

义翘神州 (301047.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2022 年 10 月 25 日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 92.82

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

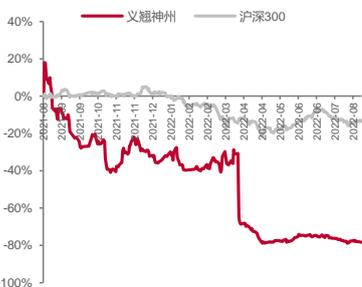
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,596	965	614	702	940
增长率 yoy%	783%	-40%	-36%	14%	34%
净利润 (百万元)	1,128	720	372	391	486
增长率 yoy%	2997%	-36%	-48%	5%	24%
每股收益 (元)	8.73	5.57	2.88	3.03	3.76
每股现金流量	8.46	4.97	2.92	3.43	4.65
净资产收益率	87%	11%	5%	5%	6%
P/E	10.6	16.7	32.2	30.7	24.7
P/B	9.2	1.8	1.7	1.6	1.5

备注: 股价信息截止至 2022 年 10 月 25 日

基本状况

总股本(百万股)	129
流通股本(百万股)	58
市价(元)	92.82
市值(百万元)	11,992
流通市值(百万元)	5,427

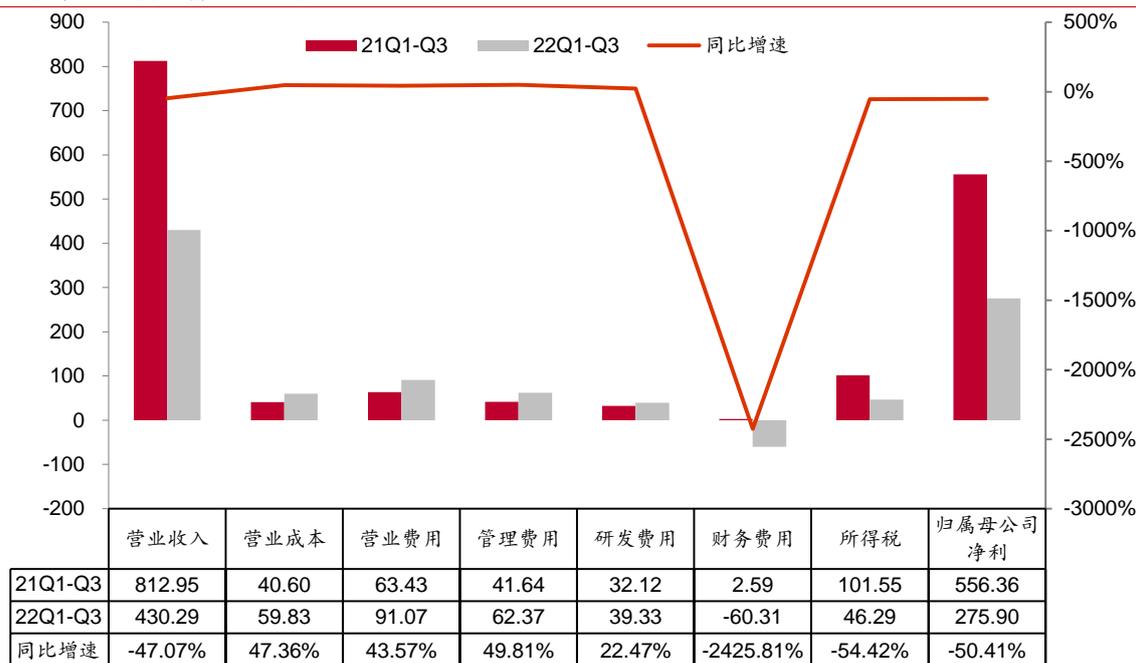
股价与行业-市场走势对比

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

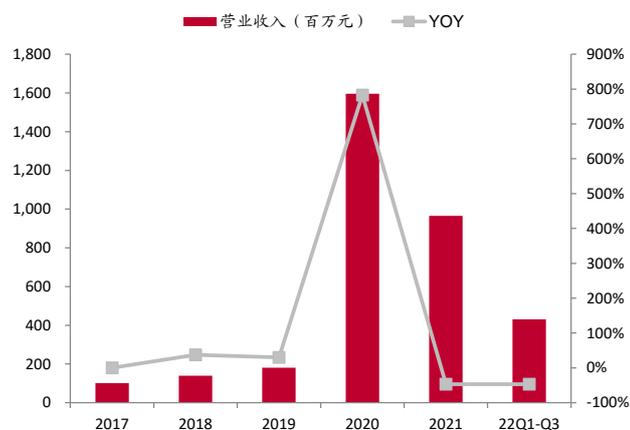
- **事件: 公司发布 2022 年三季报, 2022 年前三季度公司实现营业收入 4.30 亿元, 同比下降 47.07%; 实现归母净利润 2.76 亿元, 同比下降 50.41%; 实现扣非归母净利润 1.94 亿元, 同比下降 62.72%。**
- **单 Q3 常规收入占比达 84%, 公司有望进入常态化增长阶段: 公司 2022 年单三季度实现营业收入 1.31 亿元, 同比下降 26.52%; 实现归母净利润 0.84 亿元, 同比下降 26.38%; 实现扣非归母净利润 0.41 亿元, 同比下降 58.31%。其中常规业务公司营收 1.11 亿元, 同比增长 18.06%, 新冠业务大约 0.2 亿元, 同比有所下滑。单季度新冠收入下降主要因全球疫情变化、防控政策调整等因素导致的订单需求减少, 同时公司常规业务仍然保持良好的增长趋势, 2022 年单三季度常规收入占比已经达到了 84%, 我们预计公司有望逐步进入常态化增长阶段, 迎来业绩拐点。**
- **常规业务稳定增长, CRO 服务表现亮眼。2022 年前三季度公司常规业务实现收入 3.02 亿元, 同比增长 12.59%, 新冠相关业务收入 1.28 亿元, 同比下降 76.46%。公司持续加大创新研发投入, 丰富产品组合, 在保持重组蛋白领先地位的同时重点发展 CRO 板块, 抗体开发、病毒清除验证、细胞库检测等业务的服务成功率和客户满意度不断提升, 业绩实现快速增长, 22Q1-Q3 公司累计交付 CRO 服务收入 0.77 亿元, 同比增长 30.52%, 未来有望成为公司常规业务的重要增长动力。**
- **高毛利新冠产品自然减少, 影响短期盈利能力。新冠产品的需求下滑导致费用摊薄效应减弱, 同时公司持续加大广告营销、产品研发投入, 对当期费用率造成一定影响; 财务费用则因利息收入、汇率变动等原因持续下降。2022Q1-Q3 公司销售费用率 21.16%, 同比提升 13.36pp, 管理费用率 14.50%, 同比提升 9.37pp, 财务费用率 -14.02%, 同比下降 14.34pp; 研发费用率 9.14%, 同比提升 5.19pp; 22Q1-Q3 公司毛利率 86.10%, 同比下降 8.91pp, 净利率 64.12%, 同比下降 4.32pp。**
- **苏州、泰州子公司快速推进, 有望为 CRO、培养基等业绩增长提供充足动能。公司子公司建设进展顺利, 目前苏州子公司已完成装修验收, 已进入实验室设备调试验证阶段; 泰州子公司已经完成一期实验室主要装修, 开始实验室试运营, 二期车间正在建设当中。我们预计相关子公司有望 2023 年陆续开始正式运营, 泰州子公司有望逐步实现培养基等新品的规模化生产, 苏州子公司有望为南方药企客户提供就近支撑服务, 加速 CRO 板块业绩释放。**
- **盈利预测与投资建议: 根据三季报数据, 我们调整盈利预测, 预计新冠业务需求或随疫情缓解逐渐下降, 子公司建设完成有望带动细胞培养及等新业务占比提升, 预计 2022-2024 年公司收入 6.14、7.02、9.40 亿元 (调整前 7.17、7.86、10.33 亿元), 同比增长 -36%、14%、31%, 归母净利润 3.72、3.91、4.86 亿元 (调整前 4.19、3.97、4.56 亿元), 同比增长 -48%、5%、24%, 对应 EPS 为 2.88、3.03、3.76。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速增长态势, 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, 疫情病毒相关产品销售不确定性较高可能导致业绩下滑风险。**

图表 1: 义翘神州主要财务指标变化 (百万元)



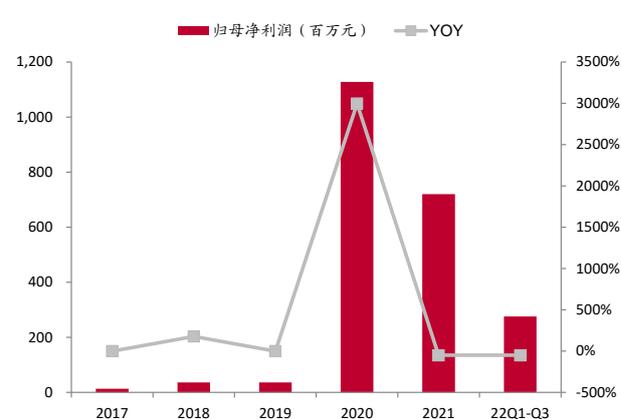
来源: wind, 中泰证券研究所

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)



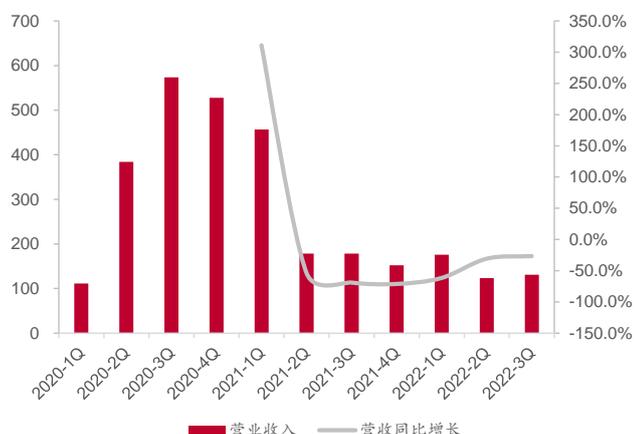
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 义翘神州分季度财务数据 (百万元)

	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q
营业收入	111.05	384.12	573.37	527.76	456.59	178.11	178.25	152.32	175.85	123.46	130.98
营收同比增长					311.16%	-53.63%	-68.91%	-71.14%	-61.49%	-30.68%	-26.52%
营收环比增长		245.90%	49.27%	-7.95%	-13.49%	-60.99%	0.08%	-14.55%	15.45%	-29.79%	6.09%
营业成本	10.99	10.36	15.45	12.99	14.47	13.26	12.87	17.64	17.85	17.88	24.1
营业费用	11.60	29.08	30.13	22.25	20.26	21.41	21.76	18.02	29.15	27.68	34.24
管理费用	10.89	9.86	11.15	14.29	12.56	12.06	17.02	18.39	18.39	20.1	23.89
财务费用	-1.40	0.21	14.79	22.37	1.71	3.18	-2.30	-6.38	-13.02	-26.19	-21.11
营业利润	71.72	319.44	487.79	436.26	398.80	129.95	129.66	183.26	134.56	89.24	98.36
利润总额	73.12	319.44	487.78	432.76	398.30	129.95	129.66	187.54	657.91	89.24	98.39
所得税	8.98	48.91	71.86	55.75	66.09	19.51	15.95	23.89	20.31	11.3	14.68
归母净利润	64.14	270.53	415.92	377.01	332.21	110.44	113.71	163.65	114.25	77.95	83.71
归母净利润同比					417.95%	-59.18%	-72.66%	-56.59%	-65.61%	-29.42%	-26.38%

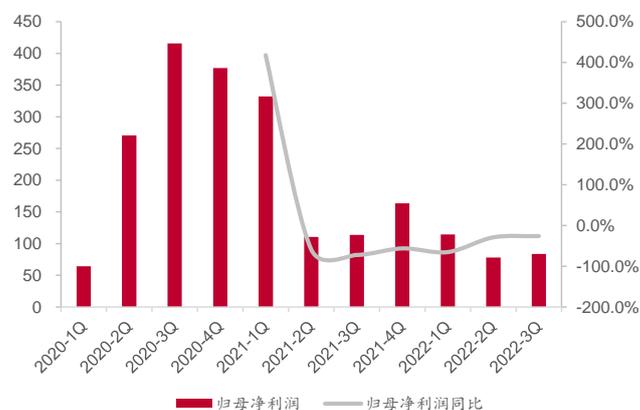
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 义翘神州分季度营业收入变化 (百万元)



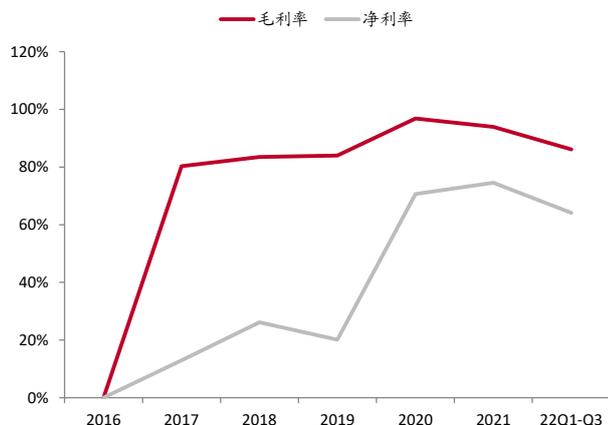
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 义翘神州分季度归母净利润变化 (百万元)



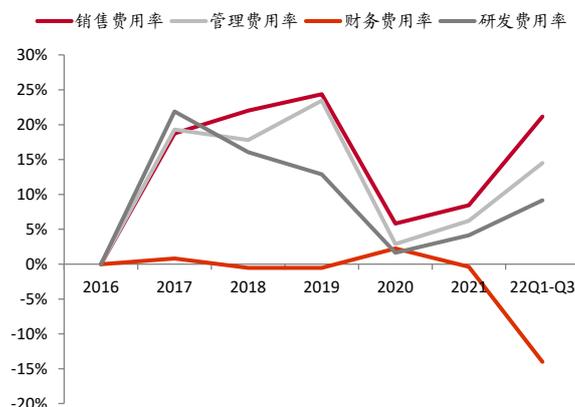
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 义翘神州盈利能力变化情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 义翘神州期间费用率变化情况 (%)



来源: wind, 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。
- 疫情病毒相关产品销售不确定性较高可能导致业绩下滑风险。

图表 9: 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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,872	2,973	3,137	3,501	营业收入	965	614	702	940
应收票据	1	0	0	0	营业成本	58	104	107	150
应收账款	153	93	100	132	税金及附加	13	9	11	15
预付账款	17	2	2	2	销售费用	81	52	70	94
存货	25	38	33	49	管理费用	60	43	77	103
合同资产	0	0	0	0	研发费用	40	26	42	56
其他流动资产	3,651	3,645	3,646	3,649	财务费用	-4	-61	-58	-40
流动资产合计	6,719	6,776	6,941	7,361	信用减值损失	-5	-10	-3	-4
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-11	-6	-3	-1
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	34	6	6	6
固定资产	59	456	826	1,173	投资收益	40	4	4	4
在建工程	0	100	100	0	其他收益	67	1	1	1
无形资产	1	2	2	3	营业利润	842	436	458	568
其他非流动资产	111	115	119	122	营业外收入	4	2	2	2
非流动资产合计	171	673	1,046	1,298	营业外支出	1	4	4	4
资产合计	6,890	7,448	7,987	8,659	利润总额	845	434	456	566
短期借款	0	97	226	335	所得税	125	62	65	80
应付票据	0	0	0	0	净利润	720	372	391	486
应付账款	13	31	32	46	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	6	6	4	归属母公司净利润	720	372	391	486
合同负债	14	11	13	17	NOPLAT	717	320	342	451
其他应付款	2	2	2	2	EPS (按最新股本摊薄)	5.57	2.88	3.03	3.76
一年内到期的非流动负债	20	20	20	20					
其他流动负债	49	45	67	88					
流动负债合计	98	223	378	528					
长期借款	0	50	50	130					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	40	40	40	40					
非流动负债合计	40	90	90	170					
负债合计	138	312	468	698					
归属母公司所有者权益	6,752	7,089	7,467	7,939					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	6,752	7,089	7,467	7,939					
负债和股东权益	6,890	7,448	7,987	8,659					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	643	412	458	576
现金收益	739	327	437	632
存货影响	-11	-13	5	-16
经营性应收影响	43	83	-5	-31
经营性应付影响	1	24	1	12
其他影响	-129	-38	9	12
投资活动现金流	-2,549	-506	-467	-427
资本支出	-30	-513	-473	-434
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-2,519	7	6	7
融资活动现金流	4,712	194	174	215
借款增加	20	147	129	189
股利及利息支付	0	-10	-16	-24
股东融资	4,741	0	0	0
其他影响	-49	57	61	50

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	-39.5%	-36.4%	14.4%	34.0%
EBIT增长率	-37.6%	-55.7%	6.7%	32.1%
归母公司净利润增长率	-36.1%	-48.3%	5.0%	24.1%
获利能力				
毛利率	94.0%	83.0%	84.8%	84.0%
净利率	74.6%	60.7%	55.7%	51.6%
ROE	10.7%	5.3%	5.2%	6.1%
ROIC	27.3%	11.9%	9.9%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	2.0%	4.2%	5.9%	8.1%
债务权益比	0.9%	2.9%	4.5%	6.6%
流动比率	68.3	30.4	18.4	13.9
速动比率	68.1	30.2	18.2	13.8
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	65	72	49	44
应付账款周转天数	80	77	107	94
存货周转天数	121	108	120	99
每股指标 (元)				
每股收益	5.57	2.88	3.03	3.76
每股经营现金流	4.98	3.19	3.54	4.46
每股净资产	52.26	54.87	57.79	61.45
估值比率				
P/E	17	32	31	25
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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。