

常规业务稳健增长，海外本地化平台逐渐发力

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年度业绩预告, 预计公司2023年度营业收入约42亿元至45亿元(-36.14%~ -40.39%), 归母净利润8000万元~1.1亿元(-86.30%~ -90.04%), 扣非归母净利润7500万元~1.1亿元(-84.67%~ -89.55%)。
- **常规业务恢复稳健发展态势。** 随着公共卫生事件影响的逐步消散, 公司相关新冠检测业务收入较2022年同期出现较大幅度下降, 公司继而主动战略性调整主营业务产品结构与供应链策略。剔除新冠影响, 2023年常规业务增速约20%。其中, 生育健康的业务和多组学的业务收入同比略有增长, 肿瘤防控收入同比实现显著增长。
- **业务布局逐渐明晰, 把握机遇强势崛起。** 公司业务布局生育健康类服务、肿瘤防控类服务、病原感染类服务、多组学大数据与合成业务、精准医学检测综合解决方案等5大业务板块。凭借多年持续高研发投入, 各板块新产品不断获批。在产品开发和性能优化方面, 公司HALOS肿瘤基因检测数据分析解读一体机、PMseq® CNV分析流程和耐药数据库全新升级; 其中在生育健康业务方面, 推出200+种显性单基因病无创产前检测, 进一步防控出生缺陷; 感染防控方面, 发布全新tNGS检测产品“PTseq和PTseq Plus呼吸道感染病原微生物靶向高通量基因检测”; 慢性疾病防控方面, 阿尔茨海默病风险基因检测(APOE基因分型检测)、早发冠心病风险基因检测、心血管疾病药物基因检测及认知障碍疾病基因检测产品、神经系统自身免疫抗体检测系列产品正式上市。
- **全面部署海外本地化平台, 提供全生命周期的医学检测服务。** 在国际业务拓展方面, 公司依托前期海外业务建立起来的公共卫生防控平台, 持续转化为生育健康、肿瘤防控、感染防控、慢病防控等全生命周期的医学检测服务能力, 基于已储备的多项海外准入产品资质和质量体系, 积极拓展海外业务。2023年, 公司与沙特Tibbiyah合资成立的独立临床实验室开业, 与沙特公共卫生局(Public Health Authority, PHA)正式签署了合作备忘录; 此外, 公司与泰国、巴西、阿根廷、智利和塞尔维亚等国的医疗机构、科研院所等合作方达成多项合作意向并签订协议, 进一步促进了公司精准医学技术在全球市场的推广应用。公司全自动医用PCR分析系统PM EasyLab及其配套使用的三款感染类检测试剂盒获得泰国食品药品监督管理局、沙特食品药品监督管理局市场准入资质, 传染病三联检测试剂盒获得澳大利亚市场准入资质, COLOTECT™ 肠癌检测产品获得马来西亚市场准入资质。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2024年表观营收增速5%、2025年表观营收增速6.3%, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 政策风险, 竞争加剧风险, 新业务拓展可能受到政策风险、国际形势等因素影响。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7046.13	4342.72	4560.30	4846.08
增长率	4.14%	-38.37%	5.01%	6.27%
归属母公司净利润(百万元)	802.92	100.93	142.17	175.40
增长率	-45.06%	-87.43%	40.86%	23.37%
每股收益EPS(元)	1.94	0.24	0.34	0.42
每股营业额(元)	17.02	10.49	11.02	11.71
净资产收益率ROE	7.92%	1.01%	1.41%	1.71%
PE	19	150	107	87
PS	2.15	3.49	3.33	3.13
PB	1.51	1.54	1.52	1.50

数据来源: Wind, 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: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.14
流通A股(亿股)	4.11
52周内股价区间(元)	36.66-75.83
总市值(亿元)	151.74
总资产(亿元)	134.63
每股净资产(元)	24.03

相关研究

1. 华大基因(300676): 新冠业务利润放缓, 常规业务恢复稳健发展态势 (2023-04-07)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：生育健康基础研究和临床应用服务方面，公司专注于串联质谱技术的新生儿遗传代谢病筛查领域多年，拥有高质量的检测能力和丰富的技术经验，具备全面的新生儿遗传代谢病筛查产品线。预计 2023-2025 年销量分别上涨 5%、5%、5%。预计毛利率稳定在 42% 附近。

假设 2：多组学大数据服务与合成业务方面，公司利用基因测序、质谱、基因合成、大数据、云计算等技术，率先面向全球客户提供基于基因组学、转录组学、表观基因组学、单细胞组学、蛋白质组学、代谢组学等多组学的大数据采集、分析和挖掘的综合解决方案服务。预计 2023-2025 年销量将上涨 5%、5%、5%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 3：精准医学检测综合解决方案方面，公司建设运营的“火眼”实验室积累了丰富的自动化、信息化、模块化和标准化经验，在未来出生缺陷、肿瘤及慢性病防控方面提供了很好的示例。精准医学检测综合解决方案包含新冠设备的销售，因此 23 年表观营收有大幅下滑。预计 2023-2025 年销量为-32%、2%、5%。目前因为业务结构变化，毛利率略有下滑，预计 2023-2024 毛利率稳定在 63%。

假设 4：肿瘤防控及转化医学类服务方面，多项临床研究正在开展。HALOS 肿瘤基因检测数据分析解读一体机、PMseq® CNV 分析流程和耐药数据库全新升级。粪便 DNA 甲基化联合检测试剂盒获得国家药品监督管理局颁发的医疗器械注册证，预计将在 24 年重点推广。预计 2023-2025 年销量将上涨 11.5%、12%、12%。毛利率预计将稳定在疫情前 44% 左右。

假设 5：感染防控基础研究和临床应用服务方面，因为涉及大量新冠业务，疫后收入下滑严重，后续常规业务将逐步修复。预计 2023-2025 年销量为-89%、12%、12%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
生育健康基础研究和临床应用服务	收入	1116	1171	1230	1292
	增速	-6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	44.4%	42.0%	42.0%	42.0%
多组学大数据服务与合成业务	收入	705	740	777	816
	增速	9.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%
精准医学检测综合解决方案	收入	2,504	1,703	1,737	1,824
	增速	-26.0%	-32.0%	2.0%	5.0%
	毛利率	71.0%	63.0%	63.0%	63.0%
肿瘤防控及转化医学类服务	收入	404	450	504	564
	增速	6.3%	11.5%	12.0%	12.0%
	毛利率	22.9%	44.0%	44.0%	44.0%
感染防控基础研究	收入	2301	260	291	326

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
和临床应用服务	增速	98.6%	-88.7%	12.0%	12.0%
	毛利率	46.9%	46.5%	46.5%	46.5%
其他	收入	17	18	21	24
	增速	41.9%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	94.5%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	7,046	4,343	4,560	4,846
	增速	4.1%	-38.4%	5.0%	6.3%
	毛利率	52.4%	49.0%	48.8%	48.8%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 43.4 亿元 (-38.4%)、45.6 亿元 (+5%) 和 48.5 亿元 (+6.3%)，归母净利润分别为 1 亿元 (-87.4%)、1.4 亿元 (+41%)、1.8 亿元 (+23.4%)，每股销售额分别为 10.5 元、11 元、11.7 元，对应动态 PS 分别为 3.49 倍、3.33 倍、3.13 倍。

公司 2023 年度持续强化内部经营管理，在产品、资质、市场等方面持续发力，促进公司主营业务发展。在资质布局方面，公司在国内外都获得了一系列市场准入资质，助力公司业务全球化发展。其中，在国际领域，公司全自动医用 PCR 分析系统 PM EasyLab 及其配套使用的三款感染类检测试剂盒获得泰国食品药品监督管理局、沙特食品药品监督管理局市场准入资质，传染病三联检测试剂盒获得澳大利亚市场准入资质，COLOTECT™ 肠癌检测产品获得马来西亚市场准入资质；在国内，公司便隐血检测试剂盒(胶体金法)取得湖北省药品监督管理局颁发的医疗器械注册证，液相色谱串联质谱仪 BGI LMSQ-1000 取得广东省药品监督管理局颁发的医疗器械注册证，粪便 DNA 甲基化联合检测试剂盒、全自动医用 PCR 分析仪和 HPV 分型检测产品取得国家药品监督管理局颁发的医疗器械注册证，未来成长性突出。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	每股营业收入 (元)			PS (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688575.SH	亚辉龙	21.12	3.57	3.83	4.79	6	6	4
603882.SH	金域医学	53.60	18.64	22.54	27.13	3	2	2
6606.HK	诺辉健康	15.60	3.99	6.50	9.55	4	2	2
平均值						4	3	3

数据来源：Wind, 西南证券整理

预计公司 2024 年表观营收增速 5%、2025 年表观营收增速 6.3%。从 PS 角度看，考虑到公司持续强化内部经营管理，在产品、资质、市场等方面持续发力，未来成长性突出，维持“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7046.13	4342.72	4560.30	4846.08	净利润	809.44	100.93	142.17	175.40
营业成本	3357.10	2214.36	2334.01	2481.90	折旧与摊销	391.71	192.98	235.82	280.31
营业税金及附加	13.08	10.00	11.00	12.00	财务费用	-8.38	-33.00	-37.95	-43.64
销售费用	1608.67	1000.00	1050.00	1102.50	资产减值损失	-318.46	-24.00	-4.00	-4.00
管理费用	381.57	408.55	428.98	450.42	经营营运资本变动	-1280.04	313.62	-121.28	-88.19
财务费用	-8.38	-33.00	-37.95	-43.64	其他	542.10	-388.75	-40.43	52.26
资产减值损失	-318.46	-24.00	-4.00	-4.00	经营活动现金流净额	136.38	161.78	174.33	372.14
投资收益	307.37	100.00	-2.00	1.00	资本支出	-1003.41	-1020.00	-1150.00	-900.00
公允价值变动损益	80.73	-70.00	20.00	20.00	其他	419.84	41.20	18.00	21.00
其他经营损益	0.00	35.96	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-583.57	-978.80	-1132.00	-879.00
营业利润	1088.07	117.53	167.26	206.35	短期借款	-5.01	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-81.12	0.00	0.00	0.00	长期借款	-144.92	-50.00	-60.00	-60.00
利润总额	1006.96	117.53	167.26	206.35	股权融资	22.85	0.00	0.00	0.00
所得税	197.51	16.60	25.09	30.95	支付股利	-143.47	-160.58	-20.19	-28.43
净利润	809.44	100.93	142.17	175.40	其他	-923.99	-948.53	37.95	43.64
少数股东损益	6.52	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1194.54	-1159.12	-42.24	-44.79
归属母公司股东净利润	802.92	100.93	142.17	175.40	现金流量净额	-1362.35	-1976.14	-999.91	-551.65
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5157.74	3181.61	2181.70	1630.05	成长能力				
应收和预付款项	2377.95	1171.75	1275.88	1386.16	销售收入增长率	4.14%	-38.37%	5.01%	6.27%
存货	717.83	470.86	566.36	563.98	营业利润增长率	-40.31%	-89.20%	42.32%	23.37%
其他流动资产	1512.21	1395.01	1403.18	1413.91	净利润增长率	-45.22%	-87.53%	40.86%	23.37%
长期股权投资	316.81	316.81	316.81	316.81	EBITDA 增长率	-34.07%	-81.14%	31.58%	21.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1993.53	2888.72	3871.06	4558.92	毛利率	52.36%	49.01%	48.82%	48.79%
无形资产和开发支出	576.06	517.05	458.03	399.01	三费率	28.13%	31.67%	31.60%	31.14%
其他非流动资产	1723.37	1714.22	1705.08	1695.93	净利率	11.49%	2.32%	3.12%	3.62%
资产总计	14375.51	11656.04	11778.10	11964.77	ROE	7.92%	1.01%	1.41%	1.71%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.63%	0.87%	1.21%	1.47%
应付和预收款项	1376.16	958.89	989.40	1052.55	ROIC	42.24%	1.96%	2.41%	2.54%
长期借款	0.00	-50.00	-110.00	-170.00	EBITDA/销售收入	20.88%	6.39%	8.01%	9.14%
其他负债	2775.70	755.14	784.71	821.26	营运能力				
负债合计	4151.86	1664.03	1664.11	1703.81	总资产周转率	0.49	0.33	0.39	0.41
股本	413.91	413.91	413.91	413.91	固定资产周转率	5.85	2.68	1.88	1.50
资本公积	4680.07	4680.07	4680.07	4680.07	应收账款周转率	2.90	1.93	2.89	2.83
留存收益	5149.34	5089.68	5211.67	5358.63	存货周转率	3.90	3.26	4.21	4.23
归属母公司股东权益	10078.57	9846.92	9968.90	10115.87	销售商品提供劳务收到现金营业收入	78.34%	—	—	—
少数股东权益	145.09	145.09	145.09	145.09	资本结构				
股东权益合计	10223.66	9992.01	10113.99	10260.95	资产负债率	28.88%	14.28%	14.13%	14.24%
负债和股东权益合计	14375.51	11656.04	11778.10	11964.77	带息债务/总负债	0.00%	-3.00%	-6.61%	-9.98%
					流动比率	2.48	4.13	3.47	3.00
					速动比率	2.29	3.82	3.10	2.66
					股利支付率	17.87%	159.11%	14.20%	16.21%
					每股指标				
					每股收益	1.94	0.24	0.34	0.42
					每股净资产	24.35	23.79	24.08	24.44
					每股经营现金	0.33	0.39	0.42	0.90
					每股股利	0.35	0.39	0.05	0.07
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1471.41	277.50	365.13	443.02					
PE	18.90	150.34	106.73	86.51					
PB	1.51	1.54	1.52	1.50					
PS	2.15	3.49	3.33	3.13					
EV/EBITDA	5.41	32.72	27.44	23.72					
股息率	0.95%	1.06%	0.13%	0.19%					

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。

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
	阚钰	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
