

诺禾致源(688315)

报告日期: 2023年07月31日

## 短期收入波动, 全年仍可期待

### ——诺禾致源 2023 年半年报点评报告

#### 投资要点

2023年7月31日, 诺禾致源披露2023年半年报, 2023H1营业收入9.30亿元, 同比增长9.4%; 归母净利润0.75亿元, 同比增长32.3%。其中二季度收入4.89亿元, 同比增长5.7%; 归母净利润0.53亿元, 同比增长39%。2023H1收入增长主要来自港澳台及海外地区(营收4.63亿元, 同比增长30.8%), 我们认为, 全年随疫后需求逐步恢复、平台换代完成以及海外渠道拓展, 全年收入增长仍值得期待。

#### □ 成长性: 海外稳步拓展, 2023年收入有望高增长

**海外扩张稳步推进, 打开成长天花板。**2023H1, 公司港澳台及海外地区营收4.63亿元, 同比增长30.8%, 成为2023H1公司收入增长的核心拉动。公司正处于海外拓展加速期, 公司已组建AMEA、美洲、欧洲三个海外事业部, 在美国、新加坡和英国已有3个海外实验室的基础上, 继续在全球范围内布局新的本地化实验室。另外, 2023H1公司销售费用投入持续(销售费用1.78亿元, 同比增长13%)。我们认为, 随海外科研外包率提升, 以及公司海外产能与人员的持续布局, 有望带动公司海外收入持续高增长, 打开收入天花板。

**2023H1国内恢复略低预期, 但全年疫后恢复叠加成本控制, 全年收入恢复可期。**2023H1公司收入同比增长9.4%, 主要来自海外增长拉动, 国内疫后恢复节奏略低预期, 我们认为, 随疫后需求逐步恢复、公司自动化产线以及上游新设备(Illumina平台)更换下带来成本控制等, 全年国内收入有望逐步恢复。

#### □ 盈利能力

**2023H1毛利率相对稳定, 全年毛利率有望维持42%左右的较高水平。**2023H1, 公司毛利率41.6%, 同比下降0.6pct; 相比2023Q1毛利率40.9%(同比2022Q1下降1pct), 毛利率环比有所提升。自2020年公司柔性智能交付系统上线以来, 实现从样本提取到数据分析与交付的全流程自动化, 人力成本与交付周期均大幅压缩, 2021-2023H1公司毛利率始终处于41%-44%左右水平, 远高于2020年的35%的毛利率。我们认为, 随疫后科研需求的逐步恢复以及自动化平台的逐步搭建完善, 即使在单G测序均价下滑状态下, 公司毛利率仍有望维持42%左右的较高水平。

**海外仍处于加速拓展期, 费用投入或将持续较高, 净利率或将维持10%左右水平。**2023H1公司净利率8.5%, 同比提升1.6pct, 主要为规模效应下管理费用率(下降0.9pct)、研发费用率(下降0.5pct)的下降, 但渠道拓展下, 公司2023H1销售费用率19.2%(提升0.6pct)仍在持续提升。我们认为, 2023年公司仍处于海外拓展加速拉动规模提升的费用投入期, 各项费用率或仍将维持较高水平, 对应净利率或仍将保持10%左右的相对稳定状态。

#### □ 盈利预测与估值

基于以上假设, 我们预计, 公司2023-2025年营业收入分别为24.11/31.38/39.84亿元, 分别同比增长25.21%、30.14%、26.97%; 2023-2025年归母净利润分别为2.33/3.02/3.75亿元, 分别同比增长31.35%、29.86%、24.03%, 对应EPS分别为0.58、0.76、0.94元, 维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

海外拓展不及预期的风险; 需求波动的风险; 行业竞争格局恶化的风险

#### 投资评级: 增持(维持)

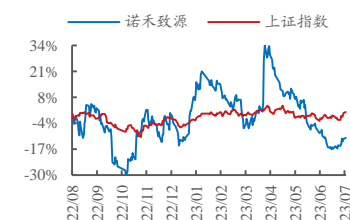
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 司清蕊  
 siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥26.23
总市值(百万元)	10,497.25
总股本(百万股)	400.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《收入符合预期, 恢复趋势已现》2023.04.13
- 《自动化提毛利率, 海外扩建引增长——诺禾致源深度报告》2022.11.18

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1925.63	2410.99	3137.78	3984.03
(+/-) (%)	3.17%	25.21%	30.14%	26.97%
归母净利润	177.23	232.80	302.31	374.94
(+/-) (%)	-21.23%	31.35%	29.86%	24.03%
每股收益(元)	0.44	0.58	0.76	0.94
P/S	5.45	4.35	3.35	2.63

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2018	2014	2383	2701
现金	851	802	834	826
交易性金融资产	191	129	162	161
应收账款	599	630	847	1043
其它应收款	16	14	19	27
预付账款	41	43	60	78
存货	197	285	366	456
其他	123	111	95	109
<b>非流动资产</b>	1030	1397	1745	2084
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	8	8	8	8
固定资产	669	999	1278	1629
无形资产	50	58	64	71
在建工程	16	69	111	101
其他	286	263	283	276
<b>资产总计</b>	3048	3411	4128	4785
<b>流动负债</b>	1033	1168	1569	1842
短期借款	0	121	380	561
应付款项	132	239	314	361
预收账款	0	0	0	0
其他	901	808	875	920
<b>非流动负债</b>	40	28	36	35
长期借款	0	0	0	0
其他	40	28	36	35
<b>负债合计</b>	1073	1197	1604	1877
少数股东权益	11	16	24	33
归属母公司股东权益	1965	2198	2500	2875
<b>负债和股东权益</b>	3048	3411	4128	4785

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	304	218	194	261
净利润	182	238	310	384
折旧摊销	118	65	87	111
财务费用	(9)	(14)	(12)	1
投资损失	(10)	(7)	(8)	(8)
营运资金变动	(158)	(15)	(122)	(200)
其它	182	(50)	(61)	(27)
<b>投资活动现金流</b>	(349)	(393)	(436)	(450)
资本支出	(105)	(436)	(397)	(440)
长期投资	10	(8)	4	(2)
其他	(253)	51	(43)	(8)
<b>筹资活动现金流</b>	(45)	126	275	181
短期借款	0	121	259	182
长期借款	0	0	0	0
其他	(45)	5	16	(0)
<b>现金净增加额</b>	(90)	(50)	33	(8)

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1926	2411	3138	3984
营业成本	1073	1406	1824	2328
营业税金及附加	6	6	8	11
营业费用	332	373	473	599
管理费用	172	219	284	346
研发费用	126	169	213	247
财务费用	(9)	(14)	(12)	1
资产减值损失	42	37	54	72
公允价值变动损益	(6)	16	18	18
投资净收益	10	7	8	8
其他经营收益	24	22	24	23
<b>营业利润</b>	212	260	343	429
营业外收支	(4)	(1)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	209	258	341	427
所得税	27	20	32	43
<b>净利润</b>	182	238	310	384
少数股东损益	4	6	7	9
<b>归属母公司净利润</b>	177	233	302	375
EBITDA	308	310	422	542
EPS (最新摊薄)	0.44	0.58	0.76	0.94

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.17%	25.21%	30.14%	26.97%
营业利润	-13.81%	22.36%	32.03%	25.03%
归属母公司净利润	-21.23%	31.35%	29.86%	24.03%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.28%	41.67%	41.88%	41.56%
净利率	9.43%	9.89%	9.87%	9.64%
ROE	9.39%	11.11%	12.76%	13.81%
ROIC	8.20%	9.65%	10.40%	11.14%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.19%	35.08%	38.86%	39.23%
净负债比率	1.97%	11.13%	24.69%	30.80%
流动比率	1.95	1.72	1.52	1.47
速动比率	1.76	1.48	1.29	1.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.75	0.83	0.89
应收账款周转率	3.42	3.86	4.04	3.87
应付账款周转率	5.79	8.22	7.12	7.26
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.44	0.58	0.76	0.94
每股经营现金	0.76	0.54	0.49	0.65
每股净资产	4.91	5.49	6.25	7.18
<b>估值比率</b>				
P/E	59.23	45.09	34.72	28.00
P/S	5.45	4.35	3.35	2.63
EV/EBITDA	31.14	31.35	23.56	18.73

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>