

投资评级 优于大市 维持

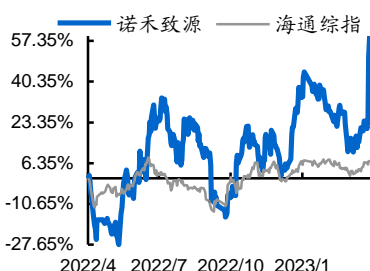
一季度营收归母有所回升, 建议关注行业恢复性增长

股票数据

04月17日收盘价(元)	37.98
52周股价波动(元)	17.91-41.76
总股本/流通A股(百万股)	400/110
总市值/流通市值(百万元)	15200/4174

相关研究

《毛利率净利率有所提升, 临床部分业务增长明显》2022.04.17

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	37.1	18.4	11.4
相对涨幅(%)	32.3	15.6	11.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 孟陆

Tel: 86 10 56760096

Email: ml13172@haitong.com

证书: S0850522070002

投资要点:

- 公司 2022 年营收 19.26 亿元 (同比增长 3.17%)**, 归母净利润 1.77 亿元 (同比下降 21.30%), 扣非归母净利润 1.54 亿元 (同比下降 12.58%)。分季度看, 公司 2022 年 Q4 营收 5.61 亿元 (同比下降 5.01%), 归母净利润 0.64 亿元 (同比下降 33.02%), 扣非归母净利润 0.49 亿元 (同比下降 35.29%)。公司 2023 年 Q1 营收 4.41 亿元 (同比增长 13.96%), 归母净利润 0.23 亿元 (同比增长 19.27%), 扣非归母净利润 0.20 亿元 (同比增长 60.88%)。
- 2022 年, 诺禾致源继续加大全球布局**, 2022 年 9 月 1 日, 诺禾致源广州实验室正式启用, 全面提升区域服务能力, 诺禾致源广州实验室是公司在华南区域第一个自建实验室, 也是严格按照诺禾致源全球科技服务实验室 SOP 要求打造的实验室。通过配备先进的小型柔性智能交付系统 Falcon II, 诺禾致源广州实验室能够完成核酸样本的检测、建库、测序和分析的自动化工作, 提高交付稳定性, 更好地服务整个华南区域及周边的客户。有效落实诺禾致源全球本土化、区域中心化部署。
- 多组学的集成解决方案协助科学家以更系统的视角迎接复杂挑战**。公司在多组学解决方案上建立了完善的服务体系, 公司已开发包括基因组、转录组、表观组、空间转录组、单细胞测序、质谱分析、基因分型等在内的全方位多组学产品。此外, 公司瞄准科研用户的最新需求, 持续开发各类组学之间的整合分析方案, 目前已具备转录组代谢组整合分析、宏基因组代谢组整合分析、转录组蛋白质组整合分析、基因组代谢组整合分析、转录组表观组整合分析、转录组翻译组整合分析、单细胞转录组及空间转录组整合分析等多类型的整合分析手段。公司在 2022 年进一步进行多组学数据的研究, 可为客户提供多种组学数据的统一管理与分析服务。
- 盈利预测与投资建议**。我们预计 23-25 年 EPS 分别为 0.70、0.94、1.26 元, 归母净利润增速为 57.1%、35.6%、33.2%, 参考可比公司估值, 考虑公司所处基因测序行业的高景气度和领先地位, 我们给予公司 2023 年 50-60 倍 PE, 对应合理价值区间 34.79-41.47 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示**: 海内外客户需求下降, 核心供应商提价, 竞争加剧导致毛利率降低等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1866	1926	2541	3332	4345
(+/-)YoY(%)	25.3%	3.2%	32.0%	31.1%	30.4%
净利润(百万元)	225	177	278	378	503
(+/-)YoY(%)	516.3%	-21.3%	57.1%	35.6%	33.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.56	0.44	0.70	0.94	1.26
毛利率(%)	42.9%	44.3%	42.7%	41.2%	41.1%
净资产收益率(%)	12.6%	9.0%	12.4%	14.4%	16.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 分项盈利预测表

项目	2022	2023E	2024E	2025E
生命科学基础科研服务 (万元)	64169.6	84703.8	110115.0	140947.2
yoy	-2.1%	32.0%	30.0%	28.0%
毛利率 (%)	54.7%	54.0%	52.0%	52.0%
医学研究与技术服务 (万元)	25257.6	34097.8	46032.1	60762.3
yoy	-7.5%	35.0%	35.0%	32.0%
毛利率 (%)	44.1%	43.0%	41.0%	41.0%
建库测序平台服务 (万元)	83524.3	112757.8	152223.0	205501.1
yoy	18.6%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利率 (%)	36.7%	35.0%	34.0%	34.0%
其他主营业务 (万元)	19526.1	22455.0	24700.5	27170.5
yoy	-15.3%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	42.6%	38.0%	38.0%	38.0%
其他业务 (万元)	85.8	107.3	134.1	167.6
yoy	-68.6%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率 (%)	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
合计 (万元)	192563.4	254121.7	333204.7	434548.8
yoy	3.2%	32.0%	31.1%	30.4%
毛利 (万元)	85267.1	108443.2	137328.6	178467.3
毛利率 (%)	44.3%	42.7%	41.2%	41.1%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	证券简称	收盘价 (单位: 元)	每股收益 (单位: 元)				市盈率 PE (单位: 倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300685	艾德生物	28.97	0.66	0.68	0.84	1.01	39.9	42.8	34.6	28.6
688114	华大智造	93.37	-	1.51	1.98	-	95.2	61.7	47.2	-
	平均值		0.66	1.10	1.41	1.01	67.6	52.2	40.9	28.6

注: 收盘价为 2023 年 4 月 17 日价格, EPS 和市盈率为 wind 一致预期

因金城医学新冠相关收入过大, 难以体现常规业务估值, 不再适合作为可比公司, 故替换为华大智造。华大智造为基因测序领域科创板上市公司, 与诺禾致源属于同一产业链, 适合作为可比公司。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1926	2541	3332	4345
每股收益	0.44	0.70	0.94	1.26	营业成本	1073	1457	1959	2561
每股净资产	4.91	5.61	6.55	7.81	毛利率%	44.3%	42.7%	41.2%	41.1%
每股经营现金流	0.76	1.54	2.57	2.93	营业税金及附加	6	8	10	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	332	432	533	674
P/E	85.76	54.59	40.25	30.22	营业费用率%	17.2%	17.0%	16.0%	15.5%
P/B	7.74	6.78	5.80	4.87	管理费用	172	229	267	348
P/S	7.89	5.98	4.56	3.50	管理费用率%	8.9%	9.0%	8.0%	8.0%
EV/EBITDA	28.06	27.83	19.25	13.72	EBIT	210	287	394	528
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-9	-13	-14	-14
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.3%
毛利率	44.3%	42.7%	41.2%	41.1%	资产减值损失	-12	0	0	0
净利润率	9.2%	11.0%	11.3%	11.6%	投资收益	10	25	33	43
净资产收益率	9.0%	12.4%	14.4%	16.1%	营业利润	212	315	427	569
资产回报率	5.8%	7.6%	8.3%	9.0%	营业外收支	-4	0	0	0
投资回报率	9.0%	11.5%	13.5%	15.1%	利润总额	209	315	427	569
盈利增长 (%)					EBITDA	348	514	745	1037
营业收入增长率	3.2%	32.0%	31.1%	30.4%	所得税	27	22	30	40
EBIT 增长率	-8.6%	36.9%	37.2%	34.2%	有效所得税率%	13.0%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润增长率	-21.3%	57.1%	35.6%	33.2%	少数股东损益	4	15	20	26
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	177	278	378	503
资产负债率	35.2%	38.4%	41.1%	43.0%					
流动比率	1.95	1.70	1.35	1.25	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.72	1.45	1.10	1.00	货币资金	851	936	903	1021
现金比率	0.82	0.68	0.50	0.43	应收账款及应收票据	599	696	685	893
经营效率指标					存货	197	307	413	540
应收账款周转天数	113.51	100.00	75.00	75.00	其它流动资产	371	404	461	521
存货周转天数	67.05	77.00	77.00	77.00	流动资产合计	2018	2343	2461	2976
总资产周转率	0.63	0.69	0.74	0.77	长期股权投资	8	8	8	8
固定资产周转率	2.88	2.65	2.04	2.01	固定资产	669	960	1637	2162
					在建工程	16	27	62	97
					无形资产	50	52	55	54
					非流动资产合计	1030	1342	2065	2633
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3048	3685	4527	5609
净利润	177	278	378	503	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	4	15	20	26	应付票据及应付账款	132	323	435	568
非现金支出	180	227	351	509	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-2	-25	-33	-43	其它流动负债	901	1053	1386	1805
营运资金变动	-55	123	313	177	流动负债合计	1033	1376	1821	2373
经营活动现金流	304	618	1029	1171	长期借款	0	0	0	0
资产	-213	-527	-1063	-1064	其它长期负债	40	40	40	40
投资	-145	-32	-32	-32	非流动负债合计	40	40	40	40
其他	9	25	33	43	负债总计	1073	1416	1860	2413
投资活动现金流	-349	-534	-1062	-1053	实收资本	400	400	400	400
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1965	2243	2621	3124
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	11	25	45	72
其他	-45	0	0	0	负债和所有者权益合计	3048	3685	4527	5609
融资活动现金流	-45	0	0	0					
现金净流量	-64	84	-33	119					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
孟陆 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物,康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。