

利润端承压，海外业务高增长

——诺唯赞 2024 年报点评

核心观点

- 亏损缩窄，毛利率略降。**公司发布 2024 年报，实现营收 13.78 亿元（同比+7.15%），归母净利润-0.18 亿元，较去年（-0.71 亿元）大幅减亏（同比减亏 74.50%），扣非归母净利润-0.83 亿元，亏损较去年（-1.93 亿元）显著缩窄（同比减亏 56.82%）。亏损迅速缩窄主要得益于：1）优化经营管理：加强多环节经营管理，资产减值损失大幅下降（同比-82.57%）；2）费用端控制良好：销售费用 4.91 亿元（同比+3.98%），管理费用 2.31 亿元（同比-2.05%），研发费用 3.00 亿元（同比-11.29%）。销售毛利率 69.93%（同比-1.10pct），主要系少数产品线受市场环境的影响和销售结构变动。
- 诊断试剂承压，海外业务迅速增长。**分板块看，生物试剂收入 11.08 亿元（同比+17.43%），诊断试剂收入 1.57 亿元（同比-36.72%），仪器设备收入 0.45 亿元（同比+116.15%），技术服务收入 0.41 亿元（同比-30.46%），耗材等材料收入 0.24 亿元（同比+112.72%），其中诊断试剂收入降低主要系公共卫生市场需求变化影响。分地区看，境内收入 12.74 亿元（同比+2.94%），海外收入 1.01 亿元（同比+121.85%），公司积极拓展海外市场，举办或参与了超 220 场各类市场活动，包括多个知名国际展会，公司品牌国际影响力得以提升。
- 研发成果不断，成长动力足。**公司持续投入研发，下游应用成果不断：1）生命科学：高通量测序试剂/原料和细胞/蛋白试剂产品等领域均有新品推出；2）体外诊断：拓展呼吸道病原体快速检测系列，推出阿尔茨海默病系列特色指标检测产品，同时布局自身免疫性肾病等领域。微流控平台推出上呼吸道感染联检试剂盒，设备已进入批量生产阶段；3）生物医药：持续开发试剂、核心生产原料与技术平台等，其中 GLP-1 多肽类原料已实现数百公斤级别供应，国内同类原料市场占有率领先。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年报，我们下调收入及费用预测，公司 2025-2027 年每股收益预计分别为 0.39、0.62 元和 1.13 元（原 25-26 年预测值为 0.27、0.45 元）。我们采用 DCF 估值，给予目标价 28.59 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 上游研发投入不及预期、体外诊断受带量采购政策影响、新产品推广不及预期、各项费用较高等风险，进而影响公司未来盈利及估值水平。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,286	1,378	1,802	2,234	2,681
同比增长(%)	-64.0%	7.1%	30.8%	24.0%	20.0%
营业利润(百万元)	(100)	(61)	158	300	476
同比增长(%)	-114.0%	38.7%	357.4%	90.1%	58.6%
归属母公司净利润(百万元)	(71)	(18)	156	247	450
同比增长(%)	-111.9%	74.5%	961.1%	58.6%	82.3%
每股收益(元)	(0.18)	(0.05)	0.39	0.62	1.13
毛利率(%)	71.0%	69.9%	76.4%	77.3%	81.2%
净利率(%)	-5.5%	-1.3%	8.6%	11.1%	16.8%
净资产收益率(%)	-1.6%	-0.5%	3.8%	5.7%	9.7%
市盈率	(135.7)	(532.2)	61.8	39.0	21.4
市净率	2.4	2.4	2.3	2.2	2.0

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。

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申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年04月14日）	24.21 元
目标价格	28.59 元
52 周最高价/最低价	29.65/16.83 元
总股本/流通 A 股（万股）	39,773/39,773
A 股市值（百万元）	9,629
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 04 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	15.01	0.87	17.24	-16.15
相对表现%	10.28	7.05	18.85	-24.3
沪深 300%	4.73	-6.18	-1.61	8.15



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080006

联系人

胡俊涛	hujuntao@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

海外业务快速增长，看好新品放量：——	2025-01-22
诺唯赞动态跟踪点评	
单三季度实现盈利，期待新品放量	2024-03-29

表 1: DCF 估值主要参数假设

所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.65%
无杠杆影响的 β 系数	1.19
考虑杠杆因素的 β 系数	1.29
市场收益率 Rm	8.68%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	10.75%
债务比率 D/(D+E)	10.00%
债务利率 rd	3.60%
WACC	9.94%

数据来源: wind, 东方证券研究所

图 1: FCFF 目标价敏感性分析

FCFF目标价敏感性分析		永续增长率Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.94%	31.84	34.88	39.15	45.58	56.40
	8.44%	29.81	32.33	35.77	40.76	48.66
	8.94%	28.04	30.15	32.97	36.93	42.89
	9.44%	26.49	28.27	30.61	33.80	38.43
	9.94%	25.12	26.64	28.59	31.21	34.88
	10.44%	23.90	25.20	26.85	29.02	31.98
	10.94%	22.80	23.93	25.34	27.15	29.58
	11.44%	21.82	22.80	24.01	25.54	27.56
	11.94%	20.93	21.78	22.83	24.14	25.83

数据来源: wind, 东方证券研究所

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,967	434	1,189	1,684	2,173	营业收入	1,286	1,378	1,802	2,234	2,681
应收票据、账款及款项融资	352	484	451	559	670	营业成本	373	414	426	507	504
预付账款	37	35	44	59	68	销售费用	473	491	549	662	792
存货	346	362	298	355	353	管理费用	236	231	275	343	399
其他	1,528	2,256	1,527	1,031	840	研发费用	339	300	357	430	508
流动资产合计	4,230	3,571	3,509	3,687	4,104	财务费用	(19)	12	8	(6)	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	138	52	64	65	60
固定资产	476	449	678	709	710	公允价值变动收益	43	55	32	48	43
在建工程	127	69	119	153	202	投资净收益	8	5	5	18	6
无形资产	101	95	93	89	83	其他	101	2	(4)	1	(5)
其他	811	863	730	658	588	营业利润	(100)	(61)	158	300	476
非流动资产合计	1,516	1,477	1,619	1,609	1,582	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	5,746	5,049	5,129	5,296	5,686	营业外支出	17	(2)	(5)	41	3
短期借款	1,134	551	200	100	50	利润总额	(116)	(58)	164	260	474
应付票据及应付账款	147	90	124	153	136	所得税	(43)	(39)	8	13	24
其他	239	262	395	409	453	净利润	(73)	(20)	156	247	450
流动负债合计	1,520	903	719	662	640	少数股东损益	(2)	(2)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(71)	(18)	156	247	450
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.18	-0.05	0.39	0.62	1.13
其他	197	202	202	202	202						
非流动负债合计	197	202	202	202	202	主要财务比率					
负债合计	1,717	1,105	921	864	841		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)	成长能力					
实收资本(或股本)	400	402	398	398	398	营业收入	-64.0%	7.1%	30.8%	24.0%	20.0%
资本公积	2,422	2,408	2,517	2,517	2,517	营业利润	-114.0%	38.7%	357.4%	90.1%	58.6%
留存收益	1,209	1,139	1,295	1,519	1,932	归属于母公司净利润	-111.9%	74.5%	961.1%	58.6%	82.3%
其他	(2)	(4)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,029	3,944	4,208	4,432	4,845	毛利率	71.0%	69.9%	76.4%	77.3%	81.2%
负债和股东权益总计	5,746	5,049	5,129	5,296	5,686	净利率	-5.5%	-1.3%	8.6%	11.1%	16.8%
						ROE	-1.6%	-0.5%	3.8%	5.7%	9.7%
						ROIC	-1.5%	-0.3%	3.5%	6.2%	9.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	29.9%	21.9%	18.0%	16.3%	14.8%
净利润	(73)	(20)	156	247	450	净负债率	0.0%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	169	163	181	193	208	流动比率	2.78	3.95	4.88	5.57	6.42
财务费用	(19)	12	8	(6)	(14)	速动比率	2.40	3.55	4.46	5.03	5.87
投资损失	(8)	(5)	(5)	(18)	(6)	营运能力					
营运资金变动	32	25	265	(138)	(102)	应收账款周转率	2.2	3.3	3.9	4.4	4.4
其它	51	(185)	(168)	(48)	(43)	存货周转率	0.7	0.9	1.3	1.6	1.4
经营活动现金流	153	(10)	436	229	493	总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
资本支出	(210)	14	(182)	(182)	(182)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	-0.18	-0.05	0.39	0.62	1.13
其他	(690)	361	759	566	249	每股经营现金流	0.38	-0.02	1.10	0.57	1.24
投资活动现金流	(901)	375	577	384	67	每股净资产	10.13	9.92	10.58	11.15	12.19
债权融资	(12)	11	(3)	(1)	2	估值比率					
股权融资	(7)	(12)	104	0	0	市盈率	-135.7	-532.2	61.8	39.0	21.4
其他	269	(785)	(359)	(117)	(73)	市净率	2.4	2.4	2.3	2.2	2.0
筹资活动现金流	250	(786)	(258)	(118)	(71)	EV/EBITDA	150.6	66.4	21.7	15.5	11.2
汇率变动影响	1	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-63.0	-152.6	45.3	25.6	16.3
现金净增加额	(496)	(425)	755	495	489						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。