

2023年04月11日

## 医疗业务稳定增长，技术创新兼产能扩充助力可持续发展

### 采纳股份(301122)

#### 事件概述

公司发布 2022 年年报，实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 4.65/1.62/1.39 亿元，分别同比增长 5.30%/23.87%/10.91%，实现毛利率/净利率分别为 40.79%/34.77%，同比提升-3.08/5.21pp，期间费用率下降 4.88pp 至 5.12%，主要系由于汇兑收益(0.18 亿元)导致财务费用率下降 6.46pp 至-6.00%，其中医疗器械/动物器械/实验室耗材分别实现营收 2.63/1.58/0.41 亿元，同比增长 24.13%/1.77%/-45.41%。

#### ►高度重视技术创新，奠定可持续发展基础

公司高度重视产品的创新性和差异化，陆续推出兽用护套注射器、安全注射针、安全胰岛素注射器、安全采血针等安全系列产品，符合注射器“安全化”的市场趋势，全资子公司采纳医疗还参与制定中国医疗器械行业协会发布的《轴索应用麻醉器械第 2 部分：阻力消失注射器》(T/CAMDI 049.2—2020)团体标准，截止报告期，国内已取得 6 项一类医械备案凭证、4 项医械注册证，公司及下属全资子公司已有 26/28 项产品获 FDA 510K/CE 认证，FDA 自有产品注册为同行中排名前列，为后续客户开拓提供基础。

#### ►积极推进募投项目建设，持续扩充公司产能

公司现有超 6.8 万平方米生产车间，其中符合 GMP 标准的十万级净化车间 4 万多平方米，位于澄鹿路的二期厂房项目建设正在有序推进中，公司预计将于 2023 年完工并分批分布投产使用，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，项目建成后致使公司生产质量及效率有所提升。随着产品附加值持续提升，向安全化、高端化以及智能化发展，进一步巩固提升公司竞争优势。

#### 投资建议

考虑到新客户、新产品拓展需要时间及产能进度，我们下调 23-24 年盈利预测，2023-2024 年营业收入从 9.43/13.55 亿元下调至 6.14/8.06 亿元，同比增长 31.9%/31.3%，归母净利润从 2.87/4.12 亿元下调至 1.97/2.51 亿元，同比增长 21.7%/27.4%，新增 2025 年预期，实现营业收入 10.22 亿元，同比增长 26.8%，实现归母净利润 3.36 亿元，同比增长 34.1%，2023-2025 年每股收益分别为 2.09/2.67/3.58 元/股，对应 2023 年 4 月 11 日 50.12 元的收盘价，PE 分别为 24/19/14，维持“增持”评级。

#### 风险提示

#### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	50.12
股票代码：	301122
52 周最高价/最低价：	90.5/46.6
总市值(亿)	47.13
自由流通市值(亿)	13.37
自由流通股数(百万)	26.67



#### 分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

#### 分析师：陈晨

邮箱：chenchen3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521080004

联系电话：

#### 相关研究

1. 【华西医药】采纳股份：持续工艺精进，短期波动不改长期增长趋势

2022.10.27

2. 【华西医药】采纳股份(301122)点评报告：业绩超预期，注射器“安全化”趋势下预计盈利能力持续提升

2022.08.25

3. 【华西医药】采纳股份(301122)深度研究报告：强粘性大客户代工规模持续增长，高价值产品获批加速奠定发展基础

2022.04.08

中美贸易摩擦引致的出口业务风险，客户拓展或订单不及预期风险，汇率波动风险，技术人才流失风险，产品质量控制风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	442	465	614	806	1,022
YoY (%)	-12.5%	5.3%	31.9%	31.3%	26.8%
归母净利润(百万元)	131	162	197	251	336
YoY (%)	-4.6%	23.9%	21.7%	27.4%	34.1%
毛利率 (%)	43.9%	40.8%	41.7%	41.7%	42.5%
每股收益 (元)	1.85	1.76	2.09	2.67	3.58
ROE	25.6%	9.3%	10.2%	10.8%	12.0%
市盈率	27.09	28.48	23.93	18.78	14.01

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	465	614	806	1,022	净利润	162	197	251	336
YoY (%)	5.3%	31.9%	31.3%	26.8%	折旧和摊销	28	88	111	123
营业成本	276	358	470	588	营运资金变动	-22	-44	-34	-34
营业税金及附加	4	4	5	6	经营活动现金流	139	244	332	427
销售费用	5	3	4	5	资本开支	-162	-114	-69	-69
管理费用	27	18	28	36	投资	-830	0	0	0
财务费用	-28	-5	-8	-13	投资活动现金流	-992	-112	-67	-66
研发费用	20	21	31	39	股权募资	1,110	0	0	0
资产减值损失	0	-10	-8	-5	债务募资	0	0	0	0
投资收益	8	2	2	3	筹资活动现金流	1,067	0	0	0
营业利润	180	212	276	366	现金净流量	226	131	265	361
营业外收支	4	4	0	0					
利润总额	184	216	276	366	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	22	19	25	29	<b>成长能力</b>				
净利润	162	197	251	336	营业收入增长率	5.3%	31.9%	31.3%	26.8%
归属于母公司净利润	162	197	251	336	净利润增长率	23.9%	21.7%	27.4%	34.1%
YoY (%)	23.9%	21.7%	27.4%	34.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.76	2.09	2.67	3.58	毛利率	40.8%	41.7%	41.7%	42.5%
					净利率	34.8%	32.1%	31.1%	32.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	8.8%	9.8%	10.3%	11.4%
货币资金	356	487	752	1,113	净资产收益率 ROE	9.3%	10.2%	10.8%	12.0%
预付款项	6	7	9	12	<b>偿债能力</b>				
存货	65	64	89	116	流动比率	14.10	19.65	17.68	16.91
其他流动资产	968	982	1,008	1,037	速动比率	<b>13.38</b>	<b>18.75</b>	<b>16.75</b>	<b>15.96</b>
流动资产合计	1,395	1,539	1,858	2,277	现金比率	3.59	6.21	7.16	8.27
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	5.8%	4.3%	4.7%	4.8%
固定资产	223	240	314	396	<b>经营效率</b>				
无形资产	42	57	72	87	总资产周转率	0.25	0.30	0.33	0.35
非流动资产合计	448	480	570	667	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	1,843	2,020	2,427	2,943	每股收益	1.76	2.09	2.67	3.58
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	18.46	20.56	24.61	29.78
应付账款及票据	76	55	75	97	每股经营现金流	1.48	2.59	3.53	4.54
其他流动负债	23	23	30	38	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	99	78	105	135	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	28.48	23.93	18.78	14.01
其他长期负债	8	8	8	8	PB	2.80	2.44	2.04	1.68
非流动负债合计	8	8	8	8					
负债合计	107	86	113	143					
股本	94	94	94	94					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,736	1,933	2,314	2,801					
负债和股东权益合计	1,843	2,020	2,427	2,943					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

陈晨：西交大制药工程、经济学复合背景，山大税务硕士，曾就职于渤海证券，2021年8月加入华西证券，主要负责医疗器械领域。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。