

采纳股份 (301122.SZ)

医疗器械板块引领增长，静待产能投放

公司发布 2022 年报：2022 年实现收入 4.65 亿元，同比+5.3%；归母净利润 1.62 亿元，同比+23.9%；扣非归母净利润 1.39 亿元，同比+10.9%。公司在医用器械领域持续保持良好增长，费用率方面保持稳定。

- 持续布局医疗器械，驱动利润端稳定增长。公司 2022 年毛利率略有下降，费用率保持稳定，医疗器械产品领域的布局持续驱动利润端的增长。
 - 医疗器械实现收入 2.63 亿元，同比+24.1%，毛利率下降预计系受客户需求影响导致产品结构变化所致。美国是全球最大市场，一次性耗材销售额占比达 40%。公司持续获得海外批文，现有 FDA 批文 26 项（较 2022Q3 新增 2 项，另有 4 项处于申报阶段），CE 认证 28 项，国内处于领先地位。
 - 动物器械实现收入 1.58 亿元，同比+1.8%。欧美地区畜牧集约化程度高，宠物诊疗需求大，诊疗、检测设备及技术成熟，使行业集中度较高，随着国内畜牧业规模化程度和宠物诊疗需求的提升，国内动物器械市场规模有望快速提升，由于疫苗注射是刚需，配套的动物器械产品需求将同量增长。
 - 实验室耗材实现收入 4085 万元，同比-45.4%，主要系疫情相关的病毒采样管需求回落所致，由于该产品具有较高的毛利率，实验室耗材业务毛利率亦有所下降。随着国家对生物实验室耗材行业重视程度和进口替代需求的日益提升，国产品牌有望打破外资的主导地位，市场份额有望提升。
- 产能建设提升产品质量与效率，质控优势确立公司领先地位。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达到 4 万多平米。澄鹿路二期厂房预计将于 2023 年完工并分批投产使用，布局的产品线涵盖了安全胰岛素笔针、安全采血针、预灌装注射器等安全系列产品，建设完成后将有效提升公司的生产质量与效率。公司全资子公司采纳检验已取得 CNAS 认证和 CMA 认定，检测能力覆盖了产品全部常规控制指标，确保公司处于行业内较为领先的地位。
- 研发致力于丰富产品矩阵的同时提升生产效率。公司坚定走在行业研发创新前沿，设立了以企业技术中心为核心，面向市场需求的研发体系。现有研发人员 98 人，同比+18.1%。研发人员的增加推动了包含新品研发与工艺改进的 10 项在研项目。新品研发着力于扩展产品线，提高产品竞争力，工艺改进进一步提升生产效率。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们依旧看好公司以高质量客户为核心的发展战略，持续强化公司在生产制造、产品研发、客户服务等方面的优势，做深、做广高质量客户共同成长。我们预测公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.03/2.73/3.69 亿元，EPS 分别为 2.16/2.91/3.93 元，对应 PE 分别为 24/18/13X。维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：产能扩张不及预期风险，业务拓展不及预期风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	442	465	661	923	1208
同比增长	-12%	5%	42%	40%	31%
营业利润(百万元)	152	180	226	306	416
同比增长	-7%	18%	25%	36%	36%
归母净利润(百万元)	131	162	203	273	369
同比增长	-5%	24%	25%	35%	35%
每股收益(元)	1.39	1.72	2.16	2.91	3.93
PE	36.6	29.5	23.6	17.5	12.9
PB	9.4	2.8	2.5	2.3	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/医药生物
目标估值：NA
当前股价：50.85 元

基础数据

总股本（万股）	9404
已上市流通股（万股）	2667
总市值（亿元）	48
流通市值（亿元）	14
每股净资产（MRQ）	18.5
ROE（TTM）	9.3
资产负债率	5.8%
主要股东	陆军
主要股东持股比例	28.29%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-15	-26
相对表现	-10	-25	-26



相关报告

- 《采纳股份 (301122) —Q3 短期承压不改公司竞争力，海外 BD 有望扩充新订单》2022-10-26
- 《采纳股份 (301122) —医用产品占比持续提升，继续看好公司制造服务优势》2022-08-25
- 《采纳股份 (301122) —收入端超预期，利润端增速有望 Q2 迎来拐点》2022-04-25

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

黄萍实 S1090522040003

huangpingshi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	323	1395	1501	1705	2007
现金	129	356	432	567	797
交易性投资	45	892	892	892	892
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	62	66	72	100	131
其它应收款	4	2	3	4	5
存货	69	65	82	114	145
其他	13	14	20	28	37
非流动资产	290	448	537	592	622
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	218	223	315	375	408
无形资产商誉	43	42	38	34	31
其他	29	183	183	183	183
资产总计	613	1843	2038	2297	2629
流动负债	98	99	133	180	225
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	65	76	108	150	191
预收账款	18	7	10	14	18
其他	15	15	15	15	15
长期负债	5	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	8	8	8	8
负债合计	102	107	141	188	233
股本	71	94	94	94	94
资本公积金	132	1206	1206	1206	1206
留存收益	308	437	597	809	1097
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	510	1736	1897	2109	2397
负债及权益合计	613	1843	2038	2297	2629

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	160	139	222	272	368
净利润	131	162	203	273	369
折旧摊销	21	28	31	41	48
财务费用	3	(18)	(3)	(4)	(5)
投资收益	(0)	(8)	(21)	(19)	(20)
营运资金变动	5	(30)	1	(36)	(40)
其它	0	4	11	17	16
投资活动现金流	(133)	(992)	(105)	(81)	(61)
资本支出	(97)	(165)	(126)	(101)	(81)
其他投资	(35)	(827)	21	19	20
筹资活动现金流	(22)	1067	(40)	(57)	(77)
借款变动	(21)	(33)	(0)	0	0
普通股增加	0	24	0	0	0
资本公积增加	0	1074	0	0	0
股利分配	0	(25)	(42)	(61)	(82)
其他	(1)	27	3	4	5
现金净增加额	5	214	77	134	231

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	442	465	661	923	1208
营业成本	248	276	389	542	690
营业税金及附加	3	4	5	8	10
营业费用	4	5	6	8	11
管理费用	20	27	32	44	58
研发费用	18	20	26	38	50
财务费用	2	(28)	(3)	(4)	(5)
资产减值损失	3	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	9	9	9	9
其他收益	2	2	4	3	4
投资收益	0	8	8	8	8
营业利润	152	180	226	306	416
营业外收入	0	5	5	5	5
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	152	184	230	311	420
所得税	21	22	27	37	51
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	131	162	203	273	369

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	-12%	5%	42%	40%	31%
营业利润	-7%	18%	25%	36%	36%
归母净利润	-5%	24%	25%	35%	35%
获利能力					
毛利率	43.9%	40.8%	41.1%	41.3%	42.9%
净利率	29.6%	34.8%	30.7%	29.6%	30.6%
ROE	29.4%	14.4%	11.2%	13.6%	16.4%
ROIC	29.2%	11.9%	10.7%	13.2%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	16.7%	5.8%	6.9%	8.2%	8.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.3	14.1	11.3	9.5	8.9
速动比率	2.6	13.4	10.7	8.8	8.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.4	0.3	0.4	0.5
存货周转率	4.5	4.1	5.3	5.5	5.3
应收账款周转率	7.5	7.3	9.6	10.8	10.5
应付账款周转率	4.5	3.9	4.2	4.2	4.0
每股资料(元)					
EPS	1.39	1.72	2.16	2.91	3.93
每股经营净现金	1.70	1.48	2.36	2.90	3.91
每股净资产	5.42	18.46	20.17	22.43	25.49
每股股利	0.26	0.45	0.65	0.87	1.18
估值比率					
PE	36.6	29.5	23.6	17.5	12.9
PB	9.4	2.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	25.9	25.2	17.7	13.1	9.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

黄萍实 生物医药行业研究助理（医疗器械）

史蒂文斯理工学院生物医学（医疗器械方向）工程硕士，2020年3月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。