

投资评级 优于大市 维持

新导入项目数快速增长, 小分子业务取得突破

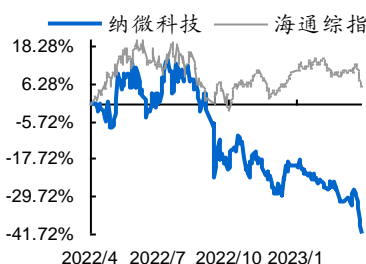
股票数据

04月28日收盘价(元)	42.40
52周股价波动(元)	39.22-84.85
总股本/流通A股(百万股)	403/202
总市值/流通市值(百万元)	17094/8553

相关研究

《生物医药领域延续高增长, 早期项目加速渗透》2022.08.15

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.2	-22.4	-27.4
相对涨幅(%)	-15.9	-21.4	-23.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 郑琴

Tel: (021) 23219808

Email: zq6670@haitong.com

证书: S0850513080005

联系人: 彭婷

Tel: (010) 68067998

Email: pp13606@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 7.06 亿元 (+58.14%), 归母净利润 2.75 亿元 (+46.27%), 扣非归母净利润 1.97 亿元 (+14.46%), 非经常性损益对净利润的影响额为 7807.76 万元, 主要系收购赛谱仪器产生投资收益 5154 万元, 此外 2022 年公司摊销的股份支付费用对归母净利润的影响额为 6237 万元, 扣除相关影响后, 经调整归母净利润为 2.86 亿元 (+44.48%)。
- 生物医药领域延续增长, 小分子取得突破。** 2022 年, 公司生物医药领域实现营收 5.90 亿元 (+51.27%), 占营收的比重为 83.63%, 较上年略有降低。其中, 主要应用于大分子药物分离纯化的层析介质的营收实现 14.50% 的增长; 应用于小分子药物分离纯化的色谱填料的营收实现 77.17% 的增长, 抗生素用高性能填料产品持续放量; 完成造影剂全系列产品的工艺开发并大规模应用; 胰岛素高性能硅胶产品研发取得突破, 经过验证已经具备国际竞争力。
- 加强客户导入, 成熟项目收入亦快速增长。** 2022 年公司色谱填料和层析介质产品的客户数量达到 611 家, 较上年同期增加 111 家; 实现约 928 个新增项目, 其中新增临床 III 期项目 35 个, 以抗体项目为主; 新增商业化项目 58 个, 以小分子药物为主。在成熟项目方面, 2022 年公司应用于药企正式生产或三期临床项目的色谱填料和层析介质产品销售收入约 2.64 亿元, 相较上年同期增长约 11pcts, 我们预计跟成熟的小分子项目导入数量较多有关。
- 技术创新加速产品开发, 外延并购助力业务拓展。** 公司依托微球材料底层制备技术优势持续规划和开发新产品, 2022 年推出的重点新产品有 ProteinA 亲和层析介质新产品 UniMabEXE、离子交换层析介质新产品 NanoGel-50QHC、专用于 mRNA 分离的亲和层析介质 NanoGeldT20、具有超大孔道结构 (500 埃/1000 埃/1250 埃/1500 埃等) 的小粒径硅胶色谱填料产品等。新业务方面: 1) 收购英菲尼, 协作开展两款新型核酸提取磁珠的开发及与市场各家主流核酸提取试剂盒的适配; 2) 收购赛谱仪器, 业务延伸至纯化层析系统; 3) 引进杨凌露博士组建项目组开展功能膜材料研发, 引进王志成博士组建项目组开展碳微球新材料研发, 与第三方合作开发医美用微球产品。
- 盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.25 亿元、5.21 亿元、7.60 亿元, EPS 分别为 0.81 元、1.29 元、1.88 元。公司打破了国外少数公司对相关技术和产品的垄断, 同时凭借卓越产品性能开始出口至国外, 产品面向较大的可替代存量市场和增量市场, 我们给予公司 2023 年 1.2-1.5X PEG, 较可比公司溢价的原因因为公司近几年股权摊销费用对公司表现业绩有较大影响, 对应合理价值区间为 36.32-45.40 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 新客户拓展不及预期的风险, 新产品研发失败或进度不及预期的风险, 市场竞争加剧的风险, 存量客户采购存在周期性的风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	446	706	976	1374	1860
(+/-)YoY(%)	117.7%	58.1%	38.3%	40.8%	35.4%
净利润(百万元)	188	275	325	521	760
(+/-)YoY(%)	158.7%	46.3%	18.0%	60.3%	45.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.68	0.81	1.29	1.88
毛利率(%)	83.9%	78.6%	78.9%	79.1%	79.3%
净资产收益率(%)	18.0%	17.8%	17.4%	21.8%	24.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 纳微科技分项收入 (百万元)

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	205.0	446.3	705.8	976.4	1374.4	1860.3
YoY	58.1%	117.7%	58.1%	38.3%	40.8%	35.4%
毛利率	83.4%	83.9%	78.6%	78.9%	79.1%	79.3%
生物医药行业	170.0	390.2	590.3	897.3	1274.0	1730.4
YoY	75.6%	129.5%	51.3%	52.0%	42.0%	35.8%
毛利率	84.7%	84.5%	79.1%	79.2%	79.3%	79.5%
平板显示业务	33.3	37.7	34.3	41.2	47.0	53.5
YoY	13.5%	13.3%	-8.9%	20.0%	14.0%	14.0%
毛利率	78.9%	78.5%	78.5%	78.5%	78.5%	78.5%
体外诊断		15.8	73.5	29.4	44.1	66.2
YoY			365.4%	-60.0%	50.0%	50.0%
毛利率		87.7%	78.4%	80.0%	80.0%	80.0%
其他业务	1.7	2.6	7.7	8.4	9.3	10.2
YoY	-52.1%	52.8%	192.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	44.5%	47.3%	47.1%	47.0%	47.0%	47.0%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)			每股收益 (元)			市盈率 (X)			PEG (X)
		2023/4/28	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E		
688179	阿拉丁	33.80	0.65	1.01	1.37	52.00	33.56	24.73	0.75		
688105	诺唯赞	37.02	1.49	1.94	2.23	24.85	19.09	16.59	0.85		
688356	键凯科技	125.83	3.11	4.42	5.71	40.46	28.44	22.04	0.80		
300487	蓝晓科技	89.90	1.63	2.31	3.00	55.15	39.00	29.98	1.09		
	均值					43.11	30.02	23.33	0.87		

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: ①收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期; ②g 取 2022-2024 年复合增速;

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	706	976	1374	1860
每股收益	0.68	0.81	1.29	1.88	营业成本	151	206	287	385
每股净资产	3.83	4.64	5.93	7.82	毛利率%	78.6%	78.9%	79.1%	79.3%
每股经营现金流	0.28	1.17	0.69	2.05	营业税金及附加	8	13	18	24
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估 (倍)					营业费用	100	137	181	236
P/E	62.22	52.71	32.88	22.53	营业费用率%	14.2%	14.0%	13.2%	12.7%
P/B	11.07	9.15	7.16	5.43	管理费用	96	146	165	195
P/S	24.25	17.53	12.46	9.20	管理费用率%	13.5%	15.0%	12.0%	10.5%
EV/EBITDA	75.78	41.68	26.27	17.39	EBIT	238	352	568	836
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	78.6%	78.9%	79.1%	79.3%	资产减值损失	-3	0	0	0
净利润率	39.0%	33.3%	37.9%	40.8%	投资收益	67	15	18	19
净资产收益率	17.8%	17.4%	21.8%	24.1%	营业利润	306	367	586	855
资产回报率	14.1%	13.5%	17.2%	19.4%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	12.4%	15.1%	19.5%	22.2%	利润总额	307	367	586	855
盈利增长 (%)					EBITDA	274	399	625	901
营业收入增长率	58.1%	38.3%	40.8%	35.4%	所得税	30	41	64	93
EBIT 增长率	20.7%	47.7%	61.3%	47.1%	有效所得税率%	9.9%	11.2%	10.9%	10.8%
净利润增长率	46.3%	18.0%	60.3%	45.9%	少数股东损益	2	1	2	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	275	325	521	760
资产负债率	19.1%	20.7%	19.8%	18.5%					
流动比率	4.74	4.17	4.57	5.09	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.43	3.20	3.51	4.08	货币资金	251	657	865	1621
现金比率	1.32	2.08	2.08	2.98	应收账款及应收票据	248	197	432	432
经营效率指标					存货	221	277	408	510
应收账款周转天数	82.71	73.40	74.04	75.27	其它流动资产	183	183	198	204
存货周转天数	412.79	436.04	429.92	429.10	流动资产合计	903	1315	1902	2767
总资产周转率	0.44	0.45	0.51	0.54	长期股权投资	11	11	11	11
固定资产周转率	2.67	3.10	3.97	5.01	固定资产	299	331	361	381
					在建工程	37	40	43	47
					无形资产	52	54	57	59
					非流动资产合计	1050	1088	1124	1149
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1953	2403	3026	3916
净利润	275	325	521	760	短期借款	15	18	21	23
少数股东损益	2	1	2	2	应付票据及应付账款	34	59	69	103
非现金支出	46	46	57	65	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-71	-15	-18	-19	其它流动负债	142	238	327	418
营运资金变动	-140	115	-281	17	流动负债合计	191	315	416	544
经营活动现金流	112	473	280	825	长期借款	121	121	121	121
资产	-155	-85	-92	-90	其它长期负债	61	61	61	61
投资	-118	0	0	0	非流动负债合计	182	182	182	182
其他	-234	15	18	19	负债总计	373	497	598	726
投资活动现金流	-507	-70	-74	-71	实收资本	403	403	403	403
债权募资	109	3	2	3	归属于母公司所有者权益	1546	1871	2392	3151
股权募资	195	0	0	0	少数股东权益	34	35	37	39
其他	-36	0	0	0	负债和所有者权益合计	1953	2403	3026	3916
融资活动现金流	268	3	2	3					
现金净流量	-125	406	208	756					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力, 华润三九, 人福医药, 凯莱英, 纳微科技, 药康生物, 片仔癀, 华兰生物, 沃森生物, 同仁堂, 微芯生物, 万泰生物, 康泰生物, 康龙化成, 迈瑞医疗, 贝达药业, 百普赛斯, 海泰新光, 诺唯赞, 惠泰医疗, 诺禾致源, 普瑞眼科, 以岭药业, 博腾股份, 科伦药业, 泰格医药, 东阿阿胶, 博济医药, 万孚生物, 康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。