

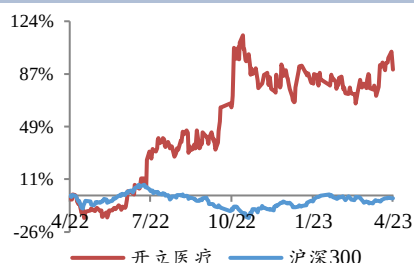
## 2022 年盈利能力大幅提升，销售改革作用突显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-12

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 54.01       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 60.95/23.90 |
| 总股本（百万股）        | 428         |
| 流通股本（百万股）       | 428         |
| 流通股比例（%）        | 100.00      |
| 总市值（亿元）         | 231         |
| 流通市值（亿元）        | 231         |

### 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

1.22Q3 盈利水平稳中向好，内镜业务高速增长 2022-10-30

2.经营改革效果显现，内镜助力业绩加速成长 2022-10-12

### 主要观点：

#### ✓ 事件：

公司发布 2022 年年报，公司 22 年实现营业收入 17.63 亿元（yoy+22.0%），归母净利润 3.70 亿元（yoy+49.6%），扣非归母净利润 3.42 亿元（yoy+103.8%）。

#### ✓ 事件点评：

#### ● 22Q4 销售毛利率继续提升，盈利能力持续改善

2022Q4 公司实现收入 5.11 亿元（yoy+1.37%），归母净利润 1.24 亿元（yoy+15.32%）。收入增速较为平缓，可能与 2022Q4 新冠病毒大面积感染导致业务进展受到影响有关，但 2022Q4 公司的毛利率水平达到 72.12%，销售净利率达到 24.33%，达到了公司近五年财报历史上的较好水平。2022Q4 毛利率提升，我们推测与公司（1）国内收入占比季度间提升，国内毛利率普遍较海外市场毛利率高；（2）公司高端机装机占比提升有关。

期间费用层面，公司销售、管理、研发费用率分别为 24.0%、5.6% 和 18.7%，销售和管理费用率同比下降 1.4pct 和 0.7pct，如果考虑到公司股权支付费用，销售费用率和管理费用率同比下降约 2.75pct 和 1.01pct。公司销售改革自 2019 年开始，随着公司不断加强自身团队建设、经销商网络建设，以及公司内镜产品线逐渐做大，公司的人均创收达到 75.52 万元，也达到近五年最高水平。

#### ● 内镜和超声业务均保持较快速增长，持续看好公司内镜板块快速增长

分产品线看，2022 年公司超声实现收入 10.8 亿元（yoy+14%），保持平稳增长，销售毛利率 65.67%（yoy-1.06pct），预计主要是海外低毛利超声收入占比提升所致。公司内镜实现收入 6.11 亿元（yoy+43%），保持快速增长，销售毛利率约 69.57%（yoy+0.89pct），预计高端机型 HD550 快速放量带动内镜毛利率提升。

在新产品研发上，公司也坚持高投入的思路，2022 年推进了光学放大内镜、4K 荧光腔镜、超高端超声、血管内超声等新品研发和上市。展望未来，公司将在多个细分产品线实现增长，①超声：70/80/90 系列超高端超声平台已拿证，2023 年有望贡献增量；②消化内镜：公司多功能的高端镜体不断推出，如光学放大内镜等，进一步实现国产替代；③硬镜：4K30 荧光、4K120 视频放大硬镜已拿证；④IVUS：公司拓展心血管科室，产品已于 2022 年拿证；⑤耗材：子公司威尔逊 2022 年收入受疫情影响，有所下滑，2023 年也将受益于疫情后的诊疗复苏，未来也有望完善硬镜耗材及外科耗材布局。

### ● 投资建议

我们调整 2023-2024 年的盈利预测，并增加对 2025 年的预测，预计 2023-2025 年公司收入端有望分别实现 21.92 亿元、27.36 亿元和 34.63 亿元（前次 2023-2024 年收入端预测分别为 22.80 亿元和 28.41 亿元），对应收入端增速分别为 24.4%、24.8%和 26.6%，2023-2025 年归母净利润预计有望分别实现 4.90 亿元、6.31 亿元和 8.08 亿元（前次 2023-2024 年利润端预计约为 4.32 亿元和 5.54 亿元），对应利润端增速分别为 32.4%、28.8%和 28.2%。2023-2025 年对应的 EPS 分别约 1.14 元、1.47 元和 1.89 元，对应的 PE 估值分别为 47 倍、37 倍和 29 倍，考虑到公司是国产内镜和超声双龙头公司，内镜进入快速成长期，超声保持稳定增长，公司高端产品占比持续提升，营销改革效果已经显现，维持公司“买入”评级。

### ● 风险提示

市场竞争加剧风险。  
产品研发不及预期风险。  
设备采购需求下滑风险。

### ● 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      | 1763  | 2192  | 2736  | 3463  |
| 收入同比（%）   | 22.0% | 24.4% | 24.8% | 26.6% |
| 归属母公司净利润  | 370   | 490   | 631   | 808   |
| 净利润同比（%）  | 49.6% | 32.4% | 28.8% | 28.2% |
| 毛利率（%）    | 66.9% | 67.3% | 67.5% | 67.8% |
| ROE（%）    | 13.5% | 15.1% | 16.3% | 17.3% |
| 每股收益（元）   | 0.86  | 1.14  | 1.47  | 1.89  |
| P/E       | 63.76 | 47.20 | 36.64 | 28.58 |
| P/B       | 8.56  | 7.13  | 5.97  | 4.94  |
| EV/EBITDA | 55.10 | 34.95 | 27.57 | 21.06 |

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           | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度            | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>流动资产</b>    | 2514 | 3074  | 3686  | 4715  | <b>营业收入</b>     | 1763  | 2192  | 2736  | 3463  |
| 现金             | 1337 | 1707  | 2076  | 2813  | 营业成本            | 584   | 718   | 889   | 1117  |
| 应收账款           | 199  | 288   | 365   | 481   | 营业税金及附加         | 15    | 20    | 25    | 31    |
| 其他应收款          | 17   | 32    | 44    | 71    | 销售费用            | 423   | 515   | 629   | 779   |
| 预付账款           | 12   | 18    | 24    | 27    | 管理费用            | 98    | 121   | 148   | 184   |
| 存货             | 514  | 593   | 740   | 885   | 财务费用            | -30   | -21   | -29   | -36   |
| 其他流动资产         | 435  | 437   | 436   | 438   | 资产减值损失          | -40   | -35   | -25   | -25   |
| <b>非流动资产</b>   | 1030 | 1137  | 1279  | 1364  | 公允价值变动收益        | -4    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 9     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 376  | 558   | 742   | 842   | <b>营业利润</b>     | 382   | 506   | 651   | 835   |
| 无形资产           | 169  | 166   | 159   | 154   | 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 485  | 414   | 377   | 369   | 营业外支出           | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 3544 | 4212  | 4965  | 6080  | <b>利润总额</b>     | 382   | 506   | 651   | 835   |
| <b>流动负债</b>    | 749  | 917   | 1040  | 1346  | 所得税             | 12    | 16    | 21    | 27    |
| 短期借款           | 181  | 181   | 181   | 181   | <b>净利润</b>      | 370   | 490   | 631   | 808   |
| 应付账款           | 230  | 328   | 355   | 514   | 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 339  | 408   | 504   | 652   | <b>归属母公司净利润</b> | 370   | 490   | 631   | 808   |
| <b>非流动负债</b>   | 55   | 55    | 55    | 55    | EBITDA          | 405   | 619   | 771   | 974   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.86  | 1.14  | 1.47  | 1.89  |
| 其他非流动负债        | 55   | 55    | 55    | 55    | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 804  | 972   | 1095  | 1401  | <b>会计年度</b>     | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 股本             | 428  | 428   | 428   | 428   | 营业收入            | 22.0% | 24.4% | 24.8% | 26.6% |
| 资本公积           | 1038 | 1038  | 1038  | 1038  | 营业利润            | 77.3% | 32.2% | 28.8% | 28.2% |
| 留存收益           | 1274 | 1774  | 2404  | 3213  | 归属于母公司净利        | 49.6% | 32.4% | 28.8% | 28.2% |
| 归属母公司股东权       | 2740 | 3239  | 3870  | 4678  | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 3544 | 4212  | 4965  | 6080  | 毛利率 (%)         | 66.9% | 67.3% | 67.5% | 67.8% |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       | 净利率 (%)         | 21.0% | 22.3% | 23.0% | 23.3% |
| 单位:百万元         |      |       |       |       | ROE (%)         | 13.5% | 15.1% | 16.3% | 17.3% |
| <b>会计年度</b>    | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | ROIC (%)        | 11.4% | 14.5% | 15.3% | 16.3% |
| <b>经营活动现金流</b> | 473  | 582   | 639   | 979   | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 净利润            | 370  | 490   | 631   | 808   | 资产负债率 (%)       | 22.7% | 23.1% | 22.1% | 23.0% |
| 折旧摊销           | 58   | 99    | 123   | 150   | 净负债比率 (%)       | 29.4% | 30.0% | 28.3% | 29.9% |
| 财务费用           | -12  | 5     | 5     | 5     | 流动比率            | 3.36  | 3.35  | 3.54  | 3.50  |
| 投资损失           | -9   | 0     | 0     | 0     | 速动比率            | 2.63  | 2.67  | 2.80  | 2.81  |
| 营运资金变动         | 6    | -47   | -145  | -10   | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 其他经营现金流        | 426  | 572   | 801   | 844   | 总资产周转率          | 0.54  | 0.57  | 0.60  | 0.63  |
| <b>投资活动现金流</b> | -434 | -207  | -265  | -236  | 应收账款周转率         | 8.66  | 9.00  | 8.37  | 8.18  |
| 资本支出           | -190 | -207  | -265  | -236  | 应付账款周转率         | 2.54  | 2.57  | 2.60  | 2.57  |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 其他投资现金流        | -244 | 0     | 0     | 0     | 每股收益            | 0.86  | 1.14  | 1.47  | 1.89  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 4    | -5    | -5    | -5    | 每股经营现金流薄)       | 1.11  | 1.36  | 1.49  | 2.29  |
| 短期借款           | 152  | 0     | 0     | 0     | 每股净资产           | 6.40  | 7.57  | 9.04  | 10.93 |
| 长期借款           | -43  | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| 普通股增加          | -2   | 0     | 0     | 0     | P/E             | 63.76 | 47.20 | 36.64 | 28.58 |
| 资本公积增加         | 26   | 0     | 0     | 0     | P/B             | 8.56  | 7.13  | 5.97  | 4.94  |
| 其他筹资现金流        | -130 | -5    | -5    | -5    | EV/EBITDA       | 55.10 | 34.95 | 27.57 | 21.06 |
| <b>现金净增加额</b>  | 54   | 370   | 369   | 738   |                 |       |       |       |       |

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。