

## 采纳股份 (301122)

证券研究报告

2023年04月20日

## 产品注册推进顺利，医疗器械板块收入高增长

## 事件:

4月11日，公司发布2022年报，2022年实现营业收入4.65亿元，同比增长5.30%，归母净利润1.62亿元，同比增长23.86%，扣非归母净利润1.39亿元，同比增长10.92%。四季度单季实现收入8810.50万元，同比下降34.14%，归母净利润2772.29万元，同比下降30.54%，扣非归母净利润1635.94万元，同比下降57.96%。

## 点评:

## 主营业务稳健发展，医疗器械板块增长态势良好

2022年公司主营业务稳健发展，医疗器械板块实现收入2.63亿元，同比大幅增长24.13%，销往欧美地区的产品主要为一次性使用无菌注射器、营养喂食注射器等常规产品以及安全胰岛素注射器等多项高附加值产品，产品线丰富；动物器械板块实现收入1.58亿元，同比增长1.77%，兽用系列产品“兽用护套注射器”能提升传统注射器的使用寿命及安全性，有较强的市场竞争力；实验室耗材板块实现收入4085.09万元，同比下降45.41%。

## 获得多项国内外注册证，持续加大研发投入

2022年公司销售费用率为1.00%，同比小幅提升0.13pcts；管理费用率为5.88%，同比提升1.38pcts，主要系2022年销售人员及管理人员数量增长，同时社保基数上涨，职工薪酬增加所致。研发费用率为4.24%，同比小幅提升0.07pcts，主要系研发投入增加所致。2022年11月15日，子公司采纳医疗取得一种肠内医疗注射器的实用新型专利证书，截止至2023年4月11日，公司已拥有国内专利98项，境外专利4项。2022年度，公司的泵用注射器等4项产品获得了美国FDA 510K注册；截止至2023年4月11日，共有26项自有产品获得510K注册，28项产品获得欧盟CE认证。

## 推进厂房建设实现产能提升，进一步巩固提升竞争优势

2022年，公司积极推进华士澄鹿路二期项目的建设，二期项目预计将于2023年完工并分批分布投产使用，未来二期项目所布局的产品线涵盖安全胰岛素笔针、安全采血针、预灌装注射器等安全系列产品。公司现已拥有超6.8万平方米生产车间，二期项目的建成将为公司进一步扩充产能，提升生产质量与生产效率，有助于未来经营业绩的持续提升。

**盈利预测:**考虑到国际市场变化及汇兑损益影响，相应调整未来3年预测，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为6.30/8.46/11.12亿元（2023/2024前值为8.22/11.00亿元），归母净利润分别为2.20/2.78/3.46亿元人民币（2023/2024前值2.81/3.64亿元），维持“买入”评级。

**风险提示:**国际市场变化引致的出口业务风险，客户集中风险，研发创新风险，汇率波动风险，技术人才流失风险，产品质量控制风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	442.05	465.49	629.94	845.81	1,112.03
增长率(%)	(12.47)	5.30	35.33	34.27	31.48
EBITDA(百万元)	188.08	197.44	278.88	376.43	488.98
归属母公司净利润(百万元)	130.68	161.87	220.08	278.24	346.34
增长率(%)	(4.63)	23.86	35.96	26.43	24.47
EPS(元/股)	1.39	1.72	2.34	2.96	3.68
市盈率(P/E)	35.17	28.39	20.88	16.52	13.27
市净率(P/B)	9.01	2.65	1.33	1.24	1.14
市销率(P/S)	10.40	9.87	7.30	5.43	4.13
EV/EBITDA	0.00	18.16	7.42	5.83	4.33

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	48.87元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	94.04
流通A股股本(百万股)	26.67
A股总市值(百万元)	4,595.50
流通A股市值(百万元)	1,303.20
每股净资产(元)	18.46
资产负债率(%)	5.81
一年内最高/最低(元)	90.50/46.60

## 作者

杨松 分析师  
SAC执业证书编号: S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师  
SAC执业证书编号: S1110521020004  
zhangxue@tfzq.com

## 股价走势



资料来源: 聚源数据

## 相关报告

- 《采纳股份-季报点评:新增多项专利、注册认证，研发产能投建顺利》2022-11-07
- 《采纳股份-半年报点评:业绩超预期，海外业务合作加速拓展》2022-08-29
- 《采纳股份-季报点评:一季报收入增长超预期，主营业务持续向好》2022-05-02

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	129.41	355.59	1,685.09	1,520.00	1,618.34
应收票据及应收账款	61.94	65.69	55.66	129.16	135.17
预付账款	5.37	5.91	3.62	11.15	10.40
存货	68.92	65.33	79.99	122.83	161.90
其他	57.11	902.38	850.21	861.80	873.48
<b>流动资产合计</b>	<b>322.75</b>	<b>1,394.91</b>	<b>2,674.55</b>	<b>2,644.95</b>	<b>2,799.30</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	218.13	222.64	649.25	1,025.54	1,193.28
在建工程	8.76	156.58	156.58	156.58	156.58
无形资产	43.20	42.49	41.43	40.38	39.32
其他	19.78	26.76	25.75	26.08	25.56
<b>非流动资产合计</b>	<b>289.87</b>	<b>448.47</b>	<b>873.01</b>	<b>1,248.57</b>	<b>1,414.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>612.62</b>	<b>1,843.38</b>	<b>3,547.56</b>	<b>3,893.51</b>	<b>4,214.03</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	65.03	76.35	52.96	141.44	137.36
其他	14.83	15.29	38.03	38.32	50.32
<b>流动负债合计</b>	<b>79.85</b>	<b>91.64</b>	<b>90.98</b>	<b>179.76</b>	<b>187.68</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.78	8.09	4.51	5.35	5.68
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.78</b>	<b>8.09</b>	<b>4.51</b>	<b>5.35</b>	<b>5.68</b>
<b>负债合计</b>	<b>102.50</b>	<b>107.03</b>	<b>95.49</b>	<b>185.10</b>	<b>193.36</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	70.53	94.04	94.04	94.04	94.04
资本公积	131.91	1,205.67	2,715.17	2,715.17	2,715.17
留存收益	307.69	436.64	642.86	899.21	1,211.47
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>510.12</b>	<b>1,736.34</b>	<b>3,452.07</b>	<b>3,708.41</b>	<b>4,020.67</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>612.62</b>	<b>1,843.38</b>	<b>3,547.56</b>	<b>3,893.51</b>	<b>4,214.03</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	130.68	161.87	220.08	278.24	346.34
折旧摊销	21.39	27.74	77.68	128.01	160.75
财务费用	2.84	(17.97)	(42.33)	(66.49)	(65.11)
投资损失	(0.03)	(7.63)	(7.75)	(6.04)	(6.05)
营运资金变动	6.39	(26.85)	(35.67)	(8.39)	(66.17)
其它	(1.22)	1.71	8.20	4.25	5.31
<b>经营活动现金流</b>	<b>160.05</b>	<b>138.88</b>	<b>220.20</b>	<b>329.57</b>	<b>375.07</b>
资本支出	68.25	175.41	506.82	502.40	327.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(200.89)	(1,167.32)	(935.35)	(1,041.54)	(634.92)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(132.64)</b>	<b>(991.91)</b>	<b>(428.53)</b>	<b>(539.14)</b>	<b>(307.81)</b>
债权融资	(21.06)	28.38	42.18	66.38	65.15
股权融资	(32.91)	1,097.26	1,495.65	(21.90)	(34.07)
其他	31.68	(58.66)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(22.29)</b>	<b>1,066.98</b>	<b>1,537.83</b>	<b>44.48</b>	<b>31.08</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>5.13</b>	<b>213.95</b>	<b>1,329.50</b>	<b>(165.08)</b>	<b>98.34</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>442.05</b>	<b>465.49</b>	<b>629.94</b>	<b>845.81</b>	<b>1,112.03</b>
营业成本	248.16	275.64	373.14	501.76	659.71
营业税金及附加	3.05	3.86	5.04	10.57	9.92
销售费用	3.85	4.67	5.54	12.35	16.12
管理费用	19.90	27.37	30.11	41.87	55.60
研发费用	18.44	19.73	30.80	41.28	53.93
财务费用	2.03	(27.92)	(42.33)	(66.49)	(65.11)
资产/信用减值损失	(0.81)	(0.65)	(0.44)	(0.65)	(0.72)
公允价值变动收益	0.17	8.61	8.20	4.25	5.31
投资净收益	0.03	7.63	7.75	6.04	6.05
其他	(4.63)	(33.32)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>151.86</b>	<b>179.87</b>	<b>243.15</b>	<b>314.11</b>	<b>392.48</b>
营业外收入	0.08	4.89	6.50	4.50	4.79
营业外支出	0.20	1.18	0.07	1.27	1.68
<b>利润总额</b>	<b>151.74</b>	<b>183.58</b>	<b>249.58</b>	<b>317.34</b>	<b>395.59</b>
所得税	21.06	21.71	29.50	39.10	49.25
<b>净利润</b>	<b>130.68</b>	<b>161.87</b>	<b>220.08</b>	<b>278.24</b>	<b>346.34</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>130.68</b>	<b>161.87</b>	<b>220.08</b>	<b>278.24</b>	<b>346.34</b>
每股收益(元)	1.39	1.72	2.34	2.96	3.68

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-12.47%	5.30%	35.33%	34.27%	31.48%
营业利润	-6.74%	18.44%	35.18%	29.19%	24.95%
归属于母公司净利润	-4.63%	23.86%	35.96%	26.43%	24.47%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.86%	40.79%	40.77%	40.68%	40.68%
净利率	29.56%	34.77%	34.94%	32.90%	31.14%
ROE	25.62%	9.32%	6.38%	7.50%	8.61%
ROIC	52.57%	42.43%	38.29%	23.47%	21.91%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.73%	5.81%	2.69%	4.75%	4.59%
净负债率	-25.37%	-20.45%	-48.81%	-40.98%	-40.24%
流动比率	3.30	14.10	29.40	14.71	14.92
速动比率	2.60	13.44	28.52	14.03	14.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.53	7.29	10.38	9.15	8.41
存货周转率	7.99	6.93	8.67	8.34	7.81
总资产周转率	0.81	0.38	0.23	0.23	0.27
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.39	1.72	2.34	2.96	3.68
每股经营现金流	1.70	1.48	2.34	3.50	3.99
每股净资产	5.42	18.46	36.71	39.44	42.76
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.17	28.39	20.88	16.52	13.27
市净率	9.01	2.65	1.33	1.24	1.14
EV/EBITDA	0.00	18.16	7.42	5.83	4.33
EV/EBIT	0.00	21.05	10.28	8.84	6.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com