

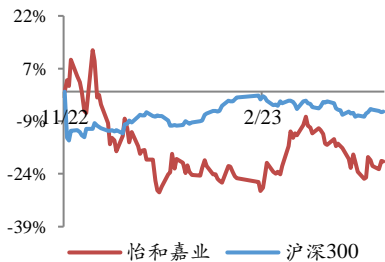
## 2022 年业绩符合预期，股权激励提振公司信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-30

收盘价(元)	231.00
近12个月最高/最低(元)	325.00/ 204.86
总股本(百万股)	64
流通股本(百万股)	15
流通股比例(%)	23.71
总市值(亿元)	148
流通市值(亿元)	35

### 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.【华安医药】公司深度：怡和嘉业：国产家用呼吸机龙头，志在全球市场  
2022-12-05

### 主要观点：

#### ✓ 事件：

公司发布2022年年报：2022年公司实现营业收入14.15亿元，同比增长113.64%；归母净利润3.80亿元，同比增长161.04%；扣非归母净利润3.65亿元，同比增长169.81%。

2023年股权激励计划：拟向管理层及核心业务人才等145人授予限制性股票不超过46万股，占总股本1%，授予价格116.53元/股。业绩考核目标为，以2022年营收为基数，2023和2024年收入增长不低于30%和60%。股权激励彰显公司信心。

#### ✓ 点评：

#### ● 受益于竞争对手产品召回，公司海外市场销售收入大增

受益于竞争对手飞利浦伟康产品召回事件，公司抓住机会，凭借中国供应链优势，以及3B公司在北美市场销售网络的拓展，共同实现了销售额跨越式增长，2020-2022年，公司对3B的销售额分别为1602.38万元、1.77亿元和8.72亿元。2022年公司海外收入达到了11.99亿元，占比约84.73%，同比增长约158.41%。

公司也还在加大海外市场产品注册工作。2022年公司产品国外资质认证通过5项，其中包括FDA认证的双水平无创呼吸机G3和单水平睡眠呼吸机M1Mini系列，并永久有效。截至2022年末，公司仍有处于注册申请中的国外资质认证22项，包括2项FDA、4项CE，以及韩国、巴西、马来西亚、哥伦比亚等全球多个国家的认证，其中仅1项延续注册，其余均为首次注册。

#### ● 公司盈利能力提升，股权激励绑定员工和公司利益

公司2022年全年实现家用呼吸机销量约85.98万台，2021年全年销量约34.22万台，同比增长151.26%。2022年综合销售毛利率约41.63%，同比减少1.61pp。分项看公司家用呼吸机和面罩耗材毛利率均有提升，分别为37.09%和62.80%，分别同比增加6.65pp和4.59pp。分季度看，2022Q4公司毛利率45.93%，同比增加11.74pp，环比增加7.73pp；净利率27.78%，同比增加14.89pp，环比增加1.83pp，盈利能力逐步回升。

公司同时也发布股权激励方案，拟向管理层及核心业务人才等145人授予限制性股票不超过46万股，占总股本1%。截至2022年12月31日，公司管理层中除实控人外有股份持有的人数偏少，此次股权激励方案也能进一步增强高管团队、核心业务人员与公司之间的粘性。此次公司层面业绩考核目标为以2022年营收为基数，2023和2024年收入增长不低于30%和60%。尽管未来飞利浦伟康何时回归市场未知，其回归市场后市场竞争格局变化如何，但公司用股权激励考核目标向市

场传递信心。

● **投资建议**

考虑公司股权激励计划和预期摊销的费用以及公司新发布的 2022 年年报情况，我们调整 2023-2024 年公司业绩预测，增加对 2025 年的业绩预测，预计 2023-2025 年公司收入分别为 18.60 亿元、23.83 亿元和 30.34 亿元（前次对 2023-2024 年收入预测为 20.50 亿元和 26.25 亿元），收入增速分别为 31.4%、28.1%和 27.3%，2023-2025 年归母净利润分别实现 4.77 亿元、6.34 亿元和 8.26 亿元（前次对 2023-2024 年归母净利润预测为 5.53 亿元和 7.15 亿元），增速分别为 25.4%、32.9%和 30.3%，2023-2025 年 EPS 预计分别为 7.45 元、9.90 元和 12.91 元，对应 2023-2025 年的 PE 分别为 31x、23x 和 18x，维持“买入”评级。

● **风险提示**

公司海外市场拓展不及预期风险。  
 公司行业竞争格局恶化风险。  
 汇率剧烈波动风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1415	1860	2383	3034
收入同比 (%)	113.6%	31.4%	28.1%	27.3%
归属母公司净利润	380	477	634	826
净利润同比 (%)	161.0%	25.4%	32.9%	30.3%
毛利率 (%)	41.6%	42.1%	42.6%	43.4%
ROE (%)	14.6%	15.5%	17.0%	18.2%
每股收益 (元)	7.51	7.45	9.90	12.91
P/E	29.24	31.00	23.32	17.90
P/B	5.38	4.79	3.97	3.25
EV/EBITDA	33.02	24.95	17.42	12.25

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2849	3126	3456	3969	<b>营业收入</b>	1415	1860	2383	3034
现金	356	656	773	1303	营业成本	826	1078	1368	1716
应收账款	93	48	139	98	营业税金及附加	9	11	14	18
其他应收款	2	6	2	9	销售费用	86	121	143	182
预付账款	9	15	17	21	管理费用	48	74	95	121
存货	203	206	331	334	财务费用	-17	-7	-13	-15
其他流动资产	2186	2195	2194	2203	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	78	347	748	1162	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	15	19	24	30
固定资产	27	283	667	1066	<b>营业利润</b>	436	546	725	945
无形资产	8	11	15	18	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	43	53	67	78	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	2927	3473	4204	5131	<b>利润总额</b>	435	546	725	945
<b>流动负债</b>	289	357	453	552	所得税	54	68	90	117
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	381	478	635	828
应付账款	103	128	173	199	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	186	229	280	354	<b>归属母公司净利润</b>	380	477	634	826
<b>非流动负债</b>	21	21	21	21	EBITDA	415	567	806	1102
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	7.51	7.45	9.90	12.91
其他非流动负债	21	21	21	21					
<b>负债合计</b>	310	378	474	573					
少数股东权益	7	8	9	11	<b>主要财务比率</b>				
股本	64	64	64	64	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	1773	1773	1773	1773	<b>成长能力</b>				
留存收益	773	1250	1884	2710	营业收入	113.6%	31.4%	28.1%	27.3%
归属母公司股东权	2610	3087	3721	4547	营业利润	165.7%	25.2%	32.9%	30.3%
<b>负债和股东权益</b>	2927	3473	4204	5131	归属于母公司净利	161.0%	25.4%	32.9%	30.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	41.6%	42.1%	42.6%	43.4%
					净利率 (%)	26.9%	25.6%	26.6%	27.2%
					ROE (%)	14.6%	15.5%	17.0%	18.2%
					ROIC (%)	13.4%	14.6%	16.1%	17.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	10.6%	10.9%	11.3%	11.2%
					净负债比率 (%)	11.9%	12.2%	12.7%	12.6%
					流动比率	9.84	8.76	7.63	7.18
					速动比率	9.06	8.09	6.83	6.51
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.80	0.58	0.62	0.65
					应收账款周转率	24.18	26.42	25.48	25.56
					应付账款周转率	9.60	9.30	9.08	9.24
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	7.51	7.45	9.90	12.91
					每股经营现金流薄)	5.86	9.33	9.55	17.45
					每股净资产	40.78	48.23	58.14	71.04
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29.24	31.00	23.32	17.90
					P/B	5.38	4.79	3.97	3.25
					EV/EBITDA	33.02	24.95	17.42	12.25

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述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。