



增持（维持）

所属行业：医药生物
当前价格(元)：41.92

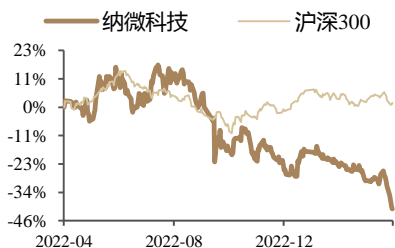
证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.96	-22.37	-28.22
相对涨幅(%)	-16.36	-21.00	-23.60

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《-2022年中报点评：业绩维持高增长，国产替代逻辑顺畅》，2022.8.15
- 《-纳微科技(688690.SH)：掌握微球制备底层技术，填料国产替代先行者》，2022.5.31

纳微科技 (688690.SH)：业绩符合预期，看好23年恢复性增长

投资要点

- 事件：**公司发布2022年年报和2023年第一季度报，2022年全年公司实现营收7.1亿元，同比增长58.1%，实现归母净利润2.8亿元，同比增长46.3%，实现扣非归母净利润2.0亿元，同比增长14.5%。2023Q1实现营收1.3亿元，同比下降6.2%，实现归母净利润0.1亿元，同比下降79.7%，实现扣非归母净利润0.1亿元，同比下降89.4%。
- 23Q1收入持续改善，看好23全年恢复情况：**由于22Q1收入基数较高，叠加核酸检测磁珠产品相关收入减少1562.8万元，故23Q1收入利润有所下滑。但是从单个月份来看，23年1-3月份公司分别实现营收0.1/0.4/0.7亿元，环比增长加速，呈现明显恢复趋势。业绩端方面，23Q1股份支付对归母净利润影响为3294.8万元。
- 22年业务营收大幅度增长，业绩符合预期：**(1)分行业来看：2022年生物医药领域实现营收5.9亿元(同比+51.3%)，占总营收83.6%，平板显示实现营收0.3亿元(同比-8.9%)，体外诊断实现营收0.7亿元(同比+365.5%)。(2)分产品来看：色谱填料和层析介质产品实现营收4.5亿元(同比+29.6%)，蛋白层析系统及配件实现营收0.8亿元(同比+1314.9%)，液相色谱柱及样品前处理产品实现营收0.5亿元(同比+44.5%)，IVD用核心微球产品实现营收0.7亿元(同比365.5%)，光电领域用微球产品实现营收0.3亿元(同比-8.9%)，分离纯化技术服务实现营收0.1亿元(同比+226.0%)。22年公司毛利率和净利率分别为78.6%和39.2%，同比有所下降，毛利率下降主要系较低毛利率的赛谱仪器纳入合并范围以及公司产品销售结构变化所致，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为14.2%、13.5%和-0.2%，管理费用率和财务费用率有所上升。
- 客户、项目数量持续增加，临床后期项目有望加快业绩增长：**2022年公司色谱填料和层析介质产品销售的客户数量为611家，较上年增加111家。2022年公司应用于药企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2.6亿元，占22年收入的58.41%(同比+11%)。2022全年色谱填料和层析介质导入共有约928个项目应用，其中III期及商业化项目共计93个，公司拥有丰富的临床III期及商业化项目，看好后续成长空间。分产品来看抗体项目330个，多肽/寡核苷酸176个，疫苗143个，抗生素88个。



- 盈利预测及投资建议。**考虑到目前填料领域国产率较低，国产替代是大势所趋，公司作为国产填料龙头，随着疫后复苏以及下游经济的好转、前期开发项目的不断推进，公司项目数的持续增加，我们看好公司长期成长空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.5/5.0/6.5 亿元，对应当前股价 PE 49/34/26 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；产品销售不及预期；政策超预期的风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	403.17	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流通 A 股(百万股):	201.72	营业收入(百万元)	446	706	987	1,361	1,797
52 周内股价区间(元):	41.92-83.10	(+/-)YOY(%)	117.7%	58.1%	39.8%	37.9%	32.0%
总市值(百万元):	16,900.96	净利润(百万元)	188	275	350	504	648
总资产(百万元):	2,026.60	(+/-)YOY(%)	158.7%	46.3%	27.1%	44.2%	28.6%
每股净资产(元):	3.95	全面摊薄 EPS(元)	0.50	0.69	0.86	1.24	1.60
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	83.9%	78.6%	80.5%	80.8%	81.1%
		净资产收益率(%)	18.0%	17.8%	18.4%	21.0%	21.2%

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

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.86	1.24	1.60
每股净资产	3.83	4.67	5.91	7.51
每股经营现金流	0.28	1.30	1.21	1.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	75.58	48.68	33.76	26.26
P/B	13.50	8.98	7.09	5.58
P/S	23.94	17.26	12.51	9.48
EV/EBITDA	75.78	38.11	25.95	19.67
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	78.6%	80.5%	80.8%	81.1%
净利润率	39.0%	35.4%	37.1%	36.1%
净资产收益率	17.8%	18.4%	21.0%	21.2%
资产回报率	14.1%	13.6%	15.4%	15.6%
投资回报率	12.4%	15.8%	18.4%	18.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	58.1%	39.8%	37.9%	32.0%
EBIT 增长率	20.7%	65.6%	46.5%	29.0%
净利润增长率	46.3%	27.1%	44.2%	28.6%
偿债能力指标				
资产负债率	19.1%	24.8%	25.2%	25.0%
流动比率	4.7	3.5	3.7	3.9
速动比率	3.5	2.6	2.8	3.1
现金比率	1.3	1.6	1.9	2.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	119.3	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	534.2	650.0	650.0	650.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	2.4	3.2	4.3	5.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	275	350	504	648
少数股东损益	2	1	2	3
非现金支出	46	53	65	77
非经营收益	-71	11	12	14
营运资金变动	-140	111	-93	-111
经营活动现金流	112	527	491	630
资产	-155	-59	-75	-91
投资	-118	-30	-20	-20
其他	-234	-6	-5	-4
投资活动现金流	-507	-95	-100	-115
债权募资	109	35	45	50
股权募资	195	0	0	0
其他	-36	-16	-19	-23
融资活动现金流	268	19	26	27
现金净流量	-125	451	417	543

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 4 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	706	987	1,361	1,797
营业成本	151	193	262	340
毛利率%	78.6%	80.5%	80.8%	81.1%
营业税金及附加	8	16	23	32
营业税金率%	1.2%	1.6%	1.7%	1.8%
营业费用	100	124	150	207
营业费用率%	14.2%	12.6%	11.0%	11.5%
管理费用	96	131	164	219
管理费用率%	13.5%	13.2%	12.0%	12.2%
研发费用	117	128	184	252
研发费用率%	16.6%	13.0%	13.5%	14.0%
EBIT	238	395	579	747
财务费用	-1	-8	-5	-2
财务费用率%	-0.1%	-0.9%	-0.3%	-0.1%
资产减值损失	-3	-10	-15	-19
投资收益	67	5	7	9
营业利润	306	413	596	766
营业外收支	1	-0	-0	-0
利润总额	307	413	596	766
EBITDA	274	433	622	796
所得税	30	62	89	115
有效所得税率%	9.9%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	2	1	2	3
归属母公司所有者净利润	275	350	504	648

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	251	702	1,119	1,662
应收账款及应收票据	248	246	339	448
存货	221	338	458	596
其它流动资产	183	198	214	232
流动资产合计	903	1,484	2,131	2,937
长期股权投资	11	21	31	41
固定资产	299	306	318	335
在建工程	37	30	28	30
无形资产	52	55	60	65
非流动资产合计	1,050	1,092	1,145	1,210
资产总计	1,953	2,576	3,276	4,148
短期借款	15	20	30	40
应付票据及应付账款	34	83	113	147
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	142	324	436	563
流动负债合计	191	427	579	751
长期借款	121	131	141	151
其它长期负债	61	81	106	136
非流动负债合计	182	212	247	287
负债总计	373	639	826	1,038
实收资本	403	406	406	406
普通股股东权益	1,546	1,897	2,402	3,052
少数股东权益	34	34	35	37
负债和所有者权益合计	1,953	2,571	3,264	4,127

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

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。

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；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。