

收入稳健增长， 全球本地化稳步推进

核心观点

10月23日，公司发布2025年三季度业绩报告，实现营业收入15.81亿元，同比增长4.05%，实现归母净利润1.13亿元，同比下降16.05%，实现扣非归母净利润0.9亿元，同比下降19.35%，业绩符合我们此前预期。展望25Q4及2026年，公司持续推进技术研发创新，新平台持续部署落地，持续满足国内需求。现阶段公司全球市占率仍处于较低水平，海外外包率仍有提升空间，公司美国俄勒冈州实验室投入运营，本地化战略稳步落地。

事件

公司发布2025年三季度业绩报告，业绩符合预期

10月23日，公司发布2025年三季度业绩报告，实现营业收入15.81亿元，同比增长4.05%，实现归母净利润1.13亿元，同比下降16.05%，实现扣非归母净利润0.9亿元，同比下降19.35%，业绩符合我们此前预期。

25Q3 营收 5.4 亿，同比+3.5%；归母净利润 0.3 亿，同比-39.6%；扣非归母净利润 0.3 亿，同比-40.7%。

简评

业绩符合预期，战略投入短暂影响利润

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,002	2,111	2,204	2,445	2,739
YoY(%)	3.97	5.45	4.39	10.95	12.00
净利润(百万元)	178	197	189	216	255
YoY(%)	0.47	10.52	-3.95	14.22	17.90
毛利率(%)	42.73	43.74	43.25	43.35	43.44
净利率(%)	8.89	9.32	8.58	8.83	9.29
ROE(%)	7.25	7.90	7.11	7.57	8.27
EPS(摊薄/元)	0.43	0.47	0.45	0.52	0.61
P/E(倍)	33.96	30.73	31.99	28.01	23.76
P/B(倍)	2.46	2.43	2.27	2.12	1.96

资料来源：iFinD，中信建投证券

诺禾致源(688315.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025年11月11日

当前股价：14.53 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.21/-11.17	-11.94/-21.94	8.03/-10.11
12 月最高/最低价(元)		19.68/11.20
总股本(万股)		41,620.00
流通 A 股(万股)		41,620.00
总市值(亿元)		60.47
流通市值(亿元)		60.47
近 3 月日均成交量(万)		595.40
主要股东		
李瑞强		51.61%

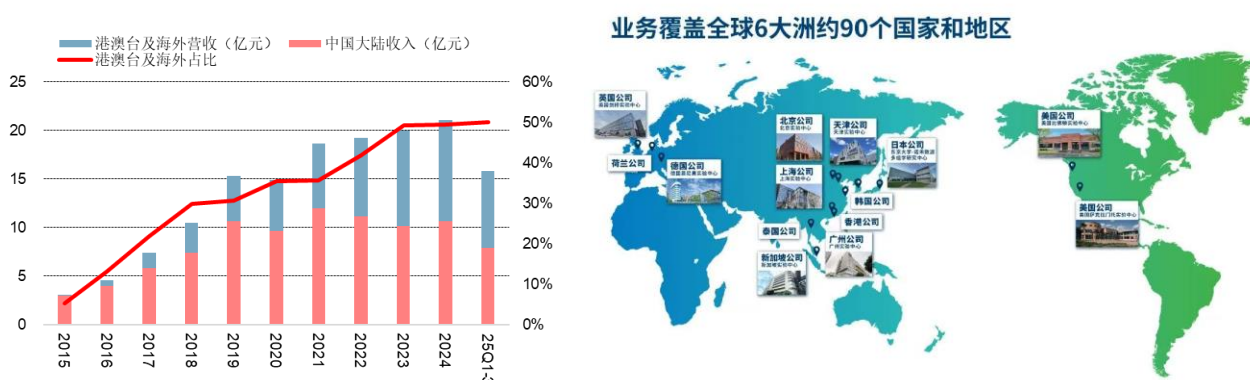
股价表现



公司 2025 年前三季度营业收入 15.81 亿元（+4.05%）；归母净利润 1.13 亿元（-16.05%）；扣非归母净利润 0.90 亿元（-19.35%）。2025Q3 营业收入 5.4 亿元，同比增加 3.5%；归母净利润 0.3 亿元，同比下降 39.6%；扣非归母净利润 0.3 亿元，同比下降 40.7%，单三季度盈利能力略有承压主要由于：1）公司加大对单细胞、空间组学、蛋白组学等新兴业务的研发力度投入，单三季度研发费用率增加 3.9 个百分点；2）公司在德国、韩国、日本等重点区域扩充了营销团队，单三季度销售费用提升 1.43 个百分点。我们认为，公司系列投入对业绩短期有所扰动，但明显有利于长期发展，随着研发效果逐步体现、产能利用率提升、销售人效改善，公司盈利能力有望明显改善。

境外地区收入占比过半，本地化战略持续推进。从 2025 年前三季度主营业务分地区表现来看，大陆地区收入 7.89 亿元，同比增长 4.0%，营收占比 49.91%；港澳台地区及海外地区收入 7.92 亿元，同比增长 4.1%，营收占比 50.09%，境外占比持续提升，2025 年 7 月，韩国子公司成立，10 月，美国俄勒冈州实验室投入运营。展望后续，公司海外业务受益于全球本土化策略实现良好发展，其中美洲地区有望逐步向好，欧洲地区业务或将维持较快增长趋势。

图表1： 诺禾致源分地区收入结构及全球布局情况



资料来源：公司官网，iFind，中信建投

多平台部署，提升供应能力。公司过往测序设备、耗材对 illumina 依赖度较高，现阶段，公司与华大智造达成深度合作，引入 T7+、T1+ 及真迈生物 SURFSeq Q 等测序平台，持续提升基因测序效率与服务能力，在提升供应商多样性的前提下支持了最全面和最新的测序需求，并持续提升测序通量。我们认为，现阶段上游厂商相对较多，公司在上游厂商方面具备较强可选择性，且已有设备替换、沉没成本较低，随着公司多平台部署稳步落地，后续供应能力有望持续改善。

销售费用率略有提升，囤货影响现金流。2025 年前三季度，公司毛利率 41.86%（-0.73pct）；净利率 7.14%（-1.71pct）。费用方面，销售费用率 20.38%（+0.76pct），管理费用率 6.99%（-0.88pct），研发费用率 7.15%（+2.08pct），财务费用率 -1.08%（-0.62pct）。销售费用方面公司持续推进本地化布局，且加大营销活动投入，管理费用得到较好控制。2025 年上半年公司经营活动现金流净额 -0.87 亿元，上年同期为 0.39 亿元，经营活动现金流减少主要由于公司根据外部宏观政治环境及生产需求，增加购买原材料支出，导致购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。其余财务指标基本正常。

未来展望：1）降息背景下有望受益于行业需求恢复：海外地区虽受地区政治影响较大，但现阶段影响边际减弱，且公司在海外外包率提升趋势下有望受益。目前海外地区整体进入降息通道，公司有望受益于本轮降息

周期，客户科研活动的复苏将带来业务增长提速。2) **盈利能力有望改善**：公司多地产能利用率逐步提升，随着海外部分地区营销体系改革陆续推进，盈利能力有望持续改善；3) **研发投入持续加大力度**：公司持续加大研发投入，聚焦单细胞测序、空间组学等多元创新业务，后续增长潜力有望持续释放。4) **AI 赋能基因测序**：公司积极探索 AI 技术在公司业务上的应用，目前已发布 AI 生信智能专家“诺易（Novi）”，我们认为公司在智能化自动化方面的前瞻布局，有助于未来携手行业优质客户，一同推进 AI 在基因数据解读和应用领域的赋能，公司作为行业龙头有望持续提升市占率。

盈利预测

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 22.0、24.5 和 27.4 亿元，分别同比增长 4.4%、11.0%和 12.0%；归母净利润分别为 1.89、2.16 和 2.55 亿元，分别同比增长-4.0%、14.2%和 17.9%。折合 EPS 分别为 0.45 元/股、0.52 元/股和 0.61 元/股，对应 PE 为 32.0X、28.0X 和 23.8X。公司为基因测序服务领域龙头公司，未来随着智能化升级和全球本土化、区域中心化布局推进，有望不断巩固行业龙头地位，维持“买入”评级。

风险提示

境外业务增长不及预期：公司目前在中国香港、美国、英国、新加坡、荷兰、日本等地成立子公司进行运营，境外收入在公司整体营收中占比不断提升，海外业务增长不及预期将对公司业绩造成拖累。此外如果海外运营所在国家相关法律法规、政治、经济环境等发生不利变化，均可能给公司境外业务正常开展和持续增长造成影响。

对上游供应商依赖风险：公司所提供基因测序服务处于基因测序产业链中游，其上游为基因测序相关仪器及耗材研发生产企业，整体进入壁垒较高，公司目前所引进上游设备耗材供应商主要以 Illumina、Thermo Fisher、Pacbio、华大智造等为主，存在对上游供应商依赖风险。但上游近年来国产企业发展迅速并打破海外垄断，未来对单一供应商依赖可能降低。

市场竞争加剧风险：基因组学应用行业发展及更新迭代较快，上游高通量测序等技术升级带来测序成本不断下降，市场竞争可能加剧。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药消费及生物制品联席首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药流通、连锁药店、疫苗、血制品、CRO、原料药、基因测序等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk