

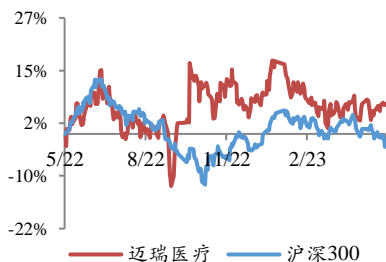
各条线业务稳健增长，高端客户持续突破

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-25

收盘价(元)	314.71
近12个月最高/最低(元)	341.88/ 255.89
总股本(百万股)	1,212
流通股本(百万股)	1,212
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	3,783
流通市值(亿元)	3,783

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 业绩符合预期，平台化、高端化助力公司持续增长 2022-10-30

2.业绩符合预期，平台化优势显著，业绩稳定增长 2022-08-21

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季度报告。2022 年实现营业收入 303.66 亿元，同比增长 20.17%，归母净利润 96.07 亿元，同比增长 20.07%，扣非归母净利润 95.25 亿元，同比增长 21.33%。

2023 年 Q1 实现营业收入 83.64 亿元，增长 20.47%，归母净利润 25.71 亿元，同比增长 22.14%，扣非归母净利润 25.29 亿元，同比增长 22.05%。

✓ 事件点评：

● 医疗新基建带动生命信息支持业务保持平稳增长

2022 年公司生命信息与支持业务实现收入 134.01 亿元

(yoy+20.15%)，其中微创外科业务全年仍实现了高速增长，硬镜系统增长超过 90%。国内医疗新基建对业务增长贡献显著，截至 2022 年底，国内医疗新基建待释放的市场空间超过 245 亿元，足以支撑公司未来两年该业务线的增长。

而且，公司生命信息与支持产线的产品竞争力已经全面达到世界一流水平，在海外市场也加速渗透高端客户群，2022 年公司突破了超过 300 家全新高端客户，并有超过 450 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破。预计随着疫情品类产品高基数影响缓解，海外常规品类如 AED、麻醉机、灯床塔也将恢复至高速增长状态，海外市场生命信息与支持业务也将恢复中高速增长。

● IVD 海外高端客户持续突破，国内三级医院占比持续提升，化学发光原材料短板借助海肽有望快速解决

2022 年公司体外诊断业务收入为 102.56 亿元 (yoy+21.39%)，其中海外市场体外诊断业务全年增长超过 35%。高端客户方面，2022 年公司突破了近 300 家全新高端客户，并有超过 120 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破，其中包括近 70 家第三方连锁实验室，开启体外诊断业务海外高端连锁实验室成批量突破的元年。未来，随着公司对海外市场的营销、物流供应、生产制造、临床支持、IT 服务等本地平台化能力的建设加强，海外中大样本量实验室的渗透也将显著加速。

另外，公司也积极参与国内 IVD 集采，借助集采中标，公司实现了多个区域空间三级医院的快速入院，如安徽省化学发光集采、江西省牵头的肝功能生化试剂集采以及安徽省的凝血试剂集采等，三级医院占国内体外诊断收入的比重在过去四年有一倍以上的提升。

从公司 IVD 板块涉及的细分领域看，公司在血球领域竞争力强，拳头产品 BC-7500 系列装机近 2,000 台，进一步巩固了公司血球市场第一的行业地位；生化领域，公司中标江西医保局牵头组织的 23 省生化

肝功试剂集采, 公司报量前后在当地的市场占有率有一倍左右的提升。未来结合公司高端生化仪 BS-2800M 的上市, 公司国内生化业务的增长有望提速。

化学发光领域, 公司也是国内市场的龙头企业, 2021 年公司收购了全球知名的 IVD 原材料领域公司海肽 (HyTest), 实现了在 IVD 原材料领域核心技术的自主可控。未来, 公司将加大海肽生物的研发和运营投入力度, 除了全球范围增加销售和运营管理人员外, 还将大幅增加其研发团队的规模和研发场地, 确保未来 5 年开发的新产品能够满足公司化学发光业务对原材料的需求, 以补充公司在化学发光原材料方面的不足。

● **影像板块, 中高端超声收入占比持续提升**

2022 年公司医学影像业务实现营业收入 64.64 亿元 (yoy+19.14%), 其中超声增长超过 20%, 主要是得益于全新高端超声 R 系列和全新中高端超声 I 系列迅速上量带来的海内外高端客户群的突破。

在国内市场, 通过超声产品持续的技术高端化和应用临床化, 公司在院内传统超声科室和新兴临床科室加速实现高端突破, 二、三级医院占国内超声收入的比重连年提升, 高端超声占国内超声收入的比重已超过一半。

在国际市场, 受益于全新中高端台式超声 I 系列 (基于全息数据的 ZST+域光平台, 并搭载极速处理硬件架构) 以及多款全新 POC 超声重磅推出, 公司的超声业务开启从中低端客户向高端客户突破的征程; 此外, 国际中小型影像中心仍在持续复苏, 对中低端超声需求有较强的推动作用。

● **投资建议**

结合公司 2022 年报情况, 我们预计 2023-2025 年公司营业总收入为 369.78 亿元、441.55 亿元、532.46 亿元, 同比增长 21.8%、19.4%、20.6%。对应归母净利润为 116.84 亿、141.13 亿、171.77 亿, 同比增长 21.6%、20.8%、21.7%。EPS 为 9.64 元、11.64 元、14.17 元, 对应当前股价 PE 分别为 32 倍、27 倍、22 倍。公司是我国医疗器械龙头企业, 综合公司经营情况及盈利能力, 维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

市场环境风险;
产品研发不及预期风险。

● **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	30366	36978	44155	53246
收入同比 (%)	20.2%	21.8%	19.4%	20.6%
归属母公司净利润	9607	11684	14113	17177
净利润同比 (%)	20.1%	21.6%	20.8%	21.7%

毛利率 (%)	64.2%	64.5%	64.5%	64.8%
ROE (%)	30.0%	26.8%	24.4%	22.9%
每股收益 (元)	7.94	9.64	11.64	14.17
P/E	39.79	32.38	26.80	22.02
P/B	11.98	8.66	6.55	5.05
EV/EBITDA	31.39	25.57	20.93	16.50

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
流动资产	30606	40086	53754	71384	营业收入	30366	36978	44155	53246
现金	23186	31230	43210	58792	营业成本	10885	13109	15663	18758
应收账款	2659	2968	3651	4359	营业税金及附加	348	407	442	532
其他应收款	149	183	218	263	销售费用	4802	5842	6976	8413
预付账款	289	350	418	500	管理费用	1320	1627	1899	2290
存货	4025	4993	5908	7099	财务费用	-451	-232	-312	-432
其他流动资产	298	362	349	371	资产减值损失	-71	-85	-33	-44
非流动资产	16139	20241	23365	25955	公允价值变动收益	-21	0	0	0
长期投资	61	81	100	124	投资净收益	-5	0	0	0
固定资产	4261	5961	6667	7442	营业利润	10991	13321	16090	19584
无形资产	1977	2636	3132	3490	营业外收入	35	0	0	0
其他非流动资产	9841	11563	13466	14899	营业外支出	72	0	0	0
资产总计	46745	60327	77119	97339	利润总额	10954	13321	16090	19584
流动负债	11770	13663	16338	19375	所得税	1343	1633	1973	2401
短期借款	0	0	0	0	净利润	9611	11688	14117	17183
应付账款	2291	2966	3461	4178	少数股东损益	4	4	4	5
其他流动负债	9479	10697	12876	15197	归属母公司净利润	9607	11684	14113	17177
非流动负债	2976	2976	2976	2976	EBITDA	11472	13583	16017	19372
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	7.94	9.64	11.64	14.17
其他非流动负债	2976	2976	2976	2976					
负债合计	14746	16640	19314	22352					
少数股东权益	18	22	26	31	主要财务比率				
股本	1212	1212	1212	1212	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	7509	7509	7509	7509	成长能力				
留存收益	23259	34944	49057	66235	营业收入	20.2%	21.8%	19.4%	20.6%
归属母公司股东权	31981	43665	57778	74956	营业利润	21.2%	21.2%	20.8%	21.7%
负债和股东权益	46745	60327	77119	97339	归属于母公司净利	20.1%	21.6%	20.8%	21.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	64.2%	64.5%	64.5%	64.8%
					净利率 (%)	31.6%	31.6%	32.0%	32.3%
					ROE (%)	30.0%	26.8%	24.4%	22.9%
					ROIC (%)	28.7%	24.8%	22.6%	21.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	31.5%	27.6%	25.0%	23.0%
					净负债比率 (%)	46.1%	38.1%	33.4%	29.8%
					流动比率	2.60	2.93	3.29	3.68
					速动比率	2.23	2.54	2.90	3.29
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.61	0.57	0.55
					应收账款周转率	11.42	12.46	12.09	12.21
					应付账款周转率	4.75	4.42	4.52	4.49
					每股指标 (元)				
					每股收益	7.94	9.64	11.64	14.17
					每股经营现金流薄)	10.01	11.04	13.38	16.05
					每股净资产	26.38	36.01	47.65	61.82
					估值比率				
					P/E	39.79	32.38	26.80	22.02
					P/B	11.98	8.66	6.55	5.05
					EV/EBITDA	31.39	25.57	20.93	16.50

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达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。