

2024年01月23日

证券研究报告·2023年业绩预告点评

诺辉健康 (6606.HK) 医疗保健

当前价: 17.44 港元

目标价: —— 港元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 2023年业绩持续超预期，常卫清标杆医院放量可期

### 投资要点

- **事件：公司发布 2023 年业绩预告。**2023 年公司收入预期 19.8-20.5 亿元 (+158.9%-168.2%)；2023 年毛利额预期 18.1-18.7 亿元 (+179.9%-190%)；2023 年预期首年实现扭亏为盈。2023 年现金回款共计 14.2 亿元。
- **2023 年业绩持续超预期，三大产品量价齐升。**业绩分产品看（口径为盈利预测区间中位数）：2023 年预期常卫清实现收入 11.9 亿元 (+235%)，约占公司总收入的 59.2%，收入确认量为 104.1 万份 (+188%)；幽幽管实现收入 4.6 亿元 (+123%)，约占总收入的 23%，收入确认量为 623.8 万份 (+76%)；噗噗管实现收入 3.6 亿元 (+78%)，约占总收入的 17.7%，收入确认量为 1018.8 万份 (+28%)。
- **常卫清临床渠道增速亮眼，常卫清标杆医院放量可期。**常卫清业绩高增主要有以下原因：1) 我国结直肠癌早筛意识的提升；2) 省级定价指引及医院准入的覆盖范围扩大；3) 所覆盖医院内医生采纳率不断增强所带动；4) 高出厂单价的临床渠道占比提升，成为常卫清占比最大的收入来源，2023 年预期常卫清临床渠道收入确认量为 44.1 万份，实现收入 6.5 亿元，约占常卫清全渠道总收入的 54.6%。2023 年常卫清临床渠道收入主要来自于民营医院及诊所，2023H2 公立医院收入占比大幅提升。2023 年民营医院、诊所、公立医院分别占临床渠道的 57.4%、24.5%、9.6%，未来公立医院渠道有望提速放量。
- **现金流持续向好。**2023 年公司现金回款共计 14.2 亿元，其中应收账款回款 11.8 亿元（其中 2022 年回款 4.9 亿元，2023 年回款 11.8 亿元），其余为预收款。2023 年公司应收账款约 14.7 亿元，从应收账款账龄结构上看，账期一年以上、181-365 天、91-180 天、小于 90 天的占比分别为 1.6%、27.5%、40.1%、30.8%。
- **盈利预测：**考虑到行业处于高速发展期，公司产品放量显著，预计 2023-2025 年营收分别为 20.2/33.8/50.3 亿元，增速分别为 163.7%/67.7%/48.7%。
- **风险提示：**研发与商业化或不及预期；市场竞争加剧风险；政策变化风险。

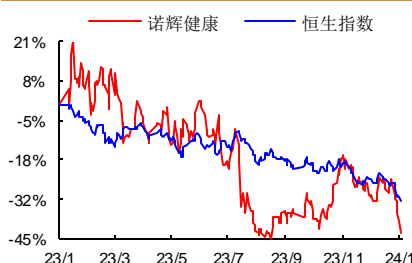
指标/年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元人民币)	212.76	764.96	2017.16	3382.03	5029.26
增长率	201.50%	259.54%	163.69%	67.66%	48.71%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-3085.34	-79.24	89.18	544.25	1273.02
增长率	-291.18%	97.43%	212.54%	510.31%	133.90%
每股收益 EPS	-6.74	-0.17	0.19	1.19	2.78
净资产收益率	-145.08%	-3.73%	4.03%	19.75%	31.60%
PE	-2.59	-100.76	89.53	14.67	6.27

数据来源：公司公告，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	16.82-37.1
3 个月平均成交量(百万)	1.48
流通股数(亿)	4.58
市值(亿)	79.84

### 相关研究

1. 诺辉健康 (6606.HK)：2022 年业绩超预期，联手医思健康推动宫证清在港上市 (2023-03-25)

**关键假设：**

- 1) 常卫清：考虑到常卫清高单价的临床渠道高速放量，我们预计 2023-2025 年公司常卫清收入确认量分别为 104/177/257 万盒，平均出厂价分别为 1148/1182/1206 元/盒，毛利率波动在 90%。
- 2) 噗噗管：噗噗管与产品常卫清在结直肠癌早筛市场上形成差异化互补优势。我们预计 2023-2025 年公司噗噗管收入确认量分别为 1019/1223/1468 万盒，平均出厂价分别为 35/42/50 元/盒，毛利率波动在 84%。
- 3) 幽幽管：国家药监局批准的中国首个适用于“消费者自测”的幽门螺杆菌检测产品，于 2022 年 1 月上市销售。我们预计 2023-2025 年公司幽幽管收入确认量分别为 625/906/1269 万盒，平均出厂价分别为 74/86/94 元/盒，毛利率波动在 92%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本拆分如下表：

**表 1：公司收入拆分**

		2022A	2023E	2024E	2025E
常卫清	收入确认量 (万盒)	36	104	177	257
	平均出厂价 (元/盒)	985.1	1148.0	1182.4	1206.1
	营业收入 (百万元)	356.0	1194.9	2092.2	3094.4
	收入 YoY	266.2%	235.6%	75.1%	47.9%
	毛利率	83%	90%	90%	90%
噗噗管	收入确认量 (万盒)	796	1019	1223	1468
	平均出厂价 (元/盒)	25.2	35.0	42.0	50.4
	营业收入 (百万元)	200.6	356.9	513.9	740.1
	YoY	73.7%	77.9%	44.0%	44.0%
	毛利率	82%	84%	84%	84%
幽幽管	收入确认量 (万盒)	355	625	906	1269
	平均出厂价 (元/盒)	58.5	74.3	85.5	94.0
	营业收入 (百万元)	207.8	464.5	774.5	1192.7
	YoY	-	76%	45%	40%
	毛利率	91%	92%	92%	92%
汇总	营业总收入 (百万元)	765.0	2017.2	3382.0	5029.3
	YoY	259.5%	163.7%	67.7%	48.7%
	毛利率	84.5%	89.4%	89.5%	89.6%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	764.96	2017.16	3382.03	5029.26	税后经营利润	-171.87	21.78	498.77	1258.26
销售成本	118.79	214.69	354.23	524.58	折旧与摊销	70.79	99.22	195.53	241.84
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7.36	1.75	5.95	6.82
销售费用	555.08	1210.29	1691.02	2011.70	其他经营资金	-318.82	-835.44	-355.37	-1020.74
管理费用	254.19	564.80	744.05	1005.85	<b>经营性现金净流量</b>	-412.54	-712.69	344.88	486.18
财务费用	7.36	1.75	5.95	6.82	<b>投资性现金净流量</b>	691.96	-54.99	-349.00	-374.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资性现金净流量</b>	75.48	-1.58	11.19	53.04
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>现金流量净额</b>	354.90	-769.27	7.07	164.72
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	-170.46	25.62	586.79	1480.30	资产负债表 (百万元)				
其他非经营损益	90.81	80.00	60.00	30.00	货币资金	1100.40	331.14	338.20	502.93
税前利润	-79.66	105.62	646.79	1510.30	应收账款	554.05	552.65	926.58	1377.88
所得税	0.65	15.84	97.02	226.55	预付款项、按金及其他应收款项	24.86	744.32	574.59	957.87
税后利润	-80.31	89.78	549.77	1283.76	其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于非控制股东利润	-1.08	0.60	5.52	10.74	存货	70.54	58.82	97.05	143.72
<b>归属于母公司股东利润</b>	<b>-79.24</b>	<b>89.18</b>	<b>544.25</b>	<b>1273.02</b>	其他流动资产	214.57	605.15	1014.61	1508.78
					<b>流动资产总计</b>	<b>1964.41</b>	<b>2292.07</b>	<b>2951.04</b>	<b>4491.18</b>
主要财务比率					长期股权投资	10.22	10.22	10.22	10.22
成长能力					固定资产	81.78	153.30	293.49	402.35
营收额增长率	260%	164%	68%	49%	在建工程	0.00	125.00	125.00	125.00
EBIT 增长率	98%	249%	508%	132%	无形资产	79.50	87.09	111.33	127.25
EBITDA 增长率	100%	13800%	311%	107%	长期待摊费用	0.00	50.00	50.00	50.00
税后利润增长率	97%	212%	512%	134%	其他非流动资产	402.75	146.68	186.71	220.11
盈利能力					<b>非流动资产合计</b>	<b>574.25</b>	<b>572.28</b>	<b>776.76</b>	<b>934.92</b>
毛利率	84%	89%	90%	90%	<b>资产总计</b>	<b>2538.66</b>	<b>2864.35</b>	<b>3727.80</b>	<b>5426.10</b>
净利率	-10%	4%	16%	26%	短期借款	0.00	0.00	13.78	57.73
ROE	-4%	4%	20%	32%	应付账款	42.96	70.58	116.46	172.46
ROA	-3%	3%	15%	23%	其他流动负债	148.31	382.16	632.82	931.50
ROIC	-12%	2%	22%	43%	<b>流动负债合计</b>	<b>191.27</b>	<b>452.75</b>	<b>763.06</b>	<b>1161.69</b>
估值倍数					长期借款	180.00	180.00	183.36	199.27
P/E	-100.76	89.53	14.67	6.27	其他非流动负债	45.74	20.00	20.00	20.00
P/S	10.44	3.96	2.36	1.59	<b>非流动负债合计</b>	<b>225.74</b>	<b>200.00</b>	<b>203.36</b>	<b>219.27</b>
P/B	3.76	3.61	2.90	1.98	<b>负债合计</b>	<b>417.01</b>	<b>652.75</b>	<b>966.42</b>	<b>1380.96</b>
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	0.14	0.15	0.15	0.15
EV/EBIT	11.64	0.50	0.32	0.18	储备	2121.51	2121.67	2121.67	2121.67
EV/EBITDA	557.99	0.26	0.24	0.16	留存收益	0.00	89.18	633.43	1906.45
EV/NOPLAT	5.14	2.31	0.41	0.22	归属于母公司股东权益	2121.65	2211.00	2755.26	4028.27
					归属于非控制股东权益	0.00	0.60	6.12	16.86
					<b>权益合计</b>	<b>2121.65</b>	<b>2211.60</b>	<b>2761.38</b>	<b>4045.13</b>
					<b>负债和权益合计</b>	<b>2538.66</b>	<b>2864.35</b>	<b>3727.80</b>	<b>5426.10</b>

数据来源: WIND, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---