

医疗仪器实现销售，环境监测维持增长

禾信仪器(688622)

评级:	增持	股票代码:	688622
上次评级:	中性	52周最高价/最低价:	98.04/25.21
目标价格:		总市值(亿)	17.79
最新收盘价:	25.42	自由流通市值(亿)	3.78
		自由流通股数(百万)	14.88

事件概述

公司发布 2021 年年报，实现营业收入 4.64 亿元，同比+48.66%；实现归母净利润 7857.47 万元，同比+13.13%，实现扣非归母净利润 4433 万元，同比-14.29%。

分析判断：

► 环境监测领域稳健发展，水质监测取得市场认可

公司收入高度聚焦于大气环境监测领域中的 PM2.5、VOCs 和 O3 监测。2018-2020 年环境监测领域营收占比分别为 95%、96%和 95%，包括仪器销售、数据分析和技术运维，核心产品为 SPA 和 SPI 系列仪器。2021 年，根据公司披露的主营业务情况，估计环境监测领域的营收贡献为 89%，公司对环境监测业务的依赖度有所下降，但仍是最主要的营收来源。除大气检测外，公司开始向水质、土壤监测领域拓展，推进 GCMS 1000、GCMS 2000、GGT-0620、DT-100 的产业化应用。2021 年公司在水质监测领域获得一定市场认可度。

环境监测领域包括环保在线监测仪器 2.89 亿元（同比+45%）、数据分析服务 9848 万元（同比+11%）、技术运维服务 2708 万元（同比+59%）。从仪器品种来看，去年贡献公司 40%营收的 VOCs 监测仪器 SPI 系列，今年的销量为 52 台，同比-20%；同样用于 VOCs 监测的 AC-GCMS 销量为 31 台，同比+138%，两者综合看大气监测中最重要的 VOCs 监测领域总体有小幅上升。

► 医疗健康领域取得突破，实现仪器销售

从 SDI 报告中对质谱仪应用领域的统计，生物医学领域（包括制药、医疗、生物科技及部分相关学术研究）是质谱最大的应用领域，约占总体的 40%-50%，也是国外主要仪器企业所聚焦的方向。在该领域，公司已推出全自动微生物检测质谱仪，处于市场开拓阶段，并积极进行三重四极杆质谱仪、电感耦合等离子体质谱仪、四极杆-飞行时间串联质谱仪的研发。2021 年，公司在医疗仪器及耗材实现 675.6 万元的营收，有望打开第二增长点。

► 多方因素导致公司扣非利润率下降

1) 毛利率降幅较大。公司在最主要的环境监测领域毛利率都有较大幅度的下降，其中环境监测领域同比-12.58pct、数据分析服务同比-11.51pct、技术运维服务同比-18.47pct，主要是因为公司总包项目增加导致毛利率降低。另外，公司在新产品上因拓展市场等原因毛利率较低，如医疗仪器及耗材的毛利率仅有 23.16%，大幅低于环保在线监测仪器的 49%。

2) 计入当期损益的政府补助为 4026.6 万元，同比+90%，导致公司扣非净利润大幅低于归母净利润。

投资建议

我们上调 22-23 年公司营收 6.21/8.63 亿元的预测至 6.48/9.02 亿元，增加 24 年营收预测 12.74 亿元；下调公司 22-23 年归母净利润 1.26/1.79 亿元的预测至 1.03/1.37 亿元，增加 24 年归母净利润预测 1.86 亿元；下调 22-23 年 EPS 1.80/2.55 元的预测至 1.47/1.95 元，增加 24 年 EPS 预测 2.66 元。对应 2022 年 4 月 26 日 25.42

元/股收盘价，22-24 年 PE 分别为 17/13/10 倍。考虑到公司估值较低，发展潜力较大，我们将公司对应的评级调整为“增持”。

风险提示

技术升级迭代风险、利润依赖政府补助、市场拓展不及预期、资本市场系统性风险

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	312	464	648	902	1,274
YoY (%)	42.0%	48.7%	39.6%	39.2%	41.3%
归母净利润(百万元)	69	79	103	137	186
YoY (%)	49.4%	13.1%	30.6%	33.2%	36.3%
毛利率 (%)	64.5%	51.7%	50.0%	48.0%	46.0%
每股收益 (元)	0.99	1.12	1.47	1.95	2.66
ROE	27.7%	13.0%	9.3%	11.0%	13.0%
市盈率	25.62	22.65	17.34	13.02	9.56

资料来源: Wind

分析师: 俞能飞

邮箱: yunf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519120002

联系电话:

分析师: 曾雪菲

邮箱: zengxf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521100003

联系电话:

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	464	648	902	1,274	净利润	69	96	128	174
YoY (%)	48.7%	39.6%	39.2%	41.3%	折旧和摊销	19	42	81	139
营业成本	224	324	469	688	营运资金变动	-82	129	10	20
营业税金及附加	1	3	4	6	经营活动现金流	15	270	221	335
销售费用	96	130	176	229	资本开支	-132	-406	-615	-873
管理费用	42	52	72	102	投资	0	0	0	0
财务费用	3	-2	-4	2	投资活动现金流	-131	-405	-615	-872
研发费用	51	78	104	140	股权募资	275	18	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	118	-35	0	0
投资收益	1	0	0	1	筹资活动现金流	286	271	-3	-3
营业利润	82	116	154	210	现金净流量	170	136	-397	-541
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	82	116	154	210	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	13	20	26	36	成长能力				
净利润	69	96	128	174	营业收入增长率	48.7%	39.6%	39.2%	41.3%
归属于母公司净利润	79	103	137	186	净利润增长率	13.1%	30.6%	33.2%	36.3%
YoY (%)	13.1%	30.6%	33.2%	36.3%	盈利能力				
每股收益	1.12	1.47	1.95	2.66	毛利率	51.7%	50.0%	48.0%	46.0%
					净利率	14.8%	14.8%	14.2%	13.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	8.4%	6.0%	6.7%	7.3%
货币资金	340	476	79	-462	净资产收益率 ROE	13.0%	9.3%	11.0%	13.0%
预付款项	27	39	52	69	偿债能力				
存货	137	263	381	559	流动比率	2.55	1.71	0.99	0.49
其他流动资产	147	189	263	370	速动比率	1.89	1.18	0.44	-0.08
流动资产合计	651	967	774	536	现金比率	1.33	0.84	0.10	-0.42
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	36.3%	36.0%	40.4%	45.2%
固定资产	200	528	869	1,364	经营效率				
无形资产	53	118	213	353	总资产周转率	0.50	0.38	0.44	0.50
非流动资产合计	281	735	1,270	2,004	每股指标 (元)				
资产合计	931	1,703	2,044	2,540	每股收益	1.12	1.47	1.95	2.66
短期借款	73	73	73	73	每股净资产	8.64	15.83	17.78	20.44
应付账款及票据	64	89	129	189	每股经营现金流	0.21	3.86	3.15	4.78
其他流动负债	118	403	577	839	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	255	565	778	1,100	估值分析				
长期借款	35	0	0	0	PE	22.65	17.34	13.02	9.56
其他长期负债	48	48	48	48	PB	2.94	1.61	1.43	1.24
非流动负债合计	83	48	48	48					
负债合计	338	613	827	1,149					
股本	70	87	87	87					
少数股东权益	-12	-19	-27	-40					
股东权益合计	593	1,090	1,217	1,391					
负债和股东权益合计	931	1,703	2,044	2,540					

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

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业6年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名。目前专注于半导体设备、自动化、汽车电子、机器人、工程机械等细分行业深度覆盖。

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。

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。