

2023年03月29日

# 业绩延续高速增长，海外培养基市场开拓增添业绩弹性

## 奥浦迈 (688293)

### 事件概述

公司发布 2022 年年报：全年实现营业收入 2.94 亿元，同比增长 38.41%、实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 74.47%、实现扣非净利润 0.89 亿元，同比增长 79.23%。

### 分析判断：

#### ► 业绩延续高速增长，海外培养基市场开拓增添业绩弹性

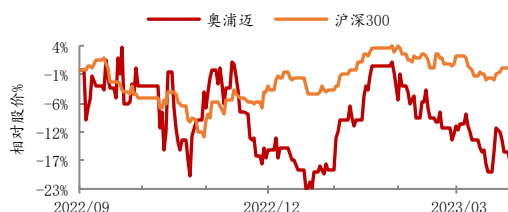
公司 22 年实现营业收入 2.94 亿元，同比增长 38.41%，其中培养基业务实现收入 2.03 亿元，同比增长 59.18%，若扣除 21 年不可比的配方转让收入，培养基业务实现同比增长 72.31%，其中尤其是 22 年境外业务逐渐贡献规模性收入、为公司业务增长增添弹性；另外 CDMO 业务受限于产能因素，22 年实现营业收入 0.91 亿元，同比增长 7.01%，保持相对稳健增长。展望未来，伴随着培养基业务覆盖管线继续丰富、以及 CDMO 业务产能瓶颈逐渐解决，我们判断未来几年公司将继续呈现高速增长。

(1) **培养基业务 22 年显著受益于海外业务拓展，继续呈现高速增长：**公司 22 年培养基业务实现收入 2.03 亿元，同比增长 59.18%，我们判断主要受益于持续深耕国内市场，以及战略性开拓海外等。22 年公司积极推进海外市场开拓，并在 22 年 4 月在美国加州成立全资子公司奥浦迈，全年境外业务实现营业收入 5138.88 万元，同比增长 1513.99%，实现海外市场的战略开拓、也为公司业务增长增添弹性。另外截止 22 年底，公司培养基业务已覆盖 111 个已确定中试工艺的药品管线，其中临床前阶段 70 个（同比上升 24 个）、临床 I 期 19 个（同比上升 11 个）、临床 II 期 7 个、临床 III 期 14 个（同比上升 2 个）、商业化阶段 1 个，丰富的管线储备为公司未来业绩增长奠定基础。展望未来，考虑到国内市场持续深耕和海外市场的战略开拓，我们判断未来几年培养基业务有望继续呈现高速增长。

(2) **CDMO 业务 22 年呈现稳健增长，伴随新产能释放业绩有望恢复高速增长：**公司 22 年 CDMO 业务实现收入 0.91 亿元，同比增长 7.01%，主要受制于产能瓶颈、业绩呈现稳健增长。公司 22 年 CDMO 业务服务 81 个 CMC 项目、协助客户申请 5 个临床批件，展望未来伴随着 23 年 D3 的

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	103
股票代码：	688293
52 周最高价/最低价：	137.99/96.01
总市值(亿)	84.44
自由流通市值(亿)	18.23
自由流通股数(百万)	17.70



分析师：崔文亮  
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002  
联系电话：

分析师：徐顺利  
邮箱：xusl1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522020001  
联系电话：010-59775376

### 相关研究

1. 【华西医药】奥浦迈 (688293.SH)：业绩延续高速增长，培养基业务继续贡献业绩弹性  
2022.10.27

CDMO 工厂（2 条 500L 和 2 条 2000L）产能投产，将大幅提高公司 CDMO 服务能力，业绩有望恢复高速增长。

### ► 盈利能力呈现稳中有升，高研发投入增强中长期业绩确定性

公司 2022 年毛利率和净利率分别为 63.97%和 35.80%，相对 21 年同期分别上升 4.09 pct 和 7.40 pct，我们判断主要受到高毛利培养基业务结构性提升带来，尤其是海外业务的开拓，以及规模效应下管理费用率下降和 IPO 募投资金的利息收入等。公司 2022 年研发投入为 0.33 亿元，同比增长 68.60%，占营业收入比重达到 11.28%，持续强化研发投入，优化现有的 CHO 和 HEK293 系列产品，以及拓展疫苗和昆虫 SF9 培养基，丰富产品品类、为中长期业绩增长奠定基础。

### ► 业绩预测及投资建议

公司作为国产培养基市场龙头，持续受益于国内生物药市场的蓬勃发展和国产替代，且考虑到战略布局的 CDMO 业务与培养基业务呈现协同发展，我们判断公司未来几年将继续保持高速增长。略微调整前期盈利预测，即预期 22-24 年营收从 4.22/5.92/NA 亿元调整为 4.32/6.25/8.87 亿元，对应 EPS 从 1.91/2.66/NA 元调整为 1.88/2.70/3.82 元，对应 2023 年 03 月 29 日 103 元/股的收盘价，PE 分别为 54.67/38.15/26.99 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧风险；客户管线推进具有不确定性；核心技术人员流失风险；CDMO 业务新产能释放不及预期；新型冠状病毒疫情影响。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	213	294	432	625	887
YoY (%)	70.2%	38.4%	46.6%	44.8%	41.9%
归母净利润(百万元)	60	105	154	221	313
YoY (%)	416.9%	74.5%	46.6%	43.3%	41.3%
毛利率 (%)	59.9%	64.0%	64.0%	65.0%	65.9%
每股收益 (元)	0.98	1.54	1.88	2.70	3.82
ROE	10.7%	4.8%	6.6%	8.6%	10.9%
市盈率	105.10	66.88	54.67	38.15	26.99

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	294	432	625	887	净利润	105	154	221	313
YoY (%)	38.4%	46.6%	44.8%	41.9%	折旧和摊销	39	45	51	59
营业成本	106	156	219	302	营运资金变动	-34	3	-78	-5
营业税金及附加	1	2	2	3	经营活动现金流	112	198	190	361
销售费用	14	20	29	44	资本开支	-147	-134	-142	-138
管理费用	46	60	87	124	投资	-3	0	0	0
财务费用	-11	-24	-23	-24	投资活动现金流	-386	-130	-136	-132
研发费用	33	47	66	89	股权募资	1,523	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-25	3	-9	-3
投资收益	4	5	6	6	筹资活动现金流	1,474	2	-10	-4
营业利润	116	182	260	368	现金净流量	1,203	70	44	225
营业外收支	4	0	0	0					
利润总额	119	182	260	368	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	14	27	39	55	<b>成长能力</b>				
净利润	105	154	221	313	营业收入增长率	38.4%	46.6%	44.8%	41.9%
归属于母公司净利润	105	154	221	313	净利润增长率	74.5%	46.6%	43.3%	41.3%
YoY (%)	74.5%	46.6%	43.3%	41.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.54	1.88	2.70	3.82	毛利率	64.0%	64.0%	65.0%	65.9%
					净利率	35.8%	35.8%	35.4%	35.3%
					总资产收益率 ROA	4.5%	6.1%	8.0%	10.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净资产收益率 ROE	4.8%	6.6%	8.6%	10.9%
货币资金	1,506	1,576	1,619	1,844	<b>偿债能力</b>				
预付款项	2	3	4	6	流动比率	20.94	16.42	14.38	12.79
存货	44	55	95	105	速动比率	<b>19.74</b>	<b>15.42</b>	<b>13.30</b>	<b>11.87</b>
其他流动资产	317	330	404	439	现金比率	16.87	13.17	10.98	9.85
流动资产合计	1,869	1,964	2,122	2,395	资产负债率	6.9%	7.6%	8.0%	8.3%
长期股权投资	0	0	0	0	<b>经营效率</b>				
固定资产	117	123	128	123	总资产周转率	0.19	0.18	0.24	0.30
无形资产	40	60	70	84	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	479	569	660	740	每股收益	1.54	1.88	2.70	3.82
资产合计	2,348	2,533	2,782	3,134	每股净资产	26.65	28.53	31.23	35.05
短期借款	20	23	14	11	每股经营现金流	1.36	2.41	2.31	4.40
应付账款及票据	21	27	43	53	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	48	70	91	124	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	89	120	147	187	PE	66.88	54.67	38.15	26.99
长期借款	11	11	11	11	PB	3.87	3.61	3.30	2.94
其他长期负债	63	63	63	63					
非流动负债合计	74	74	74	74					
负债合计	163	193	221	261					
股本	82	82	82	82					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,185	2,339	2,560	2,873					
负债和股东权益合计	2,348	2,533	2,782	3,134					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**崔文亮**：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

**徐顺利**：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、科研试剂及部分原料药领域。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。