



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

Q1 盈利能力大幅改善，业绩超预期

——2022 年年报暨 2023 年一季度点评

买入（维持）

行业： 医药生物
日期： 2023年04月27日

分析师： 邓周宇

Tel:

E-mail:

SAC 编号: S0870523040002

联系人: 徐昕

Tel: 021-53686141

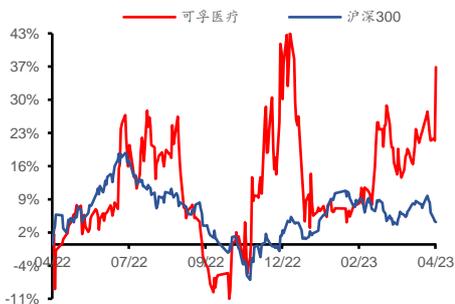
E-mail: xuxin03308@shzq.com

SAC 编号: S0870121100014

基本数据

最新收盘价 (元)	47.00
12mth A 股价格区间 (元)	30.60-50.01
总股本 (百万股)	208.49
无限售 A 股/总股本	42.18%
流通市值 (亿元)	41.33

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《业绩环比改善，盈利能力有望逐步修复》

——2022 年 08 月 31 日

《收入短期承压，多板块业务修复看好长期发展》

——2022 年 04 月 28 日

■ 投资摘要

事件概述

2023年4月25日，公司发布2022年年报，2022年实现营收29.97亿元，同比增长30.82%；实现归母净利润3.02亿元，同比下降29.65%；实现扣非归母净利润2.47亿元，同比下降31.51%。公司发布2023年一季度报，2023年Q1实现营收8.55亿元，同比增加42.38%；实现归母净利润1.35亿元，同比增长167.93%；扣非归母净利润1.25亿元，同比减少158.53%。同时公司拟每10股派发现金股利12元（含税）。

分析与判断

业务多点开花，Q4 业绩环比大增。2022 年公司收入实现稳健高增，各业务板块多点开花，其中健康监测板块实现营收 7.86 亿元 (+41.91%)，主要系血氧仪、血糖系列、尿酸系列等新品推出，并通过公司渠道实现快速放量；康复辅具板块实现营收 5.92 亿元(+42.91%)，主要受益于听力业务快速增长及橡果贸易和吉芮医疗并表；医疗护理板块实现营收 10.99 亿元 (+43.72%)，主要由于多款新品上市及防护产品收入增长所致；呼吸支持板块实现营收 2.38 亿元 (+19.19%)，主要受益于多个型号制氧机和鼻腔护理产品上市并逐步完成产能爬坡。单季度看 22Q4，公司实现营收、归母净利润分别为 10.99 亿元/1.34 亿元，较 Q3 环比分别提升 88.85%、260.30%，公司线上渠道收入占比高，预计受线上双十一、双十二等促销活动影响，收入大增。

费用支出阶段性高企，盈利能力暂受压制。22 年公司销售费用 6.19 亿元 (+49.49%)，主要由于公司积极布局听力业务销售人员快速增长所致，职工薪酬支出 2.17 亿元 (+50.95%)。此外，公司线上及线下营销推广投入增加 0.57 亿，同时橡果贸易、吉芮医疗纳入合并范围，一次性增加费用 0.35 亿元；管理费用同比增长 113.85%至 1.22 亿元，主要受股权激励费用影响。公司持续加大研发投入，22 年研发投入 1.18 亿元，较同期多投入近 0.48 亿元 (+67.77%)。受此影响，公司销售净利润率同比下降 8.73pct 至 10.15%。

加大市场拓展，深化线上线下渠道布局。公司加大市场覆盖和渠道下沉，完善线上线下市场布局。线上渠道，22 年实现收入 20.23 亿元 (+36.52%)，收入占比 68%，公司除不断挖掘天猫、京东等大型电商平台市场潜力外，还积极培育社交电商、社区电商以及 B2B 医药电商平台业务，如抖音、美团平台等，完成多元化布局；线下渠道，22 年实现收入 8.46 亿元 (+30.74%)，收入占比 28%，公司聚焦核心客户，重点推进与百强连锁药房和区域龙头连锁药房的合作，同时积极拓展海外市场、商超市场和医院市场，培育发展增量市场。

听力业务稳健发展，23 年拓展提速在即。截至 22 年底，公司健耳听力门店总数在全国 12 个省份达到 432 家，全年实现营收 1.21 亿元 (+74.75%)，22 年公司完成收购成都益耳 80% 股份，并以此为基础实现四川省内布局，有望为公司后续门店扩张提供新思路，预计 23 年公司听力业务拓展有望提速。

研发管线丰富并逐步兑现，新增产能打开增长空间。公司下设多个研究院，不断完善研发团队建设、引进和培养优秀人才，22年研发人员363人，同比+37.5%。同时，公司积极与高校、医院等科研机构开展产学研合作，共同培育、孵化前沿医疗器械项目。2022年，公司推出新款制氧机、血氧仪、透明质酸钠敷贴、IVD类产品等多款畅销产品，增厚公司业绩。此外，公司研发管线中还包含CGM、呼吸机等多款产品。公司长沙和湘阴两个新生产基地一期项目全部完工并陆续投入运营，生产产能及生产效率大幅提升，为公司业绩增长保驾护航。

23Q1 业绩高增叠加盈利大幅改善，超出市场预期。23Q1 公司盈利能力大幅改善，其中毛利率较22年底提升11.66pct至51.17%，预计由于公司产品结构优化，高毛利品种如助听器、鼻腔护理产品收入占比提升，同时公司销售净利率也较22年底提升5.44pct至15.59%。

■ 投资建议

维持“买入”评级。考虑到公司迈入扩张期，盈利能力大幅改善，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.87、6.14和7.49亿元，同比增速为61.5%、26.1%、21.9%，对应EPS分别为2.34、2.95和3.59元，当前股价对应P/E为20.11、15.95、13.09倍。公司为国内全生命周期健康管理龙头，产品种类丰富且齐全，有望实现多板块业务高速发展，此外公司大力发展听力业务，成长空间广阔。

■ 风险提示

核心技术泄密风险、新产品研发风险、业务规模扩张带来的管理风险、知识产权风险等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2977	3657	4460	5373
年增长率	30.8%	22.8%	22.0%	20.5%
归母净利润	302	487	614	749
年增长率	-29.7%	61.5%	26.1%	21.9%
每股收益(元)	1.45	2.34	2.95	3.59
市盈率(X)	32.48	20.11	15.95	13.09
市净率(X)	1.95	1.80	1.63	1.45

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年04月26日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1450	1924	2530	3010
应收票据及应收账款	566	569	789	935
存货	529	585	768	872
其他流动资产	1655	1553	1610	1667
流动资产合计	4201	4632	5697	6483
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1290	1190	1089	985
在建工程	171	163	155	147
无形资产	248	248	248	248
其他非流动资产	495	490	495	495
非流动资产合计	2210	2096	1992	1881
资产总计	6411	6729	7690	8364
短期借款	281	281	281	281
应付票据及应付账款	635	538	889	790
合同负债	3	3	3	4
其他流动负债	269	261	301	347
流动负债合计	1188	1083	1474	1422
长期借款	30	30	30	30
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	160	160	160	160
非流动负债合计	190	190	190	190
负债合计	1378	1274	1664	1612
股本	208	205	205	205
资本公积	3913	3780	3780	3780
留存收益	915	1473	2042	2768
归属母公司股东权益	5020	5442	6011	6737
少数股东权益	13	13	14	15
股东权益合计	5033	5455	6025	6752
负债和股东权益合计	6411	6729	7690	8364

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	99	557	667	517
净利润	302	488	615	750
折旧摊销	125	109	109	111
营运资金变动	-353	-74	-75	-374
其他	25	34	18	30
投资活动现金流量	-537	-26	-27	-15
资本支出	-639	4	6	8
投资变动	48	-30	-33	-23
其他	53	0	0	-1
筹资活动现金流量	-129	-17	-14	-17
债权融资	218	0	0	0
股权融资	16	0	0	0
其他	-363	-17	-14	-17
现金净流量	-567	514	626	485

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2977	3657	4460	5373
营业成本	1801	2011	2424	2905
营业税金及附加	20	31	38	46
销售费用	619	804	1003	1209
管理费用	122	146	178	215
研发费用	118	146	178	215
财务费用	-33	-12	-19	-26
资产减值损失	-46	-9	-5	-10
投资收益	57	0	0	-1
公允价值变动损益	4	0	0	0
营业利润	368	570	722	879
营业外收支净额	-34	-3	-3	-3
利润总额	334	567	719	877
所得税	32	79	104	127
净利润	302	488	615	750
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司股东净利润	302	487	614	749

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	39.5%	45.0%	45.7%	45.9%
净利率	10.1%	13.3%	13.8%	13.9%
净资产收益率	6.0%	9.0%	10.2%	11.1%
资产回报率	4.7%	7.2%	8.0%	9.0%
投资回报率	4.5%	8.5%	9.4%	10.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	30.8%	22.8%	22.0%	20.5%
EBIT 增长率	-44.8%	112.3%	21.6%	23.3%
归母净利润增长率	-29.7%	61.5%	26.1%	21.9%
每股指标 (元)				
每股收益	1.45	2.34	2.95	3.59
每股净资产	24.08	26.10	28.83	32.31
每股经营现金流	0.47	2.67	3.20	2.48
每股股利	1	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.46	0.54	0.58	0.64
应收账款周转率	5.26	6.42	5.65	5.75
存货周转率	3.40	3.44	3.16	3.33
偿债能力指标				
资产负债率	21.5%	18.9%	21.6%	19.3%
流动比率	3.54	4.28	3.86	4.56
速动比率	2.82	3.52	3.17	3.74
估值指标				
P/E	32.48	20.11	15.95	13.09
P/B	1.95	1.80	1.63	1.45
EV/EBITDA	16.56	12.04	9.44	7.35

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断