



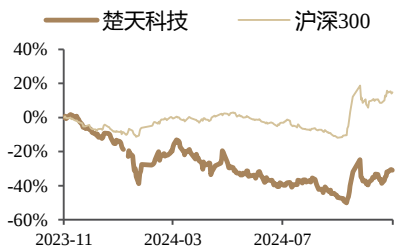
买入（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：8.03

证券分析师

周新明
资格编号：S0120524060001
邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.30	30.15	9.70
相对涨幅(%)	4.55	0.02	-13.59

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《——楚天科技 2023 年三季度点评-楚天科技(300358.SZ): 外部因素影响 Q3 业绩承压, 预计 24 年有望逐步修复》, 2023.11.14

楚天科技 24 年三季度报点评：业绩承压，合同负债企稳回升

投资要点

- 事件：**1.24Q1-Q3，公司实现营业收入 41.71 亿元（-18.75%，同比，下同），实现归母净利润-1.87 亿元（-165.18%），实现扣非归母净利润-2.11 亿元（-174.74%）；2. 24Q3 营业收入 13.42 亿元（-24.49%），归母净利润-1.05 亿元（-617.33%），扣非归母净利润-1.10 亿元（-874.01%）。
- 下游需求疲软影响收入，调价保规模影响毛利率。**2024 年公司前三季度归母净利润下滑较显著，同比下降 165.18%，主要系：（1）下游市场需求疲软，行业竞争激烈，公司为保规模对部分产品调价，影响综合毛利率同比下降 4.93 pct；（2）受客户需求端项目进程放缓，公司项目交付进度延迟拖累营收；（3）前三季度继续加大研发投入，相关成本有所增加。鉴于公司在行业内的领先地位以及研发投入所带来的竞争优势，我们认为伴随下游需求回暖，公司业务状况有望获得修复。
- 降本增效，拓展国际市场，优化交付效率以提升经营质量：**根据公司公告，公司将持续推动 4 大措施以改善经营状况：（1）拓展国际市场：加大欧美等地区以及重点客户的拓展力度，扩大国际业务占比以提升毛利率；（2）提升订单及合同质量：保份额保量基础上，实行产品差异化竞争策略，提升订单毛利率、优化回款政策。降低行业竞争对公司整体毛利率的影响；（3）提升交付效率，加大应收催收力度：优化交付管理，提升交付效率，同时加强回款管理，保障现金流；（4）实施精细化管理，降本增效：研发端上，优化采购成本、产品方案、生产开支以降低产品成本。运营端上，加大人员优化及精细化管理力度，开源节流，严控费用成本，降低公司整体运营成本。我们认为，伴随降本增效、开拓国际市场等策略的持续推进，经营利润水平将逐步得到改善。
- 合同负债触底反弹，25 年有望迎来业绩反转：**2022Q4 至 2023Q3，公司合同负债逐季度环比持续下降，但 2024 年以来，公司 24Q1-Q3 合同负债分别为 23.02/26.28/27.27 亿元，已呈现逐季度上升态势，考虑公司主营业务为制药装备的研发、生产、设计及销售，主要销售模式为定制化销售模式，我们认为合同负债的上升有望在未来体现在营业收入上，带动业绩反转。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到前三季度公司归母净利润为负，同时观察到公司合同负债已逐季度改善，同时公司作为制药装备头部企业，核心竞争力显著，我们预计公司 24-26 年归母净利润为-2.5/3.0/4.0 亿元，当前市值对应 25-26 年 PE 为 16/12 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场需求恢复不及预期，国际化战略不及预期，行业竞争加剧等。

股票数据

总股本(百万股):	590.30
流通 A 股(百万股):	567.45
52 周内股价区间(元):	5.80-11.82
总市值(百万元):	4,740.14
总资产(百万元):	13,543.46
每股净资产(元):	7.84

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,446	6,853	5,590	6,154	6,740
(+/-)YOY(%)	22.5%	6.3%	-18.4%	10.1%	9.5%
净利润(百万元)	567	317	-252	303	395
(+/-)YOY(%)	0.2%	-44.1%	-179.5%	220.2%	30.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.96	0.54	-0.43	0.51	0.67
毛利率(%)	36.0%	32.1%	27.8%	31.8%	31.6%
净资产收益率(%)	13.5%	6.7%	-5.4%	6.1%	7.4%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.55	-0.43	0.51	0.67
每股净资产	8.00	7.85	8.39	9.10
每股经营现金流	0.35	0.63	1.03	1.19
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	19.58	—	15.64	12.01
P/B	1.34	1.02	0.96	0.88
P/S	0.92	0.85	0.77	0.70
EV/EBITDA	9.92	177.79	7.91	6.48
股息率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.1%	27.8%	31.8%	31.6%
净利润率	4.5%	-4.6%	4.8%	5.8%
净资产收益率	6.7%	-5.4%	6.1%	7.4%
资产回报率	2.7%	-2.3%	2.7%	3.1%
投资回报率	7.1%	-4.3%	5.6%	6.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.3%	-18.4%	10.1%	9.5%
EBIT 增长率	-38.5%	-164.4%	227.9%	33.3%
净利润增长率	-44.1%	-179.5%	220.2%	30.3%
偿债能力指标				
资产负债率	59.2%	56.8%	56.4%	57.5%
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	63.5	80.4	61.6	59.2
存货周转天数	248.3	247.9	216.3	219.5
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	3.5	2.3	2.3	2.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	317	-252	303	395
少数股东损益	-6	-5	-5	-5
非现金支出	292	355	376	413
非经营收益	7	-37	63	78
营运资金变动	-406	314	-128	-176
经营活动现金流	205	374	608	705
资产	-611	-511	-582	-625
投资	-51	0	0	0
其他	4	-40	1	1
投资活动现金流	-657	-551	-581	-624
债权募资	192	-11	0	394
股权募资	123	14	0	0
其他	-119	134	-42	-54
融资活动现金流	196	137	-42	340
现金净流量	-261	-36	-14	421

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 13 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,853	5,590	6,154	6,740
营业成本	4,652	4,033	4,200	4,611
毛利率%	32.1%	27.8%	31.8%	31.6%
营业税金及附加	49	39	43	47
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	732	615	615	674
营业费用率%	10.7%	11.0%	10.0%	10.0%
管理费用	470	492	431	438
管理费用率%	6.9%	8.8%	7.0%	6.5%
研发费用	588	643	542	539
研发费用率%	8.6%	11.5%	8.8%	8.0%
EBIT	379	-244	312	416
财务费用	54	23	24	36
财务费用率%	0.8%	0.4%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-28	-43	-24	-20
投资收益	-3	1	1	1
营业利润	327	-258	310	405
营业外收支	-22	-9	-22	-25
利润总额	305	-267	288	380
EBITDA	633	27	608	738
所得税	-6	-10	-10	-10
有效所得税率%	-2.1%	3.7%	-3.5%	-2.6%
少数股东损益	-6	-5	-5	-5
归属母公司所有者净利润	317	-252	303	395

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	751	715	700	1,122
应收账款及应收票据	1,579	1,191	1,262	1,335
存货	3,130	2,425	2,623	2,999
其它流动资产	1,365	1,312	1,417	1,540
流动资产合计	6,824	5,642	6,003	6,996
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	2,264	2,510	2,761	3,019
在建工程	143	86	39	-0
无形资产	1,068	1,128	1,188	1,248
非流动资产合计	4,838	5,165	5,425	5,698
资产总计	11,662	10,807	11,428	12,694
短期借款	621	621	621	1,015
应付票据及应付账款	2,249	1,904	1,983	2,177
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,332	2,971	3,200	3,468
流动负债合计	6,202	5,496	5,805	6,661
长期借款	1	1	1	1
其它长期负债	700	639	639	639
非流动负债合计	701	640	640	640
负债总计	6,903	6,136	6,445	7,301
实收资本	590	590	590	590
普通股股东权益	4,720	4,637	4,955	5,370
少数股东权益	39	34	29	24
负债和所有者权益合计	11,662	10,807	11,428	12,694

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。