

采纳股份 (301122.SZ)

增持 (下调评级)

公司点评
证券研究报告

医疗板块实现稳步增长,募投项目建设

推进顺利

业绩简述

2023年4月10日,公司发布2022年年度报告。2022年公司实现收入4.65亿元,同比+5%;实现归母净利润1.62亿元,同比+24%;实现扣非归母净利润1.39亿元,同比+11%;

分季度来看,2022Q4实现收入0.88亿元,同比-34%,归母净利润0.28亿元,同比-31%,扣非归母净利润0.16亿元,同比-58%。

经营分析

医疗器械板块稳步增长,外销业务持续发展。公司2022年医疗器械业务实现收入2.63亿元,同比+24%,成为公司业务增长的核心支撑;动物器械业务实现收入1.58亿元,同比+2%;实验室耗材业务实现收入0.41亿元,同比-45%。在动物系列与医用系列双轮驱动的同时,未来实验室耗材的下游应用领域有望持续扩大。

研发投入持续提升,海外获证产品数量众多。公司全年综合毛利率达到40.8%,同比-3.1pct;净利率达到34.8%,同比+5.2pct,美元兑人民币汇率波动形成了较大的汇兑受益。公司研发费用率4.2%,同比+0.1pct,目前公司已经取得26项美国FDA 510K注册产品以及28项CE认证产品,还有4类目前正在申请的美国FDA注册证产品。在研项目中包含安全结构注射器、安全取样杯、弹簧自毁注射针等高端品种,将为外销业务不断提供新的增长支撑。

IPO募投项目推进顺利,2023年有望逐步投产。公司目前正在积极推进华士澄鹿路二期项目的建设,可形成年产9.2亿支(套)医用注射穿刺产品的能力,预计将于2023年完工并分批投产使用,所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,有望增加穿刺注射系列产品的附加值,新产能投入使用后将进一步提升公司在生产端的竞争优势。

盈利预测、估值与评级

预计2023-2025年公司归母净利润分别为2.02、2.56、3.29亿元,同比增长25%、27%、28%,EPS分别为2.15、2.73、3.50元,现价对应PE为23、18、14倍,基于2022年四季度销售情况承压,下调至“增持”评级。

风险提示

大客户收入占比较高风险;新产品研发不达预期风险;产品推广不达预期风险;海外贸易摩擦风险;人民币汇率波动风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):48.68元

相关报告:

- 《前三季度业绩快速增长,盈利能力不断提升-采纳股份三季度业绩点...》,2022.10.26
- 《核心品类快速增长,医用板块实现放量-采纳股份2022中报点评》,2022.8.25
- 《高端穿刺注射龙头,核心客户粘性铸就成长-采纳股份深度报告》,2022.8.1



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	442	465	627	826	1,054
营业收入增长率	-12.47%	5.30%	34.64%	31.74%	27.66%
归母净利润(百万元)	131	162	202	256	329
归母净利润增长率	-4.63%	23.86%	25.01%	26.76%	28.30%
摊薄每股收益(元)	1.853	1.721	2.152	2.728	3.500
每股经营性现金流净额	2.27	1.48	1.98	2.69	3.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.62%	9.32%	10.67%	12.21%	13.92%
P/E	n.a.	30.02	22.62	17.85	13.91
P/B	n.a.	2.80	2.41	2.18	1.94

来源:公司年报、国金证券研究所

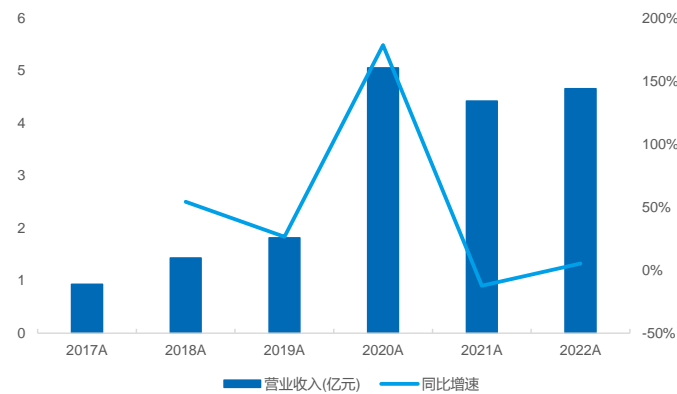
医疗器械收入稳步增长，外销业务持续发展

2022 年公司持续深化经营管理、新产品持续推出，其中医疗器械业务实现了稳步增长，成为公司业务增长的核心支撑。

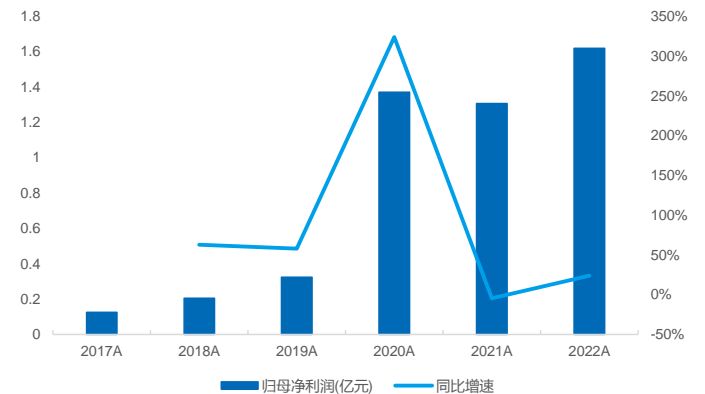
在主营业务中，公司医疗器械业务实现收入 2.63 亿元，同比+24%；动物器械业务实现收入 1.58 亿元，同比+2%；实验室耗材业务实现收入 0.41 亿元，同比-45%。在动物系列与医用系列双轮驱动的同时，未来实验室耗材的下游应用领域有望持续扩大。

分地区来看，公司外销业务实现收入 4.39 亿元，同比+10%，海外市场销售体量持续增长；公司内销业务实现收入 0.27 亿元，同比-39%，占总收入比例达到 6%。

图表1：2017-2022 公司营业收入及增速



图表2：2017-2022 公司归母净利润及增速

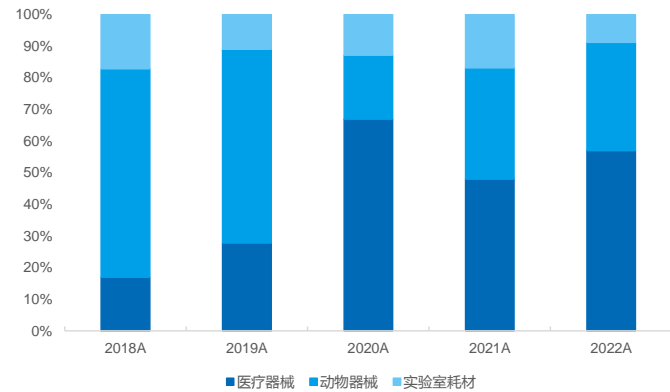


来源：公司公告，国金证券研究所

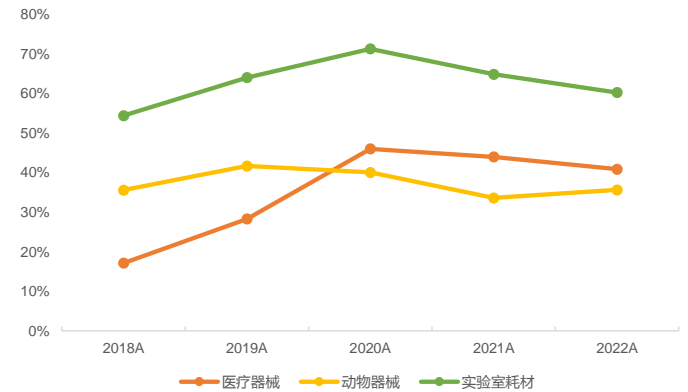
来源：公司公告，国金证券研究所

从产品毛利率来看，公司医疗器械业务毛利率为 40.9%，同比-3.1pct；动物器械业务毛利率 35.6%，同比+2.0pct；实验室耗材业务毛利率为 60.2%，同比-4.6pct。

图表3：2018-2022 公司收入结构变化



图表4：2018-2022 公司各业务毛利率变化



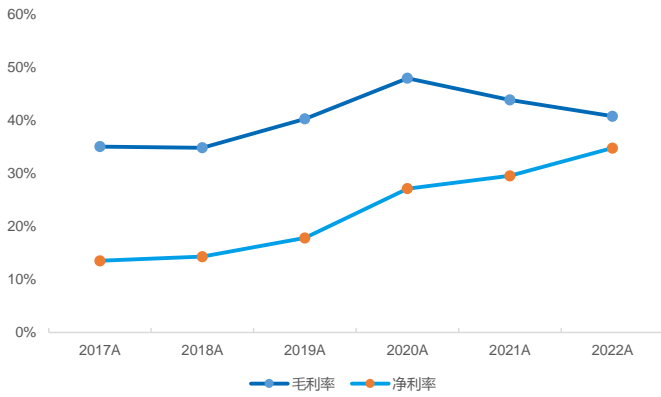
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

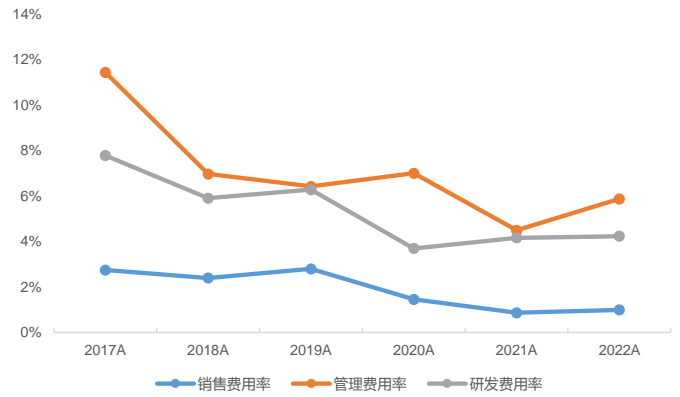
研发投入持续提升，海外获证产品数量众多

2022 年公司综合毛利率达到 40.8%，同比-3.1pct；净利率达到 34.8%，同比+5.2pct，美元兑人民币汇率波动形成了较大的汇兑受益。公司全年销售费用率 1.0%，同比+0.1pct；管理费用率 5.9%，同比+1.4pct；研发费用率 4.2%，同比+0.1pct，研发投入稳步增长。公司设立了以企业技术中心为核心，面向市场需求的研发体系，在研项目中包含安全结构注射器、安全取样杯、弹簧自毁注射针等高端品种，目前已经取得 26 项美国 FDA 510K 注册产品以及 28 项 CE 认证产品，还有 4 类目前正在申请的美国 FDA 注册证产品，将为外销业务不断提供新的增量销售。

图表5: 2017-2022 公司利润率变化



图表6: 2017-2022 公司费用率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

IPO 募投项目推进顺利, 2023 年有望逐步投产

公司目前正在积极推进华士澄鹿路二期项目的建设, 可形成年产 9.2 亿支(套)医用注射穿刺产品的能力, 二期项目预计将于 2023 年完工并分批投产使用, 所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, 有望增加穿刺注射系列产品的附加值, 新产能投入使用后将进一步提升公司在生产端的竞争优势。

风险提示

大客户收入占比较高风险: 公司部分产品销售依赖核心大客户的订单及销售, 若下游客户需求出现波动, 将对公司业务拓展造成较大影响。

新产品研发不达预期风险: 若公司不同板块在研产品推进缓慢, 或研发项目失败而中止, 将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。

产品推广不达预期风险: 如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低, 导致产品上市后推广进场缓慢, 将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

海外贸易摩擦风险: 若海外贸易摩擦导致公司产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升, 将可能对公司业绩增长产生影响。

人民币汇率波动风险: 由于公司绝大部分收入来自于出口, 若人民币兑美元汇率发生较大波动, 将可能对公司收入及利润造成一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	505	442	465	627	826	1,054	货币资金	127	129	356	290	335	500	
增长率	26.5%	-12.5%	5.3%	34.6%	31.7%	27.7%	应收款项	59	66	69	87	114	146	
主营业务成本	-263	-248	-276	-369	-479	-604	存货	42	69	65	81	105	132	
%销售收入	52.1%	56.1%	59.2%	58.8%	58.0%	57.3%	其他流动资产	7	58	905	933	954	975	
毛利	242	194	190	258	347	450	流动资产	234	323	1,395	1,391	1,509	1,753	
%销售收入	47.9%	43.9%	40.8%	41.2%	42.0%	42.7%	%总资产	49.3%	52.7%	75.7%	68.6%	66.4%	68.0%	
营业税金及附加	-4	-3	-4	-5	-7	-8	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	173	227	379	546	652	695	
销售费用	-7	-4	-5	-6	-8	-11	%总资产	36.3%	37.0%	20.6%	27.0%	28.7%	27.0%	
%销售收入	1.5%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	50	45	44	65	85	105	
管理费用	-35	-20	-27	-31	-39	-47	非流动资产	241	290	448	637	762	826	
%销售收入	7.0%	4.5%	5.9%	5.0%	4.8%	4.5%	%总资产	50.7%	47.3%	24.3%	31.4%	33.6%	32.0%	
研发费用	-19	-18	-20	-26	-35	-44	资产总计	476	613	1,843	2,027	2,271	2,579	
%销售收入	3.7%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	短期借款	19	0	0	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	177	149	134	189	258	340	应付款项	45	65	77	91	119	150	
%销售收入	35.0%	33.6%	28.8%	30.2%	31.2%	32.2%	其他流动负债	28	33	22	39	51	65	
财务费用	-7	-2	28	7	6	9	流动负债	92	98	99	131	170	215	
%销售收入	1.4%	0.5%	-6.0%	-1.1%	-0.8%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-8	-1	-1	-4	-1	-2	其他长期负债	4	5	8	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	9	27	18	19	负债	96	102	107	131	170	215	
投资收益	0	0	8	12	12	12	普通股股东权益	379	510	1,736	1,896	2,101	2,364	
%税前利润	0.0%	0.0%	4.2%	5.1%	4.0%	3.1%	其中：股本	71	71	94	94	94	94	
营业利润	163	152	180	230	293	378	未分配利润	165	288	411	571	776	1,039	
营业利润率	32.2%	34.4%	38.6%	36.7%	35.5%	35.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	0	4	5	5	5	负债股东权益合计	476	613	1,843	2,027	2,271	2,579	
税前利润	162	152	184	235	298	383	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	32.2%	34.3%	39.4%	37.5%	36.1%	36.3%	每股指标							
所得税	-25	-21	-22	-33	-42	-54	每股收益	1.943	1.853	1.721	2.152	2.728	3.500	
所得税率	15.7%	13.9%	11.8%	14.0%	14.0%	14.0%	每股净资产	5.380	7.233	18.465	20.167	22.344	25.144	
净利润	137	131	162	202	256	329	每股经营现金净流	2.411	2.269	1.477	1.976	2.686	3.567	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.450	0.550	0.700	
归属于母公司的净利润	137	131	162	202	256	329	回报率							
净利率	27.1%	29.6%	34.8%	32.3%	31.1%	31.2%	净资产收益率	36.11%	25.62%	9.32%	10.67%	12.21%	13.92%	
							总资产收益率	28.80%	21.33%	8.78%	9.98%	11.29%	12.76%	
							投入资本收益率	37.39%	25.10%	6.80%	8.58%	10.55%	12.36%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	178.53%	-12.47%	5.30%	34.64%	31.74%	27.66%	
							EBIT增长率	314.29%	-15.85%	-9.71%	40.93%	36.28%	31.83%	
							净利润增长率	323.81%	-4.63%	23.86%	25.01%	26.76%	28.30%	
							总资产增长率	66.37%	28.77%	200.90%	9.97%	12.03%	13.56%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	25.9	48.5	50.0	50.0	50.0	50.0	
							存货周转天数	53.8	81.3	88.9	80.0	80.0	80.0	
							应付账款周转天数	45.0	80.9	93.6	90.0	90.0	90.0	
							固定资产周转天数	96.2	180.1	174.6	168.8	152.6	134.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-28.42%	-34.22%	-71.83%	-63.72%	-60.57%	-61.58%	
							EBIT利息保障倍数	24.3	73.2	-4.8	-28.3	-39.8	-39.3	
							资产负债率	20.24%	16.73%	5.81%	6.45%	7.48%	8.32%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-01	买入	71.31	71.31~98.83
2	2022-08-25	买入	83.16	N/A
3	2022-10-26	买入	65.30	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402