

2022年08月26日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 疫情干扰出清，多业务板块内生增长力显现

## —理邦仪器（300206.SZ）公司深度报告

### 买入（首次）

### 投资要点

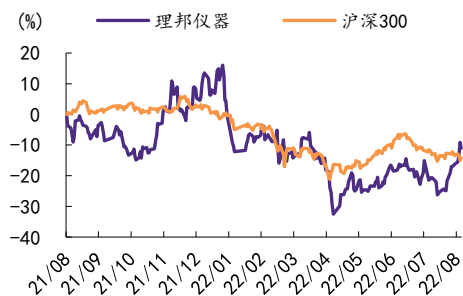
分析师：傅鸿浩 S1050521120004  
fuhh@cfsc.com.cn  
联系人：俞家宁 S1050122040006  
yujn@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2022-08-25

|            |           |
|------------|-----------|
| 当前股价（元）    | 11.86     |
| 总市值（亿元）    | 69.0      |
| 总股本（百万股）   | 581.7     |
| 流通股本（百万股）  | 340.4     |
| 52周价格范围（元） | 8.3-14.79 |
| 日均成交额（百万元） | 51.8      |

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### ■ 疫情干扰出清，2 季度业绩拐点显现

2020 年受益于疫情带动的监护设备采购潮，公司收入实现翻倍增长，由 2019 年的 11 亿元提升至 23 亿元，但同时也造成了当年较大的业绩基数。2021 年公司逐步摆脱疫情对业绩的干扰，疫情相关订单于 1 季度消耗完毕，收入于 2 季度开始趋稳。从数据来看，2021 年 1-4 季度单季度收入分别为 5.09、3.76、3.73 和 3.77 亿元，1 季度疫情订单消耗后，2-4 季度收入相对均衡，与公司过往常规季度业绩情况匹配。2022 年 2 季度，在国内疫情扰动下，公司仍实现快速增长。公司 2 季度实现营业收入 4.68 亿元，同比增长 24.27%；归母净利润 1.01 亿元，同比增长 68%。我们认为疫情对于公司业绩基数的干扰已经消除，同时业绩拐点已于 2 季度显现，公司多年研发投入及市场布局已经进入回报期，预计全年业绩稳中有升。

#### ■ 体外诊断、超声业务有望推动业务加速增长

基于多年持续研发投入和技术积累，公司近年来陆续上市诸多创新仪器设备，大幅提升了公司产品丰富度，进而提升公司综合竞争力。1) 体外诊断。公司计划于 2022 年推出全新一代 i20 干式血气分析器，并计划于 2023 年上线湿式血气分析器，打造“干+湿”全产品血气分析解决方案，以满足不同层级医院和科室的需求。同时公司分子诊断产品预计将于 2022 年第四季度率先于海外市场发布。诸多新品将进一步加速公司体外诊断业务的拓展。2) 超声。2018 年以来，公司陆续推出多款创新产品，定位中高端市场，目前，公司拥有以 LX9 和 AX8 为代表的中高端彩超设备，同时也有以便携式黑白超声 DUS60 为代表的低端设备，实现了国内高、中、低端市场的完全覆盖，解决了过去单一产品线的限制。我们预计未来 3 年体外诊断、超声业务增长有望进入加速期，保持 30%以上的增长。

#### ■ 心电、妇幼、监护老树新花，综合实力提升有望实现业绩稳增长

近年来公司在传统心电、妇幼、监护领域付出诸多努力。心电领域，公司构建了心电网络解决方案系统，通过网络化的手段深度赋能传统心电设备，提升医院整体诊疗水平。目前公司重点布局大型三甲医院，未来有望凭借医院系统带动对口附属医院增量，从而实现进一步的成长。妇幼领域，公司看准时机切入盆底领域，利用自身妇产科的品牌、资源优势，带动盆底设备增长，从而突破单一产品的上限，实现协同。未来，公司也将进一步整合产科、妇科产品线，在临床

服务，科室管理等方面提供综合型业务方案，并将院内市场拓展至家庭终端，打开长期成长空间。公司监护设备经历疫情考验，产品力已获得全球医疗终端广泛认可，并与海外知名企业建立生产合作关系，未来渗透率有望持续增长。

### 盈利预测与估值

我们预计公司未来3年有望收入保持20-25%的增速，归母净利润保持30%-40%的增长。我们认为公司多年研发和技术积累已经进入回报期，且二季度业绩拐点趋势已经显现，考虑到公司业绩快速增长，基于peg-1的方法，给予公司2022年30倍PE的估值，对应市值为88亿元。预测公司2022-2024年收入分别为19.63、24.53、31.20亿元，EPS分别为0.50、0.70、1.00元，当前股价对应PE分别为23.5、16.8、11.9倍，给予“买入”投资评级。

### 风险提示

新品上市和推广速度低于预期、国内外疫情反复干扰正常经营

| 预测指标        | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入（百万元） | 1,636  | 1,963 | 2,453 | 3,120 |
| 增长率（%）      | -29.4% | 20.0% | 24.9% | 27.2% |
| 归母净利润（百万元）  | 231    | 293   | 410   | 581   |
| 增长率（%）      | -64.6% | 26.8% | 39.6% | 41.8% |
| 摊薄每股收益（元）   | 0.40   | 0.50  | 0.70  | 1.00  |
| ROE（%）      | 13.4%  | 17.3% | 24.8% | 36.5% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1、 国产医疗设备领军企业，业绩拐点已现.....             | 4  |
| 2、 多年研发投入布局进入收获期，五大板块助力公司业绩增长.....    | 5  |
| 2.1、 血气分析领域布局完成，有望进入高速增长期.....        | 5  |
| 2.2、 超声业务高中低端完全覆盖，业绩增长有望加速.....       | 7  |
| 2.3、 心电、妇幼、监护三大传统板块老树新芽，打开长期成长空间..... | 8  |
| 2.4、 布局智慧医疗，实现多板块业务协同.....            | 8  |
| 3、 盈利预测与估值.....                       | 8  |
| 4、 风险提示.....                          | 10 |

## 图表目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图表 1：公司病人监护业务占比最高.....               | 4 |
| 图表 2：公司收入恢复正常增长水平（亿元）.....           | 4 |
| 图表 3：公司疫情相关订单已于 2021Q1 消耗完毕（亿元）..... | 4 |
| 图表 4：公司病人监护业务占比最高.....               | 5 |
| 图表 5：公司 IVD 业务保持高速增长（亿元）.....        | 6 |
| 图表 6：公司超声业务增长有望提速（亿元）.....           | 7 |
| 图表 7：公司营业收入假设（万元）.....               | 9 |

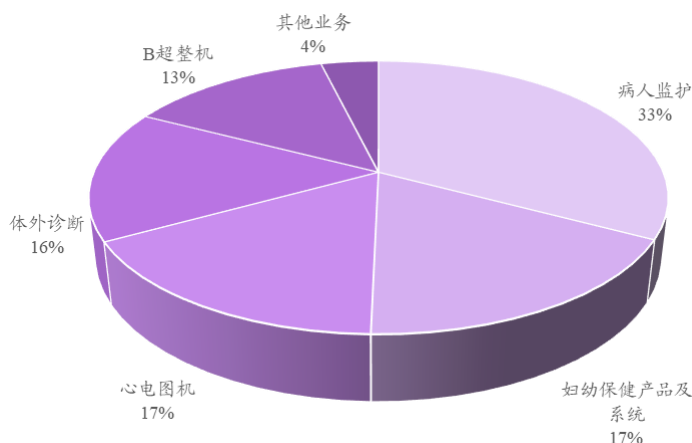
## 1、 国产医疗设备领军企业，业绩拐点已现

深圳市理邦精密仪器股份有限公司成立于 1995 年，于 2011 年在深交所上市。公司专注于电子设备产品和体外诊断产品的研发、生产、销售、服务，业务主要涵盖病人监护、心电诊断、妇幼健康、超声影像、体外诊断、智慧医疗六大领域，销售渠道遍及全球 170 多个国家和地区。

公司早期以妇幼监护、超声影像业务起家，逐步拓展至心电诊断和病人监护，并于 2013 年推出公司第一款干式血气生化分析仪器，至此奠定公司 5 大业务板块基础。同时公司顺应医疗行业发展趋势，开发智慧医疗业务，将互联网与传统医疗器械结合，为公司核心业务赋能。公司病人监护、妇幼健康、心电诊断系列均处于国内厂商中的第一梯队，同时在超声和体外诊断领域也具备较强的竞争力。

2022 年上半年，公司实现营业收入 8.58 亿元，其中贡献最多的板块为病人监护业务，占比 32.76%；其他业务占比依次为妇幼保健 17.59%、心电图机 16.64%、体外诊断 15.6%、超声设备 13.58%。

图表 1：公司病人监护业务占比最高



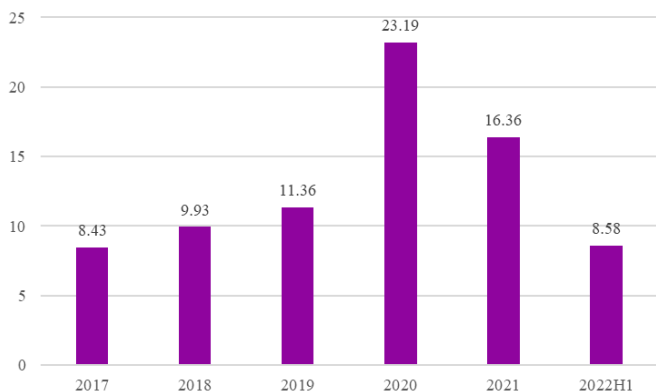
资料来源：WIND，华鑫证券研究

**公司摆脱疫情干扰，恢复正常增长。**2020 年，公司受益于疫情带动的监护设备采购潮，收入实现翻倍增长，营业收入由 2019 年的 11 亿元提升至 23 亿元。其中，监护设备由 3.97 亿元提升至 14.71 亿元，是最主要的收入贡献点。截至 2021 年 1 季度末，公司疫情相关订单已经消耗完毕，1 季度实现收入 5.09 亿元，为历史最高收入季度。2021 年 2、3、4 季度收入分别为 3.76、3.73 和 3.77 亿元，收入趋稳，与公司过往季度业绩情况匹配。至此，公司已摆脱 2020 年疫情基数干扰，回归正常增长水平。

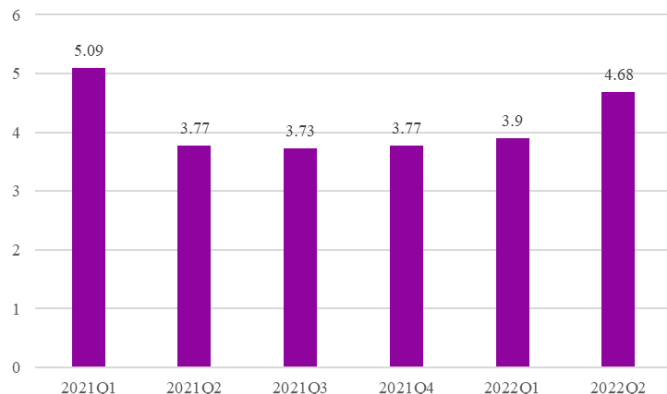
**2 季度受到国内疫情扰动，公司仍实现快速增长。**截至 2022 年半年报，公司 2 季度实现营业收入 4.68 亿元，同比增长 24.27%；归母净利润 1.01 亿元，同比增长 68%。若剔除当期外汇兑换带来的 1200 万元增益，仍实现将近 50% 的增长。我们认为疫情对于公司业绩基数的干扰已经消除，并在 2 季度出现拐点，公司多年研发投入及市场布局已经进入回报期，预计全年业绩稳中有升。

图表 2：公司收入恢复正常增长水平（亿元）

图表 3：公司疫情相关订单已于 2021Q1 消耗完毕（亿元）



资料来源：WIND，华鑫证券研究



资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 2、多年研发投入布局进入收获期，五大板块助力公司业绩增长

### 2.1、血气分析领域布局完成，有望进入高速增长期

血气分析是一种测量血液中氧气和二氧化碳含量以及酸度（pH）的测试，用以评估人体呼吸功能及酸碱平衡状态。由于危重患者常伴有动脉血气变化和酸碱失衡的发生，因此血气分析仪已经成为急诊室、重症病房、呼吸科的必备设备之一，其指标为临床抢救和患者监护提供重要参考意义。

根据 Medtech Insight 数据，2021 年全球血气分析仪市场规模约 33.7 亿美元，预计到 2025 年全球血气分析仪市场规模将达到 60 亿美元。目前我国血气分析仪市场规模在 24 亿元左右，行业增速近 20%。由于血气技术具有一定的技术壁垒，国内厂家技术处于发展阶段，目前国内血气分析市场主要被国外品牌占据，其市场占有率超过 90%，其中以雷度米特及沃芬市占率较高，以理邦仪器为代表的国产厂商国产替代进程正不断推进。

床旁 POC 血气分析主要有两大技术阵营，一类是基于电化学微流控，以雅培 i-stat 和理邦 i15 为代表的干式血气分析仪，体积较小，使用检测片检测，能够针对单一样本进行一次检测多个指标。另一类是基于电极技术，以沃芬 GEM5000 和雷度米特 ABL90 为代表的湿式血气分析仪，体积较大，可以批量检测样本。根据各自设备特点，干式血气分析仪主要应用于重症监护室、妇产科、急诊科等一些对及时性要求比较高的科室，而湿式血气分析仪更加适合一些检测量比较大的医院的常规性检测。

图表 4：公司病人监护业务占比最高

干式与湿式血气分析仪对比

| 干式血气分析仪       | 湿式血气分析仪                  |
|---------------|--------------------------|
| 体积小、可移动性好     | 体积大、不便移动                 |
| POCT          | 非POCT                    |
| 内部无液路，机器免维修   | 内部有液路，会出现液路堵塞的情况，需经常进行维护 |
| 不需要更换电极       | 电极需要定期进行更换，电极成本较高        |
| 一般为单个样本检测     | 能批量处理样本                  |
| 平台型，可组合测定不同指标 | 无法增减指标                   |
| 应用荧光法         | 应用电极法                    |
| 不需要试剂         | 试剂存储效期短，存储温度要求高          |

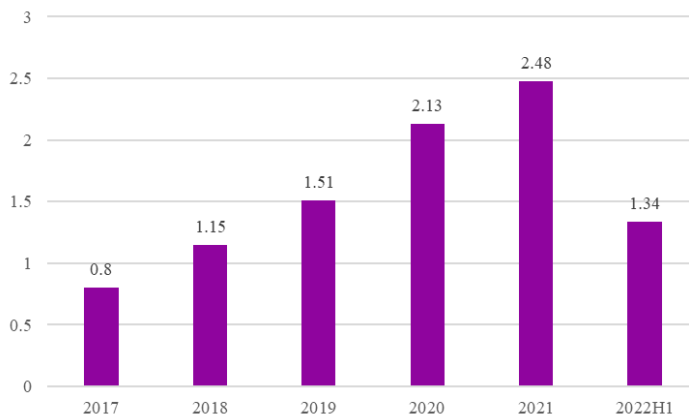
资料来源：化工仪器网，华鑫证券研究

**全新一代干式血气分析仪 i20 上市，有望加速业务增长。**公司看准时机于 2013 年推出 i15 干式血气生化分析仪，并于 2016 年正式上市销售。公司 i15 干式血气分析仪凭借优异性能以及自动进样、常温储存两大独特优势快速占领市场，现已成为国产干式血气分析仪头部品牌，2021 年销售额超过 2 亿元。2022 年，公司在原有设备基础上进行升级迭代，研发出全新一代 i20 干式血气分析仪，该产品预计年底将于国外推出，2023 年于国内上市。新一代干式血气分析仪可测指标更多、成本更低、同时耗材支持常温储存和运输，大大降低国际市场的物流成本、提高检测稳定性。重磅新品推出后将进一步加强公司在血气分析领域的竞争力。

**布局湿式血气分析仪，打造血气全产品组合。**公司计划于 2023 年推出湿式血气分析仪，至此将打造“干+湿”全产品血气分析解决方案，以满足不同层级医院和科室的需求，此举将进一步提升公司产品的综合竞争力。我们认为随着公司血气分析全产品线布局逐步完成，未来血气业务将进入加速期。未来公司有望凭借“干+湿”组合方案，深度绑定客户需求，不断提高设备的市场保有量，并以此为支点带动耗材快速放量，公司盈利能力有望得到进一步提升。

**武器库不断扩充，综合竞争力提升有望带动体外诊断板块进一步增长。**公司于 2016 年、2017 年陆续推出 m16 磁敏免疫分析仪、全自动血细胞分析仪等产品，不断提升院内 POC 方案解决能力。2019 年公司收购英国 LGC 公司的快速诊断（POCT）ClariLight 分子诊断平台业务，进一步开拓分子诊断领域。基于该平台开发的新冠病毒、甲型流感病毒、乙型流感病毒、呼吸道合胞病毒的核酸检测产品于 2022 年 5 月已获得欧盟 CE 认证，预计将于 2022 年第四季度率先于海外市场发布。我们认为分子诊断业务的加入将进一步加速公司体外诊断业务的拓展。

图表 5：公司 IVD 业务保持高速增长（亿元）



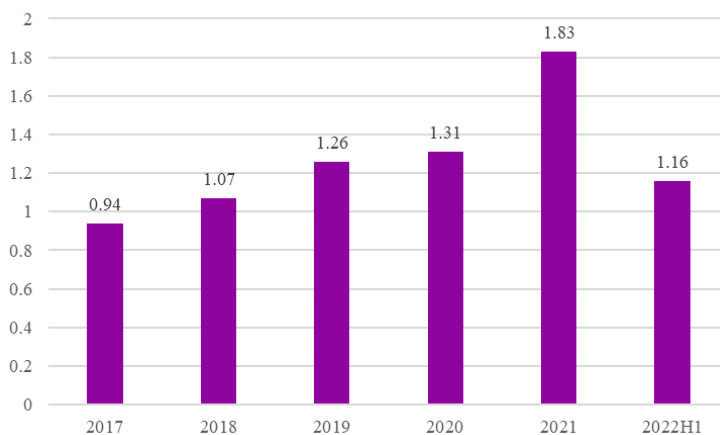
资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 2.2、超声业务高中低端全覆盖，业绩增长有望加速

历史上，彩超业务一直是公司最倾注心血的领域之一，投入大量研发资源，其在美国圣地亚哥和深圳均设有研发中心，部分研发人员来自西门子等超声巨头企业，具备较好的技术积累。公司过往彩超设备主要以低端产品为主，且产品型号较为单一，终端医院销售渠道缺少竞争力，因此收入上并未实现快速增长。2018 年以来，公司推出多款创新产品，定位中高端市场，并对图像、功能、算法进行升级优化。目前，公司拥有以 LX9 和 AX8 为代表的中高端彩超设备，同时也有以便携式黑白超声 DUS60 为代表的低端设备，实现了国内高、中、低端市场的完全覆盖，市场竞争力得到大幅提升。

从收入上看，公司彩超业务摆脱 2020 年疫情干扰正逐步恢复，2021 年实现收入 1.83 亿元，同比增长 40.10%；2022 年上半年克服国内疫情绕道超声业务收入实现收入 1.34 亿元，同比增长 29.91%。公司目前基于高中低端设备开发更多型号以满足多元的客户需求，同时在不断提升产品性能的基础上，重点研发特色化的软件模块、探头等零部件，实现差异化竞争，从而进一步提升产品的综合竞争力。我们认为基于多层次产品管线的建立，公司彩超业务增长有望提速。

图表 6：公司超声业务增长有望提速（亿元）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 2.3、心电、妇幼、监护三大传统板块老树新芽，打开长期成长空间

公司在心电领域积累已久，出口额连续多年位居国产厂商前列，已成长为中国心电产品的领军品牌之一。目前，公司心电诊断业务涵盖了完整的心电诊断领域，包括三大心电检查类别——静态心电、运动心电、动态心电及动态血压，以及完备的心电网络解决方案。公司目前重点布局心电网络解决方案系统，通过网络化的手段深度赋能传统心电设备。心电网络解决方案具备以下优势：1) 通过网络将诊断数据传输至医院端，实现远程数据互联，提高诊疗水平；2) 通过网络化、模块化将正常和非正常心电图进行区分，仅将不正常的情况推送至医生，提高诊疗效率；3) 通过对数据的集中分析，提升医院整体诊疗水平。目前公司重点布局大型三甲医院，未来有望凭借医院系统带动对口附属医院增量，从而实现进一步的增长。

公司深耕妇幼健康业务 20 余年，在妇幼领域建立了很好的品牌基础。公司早期以普勒胎心仪和胎儿、母亲监护仪系列产品切入市场，并逐步拓展至妇幼诊疗，推出包括含阴道镜产品系列和妇科高频电刀系列产品。经过 20 余年的市场耕耘，公司在妇幼领域建立了较好的品牌基础，其中胎监产品系列出口额更是连续多年稳居中国厂商前列，电子阴道镜已经成为国内第一品牌，2019 年公司推出其首款生物刺激反馈仪，正式进军盆底康复领域。盆底的目标人群与公司传统胎监等设备一致，公司借此切入盆底领域，利用自身妇产科的品牌、资源优势，带动盆底设备增长，从而突破单一产品的上限空间。此外，公司也将进一步整合产科、妇科产品线，在临床服务，科室管理等方面提供综合型业务方案，并将院内市场拓展至家庭终端，打开长期成长空间。

病人监护业务是公司的基石业务之一，为目前收入贡献占比最高的业务板块。公司监护设备受 2020 年疫情带动，实现 14.71 亿元的销售额，同比增长 270.64%，对于基数扰动较大，目前已经企稳。我们认为疫情极大程度地缩短了公司进入全球医院渠道的磨合期，通过疫情，公司产品力获得全球客户广泛认可。同时，公司目前与海外知名企业建立生产合作关系，充分体现公司产品力，未来渗透率有望持续增加。

## 2.4、布局智慧医疗，实现多板块业务协同

公司销售上由过往单一电子诊疗设备的销售逐步转型为提供综合信息化解决方案，以信息化网络为基础，串联公司各项业务，实现深度协同。截至目前，公司已累计完成超 5000 家医疗机构及院内临床科室的信息化网络建设，在武汉亚洲心脏病医院、广东省妇幼保健院、湖南省人民医院、深圳市人民医院等大型三甲医院，根据临床需求完成了信息化建设的定制化标杆。未来，在国内新基建的浪潮下，公司的整体信息化解决方案更有利于获得更多的订单，不断提高终端市场竞争的护城河，助力主营业务持续稳定增长。

## 3、盈利预测与估值

- 1) **体外诊断**。公司计划于 2022 年下半年推出全新一代 i20 干式血气分析器，并计划于 2023 年上线湿式血气分析仪器，打造“干+湿”全产品血气分析解决方案，以满



足不同层级医院和科室的需求。同时公司分子诊断产品预计将于 2022 年第四季度率先于海外市场发布，诸多新品将进一步加速公司体外诊断业务的拓展。体外诊断板块未来 3 年有望保持 30%以上的增长。

- 2) **超声设备**。2018 年以来，公司陆续推出多款创新产品，定位中高端市场，目前，公司拥有以 LX9 和 AX8 为代表的中高端彩超设备，同时也有以便携式黑白超声 DUS60 为代表的低端设备，实现了国内高、中、低端市场的完全覆盖，解决了过去单一产品线的限制。超声板块预计未来 3 年有望保持 40%以上增长。
- 3) **心电设备**。公司构建了心电网络解决方案系统，通过网络化的手段深度赋能传统心电设备，提升医院整体诊疗水平。目前公司重点布局大型三甲医院，未来有望凭借医院系统带动对口附属医院增量，从而实现进一步的增长。心电领域预计未来 3 年有望保持 20%以上增长。
- 4) **妇幼领域**。公司看准时机切入盆底领域，利用自身妇产科的品牌、资源优势，带动盆底设备增长，从而突破单一产品的上限空间。未来，公司也将进一步整合产科、妇科产品线，在临床服务，科室管理等方面提供综合型业务方案，并将院内市场拓展至家庭终端，打开长期成长空间。妇幼领域预计未来 3 年有望保持 20%以上增长。
- 5) **监护设备**。公司监护设备经历疫情考验，产品力已获得全球医疗终端的广泛认可，并与海外知名企业建立生产合作关系，未来渗透率有望持续增长，预计未来 3 年保持 10-15%的增长。
- 6) 综上，我们预计公司未来 3 年有望收入保持 20-25%的增速，归母净利润保持 30%-40%的增速。我们认为公司多年研发和技术积累已经进入回报期，且二季度业绩拐点趋势已经显现，考虑到公司业绩快速增长，基于 peg-1 的方法，给予公司 2022 年 30 倍 PE 的估值，对应市值为 88 亿元。

预测公司 2022-2024 年收入分别为 19.63、24.53、31.20 亿元，EPS 分别为 0.50、0.70、1.00 元，当前股价对应 PE 分别为 23.5、16.8、11.9 倍，给予“买入”投资评级。

图表 7：公司营业收入假设（万元）

| 病人监护             | 2019A  | 2020A   | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入             | 39,678 | 147,068 | 59,859 | 64,648 | 74,345 | 85,496 |
| 增长率              | 21.8%  | 270.7%  | -59.3% | 8.0%   | 15.0%  | 15.0%  |
| 营业成本             | 18,930 | 60,107  | 28,607 | 31,031 | 35,685 | 40,183 |
| 毛利率              | 52.3%  | 59.1%   | 52.2%  | 52.0%  | 52.0%  | 53.0%  |
| <b>妇幼保健产品及系统</b> |        |         |        |        |        |        |
| 营业收入             | 22,259 | 22,433  | 26,539 | 31,847 | 39,490 | 49,362 |
| 增长率              | 24.2%  | 0.8%    | 18.3%  | 20.0%  | 24.0%  | 25.0%  |
| 营业成本             | 8,258  | 7,641   | 9,291  | 11,146 | 13,426 | 16,289 |
| 毛利率              | 62.9%  | 65.9%   | 65.0%  | 65.0%  | 66.0%  | 67.0%  |
| <b>心电图机</b>      |        |         |        |        |        |        |
| 营业收入             | 20,028 | 23,150  | 27,769 | 33,323 | 40,654 | 50,817 |
| 增长率              | 18.4%  | 15.6%   | 20.0%  | 20.0%  | 22.0%  | 25.0%  |
| 营业成本             | 7,518  | 8,235   | 10,558 | 12,563 | 15,042 | 18,294 |
| 毛利率              | 62.5%  | 64.4%   | 62.0%  | 62.3%  | 63.0%  | 64.0%  |
| <b>体外诊断</b>      |        |         |        |        |        |        |
| 营业收入             | 15,087 | 21,342  | 24,836 | 31,045 | 40,980 | 56,142 |

|              |         |         |         |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 增长率          | 31.7%   | 41.5%   | 16.4%   | 25.0%   | 32.0%   | 37.0%   |
| 营业成本         | 7,824   |         | 11,377  | 14,281  | 18,851  | 25,264  |
| 毛利率          | 48.1%   |         | 54.2%   | 54.0%   | 54.0%   | 55.0%   |
| <b>B 超整机</b> |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入         | 12,601  | 13,077  | 18,322  | 28,215  | 41,476  | 60,141  |
| 增长率          | 17.9%   | 3.8%    | 40.1%   | 54.0%   | 47.0%   | 45.0%   |
| 营业成本         | 5,799   | /       | 8,912   | 13,543  | 19,909  | 28,867  |
| 毛利率          | 54.0%   | /       | 51.4%   | 52.0%   | 52.0%   | 52.0%   |
| <b>其他业务</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入         | 3,971   | 4,789   | 6,317   | 7,264   | 8,354   | 10,025  |
| 增长率          | -59.2%  | 20.6%   | 31.9%   | 15.0%   | 15.0%   | 20.0%   |
| 营业成本         | 1,733   | /       | 3,307   | 3,632   | 4,177   | 5,012   |
| 毛利率          | 56.4%   | /       | 47.7%   | 50.0%   | 50.0%   | 50.0%   |
| <b>合计</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入         | 113,624 | 231,860 | 163,641 | 196,342 | 245,298 | 311,983 |
| 增长率          | 14.5%   | 104.1%  | -29.4%  | 20.0%   | 24.9%   | 27.2%   |
| 营业成本         | 50,063  | 94,112  | 72,051  | 86,196  | 107,090 | 133,911 |
| 毛利率          | 55.9%   | 59.4%   | 56.0%   | 56.1%   | 56.3%   | 57.1%   |

资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 4、风险提示

新品上市和推广速度低于预期、国内外疫情反复干扰正常经营

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表         | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产:</b>  |       |       |       |       |
| 现金及现金等价物      | 734   | 1,697 | 1,656 | 1,555 |
| 应收款           | 116   | 139   | 174   | 221   |
| 存货            | 398   | 488   | 606   | 759   |
| 其他流动资产        | 134   | 141   | 151   | 165   |
| 流动资产合计        | 1,382 | 2,465 | 2,588 | 2,699 |
| <b>非流动资产:</b> |       |       |       |       |
| 金融类资产         | 101   | 101   | 101   | 101   |
| 固定资产          | 455   | 424   | 396   | 370   |
| 在建工程          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产          | 106   | 101   | 95    | 90    |
| 长期股权投资        | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 其他非流动资产       | 96    | 96    | 96    | 96    |
| 非流动资产合计       | 666   | 630   | 596   | 565   |
| 资产总计          | 2,048 | 3,095 | 3,184 | 3,264 |
| <b>流动负债:</b>  |       |       |       |       |
| 短期借款          | 60    | 260   | 360   | 460   |
| 应付账款、票据       | 114   | 139   | 173   | 216   |
| 其他流动负债        | 64    | 64    | 64    | 64    |
| 流动负债合计        | 284   | 463   | 597   | 740   |
| <b>非流动负债:</b> |       |       |       |       |
| 长期借款          | 0     | 900   | 900   | 900   |
| 其他非流动负债       | 32    | 32    | 32    | 32    |
| 非流动负债合计       | 32    | 932   | 932   | 932   |
| 负债合计          | 316   | 1,395 | 1,529 | 1,672 |
| <b>所有者权益</b>  |       |       |       |       |
| 股本            | 582   | 582   | 582   | 582   |
| 股东权益          | 1,732 | 1,700 | 1,655 | 1,592 |
| 负债和所有者权益      | 2,048 | 3,095 | 3,184 | 3,264 |

| 现金流量表     | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 227   | 288   | 402   | 571   |
| 少数股东权益    | -4    | -5    | -7    | -10   |
| 折旧摊销      | 45    | 36    | 33    | 31    |
| 公允价值变动    | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 营运资金变动    | -31   | -141  | -129  | -170  |
| 经营活动现金净流量 | 237   | 178   | 299   | 422   |
| 投资活动现金净流量 | 105   | 30    | 28    | 26    |
| 筹资活动现金净流量 | 620   | 780   | -347  | -534  |
| 现金流量净额    | 963   | 988   | -19   | -85   |

| 利润表     | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 1,636 | 1,963 | 2,453 | 3,120 |
| 营业成本    | 721   | 862   | 1,071 | 1,339 |
| 营业税金及附加 | 18    | 21    | 26    | 34    |
| 销售费用    | 323   | 353   | 429   | 515   |
| 管理费用    | 105   | 118   | 135   | 165   |
| 财务费用    | 6     | 17    | 22    | 28    |
| 研发费用    | 252   | 279   | 341   | 431   |
| 费用合计    | 685   | 767   | 927   | 1,138 |
| 资产减值损失  | 0     | -20   | -10   | -5    |
| 公允价值变动  | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 投资收益    | 7     | 1     | 1     | 1     |
| 营业利润    | 245   | 317   | 442   | 627   |
| 加:营业外收入 | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 减:营业外支出 | 1     | 3     | 3     | 3     |
| 利润总额    | 247   | 317   | 442   | 627   |
| 所得税费用   | 20    | 29    | 40    | 56    |
| 净利润     | 227   | 288   | 402   | 571   |
| 少数股东损益  | -4    | -5    | -7    | -10   |
| 归母净利润   | 231   | 293   | 410   | 581   |

| 主要财务指标           | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |        |       |       |       |
| 营业收入增长率          | -29.4% | 20.0% | 24.9% | 27.2% |
| 归母净利润增长率         | -64.6% | 26.8% | 39.6% | 41.8% |
| <b>盈利能力</b>      |        |       |       |       |
| 毛利率              | 56.0%  | 56.1% | 56.3% | 57.1% |
| 四项费用/营收          | 41.9%  | 39.1% | 37.8% | 36.5% |
| 净利率              | 13.9%  | 14.7% | 16.4% | 18.3% |
| ROE              | 13.4%  | 17.3% | 24.8% | 36.5% |
| <b>偿债能力</b>      |        |       |       |       |
| 资产负债率            | 15.4%  | 45.1% | 48.0% | 51.2% |
| <b>营运能力</b>      |        |       |       |       |
| 总资产周转率           | 0.8    | 0.6   | 0.8   | 1.0   |
| 应收账款周转率          | 14.1   | 14.1  | 14.1  | 14.1  |
| 存货周转率            | 1.8    | 1.8   | 1.8   | 1.8   |
| <b>每股数据(元/股)</b> |        |       |       |       |
| EPS              | 0.40   | 0.50  | 0.70  | 1.00  |
| P/E              | 29.8   | 23.5  | 16.8  | 11.9  |
| P/S              | 4.2    | 3.5   | 2.8   | 2.2   |
| P/B              | 4.0    | 4.0   | 4.1   | 4.3   |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 医药组介绍

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券

## ■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务

状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。