

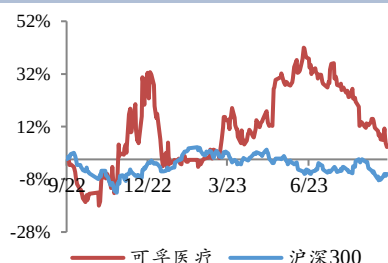
呼吸支持类增速显著，健耳听力加速扩张

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-04

收盘价（元） 37.93
近 12 个月最高/最低（元） 51.54/29.87
总股本（百万股） 208
流通股本（百万股） 88
流通股比例（%） 42.38
总市值（亿元） 79
流通市值（亿元） 34

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

1.2023Q1 盈利能力大幅改善，业绩超市场预期 2023-05-22

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2023 年半年度报告，2023 年上半年公司实现营业收入 15.19 亿元，同比增长 17%；实现归母净利润 1.99 亿元，同比增长 53%；实现扣非归母净利润 1.71 亿元，同比增长 91%。

其中，2023Q2 公司实现营业收入 6.64 亿元，同比-4.51%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比-19.54%；实现扣非归母净利润 0.46 亿元，同比+11.51%。销售毛利率 39.47%，销售净利率约为 10%。

✓ 点评：

● 2023 年上半年公司呼吸支持类增速表现亮眼，医疗护理类受防护类影响收入下降

2023 年上半年，公司主营业务收入 14.58 亿，毛利率为 47.49%。其中，健康监测类收入 3.61 亿（yoy+8.8%），毛利率 43.43%，增长较快的产品包括血压计、尿酸、血氧仪等，毛利率同比增加了 8.18 个百分点；

医疗护理类收入 4.16 亿（yoy-6.67%），毛利率 56.32%，毛利率同比增加了 11.06 个百分点，主要是敷料、成人护理、造口袋等产品的增长，同时防护类产品有一定下降。

康复辅具类收入 3.48 亿（yoy+22.54%），毛利率 45.91%，毛利率同比增加了 9.42 个百分点，主要增长的品类包括助听器以及康复、辅助类产品。

呼吸支持类上半年实现收入 2.68 亿（yoy+146.8%），毛利率 43.64%，毛利率同比增加了 1.8 个百分点，制氧机、呼吸机、雾化器、鼻腔喷雾等产品都出现了较快增长。

中医理疗类上半年收入是 6300 万（yoy+16%），毛利率 37.44%。

● 线上渠道保持高增长，聚集核心店铺，对淘宝平台依赖度下降

公司在各大电商平台针对不同类型的产品加投入，2023 年上半年线上平台服务费以及线上的推广费用增加了 5000 万，通过费用的有效投放，京东、拼多多、抖音、快手等平台的销售收入均有明显增长。而且公司将核心的资源聚焦到天猫、京东等核心店铺，上半年实现线上收入 9.89 亿，同比增长约 20%，其中京东、拼多多、抖音、快手的增长比较快，普遍同比增长在 60%以上。

另外，公司也在快速优化调整经营链和生产体系的产品结构。公司有序地推进了长沙和湘阴两个生产基地的产能结构调整和生产投产工作，实现自产收入 7.82 亿，占主营业务收入的比重达到 53.64%。后续公司也持续加大研发投入，上半年完成了一系列新产品的上市，主要包括呼吸机、雾化器、新款电动护理床、新款轮椅、胶原蛋白的敷贴、硅

酮凝胶、快速电子体温计等。新产品的推出，也有利于公司进一步提高自产率。

● 健耳听力线下门店扩展迅速

公司旗下的健耳听力 2023 年上半年新设健耳验配中心 121 家，截至 2023 年 6 月底，健耳听力验配中心的总数达到 553 家，连锁网络已经覆盖了全国的 12 个省、109 个地级城市。2023 年上半年健耳听力合并报表实现营业收入 9692.76 万，同比增长了 68.54%，实现净利润 227.95 万。

● 投资建议

预计 2023-2025 年公司收入分别为 36.47 亿元、44.80 亿元和 55.34 亿元（前值分别为 36.75 亿元、45.13 亿元和 56.14 亿元），收入增速分别为 22.5%、22.8%和 23.5%，2023-2025 年归母净利润分别实现 3.97 亿元、4.77 亿元和 5.75 亿元（前值分别为 4.48 亿元、5.51 亿元和 6.86 亿元），增速分别为 31.8%、20.1%和 20.4%，2023-2025 年 EPS 预计分别为 1.91 元、2.29 元和 2.76 元，对应 2023-2025 年的 PE 分别为 21x、18x 和 15x，维持“买入”评级。

● 风险提示

公司销售费用投放效率不及预期风险。

公司行业竞争格局恶化风险。

● 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	2977	3647	4480	5534
收入同比 (%)	30.8%	22.5%	22.8%	23.5%
归属母公司净利润	302	397	477	575
净利润同比 (%)	-29.7%	31.8%	20.1%	20.4%
毛利率 (%)	39.5%	44.1%	42.5%	42.4%
ROE (%)	6.0%	7.3%	8.1%	8.9%
每股收益 (元)	1.45	1.91	2.29	2.76
P/E	25.16	21.44	17.85	14.83
P/B	1.51	1.57	1.45	1.32
EV/EBITDA	0.00	9.92	8.63	7.13

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
流动资产	4201	3840	3800	3981	营业收入	2977	3647	4480	5534
现金	1450	1122	579	289	营业成本	1801	2038	2574	3188
应收账款	566	514	722	908	营业税金及附加	20	24	31	39
其他应收款	43	46	57	73	销售费用	619	839	1030	1273
预付账款	250	157	230	324	管理费用	122	146	179	221
存货	529	657	852	1007	财务费用	-33	1	5	10
其他流动资产	1363	1343	1361	1380	资产减值损失	-46	-5	-6	-5
非流动资产	2210	2964	3767	4434	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	57	0	0	0
固定资产	1290	1876	2476	2936	营业利润	368	441	529	637
无形资产	248	278	314	348	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	666	805	972	1146	营业外支出	34	0	0	0
资产总计	6411	6805	7567	8415	利润总额	334	441	529	637
流动负债	1188	1184	1468	1741	所得税	32	43	51	62
短期借款	281	281	281	281	净利润	302	398	478	575
应付账款	549	501	680	866	少数股东损益	0	0	0	1
其他流动负债	358	401	507	594	归属母公司净利润	302	397	477	575
非流动负债	190	190	190	190	EBITDA	400	793	911	1104
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	1.45	1.91	2.29	2.76
其他非流动负债	160	160	160	160	主要财务比率				
负债合计	1378	1374	1659	1931	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	13	13	13	14	成长能力				
股本	208	208	208	208	营业收入	30.8%	22.5%	22.8%	23.5%
资本公积	3913	3913	3913	3913	营业利润	-27.9%	19.6%	20.1%	20.4%
留存收益	899	1297	1774	2349	归属于母公司净利	-29.7%	31.8%	20.1%	20.4%
归属母公司股东权	5020	5418	5895	6470	获利能力				
负债和股东权益	6411	6805	7567	8415	毛利率 (%)	39.5%	44.1%	42.5%	42.4%
现金流量表					净利率 (%)	10.1%	10.9%	10.7%	10.4%
单位:百万元					ROE (%)	6.0%	7.3%	8.1%	8.9%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC (%)	4.5%	7.1%	7.0%	7.8%
经营活动现金流	99	830	698	905	偿债能力				
净利润	302	397	477	575	资产负债率 (%)	21.5%	20.2%	21.9%	23.0%
折旧摊销	125	328	417	507	净负债比率 (%)	27.4%	25.3%	28.1%	29.8%
财务费用	10	16	16	16	流动比率	3.54	3.24	2.59	2.29
投资损失	-57	0	0	0	速动比率	2.88	2.56	1.85	1.52
营运资金变动	-353	28	-218	-198	营运能力				
其他经营现金流	727	429	701	779	总资产周转率	0.46	0.54	0.59	0.66
投资活动现金流	-537	-1142	-1225	-1179	应收账款周转率	5.26	7.09	6.21	6.09
资本支出	-639	-1142	-1225	-1179	应付账款周转率	3.28	4.06	3.78	3.68
长期投资	48	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	53	0	0	0	每股收益	1.45	1.91	2.29	2.76
筹资活动现金流	-129	-16	-16	-16	每股经营现金流薄)	0.47	3.98	3.35	4.34
短期借款	198	0	0	0	每股净资产	24.08	25.99	28.28	31.03
长期借款	30	0	0	0	估值比率				
普通股增加	48	0	0	0	P/E	25.16	21.44	17.85	14.83
资本公积增加	-5	0	0	0	P/B	1.51	1.57	1.45	1.32
其他筹资现金流	-401	-16	-16	-16	EV/EBITDA	0.00	9.92	8.63	7.13
现金净增加额	-567	-328	-543	-290					

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。