

# 纳微科技 (688690)

证券研究报告

2023年05月04日

## 销售收入逐月回升，研发迭代与产能建设共促长期增长

### 事件概要

2022年公司营业收入7.06亿元(yoy+58.14%)，归母净利润2.75亿元(yoy+46.27%)，实现扣非归母净利润1.97亿元(yoy+14.46%)，调整收购赛谱仪器带来的投资收益5154万元、以及股份支付费用6237万元，经调整归母净利润2.86亿元(yoy+44.48%)。1Q23实现营业收入1.32亿元(yoy-6.21%)，归母净利润12.36百万元(yoy-79.71%)，扣非归母净利润5.99百万元(yoy-89.35%)，调整股份支付费用3295万元，经调整归母净利润45.31百万元(yoy-25.68%)。

### 投资要点

#### ■ 销售收入逐月回升，股份支付影响短期盈利

1Q23受外部不利因素影响，1月到3月收入分别为1.6、4.4、7.2千万元，收入逐月显著恢复；毛利率80.46%(yoy-3.27pp)，净利率6.69%(yoy-37.21pp)，净利润率下滑主要由于股权激励费用增加，以及收入规模下滑带来的规模效应下降，销售费用率17.51%(yoy+3.99pp)，管理费用率25.62%(yoy+14.48pp)，研发费用率28.83%(yoy+17.42pp)。2022年净利率39.22%(yoy-2.75pp)，毛利率78.62%(yoy-5.27pp)，主要基于收购的赛谱仪器毛利率水平偏低，股票激励费用和员工薪酬增加，以及增加研发投入所致。

#### ■ 后端业务占比快速提升，产品应用领域不断拓宽

2022年公司生物医药板块实现营收5.90亿元(yoy+51.27%)，占比83.63%，其中色谱填料和层析介质营收4.52亿元(yoy+29.58%)，占比64.02%。按应用领域拆分，大分子药物实现收入3.08亿元(yoy+14.50%)；小分子药物抗生素、造影剂、胰岛素等填料应用持续放量，实现收入1.27亿元(yoy+77.17%)。按项目数量拆分，2022年公司应用项目共928个，占累计应用项目总数41.52%，从项目阶段来看，三期项目35个，商业化项目58个，三期和商业化项目收入占比超58.41%，较上年提升11pp。

#### ■ 逐步搭建业务一体化模式，研发迭代与产能建设共促长期增长

公司在2022先后收购赛谱仪器、RILAS和英菲尼，收购RILAS有助于公司产品加速渗透进入北美市场；收购赛谱仪器布局纯化层析系统，整合双方客户/渠道资源，业务一体化模式初现优势。基础设施建设方面，公司常熟40吨/年琼脂糖微球及10吨/年葡聚糖微球改造项目已处于试生产阶段，研发中心大楼计划于2024年初投产，拟在浙江嘉兴新建“年产600吨生物层析介质和2吨手性药物分离纯化项目”。公司自主研发的亲层级析介质UniMab® EXE、离子交换层析介质NanoGel™-50Q HC，以及专用于mRNA分离的亲层级析介质NanoGel dT20逐步推向市场。

### 盈利预测

考虑到全球投融资数据下滑带来的需求端减少，同时公司加大研发投入和人才储备力度，我们调整公司2023-2025年营业收入为9.82/13.26/17.62亿元(原2023-2024年为10.19/14.34亿元)；归母净利润为3.04/3.50/4.74亿元(原2023-2024年为4.40/6.31亿元)；对应EPS为0.75/0.87/1.18元/股(原2023-2024为1.10/1.58元/股)，维持“增持”评级。

**风险提示：**新产品推出不及预期风险；客户拓展不及预期风险；部分原材料向单一供应商采购风险；医药政策变化风险；产品质量控制风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	446.35	705.84	981.64	1,325.91	1,761.72
增长率(%)	117.74	58.14	39.07	35.07	32.87
EBITDA(百万元)	289.19	451.56	348.13	422.96	568.60
归属母公司净利润(百万元)	188.09	275.13	303.76	350.29	473.98
增长率(%)	158.75	46.27	10.41	15.32	35.31
EPS(元/股)	0.47	0.68	0.75	0.87	1.18
市盈率(P/E)	90.88	62.13	56.28	48.80	36.07
市净率(P/B)	16.40	11.06	10.83	8.97	7.24
市销率(P/S)	38.30	24.22	17.41	12.89	9.70
EV/EBITDA	107.95	44.60	46.63	38.92	27.95

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	42.4元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	403.17
流通A股股本(百万股)	201.72
A股总市值(百万元)	17,094.49
流通A股市值(百万元)	8,552.80
每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	19.87
一年内最高/最低(元)	84.85/39.22

### 作者

杨松 分析师  
SAC执业证书编号: S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《纳微科技-年报点评报告:把握国产替代趋势,商业化项目占比提升》2022-03-12
- 《纳微科技-公司点评:股权激励彰显发展信心,长期增长确定性强》2022-02-07
- 《纳微科技-季报点评:创新持续发力,业绩稳定攀升》2021-10-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	376.38	250.76	547.56	662.95	880.86
应收票据及应收账款	106.36	247.92	215.63	410.49	421.43
预付账款	4.47	7.48	11.86	13.07	19.21
存货	125.24	220.88	171.50	447.71	403.88
其他	32.35	164.10	67.57	92.96	108.00
<b>流动资产合计</b>	<b>644.80</b>	<b>891.14</b>	<b>1,014.12</b>	<b>1,627.18</b>	<b>1,833.39</b>
长期股权投资	27.38	11.18	11.18	11.18	11.18
固定资产	229.36	298.65	324.12	363.27	397.63
在建工程	7.91	37.20	58.32	82.99	79.80
无形资产	15.74	51.94	49.76	47.59	45.42
其他	344.16	651.13	438.92	525.53	533.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>624.54</b>	<b>1,050.10</b>	<b>882.30</b>	<b>1,030.57</b>	<b>1,067.88</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,279.53</b>	<b>1,952.90</b>	<b>1,903.71</b>	<b>2,667.46</b>	<b>2,910.82</b>
短期借款	15.02	15.01	0.00	363.69	117.11
应付票据及应付账款	31.09	33.84	134.33	96.23	208.23
其他	125.01	141.79	104.12	124.41	128.30
<b>流动负债合计</b>	<b>171.12</b>	<b>190.64</b>	<b>238.45</b>	<b>584.33</b>	<b>453.64</b>
长期借款	10.01	121.11	0.00	85.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	53.27	61.02	51.33	55.21	55.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>63.28</b>	<b>182.13</b>	<b>51.33</b>	<b>140.21</b>	<b>55.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>234.40</b>	<b>372.78</b>	<b>289.77</b>	<b>724.54</b>	<b>509.49</b>
少数股东权益	2.86	34.01	35.93	38.14	41.13
股本	400.15	403.17	403.17	403.17	403.17
资本公积	341.63	594.93	339.15	339.15	339.15
留存收益	642.13	1,142.15	1,174.83	1,501.60	1,957.02
其他	(341.64)	(594.15)	(339.15)	(339.15)	(339.15)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,045.13</b>	<b>1,580.12</b>	<b>1,613.93</b>	<b>1,942.92</b>	<b>2,401.33</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,279.53</b>	<b>1,952.90</b>	<b>1,903.71</b>	<b>2,667.46</b>	<b>2,910.82</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	187.34	276.86	303.76	350.29	473.98
折旧摊销	22.10	32.60	15.58	18.35	21.01
财务费用	(0.12)	2.19	0.47	0.71	0.91
投资损失	(10.76)	(66.98)	(1.50)	(1.50)	(1.50)
营运资金变动	(276.26)	(329.55)	351.54	(580.58)	137.36
其它	235.26	196.76	(87.13)	20.39	20.56
<b>经营活动现金流</b>	<b>157.56</b>	<b>111.89</b>	<b>582.72</b>	<b>(192.34)</b>	<b>652.32</b>
资本支出	35.04	291.52	69.70	76.12	49.35
长期投资	6.93	(16.20)	0.00	0.00	0.00
其他	(342.88)	(782.35)	54.28	(193.40)	(132.83)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(300.91)</b>	<b>(507.04)</b>	<b>123.98</b>	<b>(117.28)</b>	<b>(83.47)</b>
债权融资	26.89	139.22	1.65	450.89	119.42
股权融资	323.53	258.18	(257.04)	(0.71)	(0.91)
其他	(20.14)	(129.63)	(154.51)	(25.17)	(469.45)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>330.28</b>	<b>267.76</b>	<b>(409.90)</b>	<b>425.01</b>	<b>(350.94)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>186.94</b>	<b>(127.38)</b>	<b>296.80</b>	<b>115.39</b>	<b>217.91</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>446.35</b>	<b>705.84</b>	<b>981.64</b>	<b>1,325.91</b>	<b>1,761.72</b>
营业成本	71.89	150.93	201.80	276.67	365.36
营业税金及附加	6.39	8.16	14.14	23.08	30.66
销售费用	66.26	100.49	115.83	219.04	295.40
管理费用	47.54	95.50	112.90	198.24	258.13
研发费用	66.10	117.07	119.76	226.46	285.86
财务费用	(4.48)	(1.05)	0.47	0.71	0.91
资产/信用减值损失	(2.79)	(3.28)	(2.88)	(2.52)	(2.21)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(89.05)	18.18	17.57
投资净收益	10.76	66.98	1.50	1.50	1.50
其他	(28.20)	(135.15)	175.10	(39.35)	(38.13)
<b>营业利润</b>	<b>212.88</b>	<b>306.20</b>	<b>332.07</b>	<b>403.90</b>	<b>546.68</b>
营业外收入	0.40	1.27	4.00	1.57	1.81
营业外支出	0.45	0.27	0.16	0.30	0.24
<b>利润总额</b>	<b>212.83</b>	<b>307.20</b>	<b>335.91</b>	<b>405.17</b>	<b>548.25</b>
所得税	25.50	30.33	30.23	52.67	71.27
<b>净利润</b>	<b>187.34</b>	<b>276.86</b>	<b>305.68</b>	<b>352.50</b>	<b>476.97</b>
少数股东损益	(0.75)	1.74	1.92	2.21	2.99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>188.09</b>	<b>275.13</b>	<b>303.76</b>	<b>350.29</b>	<b>473.98</b>
每股收益(元)	0.47	0.68	0.75	0.87	1.18

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	117.74%	58.14%	39.07%	35.07%	32.87%
营业利润	153.29%	43.84%	8.45%	21.63%	35.35%
归属于母公司净利润	158.75%	46.27%	10.41%	15.32%	35.31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	83.89%	78.62%	79.44%	79.13%	79.26%
净利率	42.14%	38.98%	30.94%	26.42%	26.90%
ROE	18.05%	17.79%	19.25%	18.39%	20.08%
ROIC	64.72%	85.60%	37.25%	49.06%	37.42%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.32%	19.09%	15.22%	27.16%	17.50%
净负债率	-33.44%	-7.06%	-33.82%	-10.91%	-31.71%
流动比率	3.83	4.74	4.28	2.80	4.06
速动比率	3.10	3.58	3.56	2.04	3.17
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.32	3.98	4.24	4.24	4.24
存货周转率	5.01	4.08	5.00	4.28	4.14
总资产周转率	0.47	0.44	0.51	0.58	0.63
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.47	0.68	0.75	0.87	1.18
每股经营现金流	0.39	0.28	1.45	-0.48	1.62
每股净资产	2.59	3.83	3.91	4.72	5.85
<b>估值比率</b>					
市盈率	90.88	62.13	56.28	48.80	36.07
市净率	16.40	11.06	10.83	8.97	7.24
EV/EBITDA	107.95	44.60	46.63	38.92	27.95
EV/EBIT	116.57	47.83	48.82	40.69	29.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com