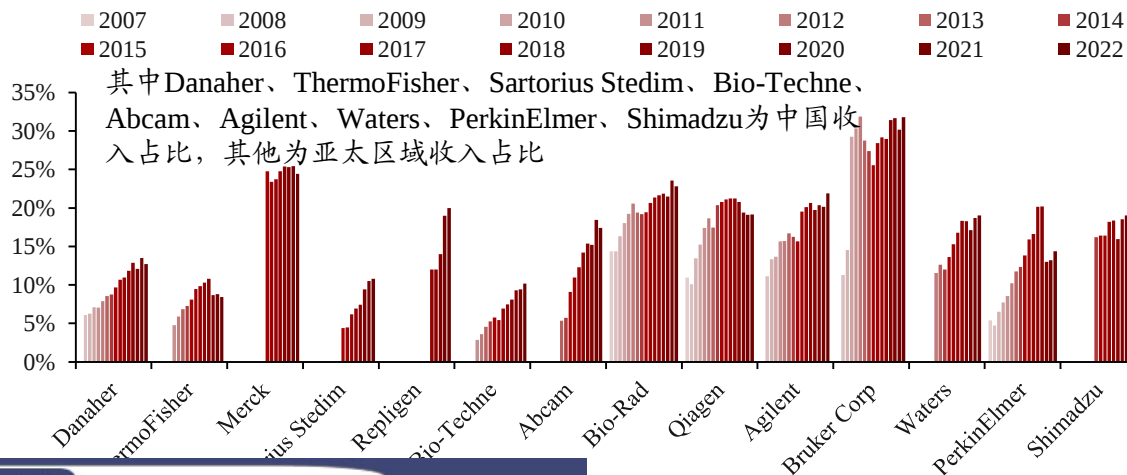
海外生命科研公司近20年收入CAGR及经营利润率



海外生命科研公司经营利润率变动



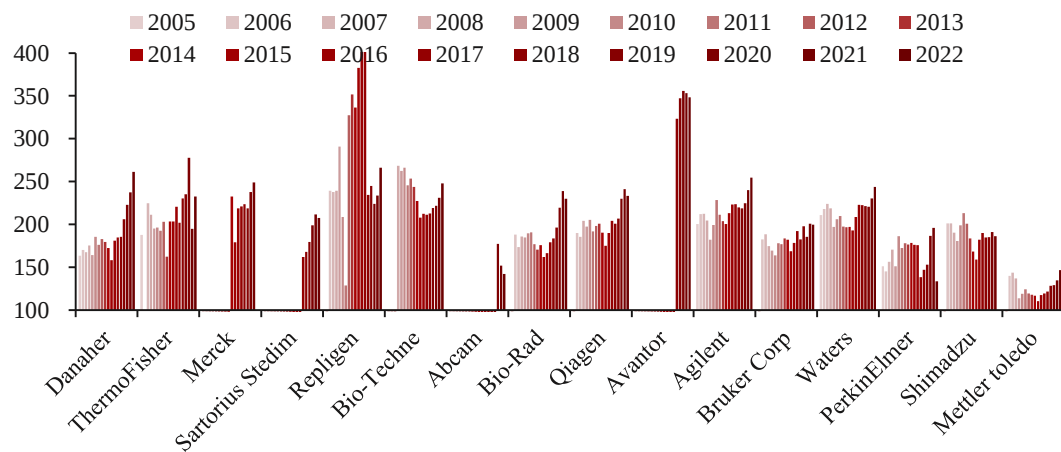
海外生命科研公司中国或亚太收入占比



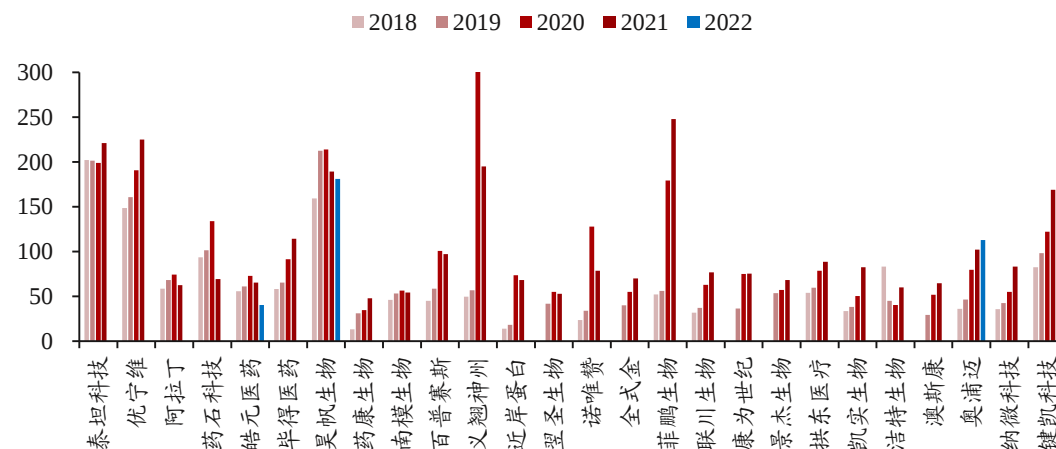
现象：2017年起海外人均创收&创利增长加速

- 2005-2016年的10年间海外公司人均创收中位数CAGR约0.1%，2017-2022年CAGR约3.4%；人均创利看，2005-2016年海外CAGR约4%、2017-2022年CAGR约14.9%。
- 对比&差距：供应链分工、发展阶段导致2021年国内人均创收中位数为海外的34%、人均创利为海外的46%。

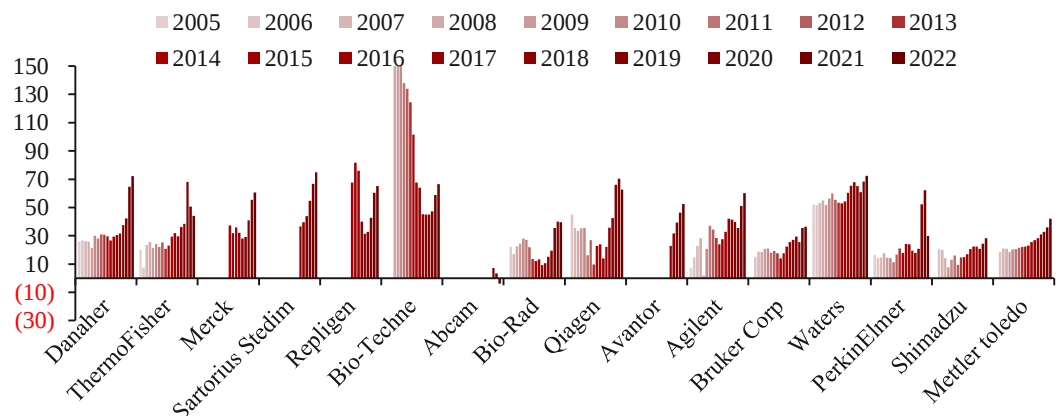
海外公司人均创收（万元/人/年）



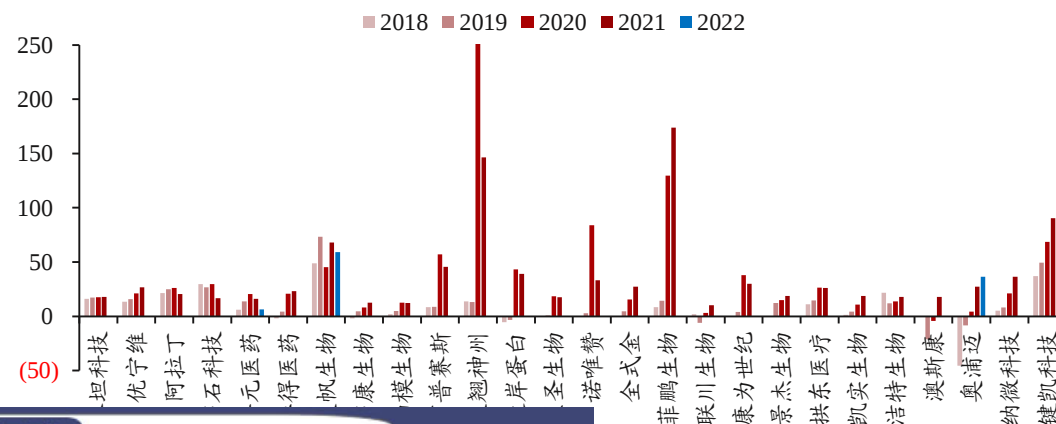
中国公司人均创收（万元/人/年）



海外公司人均创利（万元/人/年）

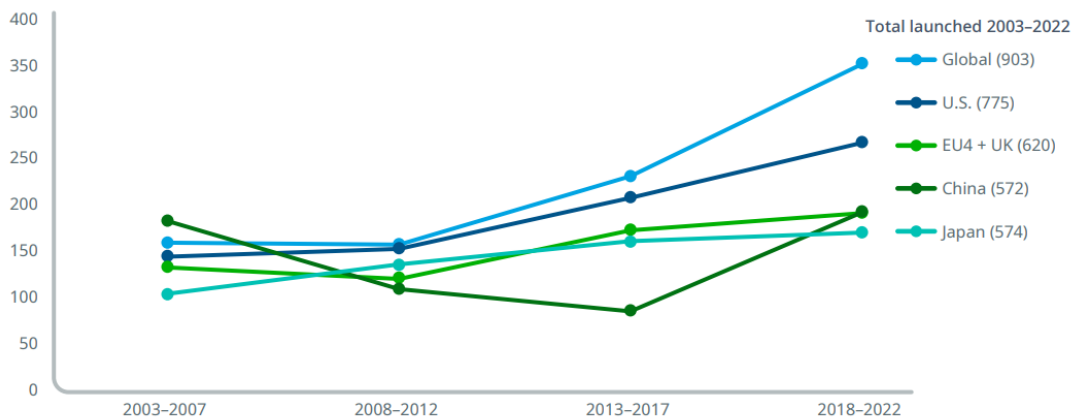


中国公司人均创利（万元/人/年）

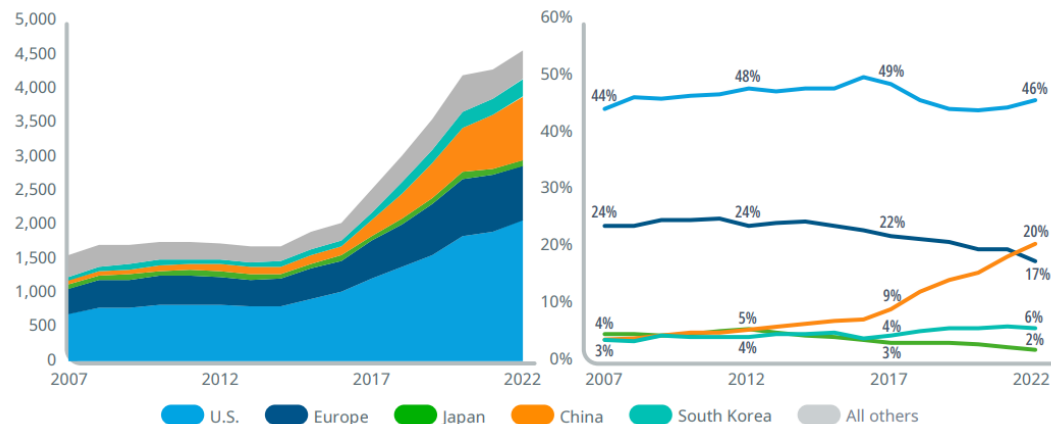


- **需求扩容**：单抗销售额快速增加带来放量耗材增加，2017年后新药研发个数、获批个数显著增加，且新兴药企占比提升。
- **需求结构变化**：同样是追求生产流程简化、提升申报&生产效率，新兴药企供应链管理能力弱于传统大药企→进一步强化了上游一体化解决方案供应商的重要性。2017年后供给端“一体化”并购迎合了需求端一体化的倾向。

每5年新药上市个数：2017年后全球有所加速



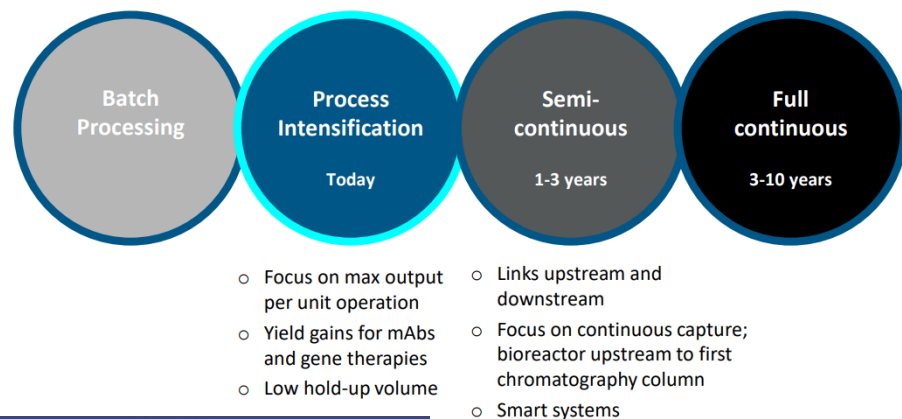
临床1期到NDA新药个数中新兴药企占比持续提升



一体化解决方案能降低投资、缩短生产时间



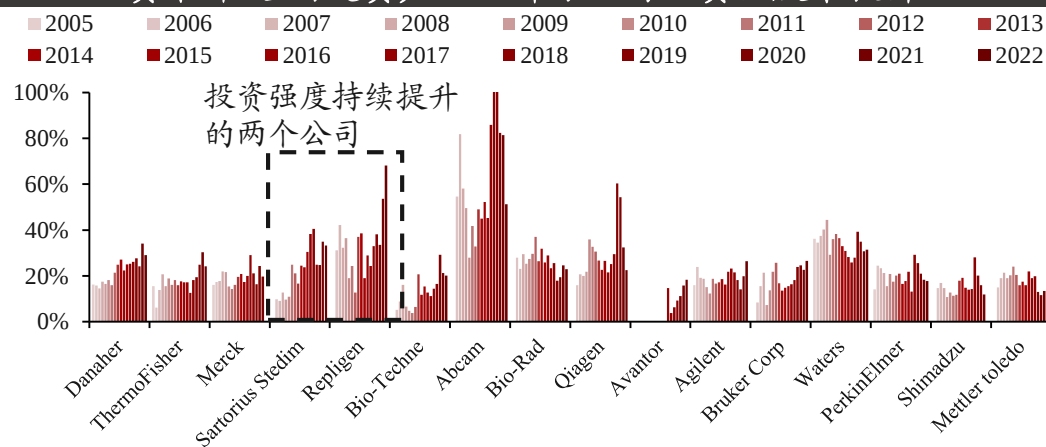
生物药工艺迭代的核心：上下游连续流驱动的一体化方案



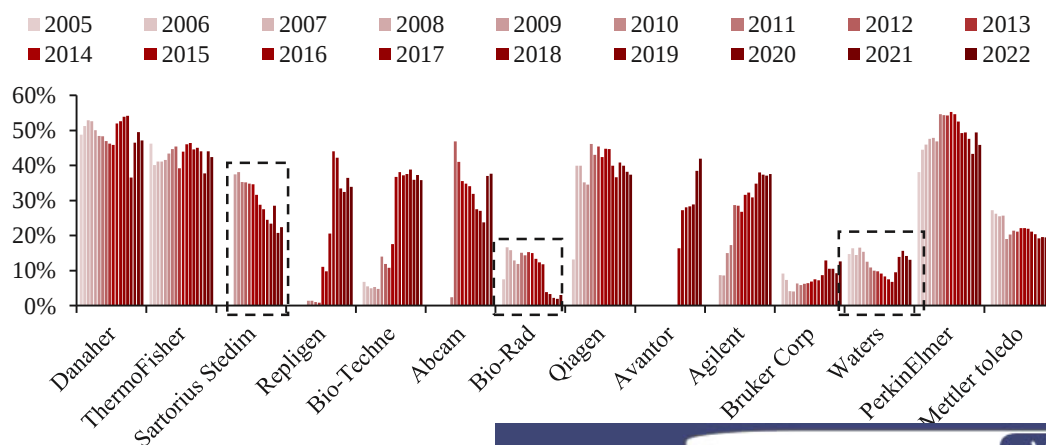
- 我们认为，海外公司资产或业务收购驱动增长，而非固定资产投资驱动。
- 收购协同效应稀缺，但持续的并购就有持续的增量（体现为并购强度增加、商誉创收效率持平）

什么驱动了收入增长？

资本开支/固定资产：大部分公司投资强度未提升

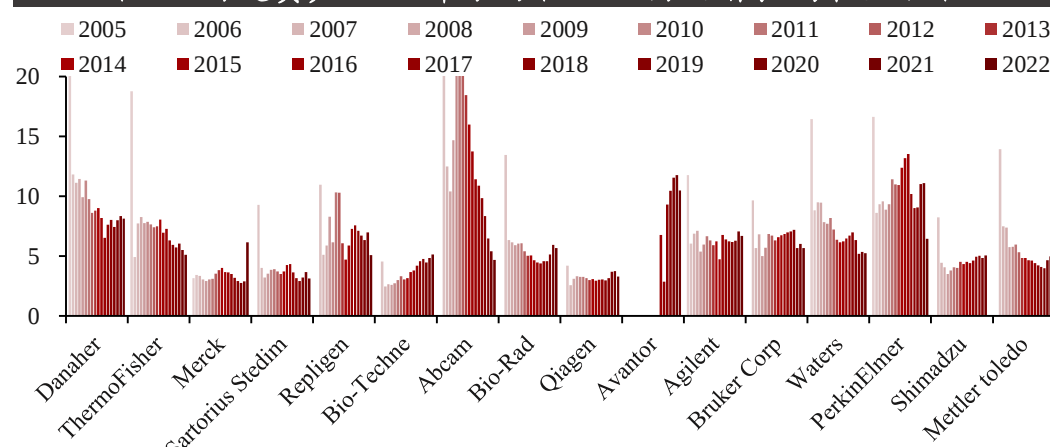


商誉/总资产：占比较高，体现出对经营的重要性

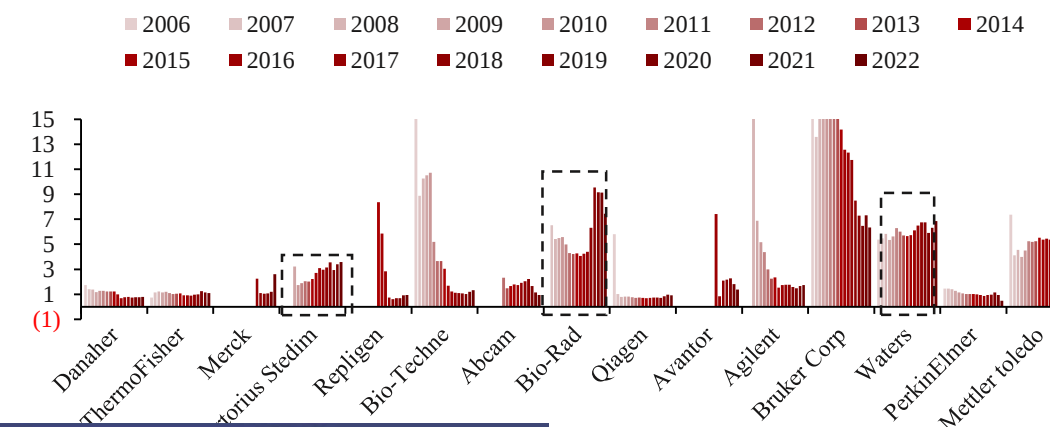


什么驱动了利润率（运营效率）提升？

收入/固定资产：大部分与收入&利润增长的相关性低



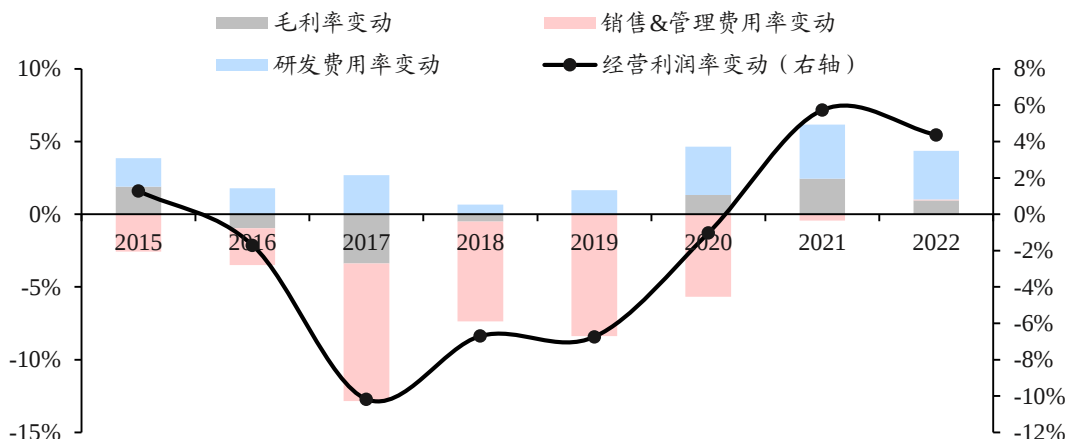
收入/商誉：并购增加的速度大于创收的速度



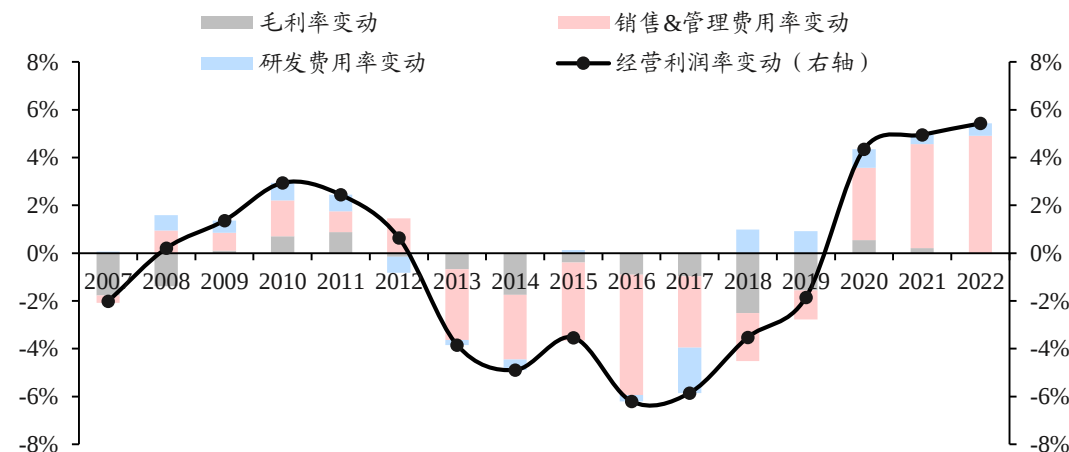
什么导致了盈利能力提升？论规模经济产生的条件

- 第一类：阶段性规模不经济。
- 原因可能来自于：SKU拓展需要销售和研发人员投入，拐点依赖大单品（如新冠相关产品）或战略并购。

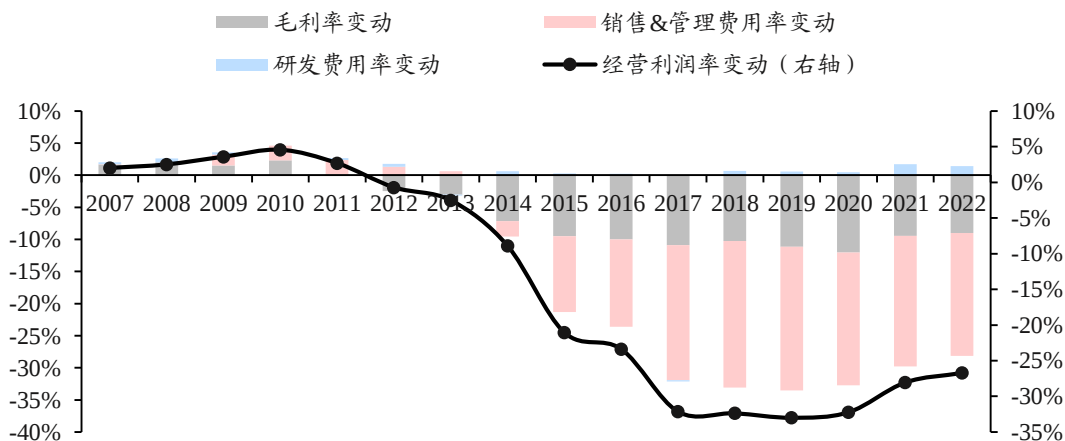
Repligen经营利润率变动拆分



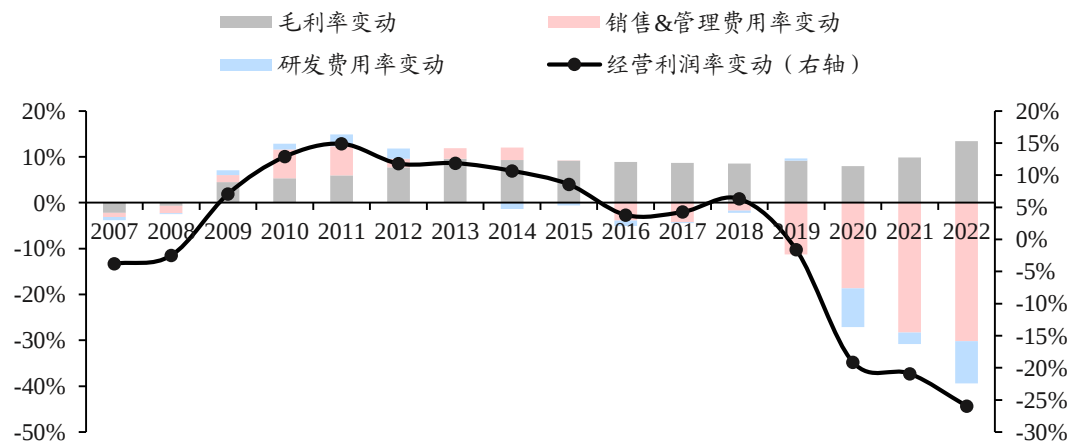
Bio-Rad经营利润率变动拆分



Bio-Techne经营利润率拆分

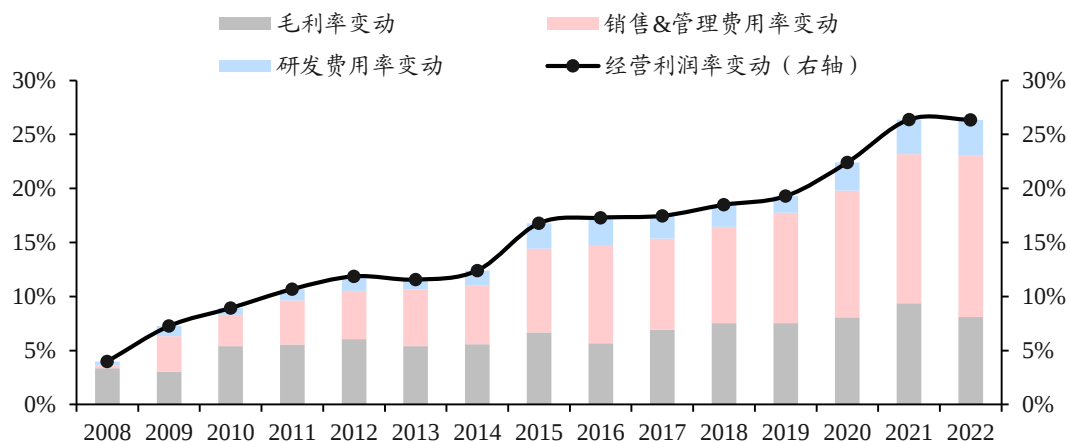


Abcam经营利润率变动拆分

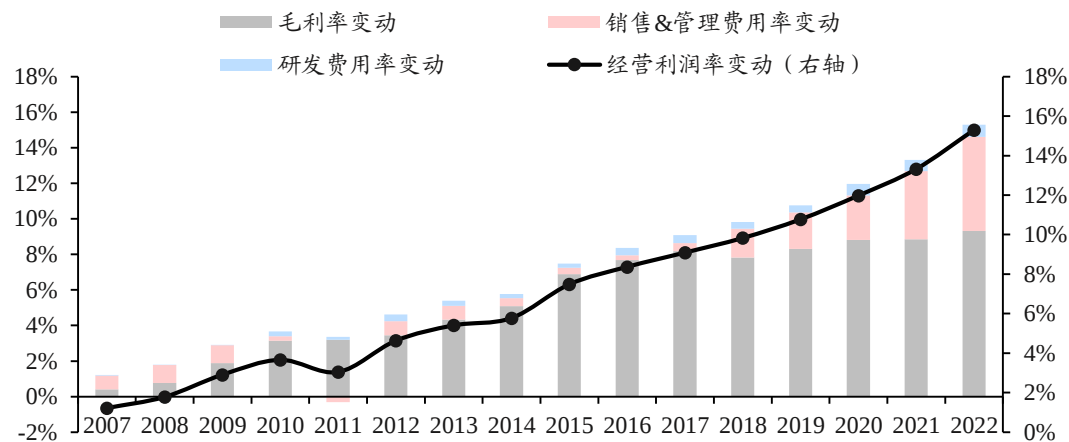


- 第二类：强规模效应&马太效应。
- 可能来自于：制造型（装备&科学仪器）&工具型（如梅特勒的天平等）的技术平台和壁垒，直接决定了to B模式下销售费用率和研发费用率下降的空间，产品portfolio缓慢优化带来长期毛利率提升空间（标品提升更快）。

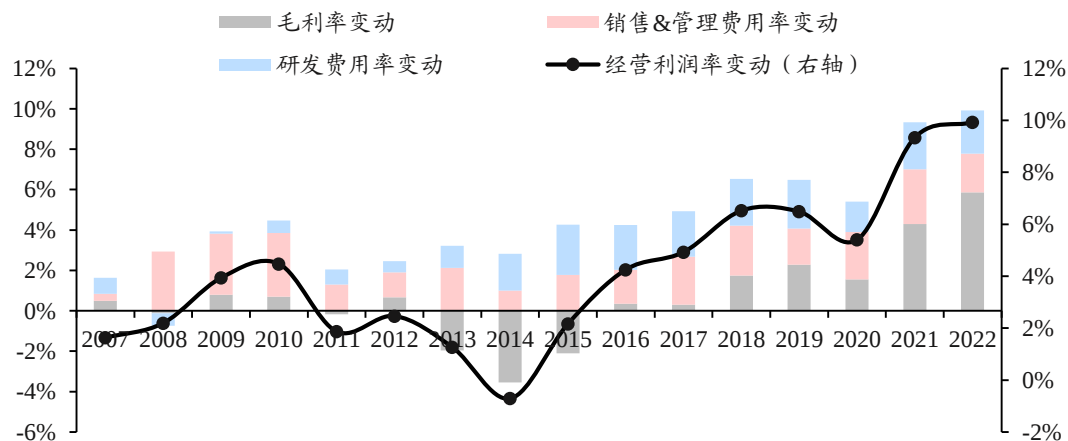
Sartorius Stedim经营利润率变动拆分



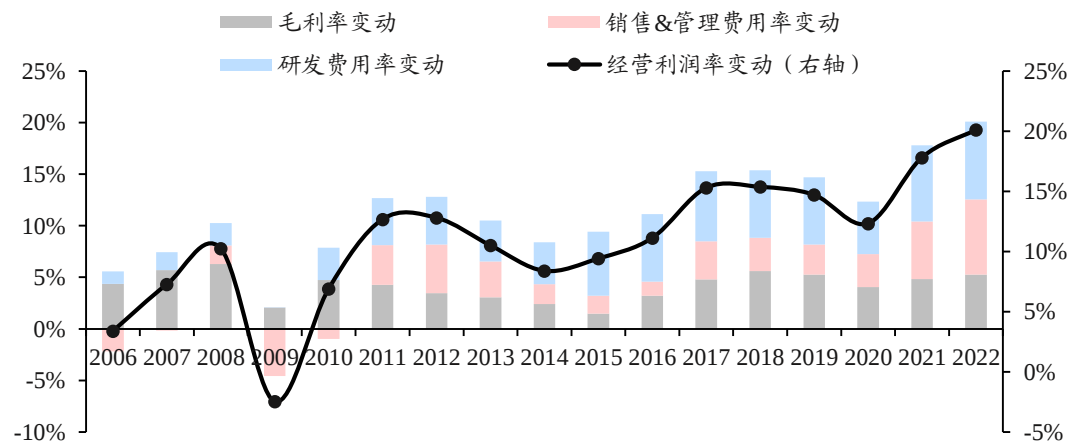
Mettler toledo经营利润率变动拆分



Bruker经营利润率拆分



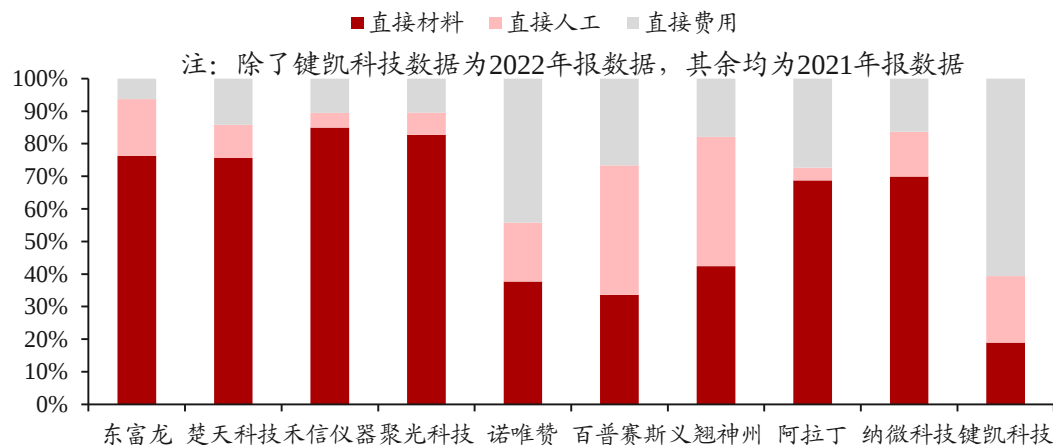
Agilent经营利润率变动拆分



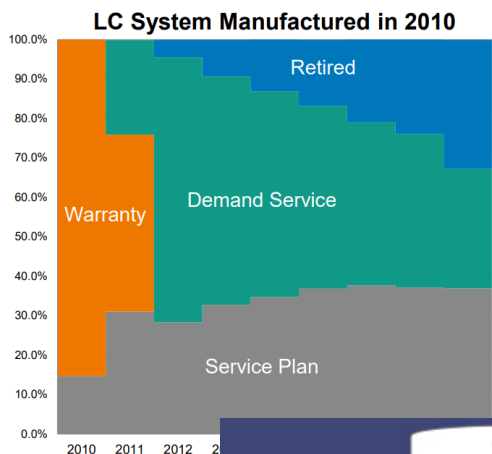
问题①：为什么仪器&设备公司利润率提升更多？

- ①毛利率提升空间：我们认为营业成本中制造费用和人工费用下降空间有限，核心是产品结构优化（非标定制产品直接材料下降空间有限）→长研发周期带来的技术壁垒，形成跨行业产品应用矩阵后，毛利率提升空间明显；
- ②费率下降空间：客户结构看，科研院所和大药企品牌效应+使用粘性+成本不够敏感，带动长期费用率下降空间；
- ③设备&仪器全生命周期价值链延长，利润率更高且recurring业务收入占比提升。

从成本结构看毛利率提升空间（2021年或2022年）



设备全生命周期可产生的潜在收入



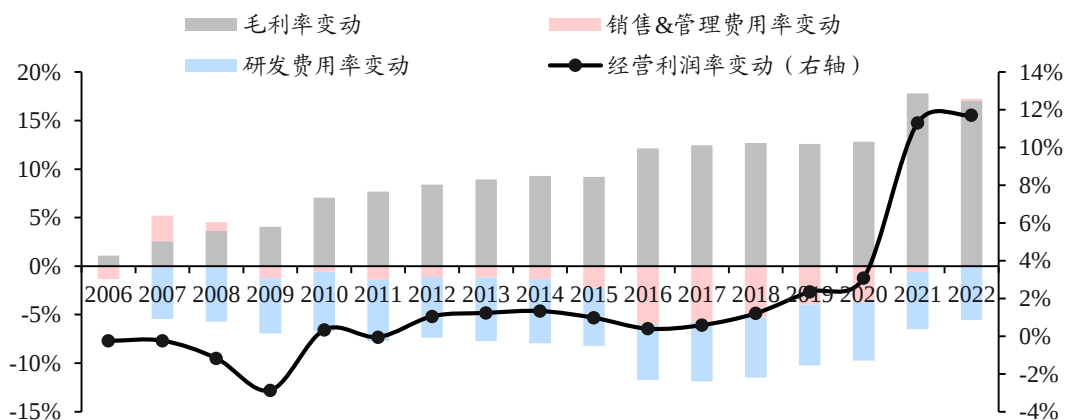
Agilent经营利润率提升因素分析

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GROSS MARGIN						
Operating Leverage	●	●	●	●	●	●
NMR / XRD exit	●	●				
Acquisitions	●	●	●	●	●	●
Design for Value (NPI) - Premium				●	●	●
Pricing / Lower COS	●	●	●	●	●	●
OFS - Manufacturing rationalization	●	●				
OFS - Procurement	●	●	●	●	●	●
OFS - Logistics		●	●	●		
OFS - Value Engineering			●	●	●	●
OFS - Continuous Improvement			●	●	●	●
OPERATING EXPENSES						
Sales and Marketing Rationalization	●	●				
Division and R&D Rationalization	●	●				
Various efficiency and effectiveness programs	●	●	●	●	●	●
GROSS MARGIN AND OPERATING EXPENSES						
Pricing/Discount/Quotation (PDQ)			●	●	●	●
Product Life Cycle Management				●	●	●
Digitization	●	●	●	●	●	●

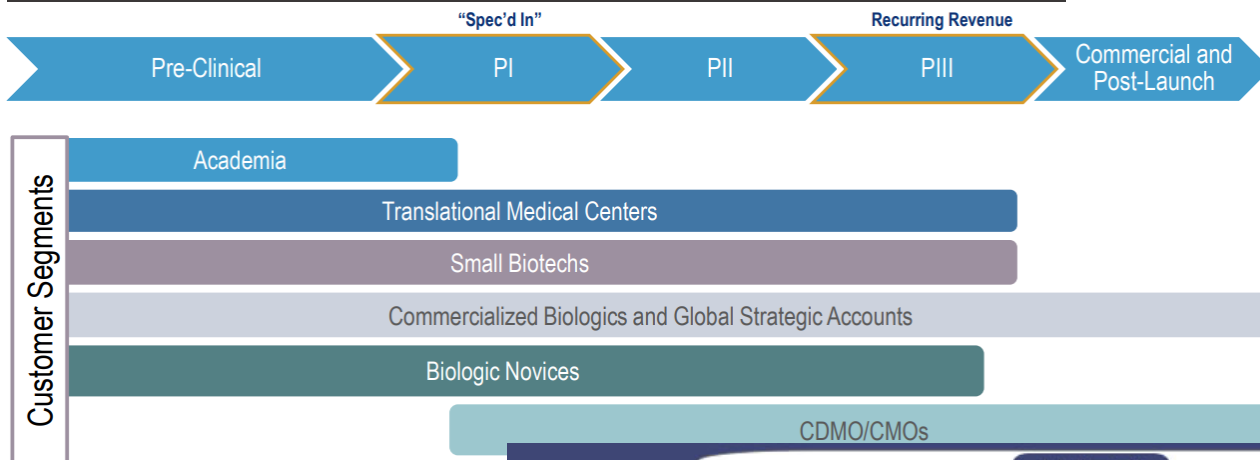
问题②：平台整合型公司有规模效应吗？

- 我们认为有，围绕产品生命周期（临床前到商业化的端到端）、客户不同需求（从小分子到大分子，到CGT等）可以提升子公司的销售空间、逐渐降低集团公司的费率；生物药商业化的启动导致了规模效应刚体现。
- 是不是意味着小公司没空间了？我们认为小公司的机会来自于细分赛道技术壁垒（梅特勒的天平、Repligen的XCell ATF都在细分赛道实现了高增长、净利率持续提升）和客户需求多样性（一般情况不会仅采购单一品牌）。

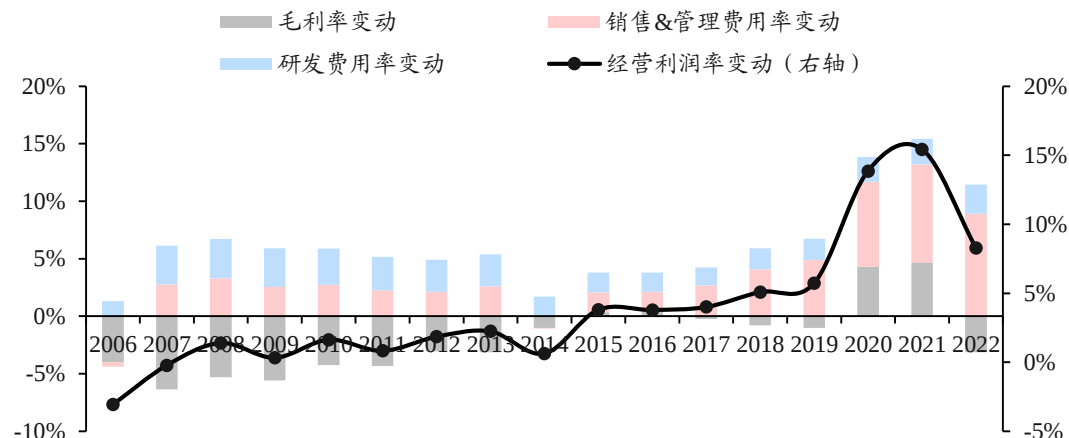
Danaher经营利润率变动拆分



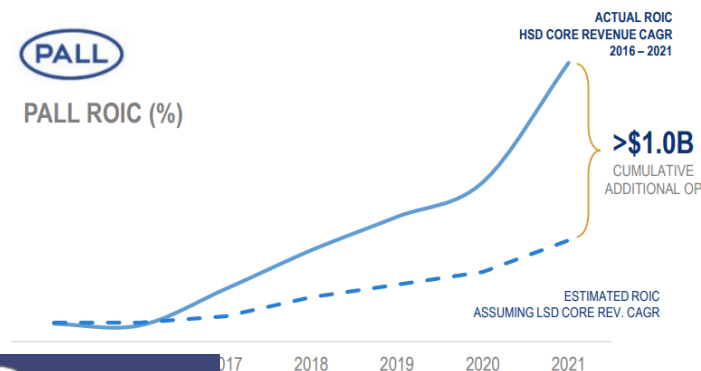
理论基础：依托于相似的客户池、前后衔接的生产流程



ThermoFisher经营利润率变动拆分



Design in、From Molecule to Market战略下子公司收入增长和盈利能力提升有较大的空间，但依赖于部门架构和整合协调。



➤ 以Repligen经营利润10年20倍增长，看纵深并购实现的“工具创新引领工艺创新”：

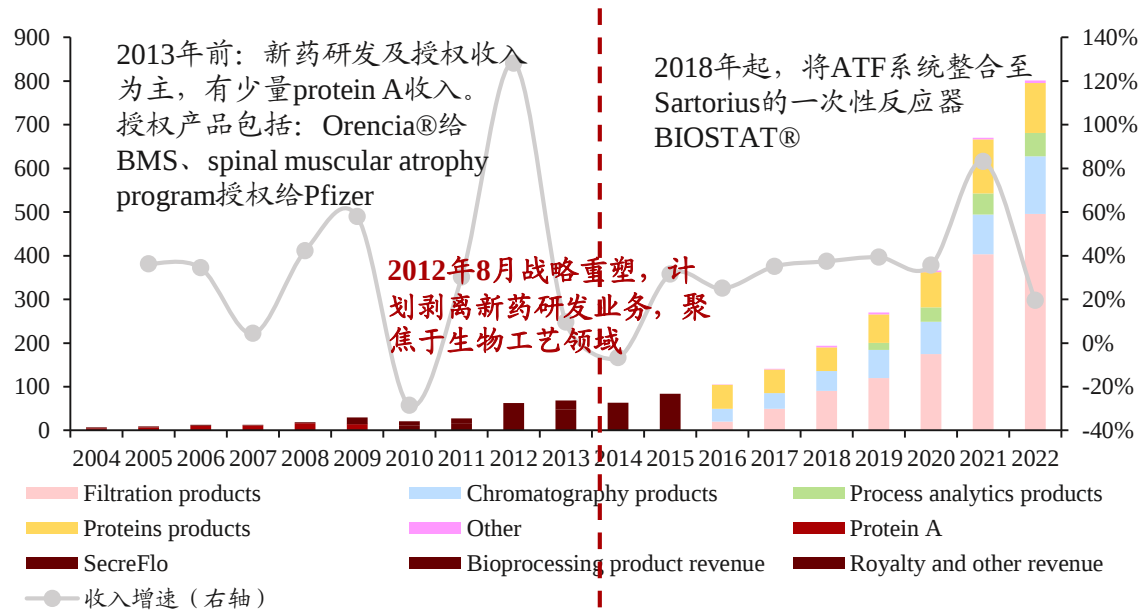
2000-2022年行业的核心变化：

- 单抗商业化销售额大幅增长（2000年全球销售额仅20亿美元）→带动公司2010-2022年Protein A的OEM收入在CAGR约22.2%；
- 核心需求：improved yield in process intensification→一次性工艺、上下游连续流工艺需求持续增加。

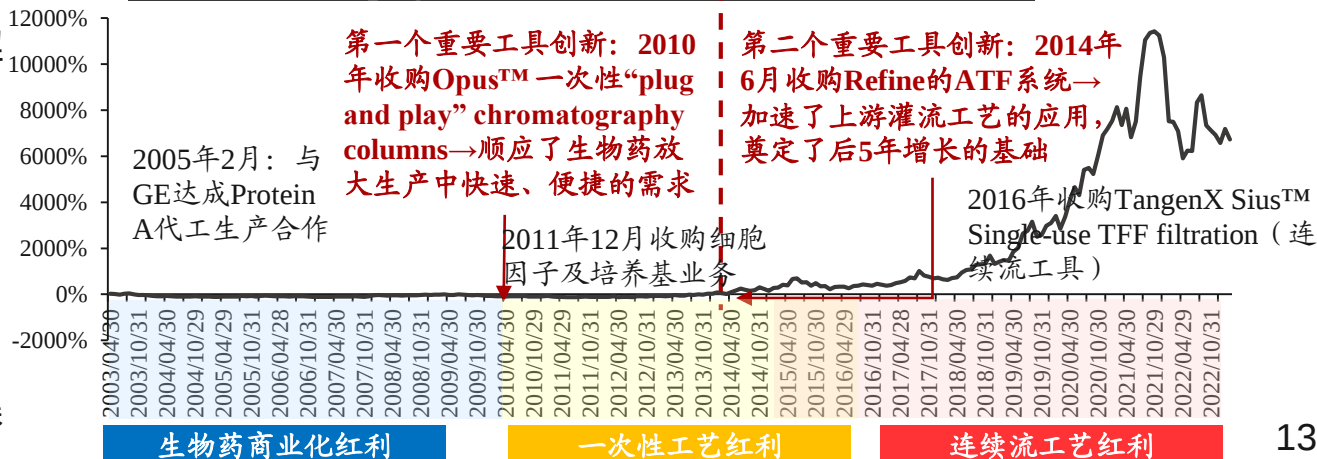
复盘公司增长的启示：

- 顺应生物药工艺迭代趋势推动纵深并购，整合技术工具（2014年收购的ATF技术引领了上游连续流技术突破，2016年收购TangenX Sius和2017年收购KrosFlo®的中空纤维TFF系统强化生物药下游解决方案应用，2022年公司在Filtration领域全球市占率约12%）；
- 创新客户&研发赛道切换，新客户增长曲线带动应用增加（2022年ATF/TFDF在上游的应用占比：单抗及重组蛋白61%、CGT 31%、疫苗8%，临床阶段应用占比：临床1和2期54%、临床3期21%、商业化25%，新方向和临床早期项目贡献未来增长潜力）。

Repligen收入构成及同比增速

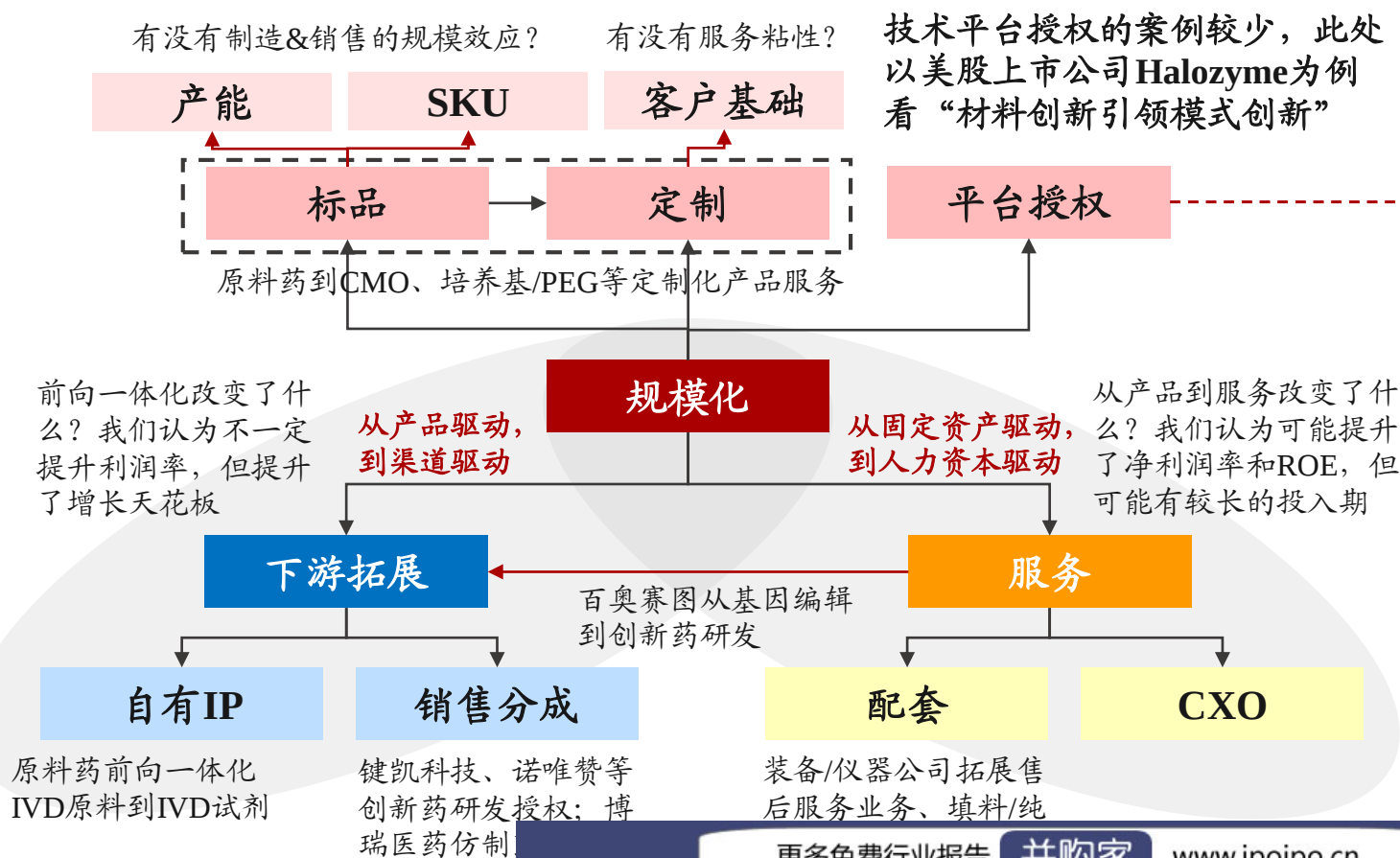


Repligen市值累计超额涨幅复盘



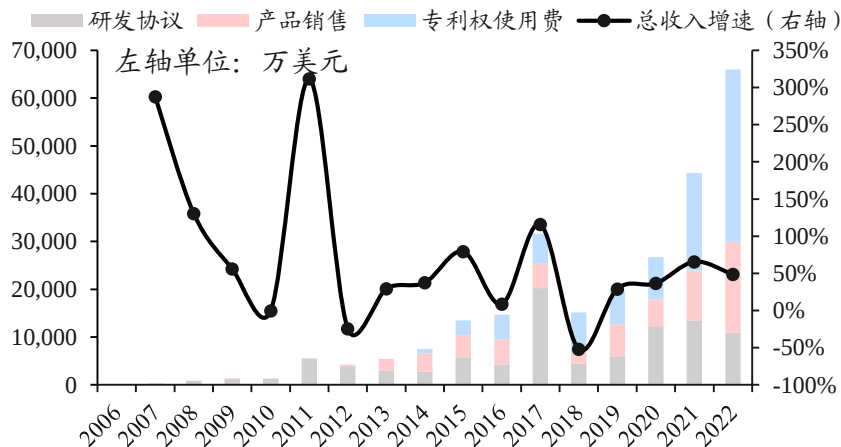
- **上游核心原料公司增长三要素**：规模化、下游拓展、服务拓展；拓展的前提是公司的上游原料在竞争环境中已取得了领先优势（标品的竞争力很重要）。
- **内生增长：材料创新引领模式创新**。基于利基赛道、制造环节、技术优势向下游和服务拓展打开增长天花板，进而带来长期降本增效的空间。

上游原料公司的成长路基&商业模式展望

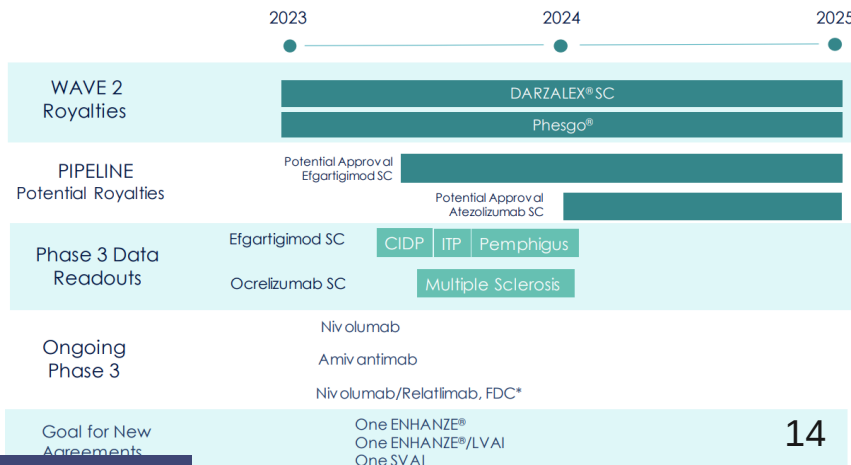


Halozyme收入构成及同比增速

商业模式：以重组人透明质酸酶（rHuPH20）为核心，形成ENHANZE®皮下注射技术平台，持续授权给罗氏、辉瑞、强生等大药厂开发皮下注射产品，并收取授权费和产品销售费用。



Halozyme授权管线进展及对公司增长支撑



- 海外复盘看，仪器设备公司增长稳健性&净利率提升带来长牛空间；从中国公司发展阶段看，多处在研发持续投入、基础技术整合、非医药场景应用的阶段。

	1989	2001	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2020	2022	未来
 聚光科技 Focused Photonics Inc. (2002)			半导体激光在线气体分 析系统		烟气排放连续监测系统 红外热像仪		烟气汞连续监测系 统直读电感耦合等 离子体发射光谱仪		大气PAN在线分析仪、全自 动实验室产品、全自动石 墨消解仪		全自动超生微波工作站 全自动毛细管电泳仪		碳达峰碳中和综合管控平 台	
			工程过程分析领域		环境监测领域、高端实验 室分析领域		环境治理规划领 域		智慧水利水务领域、生态 综合发展领域		生命科学领域		半导体工业精密检测 AI人工智能实验室	
 wayeal 皖仪 (2003)			氢质谱检漏仪、真空检漏回收系统		高性能石墨炉原子吸收分 光光度计		CEMS烟气连续监测系统、水 质监测系列产品；离子色 谱仪与可调谐激光气体分析仪		超高效液相色谱仪		四极杆飞行时间液相色谱 质谱联用仪			
			检漏仪器市场		实验室分析仪器市场		环境检测仪器市场					在线离子色谱 新型水质在线监测仪 新材料及半导体领域		
 禾信质谱 HEXIN MASS SPECTROMETRY (2004)			基质辅助激光解吸电 离飞行时间质谱仪		台式在线电子轰击 飞行时间质谱仪		在线挥发性有机物质谱仪 大气颗粒物在线源解析系统		全自动微生物质 谱监测系统		复杂体系VOCs检 测系统		快速检测质谱仪 高灵敏高分辨串联质谱仪 高精度水体复杂污染分析 溯源系统	
			制药行业		冶金行业		环境检测领域		医疗诊断领域		食品、环境、能 源化工领域		地质/航天同位素分析领域	
 SCIENTZ 新芝 (1989)	超声波细 胞粉碎机	高气压基因枪 无菌均质器	细胞融合仪	高通量组织研磨仪				新芝冻干子公司 实验室罩钟式冻干 机	新芝药检子公司 药物溶出仪、药物溶出取样收集 系统	聚焦生物样品处理、分子 生物与药物研究、实验室 自动化与通用设备领域				
	生命科学实验室仪器市场				生物样品制备领域				生物医药领域、药物检测领域					
 Manon 海能技术 (2006)			光度计系列产品		近红外光谱产品、便携式重 金属分析仪、固相萃取仪		杜马斯定氮仪 黄曲霉毒素测定仪		高通量微波消解仪 高效液相色谱仪	拓展生态环境监测领域 传统酿造食品生产过程智 能化质量控制关键技术开 发及应用				
			实验室分析仪器市场				生物科学领域		药品检验领域					
 LabTech 莱伯泰科 (2002)		循环水冷却器 电热板 全自动电热消解				样品前处理多联机 系统	分离富集水质化合物仪器耗材 实现样品前处理产品线全覆盖	高通量微波消解仪 高效液相色谱仪		进一步拓展质谱仪市场： 电感耦合等离子体四极杆- 飞行时间质谱仪 生命科学领域				
		样品前处理领域						质谱仪市场						

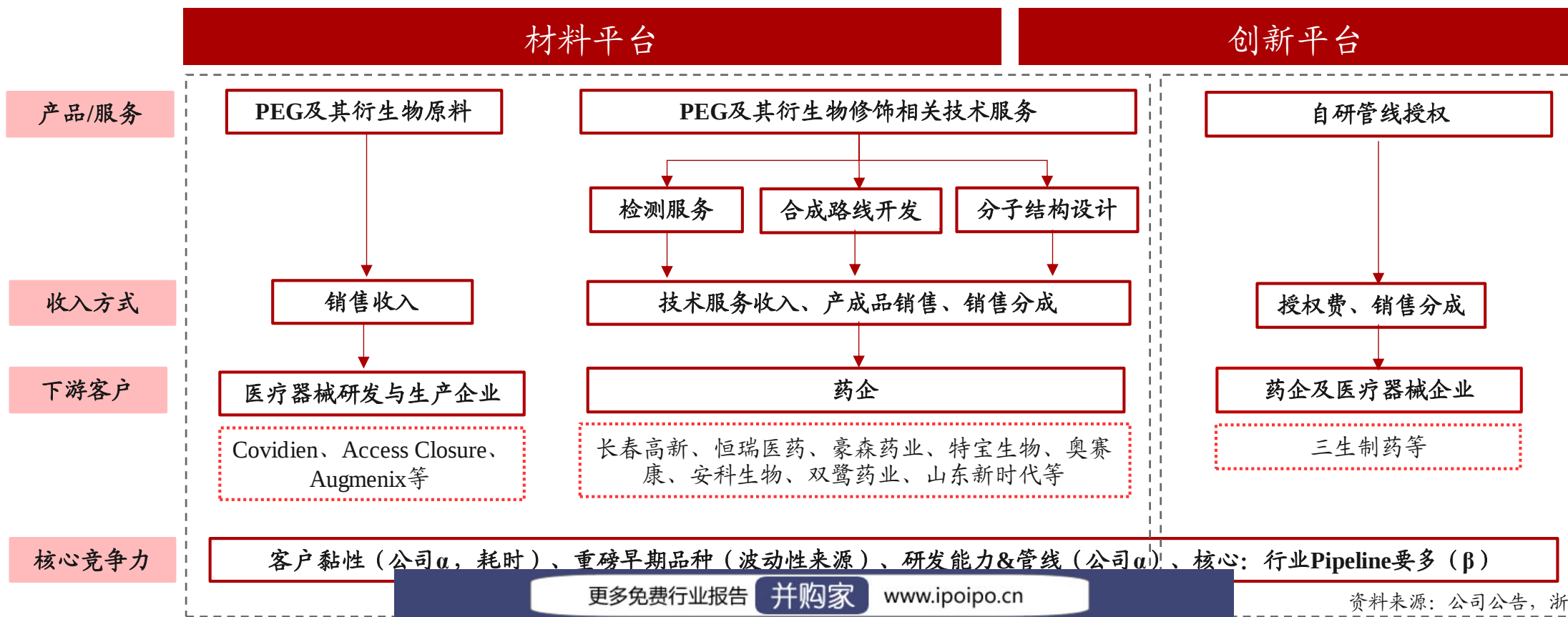
02

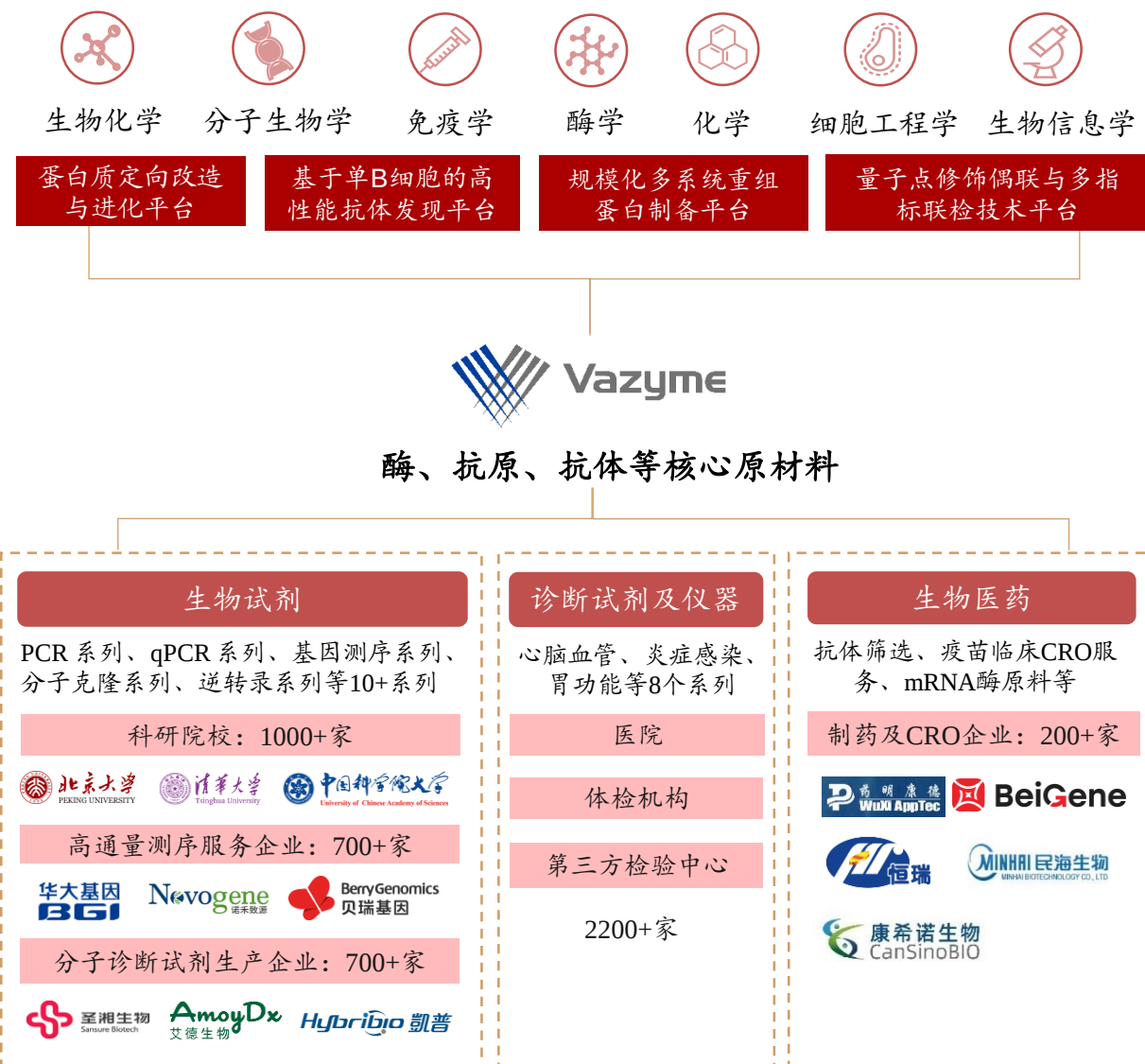
投资建议

- 行业景气度看，疫情影响资本开支和投融资节奏，生物药商业化、新药研发增长才是增长之锚、公司规模效应的起点，我们对中国生命科研行业需求景气度持续乐观。
- 我们认为2023年起上游生命科研公司陆续从扩张期进入整合期，我们看好：
- ①量产环节、利基赛道、技术壁垒型工具供应商，工具创新、材料创新有望催生中国制造出海、商业模式延展的机会，推荐键凯科技、纳微科技、森松国际、华大智造，建议关注奥浦迈、聚光科技等；
- ②生物药上下游的潜在整合者、平台化布局的供应商，规模效应显现下净利率提升可能超预期，推荐诺唯赞等，建议关注多宁生物（拟港股上市）。

代码	重点公司	股价	EPS				PE				评级
		2023/4/11	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
688105.SH	诺唯赞	42.3	1.70	2.29	2.22	2.57	24.9	18.4	19.1	16.4	增持
301080.SZ	百普赛斯	104.9	2.18	2.73	3.58	4.85	48.1	38.4	29.3	21.6	未评级
301047.SZ	义翘神州	107.6	5.57	2.65	2.96	3.63	19.3	40.6	36.3	29.7	未评级
688690.SH	纳微科技	49.9	0.47	0.70	1.02	1.48	106.2	71.4	49.1	33.7	增持
688179.SH	阿拉丁	38.8	0.63	0.78	1.08	1.45	61.6	49.7	36.0	26.7	增持
688133.SH	泰坦科技	122.0	1.88	2.26	3.24	4.53	64.9	54.0	37.6	26.9	增持
688073.SH	毕得医药	146.9	2.88	2.11	2.98	4.01	51.0	69.7	49.3	36.6	增持
301166.SZ	优宁维	50.2	1.25	1.33	1.78	2.40	40.2	37.6	28.2	20.9	未评级
688356.SH	键凯科技	146.0	2.92	3.72	4.42	5.71	50.0	39.2	33.0	25.6	买入
605369.SH	拱东医疗	69.5	2.76	3.59	4.66	6.04	25.2	19.4	14.9	11.5	增持
300171.SZ	东富龙	26.4	1.3	1.31	1.67	2.12	20.3	20.2	15.8	12.4	增持
2155.HK	森松国际	9.3	0.36	0.64	0.75	0.96	25.9	14.6	12.5	9.7	增持
300358.SZ	楚天科技	17.7	0.98	1.17	1.42	1.72	18.0	15.1	12.4	10.3	增持
300813.SZ	泰林生物	43.7	0.76	1.08	1.21	1.65	57.4	40.3	35.9	26.5	买入
688114.SH	华大智造	93.1	1.76	4.84	1.51	1.98	52.9	19.2	61.6	47.1	增持
688139.SH	海尔生物	68.4	2.67	1.93	2.50	3.29	25.6	35.4	27.4	20.8	增持
688046.SH	药康生物	25.8	0.3	0.43	0.59	0.83	85.9	60.5	43.6	31.1	增持
688265.SH	南模生物	48.8	0.78	0.45	0.90	1.40	62.6	108.8	54.4	34.9	未评级

- **核心逻辑**：公司是创新研发原料（PEG）龙头，产业分工趋势下，增量需求驱动业绩增长持续性超预期。
- **驱动因素**：2022-2024年，公司主要驱动来自国内外项目放量（已有放量+商业化增加）+行业扩容+产品结构切换，随PEG修饰领域拓宽，中期维度将打开成长天花板
- **未来画像**：从PEG中国制造到PEG全球创新应用，成为国内外领先的创新原料服务商。
- **2023年的边际变化**：创新药&医美管线临床&商业化合作进展，服务的海外创新药管线上市或NDA，带动产品销售拐点。





生物试剂行业产业链



- 我们认为，公司在材料、铸造等领域的制造优势奠定了跨行业客户&订单获取的基础。
- 从增长持续性看，2022-2024年公司制药、动力电池材料、电子化学品等领域有望受益于下游加速增长的资本开支，收入端复合增速有望达到30%左右。

前端服务

基于底层技术理解的应用型研发&设计

金属学

材料学

流场分析

热场分析

压力容器/
有限元分析

化学工程

生物工程

焊接技术

联合下游客户&高校&研发机构

联合研发

可行性研究

项目咨询

概念设计

其他

核心设备+工艺系统

以中国先进制造为依托的产品生产

设计

- 详细工程
- 厂房设计
- 自动化控制
- 模块化设计

建造

- 项目管理
- 采购/催交/检验
- 设备制造
- 模块组装

现场

- 安装
- 调试
- 确认
- 培训

高端装备生产能力



国际化项目验证



世界级总装基地



自有深水出口码头



后端服务

交付后的验证/运维/数字化监控等

数字化运维服务

- 营运分析，提升及优化客户的制造工艺
- 精益化资产及备品备件管理
- 帮助客户管理营运系统
- 引进先进的生产自动化系统
- 通过虚拟实境进行技术培训
- 优化能源管理

验证服务

- 验证咨询
- 验证测试
- 有关GMP合规风险管理的培训

维保服务

- 设备定期维保及大修
- 备品备件销售及更换
- 安装调试指导
- 机械/电解抛光
- 酸洗钝化

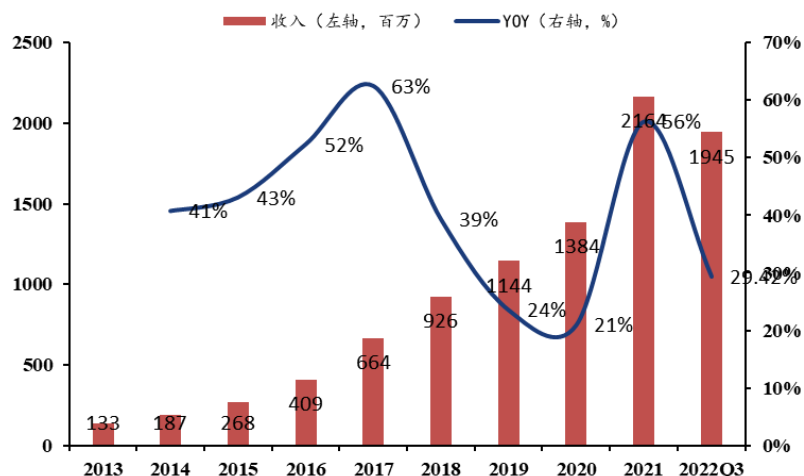
- 测序质量可比、测序成本更低，国内外市占率均有望快速提升。华大智造通量高于Illumina，成本更低、实现全球最佳测序成本，有望快速实现替代，国内市占率快速提升；2022年公司赢得美国诉讼，加速进入美国市场，全球拓展加速。

图：华大智造最新产品与参数

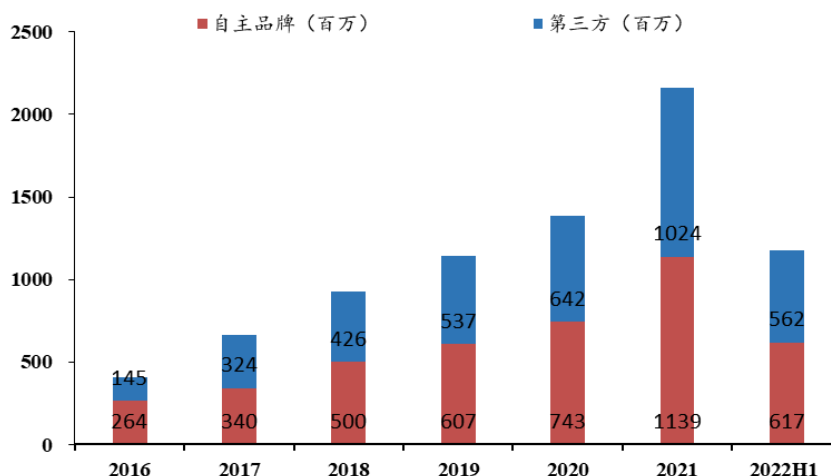
							
	基因测序仪 +	基因测序仪 +	基因测序仪 +	基因测序仪 +	基因测序仪 +	基因测序仪 +	基因测序仪 +
产品型号	DNBSEQ-T20×2	DNBSEQ-T10×4RS	DNBSEQ-T7	MGISEQ-2000	MGISEQ-200	DNBSEQ-G99	DNBSEQ-E25
产品特点	超高通量	超强定制	超高日通量	通量灵活，读长选择多	数据产量灵活	快速	便捷
最强应用	超高深度的基因组学、多组学和时空组学测序	大人群基因组测序	高深度全基因组测序	全基因组、外显子组、转录组测序等	小型基因组测序，靶向测序，低深度全基因组测序	靶向捕获/多重靶向测序，小型基因组测序，甲基化测序	病原快检、小型基因组测序、靶向测序
可同时运行的最大载片数	6	8	4	2	1	2	1
载片类型	Slide	Slide	FC	FCS & FCL	FCS & FCL	FC	FCL
LANE/载片++	1 Lane	1 Lane	1 Lane	4 或 2 Lane	1 Lane	1 Lane	1 Lane
运行模式	超高通量	超高通量	高通量、超高通量	中高通量	中通量	中低通量	低通量
最大通量/RUN	~72 Tb	76.8 Tb	6 Tb	1440 Gb	150 Gb	48 Gb	7.5 Gb
有效READS数/载片	35 B (PE100)	32 B (PE150)	5000M	300M, 550M, 1500-1800M	100M, 500M	80M	25M
平均运行时间	60~80 小时	96~106 小时	~24小时	FCS: 13~37小时 FCL: 14~109小时	9~40小时	5~12小时	5~20小时
最小读长	PE100	PE100	PE100	SE50	SE50	SE100	SE100
最大读长	PE150	PE150	PE150	PE300	PE150	PE150	PE150

- **定位：**国内综合型科学服务企业，通过自有品牌和第三方品牌代理共同运营的商业模式形成有效产品矩阵，覆盖实验室全流程、多品类产品。在了解客户有效痛点后，通过自主研发不断补充及完善自有产品矩阵，逐渐实现产品替代。
- **平台模式：**通过网站“探索平台”展示管理订单，填补销售盲区，增强信息透明化。公司超60万SKU 展示在探索网站上，通过产品特性及用户需求进行产品分类，精准搜索。
- **成长逻辑：**公司借助渠道优势，不断扩充品类并通过收购+自建等方式持续加强自有品牌生产能力有望实现收入及利润的快速增长。

泰坦科技2013-2022Q3年收入及YOY



2016-2022H1公司自主及第三方收入



公司搜索平台界面

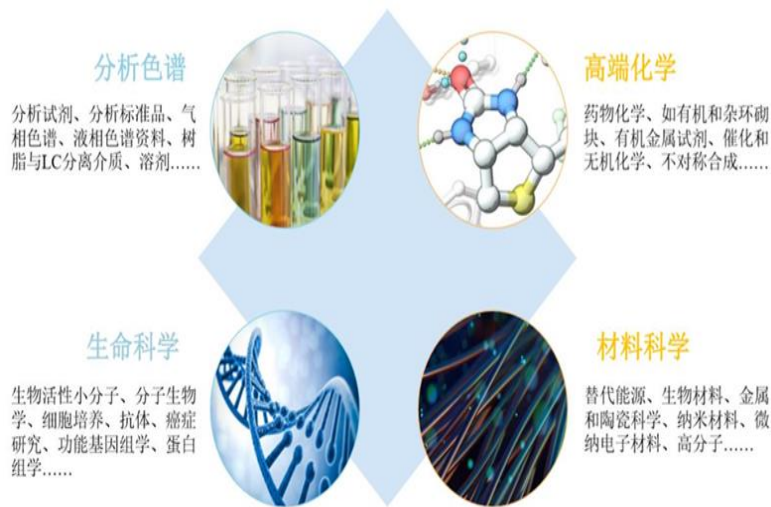


- **定位：**集研发、生产及销售为一体的科研试剂制造商，业务涵盖高端化学、生命科学、分析色谱及材料科学四大领域，同时配套少量实验耗材，是国内产品最丰富的化学试剂厂商之一。
- **核心业务：**科研试剂为公司核心业务，是国内品种最丰富的生产商之一，同时也是国内科研工作者普遍认同的国内高端试剂代表性品牌。
- **业务模式：**存货驱动模式，快速拓展现货品类及区域备货驱动销售增长。
- **特点：**“高研发投入+精细化管理”奠定了差异化策略的基础。依靠品牌效应，加速向生物领域及海外区域拓展。

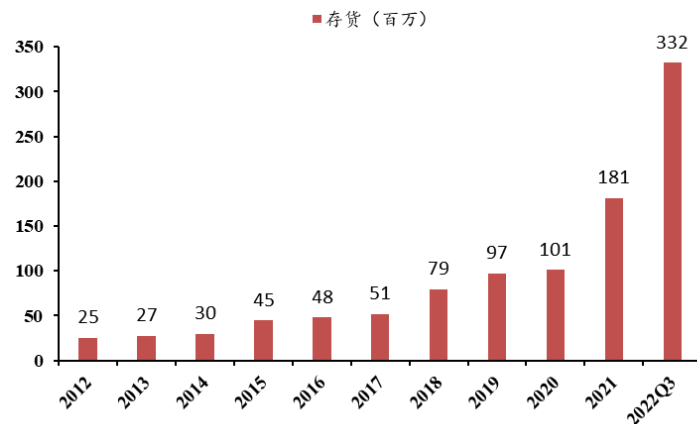
阿拉丁产品主要应用领域



阿拉丁四大核心业务板块

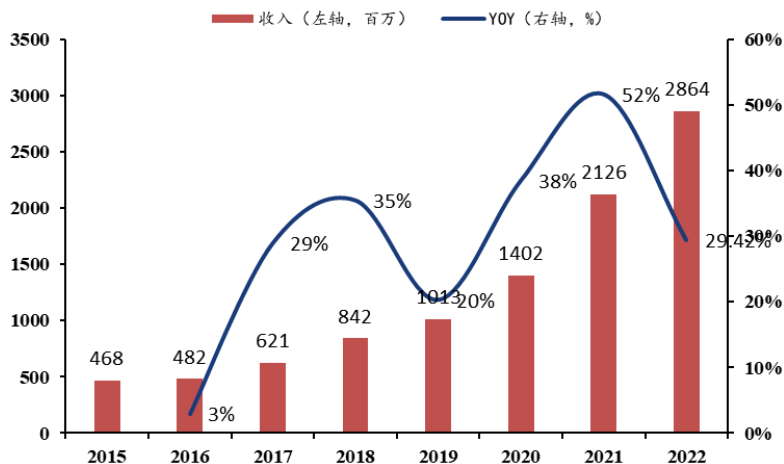


存货加速高增长

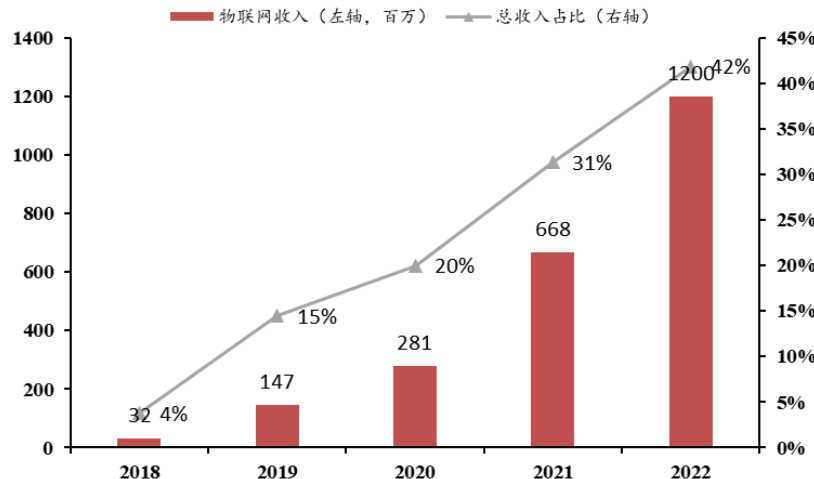


- **定位：**以生物低温制冷领域为基础，通过收购及自研的方式逐步成为生命科学和医疗健康领域数字化、一体化方案的提供商。
- **成长逻辑：**①物联网渗透率提升，瞄准多场景客户痛点，产品升级；②受政策推动，下沉三四线城市，进一步提升国内市占率；③打开海外市场，提升天花板；④横向并购整合耗材、试剂公司，拓展产品领域，加强一体化服务。

海尔生物收入及YOY



物联网收入占比



海尔生物上市后并购标的

时间	收购标的	主营业务
2019	三大伟业	血浆设备供应商
2022	金卫信	免疫规划信息化
2022	苏州康盛	实验室一次性塑料耗材
2023	厚宏智能	医疗市场自动化设备领域研发与应用

25

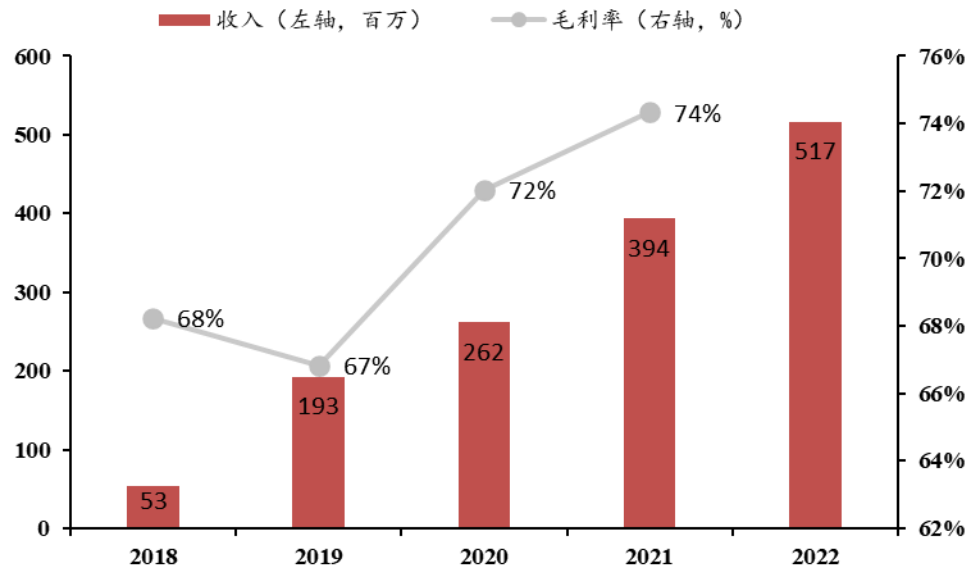
资料来源：年报，公司公告，浙商证券研究所

- **定位：**我们认为公司药康生物发展核心来源于“创新基因”。从优势基因工程小鼠模型构建平台启程，奠定自身产品创新性及稀缺性，用创新药物筛选与表型分析平台及繁育与种质保存平台丰富服务能力，持续创新、不断完善，最终打造成为品系资源数量最丰富的小鼠产品+服务平台。
- **核心竞争力：**①品类覆盖广，高效满足客户多样需求；②研发技术能力强，小鼠模型制备效率高，成本控制强，全球领先；③无菌小鼠生产平台具有行业稀缺性；④销售网络覆盖全国，海外设立美国子公司及欧洲办事处积极布局海外市场研发及生产产能。
- **成长逻辑：**①产品推动服务需求，提升长期天花板。②多点布局解决运输半径，创新产品开拓海外空间；③前瞻性布局真实世界小鼠模型技术平台，有望改变行业格局。

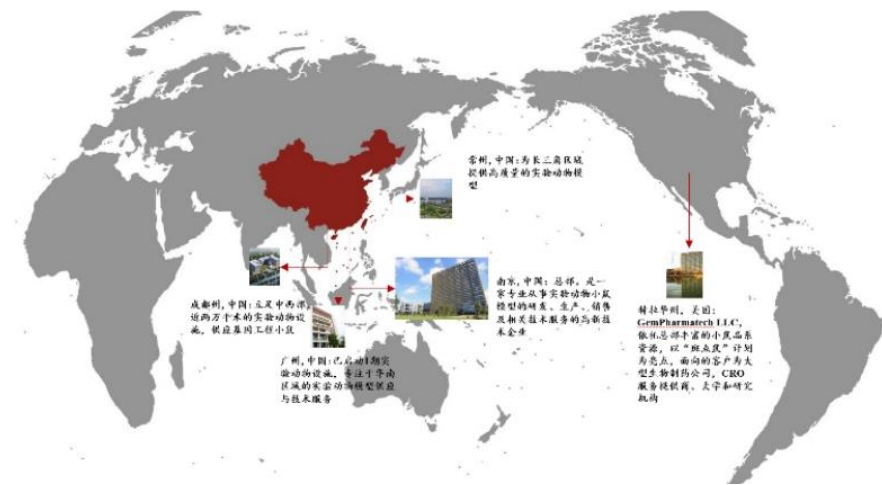
- **核心竞争力：**①品类覆盖广，高效满足客户多样需求；②研发技术能力强，小鼠模型制备效率高，成本控制强，全球领先；③无菌小鼠生产平台具有行业稀缺性；④销售网络覆盖全国，海外设立美国子公司及欧洲办事处积极布局海外市场研发及生产产能。

- **成长逻辑：**①产品推动服务需求，提升长期天花板。②多点布局解决运输半径，创新产品开拓海外空间；③前瞻性布局真实世界小鼠模型技术平台，有望改变行业格局。

药康生物收入及毛利率

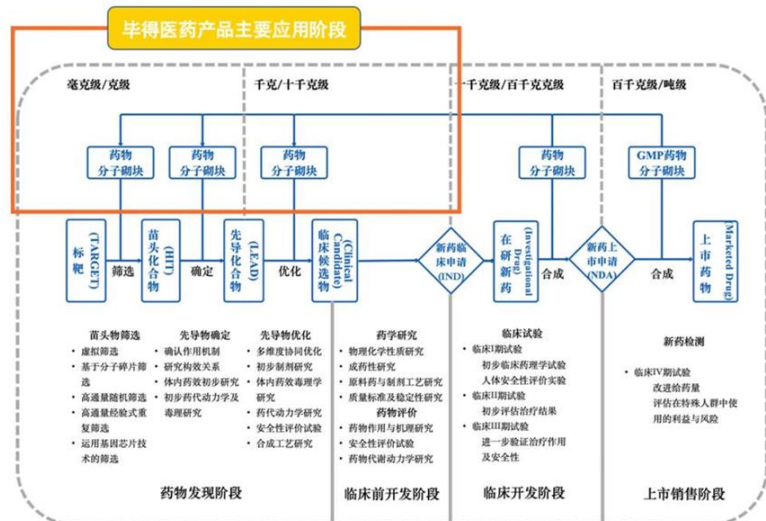


公司现有产能布局

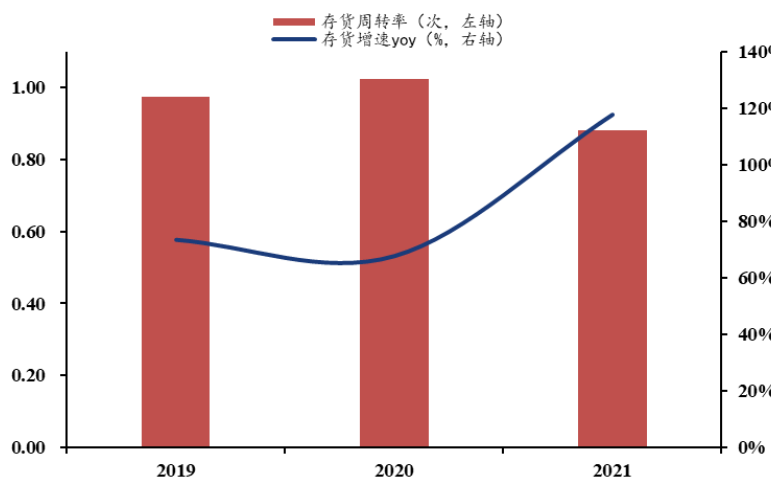


- **定位：**具备全球竞争力的产品型分子砌块供应商，采取横向发展战略，具有国内细分赛道下最高的产品、客户丰富度。
- **核心业务：**2021年分子砌块收入占比88%，科学试剂收入占比12%（催化剂、配体等），以百克级以下的产品销售为主；公司2022年海外收入占比约50%（2022H1数据）。截至2022年，公司具备合成超过30万种砌块的能力，现货库存总数超9万种，服务全球客户数超8000家。近三年公司前五大客户包括药明康德（占总收入比约10%）、Sigma-Aldrich、康龙化成等。
- **业务模式：**针对客户需求进行前瞻性备库，全球均以直销方式为主。轻资产模式，全球布局10个仓库（除2个美国仓库自建外其余都为租用）。
- **特点：**明确快速规模化发展战略，海外基因奠定了全球市场拓展的基础，存货周转效率持续优化。

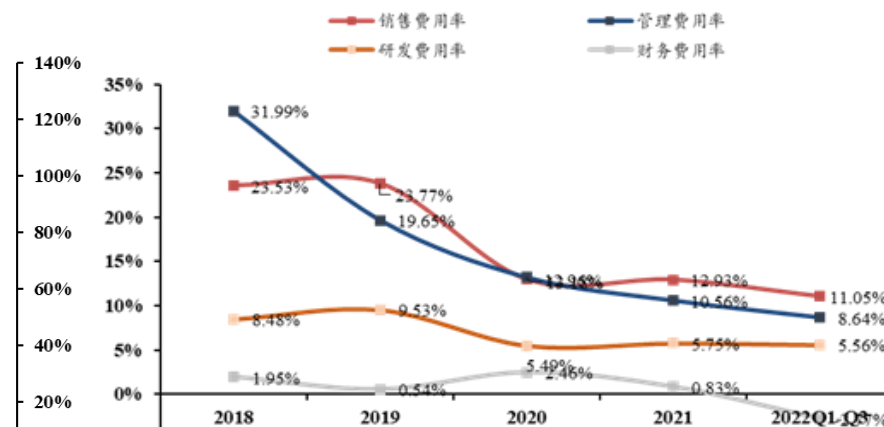
毕得医药产品主要应用阶段



存货快速扩张下周转率保持稳定



各项费用率持续优化



03

风险提示

- **技术快速更迭风险：**上游原料是技术导向的产品，下游生产工艺和应用创新的变化可能要求上游原料的技术平台更新迭代，如果公司的创新速度放缓，可能导致客户流失或产品销量下降。
- **订单确认波动性风险：**上游本质是订单制的商业模式，且考虑到主要上市公司季度利润基数相对较低，订单的季度交付可能导致公司季度利润增速波动。
- **并购整合不及预期风险：**并购可能对公司的管理整合能力要求较高，可能导致公司人员波动、短期费率上升等，进而产生商誉减值等风险。
- **核心原材料供应短缺风险：**考虑到部分最上游的医药核心原料可能来自于海外进口，如果上游供应链进口遇到问题，可能导致公司订单或项目交付延迟等。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>