

海外业务增长亮眼，国内经历短期波动不改长期快速发展趋势

——艾德生物年报点评

核心观点

- **公司年报业绩符合预期，海外业务增长表现亮眼。**2022 年公司全年实现营业收入 8.42 亿元，同比-8.16%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.64 亿元，同比+10.09%，扣非后归母净利润为 1.57 亿元，同比-27.21%。单 Q4 来看，公司实现营业收入 2.43 亿元，同比-10.46%，实现归母净利润 3959 万元，同比-37.18%。受国内疫情散发及 Q4 全面放开等影响，公司检测试剂、检测服务等业务受下游需求骤降等影响有所下滑，虽然经历短期波动，但相关业务进展顺利，公司长期增长趋势没有改变。公司持续聚焦肿瘤精准医疗检测技术的创新和产品转化，扎实推进国际化战略，海外收入增长亮眼、药企合作硕果累累，其中海外市场实现营业收入 1.45 亿元，同比+37.74%，药企临床研究服务业务实现营业收入 8604 万元，同比+58.81%，且新产品 PCR-11 基因、PD-L1 等市场拓展顺利，为公司 2023 年的发展奠定坚实基础。
- **研发投入精准有效，长期发展值得期待。**2022 年度公司在经营业绩承压情况下，继续保持较高研发投入，合计投入金额 1.75 亿元，同比+11.79%，营业收入占比达到 20.72%，持续保持高位。截至 2022 年底公司基于 ADx-ARMS®、Super-ARMS®、ddCapture®、ADx-Handle®、NGS 平台技术，自主研发并在国内获批 24 种单基因及多基因肿瘤检测产品，其中多个产品目前仍是国内独家获批产品，伴随诊断产品 ROS1、PCR-11 基因在日本等国家获批并纳入当地医保，2022 年间新增发明专利 5 项，共拥有发明专利 49 项，为长期发展不断奠定坚实基础。此外，公司基于自主知识产权专利技术的优势，以检测试剂为核心，打造了从上游的样本处理/核酸提取，到下游的自动报告和数据管理系统的肿瘤精准检测整体解决方案，助力精准医疗快速发展。
- **全球化布局成效显著，药企合作逐步进入收获期。**公司积极参与国际竞争，与海外肿瘤专家、医疗机构、中心实验室、药企保持紧密合作，持续推进海外产品注册和市场转入，在深耕东亚和欧盟市场基础上，进一步向东南亚、中东、南美等市场拓展。另外，公司持续推进以伴随诊断赋能原研药物临床的药企合作业务，推动更多、更好的治疗方式服务患者，目前与阿斯利康、皮尔法伯、和黄医药、百济神州等多家知名药企达成新的伴随诊断合作，占据了伴随诊断的高地，把握了未来市场的创新源头，逐步进入快速增长收获期。

盈利预测与投资建议

- 由于 2022 年疫情影响国内常规业务增长，我们下调了检测试剂及检测服务收入增速，调高药企合作业务收入增速，调整 2023-25 年归母净利润预测为 2.72/3.55/4.41（原预测 23-24 年为 4.14/5.22）亿元。根据可比公司给予 23 年 44 倍 PE，对应的目标价为 29.92 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 新产品推广不及预期、海外地缘政治影响国际拓展、药企合作业务进展不及预期等

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	917	842	1,108	1,415	1,818
同比增长(%)	25.9%	-8.2%	31.5%	27.7%	28.5%
营业利润(百万元)	253	288	302	395	490
同比增长(%)	25.3%	13.6%	5.1%	30.7%	24.1%
归属母公司净利润(百万元)	240	264	272	355	441
同比增长(%)	32.9%	10.1%	3.1%	30.7%	24.1%
每股收益(元)	0.60	0.66	0.68	0.89	1.11
毛利率(%)	84.4%	82.4%	84.3%	84.2%	84.1%
净利率(%)	26.1%	31.3%	24.5%	25.1%	24.3%
净资产收益率(%)	19.2%	18.4%	16.1%	17.5%	18.4%
市盈率	49.1	44.6	43.2	33.1	26.6
市净率	8.6	7.8	6.3	5.3	4.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	增持 (维持)
股价 (2023 年 04 月 17 日)	28.97 元
目标价格	29.92 元
52 周最高价/最低价	35.24/20.68 元
总股本/流通 A 股 (万股)	39,816/39,755
A 股市值 (百万元)	11,535
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023 年 04 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.91	1.15	0.52	3.43
相对表现	2.82	-3.66	0.23	4.37
沪深 300	1.09	4.81	0.29	-0.94



证券分析师

刘恩阳	01066218100*828 liuenyang@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860519040001 香港证监会牌照: BSW684
裴晓鹏	peixiaopeng@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860522100002

相关报告

业绩符合预期，长期发展值得期待：—— 艾德生物年报点评	2022-04-12
业绩符合预期，高研发投入值得期待：—— 艾德生物三季报点评	2021-10-26

表 1：可比公司估值表（2023/4/17 收盘价）

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
睿昂基因	688217	45.95	0.73	1.11	1.52	63.10	41.50	30.27
诺禾致源	688315	37.98	0.44	0.67	0.89	85.75	56.35	42.89
纳微科技	688690	52.80	0.69	1.02	1.48	77.01	51.98	35.63
迈瑞医疗	300760	313.26	8.03	9.72	11.75	39.00	32.24	26.67
普门科技	688389	29.01	0.59	0.78	1.03	49.17	37.18	28.17
	最大值					85.75	56.35	42.89
	最小值					39.00	32.24	26.67
	平均数					62.81	43.85	32.73
	调整后平均					63	44	31

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整后对比表

主要财务信息	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,570	2,089	1,108	1,415	1,818
变动幅度			-29.4%	-32.3%	
营业利润(百万元)	466	586	307	402	496
变动幅度			-34.2%	-31.5%	
归属母公司净利润(百万元)	414	522	283	374	459
变动幅度			-31.6%	-28.4%	
每股收益（元）	1.87	2.35	0.68	0.89	1.11
变动幅度			-63.5%	-62.0%	
毛利率(%)	84.2%	83.5%	84.3%	84.2%	84.1%
变动幅度			0.1%	0.7%	
净利率(%)	26.4%	25.0%	24.5%	25.1%	24.3%
变动幅度			-1.9%	0.1%	
分产品收入拆分					
检测试剂					
销售收入（百万元）	1,122	1,440	786	997	1,276
变动幅度			-29.9%	-30.8%	
毛利率	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%
变动幅度			0.0%	0.0%	
检测服务					
销售收入（百万元）	349	523	189	246	319
变动幅度			-45.8%	-53.0%	
毛利率	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变动幅度			0.0%	0.0%	
其他服务					
销售收入（百万元）	15	20	12	15	19
变动幅度			-19.3%	-22.3%	
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
变动幅度			0.0%	0.0%	
技术服务					
销售收入（百万元）	85	106	120	157	204
变动幅度			42.2%	48.0%	
毛利率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
变动幅度			0.0%	0.0%	
合计	1,570	2,089	1,108	1,415	1,818
变动幅度			-29.5%	-32.3%	
综合毛利率	84.2%	83.5%	84.3%	84.2%	84.1%
变动幅度			0.1%	0.7%	

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	403	495	833	1,017	1,237	营业收入	917	842	1,108	1,415	1,818
应收票据、账款及款项融资	432	462	468	597	767	营业成本	143	148	174	223	288
预付账款	3	8	11	14	18	营业税金及附加	4	4	7	8	11
存货	32	33	57	74	95	营业费用	303	304	373	467	600
其他	326	288	280	269	270	管理费用及研发费用	221	237	273	345	454
流动资产合计	1,196	1,285	1,649	1,971	2,387	财务费用	7	(30)	(3)	(6)	(8)
长期股权投资	68	59	80	80	80	资产、信用减值损失	11	9	9	9	9
固定资产	203	200	232	260	283	公允价值变动收益	6	7	2	2	2
在建工程	0	3	11	16	20	投资净收益	2	(5)	5	5	5
无形资产	19	47	46	46	45	其他	18	115	20	20	20
其他	34	57	24	23	22	营业利润	253	288	302	395	490
非流动资产合计	324	366	393	424	450	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	1,520	1,651	2,042	2,395	2,836	营业外支出	1	2	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	252	286	302	395	490
应付票据及应付账款	24	21	52	67	86	所得税	13	22	30	39	49
其他	111	71	61	71	87	净利润	239	264	272	355	441
流动负债合计	135	92	113	138	173	少数股东损益	(1)	1	0	0	0
长期借款	0	47	47	47	47	归属于母公司净利润	240	264	272	355	441
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.60	0.66	0.68	0.89	1.11
其他	15	13	13	13	13						
非流动负债合计	15	59	59	59	59	主要财务比率					
负债合计	150	151	172	197	233		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	5	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	222	398	398	398	398	营业收入	25.9%	-8.2%	31.5%	27.7%	28.5%
资本公积	426	170	270	270	270	营业利润	25.3%	13.6%	5.1%	30.7%	24.1%
留存收益	716	929	1,201	1,530	1,935	归属于母公司净利润	32.9%	10.1%	3.1%	30.7%	24.1%
其他	(0)	2	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,370	1,500	1,870	2,198	2,604	毛利率	84.4%	82.4%	84.3%	84.2%	84.1%
负债和股东权益总计	1,520	1,651	2,042	2,395	2,836	净利率	26.1%	31.3%	24.5%	25.1%	24.3%
						ROE	19.2%	18.4%	16.1%	17.5%	18.4%
						ROIC	19.8%	16.3%	15.5%	16.8%	17.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	9.9%	9.2%	8.4%	8.2%	8.2%
净利润	239	264	272	355	441	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	35	(146)	6	12	18	流动比率	8.85	13.97	14.62	14.27	13.76
财务费用	7	(30)	(3)	(6)	(8)	速动比率	8.61	13.62	14.11	13.74	13.22
投资损失	(2)	5	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(161)	(71)	(8)	(123)	(164)	应收账款周转率	2.3	1.9	2.4	2.6	2.6
其它	51	127	31	1	1	存货周转率	5.3	4.5	3.9	3.4	3.4
经营活动现金流	168	149	292	233	283	总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
资本支出	(67)	118	(43)	(43)	(43)	每股指标(元)					
长期投资	3	9	(21)	0	0	每股收益	0.60	0.66	0.68	0.89	1.11
其他	(179)	(167)	7	19	7	每股经营现金流	0.76	0.37	0.73	0.59	0.71
投资活动现金流	(243)	(40)	(58)	(24)	(36)	每股净资产	3.43	3.77	4.70	5.52	6.54
债权融资	3	49	0	(3)	0	估值比率					
股权融资	52	(80)	100	0	0	市盈率	49.1	44.6	43.2	33.1	26.6
其他	(102)	(90)	3	(21)	(27)	市净率	8.6	7.8	6.3	5.3	4.5
筹资活动现金流	(46)	(121)	103	(25)	(27)	EV/EBITDA	37.4	98.6	36.3	27.6	22.1
汇率变动影响	(10)	25	-0	-0	-0	EV/EBIT	42.4	42.9	36.9	28.4	22.9
现金净增加额	(131)	13	338	184	220						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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。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作出邀请。

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。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。