

艾德生物 (300685.SZ)

业绩强势复苏，海外市场高速增长

买入

核心观点

业绩强势复苏，海外市场高速增长。2023年上半年实现营收4.59亿元(+16.9%)，归母净利润1.27亿元(+42.0%)，扣非归母净利润1.09亿元(+42.6%)，其中二季度单季度实现营收2.64亿元(+41.3%)，归母净利润0.69亿元(+94.7%)，扣非归母净利润0.64亿元(+133.0%)。尽管2022年第二季度受宏观环境影响有较低基数，但无论是从同比还是环比角度而言，今年二季度业绩均展现了强势的经营复苏。海外营收持续快速增长，2023年上半年海外实现收入7686万(+34.4%)，ROS1、PCR-11等产品在日本获批并进入医保销售放量带动海外业务高速增长。

毛利率保持稳定，各项费用率稳中有降。2023年上半年检测试剂、检测服务和药物临床研究服务三项业务营收分别为3.84亿元(+30.0%)、0.45亿元(-39.3%)、0.25亿元(+38.3%)，毛利率分别为90.5%(-0.6pp)、43.0%(-16.8pp)、61.0%(-9.1pp)。上半年整体毛利率为83.6%(+0.5pp)，销售费用率31.5%(-1.7pp)，管理费用率7.7%(-1.2pp)，财务费用率-5.1%(-1.7pp)，计入当期的政府补助达1621万，扣非后净利率为23.8%(+4.3pp)。公司高度重视研发创新的投入，上半年研发投入为9187万(+18.02%)，占营收比例达20%，成为持续推出创新产品的源动力。

艾德生物是国际领先的精准医疗分子诊断试剂研发生产企业。2008年郑立谋教授在厦门创立艾德生物，是国内首家专业化的肿瘤精准医疗分子诊断试剂研发生产企业。通过十余年持续增长的研发费用及人员投入，打造了肿瘤精准医疗所需的PCR、NGS、IHC、FISH等技术平台，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，成功研发获批24种单基因及多基因肿瘤检测产品，其中多个产品目前仍为国内独家获批，且部分产品顺利在海外完成注册并纳入日本、韩国等国家医保。中国伴随诊断市场处于早期阶段，预计2020年市场规模近40亿，随着精准医疗的发展将保持较高速增长。

投资建议：预计2023-25年归母净利润为2.57/3.23/4.02亿元，同比增长-2.6%/25.8%/24.3%；EPS为0.65/0.81/1.01元，当前股价对应PE39/31/25倍。艾德生物作为肿瘤精准诊断领域的龙头企业，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，顺利实现产品出海，中长期发展空间广阔。综合绝对估值和相对估值，一年期合理估值为29.23-30.85元，相较于当前股价(23-08-04)有15.5-21.9%溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：研发进度低于预期；海外销售推广不及预期；集采降价风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	917	842	1,035	1,282	1,558
(+/-%)	25.9%	-8.2%	22.9%	23.8%	21.5%
净利润(百万元)	240	264	257	323	402
(+/-%)	32.9%	10.1%	-2.6%	25.8%	24.3%
每股收益(元)	1.08	0.66	0.65	0.81	1.01
EBIT Margin	26.7%	17.8%	22.8%	24.2%	25.5%
净资产收益率(ROE)	17.6%	17.6%	15.1%	16.5%	17.7%
市盈率(PE)	23.1	37.7	38.7	30.8	24.8
EV/EBITDA	20.2	51.0	38.7	29.8	23.6
市净率(PB)	4.06	6.63	5.84	5.08	4.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	29.23 - 30.85 元
收盘价	25.31 元
总市值/流通市值	10077/10063 百万元
52 周最高价/最低价	30.47/20.68 元
近 3 个月日均成交额	45.11 百万元

市场走势

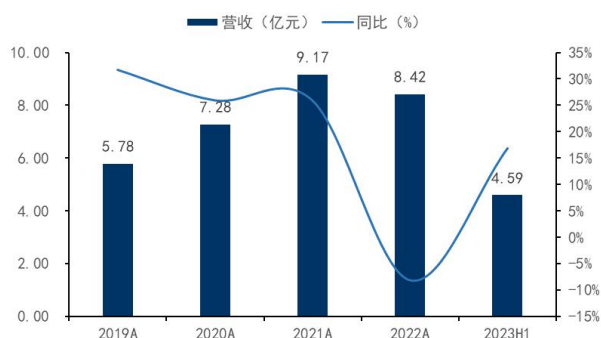


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

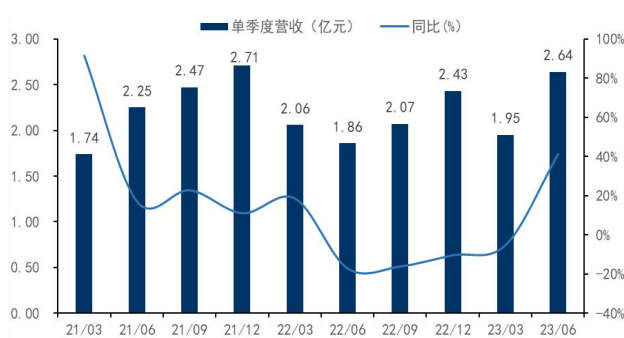
业绩强势复苏，海外市场高速增长。2023 年上半年实现营收 4.59 亿元（+16.9%），归母净利润 1.27 亿元（+42.0%），扣非归母净利润 1.09 亿元（+42.6%），其中二季度单季度营收 2.64 亿元（+41.3%），归母净利润 0.69 亿元（+94.7%），扣非归母净利润 0.64 亿元（+133.0%）。尽管 2022 年第二季度受宏观环境影响有较低基数，但无论从同比还是环比角度而言，今年二季度均展现了强势的经营复苏。海外营收持续快速增长，2023 年上半年海外实现收入 7686 万（+34.4%），ROS1、PCR-11 等产品在日本获批并进入医保销售放量带动海外业务高速增长。

图1：艾德生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



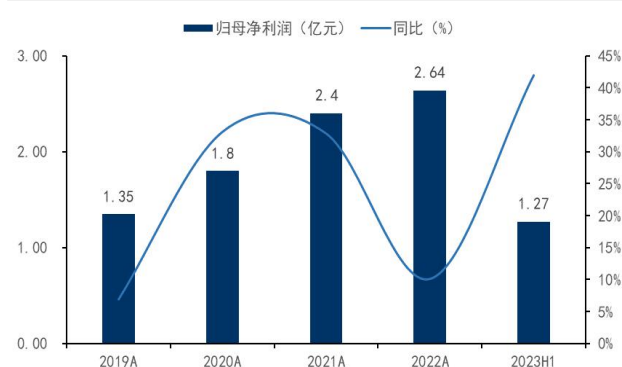
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：艾德生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：艾德生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：艾德生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

伴随诊断检测试剂和药物临床研究服务快速增长。2023 年上半年检测试剂、检测服务、药物临床研究服务三项业务营收分别为 3.84 亿元（+30.0%）、0.45 亿元（-39.3%）、0.25 亿元（+38.3%），毛利率分别为 90.5%（-0.6pp）、43.0%（-16.8pp）、61.0%（-9.1pp）。公司构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，在常规诊疗复苏的背景下相关伴随诊断试剂产品快速放量。公司下设厦门艾德医学检验实验室和上海厦维医学检验实验室两家独立第三方医学检验机构，在北京和上海两个核心城市执行 LDT（医疗机构自行研制体外诊断试剂）试点后，涉及的头部医院预计可能会倾向于进行院内检测，因此对于公司的检测服务业务短期或造成一定影响，但凭借公司强大的研发能力和完善的服务体系，可为医院围绕 LDT 业务提供完善的产品或解决方案。此外，公司已与阿斯利康等国内外众多知名药企达成伴随诊断合作，支持创新药物于不同阶段的临床研究，药企服务为公司后续进行伴随诊断试剂转化和大规模商业化打下坚实基础。

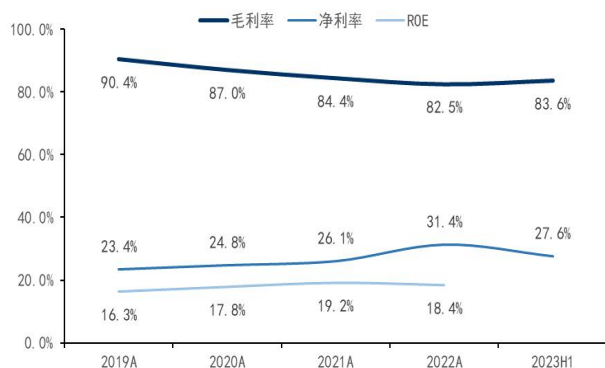
表1: 艾德生物各业务板块营收情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
检测试剂	388.2	478.5	564.5	699.0	611.4	383.6
yoy	29%	23%	18%	24%	-13%	30%
毛利率	93%	93%	94%	95%	94%	91%
检测服务	50.0	80.2	116.1	154.9	135.0	44.7
yoy	78%	60%	45%	33%	-13%	-39%
毛利率	77%	76%	70%	60%	60%	43%
药物临床研究服务		18.9	42.7	54.2	86.0	25.4
yoy			126%	27%	59%	38%
毛利率		86%	78%	68%	73%	61%

资料来源: 公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

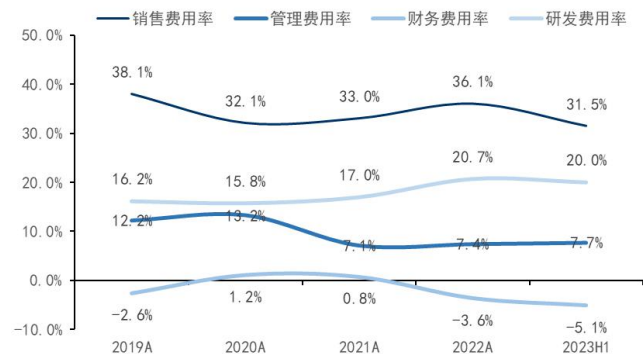
毛利率保持稳定, 各项费用率稳中有降, 持续大幅投入研发。2023 年上半年毛利率为 83.6% (+0.5pp), 销售费用率 31.5% (-1.7pp), 研发费用率 20.0% (+0.2pp), 管理费用率 7.7% (-1.2pp), 财务费用率 -5.1% (-1.7pp)。毛利率保持稳定, 销售和管理费用率略有下降。财务费用受益于汇兑收益增加, 同比大幅下降 75%。计入当期的政府补助达 1621 万, 使得其他收益增长 155%, 公司扣非后净利率为 23.8%, 同比提升 4.3 个百分点。公司高度重视研发团队的打造和研发创新的投入, 2023 年上半年研发投入为 9187 万 (+18.02%), 占营收比例达到 20.0%, 公司常年研发投入占营业收入的比重超过 15%, 董事长直接参与战略规划与研发管理, 研发团队高效精干, 成为持续推出创新产品的源动力。

图5: 艾德生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

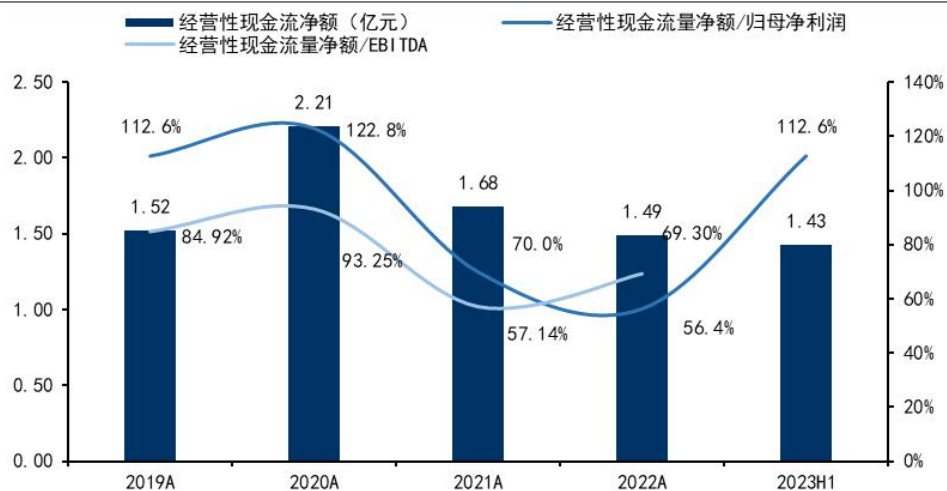
图6: 艾德生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流优质稳健。2023 年上半年经营性现金流净额为 1.43 亿元 (+102.9%), 主要是由经营业绩回升所带动。经营性现金流净额与归母净利润的比值为 112.6%, 保持优质健康状态。截至半年报, 公司货币资金账面余额为 5.43 亿。

图7：艾德生物经营性现金流情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

艾德生物是肿瘤精准诊断的龙头公司

十五载风雨砥砺，造就国际知名品牌

艾德生物是国际领先的精准医疗分子诊断试剂研发生产企业。2008 年郑立谋教授在厦门创立艾德生物，是国内首家专业化的肿瘤精准医疗分子诊断试剂研发生产企业。2010 年 11 月第一款肿瘤伴随诊断产品人类 EGFR 基因 21 种突变荧光 PCR 检测试剂盒获批上市，拉开了国内靶向药伴随诊断的序幕。随后的十三年中艾德不断有新产品获批，在临床用药指导中提供有价值的诊断结果。2017 年公司在创业板上市，2018 年 Super-ARMS EGFR 基因突变检测试剂盒获批，筛选适合接受一代至三代 EGFR 靶向药物治疗的患者，这是我国首个以伴随诊断试剂标准获批上市的 ctDNA 检测试剂盒。艾德通过不断提升肿瘤个体化分子诊断技术和产品，走在国内精准医疗行业前沿，并已逐渐成为国际知名的分子诊断试剂品牌。

表2: 艾德生物发展大事记

时间	事件
2008 年	郑立谋教授回国创办艾德生物
2009 年	获得《医疗器械生产许可证》；GMP 标准厂房通过 CFDA 质量管理体系考核；获得欧盟 ISO13485 认证
2010 年	依托自主核心技术 Adx-ARMS 研发的 EGFR、KRAS、BRAF 三个基因突变检测产品获批上市，填补了国内检测领域空白；与跨国药企阿斯利康（Astrazeneca）建立战略合作
2011 年	核心技术 Adx-ARMS® 获得发明专利证书；基因检测产品正式进入临床市场销售；艾德生物与阿斯利康携手举办了第一届 EGFR 基因突变检测培训班
2012 年	艾德医学检验所成立；ROS1 基因检测试剂盒成为辉瑞（Pfizer）靶向药物克唑替尼（Crizotinib）泛亚太临床研究伴随诊断试剂
2013 年	EML4-ALK、PIK3CA 基因检测试剂盒获 CFDA 批准上市及欧盟 CE 认证；EGFR 基因检测试剂盒获 CFDA 批准用于血液 ctDNA 突变检测
2014 年	ROS1、ALK/ROS1 基因检测试剂盒获 CFDA 批准上市及欧盟 CE 认证；艾德医学检验所获得《医疗机构执业许可证》
2015 年	占地 50 亩的艾德生物园区正式投入运营；EMQN 室内质评：艾德生物产品使用率名列前茅，检测准确率超过 99%；结直肠癌相关基因联合检测试剂盒获 CFDA 批准上市及欧盟 CE 认证；与 Illumina 达成合作协议；以 2167.5 万取得诺佰世医疗 51% 的股权
2016 年	非小细胞肺癌相关基因联合检测试剂盒获 CFDA 批准上市及欧盟 CE 认证；与默克达成合作协议
2017 年	与跨国药企勃林格殷格翰合作推广 EGFR 突变血液检测；ROS1 靶向药物伴随诊断试剂在日本获批，并进入日本医保；顺利在深交所创业板上市；在荷兰设立了欧洲物流中心
2018 年	NGS10 基因检测产品（维惠健™）获批；PCR 肺癌多基因检测产品（艾惠健™）获批；Super-ARMS® 液体活检产品获批；ROS1 试剂盒在韩国和中国台湾获批伴随诊断试剂；与华夏眼科、继景生物签署战略合作协议；艾德医学检验所全技术平台通过美国 CAP 认证
2019 年	公司第 2 个 NGS 检测产品“人类 BRCA1 基因和 BRCA2 基因突变检测试剂盒（可逆末端终止测序法）”获批上市；研发的“人类 12 基因突变分析软件”获得医疗器械注册证；发布 2019 年限制性股票激励计划；与香港觅善建立合作伙伴关系；与跨国药企 Eisai、Lilly 达成伴随诊断战略合作
2020 年	孙公司上海厦维医学检验实验室获《医疗机构执业许可证》；与跨国药企 Johnson & Johnson、Amgen、默克、海和生物、广生堂达成伴随诊断战略合作
2021 年	PCR-SDC2 甲基化肠癌早筛产品获 NMPA 批准上市；PCR-11 基因于获得日本 PMDA 批准上市
2022 年	PCR-11 基因）被纳入日本医保；与 Pierre Fabre、和黄医药达成伴随诊断战略合作；PD-L1 抗体试剂（免疫组织化学法）于国内获批上市；以 1 亿元转让 SDC2 产品权益；与百济神州达成伴随诊断战略合作

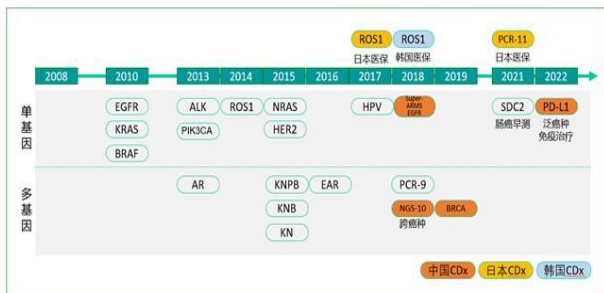
资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

公司高度重视创新能力的打造与提升，拥有多款国内独家获批产品。通过十余年持续增长的研发费用及人员投入，公司打造了肿瘤精准医疗所需的 PCR、NGS、IHC、FISH 等技术平台，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，拥有国际领先、完全自主知识产权的 Adx-ARMS、Super-ARMS、ddCapture®、Adx-HANDLE®、Adx-GSS®等技术和算法专利。针对目前肿瘤精准医疗最重要的 EGFR、KRAS、BRAF、ALK、PIK3CA、ROS1、NRAS、HER2、RET、MET、BRCA1/2、PD-L1、SDC2 等靶点，公司成功研发获批 24 种单基因及多基因肿瘤检测产品，其中多个产品目前仍是国内独家获批，且公司是极少数能实现产品出海伴随诊断企业：

- ✓ 2017 年起，ROS1 产品在日本、韩国陆续获得批准上市并进入医保，是中国诊断公司首个在海外获批的肿瘤伴随诊断试剂；
- ✓ 2021 年，战略产品 PCR-11 基因在日本获批并进入医保，标志着公司在日本肺癌市场站稳脚跟；

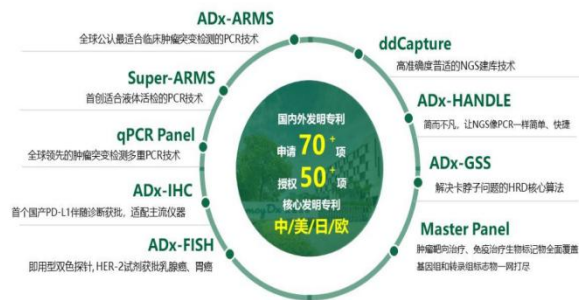
- ✓ Super-ARMS EGFR 产品是中国 NMPA 首次按照伴随诊断试剂标准审评并批准上市的产品；
- ✓ 基于 NGS 技术，公司已经获批 NGS-10 基因、BRCA1/2 基因两个产品，覆盖肺癌、结直肠癌、卵巢癌和乳腺癌等重要癌种的伴随诊断需求。

图8：公司产品的获批时间表



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司已布局的各类技术平台

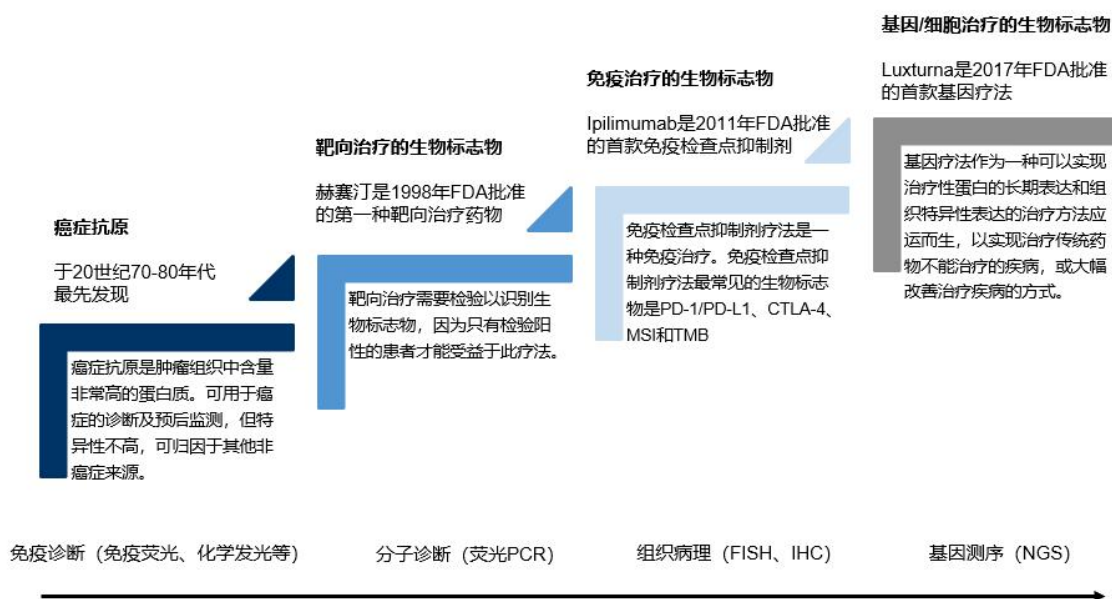


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司是肿瘤“精准治疗”时代红利的直接受益者

肿瘤的靶向治疗和免疫治疗需要更多有效的伴随诊断产品。伴随诊断用于检测患者特定生物标志物，并识别出哪些患者能从药物治疗中明显获益或副作用风险增加，对于其伴随药物的安全性及有效性非常重要。随着肿瘤药物的开发进入“精准治疗”时代，伴随诊断的作用进一步凸显。一些目前开发度比较高的生物标志物如 EGFR、ALK、PD-L1 等已经有多款伴随诊断产品上市。随着一些更创新的靶点出现，如 C-MET、CLDN 18.2 等，这些领域完全处于蓝海状态，也是制药企业与伴随诊断企业合作的重心所在。

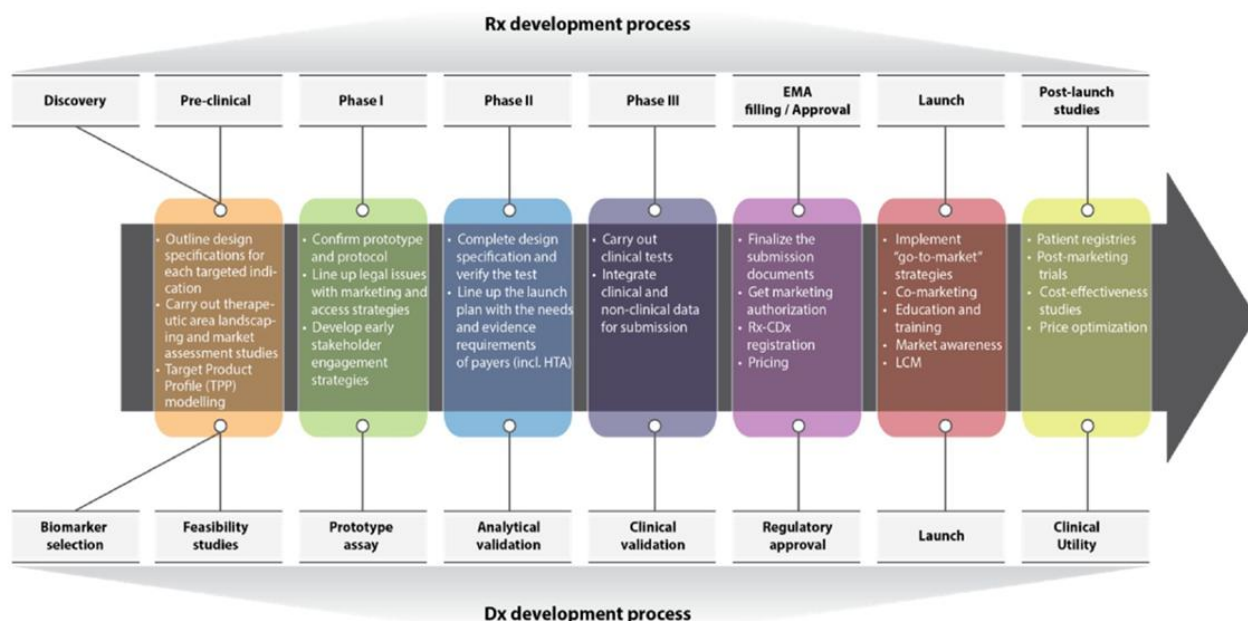
图10：生物标志物和诊断技术的发展历程



资料来源：艾德生物招股书、臻和科技招股书、国信证券经济研究所整理

药企相关的伴随诊断合作正沿着药物研发的时间线逐步提前。很多在临床阶段的药品已经开始开展配套伴随诊断产品的研发，并同步纳入临床。将伴随诊断与新药开发相结合，不仅优化了伴随诊断试剂开发效率，也在一定程度上降低了新药临床试验的风险。在新药临床试验中，伴随诊断通过对患者进行分层或富集，可精准锁定目标人群及适应症，帮助药物获得更理想的临床结果，从而缩短新药研发周期、控制临床规模、提升临床试验成功率。

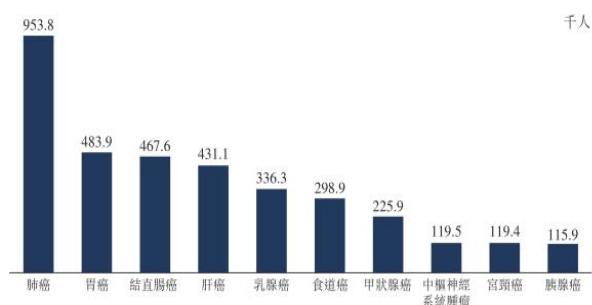
图11：治疗药物与伴随诊断（Rx-CDx）同步开发模式



资料来源：Akhmetov, I.; Ramaswamy, R.; Akhmetov, I.; Thimmaraju, P.K., 《Market Access Advancements and Challenges in "Drug-Companion Diagnostic Test" Co-Development in Europe》, J. Pers. Med. 2015, 5(2):213-228、国信证券经济研究所整理

中国伴随诊断市场规模预计将保持快速增长。中国伴随诊断市场还处于早期阶段，随着精准医疗的发展将进入高速成长期。根据智研咨询估计，2012-2019 年中国伴随诊断逐年快速增长，2019 年中国伴随诊断市场规模达到 27.2 亿元，同比增长 40.3%，预计 2020 年市场规模近 40 亿，且未来一段时间国内伴随诊断市场规模仍将保持较快增速。

图12：2021 年中国按发病人数划分的前十大癌症



资料来源：臻和科技招股书、国信证券经济研究所整理

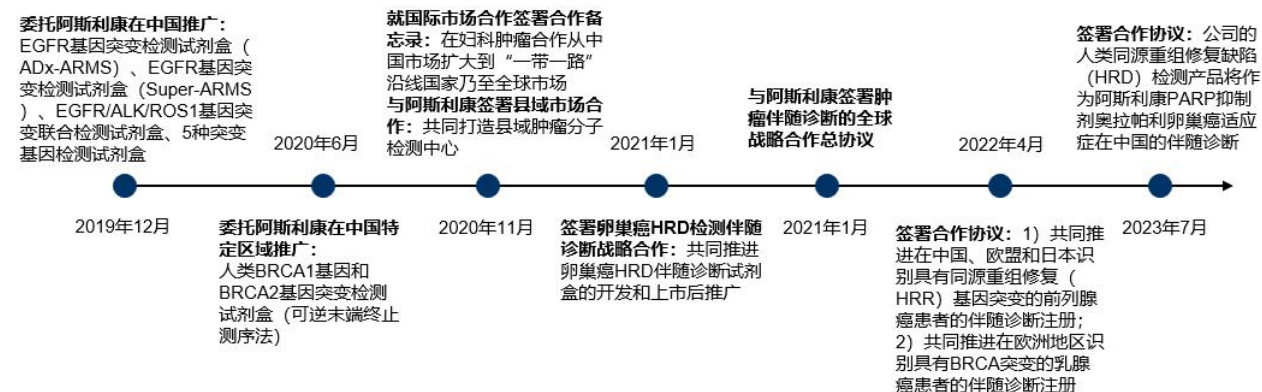
图13：中国伴随诊断市场规模



资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所整理

和阿斯利康的持续深度合作是公司在伴随诊断领域竞争力的完美体现。药企选择伴随诊断伙伴一般考量两方面要素：一是技术与注册能力，相较于普通体外诊断试剂，伴随诊断试剂的要求更高，需要合作伙伴对技术和法规都有深度的理解和实践经验；二是商业化能力，伴随诊断开发的最终目的是上市后与药物共同服务于广大患者，如何提升伴随诊断在医院终端的可及性也至关重要。艾德生物与阿斯利康的合作起始于 2019 年的市场推广，后续逐步从国内到国际、从城市到县域全面铺开，并从市场推广进一步延伸至创新产品的临床、注册申报等一系列领域。

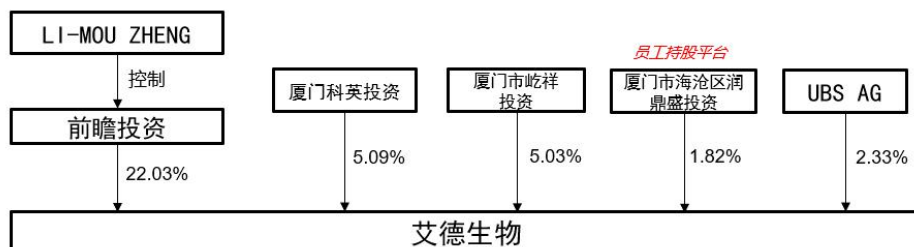
图14: 艾德生物与阿斯利康的合作里程碑



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

公司创始人为实际控制人。公司创始人为郑立谋教授，其 1982 年硕士毕业于厦门大学生物系，师从我国细胞生物学奠基人之一汪德耀教授，同年赴法国里昂第一大学深造，成为改革开放后较早的一批留学生。1992 年郑教授在美国纽约洛克菲勒大学完成博士后研究，随后在美国先灵葆雅制药研究所担任首席研究员、美国康涅狄格 Vion 生技公司担任生物部主任、研发部门主管等职位。2008 年郑教授怀着强烈的强国梦想选择回厦门创业，带领艾德打破国外技术垄断，填补国内空白，实现国际领先。截止 2023 年半年报，郑立谋教授拥有公司 22.03% 的股权，为公司的实际控制人。

图15: 艾德生物股权结构（截止 2023 年半年报）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表3: 公司部分核心管理层简介

姓名	职务	职业背景
LI-MOU ZHENG	董事长	博士学历。曾任美国纽约洛克菲勒大学博士后研究员、美国先灵葆雅制药研究所首席研究员、美国康涅狄格 Vion 生技公司生物部主任、研发部门主管。

罗捷敏	董事、轮值总经理	理学博士、工商管理硕士、高级工程师，入选福建省“百人计划”创新团队，厦门市青年创新人才，厦门市重点产业紧缺人才。2012年1月至今，罗捷敏先生先后参与公司战略规划、IPO及日常运营管理等工作，历任公司科学事务部经理、总经理助理、副总经理、董事会秘书等职务
罗菲	董事、副总经理	大学专科学历。曾就职于厦门新景祥置业顾问有限公司、厦门金都置业有限公司；2009年8月至今，历任公司销售总监、副总经理、董事等职。
FRANK RON ZHENG	董事、副总经理	工商管理硕士。2013年从美国哥伦比亚大学毕业后进入剑桥基金投资有限公司担任投资顾问，期间获得中欧国际工商学院工商管理硕士。2017年加入公司，主要负责公司国际业务及药企合作项目。
阮力	董事、副总经理	理学博士、高级工程师，入选福建省“百人计划”创新团队。2008年8月至今历任公司研发部经理、技术总监、总经理助理、副总经理等职。
郑惠彬	副总经理	硕士学历。曾任集美财经学院行政科科长、厦门市财政局下属厦门经济特区拍卖行总经理、厦门特拍拍卖有限公司董事长兼总经理、厦门软件学院副院长
陈英	财务总监、董事会秘书	本科学历，高级会计师。曾任中国农业银行厦门市分行湖滨营业部主办会计、中国长城资产管理公司福州办事处高级副经理等职务。

资料来源：Wind、公司年报、公司招股书、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

检测试剂：随着肿瘤靶向治疗和免疫治疗需求的提升，以及公司后续创新产品管线的推进，相关伴随诊断试剂将保持快速放量趋势，MSI、HRR、HRD 等创新产品未来几年有望在国内陆续获批；ROS1 及 PCR-11 基因等伴随诊断产品在日本等国家纳入医保后将提升收入贡献；

检测服务：公司可根据不同项目选择最优的技术平台进行 LDT 产品设计与开发，满足药企、科研机构的多种需求，短期可能受到 LDT 试点政策的部分影响，中长期来看公司凭借全线开展细胞病理、组织病理、分子病理临检服务的资质和能力，有望保持稳健增长；

药物临床研究服务：公司已经与国内外十数家头部知名药企达成伴随诊断合作，提供专业的伴随诊断注册服务，支持药物不同阶段的临床研究。药企服务收入的增长有望成为公司后续大规模商业化伴随诊断试剂的重要前置指标。

表4：艾德生物营收拆分

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
检测试剂					
收入（百万元）	699.0	611.4	808.0	1,008.1	1,232.7
增速	24%	-13%	32%	25%	22%
毛利率	95%	94%	93%	92%	92%
检测服务					
收入（百万元）	154.9	135.0	97.2	108.9	124.5
增速	33%	-13%	-28%	12%	14%
毛利率	60%	60%	43%	45%	47%
药物临床研究服务					
收入（百万元）	54.2	86.0	118.7	152.0	186.0
增速	27%	59%	38%	28%	22%
毛利率	68%	73%	73%	73%	73%
合计					
营业收入（百万元）	917.0	842.2	1,035.1	1,281.9	1,558.1
增速	26%	-8%	23%	24%	22%
毛利率	84%	82%	85%	85%	86%

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-25 年营收 10.35/12.82/15.58 亿元，同比增长 23%/24%/22%，毛利率分别为 85%/85%/86%。

未来 3 年业绩预测

表5: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	842	1035	1282	1558
营业成本	148	156	191	225
销售费用	304	334	410	491
管理费用	62	83	93	111
研发费用	175	223	273	327
财务费用	-30	-39	-31	-28
利润总额	286	292	365	454
归属于母公司净利润	264	257	323	402

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们预计公司 2023-25 年营收为 10.35/12.82/15.58 亿元, 同比增长 23%/24%/22%; 归母净利润为 2.57/3.23/4.02 亿元, 同比增长 -2.6%/25.8%/24.3%。

盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2023-25 年净利润分别为 2.81/3.59/4.52 亿元, 同比增长 6.4%/27.8%/26.0%; 2) 中性假设下, 公司 2023-25 年净利润分别为 2.57/3.23/4.02 亿元, 同比增长 -2.6%/25.8%/24.3%; 3) 悲观假设下, 公司 2023-25 年净利润分别 2.24/2.78/3.41 亿元, 同比增长 -15.0%/24.0%/22.8%。

表6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测				
营业收入(百万元)	842	1,054	1,331	1,646
(+/-%)	-8.2%	25.2%	26.2%	23.7%
归母净利润(百万元)	264	281	359	452
(+/-%)	10.1%	6.4%	27.8%	26.0%
中性预测				
营业收入(百万元)	842	1,035	1,282	1,558
(+/-%)	-8.2%	22.9%	23.8%	21.5%
归母净利润(百万元)	264	257	323	402
(+/-%)	10.1%	-2.6%	25.8%	24.3%
悲观预测				
营业收入(百万元)	842	1,016	1,234	1,473
(+/-%)	-8.2%	20.6%	21.5%	19.4%
归母净利润(百万元)	264	224	278	341
(+/-%)	10.1%	-15.0%	24.0%	22.8%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：28.24-30.98 元

基于公司完善的产品布局和伴随诊断领域的龙头地位，管线中的创新产品陆续上市，公司市场份额不断提升，且国内精准治疗的理念在临床逐步深入应用，我们预计公司在收入端将保持较快速增长，未来五年估值假设条件见下表：

表7：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	25.90%	-8.16%	22.91%	23.83%	21.55%	21.55%	21.55%
营业成本/营业收入	15.62%	17.55%	15.07%	14.88%	14.47%	14.17%	13.87%
管理费用/营业收入	6.92%	6.92%	7.80%	7.10%	7.00%	6.80%	6.60%
研发费用/营业收入	17.02%	20.72%	21.50%	21.30%	21.00%	20.90%	20.80%
销售费用/销售收入	33.03%	36.07%	32.30%	32.00%	31.50%	31.20%	30.90%
税金及附加/营业收入	0.46%	0.44%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	5.14%	7.62%	12.00%	11.50%	11.50%	11.40%	11.30%
股利分配比率	23.14%	19.51%	21.21%	21.29%	20.67%	21.05%	21.00%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	12.00%
无风险利率	2.66%	Ka	9.14%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.1
公司股价（元）	24.97	Ke	9.17%
发行在外股数（百万）	398	E/(D+E)	99.50%
股票市值(E, 百万元)	9942	D/(D+E)	0.50%
债务总额(D, 百万元)	50	WACC	9.15%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 28.24-30.98 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港币）

		WACC 变化				
29.25		8.7%	8.9%	9.15%	9.3%	9.5%
永续 增长 率变 化	2.6%	33.75	32.44	31.22	30.08	29.00
	2.4%	32.93	31.69	30.53	29.43	28.40
	2.2%	32.17	30.98	29.87	28.82	27.83
	2.0%	31.44	30.31	29.25	28.24	27.30
	1.8%	30.77	29.68	28.66	27.70	26.79
	1.6%	30.12	29.09	28.11	27.18	26.30
	1.4%	29.52	28.52	27.58	26.69	25.84

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

相对估值：29.23-30.85 元

艾德生物作为肿瘤精准诊断领域的龙头公司，打造了肿瘤精准医疗所需的技术平台，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，拥有国际领先、完全自主知识产权的技术和算法专利，多个产品目前仍是国内独家获批，且公司为极少数能实现出海的伴随诊断企业。艾德已与十数家国内外知名药企达成战略合作，在研管线丰富，有望受益于肿瘤精准治疗的时代红利。

由于肿瘤伴随诊断领域目前并无完全可与艾德生物对标的上市公司，可比公司选取同处于分子诊断赛道的华大基因、凯普生物和睿昂基因。考虑到公司拥有强研发实力和高技术壁垒，中长期增长确定性高，给予 2024 年 PE 36-38X，一年期合理目标区间为 29.23-30.85 元。

表10：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG
		2023/8/4	亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)
300676	华大基因	60.34	250	3.56	2.02	2.31	2.55	16.9	29.9	26.1	23.7	7%	2.1
300639	凯普生物	9.87	64	2.91	0.56	0.75	0.96	3.4	17.6	13.2	10.2	43%	0.4
688217	睿昂基因	38.01	21	0.95	1.11	1.52	2.08	40.0	34.2	25.0	18.3	4%	0.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：盈利预测均为 Wind 一致预期，本表仅做列示，不做推荐

投资建议

预计 2023-25 年营收为 10.35/12.82/15.58 亿元，同比增长 23%/24%/22%；归母净利润为 2.57/3.23/4.02 亿元，同比增长 -2.6%/25.8%/24.3%；EPS 为 0.65/0.81/1.01 元，当前股价对应 PE 39/31/25 倍。艾德生物作为肿瘤精准诊断领域的龙头公司，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，顺利实现伴随诊断试剂出海，中长期发展空间广阔。综合绝对估值和相对估值，公司一年期合理估值为 29.23-30.85 元，相较当前股价（23-08-04）有 15.5-21.9%溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.66%、风险溢价6.00%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值方面我们选取了与公司业务相近的公司进行比较,同时考虑公司成长性,对可比公司平均动态PE进行修正,最终给予公司36-38倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设,其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

体外诊断试剂集采降价或落标冲击公司营收和盈利能力的风险:2022年,江西医保局发布了《肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购》公告,随着各产品品类集采政策、挂网联动等政策地广泛出台和实施,国内体外诊断产业的整合将会加速。如果公司不能在经营策略上及时调整以适应医药卫生体制改革带来的市场规则以及行业监管政策的变化,将会对公司的经营产生不利影响。

新产品研发注册风险:体外诊断是技术密集型行业,技术革新演进较快。能否不断研发出满足市场需求和技术发展方向的新产品是公司能否在市场竞争中持续保持领先并不断扩大优势的关键因素。体外诊断试剂须经过产品性能评估、注册检验、临床试验、行政审批等程序方能获得医疗器械注册证书,伴随诊断产品还要进行患者临床用药的疗效验证,周期长、投入大、门槛高、监管严。如果公司不能及时开发出新产品并完成注册报批,将会影响公司前期研发投入的回收和未来收益的实现。

行业竞争加剧的风险:随着中国体外诊断行业的日渐成熟,行业竞争不断升级,已经从产品的竞争向商业模式竞争升级。体外诊断行业从单纯向客户销售产品,变为给客户提供全面的解决方案。行业竞争要素从自主产品、代理产品、服务能力、单产品的价格升级到资本、产品组织能力、综合服务能力、整体性价比。未来,公司如果不能在产品质量、品种结构、研发能力、销售

与服务等方面持续提升，将导致公司竞争力下降，对公司未来业绩产生不利影响。

财务风险。若主要客户经营状况、行业结算方式等情况发生重大不利变化，可能导致公司应收账款发生逾期、坏账或进一步延长应收账款回收周期，从而给公司持续盈利能力造成不利影响。2023 年上半年的应收账款账面余额为 4.59 亿元。

技术风险

核心技术人员流失风险：公司坚持自主创新，通过持续研发投入，已积累了多项核心技术，大部分核心技术处于国内领先水平，这些技术是公司核心竞争力的主要体现。若公司核心技术人员流失，将会在一定程度上削弱公司的持续研发能力和产品在市场上的竞争力，从而对公司发展造成不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	403	495	618	757	989	营业收入	917	842	1035	1282	1558
应收款项	433	465	510	597	683	营业成本	143	148	156	191	225
存货净额	32	33	42	49	54	营业税金及附加	4	4	5	6	8
其他流动资产	12	22	31	38	47	销售费用	303	304	334	410	491
流动资产合计	1196	1285	1472	1712	2044	管理费用	65	62	83	93	111
固定资产	203	203	255	296	313	研发费用	156	175	223	273	327
无形资产及其他	19	47	46	45	45	财务费用	7	(30)	(39)	(31)	(28)
投资性房地产	34	57	57	57	57	投资收益	2	(5)	(9)	(6)	(5)
长期股权投资	68	59	49	43	38	资产减值及公允价值变动	6	7	(3)	(2)	(1)
资产总计	1520	1651	1878	2153	2495	其他收入	(149)	(69)	(191)	(238)	(290)
短期借款及交易性金融负债	3	5	5	5	5	营业利润	253	288	294	366	455
应付款项	24	21	28	36	44	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(1)	(1)
其他流动负债	108	65	83	101	120	利润总额	252	286	292	365	454
流动负债合计	135	92	116	141	169	所得税费用	13	22	35	42	52
长期借款及应付债券	0	47	45	40	35	少数股东损益	(1)	1	0	0	0
其他长期负债	15	13	15	16	16	归属于母公司净利润	240	264	257	323	402
长期负债合计	15	59	60	55	51	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	150	151	176	197	220	净利润	240	264	257	323	402
少数股东权益	5	0	0	0	0	资产减值准备	2	(2)	2	1	1
股东权益	1365	1500	1702	1957	2275	折旧摊销	36	48	25	30	34
负债和股东权益总计	1520	1651	1878	2153	2495	公允价值变动损失	(6)	(7)	3	2	1
						财务费用	7	(30)	(39)	(31)	(28)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(159)	(114)	(34)	(74)	(70)
每股收益	1.08	0.66	0.65	0.81	1.01	其它	(2)	2	(2)	(1)	(1)
每股红利	0.25	0.13	0.14	0.17	0.21	经营活动现金流	111	191	251	280	366
每股净资产	6.15	3.77	4.28	4.91	5.71	资本开支	0	(49)	(81)	(73)	(51)
ROIC	26%	15%	19%	22%	26%	其它投资现金流	(11)	45	0	0	0
ROE	18%	18%	15%	17%	18%	投资活动现金流	(8)	4	(71)	(67)	(46)
毛利率	84%	82%	85%	85%	86%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	18%	23%	24%	26%	负债净变化	0	47	(2)	(5)	(5)
EBITDA Margin	31%	23%	25%	27%	28%	支付股利、利息	(55)	(51)	(54)	(69)	(83)
收入增长	26%	-8%	23%	24%	22%	其它融资现金流	59	(94)	(0)	0	0
净利润增长率	33%	10%	-3%	26%	24%	融资活动现金流	(62)	(103)	(57)	(74)	(88)
资产负债率	10%	9%	9%	9%	9%	现金净变动	41	92	123	139	232
息率	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	货币资金的期初余额	362	403	495	618	757
P/E	23.1	37.7	38.7	30.8	24.8	货币资金的期末余额	403	495	618	757	989
P/B	4.1	6.6	5.8	5.1	4.4	企业自由现金流	111	23	118	157	264
EV/EBITDA	20.2	51.0	38.7	29.8	23.6	权益自由现金流	169	(24)	125	165	276

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032