

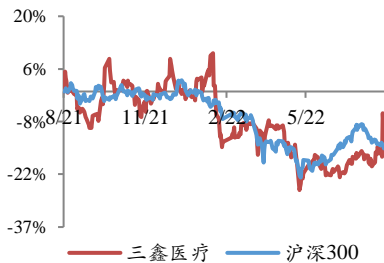
疫苗注射器贡献利润弹性，上半年业绩超市场预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-07-31

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 10.65 |
| 近12个月最高/最低(元) | 13.30/8.84 |
| 总股本(百万股) | 394 |
| 流通股本(百万股) | 274 |
| 流通股比例(%) | 69.46 |
| 总市值(亿元) | 42 |
| 流通市值(亿元) | 29 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 受益于海外疫苗注射器订单，Q1业绩快速增长 2022-04-20

2. 【华安医药】三鑫医疗(300453)：血透设备国产替代加深，疫苗注射器贡献增量 2022-04-06

主要观点：

✓ 事件：

公司发布2022年中报，上半年收入实现6.6亿元，同比增长29.7%，归母净利润实现1.05亿元，同比增长47.2%，扣非归母净利润9850万元，同比增长48.2%。

✓ 事件点评：

● 疫苗注射器交付增加，带动公司整体利润率提升

2022年上半年，公司实现销售毛利率约35.91%，较同期增加1.22个百分点，销售净利率约16.86%，较同期增加1.31个百分点。分季度来看，2022Q1公司实现销售毛利率和销售净利率分别为35.76%和15.66%，2022Q2公司实现销售毛利率和销售净利率分别为36.05%和18.00%，2022Q2较2022Q1利润率水平进一步提升。

从上半年各项业务的毛利率来看，注射器业务毛利率达到62.67%（同比增加10.24个百分点），注射器业务收入占比也达到20.31%（同比增加6.87个百分点），注射类业务成为公司上半年利润率提升主要的板块。

2022年上半年，公司注射类产品实现营业收入13,408.75万元，比上年同期增长94.67%。公司自2021年8月疫苗注射器产能得到扩充，目前产能约在6亿支/年。2022年上半年，公司疫苗注射器销量为3.59亿支，比上年同期增长240%。目前公司仍有部分联合国的疫苗注射器订单未交付，预计未来也仍会为公司贡献业绩。此外，公司也有很多常规的一次性注射器产品，如一次性使用无菌胰岛素注射器、一次性使用回缩自毁式无菌注射器带针、一次性使用自毁式无菌注射器带针，预计随着全球疫苗接种率提升到一定水平后，公司注射器产能也向常规注射器倾斜，产能利用率也仍能维持在较高水平。

● 血液净化业务线稳步增长，2022H1同比增长约20.71%

公司在血液净化领域产品布局广泛，涉及透析管、透析液/粉、透析器和透析机。2022年上半年，公司血液净化类产品实现营业收入40,448.66万元，比上年同期增长20.71%，该类产品营业收入占公司总收入的比重为61.27%，是公司最大的业务板块。

2022年上半年，公司完善了血液净化类产品在云南、四川等地的生产布局。子公司云南三鑫首次获得一次性使用血液透析管路注册证；子公司四川威力生获得了血液透析粉注册证，并完成了在注册人制度下受托生产血液透析粉、血液透析器、一次性使用血液透析器、透析液过滤器等产品的生产许可登记，完善了公司产品和业务的战略区域布局。

在新产能扩建上，公司披露的《关于投资建设血液透析系列产品研发生产基地项目的议案》项目，也在上半年顺利开工，该项目的建设有

利于进一步提升血液透析系列产品产能,有效推进透析系列产品实现规模经济。

预计随着公司透气器、透析液、透析管等核心产品产能释放,以及透析机的快速销售上量,公司血液净化业务线的增速还将继续提升。

● **投资建议**

考虑到上半年因为疫情防控等因素,公司核心业务血透业务收入增速低于我们前次预测时的增速,而上半年的利润率水平略超预期,我们下调了收入增长预期。预计公司 2022-2024 年的收入分别为 15.16 亿元、18.65 亿元和 22.88 亿元,收入增速分别为 30.2%、23.0%和 22.7%,2022-2024 年归母净利润分别实现 2.03 亿元、2.54 亿元和 3.13 亿元,增速分别为 30.3%、25.0%和 23.2%,对应 2022-2024 年的 PE 分别为 21x、17x 和 13x。考虑到血透行业尤其是透析机和透析器还存在较大的进口替代空间,公司 2022 年的业绩有明显的增厚,维持“买入”评级。

● **风险提示**

- 公司血透设备销售不及预期。
- 疫苗注射器订单可能不及预期。
- 大宗原材料价格显著上升风险。
- 产品价格下降风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1164 | 1516 | 1865 | 2288 |
| 收入同比 (%) | 23.8% | 30.2% | 23.0% | 22.7% |
| 归属母公司净利润 | 156 | 203 | 254 | 313 |
| 净利润同比 (%) | 34.8% | 30.3% | 25.0% | 23.2% |
| 毛利率 (%) | 34.4% | 34.8% | 34.6% | 33.9% |
| ROE (%) | 17.2% | 18.3% | 18.6% | 18.7% |
| 每股收益 (元) | 0.40 | 0.52 | 0.64 | 0.79 |
| P/E | 31.59 | 20.66 | 16.53 | 13.42 |
| P/B | 5.50 | 3.79 | 3.08 | 2.50 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 13.82 | 11.86 | 9.90 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 548 | 967 | 1435 | 2010 | 营业收入 | 1164 | 1516 | 1865 | 2288 |
| 现金 | 251 | 482 | 905 | 1356 | 营业成本 | 764 | 989 | 1219 | 1512 |
| 应收账款 | 97 | 177 | 187 | 229 | 营业税金及附加 | 11 | 14 | 18 | 22 |
| 其他应收款 | 5 | 8 | 9 | 10 | 销售费用 | 87 | 106 | 136 | 165 |
| 预付账款 | 27 | 51 | 50 | 65 | 管理费用 | 72 | 106 | 123 | 144 |
| 存货 | 154 | 237 | 271 | 335 | 财务费用 | 2 | -4 | -7 | -14 |
| 其他流动资产 | 14 | 13 | 13 | 14 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 858 | 789 | 665 | 581 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 490 | 388 | 210 | 82 | 营业利润 | 195 | 254 | 317 | 391 |
| 无形资产 | 82 | 90 | 102 | 112 | 营业外收入 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 286 | 311 | 354 | 387 | 营业外支出 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1406 | 1756 | 2101 | 2591 | 利润总额 | 195 | 254 | 317 | 391 |
| 流动负债 | 379 | 506 | 572 | 718 | 所得税 | 24 | 30 | 38 | 47 |
| 短期借款 | 37 | 37 | 37 | 37 | 净利润 | 172 | 223 | 279 | 344 |
| 应付账款 | 117 | 200 | 225 | 273 | 少数股东损益 | 16 | 20 | 25 | 31 |
| 其他流动负债 | 225 | 268 | 309 | 409 | 归属母公司净利润 | 156 | 203 | 254 | 313 |
| 非流动负债 | 48 | 48 | 48 | 48 | EBITDA | 260 | 272 | 317 | 379 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.40 | 0.52 | 0.64 | 0.79 |
| 其他非流动负债 | 48 | 48 | 48 | 48 | | | | | |
| 负债合计 | 427 | 554 | 620 | 766 | | | | | |
| 少数股东权益 | 73 | 93 | 118 | 149 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 394 | 394 | 394 | 394 | 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 资本公积 | 30 | 30 | 30 | 30 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 482 | 685 | 939 | 1252 | 营业收入 | 23.8% | 30.2% | 23.0% | 22.7% |
| 归属母公司股东权 | 906 | 1109 | 1362 | 1675 | 营业利润 | 25.7% | 30.0% | 25.0% | 23.2% |
| 负债和股东权益 | 1406 | 1756 | 2101 | 2591 | 归属于母公司净利 | 34.8% | 30.3% | 25.0% | 23.2% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 34.4% | 34.8% | 34.6% | 33.9% |
| | | | | | 净利率 (%) | 13.4% | 13.4% | 13.6% | 13.7% |
| | | | | | ROE (%) | 17.2% | 18.3% | 18.6% | 18.7% |
| | | | | | ROIC (%) | 17.1% | 17.7% | 17.9% | 17.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 30.4% | 31.5% | 29.5% | 29.6% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 43.7% | 46.1% | 41.8% | 42.0% |
| | | | | | 流动比率 | 1.45 | 1.91 | 2.51 | 2.80 |
| | | | | | 速动比率 | 0.97 | 1.34 | 1.95 | 2.24 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.83 | 0.86 | 0.89 | 0.88 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 11.96 | 8.58 | 10.00 | 10.00 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 6.51 | 4.93 | 5.41 | 5.54 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.40 | 0.52 | 0.64 | 0.79 |
| | | | | | 每股经营现金流薄) | 0.84 | 0.47 | 0.78 | 0.94 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.30 | 2.81 | 3.46 | 4.25 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 31.59 | 20.66 | 16.53 | 13.42 |
| | | | | | P/B | 5.50 | 3.79 | 3.08 | 2.50 |
| | | | | | EV/EBITDA | 0.00 | 13.82 | 11.86 | 9.90 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人: 李婵, 研究助理, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。