

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

诺禾致源 (688315)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

相关研究

疫情短期影响收入增速, 看好全球化布局长期发展

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

加大市场拓展, 境外业务实现 22%快速增长

2024 年 04 月 15 日

事件:公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年实现营业收入 20.02 亿元 (yoy+3.97%), 实现归母净利润 1.78 亿元 (yoy+0.47%), 扣非归母净利润 1.40 亿元 (yoy-8.92%), 经营活动产生的现金流量净额 3.34 亿元 (yoy+9.95%)。2024 年一季度实现营业收入 4.68 亿元 (yoy+6.32%), 归母净利润 2732 万元 (yoy+21.40%), 扣非归母净利润 2128 万元 (yoy+6.85%)。

点评:

- **境外业务实现 22%快速增长, 境内业务受平台更迭影响, 短期略有承压。**2023 年, 公司紧跟行业发展趋势, 引进多台 Illumina 新一代测序系统 Novaseq X Plus、华大测序平台 DNBSEQ-T7 和 PacBio 大型测序平台 Revio, 持续提升测序通量, 为客户提供高效、优质和稳定的服务。分区域来看, 随着海外市场测序外包率持续提升, 叠加公司市场推广力度增强, 中国港澳台及海外地区实现收入 9.85 亿元 (yoy+22.06%), 引领增长, 而中国大陆地区实现收入 10.12 亿元 (yoy-9.43%), 我们认为主要是测序平台更迭影响客户下单意愿, 以及平台切换调试影响交付进程所致。分产品来看, 测序平台服务增长最快, 实现收入 9.53 亿元 (yoy+14.05%), 生命科学基础科研服务实现收入 6.36 亿元 (yoy-0.94%), 医学研究与技术服务实现收入 2.69 亿元 (yoy+6.60%)。
- **持续加大海外市场开拓, 降本增效维持盈利能力稳定。**公司 2023 年加大海外市场投入, 销售费用同比增长 14.31%, 销售费用率提升 1.71pp 至 18.93%, 管理费用率和研发费用率分别为 8.87%、6.20%, 基本维持稳定。得益于公司持续推进精益管理理念, 叠加英国、美国、天津、广州、上海等实验室陆续完成 Falcon II 系统的部署, 全球主要实验室交付系统完成智能化升级, 2023 年公司销售净利率为 9.15%, 较 2022 年下降 0.28pp, 盈利能力基本维持稳定。我们认为随着公司不断改善和提升样本收录、管理、提取、检测、建库、库检、到测序等各个环节的效率, 规模效应有望逐步凸显, 盈利能力有望逐步增强。
- **盈利预测:**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 24.13、29.59、36.75 亿元, 同比增速分别为 20.5%、22.6%、24.2%, 实现归母净利润为 2.21、2.80、3.56 亿元, 同比分别增长 24.3%、26.5%、27.0%, 对应当前股价 PE 分别为 25、20、16 倍。
- **风险因素:**境外市场基因测序外包率提升不及预期; 临床应用推广速度不及预期; 科研机构应收账款回款较慢风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,926	2,002	2,413	2,959	3,675
增长率 YoY %	3.2%	4.0%	20.5%	22.6%	24.2%
归属母公司净利润 (百万元)	177	178	221	280	356
增长率 YoY%	-21.3%	0.5%	24.3%	26.5%	27.0%
毛利率%	44.3%	42.7%	42.6%	42.7%	42.7%
净资产收益率ROE%	9.0%	7.2%	8.4%	9.6%	10.9%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.43	0.53	0.67	0.85
市盈率 P/E(倍)	31.16	31.02	24.96	19.73	15.53
市净率 P/B(倍)	2.81	2.25	2.10	1.90	1.69

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 12 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,018	2,519	2,867	3,426	4,161
货币资金	851	705	843	1,186	1,637
应收票据	0	1	1	1	1
应收账款	599	574	700	851	1,047
预付账款	41	48	54	68	84
存货	197	182	244	291	360
其他	330	1,009	1,026	1,029	1,032
非流动资产	1,030	1,075	1,119	1,136	1,146
长期股权投资	8	7	9	11	12
固定资产(合计)	669	680	690	696	695
无形资产	50	46	49	52	53
其他	303	342	371	377	386
资产总计	3,048	3,594	3,986	4,562	5,308
流动负债	1,033	1,092	1,311	1,599	1,980
短期借款	0	1	1	1	1
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	132	159	204	238	300
其他	901	932	1,106	1,360	1,679
非流动负债	40	29	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他	40	29	28	28	28
负债合计	1,073	1,121	1,339	1,627	2,008
少数股东权益	11	16	22	29	39
归属母公司股东权益	1,965	2,457	2,625	2,905	3,261
负债和股东权益	3,048	3,594	3,986	4,562	5,308

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,926	2,002	2,413	2,959	3,675
同比(%)	3.2%	4.0%	20.5%	22.6%	24.2%
归属母公司净利润	177	178	221	280	356
同比(%)	-21.3%	0.5%	24.3%	26.5%	27.0%
毛利率(%)	44.3%	42.7%	42.6%	42.7%	42.7%
ROE%	9.0%	7.2%	8.4%	9.6%	10.9%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.43	0.53	0.67	0.85
P/E	31.16	31.02	24.96	19.73	15.53
P/B	2.81	2.25	2.10	1.90	1.69
EV/EBITDA	28.06	27.22	13.65	10.44	7.74

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,926	2,002	2,413	2,959	3,675
营业成本	1,073	1,147	1,385	1,697	2,105
营业税金及附加	6	5	6	8	9
销售费用	332	379	454	550	680
管理费用	172	178	212	254	316
研发费用	126	124	150	189	239
财务费用	-9	-15	-10	-12	-17
减值损失合计	-12	-3	1	1	2
投资净收益	10	22	19	25	32
其他	-12	11	23	31	42
营业利润	212	215	259	330	419
营业外收支	-4	-2	0	0	0
利润总额	209	213	259	330	419
所得税	27	29	32	43	54
净利润	182	183	227	287	365
少数股东损益	4	5	6	7	9
归属母公司净利润	177	178	221	280	356
EBITDA	348	332	346	419	508
EPS(当年)(元)	0.44	0.44	0.53	0.67	0.85

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	304	334	322	437	535
净利润	182	183	227	287	365
折旧摊销	138	152	97	101	105
财务费用	-10	-9	1	1	1
投资损失	-10	-22	-19	-25	-32
营运资金变动	-55	1	9	62	86
其它	60	29	8	10	10
投资活动现金流	-349	-785	-132	-92	-84
资本支出	-213	-116	-123	-116	-114
长期投资	-145	-691	-2	-2	-1
其他	9	23	-7	25	32
筹资活动现金流	-45	290	-50	-1	-1
吸收投资	0	329	-47	0	0
借款	52	22	0	0	0
支付利息或股息	-24	-19	-1	-1	-1
现金流净增加额	-64	-135	138	343	451

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。