

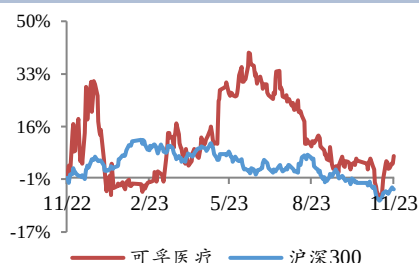
23Q3 收入结构优化，毛利率继续提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-08

收盘价（元）	39.38
近 12 个月最高/最低（元）	51.54/34.54
总股本（百万股）	209
流通股本（百万股）	91
流通股比例（%）	43.29
总市值（亿元）	82
流通市值（亿元）	36

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. 呼吸支持类增速显著，健耳听力加速扩张 2023-09-05

2. 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 年三季报，2023 年前三季度实现营业收入 21.24 亿元，同比增长 13.11%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比增长 44.47%；实现扣非归母净利润 1.94 亿元，同比增长 77.82%。

其中，2023Q3 公司实现营业收入 6.05 亿元，同比增长 3.92%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比 15.57%。2023Q3 销售毛利率 43.62%，销售净利率约为 7.05%。

✓ 点评：

● 2023Q3 毛利率环比/同比均大幅提升，预计结构优化为主要因素

2023Q3 公司销售毛利率达到 43.62%，在没有新冠类防疫物资的影响下实现了毛利率大幅度改善，我们预计这背后是公司收入结构的优化，健康监测类产品完全去除了低毛利率的抗原检测产品的影响，医疗护理类和康复辅具类均由于新产品放量而毛利率提升。

2023 年上半年，公司医疗护理类收入 4.16 亿（yoy-6.67%），毛利率 56.32%，我们推测 2023Q3 医疗护理板块仍保持较高的毛利率水平，收入占比可能会由于去年同期的口罩、手套、消毒用品类产品下降而下降，但新产品包括医美类面膜、敷料、成人护理、造口袋等会带动收入增长。

2023 年上半年，公司康复辅具类收入 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，我们预计公司 2023Q3 该板块毛利率也维持在这个水平，展望未来该板块的毛利率还有上升的空间，高毛利的助听器、背背佳收入占比会持续提升。

● 健耳听力线下门店扩展迅速

截至 2023 年 10 月底，健耳听力验配中心的签约门店数约 760 家，开业门店总数约 650 家，全年预计完成开业门店 800 家左右。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 万，2023Q3 预计随着门店新开数量增加，有一定幅度的亏损。我国听力缺损人群数量庞大，近年来海外大的听力集团在国内跑马圈地，健耳听力目前已经位于国内连锁第一梯队，在未来听力验配市场实现较快增长，预计 2024 年即初步实现盈亏平衡。

● 投资建议

我们调整了公司的盈利预测，预计 2023-2025 年公司收入分别为 31.08 亿元、38.16 亿元和 46.64 亿元（前值分别为 36.47 亿元、44.80 亿元和 55.34 亿元），收入增速分别为 4.4%、22.8%和 22.2%，2023-2025 年归母净利润分别实现 3.20 亿元、4.44 亿元和 5.46 亿元（前值分别为

3.97 亿元、4.77 亿元和 5.75 亿元),增速分别为 6.1%、38.8%和 22.9%,
2023-2025 年 EPS 预计分别为 1.53 元、2.12 元和 2.61 元,对应
2023-2025 年的 PE 分别为 26x、19x 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	3108	3816	4664
收入同比 (%)	30.8%	4.4%	22.8%	22.2%
归属母公司净利润	302	320	444	546
净利润同比 (%)	-29.7%	6.1%	38.8%	22.9%
毛利率 (%)	39.5%	43.5%	43.7%	43.9%
ROE (%)	6.0%	6.0%	7.7%	8.6%
每股收益 (元)	1.45	1.53	2.12	2.61
P/E	25.16	25.74	18.54	15.08
P/B	1.51	1.54	1.42	1.30
EV/EBITDA	0.00	10.75	8.59	7.01

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	3648	3508	3596	营业收入	2977	3108	3816	4664
现金	1450	1130	588	308	营业成本	1801	1756	2149	2616
应收账款	566	438	615	766	营业税金及附加	20	21	27	33
其他应收款	43	40	48	62	销售费用	619	715	878	1073
预付账款	250	135	192	266	管理费用	122	124	153	187
存货	529	566	711	826	财务费用	-33	1	5	10
其他流动资产	1363	1339	1353	1369	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	355	493	605
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	6613	7275	8031	利润总额	334	355	493	605
流动负债	1188	1068	1286	1495	所得税	32	34	48	59
短期借款	281	281	281	281	净利润	302	320	445	547
应付账款	549	432	568	711	少数股东损益	0	0	0	1
其他流动负债	358	355	437	503	归属母公司净利润	302	320	444	546
非流动负债	190	190	190	190	EBITDA	400	705	881	1081
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	1.45	1.53	2.12	2.61
其他非流动负债	160	160	160	160					
负债合计	1378	1258	1476	1685					
少数股东权益	13	13	13	14					
股本	208	209	209	209					
资本公积	3913	3913	3913	3913					
留存收益	899	1219	1664	2210					
归属母公司股东权	5020	5341	5786	6332					
负债和股东权益	6411	6613	7275	8031					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	99	829	699	915	成长能力				
净利润	302	320	444	546	营业收入	30.8%	4.4%	22.8%	22.2%
折旧摊销	125	328	417	507	营业利润	-27.9%	-3.7%	38.8%	22.9%
财务费用	10	16	16	16	归属于母公司净利	-29.7%	6.1%	38.8%	22.9%
投资损失	-57	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-353	113	-184	-160	毛利率 (%)	39.5%	43.5%	43.7%	43.9%
其他经营现金流	727	259	635	712	净利率 (%)	10.1%	10.3%	11.6%	11.7%
投资活动现金流	-537	-1134	-1225	-1179	ROE (%)	6.0%	6.0%	7.7%	8.6%
资本支出	-639	-1134	-1225	-1179	ROIC (%)	4.5%	5.8%	6.7%	7.6%
长期投资	48	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	53	0	0	0	资产负债率 (%)	21.5%	19.0%	20.3%	21.0%
筹资活动现金流	-129	-15	-16	-16	净负债比率 (%)	27.4%	23.5%	25.5%	26.6%
短期借款	198	0	0	0	流动比率	3.54	3.42	2.73	2.41
长期借款	30	0	0	0	速动比率	2.88	2.76	2.03	1.68
普通股增加	48	1	0	0	营运能力				
资本公积增加	-5	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.47	0.52	0.58
其他筹资现金流	-401	-16	-16	-16	应收账款周转率	5.26	7.09	6.21	6.09
现金净增加额	-567	-320	-542	-280	应付账款周转率	3.28	4.06	3.78	3.68

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.45	1.53	2.12	2.61	P/E	25.16	25.74	18.54	15.08
每股经营现金流薄)	0.47	3.96	3.34	4.37	P/B	1.51	1.54	1.42	1.30
每股净资产	24.08	25.53	27.65	30.26	EV/EBITDA	0.00	10.75	8.59	7.01

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。