

**投资评级 优于大市 维持**

## 药企合作再有突破，海外业务表现突出

### 股票数据

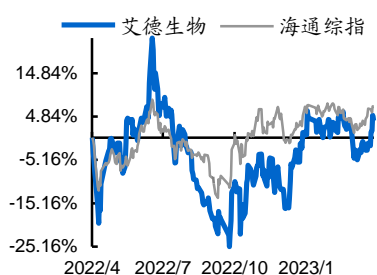
04月17日收盘价(元)	28.97
52周股价波动(元)	20.68-52.19
总股本/流通A股(百万股)	398/398
总市值/流通市值(百万元)	11535/11517

### 相关研究

《短期业绩受疫情影响，长期稳健发展可期》  
2022.08.07

《短期业绩受疫情影响，持续开展与药企的CDx合作打开成长空间》2022.04.25

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.2	1.8	0.5
相对涨幅(%)	-3.7	-1.0	0.2

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:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婧

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 8.42 亿元 (-8.16%), 归母净利润 2.64 亿元 (+10.09%), 扣非归母净利润 1.57 亿元 (-27.21%), 非经常性损益对利润的影响额为 1.07 亿元, 主要是 2022 年公司完成了 SDC2 产品及转让知识产权相关的资料交付, 确认了资产处置收益。分季度来看, 单 Q4 实现营业收入 2.43 亿元 (-10.46%), 归母净利润 0.40 亿元 (-37.18%), 扣非归母净利润 0.36 亿元 (-33.45%)。
- 点评:**
  - 分产品来看, 2022 年公司实现检测试剂收入 6.11 亿元 (-12.54%), 我们预计疫情对院内诊疗量有较大影响, 成功研发获批 24 种单基因及多基因肿瘤检测产品; 实现检测服务收入 1.35 亿元 (-12.85%), 下属两家检验所具备全线条开展细胞病理、组织病理、分子病理临检服务的资质和能力, 可根据不同项目选择最优的技术平台进行 LDT 产品设计与开发, 满足药企、科研机构的多种需求; 实现药物临床研究服务收入 8603.84 万元 (+58.81%), 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, 在 PCR、NGS、IHC、FISH 等各技术平台均有成功的伴随诊断产品开发及注册经验。
  - 在国内, 公司建有覆盖国内头部 500 多家医院的直销网络, 直销团队 400 余人, 负责国内市场营销服务工作, 2022 年公司国内业务实现营业收入 6.97 亿元 (-14.12%), 随着疫情防控措施的优化, 我们预计院内的诊疗将逐步恢复, 带动院内检测量的提升; 在国外, 公司在日本、新加坡、欧洲、南美、“一带一路”沿线国家等重点海外市场招聘了本地员工, 在深耕东亚和欧盟市场的基础上, 进一步向东南亚、中东、南美等市场拓展, 2022 年公司国际业务实现营业收入 1.45 亿元 (+37.74%), PCR-11 基因产品中的七个靶点已在日本获批伴随诊断, 纳入日本医保后市场推广卓有成效。
  - 公司在夯实 PCR 多基因产品、NGS10 基因、BRCA1/2 等各癌种战略产品的医院准入工作的同时, 推进新产品在多家医院的预实验及准入工作。此外, 公司高度重视研发团队的打造和研发创新的投入, 选择最合适的技术平台进行产品研发转化, 按照 III 类 IVD 产品的开发标准, 储备了丰富的 LDT 产品线并正在进行注册报批, 如指导卵巢癌/前列腺癌/胰腺癌/乳腺癌 PARP 抑制剂用药的 HRR、HRD 产品, 指导泛癌种靶向治疗检测的 Classic Panel, 满足泛癌种多组学检测需求的 Master Panel, 以及多款分子分型、辅助诊断和肿瘤早测产品。随着产品管线的不断拓展, 我们认为公司的业绩有望继续维持稳健增长。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	917	842	1054	1297	1595
(+/-)YoY(%)	25.9%	-8.2%	25.1%	23.1%	23.0%
净利润(百万元)	240	264	248	318	401
(+/-)YoY(%)	32.9%	10.1%	-6.0%	28.2%	26.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.60	0.66	0.62	0.80	1.01
毛利率(%)	84.4%	82.4%	82.7%	82.9%	83.1%
净资产收益率(%)	17.6%	17.6%	14.3%	15.5%	16.3%

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 年的归母净利润分别为 2.48/3.18/4.01 亿元, EPS 分别为 0.62/0.80/1.01 元。公司在肿瘤伴随诊断领域的产品布局具有领先和创新优势,新产品的研发布局以及与国内外头部药企的伴随诊断合作有望持续打开公司的天花板,同时公司稳步推进国际化战略,夯实海外产品注册和市场准入,完善海外渠道。考虑到疫情防控措施优化后公司检测量有望快速恢复,我们给予公司 2023 年 38-48X PE,对应合理价值区间为 23.67-29.90 元(对应 PB 为 5.43-6.86X,对应 PS 为 8.94-11.30X,参考可比公司,我们认为估值处于合理水平),维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧,新产品上市推广不及预期,产品研发及注册风险。

**表 1 艾德生物收入分项**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	728.39	917.11	842.18	1053.57	1296.96	1595.26
yoy	25.9%	25.9%	-8.2%	25.1%	23.1%	23.0%
毛利率	87.0%	84.4%	82.4%	82.7%	82.9%	83.1%
检测试剂收入 (百万元)	564.51	699.04	611.39	767.04	954.36	1184.82
yoy	18.0%	23.8%	-12.5%	25.5%	24.4%	24.1%
毛利率	91.7%	91.7%	89.8%	89.8%	89.8%	89.8%
检测服务收入 (百万元)	116.10	154.98	135.00	162.01	186.31	214.25
yoy	44.8%	33.5%	-12.9%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	69.6%	60.2%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
药物临床研究服务收入 (百万元)	42.67	54.18	86.04	111.85	139.81	174.77
yoy	125.9%	27.0%	58.8%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	78.3%	67.7%	72.9%	72.0%	72.0%	72.0%
其他业务收入 (百万元)	5.12	8.91	9.75	12.68	16.48	21.43
yoy	556.4%	74.0%	9.5%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	34.5%	34.9%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值**

股票代码	上市公司	收盘价 (元)		每股收益 (元)			PE (X)		PB (X)	PS (X)
		2023/4/17	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E	2023E
603882	金城医学	85.17	6.42	4.86	5.13	13.27	17.53	16.61	3.66	2.98
300760	迈瑞医疗	313.26	8.03	9.72	11.75	39.00	32.24	26.67	8.93	10.25
603658	安图生物	60.26	2.11	2.73	3.45	28.58	22.11	17.47	3.79	5.95
	均值					26.95	23.96	20.25	5.46	6.39

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 4 月 17 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 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>842</b>	<b>1054</b>	<b>1297</b>	<b>1595</b>
每股收益	0.66	0.62	0.80	1.01	营业成本	148	183	222	269
每股净资产	3.77	4.36	5.16	6.16	毛利率%	82.4%	82.7%	82.9%	83.1%
每股经营现金流	0.37	0.80	0.47	1.00	营业税金及附加	4	5	6	8
每股股利	0.14	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	304	358	437	534
P/E	43.73	46.51	36.28	28.79	营业费用率%	36.1%	34.0%	33.7%	33.5%
P/B	7.69	6.65	5.62	4.70	管理费用	62	79	97	120
P/S	13.70	10.94	8.88	7.22	管理费用率%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
EV/EBITDA	47.01	34.53	27.72	21.74	EBIT	161	268	338	425
股息率%	<b>0.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-30	-3	-5	-7
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-3.6%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
毛利率	82.4%	82.7%	82.9%	83.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	31.3%	23.5%	24.5%	25.1%	投资收益	-5	0	1	2
净资产收益率	17.6%	14.3%	15.5%	16.3%	<b>营业利润</b>	<b>288</b>	<b>271</b>	<b>344</b>	<b>433</b>
资产回报率	16.0%	12.7%	13.8%	14.6%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	9.6%	13.7%	14.8%	15.7%	<b>利润总额</b>	<b>286</b>	<b>271</b>	<b>344</b>	<b>433</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	215	314	386	476
营业收入增长率	-8.2%	25.1%	23.1%	23.0%	所得税	22	23	27	33
EBIT 增长率	-36.5%	66.4%	25.8%	25.9%	有效所得税率%	7.6%	8.6%	7.7%	7.6%
净利润增长率	10.1%	-6.0%	28.2%	26.0%	少数股东损益	1	0	0	-1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>264</b>	<b>248</b>	<b>318</b>	<b>401</b>
资产负债率	9.2%	11.4%	10.8%	10.8%					
流动比率	13.97	9.69	10.18	10.06	<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	13.25	9.23	9.72	9.62	货币资金	495	751	888	1233
现金比率	5.38	4.58	4.68	5.22	应收账款及应收票据	462	502	692	780
<b>经营效率指标</b>					存货	33	43	50	63
应收账款周转天数	188.28	162.72	164.68	165.02	其它流动资产	295	293	300	302
存货周转天数	79.29	74.33	74.84	75.41	流动资产合计	1285	1588	1930	2378
总资产周转率	0.53	0.58	0.61	0.63	长期股权投资	59	59	59	59
固定资产周转率	4.17	5.41	7.13	9.62	固定资产	200	189	175	157
					在建工程	3	3	3	3
					无形资产	47	63	79	95
					非流动资产合计	366	370	372	371
<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>1651</b>	<b>1959</b>	<b>2302</b>	<b>2749</b>
净利润	264	248	318	401	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	1	0	0	-1	应付票据及应付账款	21	33	33	47
非现金支出	62	45	48	51	预收账款	1	1	1	1
非经营收益	-105	2	1	1	其它流动负债	70	130	156	188
营运资金变动	-73	25	-179	-56	流动负债合计	92	164	190	236
<b>经营活动现金流</b>	<b>149</b>	<b>320</b>	<b>188</b>	<b>396</b>	长期借款	47	47	47	47
资产	-26	-50	-50	-50	其它长期负债	13	13	13	13
投资	-23	0	0	0	非流动负债合计	59	59	59	59
其他	10	0	1	2	<b>负债总计</b>	<b>151</b>	<b>223</b>	<b>249</b>	<b>296</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-40</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>	实收资本	398	398	398	398
债权募资	49	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1500	1736	2054	2454
股权募资	0	-12	0	0	少数股东权益	0	0	-1	-1
其他	-170	-2	-2	-2	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1651</b>	<b>1959</b>	<b>2302</b>	<b>2749</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-121</b>	<b>-14</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>13</b>	<b>256</b>	<b>137</b>	<b>345</b>					

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  
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,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
<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; <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。	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。