

业绩略低于预期，看好平台迭代升级后盈利改善

核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，公司 2023 年 1-6 月实现营业收入 9.30 亿元 (+9.44%)，归母净利润 0.75 亿元 (+32.34%)，扣非净利润 0.58 亿元 (+24.43%)，经营性现金流-451.35 万元；2023 年 Q2 实现营业收入 4.89 亿元 (+5.66%)，归母净利润 0.53 亿元 (+38.9%)，扣非净利润 0.38 亿元 (+11.4%)。
- **持续构建全球区域服务能力，境外收入占比稳步提升。**2023 年上半年公司在大陆地区营收为 4.66 亿元(-5.72%)，占比约为 50.16% (同比-8.07pct)；港澳台及海外地区营收 4.63 亿元，同比增长 30.79%，占比约为 49.8% (同比+8.1pct)，整体增长略低于此前预期，我们认为主要是部分客户订单等待平台迭代及受海外宏观经济因素影响，但海外收入占比提升趋势较为确定，目前公司在境内设有天津、上海及广州实验室，在新加坡、美国、英国建立了本地化运营的实验室，在中国香港、新加坡、美国、英国、荷兰、日本等国家和地区设有子公司，业务覆盖全球六大洲约 90 个国家/地区，服务客户近 7,000 家。随着新测序平台迭代完成及全球区域化建设布局进一步完善，我们看好公司基因测序服务业务未来成长。
- **平台换代及智能化持续升级，有望驱动运营效率进一步提升。**2023H1 公司毛利率为 41.57% (-0.65pct)，我们认为主要是毛利率相对较低的建库测序平台服务业务占比提升所致，2023H1 该业务收入为 4.45 亿元 (+24.21%)，占比 47.88% (+5.69pct)；生命科学基础科研服务业务收入 3.01 亿元 (+14.92%)，占比 32.33% (+1.54pct)。公司围绕测序及建库业务，构建完善服务体系及解决方案，不断加强信息化运营和自动化、智能化生产能力，引进 Illumina 新一代测序系统 Novaseq X Plus 和 Pacbio 大型测序平台 Revio，不断扩展基因组学和多组学解决方案，应用柔性智能交付平台 Falcon，并在此基础上推出满足 WGS/WES/RNaseq/建库测序产品四大产品类型的小型化 Falcon II (具备柔性智能、高效生产、稳定交付特点，已部署英国、美国、天津、广州、上海等实验室)，实现多品统一全自动流程的优化整合，人效提升 30%+。此外，公司引进声波自动化移液系统，使得微生物扩增子产品人效提升 50%+。
- **构建核心技术体系平台，引导临床应用开拓。**公司持续开发整合多组学解决方案，并在分子育种、单细胞、de novo 测序、转录组与表观组学、宏基因组学、三代测序技术新应用等方向不断深耕与突破，截至 2023H1，公司联合署名/被提及的 SCI 文章超 2 万篇，累计影响因子近 120,000，获基因测序技术专利 62 项，软件著作权 320 项。2023H1 公司医学研究与技术服务业务收入 1.33 亿元 (+6.5%)。临床方面，公司基于“人 EGFR、KRAS、BRAF、PIK3CA、ALK、ROS1 基因突变检测试剂盒(半导体测序法)”，进一步开拓入院业务，合作项目覆盖肿瘤、遗传、感染等临床检测方向，实现了临检业务协同增长，截止 2023H1 已累计在数十家核心医院完成试剂盒入院。此外，公司持续加强基于 NGS 技术在遗传病临床上的转化应用，在罕见病、

诺禾致源(688315.SH)

推荐(维持评级)

合理估值区间：36.50-40.15 元

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

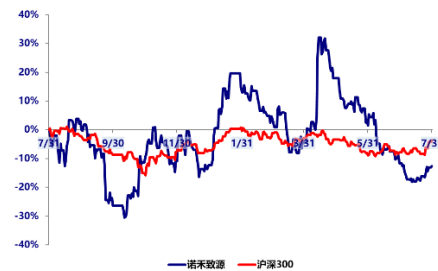
分析师登记编码：S0130522100001

市场数据

2023-07-31

A 股收盘价(元)	26.23
A 股一年内最高价(元)	41.70
A 股一年内最低价(元)	19.96
沪深 300	4014.63
市盈率	58.04
总股本(万股)	40020.00
实际流通 A 股(万股)	10990.75
限售的流通 A 股(万股)	29029.25
流通 A 股市值(亿元)	28.83

相对沪深 300 表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】公司点评_诺禾致源(688315)_年报及一季报点评：全球化发展持续推进，测序服务龙头优势凸显(更新)

新生儿筛查、心血管系统、皮肤系统、眼科系统、血液系统等领域展开合作研究，并积极探索长读长测序、甲基化测序等新技术的临床应用。

- **投资建议：**公司深耕基因测序服务，发挥规模化及智能化优势，不断提升运营效率，全球本土化运营初见成效，长期增长前景广阔。考虑到公司平台迭代存磨合期及上半年需求复苏较弱，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 2.17/2.93/3.88 亿元，同比增长 22.53%/34.74%/32.62%，EPS 为 0.54/0.73/0.97 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 48/36/27 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**海外市场渗透不及预期的风险、竞争加剧的风险、科研活力恢复不及预期的风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1925.63	2272.64	2826.78	3505.59
收入增长率%	3.17	18.02	24.38	24.01
归母净利润（百万元）	177.23	217.16	292.59	388.02
利润增速%	-21.30	22.53	34.74	32.62
毛利率%	44.28	43.84	43.89	43.99
摊薄 EPS(元)	0.44	0.54	0.73	0.97
PE	59.23	48.34	35.88	27.05
PB	5.34	4.77	4.21	3.64
PS	5.45	4.62	3.71	2.99

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)							
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
流动资产	2018.07	1678.35	2114.00	2612.52	营业收入	1925.63	2272.64	2826.78	3505.59	营业成本	1072.96	1276.22	1585.99	1963.33
现金	851.32	522.51	895.21	1297.19	营业税金及附加	6.20	6.82	8.48	10.52	营业费用	331.64	406.24	503.38	614.87
应收账款	598.83	606.04	659.58	730.33	管理费用	172.24	203.38	233.82	275.28	财务费用	-9.41	0.00	0.00	0.00
其它应收款	15.73	12.63	11.78	14.61	资产减值损失	-12.07	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	-6.39	0.00	0.00	0.00
预付账款	40.69	38.29	47.58	58.90	投资净收益	10.35	4.79	5.96	7.33	营业利润	212.45	251.96	339.48	450.21
存货	197.09	184.34	185.03	196.33	营业外收入	0.25	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.14	0.00	0.00	0.00
其他	314.40	314.54	314.82	315.16	利润总额	208.56	251.96	339.48	450.21	所得税	27.02	31.49	42.43	56.28
非流动资产	1030.21	990.53	979.23	989.66	净利润	181.53	220.46	297.04	393.93	少数股东损益	4.30	3.31	4.46	5.91
长期投资	7.61	7.61	7.61	7.61	归属母公司净利润	177.23	217.16	292.59	388.02	EBITDA	347.79	397.74	498.99	629.09
固定资产	669.33	613.76	590.87	592.59	EPS (元)	0.44	0.54	0.73	0.97	主要财务比率				
无形资产	50.43	55.43	58.93	61.35	营业收入	3.17%	18.02%	24.38%	24.01%	营业收入	-13.81%	18.59%	34.74%	32.62%
其他	302.84	313.73	321.83	328.10	营业利润	-21.30%	22.53%	34.74%	32.62%	营业利润	44.28%	43.84%	43.89%	43.99%
资产总计	3048.27	2668.88	3093.23	3602.18	净利率	9.20%	9.56%	10.35%	11.07%	ROE	9.02%	9.86%	11.73%	13.46%
流动负债	1032.87	410.47	537.78	652.79	ROIC	9.02%	9.73%	11.59%	13.32%	资产负债率	35.19%	16.96%	18.75%	19.29%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	54.29%	20.42%	23.07%	23.90%	流动比率	1.95	4.09	3.93	4.00
应付账款	131.65	194.98	299.57	365.40	速动比率	1.61	3.25	3.27	3.42	总资产周转率	0.65	0.80	0.98	1.05
其他	901.21	215.49	238.21	287.40	应收账款周转率	3.42	3.77	4.47	5.04	应付账款周转率	5.79	7.81	6.41	5.90
非流动负债	39.70	42.11	42.11	42.11	每股收益	0.44	0.54	0.73	0.97	每股经营现金	0.76	-0.61	1.29	1.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.91	5.50	6.23	7.20	P/E	59.23	48.34	35.88	27.05
其他	39.70	42.11	42.11	42.11	P/B	5.34	4.77	4.21	3.64	EV/EBITDA	28.06	25.20	19.34	14.70
负债合计	1072.57	452.58	579.90	694.91	PS	5.45	4.62	3.71	2.99					
少数股东权益	10.80	14.11	18.57	24.47										
归属母公司股东权益	1964.90	2202.18	2494.77	2882.79										
负债和股东权益	3048.27	2668.88	3093.23	3602.18										
现金流量表 (百万元) 2022A														
经营活动现金流														
净利润	181.53	220.46	297.04	393.93	折旧摊销	138.04	145.78	159.51	178.88	投资损失	-10.35	-4.79	-5.96	-7.33
折旧摊销	138.04	145.78	159.51	178.88	营运资金变动	-55.25	-611.39	64.36	18.47	其它	59.61	6.37	2.98	3.67
财务费用	-9.63	0.00	0.00	0.00	其它	59.61	6.37	2.98	3.67	投资活动现金流	-349.07	-105.20	-145.23	-185.63
投资损失	-10.35	-4.79	-5.96	-7.33	资本支出	-213.07	-107.88	-151.19	-192.97	长期投资	-145.04	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-55.25	-611.39	64.36	18.47	其他	9.04	2.68	5.96	7.33	其他	9.04	2.68	5.96	7.33
其它	59.61	6.37	2.98	3.67	筹资活动现金流	-44.81	-1.49	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-349.07	-105.20	-145.23	-185.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-44.81	-1.49	0.00	0.00
资本支出	-213.07	-107.88	-151.19	-192.97	其他	-44.81	-1.49	0.00	0.00	现金净增加额	-64.22	-328.81	372.70	401.98
长期投资	-145.04	0.00	0.00	0.00										
其他	9.04	2.68	5.96	7.33										

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn