

义翘神州 (301047.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年4月22日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 110.30

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

联系人: 于佳喜

Email: yujx@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

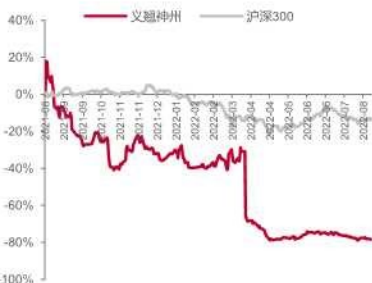
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	965	575	546	719	942
增长率 yoy%	-40%	-40%	-5%	32%	31%
净利润 (百万元)	720	303	279	340	406
增长率 yoy%	-36%	-58%	-8%	22%	20%
每股收益 (元)	5.57	2.35	2.16	2.63	3.15
每股现金流量	4.97	1.93	1.48	2.31	3.10
净资产收益率	11%	5%	4%	5%	6%
P/E	19.8	47.0	51.1	42.0	35.1
P/B	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0

备注: 股价信息截止至 2023 年 4 月 22 日

基本状况

总股本(百万股)	129
流通股(百万股)	58
市价(元)	110.30
市值(百万元)	14,251
流通市值(百万元)	6,449

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 义翘神州 (301047.SZ): 重组蛋白行业领跑者, 打造生物试剂立体矩阵
- 2 义翘神州 22 年一季报公司点评: 新冠业务减少影响短期业绩, 研发管线高效推进

投资要点

- **事件: 公司发布 2022 年报, 2022 年公司实现营业收入 5.75 亿元, 同比下降 40.47%; 归母净利润 3.03 亿元, 同比下降 57.90%; 扣非归母净利润 2.44 亿元, 同比下降 59.04%。**
- **分季度来看: 公司 2022 年单四季度实现营业收入 1.44 亿元, 同比下降 5.25%; 实现归母净利润 0.27 亿元, 同比下降 83.36%; 实现扣非归母净利润 0.51 亿元, 同比下降 34.09%。公司单四季度收入增速放缓, 主要受 21 年同期新冠产品基数以及国内疫情管制放开短期冲击影响, 单季度利润环比下降, 主要因金融市场波动影响, 理财产品单季度公允价值变动所致。**
- **分业务来看: 新冠需求减弱影响产品端增速, CRO 业务动能强劲。公司 2022 年重组蛋白产品实现收入 2.61 亿元, 同比下降 15.74%; 抗体产品实现收入 1.66 亿元, 同比下降 68.62%; 基因产品实现收入 1104 万元, 同比下降 5.73%; 培养基实现收入 2692 万元, 同比下降 0.12%; CRO 服务实现收入 1.10 元, 同比增长 25.22%。公司的重组蛋白、抗体产品增速下滑主要因新冠需求自然减少, 培养基业务相对稳定。2022 年公司不断拓展 CRO 服务领域, 持续提高技术服务成功率和客户满意度, 实现快速增长, 总项目数达到 9961 个, 同比增长 43.20%, 其中膜蛋白、诊断原料等创新服务开始产生订单收入, 重组生产、生物安全检测、抗体开发等重点及特色业务服务延续高增趋势, 2022 年订单金额增速达 51.03%, 为公司常规业务的持续增长提供确定性。**
- **“一站式”采购体验+定制化产品竞争优势显著, 常规业务加速恢复。2022 年公司实现常规业务收入 4.12 亿元, 同比增长 14.67%, 其中 2022 年 7-11 月公司常规收入 1.92 亿元, 同比增速达到 23.37%。公司持续打造综合性生物试剂和技术服务平台, 不断丰富重组蛋白、抗体、基因、培养基等多产品条线, 在新冠疫情扰动下实现良好复苏。目前公司生产和销售的现货产品种类超过 6.8 万种, 能够满足客户最接近人体天然蛋白结构和性质的重组蛋白需求, 旗下的 1.4 万种抗体也足以覆盖生命科学研究的多个领域, 公司提供的定制化关键试剂也能有效帮助下游客户提高研发效率成功率, 降低成本, 成为助力常规业务增长的重要动力。2023 年随着高校院所采购需求恢复以及创新药物投融资好转, 公司常规业务有望持续加速恢复。**
- **持续探索 AI 智能等创新技术, 全球化布局稳步推进。2022 年公司持续加大研发投入, 高效推进重点品种研发和前沿技术突破, 2022 年开发上线新产品约 1000 种, 推出一系列高质量 GMP 级别的细胞因子产品; 引进建设了最新的 Beacon 光导单细胞技术, 初步形成从免疫、开发、生产、筛选鉴定的全套技术平台, 同时公司还与合作伙伴开展了 AI 智能技术和自动化实验室研究, 目前已经取得一定进展, 未来有望持续取得更多研发成果, 支撑公司业绩的长期增长。此外, 公司进一步强化全球化战略布局, 国内苏州、泰州子公司陆续进入验收、运营阶段, 美国子公司与美国海恩斯公司正式签订租约, 启动新生物研发中心建设, 为公司未来的稳定可持续发展进一步奠定良好基础。**
- **盈利预测与投资建议: 根据年报数据, 我们调整盈利预测, 预计常规业务有望持续恢复, 预计 2023-2025 年公司收入 5.46、7.19、9.42 亿元 (调整前 2023-2024 年 6.18、7.99 亿元), 同比增长-5%、32%、31%, 归母净利润 2.79、3.40、4.06 亿元 (调整前 3.36、4.07 亿元), 同比增长-8%、22%、20%。考虑到公司具有行业领先的重组蛋白开发平台技术, 未来有望持续维持高增长态势, 维持“买入”评级。**
- **风险提示事件: 新产品研发风险, 政策变化风险, 市场竞争加剧风险, 销售增长测算不及预期的风险, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

内容目录

业绩接近预告中值，常规业务稳健增长	- 3 -
新技术、新产品持续收获，常规收入有望加速	- 5 -
风险提示	- 7 -

图表目录

图表 1: 义翘神州主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 义翘神州主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 义翘神州归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 公司 CRO 服务业务快速发展 (收入, 百万元)	- 4 -
图表 5: 义翘神州分区域收入变化 (百万元)	- 4 -
图表 6: 义翘神州分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 7: 义翘神州分季度营业收入变化 (百万元)	- 5 -
图表 8: 义翘神州分季度归母净利润变化 (百万元)	- 5 -
图表 9: 义翘神州盈利能力变化情况 (%)	- 5 -
图表 10: 义翘神州期间费用率变化情况 (%)	- 5 -
图表 11: 公司常规业务收入快速增长 (百万元)	- 6 -
图表 12: 2022 常规收入占比达 72% (百万元)	- 6 -
图表 13: 公司持续加大研发投入 (百万元)	- 6 -
图表 14: 义翘神州财务报表预测	- 8 -

业绩接近预告中值，常规业务稳健增长

- 2022 年公司实现营业收入 5.75 亿元，同比下降 40.47%；归母净利润 3.03 亿元，同比下降 57.90%；扣非归母净利润 2.44 亿元，同比下降 59.04%。公司业绩增速放缓，主要系国内外疫情形势恢复后新冠相关产品及服务需求自然下滑所致。

图表 1：义翘神州主要财务指标变化（百万元）



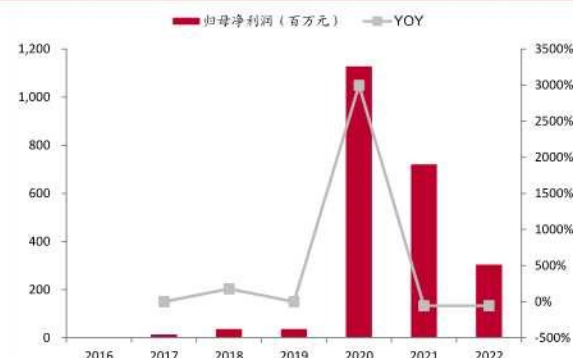
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：义翘神州主营业务收入情况（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：义翘神州归母净利润情况（百万元）

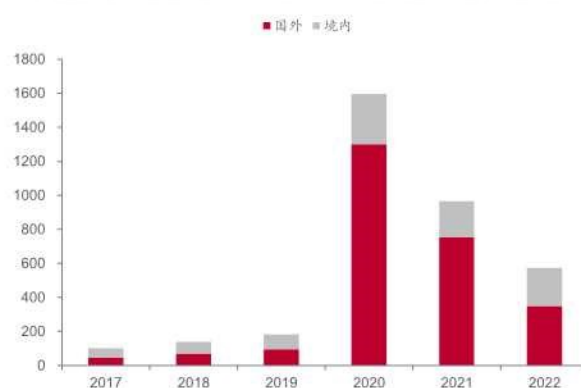


来源：wind，中泰证券研究所

- 分业务来看：新冠需求减弱影响产品端增速，CRO 业务动能强劲。**公司 2022 年重组蛋白产品实现收入 2.61 亿元，同比下降 15.74%；抗体产品实现收入 1.66 亿元，同比下降 68.62%；基因产品实现收入 1104 万元，同比下降 5.73%；培养基业务实现收入 2692 万元，同比下降 0.12%；CRO 服务实现收入 1.10 元，同比增长 25.22%。公司的重组蛋白、抗体产品增速下滑主要因新冠需求自然减少，培养基业务相对稳定。2022 年公司不断拓展 CRO 服务领域，持续提高技术服务成功率和客户满意度，实现快速增长，总项目数达到 9961 个，同比增长 43.20%，其中膜蛋白、诊断原料等创新服务开始产生订单收入，重组生产、生物安全检测、抗体开发等重点及特色业务服务延续高增趋势，2022 年订单金额增速达 51.03%，为公司常规业务的持续增长提供确定性。

图表 4：公司 CRO 服务业务快速发展（收入，百万元）


来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：义翘神州分区域收入变化（百万元）


来源：wind，中泰证券研究所

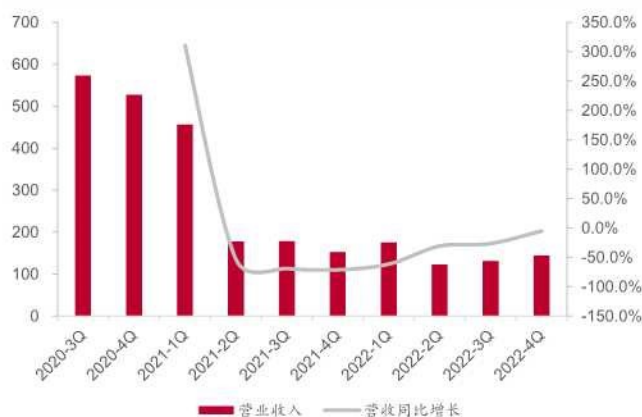
- 分季度来看：公司 2022 年单四季度实现营业收入 1.44 亿元，同比下降 5.25%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比下降 83.36%；实现扣非归母净利润 0.51 亿元，同比下降 34.09%。**公司单四季度收入增速放缓，主要受 21 年同期新冠产品基数以及国内疫情管制放开的短期冲击影响，单季度利润环比下降，主要因金融市场波动影响，理财产品单季度公允价值变动所致。

图表 6：义翘神州分季度财务数据（百万元）

	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q
营业收入	573.37	527.76	456.59	178.11	178.25	152.32	175.85	123.46	130.98	144.32
营收同比增长			311.16%	-53.63%	-68.91%	-71.14%	-61.49%	-30.68%	-26.52%	-5.25%
营收环比增长	49.27%	-7.95%	-13.49%	-60.99%	0.08%	-14.55%	15.45%	-29.79%	6.09%	10.18%
营业成本	15.45	12.99	14.47	13.26	12.87	17.64	17.85	17.88	24.1	26.21
营业费用	30.13	22.25	20.26	21.41	21.76	18.02	29.15	27.68	34.24	32.86
管理费用	11.15	14.29	12.56	12.06	17.02	18.39	18.39	20.1	23.89	20.99
财务费用	14.79	22.37	1.71	3.18	-2.30	-6.38	-13.02	-26.19	-21.11	-9.58
营业利润	487.79	436.26	398.80	129.95	129.66	183.26	134.56	89.24	98.36	20.34
利润总额	487.78	432.76	398.30	129.95	129.66	187.54	657.91	89.24	98.39	20.32
所得税	71.86	55.75	66.09	19.51	15.95	23.89	20.31	11.3	14.68	-6.91
归母净利润	415.92	377.01	332.21	110.44	113.71	163.65	114.25	77.95	83.71	27.23
归母净利润同比			417.95%	-59.18%	-72.66%	-56.59%	-65.61%	-29.42%	-26.38%	-83.36%

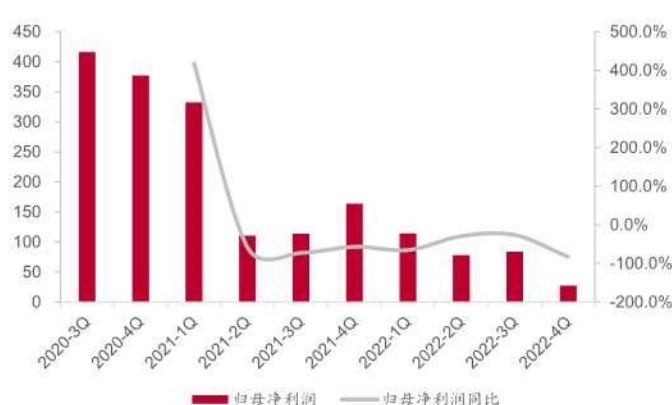
来源：wind，中泰证券研究所

图表 7: 义翘神州分季度营业收入变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

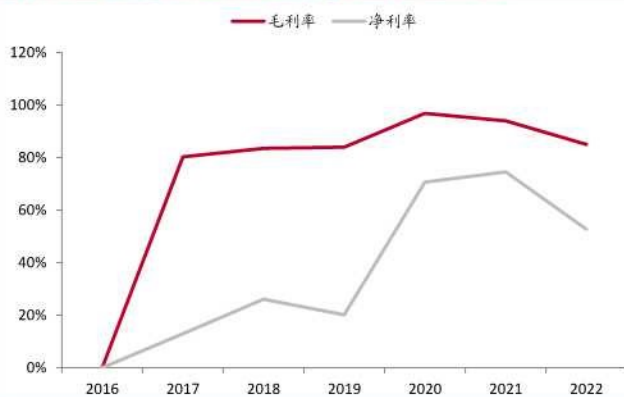
图表 8: 义翘神州分季度归母净利润变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

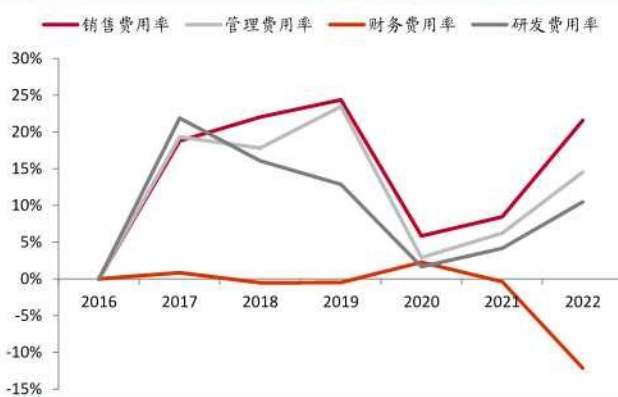
- 新冠等非常规业务减少影响表观利润率, 盈利水平有望趋于稳定。2022 年公司销售费用率 21.57%, 同比提升 13.13pp, 管理费用率 14.51%, 同比提升 8.29pp, 研发费用率 10.47%, 同比提升 6.31pp, 三项费用率显著提升, 主要因公司持续扩充相关团队, 加大费用投入, 2022 年公司财务费用率-12.16%, 同比下降 11.77pp, 财务费用率显著优化主要因公司存款利息收入增加。同时由于新冠等非常规收入减少, 规模效应减退, 毛利率降低, 2022 年公司毛利率 85.03%, 同比下降 8.94pp, 净利率 52.76%, 同比下降 21.84%。**

图表 9: 义翘神州盈利能力变化情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 义翘神州期间费用率变化情况 (%)



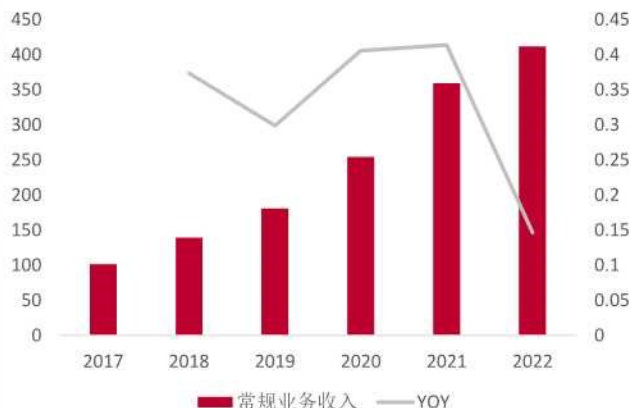
来源: wind, 中泰证券研究所

新技术、新产品持续收获, 常规收入有望加速

- “一站式”采购体验+定制化产品竞争优势显著, 常规业务加速恢复。2022 年公司实现常规业务收入 4.12 亿元, 同比增长 14.67%, 其中 2022 年 7-11 月公司常规收入 1.92 亿元, 同比增速达到 23.37%。公司持续打造综合性生物试剂和技术服务平台, 不断丰富重组蛋白、抗体、基因、培养基等多产品条线, 在新冠疫情扰动下实现良好复苏。目前公司生产和销售的现货产品种类超过 6.8 万种, 能够满足客户最接近人体天然蛋白结构和性质的重组蛋白需求, 旗下的 1.4 万种抗体也足以覆盖生命科**

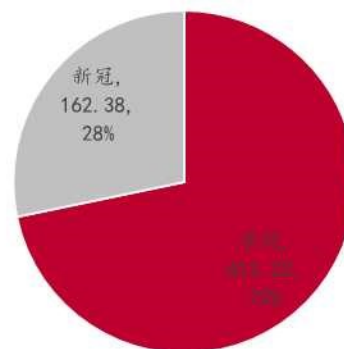
学研究的多个领域，公司提供的定制化关键试剂也能有效帮助下游客户提高研发效率成功率，降低成本，成为助力常规业务增长的重要动力。2023 年随着高校院所采购需求恢复以及创新药物投融资好转，公司常规业务有望持续加速恢复。

图表 11: 公司常规业务收入快速增长 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

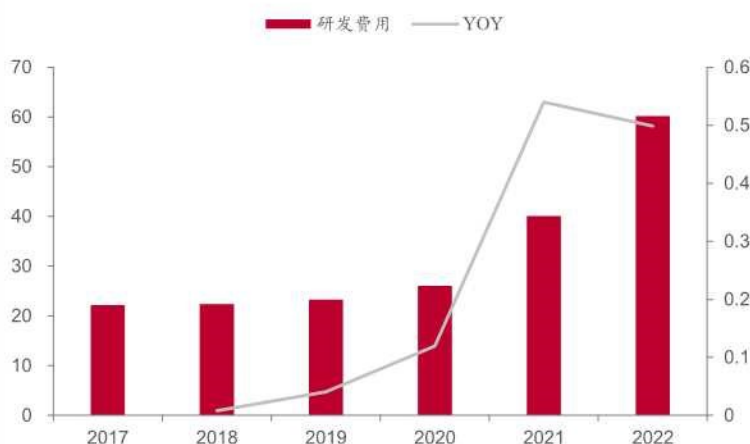
图表 12: 2022 常规收入占比达 72% (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 持续探索 AI 智能等创新技术，全球化布局稳步推进。**2022 年公司持续加大研发投入，高效推进重点品种研发和前沿技术突破，2022 年开发上线新产品约 1000 种，推出一系列高质量 GMP 级别的细胞因子产品；同时公司引进建设了最新的 Beacon 光导单细胞技术，初步形成从免疫、开发、生产、筛选鉴定的全套技术平台，同时还与合作伙伴开展了 AI 智能技术和自动化实验室研究，目前已经取得一定进展，未来有望持续取得更多研发成果，支撑公司业绩的长期增长。此外，公司进一步强化全球化战略布局，国内苏州、泰州子公司陆续进入验收、运营阶段，美国子公司与美国海恩斯公司正式签订租约，启动新生物研发中心建设，为公司未来的稳定可持续发展进一步奠定良好基础。

图表 13: 公司持续加大研发投入 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **新产品研发风险：**生物试剂行业对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。因此在新产品研发的过程中，可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。
- **市场竞争加剧风险：**公司当前主要产品为生物试剂及体外诊断试剂，近两年国内企业在技术上持续突破，已开始逐步实现进口替代，未来可能出现市场竞争进一步加剧的风险。
- **销售增长测算不及预期风险：**报告中关于公司试剂、原料等的销售测算均基于特定的假设条件，可能出现假设和实际出现偏差造成预测不及预期的风险。
- **市场空间测算偏差风险：**市场空间测算基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期风险。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 14: 义翘神州财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,380	2,878	2,978	3,293	营业收入	575	546	719	942
应收票据	1	0	0	0	营业成本	86	90	124	166
应收账款	140	134	170	218	税金及附加	8	8	11	15
预付账款	11	1	2	2	销售费用	124	117	152	196
存货	47	41	38	82	管理费用	83	78	101	129
合同资产	0	0	0	0	研发费用	60	56	72	91
其他流动资产	3,445	3,644	3,645	3,646	财务费用	-70	-61	-58	-40
流动资产合计	6,024	6,666	6,747	7,100	信用减值损失	0	-10	-3	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-9	-6	-3	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-14	6	6	6
固定资产	139	524	901	1,270	投资收益	69	69	69	69
在建工程	0	100	100	0	其他收益	15	1	1	1
无形资产	1	2	2	3	营业利润	343	317	386	461
其他非流动资产	406	115	119	122	营业外收入	0	2	2	2
非流动资产合计	546	673	1,046	1,298	营业外支出	0	4	4	4
资产合计	6,570	7,339	7,793	8,397	利润总额	343	315	384	459
短期借款	0	97	226	335	所得税	40	36	44	53
应付票据	0	0	0	0	净利润	303	279	340	406
应付账款	29	27	38	51	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	3	1	2	归属母公司净利润	303	279	340	406
合同负债	21	10	13	17	NOPLAT	241	225	288	371
其他应付款	3	3	3	3	EPS (按最新股本摊薄)	2.35	2.16	2.63	3.15
一年内到期的非流动负债	20	20	20	20					
其他流动负债	52	40	54	64					
流动负债合计	125	220	352	482					
长期借款	0	50	50	130					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	76	76	76	76					
非流动负债合计	76	126	126	206					
负债合计	201	309	441	652					
归属母公司所有者权益	6,369	6,608	6,922	7,302					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	6,369	6,608	6,922	7,302					
负债和股东权益	6,570	7,339	7,793	8,397					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	249	318	393	527
现金收益	257	253	387	540
存货影响	-23	6	3	-44
经营性应收影响	28	22	-33	-49
经营性应付影响	17	1	8	14
其他影响	-31	-43	0	1
投资活动现金流	-64	-506	-467	-427
资本支出	-104	-520	-482	-443
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	40	7	6	7
融资活动现金流	-704	194	174	215
借款增加	-1	147	129	189
股利及利息支付	-680	-8	-15	-23
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-23	55	60	49

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-40.5%	-5.0%	31.7%	31.0%
EBIT增长率	-67.6%	-6.8%	28.2%	28.6%
归母公司净利润增长率	-57.9%	-8.0%	21.7%	19.7%
获利能力				
毛利率	85.0%	83.4%	82.8%	82.3%
净利率	52.8%	51.1%	47.2%	43.2%
ROE	4.8%	4.2%	4.9%	5.6%
ROIC	10.2%	8.7%	8.5%	9.6%
偿债能力				
资产负债率	3.1%	4.2%	5.7%	7.8%
债务权益比	1.5%	2.9%	4.6%	6.8%
流动比率	48.1	30.3	19.2	14.7
速动比率	47.7	30.1	19.1	14.6
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转天数	92	91	76	74
应付账款周转天数	89	112	94	96
存货周转天数	151	177	116	130
每股指标 (元)				
每股收益	2.35	2.16	2.63	3.15
每股经营现金流	1.93	2.46	3.04	4.08
每股净资产	49.30	51.15	53.57	56.52
估值比率				
P/E	47	51	42	35
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	16	31	27	20

来源: 中泰证券研究所

■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。