

2023年04月13日
诺禾致源(688315.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

医疗服务

海外保持高速增长,国内逐步恢复业绩拐点已至

事件: 2023年4月12日,公司发布2022年年度报告及2023年第一季度报告。2022年公司实现营业收入19.26亿元,同比增长3.17%;实现归母净利润1.77亿元,同比下滑21.30%;实现扣非归母净利润1.54亿元,同比下滑12.58%;经营活动现金流为3.03亿元,同比增长3.57%。2023Q1公司实现营业收入4.41亿元,同比增长13.96%;实现归母净利润0.23亿元,同比增长19.27%,实现扣非归母净利润0.20亿元,同比增长60.88%。

2022年国内受疫情影响,海外地区保持高速增长。2022年公司业绩增长符合市场预期:按照业务类型拆分,生命科学基础科研服务实现营业收入6.42亿元,同比下滑2.14%;医学研究与技术服务实现营业收入2.53亿元,同比下滑8.63%;测序平台服务实现营业收入8.35亿元,同比增长14.56%。按照区域拆分,中国大陆地区实现营业收入11.18亿元,同比下滑6.71%,主要是受国内新冠疫情扰动的影响;港澳台及海外地区实现营业收入8.07亿元,同比增长21.25%,如果剔除汇率波动的影响,我们预计海外业务的实际增速应该更高。2022年公司综合毛利率为44.28%,同比提升1.39pct,我们认为主要与自动化产线的落地和产能利用率的提升有关。2022年公司继续保持较高的费用投入,销售费用为3.32亿元,同比增长20.86%,管理费用为1.72亿元,同比增长15.28%,随着公司今年收入增长逐步恢复正常,我们预计期间费用率有望摊薄。整体来看,我们认为公司国内地区积极克服疫情影响,海外地区积极扩张实现高速增长,整体盈利能力进一步提升,在全球市场的影响力进一步增强。

2023Q1扣非利润表现亮眼,业绩拐点已至。2023Q1公司营业收入同比增长13.96%,我们预计海外业务保持高速增长的同时,国内业务正在逐步恢复,考虑到去年同期有部分新冠业务,Q1实际内生增长略超市场预期。2023Q1公司归母净利润同比增长19.27%,扣非归母净利润同比增长60.88%,扣非利润和归母利润的差异主要来自于政府补助和公允价值变动收益的减少。2023Q1公司扣非净利率达到4.52%,同比2022Q1增加1.32pct,利润表现亮眼。随着2023年2月以来国内高校陆续开学,科研活动正在逐步恢复正常,我们推测基因测序的外包订单需求有望复苏。考虑到订单到收入的确认需要周期,我们预计国内近期形成的订单将更多为2023Q2贡献业绩增长,因此公司2023Q2业绩有望呈现加速向上的态势。

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

37.80元

股价(2023-04-12)

31.36元

交易数据

总市值(百万元)	12,550.27
流通市值(百万元)	3,446.70
总股本(百万股)	400.20
流通股本(百万股)	109.91
12个月价格区间	18.08/36.0元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.9	-5.6	33.2
绝对收益	-1.6	-3.6	31.2

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

年报业绩符合预期,基因测序服务龙头规模效应明显 2022-04-13

■ **自动化产线，本地化运营，全球基因测序龙头未来可期。**2022 年公司 Falcon 系列自动化系统完成升级，推出 Falcon II 小型自动化系统，并在英国、美国、天津、广州等实验室完成部署，与一代系统相比，二代系统的占地面积更小、操作更加便捷，可以满足实验室新增产能的灵活配置。2022 年公司继续推动本地化战略，2022 年在广州建立本地化实验室，同时在美国东部、德国、日本以及国内部分城市规划新的本地化实验室，进一步强化客户粘性。截至 2022 年底，公司业务范围覆盖全球六大洲 80 个国家和地区，累计服务高校、科研院所、医院、医药企业、农业企业等客户近 6500 家，逐步成长为全球领先的基因测序服务龙头企业。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年的营业收入分别为 25.03 亿元、31.61 亿元、39.37 亿元，归母净利润分别为 2.52 亿元、3.30 亿元、4.29 亿元，对应的 PE 估值水平分别为 49.8 倍、38.0 倍、29.2 倍，给予买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**国内市场恢复不及预期，市场竞争加剧的风险，海外市场政策风险，汇率波动的风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,866.4	1,925.6	2,503.3	3,160.7	3,936.8
净利润	225.0	177.2	251.9	330.3	429.2
每股收益(元)	0.56	0.44	0.63	0.83	1.07
每股净资产(元)	4.48	4.91	5.52	6.35	7.42

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	55.8	70.8	49.8	38.0	29.2
市净率(倍)	7.0	6.4	5.7	4.9	4.2
净利润率	12.1%	9.2%	10.1%	10.4%	10.9%
净资产收益率	12.6%	9.0%	11.4%	13.0%	14.5%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	47.2%	41.3%	39.1%	67.9%	44.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,866.4	1,925.6	2,503.3	3,160.7	3,936.8	成长性					
减: 营业成本	1,065.9	1,073.0	1,389.3	1,754.2	2,184.9	营业收入增长率	25.3%	3.2%	30.0%	26.3%	24.6%
营业税费	4.3	6.2	5.0	6.3	7.9	营业利润增长率	583.4%	-13.8%	40.4%	31.0%	30.0%
销售费用	274.4	331.6	413.0	505.7	610.2	净利润增长率	515.7%	-21.2%	42.2%	31.1%	29.9%
管理费用	149.4	172.2	220.3	278.1	346.4	EBITDA 增长率	130.2%	-9.3%	27.6%	25.4%	24.2%
研发费用	145.3	125.6	175.2	221.2	275.6	EBIT 增长率	349.7%	-11.5%	37.5%	29.6%	28.1%
财务费用	9.2	-9.4	2.2	4.3	3.9	NOPLAT 增长率	346.5%	-25.5%	47.9%	31.5%	29.5%
资产减值损失	-6.6	-12.1	-10.0	-10.0	-10.0	投资资本增长率	-14.8%	56.2%	-24.2%	95.9%	5.1%
加: 公允价值变动收益	23.3	-6.4	-	-	-	净资产增长率	60.4%	9.9%	12.7%	15.2%	17.1%
投资和汇兑收益	6.5	10.4	10.0	10.0	10.0						
营业利润	246.5	212.5	298.2	390.8	507.8	利润率					
加: 营业外净收支	-	-3.9	-1.5	-1.8	-2.4	毛利率	42.9%	44.3%	44.5%	44.5%	44.5%
利润总额	246.5	208.6	296.7	389.0	505.4	营业利润率	13.2%	11.0%	11.9%	12.4%	12.9%
减: 所得税	17.8	27.0	38.6	50.6	65.7	净利润率	12.1%	9.2%	10.1%	10.4%	10.9%
净利润	225.0	177.2	251.9	330.3	429.2	EBITDA/营业收入	20.4%	17.9%	17.6%	17.5%	17.4%
						EBIT/营业收入	14.1%	12.1%	12.8%	13.1%	13.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	109	115	95	73	55
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-26	-18	-16	9	36
货币资金	897.8	851.3	1,290.1	1,422.3	1,771.5	流动资产周转天数	300	367	337	328	317
交易性金融资产	166.2	191.1	191.1	191.1	191.1	应收帐款周转天数	83	107	92	94	98
应收帐款	535.3	614.6	668.6	989.2	1,155.3	存货周转天数	42	40	41	40	40
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	471	552	481	439	402
预付帐款	32.2	40.7	36.5	65.3	66.9	投资资本周转天数	90	102	84	85	93
存货	230.6	197.1	366.6	340.8	538.7						
其他流动资产	50.2	123.3	110.5	94.7	109.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.6%	9.0%	11.4%	13.0%	14.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	6.0%	7.1%	8.3%	9.3%
长期股权投资	1.9	7.6	7.6	7.6	7.6	ROIC	47.2%	41.3%	39.1%	67.9%	44.9%
投资性房地产	49.6	34.3	34.3	34.3	34.3	费用率					
固定资产	555.8	669.3	656.3	626.1	578.6	销售费用率	14.7%	17.2%	16.5%	16.0%	15.5%
在建工程	24.9	16.5	16.5	16.5	16.5	管理费用率	8.0%	8.9%	8.8%	8.8%	8.8%
无形资产	43.1	50.4	43.4	36.4	29.4	研发费用率	7.8%	6.5%	7.0%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	271.8	252.0	217.7	241.3	233.3	财务费用率	0.5%	-0.5%	0.1%	0.1%	0.1%
资产总额	2,859.4	3,048.3	3,639.3	4,065.6	4,732.8	四费/营业收入	31.0%	32.2%	32.4%	31.9%	31.4%
短期债务	-	-	-	149.5	153.2	偿债能力					
应付帐款	243.5	141.3	321.9	273.2	477.8	资产负债率	37.1%	35.2%	38.8%	36.9%	36.5%
应付票据	-	-	60.4	29.0	26.8	负债权益比	59.1%	54.3%	63.4%	58.5%	57.5%
其他流动负债	779.3	891.6	1,001.4	863.3	937.8	流动比率	1.87	1.95	1.92	2.36	2.40
长期借款	-	-	-	149.3	97.3	速动比率	1.64	1.76	1.66	2.10	2.06
其他非流动负债	39.1	39.7	28.4	35.7	34.6	利息保障倍数	28.66	-24.77	145.27	96.20	134.74
负债总额	1,061.9	1,072.6	1,412.1	1,500.0	1,727.4	分红指标					
少数股东权益	5.7	10.8	17.0	25.1	35.7	DPS(元)	0.06	-	-	-	-
股本	400.2	400.2	400.2	400.2	400.2	分红比率	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,402.9	1,558.1	1,810.0	2,140.3	2,569.5	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,797.5	1,975.7	2,227.2	2,565.6	3,005.3						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	228.7	181.5	251.9	330.3	429.2
						加: 折旧和摊销	122.6	117.8	120.0	137.2	154.5
						资产减值准备	6.6	12.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-23.3	6.4	-	-	-
						财务费用	6.9	-9.6	2.2	4.3	3.9
						投资收益	-6.5	-10.4	-10.0	-10.0	-10.0
						少数股东损益	3.7	4.3	6.2	8.1	10.6
						营运资金的变动	27.0	-0.8	176.2	-546.3	-97.0
						经营活动产生现金流量	293.5	303.9	546.5	-76.3	491.2
						投资活动产生现金流量	-191.8	-349.1	-90.0	-90.0	-90.0
						融资活动产生现金流量	358.8	-44.8	-17.7	298.5	-52.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.56	0.44	0.63	0.83	1.07
						BVPS(元)	4.48	4.91	5.52	6.35	7.42
						PE(X)	55.8	70.8	49.8	38.0	29.2
						PB(X)	7.0	6.4	5.7	4.9	4.2
						P/FCF	51.5	-217.9	31.0	85.0	37.9
						P/S	6.7	6.5	5.0	4.0	3.2
						EV/EBITDA	39.9	26.8	24.6	19.9	15.5
						CAGR(%)	14.0%	34.3%	95.7%	14.0%	34.3%
						PEG	4.0	2.1	0.5	2.7	0.9
						ROIC/WACC	4.5	3.9	3.7	6.5	4.3
						REP	7.9	3.5	5.7	1.7	2.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034