

# 采纳股份 (301122)

证券研究报告

2023年05月11日

## 需求阶段性放缓，下半年产能释放有望实现业绩提升

### 事件

4月28日，公司发布2023年一季度报告，第一季度实现营业收入6683.93万元，同比下降52.79%，归母净利润1587.84万元，同比下降59.62%，扣非归母净利润823.93万元，同比下降78.76%。

### 点评

#### 产品需求端放缓，在手订单情况良好有望实现业绩提升

现阶段公司医疗器械板块销售收入占公司营业收入的比例最大，主要以外销为主，第一季度营业收入下滑主要系需求端阶段性放缓，公司产品发货量较2022年同期下降所致。公司目前在手订单情况良好，截至2022年12月31日，公司在医疗器械、动物器械和实验室耗材三大业务板块中，已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为8902.93万元，该部分收入预计在2023年履行完毕，未来业绩有望提升。

#### 加大研发投入布局安全系列产品，提升核心竞争力

第一季度公司销售费用率为0.85%，同比提升0.33个百分点，主要系公司加速拓展新客户所致；管理费用率为8.45%，同比提升3.12个百分点；研发费用率为7.16%，同比大幅提升3.71个百分点，主要系研发投入增加，在注射穿刺器械已有的技术基础上持续进行技术研发和创新所致。公司紧跟医用器械产品市场发展和需求，布局安全系列产品，符合注射器“安全化”的市场趋势。2023年第一季度，公司获得安全胰岛素笔针、一次性使用安全留置针等与主营业务技术相关的专利证书，进一步完善知识产权保护体系，提升公司核心竞争力。

#### 二期项目施工进度延迟，下半年产能有望释放

公司位于华士镇澄鹿路的二期项目拟规划厂房9万平米，2022年度受到疫情、高温、限电等不可抗力因素的影响，项目实施进度比预期有所延迟。2023年第一季度，该厂房主体工程已完工，现处于装修阶段，部分设备已陆续进厂待安装调试。根据项目实施计划，预计在2023年的下半年会有部分的产能能够释放出来，优化公司生产环境，提升公司产能、生产质量及生产效率。未来二期项目主要以生产医疗器械产品为主，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，项目建成后可实现年产9.2亿支（套）医用注射穿刺器械的能力，待产能投放后有望拉动公司业绩提升。

**盈利预测：**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为6.30/8.46/11.12亿元，归母净利润分别为2.20/2.77/3.44亿元，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	219.81	277.28	344.28
增长率(%)	(4.63)	23.86	35.79	26.15	24.16
EPS(元/股)	1.39	1.72	2.34	2.95	3.66
市盈率(P/E)	30.32	24.47	18.02	14.29	11.51
市净率(P/B)	7.77	2.28	1.50	1.40	1.31
市销率(P/S)	8.96	8.51	8.18	6.09	4.63
EV/EBITDA	0.00	18.16	9.46	7.41	5.62

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	42.13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)	3,961.70
流通A股市值(百万元)	1,123.47
每股净资产(元)	18.63
资产负债率(%)	5.14
一年内最高/最低(元)	90.50/40.88

### 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-年报点评报告:产品注册推进顺利，医疗器械板块收入高增长》 2023-04-20
- 《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

## 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	1,670.47	1,481.85	1,543.17
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>2,659.94</b>	<b>2,606.79</b>	<b>2,724.13</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>3,532.94</b>	<b>3,855.36</b>	<b>4,138.87</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	122.25	122.25	122.25
资本公积	131.91	1,205.67	2,686.96	2,686.96	2,686.96
留存收益	307.69	436.64	628.25	861.05	1,136.30
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>3,437.45</b>	<b>3,670.26</b>	<b>3,945.51</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>612.62</b>	<b>1,843.38</b>	<b>3,532.94</b>	<b>3,855.36</b>	<b>4,138.87</b>

  

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	130.68	161.87	219.81	277.28	344.28
折旧摊销	21.39	27.74	77.68	128.01	160.75
财务费用	2.84	(17.97)	(42.03)	(65.40)	(62.75)
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>220.24</b>	<b>329.71</b>	<b>375.36</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	41.87	65.28	62.80
股权融资	(32.91)	1,054.95	1,481.30	(44.48)	(69.03)
其他	31.68	(16.34)	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>1,523.17</b>	<b>20.81</b>	<b>(6.22)</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>1,314.88</b>	<b>(188.62)</b>	<b>61.32</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)	(42.03)	(65.40)	(62.75)
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>242.84</b>	<b>313.01</b>	<b>390.13</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>249.27</b>	<b>316.24</b>	<b>393.24</b>
所得税	21.06	21.71	29.46	38.96	48.96
<b>净利润</b>	<b>130.68</b>	<b>161.87</b>	<b>219.81</b>	<b>277.28</b>	<b>344.28</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>219.81</b>	<b>277.28</b>	<b>344.28</b>
每股收益(元)	1.39	1.72	2.34	2.95	3.66

  

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%	35.01%	28.90%	24.64%
归属于母公司净利润	-4.63%	23.86%	35.79%	26.15%	24.16%
<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%	34.89%	32.78%	30.96%
ROE	25.62%	9.32%	6.39%	7.55%	8.73%
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%	2.70%	4.80%	4.67%
净负债率	-25.37%	-20.45%	-48.59%	-40.37%	-39.11%
流动比率	3.30	14.10	29.24	14.50	14.51
速动比率	2.60	13.44	28.36	13.82	13.65
<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	0.28
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.39	1.72	2.34	2.95	3.66
每股经营现金流	1.70	1.48	2.34	3.51	3.99
每股净资产	5.42	18.46	28.12	30.02	32.28
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.32	24.47	18.02	14.29	11.51
市净率	7.77	2.28	1.50	1.40	1.31
EV/EBITDA	0.00	18.16	9.46	7.41	5.62
EV/EBIT	0.00	21.05	13.11	11.22	8.37

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