

## 重视产品创新研发，23Q1 业绩呈复苏态势

## 纳微科技（688690.SH）2022 年报及 2023 年一季报点评

证券研究报告

2023 年 04 月 26 日

## 核心结论

**事件：**2022 年公司收入 7.06 亿元（+58.14%），2022 年归母净利 2.75 亿（+46.27%），扣非归母 1.97 亿（+14.46%）。22 年毛利率 78.62%（-5.27pct），净利率 39.22%（-2.75pct）；23Q1 收入 1.32 亿（-6.21%），归母 1236 万（-79.71%），扣非 599 万（-89.35%），23 年 1-3 月呈恢复态势，收入分别为 0.16/0.44/0.72 亿元，23Q1 股权摊销影响净利金额 3295 万，剔除股权费用 23Q1 归母净利 4531 万（-25.68%），扣非净利 3893 万（-30.79%）。

**分行业拆分：**生物医药收入 5.9 亿（+51.27%），占总营收 83.63%，毛利率 79.1%（-5.45pct），其中大分子亲和/离子介质收入 3.08 亿（+14.5%），小分子聚合物/硅胶收入 1.27 亿（+77.17%）；平板显示收入 3433 万（-8.9%），占总营收 4.86%，毛利率 78.5%（+0.02pct）；体外诊断收入 7354 万（+365.45%），占总营收 10.42%，毛利率 78.4%（-9.3pct），IVD 毛利率下滑主要源于新冠业务影响。

**公司项目及客户数量持续攀升，重视产品创新研发。**22 年色谱填料客户 611 家（+111）；22 年填料新增实现 928 个项目应用，占累计总项目 41.52%；22 年重点推出 Protein A “刚柔并济” EXE，超大离子孔径 50Q HC，mRNA 分离介质 dt20，超大孔道小粒径硅胶色谱等；研发完成两款新型核酸提取磁珠开发，开展碳微球新材料研发，第三方合作开发医美用微球；22 年常熟 40 吨/年琼脂糖+10 吨/年葡聚糖投料试生产阶段，22 年 5 月建设新研发中心大楼，预计 24H1 投入使用。

**盈利预测与评级：**预计 2023-2025 年公司实现收入 9.76/12.91/16.6 亿元，同比增长 38.3%/32.2%/28.6%；2023-2025 年公司实现归母净利 3.4/5.35/7.57 亿元，同比增长 23.6%/57.4%/41.4%，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品销售不及预期，市场竞争加剧等

## 核心数据

|            | 2021   | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 446    | 706   | 976   | 1,291 | 1,660 |
| 增长率        | 117.7% | 58.1% | 38.3% | 32.2% | 28.6% |
| 归母净利润（百万元） | 188    | 275   | 340   | 535   | 757   |
| 增长率        | 133.6% | 46.3% | 23.6% | 57.4% | 41.4% |
| 每股收益（EPS）  | 0.47   | 0.68  | 0.84  | 1.33  | 1.88  |
| 市盈率（P/E）   | 94.5   | 64.6  | 52.3  | 33.2  | 23.5  |
| 市净率（P/B）   | 16.9   | 11.5  | 9.4   | 7.3   | 5.6   |

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码

688690.SH

前次评级

买入

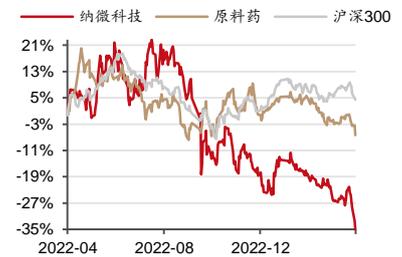
评级变动

维持

当前价格

44.1

近一年股价走势



分析师



李梦园 S0800523010001



limengyuan@research.xbmail.com.cn

相关研究

纳微科技：收入持续高速增长，自研创新加快产品迭代—纳微科技（688690.SH）2022 三季度点评 2022-10-27

纳微科技：国内领先微球供应商，2022Q1 业绩超预期—纳微科技（688690.SH）2022 年一季报点评 2022-04-25

纳微科技：填料业务商业化项目占比提升，持续受益于国产替代—纳微科技（688690.SH）2021 年年报点评 2022-03-16

## 索引

## 内容目录

|   |   |
|---|---|
| 一、 22 全年收入同比增长 58%，2023Q1 公司呈恢复态势 ..... | 3 |
| 二、 重视产品创新研发，公司项目及客户数量持续攀升 .....         | 4 |

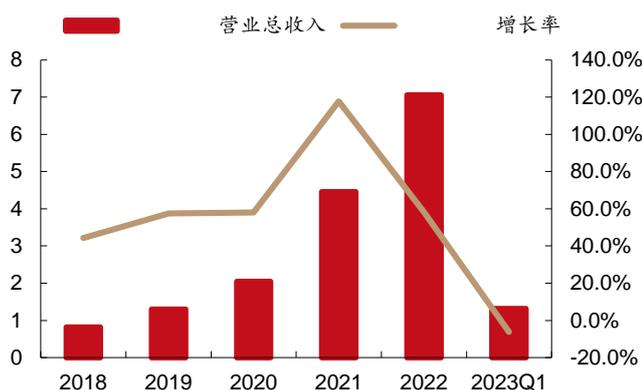
## 图表目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：2018-2023Q1 公司营收/亿元及 yoy .....   | 3 |
| 图 2：2018-2023Q1 公司归母净利/亿元及 yoy ..... | 3 |
| 图 3：2018-2023Q1 公司毛利率与净利率 .....      | 3 |
| 图 4：2018-2023Q1 公司费用率 .....          | 3 |
| 图 5：2022 年公司色谱填料和层析介质新增项目数量 .....    | 4 |
| 图 6：截至 22 年底公司色谱填料及层析介质累计项目数量 .....  | 4 |

## 一、22全年收入同比增长58%，2023Q1业绩呈恢复态势

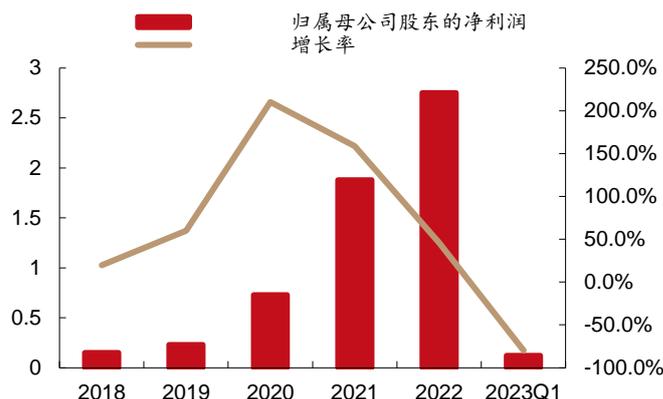
2022年公司收入7.06亿元(+58.14%)，2022年归母净利2.75亿(+46.27%)，扣非归母1.97亿(+14.46%)。22年毛利率78.62%(-5.27pct)，净利率39.22%(-2.75pct)；23Q1收入1.32亿(-6.21%)，归母1236万(-79.71%)，扣非599万(-89.35%)，23年1-3月呈恢复态势，收入分别为0.16/0.44/0.72亿元，23Q1股权摊销影响净利金额3295万，剔除股权费用23Q1归母净利4531万(-25.68%)，扣非净利3893万(-30.79%)。

图 1：2018-2023Q1 公司营收/亿元及 yoy



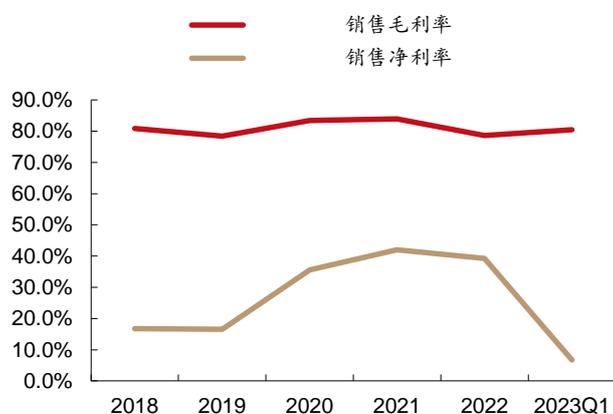
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 2：2018-2023Q1 公司归母净利/亿元及 yoy



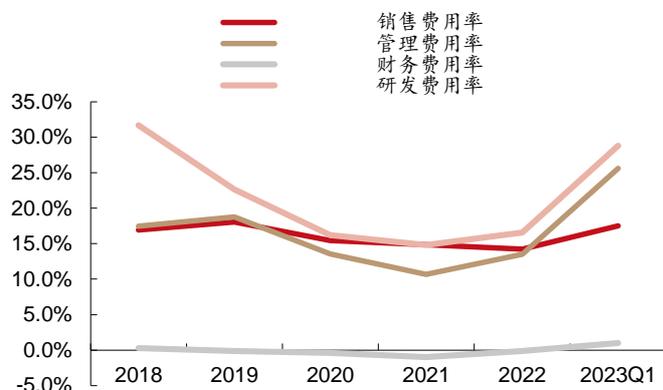
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 3：2018-2023Q1 公司毛利率与净利率



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 4：2018-2023Q1 公司费用率



资料来源：wind，西部证券研发中心

分业务来看，生物医药收入5.9亿(+51.27%)，占总营收83.63%，毛利率79.1%(-5.45pct)，其中大分子亲和/离子介质收入3.08亿(+14.5%)，小分子聚合物/硅胶收入1.27亿(+77.17%)；平板显示收入3433万(-8.9%)，占总营收4.86%，毛利率78.5%(+0.02pct)；体外诊断收入7354万(+365.45%)，占总营收10.42%，毛利率78.4%(-9.3pct)，IVD毛利率下滑主要源于新冠业务影响。

海内外收入拆分：国内为主22年收入6.66亿(+54.93%)，占总营收94.36%，毛利率78.9%(-5.12pct)；海外22年收入0.32亿(+133.64%)，占总营收4.53%，毛利率80.3%(-6.66pct)，海外现金收购美国RILAS，加速产品进入北美市场。

## 二、重视产品创新研发，公司项目及客户数量持续攀升

公司项目及客户数量持续攀升，重视产品创新研发。22年色谱填料客户611家(+111)；22年填料新增实现928个项目应用，占累计总项目41.52%；22年重点推出Protein A“刚柔并济”EXE，超大离子孔径50Q HC，mRNA分离介质dt20，超大孔道小粒径硅胶色谱等；研发完成两款新型核酸提取磁珠开发，开展碳微球新材料研发，第三方合作开发医美用微球；22年常熟40吨/年琼脂糖+10吨/年葡聚糖投料试生产阶段，22年5月建设新研发中心大楼，预计24H1投入使用。

图 5：2022 年公司色谱填料和层析介质新增项目数量

| 项目类别       | 研究阶段 | 临床 I 期 | 临床 II 期 | 临床 III 期 | 商业化 | 总计  |
|------------|------|--------|---------|----------|-----|-----|
| 抗体         | 250  | 43     | 20      | 17       |     | 330 |
| 疫苗（包含重组蛋白） | 130  | 5      |         | 6        | 2   | 143 |
| 血液制品       | 5    | 1      |         |          |     | 6   |
| 酶          | 41   | 3      |         |          |     | 44  |
| CGT        | 68   | 5      |         |          |     | 73  |
| 胰岛素        | 12   | 1      | 3       | 3        | 5   | 24  |
| 多肽/寡核苷酸    | 118  | 18     | 5       | 8        | 27  | 176 |
| 抗生素        | 61   | 4      |         | 1        | 22  | 88  |
| 生长激素/干扰素   | 10   |        |         |          | 1   | 11  |
| 糖类         | 4    |        |         |          |     | 4   |
| 天然产物       | 23   |        |         |          |     | 23  |
| 造影剂        | 5    |        |         |          | 1   | 6   |
| 总计         | 727  | 80     | 28      | 35       | 58  | 928 |

资料来源：公司年报，西部证券研发中心

图 6：截至 22 年底公司色谱填料及层析介质累计项目数量

| 项目类别       | 研究阶段 | 临床 I 期 | 临床 II 期 | 临床 III 期 | 商业化 | 总计   |
|------------|------|--------|---------|----------|-----|------|
| 抗体         | 530  | 116    | 37      | 35       | 1   | 719  |
| 疫苗（包含重组蛋白） | 258  | 16     | 3       | 14       | 2   | 293  |
| 血液制品       | 26   | 5      | 2       | 1        |     | 34   |
| 酶          | 85   | 3      |         |          | 3   | 91   |
| CGT        | 124  | 8      | 1       |          |     | 133  |
| 胰岛素        | 38   | 4      | 10      | 14       | 17  | 83   |
| 多肽/寡核苷酸    | 294  | 48     | 6       | 20       | 78  | 446  |
| 抗生素        | 179  | 9      | 2       | 6        | 78  | 274  |
| 生长激素/干扰素   | 12   |        |         |          | 3   | 15   |
| 糖类         | 5    |        |         |          |     | 5    |
| 天然产物       | 110  |        |         |          | 8   | 118  |
| 造影剂        | 19   |        |         |          | 5   | 24   |
| 总计         | 1680 | 209    | 61      | 90       | 195 | 2235 |

资料来源：公司年报，西部证券研发中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |             |             |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                  | 2021        | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 现金及现金等价物         | 376          | 251          | 855          | 1,117        | 1,817        | 营业收入             | 446         | 706         | 976          | 1,291        | 1,660        |
| 应收款项             | 112          | 263          | 244          | 407          | 417          | 营业成本             | 72          | 151         | 195          | 252          | 315          |
| 存货净额             | 125          | 221          | 263          | 344          | 411          | 营业税金及附加          | 6           | 8           | 8            | 9            | 10           |
| 其他流动资产           | 41           | 168          | 62           | 82           | 100          | 销售费用             | 66          | 100         | 127          | 155          | 191          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>655</b>   | <b>903</b>   | <b>1,423</b> | <b>1,951</b> | <b>2,744</b> | 管理费用             | 114         | 213         | 275          | 306          | 321          |
| 固定资产及在建工程        | 237          | 336          | 384          | 428          | 467          | 财务费用             | -4          | -1          | 0            | -4           | -8           |
| 长期股权投资           | 27           | 11           | 20           | 19           | 17           | 其他费用/(-收入)       | -20         | -71         | -4           | -17          | -4           |
| 无形资产             | 16           | 52           | 51           | 50           | 49           | <b>营业利润</b>      | <b>213</b>  | <b>306</b>  | <b>375</b>   | <b>591</b>   | <b>836</b>   |
| 其他非流动资产          | 344          | 651          | 446          | 541          | 559          | 营业外净收支           | -0          | 1           | 1            | 1            | 1            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>625</b>   | <b>1,050</b> | <b>901</b>   | <b>1,039</b> | <b>1,093</b> | <b>利润总额</b>      | <b>213</b>  | <b>307</b>  | <b>376</b>   | <b>592</b>   | <b>837</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,280</b> | <b>1,953</b> | <b>2,324</b> | <b>2,990</b> | <b>3,837</b> | 所得税费用            | 25          | 30          | 34           | 53           | 75           |
| 短期借款             | 15           | 15           | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>       | <b>187</b>  | <b>277</b>  | <b>342</b>   | <b>539</b>   | <b>761</b>   |
| 应付款项             | 148          | 160          | 197          | 269          | 294          | 少数股东损益           | -1          | 2           | 2            | 3            | 5            |
| 其他流动负债           | 8            | 16           | 10           | 11           | 12           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>188</b>  | <b>275</b>  | <b>340</b>   | <b>535</b>   | <b>757</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>171</b>   | <b>191</b>   | <b>207</b>   | <b>280</b>   | <b>306</b>   |                  |             |             |              |              |              |
| 长期借款及应付债券        | 10           | 121          | 145          | 193          | 254          | <b>财务指标</b>      | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 其他长期负债           | 53           | 61           | 50           | 56           | 55           | <b>盈利能力</b>      |             |             |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>63</b>    | <b>182</b>   | <b>195</b>   | <b>249</b>   | <b>309</b>   | ROE              | 23.8%       | 21.3%       | 19.8%        | 24.9%        | 27.0%        |
| <b>负债合计</b>      | <b>234</b>   | <b>373</b>   | <b>402</b>   | <b>529</b>   | <b>615</b>   | 毛利率              | 83.9%       | 78.6%       | 80.0%        | 80.5%        | 81.0%        |
| 股本               | 400          | 403          | 403          | 403          | 403          | 营业利润率            | 47.7%       | 43.4%       | 38.4%        | 45.8%        | 50.3%        |
| 股东权益             | 1,045        | 1,580        | 1,922        | 2,461        | 3,222        | 销售净利率            | 42.0%       | 39.2%       | 35.1%        | 41.7%        | 45.9%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1,280</b> | <b>1,953</b> | <b>2,324</b> | <b>2,990</b> | <b>3,837</b> | <b>成长能力</b>      |             |             |              |              |              |
|                  |              |              |              |              |              | 营业收入增长率          | 117.7%      | 58.1%       | 38.3%        | 32.2%        | 28.6%        |
|                  |              |              |              |              |              | 营业利润增长率          | 131.7%      | 43.8%       | 22.4%        | 57.6%        | 41.5%        |
|                  |              |              |              |              |              | 归母净利润增长率         | 133.6%      | 46.3%       | 23.6%        | 57.4%        | 41.4%        |
|                  |              |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |             |             |              |              |              |
|                  |              |              |              |              |              | 资产负债率            | 18.3%       | 19.1%       | 17.3%        | 17.7%        | 16.0%        |
|                  |              |              |              |              |              | 流动比              | 3.83        | 4.74        | 6.87         | 6.96         | 8.96         |
|                  |              |              |              |              |              | 速动比              | 3.10        | 3.58        | 5.60         | 5.73         | 7.62         |
|                  |              |              |              |              |              | <b>每股指标与估值</b>   | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
|                  |              |              |              |              |              | <b>每股指标</b>      |             |             |              |              |              |
|                  |              |              |              |              |              | EPS              | 0.47        | 0.68        | 0.84         | 1.33         | 1.88         |
|                  |              |              |              |              |              | BVPS             | 2.59        | 3.83        | 4.68         | 6.01         | 7.88         |
|                  |              |              |              |              |              | <b>估值</b>        |             |             |              |              |              |
|                  |              |              |              |              |              | P/E              | 94.5        | 64.6        | 52.3         | 33.2         | 23.5         |
|                  |              |              |              |              |              | P/B              | 16.9        | 11.5        | 9.4          | 7.3          | 5.6          |
|                  |              |              |              |              |              | P/S              | 39.8        | 25.2        | 18.2         | 13.8         | 10.7         |

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 行业评级 | <b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上        |
|      | <b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间 |
|      | <b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上        |
| 公司评级 | <b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上        |
|      | <b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间    |
|      | <b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%  |
|      | <b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%         |

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。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 联系地址

**联系地址:** 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

**联系电话:** 021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。