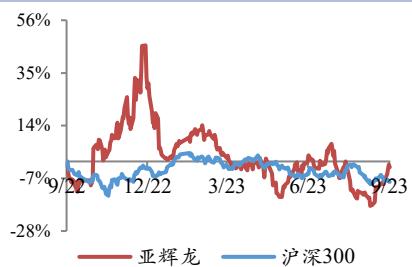


股权激励注入强心剂，卓润出表提升净利率

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-14

收盘价（元）	18.28
近 12 个月最高/最低（元）	27.35/15.38
总股本（百万股）	568
流通股本（百万股）	268
流通股比例（%）	47.12
总市值（亿元）	104
流通市值（亿元）	49

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

相关报告

- 【华安医药】公司点评亚辉龙(688575)：研发投入造就产品优势，国际化持续推进 2023-08-22
- 【华安医药】公司点评亚辉龙(688575)：自产非新冠业务快速修复，实现 40.87% 增长 2023-04-30
- 【华安医药】公司深度亚辉龙(688575)：特色领域弯道超车，化学发光领域新生军 2023-04-19

主要观点：
● 事件：

1) 2023 年 9 月 14 日，公司发布股权激励计划（草案），拟授予限制性股票数量 198.30 万股，约占股本总额 56,812.91 万股的 0.35%；激励对象为公司副总经理肖育劲（6.00 万股，占比 3.03%），59 名核心骨干（192.30 万股，占比 96.97%），授予价格为 9.10 元/股。2) 公司全资子公司大德昌龙将其持有的卓润生物 21.0462 万元注册资本转让予淳辉昭润（转让对价 900 万元），同时淳辉昭润以 2700 万元对价认购卓润生物新增注册资本 63.1385 万元。公司放弃对卓润生物增资的优先认购权，卓润生物不再纳入公司报表范围。

● 收入目标：23-24 年非新冠自产 CAGR 35%，化学发光 CAGR 40%

1) 非新冠自产收入：2022 年 8.96 亿元，2023-2024 年激励目标较 2022 年增长 35.00%/82.25%，对应 2023-2024 年 12.10/16.33 亿元。2) 化学发光收入：2022 年 7.80 亿元，2023-2024 年激励目标较 2022 年增长 40.00%/89.00%，对应 2023-2024 年 10.92/14.74 亿元。3) 化学发光仪器新增装机：2022 年新增 2000 台（国内 1300 台，海外 700 台），2023 年新增 2400 台（国内 1400 台，海外 1000 台），2024 年新增 2700 台（国内 1500 台，海外 1200 台）。根据 2023 年半年度业绩情况，公司 23H1 非新冠自产收入 5.49 亿元，化学发光收入 4.83 亿元，化学发光新增装机 1280 台（国内 880 台，海外 400 台）。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们预测公司 2023-2025 年营业收入有望实现 20.37/21.27/26.43 亿元，同比增长 -48.8%/4.4%/24.2%；归母净利润实现 3.70/5.20/7.08 亿元，同比增长 -63.4%/40.6%/35.9%；对应 EPS 为 0.65/0.92/1.25 元，对应 PE 倍数为 28/20/15x。我们看好公司作为国内“自免+常规+多项特色”的稀缺化学发光 IVD 企业，本次股权激励方案给予公司明确增长目标，卓润生物出表有利于 2023 年下半年利润释放。维持“买入”评级。

● 风险提示

新增装机不及预期风险、新品入院不及预期风险、市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3981	2037	2127	2643
收入同比（%）	238.0%	-48.8%	4.4%	24.2%
归属母公司净利润	1012	370	520	708
净利润同比（%）	394.5%	-63.4%	40.6%	35.9%
毛利率（%）	54.0%	60.8%	67.4%	70.1%
ROE（%）	41.9%	14.7%	17.1%	18.9%
每股收益（元）	1.79	0.65	0.92	1.25
P/E	10.98	28.05	19.95	14.68

P/B	4.61	4.11	3.41	2.77
EV/EBITDA	7.87	18.34	12.76	9.46

资料来源：ifind（2023年9月14日），华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				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	2495	1603	1829	2408	营业收入	3981	2037	2127	2643
现金	1251	159	645	1062	营业成本	1833	798	692	790
应收账款	323	453	373	470	营业税金及附加	32	16	17	21
其他应收款	23	17	15	18	销售费用	493	306	340	449
预付账款	68	48	40	45	管理费用	131	204	223	264
存货	570	554	385	439	财务费用	-9	-14	2	-6
其他流动资产	261	372	371	373	资产减值损失	-130	-50	0	0
非流动资产	1716	1845	2006	2132	公允价值变动收益	56	0	0	0
长期投资	45	66	88	109	投资净收益	5	4	8	12
固定资产	778	780	815	823	营业利润	1202	417	587	798
无形资产	210	253	300	344	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	683	747	804	856	营业外支出	16	0	0	0
资产总计	4212	3448	3835	4540	利润总额	1186	417	587	798
流动负债	1534	656	523	520	所得税	165	47	67	90
短期借款	279	245	195	155	净利润	1022	370	520	707
应付账款	321	222	154	176	少数股东损益	9	0	0	0
其他流动负债	934	189	173	189	归属母公司净利润	1012	370	520	708
非流动负债	233	239	239	239	EBITDA	1318	582	794	1023
长期借款	184	184	184	184	EPS (元)	1.79	0.65	0.92	1.25
其他非流动负债	49	55	55	55					
负债合计	1767	895	762	759					
少数股东权益	28	28	28	27					
股本	567	568	568	568					
资本公积	390	408	408	408					
留存收益	1460	1549	2069	2777					
归属母公司股东权	2417	2525	3046	3753					
负债和股东权益	4212	3448	3835	4540					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1583	-324	898	806	成长能力				
净利润	1022	370	520	707	营业收入	238.0%	-48.8%	4.4%	24.2%
折旧摊销	153	178	205	232	营业利润	429.8%	-65.3%	40.8%	35.9%
财务费用	8	5	4	4	归属于母公司净利	394.5%	-63.4%	40.6%	35.9%
投资损失	-5	-4	-8	-12	盈利能力				
营运资金变动	334	-921	176	-124	毛利率 (%)	54.0%	60.8%	67.4%	70.1%
其他经营现金流	760	1338	344	831	净利率 (%)	25.4%	18.2%	24.5%	26.8%
投资活动现金流	-870	-476	-358	-345	ROE (%)	41.9%	14.7%	17.1%	18.9%
资本支出	-565	-330	-344	-337	ROIC (%)	34.4%	12.0%	15.1%	17.0%
长期投资	-287	-20	-22	-21	偿债能力				
其他投资现金流	-18	-125	8	12	资产负债率 (%)	42.0%	26.0%	19.9%	16.7%
筹资活动现金流	13	-264	-54	-43	净负债比率 (%)	72.3%	35.0%	24.8%	20.1%
短期借款	129	-34	-50	-40	流动比率	1.63	2.44	3.50	4.63
长期借款	111	0	0	0	速动比率	1.13	1.15	2.21	3.23
普通股增加	162	1	0	0	营运能力				
资本公积增加	-136	19	0	0	总资产周转率	1.25	0.53	0.58	0.63
其他筹资现金流	-252	-249	-4	-4	应收账款周转率	14.03	5.26	5.15	6.27
现金净增加额	737	-1057	486	417	应付账款周转率	7.92	2.94	3.69	4.80
					每股指标(元)				
					每股收益	1.79	0.65	0.92	1.25
					每股经营现金流薄)	2.79	-0.57	1.58	1.42
					每股净资产	4.26	4.45	5.36	6.61
					估值比率				
					P/E	10.98	24.48	17.41	12.81
					P/B	4.61	3.59	2.98	2.41
					EV/EBITDA	7.87	16.07	11.09	8.16

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，华安证券研究所所长助理，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

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形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。