

## 业绩阶段性承压，全球布局持续深化

### —2023 年年报及 2024 年一季报业绩点评

#### 核心观点：

- 事件：**公司发布 2023 年年度报告及 2024 年一季度报告。公司 2023 年全年实现营业收入 20.02 亿元 (+3.97%)，归母净利润 1.78 亿元 (+0.47%)，扣非净利润 1.40 亿元 (-8.92%)，经营性现金流 3.34 亿元 (+9.95%)；2023Q4 实现营收 5.73 亿元 (+2.18%)，归母净利润 0.53 亿元 (-18.02%)，扣非净利润 0.36 亿元 (-27.22%)。2024Q1 实现营收 4.68 亿元 (+6.32%)，归母净利润 0.27 亿元 (+21.40%)，扣非净利润 0.21 亿元 (+6.85%)，经营性现金流-1.08 亿元。
- 公司业绩阶段性承压，精益业务储备增长势能。**公司 2023 年全年及 2024 年一季度收入增速略低于此前预期：我们认为一方面由于全球科研活力恢复较弱影响了终端需求，另一方面平台换代阶段性影响了公司业务开展节奏。从各业务板块来看：①**生命科学基础科研服务：**2023 年实现营业收入 6.36 亿元 (-0.94%)，毛利率 55.48% (+0.75pct)；②**医学研究与技术服务：**2023 年实现营业收入 2.69 亿元 (+6.60%)，毛利率 44.88% (+0.76pct)；③**测序平台业务：**2023 年实现营业收入 9.53 亿元 (+14.05%)，毛利率 36.76% (+0.06pct)。公司始终坚持打磨产品服务及技术平台，持续对畜牧/动物/植物/作物/微生物/癌症/单细胞等多个细分领域精耕细作，不断优化客户体验、提高客户粘性、扩大客户基数，通过夯实整体竞争实力为未来持续增长打下基础。
- 全球本地化策略有序推进，海外运营体系逐步完善。**公司 2023 年港澳台及海外地区营收 9.85 亿元 (+22.06%)，占比 49.22% (+7.30pct)。目前已有美国、新加坡、英国、德国、日本 5 个海外实验室，并持续在全球范围内布局新本地化实验室，有望抓住测序通量扩大及规模效应趋强的契机，充分发挥自身综合竞争优势，实现海外市场渗透率加速提升。我们认为，公司积极推进全球本地化运营策略符合当下国际环境形势，有利于在未来监管政策收紧趋势下仍实现严格合规经营。同时，公司通过同步建立并完善全球本地化配套能力，有望实现全球质量标准的高度统一，全方位满足不同客户群体的优质服务体验。
- 业务流程体系持续优化，规模优势有望愈发显现。**公司 2023 年研发投入 1.24 亿元 (-1.10pct)，占营收比例 6.20% (-0.71pct)，2024Q1 研发投入 0.22 亿元 (-2.76%)，占营收比例 4.70% (-0.44pct)。持续通过加强信息化运营和自动化、智能化生产，巩固高效稳定服务优势，2023 年公司自主研发并推出质谱多组学样本前处理自动化系统，整合多种功能模块将蛋白酶解、脱盐、冻干、定量、标记、分馏、定量以及代谢样本萃取纯化等全流程整合一体，实现样本处理至质谱上机的紧密衔接。在临床领域，公司积极投入研发以加大技术储备，独立研发的 mNGS PD-seq 系列等 LDT 产品成果与多家三甲医院建立研究合作关系。此外，公司“自动化样本制备系统”获天津市药监局批准，由此实现从核酸提取、文库构建、上机测序到数据分析的完整自动化产品体系。
- 投资建议：**公司深耕基因测序服务，发挥规模化及智能化优势，不断提升运营效率，全球本土化运营初见成效，长期增长前景广阔。我们预计公司 2024 年-2026 年归母净利润分别为 2.16/2.72/3.40 亿元，同比增长 21.24%、25.83%、24.99%，EPS 分别为 0.52/0.65/0.82 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 26/20/16 倍，维持“推荐”评级。

诺禾致源(688315)

推荐 (维持)

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

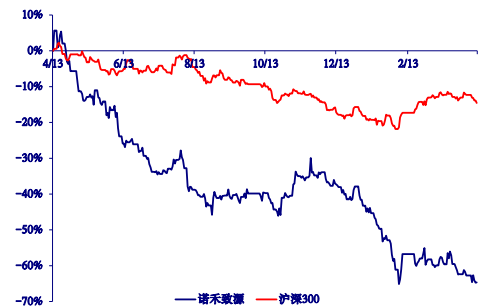
研究助理：孟熙

市场数据

2024-04-12

A 股收盘价(元)	13.27
A 股一年内最高价(元)	41.70
A 股一年内最低价(元)	12.17
沪深 300	3475.84
市盈率	31.13
总股本(万股)	41620.00
实际流通 A 股(万股)	10990.75
限售的流通 A 股(万股)	30629.25
流通 A 股市值(亿元)	14.58

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】公司点评\_诺禾致源(688315)：平台切换影响短期业务节奏，看好核心业务长期成长 20231025

【银河医药】公司点评\_诺禾致源(688315)：业绩略低于预期，看好平台迭代升级后盈利改善 20230801

【银河医药】公司点评\_诺禾致源(688315)：全球化发展持续推进，测序服务龙头优势凸显(更新) 20230414

- **风险提示：**海外市场拓展不及预期的风险、集采导致降价幅度超预期的风险、试剂上量、行业竞争加剧的风险。

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2002.11	2346.58	2857.13	3452.29
收入增长率%	3.97	17.21	21.76	20.83
归母净利润(百万元)	178.06	215.88	271.64	339.53
利润增速%	0.47	21.24	25.83	24.99
毛利率%	42.73	44.23	44.20	44.19
摊薄 EPS(元)	0.43	0.52	0.65	0.82
PE	31.02	25.58	20.33	16.27
PB	2.25	2.10	1.90	1.70
PS	2.76	2.35	1.93	1.60

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**附录：**
**(一) 公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2519.24	2052.40	2406.35	2843.92	营业收入	2002.11	2346.58	2857.13	3452.29
现金	704.73	290.64	579.19	871.31	营业成本	1146.55	1308.58	1594.21	1926.56
应收账款	574.15	547.54	595.24	700.05	营业税金及附加	4.62	4.69	5.71	6.90
其它应收款	7.75	9.78	11.90	14.38	营业费用	379.09	465.06	557.15	662.12
预付账款	48.46	39.26	47.83	57.80	管理费用	177.61	200.58	243.22	292.07
存货	181.51	152.67	159.42	187.30	财务费用	-14.86	0.00	0.00	0.00
其他	1002.64	1012.52	1012.78	1013.08	资产减值损失	-3.12	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	1075.18	1082.18	1093.34	1119.25	公允价值变动收益	-2.25	0.00	0.00	0.00
长期投资	7.12	7.12	7.12	7.12	投资净收益	22.28	5.96	7.33	8.84
固定资产	679.88	657.73	660.19	679.68	营业利润	214.88	259.11	325.46	406.23
无形资产	46.20	49.70	52.12	53.78	营业外收入	0.46	0.46	0.46	0.46
其他	341.99	367.64	373.91	378.67	营业外支出	2.71	2.71	2.71	2.71
<b>资产总计</b>	3594.42	3134.58	3499.70	3963.17	利润总额	212.63	256.86	323.21	403.99
<b>流动负债</b>	1091.52	453.63	540.14	655.38	所得税	29.41	35.45	44.60	55.75
短期借款	1.00	1.00	1.00	1.00	净利润	183.22	221.41	278.61	348.24
应付账款	158.97	247.18	296.70	369.26	少数股东损益	5.17	5.54	6.97	8.71
其他	931.55	205.45	242.44	285.12	归属母公司净利润	178.06	215.88	271.64	339.53
<b>非流动负债</b>	29.06	27.65	27.65	27.65	EBITDA	332.48	415.63	501.35	606.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.43	0.52	0.65	0.82
其他	29.06	27.65	27.65	27.65					
<b>负债合计</b>	1120.58	481.28	567.79	683.02	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	16.38	21.91	28.88	37.59	营业收入	3.97%	17.21%	21.76%	20.83%
归属母公司股东权益	2457.46	2631.39	2903.03	3242.56	营业利润	1.14%	20.58%	25.61%	24.82%
<b>负债和股东权益</b>	3594.42	3134.58	3499.70	3963.17	归属母公司净利润	0.47%	21.24%	25.83%	24.99%
					毛利率	42.73%	44.23%	44.20%	44.19%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利率	8.89%	9.20%	9.51%	9.83%
<b>经营活动现金流</b>	334.20	-202.93	472.76	514.23	ROE	7.25%	8.20%	9.36%	10.47%
净利润	183.22	221.41	278.61	348.24	ROIC	6.17%	8.21%	9.36%	10.48%
折旧摊销	152.46	158.77	178.13	202.80	资产负债率	31.18%	15.35%	16.22%	17.23%
财务费用	-9.32	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-26.78%	-9.29%	-18.25%	-25.21%
投资损失	-22.28	-5.96	-7.33	-8.84	流动比率	2.31	4.52	4.46	4.34
营运资金变动	1.08	-576.41	21.11	-30.21	速动比率	1.94	3.69	3.73	3.68
其它	29.03	-0.74	2.25	2.25	总资产周转率	0.60	0.70	0.86	0.93
<b>投资活动现金流</b>	-784.60	-171.46	-184.22	-222.11	应收帐款周转率	3.41	4.18	5.00	5.33
资本支出	-116.37	-151.11	-191.55	-230.96	应付帐款周转率	7.89	6.44	5.86	5.79
长期投资	-691.26	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.43	0.52	0.65	0.82
其他	23.03	-20.35	7.33	8.84	每股经营现金	0.80	-0.49	1.14	1.24
<b>筹资活动现金流</b>	289.67	-49.32	0.00	0.00	每股净资产	5.90	6.32	6.98	7.79
短期借款	1.00	0.00	0.00	0.00	P/E	31.02	25.58	20.33	16.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.25	2.10	1.90	1.70
其他	288.67	-49.32	0.00	0.00	EV/EBITDA	27.22	12.70	9.95	7.74
<b>现金净增加额</b>	-135.14	-425.54	288.55	292.12	P/S	2.76	2.35	1.93	1.60

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**程培**，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅5%以上

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn