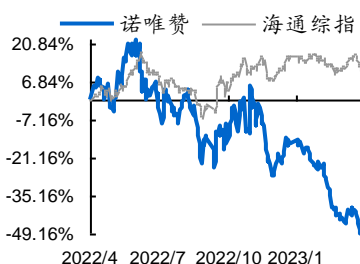


**投资评级 优于大市 维持**
**常规业务稳步增长，大规模投入影响短期经营业绩**
**股票数据**

05月05日收盘价(元)	34.73
52周股价波动(元)	34.30-90.00
总股本/流通A股(百万股)	400/167
总市值/流通市值(百万元)	14808/6170

**相关研究**

《常规业务稳定增长，推进成长性业务销售转化》2022.09.19

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.0	-33.6	-38.7
相对涨幅(%)	-9.7	-32.6	-35.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:yw9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婷

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@haitong.com

**投资要点:**

- **事件:** 公司公告 2022 年年报, 实现营业收入 35.69 亿元 (+91.00%), 归母净利润 5.94 亿元 (-12.39%), 扣非归母净利润 5.97 亿元 (-7.28%), 利润同比下滑, 一方面受产品价格降低和产品销售结构变动影响毛利率下降 12.43pcts, 另一方面是公司对新冠抗原检测试剂盒相关车间、设备和物料计提了减值。

- **点评:**

- **期间费用大幅增长, 规模效应减小后经营业绩或短期承压。** 2022 年, 公司的研发费用、管理费用和销售费用同比增长率均超过 60%, 主要是公司针对技术与产品研发、人员规模、市场覆盖率、市场拓展及宣传等方面投入持续增加。2022 年新冠相关的产品和服务带来的收入为 25.55 亿元, 占总体收入的 71.59%, 随着 22 年 12 月份我国调整防疫政策, 新冠相关产品需求急剧下降, 我们预计会对公司表观收入有较大影响, 同时短期内大规模投入也将使得公司经营业绩短期承压。23Q1 公司实现营业收入 3.02 亿元 (-69.02%), 归母净利润-5062.33 万元, 扣非归母净利润-7512.58 万元。

- **生命科学业务持续拓展, 生物医药客户快速增长。** 公司常规业务涵盖科研试剂、测序试剂、诊断原料、诊断试剂及仪器、CRO 服务等, 2022 年实现收入 10.14 亿元 (+41.03%)。公司继续围绕生命科学、体外诊断、生物医药三大业务板块开展业务: 1) 生命科学: 截至 22 年底累计开发出超过 1000 种生物试剂, 在原有业务有序开展的基础上, 拓展注塑耗材业务; 2) 生物医药: 围绕新药研发试剂/疫苗评价试剂、疫苗临床 CRO 服务、疫苗原料三大产品线与服务, 22 年客户数量同比增长超过 60%, 客单价与复购率不断提升; 3) 体外诊断: 终端客户覆盖了 2200 家医疗机构, 不断完善心脑血管、炎症感染、优生优育、胃功能等 8 大体外诊断产品系列。

- **着力提升老客户覆盖、新客户新业务拓展。** 2022 年, 公司研发人员数量增长 83.44%, 销售人员数量增长 32.51%, 我们认为公司过去几年加大了对客户覆盖的广度, 未来将依托不断新增的 SKU 数量和类别, 着力提升对客户覆盖的深度, 向已有客户导入更多的产品, 提高单客户采购金额。同时, 公司还在持续打开成长天花板, 新业务方面, 公司在生科领域新布局了耗材和设备; 新市场方面, 公司持续开拓海外市场; 新客户方面, 公司适时向工业客户拓展。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1869	3569	1409	1859	2405
(+/-)YoY(%)	19.4%	91.0%	-60.5%	31.9%	29.4%
净利润(百万元)	678	594	204	360	574
(+/-)YoY(%)	-17.5%	-12.4%	-65.6%	75.9%	59.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.70	1.49	0.51	0.90	1.43
毛利率(%)	81.2%	68.9%	83.3%	83.7%	83.9%
净资产收益率(%)	16.4%	12.9%	2.9%	4.9%	7.3%

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

- **盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 2.04/3.60/5.74 亿元, 同比分别增长 -65.6%/75.9%/59.5%, 对应 EPS 分别为 0.51/0.90/1.43 元。公司是分子类试剂的领跑者, 剔除新冠相关业务影响后, 主营科研用试剂、核酸诊断用试剂和测序试剂均有望保持良好的增长。我们给予公司 2023 年 65-75X PE, 对应合理价值区间为 33.22-38.34 元 (对应 2023 年 PEG 为 0.96-1.11X, PS 为 9.43-10.88X, PB 为 1.91-2.20X, 参考可比公司, 我们认为处于合理水平), 继续维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 进口替代不及预期的风险, 新冠疫情的不确定性风险, 市场竞争加剧的风险, 新项目进展不及预期的风险。

表 1 诺唯赞收入分拆 (百万元)

报告期		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总表	营业收入 (百万元)	268.38	1564.45	1868.63	3568.98	1409.22	1858.53	2404.69
	增速 (%)	57.1%	482.9%	19.4%	91.0%	-60.5%	31.9%	29.4%
	营业成本 (百万元)	42.08	133.60	350.93	1110.67	235.11	303.56	386.12
	毛利率 (%)	84.3%	91.5%	81.2%	68.9%	83.3%	83.7%	83.9%
生物试剂	收入 (百万元)	238.05	996.24	1374.07	2010.31	1100.14	1464.30	1915.40
	增速 (%)	51.3%	318.5%	37.9%	46.3%	-45.3%	33.1%	30.8%
	毛利率 (%)	90.7%	95.5%	81.2%	86.5%	92.0%	92.0%	92.0%
POCT 诊断试剂	收入 (百万元)	27.80	560.19	429.44	1436.87	131.23	164.03	196.84
	增速 (%)	326.1%	1914.8%	-23.3%	234.6%	-90.9%	25.0%	20.0%
	毛利率 (%)	39.8%	84.9%	51.2%	45.1%	42.0%	42.0%	42.0%
POCT 诊断仪器	收入 (百万元)	1.33	2.58	9.44	15.73	20.45	26.59	34.57
	增速 (%)	51.3%	93.6%	266.6%	66.7%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率 (%)	-40.7%	2.8%	7.2%	-12.2%	5.0%	5.0%	5.0%
技术服务	收入 (百万元)			51.90	102.26	153.39	199.41	249.26
	增速 (%)				97.0%	50.0%	30.0%	25.0%
	毛利率 (%)			67.5%	68.8%	69.0%	69.0%	69.0%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)				市盈率 (X)			PEG (X)	PS (X)	PB (X)	
		2023/5/5	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2023E	2023E
301047	义翘神州	100.11	2.66	2.39	2.96	3.38	37.62	41.94	33.82	29.63	2.21	21.12	1.95
301080	百普赛斯	99.88	1.70	2.91	3.78	4.81	58.83	34.30	26.43	20.75	1.20	13.54	2.91
688133	泰坦科技	126.20	1.58	2.65	3.74	5.33	79.87	47.55	33.70	23.68	1.14	3.02	4.02
688179	阿拉丁	33.06	0.65	0.94	1.25	1.67	50.86	35.32	26.45	19.84	1.06	9.58	4.39
	均值						56.79	39.78	30.10	23.48	1.40	11.82	3.32

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 1、收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, EPS 为 wind 一致预期; 2、g 取 2023-2025 年复合增长率

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3569</b>	<b>1409</b>	<b>1859</b>	<b>2405</b>
每股收益	1.49	0.51	0.90	1.43	营业成本	1111	235	304	386
每股净资产	11.52	17.43	18.33	19.77	毛利率%	68.9%	83.3%	83.7%	83.9%
每股经营现金流	1.84	1.45	0.75	1.31	营业税金及附加	19	7	9	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	522	366	465	577
P/E	23.38	67.95	38.64	24.22	营业费用率%	14.6%	26.0%	25.0%	24.0%
P/B	3.01	1.99	1.89	1.76	管理费用	297	225	279	313
P/S	3.89	9.86	7.47	5.78	管理费用率%	8.3%	16.0%	15.0%	13.0%
EV/EBITD	18.72	37.90	22.69	14.13	EBIT	0	214	380	617
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-15	-13	-19	-21
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.4%	-1.0%	-1.0%	-0.9%
毛利率	68.9%	83.3%	83.7%	83.9%	资产减值损失	-528	-75	-45	-35
净利润率	16.7%	14.5%	19.3%	23.9%	投资收益	42	16	22	28
净资产收益率	12.9%	2.9%	4.9%	7.3%	<b>营业利润</b>	<b>717</b>	<b>227</b>	<b>400</b>	<b>637</b>
资产回报率	9.9%	2.7%	4.5%	6.7%	营业外收支	-108	0	0	0
投资回报率	0.0%	2.7%	4.5%	6.9%	<b>利润总额</b>	<b>609</b>	<b>227</b>	<b>400</b>	<b>637</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITD	217	271	447	694
营业收入增长率	91.0%	-60.5%	31.9%	29.4%	所得税	16	23	40	64
EBIT 增长率	-100.0%	—	77.8%	62.3%	有效所得税率%	2.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	-12.4%	-65.6%	75.9%	59.5%	少数股东损益	-1	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>594</b>	<b>204</b>	<b>360</b>	<b>574</b>
资产负债率	23.2%	7.1%	7.4%	7.7%					
流动比率	3.96	20.17	17.67	15.78	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	3.58	19.93	17.31	15.36	货币资金	1545	3820	3934	4277
现金比率	1.34	13.03	11.23	10.07	应收账款及应收票据	838	280	384	502
<b>经营效率指标</b>					存货	364	56	108	155
应收账款周转天数	85.71	72.64	75.38	76.19	其它流动资产	1818	1759	1764	1770
存货周转天数	119.70	204.10	183.94	179.95	流动资产合计	4565	5916	6190	6705
总资产周转率	0.59	0.19	0.23	0.28	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	8.67	2.53	2.69	2.94	固定资产	411	557	692	817
					在建工程	69	69	69	69
					无形资产	50	58	66	74
					非流动资产合计	1440	1593	1736	1869
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>6005</b>	<b>7509</b>	<b>7926</b>	<b>8574</b>
净利润	594	204	360	574	短期借款	272	0	0	0
少数股东损益	-1	0	0	0	应付票据及应付账款	319	75	92	116
非现金支出	839	132	112	112	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-83	-16	-22	-28	其它流动负债	563	219	258	309
营运资金变动	-615	261	-148	-132	流动负债合计	1154	293	350	425
<b>经营活动现金流</b>	<b>735</b>	<b>581</b>	<b>302</b>	<b>526</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-947	-210	-210	-210	其它长期负债	239	239	239	239
投资	-67	0	0	0	非流动负债合计	239	239	239	239
其他	62	16	22	28	<b>负债总计</b>	<b>1393</b>	<b>532</b>	<b>589</b>	<b>664</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-952</b>	<b>-194</b>	<b>-188</b>	<b>-182</b>	实收资本	400	400	400	400
债权募资	216	-272	0	0	归属于母公司所有者权益	4609	6974	7333	7907
股权募资	0	2161	0	0	少数股东权益	3	3	3	3
其他	-137	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6005</b>	<b>7509</b>	<b>7926</b>	<b>8574</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>79</b>	<b>1888</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-133</b>	<b>2275</b>	<b>114</b>	<b>344</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 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  
郑琴 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, 诺禾致源, 普瑞眼科, 以岭药业, 博腾股份, 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。