

业绩符合预期，高研发投入值得期待

——艾德生物三季报点评

事件：公司发布 2021 年三季报，前三季度实现营业收入 6.46 亿元（+33.41%），归母净利润 1.77 亿元（+39.98%），扣非后归母净利润 1.62 亿（+58.19%）。

核心观点

- 公司前三季度业绩符合预期，Q3 单季业绩表现亮眼。2021 年前三季度公司实现营业收入 6.46 亿元（+33.41%），归母净利润为 1.77 亿元（+39.98%）。Q3 单季度实现营收 2.47 亿元，同比增长 22.78%，归母净利润为 6523 万元，同比增长 43.92%。预计主要系公司多基因联检产品的进一步推广以及 BRCA、NGS10 基因检测试剂盒的持续放量，四季度公司有望实现既定的股权激励目标（Q4 收入维持同比 0%即可实现）。
- 持续研发投入，费用控制良好。2021 年前三季度研发投入 1.09 亿元，营业收入占比为 16.91%，公司持续保持研发投入，已有新产品 PDL1 试剂盒、MSI 试剂盒及 IDH1/IDH2 试剂盒处于审批阶段。费用端，前三季度公司销售费用率略有降低至 29.21%；随着股权激励费用摊销减少，公司前三季度的管理费用率降低至 7.82%，业绩增速快于营收增速，经营质量不断提升。
- 肿瘤伴随诊断行业龙头，国内外业务齐头并进。公司基于 ADx-ARMS®、Super-ARMS®、ddCapture®、ADx-Handle®、NGS 平台技术，目前已有 23 种单基因和多基因分子诊断产品获 NMPA 批准上市。同时，多项产品顺利进军海外市场并成功进入发达国家，并依托创新研发实力陆续与阿斯利康、辉瑞、礼来（LOXO）、强生、默克等知名药企达成临床合作。公司在肿瘤伴随诊断领域技术储备充分，随着产品国际化的不断推进，在此领域龙头地位预计更加稳固。

财务预测与投资建议

- 由于 2020 年疫情影响短期业绩走向，我们调整 2021-23 年 EPS 预测为 1.17/1.57/1.95（原预测 21-22 年 EPS 为 1.29/1.72）元。根据可比公司给予 21 年 66 倍 PE，考虑到公司在肿瘤伴随诊断领域的稀缺性，给予 10%溢价，对应的目标价为 84.94 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 如果公司新产品市场推广不及预期，将会对整体业绩产生影响

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	578	728	1,009	1,334	1,787
同比增长(%)	31.7%	25.9%	38.5%	32.2%	33.9%
营业利润(百万元)	162	202	292	392	486
同比增长(%)	12.9%	24.4%	44.6%	34.3%	23.8%
归属母公司净利润(百万元)	135	180	260	349	432
同比增长(%)	6.9%	33.1%	44.1%	34.3%	23.8%
每股收益(元)	0.61	0.81	1.17	1.57	1.95
毛利率(%)	90.4%	87.0%	84.7%	85.6%	84.8%
净利率(%)	23.4%	24.8%	25.8%	26.2%	24.2%
净资产收益率(%)	16.3%	17.8%	20.6%	22.3%	22.5%
市盈率	132.6	99.6	69.1	51.5	41.6
市净率	19.9	15.9	12.8	10.4	8.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月25日)	80.99 元
目标价格	84.94 元
52周最高价/最低价	110.5/65.81 元
总股本/流通A股(万股)	22,172/21,960
A股市值(百万元)	17,957
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年10月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.01	5.23	-3.58	2.42
相对表现	2.67	-2.79	-3.35	-2.45
沪深300	1.34	8.02	-0.23	4.87



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

证券分析师 田世豪
021-63325888*6111
tianshishao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521080001

联系人 易丹阳
yidanyang@orientsec.com.cn

联系人 裴晓鹏
peixiaopeng@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期，经营加速恢复

2020-10-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司未来业务增长主要来源为肿瘤伴随诊断制剂增长，增长动力主要有以下四个方面：
 a.新上市的肿瘤伴随诊断试剂产品销售放量；b.新靶向药物获批及现有靶向药适应症拓展，可带动新的基因检测需求；c.现有靶向药相关基因检测渗透率提升；d.肿瘤患者生存期延长，单次检测转为治疗过程中的持续检测，从而推动业绩增长，2021 年由于疫情原因拖累营收增速，预计后续将恢复高速增长。
- 2) 公司 21-23 年毛利率分别为 84.7%、85.6%和 84.8%。诊断试剂中新产品处于放量阶段毛利率稍有降低，另外毛利率较低的诊断服务占比提升，对毛利率有一定的影响。
- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 34.56%、36.35%和 38.04%，管理费用率为 6.92%、5.36%和 4.63%，研发费用率为 16.62%、16.21%和 16.21%。管理费用率下降主要是股权激励摊销费用降低所致，从 21 年前三季度数据也能得出费率下降。
- 4) 公司 21-23 年的所得税率为 11%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
检测试剂					
销售收入（百万元）	478.5	564.5	734.8	927.2	1,178.5
增长率	23.3%	18.0%	30.2%	26.2%	27.1%
毛利率	93.1%	91.7%	91.0%	92.0%	92.0%
检测服务					
销售收入（百万元）	80.2	116.1	214.8	332.9	516.0
增长率	60.4%	44.8%	85.0%	55.0%	55.0%
毛利率	75.8%	69.6%	66.0%	70.0%	70.0%
其他服务					
销售收入（百万元）	0.8	5.1	6.1	7.4	8.8
增长率	-4.2%	552.2%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	3.0%	34.5%	30.0%	30.0%	30.0%
技术服务					
销售收入（百万元）	18.9	42.7	53.3	66.7	83.3
增长率		125.9%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	85.6%	78.3%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	578.4	728.4	1,009.1	1,334.1	1,786.6
增长率	31.7%	25.9%	38.5%	32.2%	33.9%
综合毛利率	90.4%	87.0%	84.7%	85.6%	84.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司前三季度营收和利润维持高增速，全年业绩预期良好，我们预测公司 2021-2023 年可实现归母净利润 2.6/3.5/4.3 亿元，对应 EPS1.17/1.57/1.95（原预测 21-22 年 EPS 为 1.29/1.72）元。根据可比公司给予 21 年 66 倍 PE，考虑到公司在肿瘤伴随诊断领域的稀缺性，给予 10%溢价，对应的目标价为 84.94 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表（2021 年 10 月 25 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率			2022 年业绩同比增速
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
万泰生物	603392	227.26	1.12	2.26	2.99	204	101	76	32%
贝瑞基因	000710	20.29	0.59	0.29	0.44	34	69	47	49%
诺禾致源	688315	41.80	0.09	0.57	0.77	458	73	54	35%
迈瑞医疗	300760	367.86	5.48	6.78	8.29	67	54	44	22%
普门科技	688389	21.66	0.34	0.48	0.68	64	45	32	40%
	最大值					458	101	76	49%
	最小值					34	45	32	22%
	平均数					165	68	51	35%
	调整后平均					112	66	48	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

如果公司新产品市场推广不及预期，将会对整体业绩产生影响。目前，公司营收主要来自于肿瘤伴随诊断试剂盒，2020 年营收占比为 77.50%。近年来，公司陆续上市新产品。如果这些新上市产品销售不及预期，将会对公司业绩产生较大影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	498	362	632	819	1,030	营业收入	578	728	1,009	1,334	1,787
应收票据、账款及款项融资	234	318	426	563	754	营业成本	56	95	154	193	272
预付账款	14	2	10	13	18	营业税金及附加	4	3	6	8	11
存货	17	21	51	64	90	营业费用	220	234	349	485	680
其他	33	306	102	102	103	管理费用及研发费用	164	211	237	288	372
流动资产合计	797	1,009	1,221	1,561	1,995	财务费用	(15)	8	(5)	(7)	(9)
长期股权投资	76	71	80	90	100	资产、信用减值损失	4	9	0	0	0
固定资产	144	171	170	164	153	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	11	11	11	投资净收益	(6)	1	5	5	5
无形资产	16	16	17	17	18	其他	22	33	20	20	20
其他	13	26	2	2	2	营业利润	162	202	292	392	486
非流动资产合计	249	284	280	284	284	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	1,047	1,293	1,500	1,845	2,279	营业外支出	1	2	1	1	1
短期借款	5	0	10	10	10	利润总额	161	201	292	392	485
应付票据及应付账款	16	14	46	58	82	所得税	26	20	32	43	53
其他	119	136	44	54	67	净利润	135	180	260	349	432
流动负债合计	141	150	100	122	158	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	135	180	260	349	432
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.61	0.81	1.17	1.57	1.95
其他	4	15	0	0	0						
非流动负债合计	4	15	0	0	0						
负债合计	145	164	100	122	158						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	147	222	222	222	222						
资本公积	366	374	442	442	442						
留存收益	389	532	737	1,060	1,457						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	902	1,128	1,400	1,723	2,120						
负债和股东权益总计	1,047	1,293	1,500	1,845	2,279						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	135	180	260	349	432
折旧摊销	25	27	31	36	41
财务费用	(15)	8	(5)	(7)	(9)
投资损失	6	(1)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	188	(59)	(306)	(131)	(186)
其它	(188)	65	10	0	0
经营活动现金流	152	221	(15)	242	273
资本支出	(23)	(53)	(42)	(31)	(31)
长期投资	7	5	(9)	(10)	(10)
其他	124	(279)	310	5	5
投资活动现金流	108	(326)	258	(36)	(36)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	36	83	68	0	0
其他	2	(101)	(41)	(19)	(26)
筹资活动现金流	38	(18)	27	(19)	(26)
汇率变动影响	2	(14)	-0	-0	-0
现金净增加额	300	(137)	271	187	211

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	31.7%	25.9%	38.5%	32.2%	33.9%
营业利润	12.9%	24.4%	44.6%	34.3%	23.8%
归属于母公司净利润	6.9%	33.1%	44.1%	34.3%	23.8%
获利能力					
毛利率	90.4%	87.0%	84.7%	85.6%	84.8%
净利率	23.4%	24.8%	25.8%	26.2%	24.2%
ROE	16.3%	17.8%	20.6%	22.3%	22.5%
ROIC	14.8%	18.6%	20.2%	21.8%	22.0%
偿债能力					
资产负债率	13.8%	12.7%	6.7%	6.6%	6.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.67	6.74	12.23	12.79	12.62
速动比率	5.55	6.59	11.72	12.27	12.05
营运能力					
应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
存货周转率	3.6	4.9	4.3	3.4	3.5
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.81	1.17	1.57	1.95
每股经营现金流	1.03	0.99	-0.07	1.09	1.23
每股净资产	4.07	5.09	6.32	7.77	9.56
估值比率					
市盈率	132.6	99.6	69.1	51.5	41.6
市净率	19.9	15.9	12.8	10.4	8.5
EV/EBITDA	100.1	72.8	54.2	41.0	33.4
EV/EBIT	117.2	82.2	60.1	44.8	36.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn