

## 23Q3 略有承压，糖尿病线表现亮眼

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年三季报，前三季度收入 66.6 亿元（+30.2%），实现归母净利润 21.9 亿元（+92.9%），实现扣非归母净利润 16.7 亿元（+74.1%）。经营活动现金流净额 17.5 亿元（+49.8%）。
- **疫情影响下略有承压，盈利能力持续提升。**分季度看，23Q1/Q2/Q3 单季度收入分别为 27/22.8/16.8 亿元（+48.4%/+31.5%/+7.7%），归母净利润分别为 7.1/7.7/7 亿元（+37.7%/+14.5%/+100.4%），三季度仍受部分新冠业务基数和医疗反腐影响，后续疫情影响将逐渐淡化。从毛利率看，23Q3 毛利率为 51.2%（+5.2pp），主要因高毛利新品的上市和业务结构向高毛利产品倾斜，拉动公司盈利能力进一步提升。23Q3 净利率为 41.3%（+19.5%），主要是投资收益和资产处置收益显著提高所致，分别来源于子公司股权转让和名下土地收储。从费用率看，23Q3 销售/研发/财务/管理费用分别为 2.4/1.2/-0.4/0.9 亿元，四费率合计 24.5%。
- **糖尿病业务发展加速，呼吸治疗线增长稳定。**分业务来看，1) 预计呼吸治疗业务品牌力和市场占有率持续提升，呼吸机、制氧机、雾化 3 大核心产品保持稳定增长。三代呼吸机 BREATHCARE III 在 2023 年 9 月上市，助力呼吸业务持续增长；2) 预计糖尿病护理业务实现高增长，2023 年 3 月新一代 14 天免校准 CGM 产品 CT3 注册证落地，2023 年有望开启高速放量；3) 预计消毒感控类产品略有下滑，主要因同期疫情背景下的高基数影响；4) 家用类电子检测和 IVD 业务持续拓展，电子血压计产品用户规模不断提升；5) 预计康复业务、急救业务营收业绩维持稳定。
- **坚持“创新重塑医疗器械”的战略方向，不断拓展三大核心赛道。**公司核心业务聚焦呼吸、POCT、感控三大板块，该三大板块具有高毛利、高成长、大空间的特征，未来有望成为核心驱动力，同时叠加孵化业务（急救、眼科、康复）和基石业务（血压监测、体温监测、中医设备、手术器械）的补充以及国际化的推进。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年营收为 86/100/116 亿元，同增 21%/16%/16%；归母净利润为 25/23/28 亿元，同增 55%/-8%/24%，对应 PE 估值为 14/15/12 倍。给予公司 2024 年 18 倍估值，对应目标价 41.04 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进度不及预期风险、产品推广不及预期风险、海外市场开拓风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7101.68	8606.44	9998.67	11642.75
增长率	3.01%	21.19%	16.18%	16.44%
归属母公司净利润（百万元）	1595.04	2476.46	2289.05	2847.18
增长率	7.60%	55.26%	-7.57%	24.38%
每股收益 EPS（元）	1.59	2.47	2.28	2.84
净资产收益率 ROE	15.62%	20.02%	16.16%	17.21%
PE	20	14	15	12
PB	3.48	2.81	2.45	2.09

数据来源：iFind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.02
流通 A 股(亿股)	9.41
52 周内股价区间(元)	29.8-40.74
总市值(亿元)	337.83
总资产(亿元)	157.83
每股净资产(元)	11.52

### 相关研究

1. 鱼跃医疗（002223）：疫情和基数因素影响季度表现，常规业务发展稳定（2022-10-30）

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

公司产品主要集中在呼吸制氧、糖尿病护理、感染控制解决方案、家用类电子检测及体外诊断、康复与临床器械，急救共 6 大业务领域。

**1) 呼吸制氧：**考虑到公司制氧机、呼吸机在行内处于领先地位，均为公司核心产品，渗透率将稳步提升。疫情结束后国民居民对呼吸道的健康管理意识急剧升高，公司作为家用呼吸机龙头，医用供养产品需求旺盛，但下半年受反腐和医用供养业务步入常规化增速影响，预期 2023-2025 年医用供养业务量增速为 65%/20%/20%。考虑到公司对成本控制要求的不断提高，对应毛利率分别为 54.5%/55%/56%。

**2) 糖尿病护理：**考虑到 14 天免校准的 CGM 产品注册证顺利落地和客户对检测血糖需求的不断提升，该板块将呈现加速发展趋势，预期 2023-2025 年糖尿病护理业务增速为 30%/20%/20%。对应毛利率水平伴随产品优化升级和新品的加入，分别为 62%/62.5%/63%。

**3) 感染控制解决方案：**考虑到去年同期疫情市场背景下造成业绩基数较高，2023 年业绩略有承压，2024 年后将恢复稳健增长，预期 2023-2025 年感染控制解决方案业务增速为 -40%/5%/5%，对应毛利率水平相应略微下降，分别为 54%/54%/54%。

**4) 家用类电子检测及体外诊断：**考虑到我国高血压患病率、治疗率和控制率有了明显提高，血压检测意识的持续提升催动电子血压计的市场需求不断扩大，预期 2023-2025 年家用类电子检测及体外诊断业务增速为 17%/18%/18%。考虑到关键零部件的自主研发已取得突破、核心测量技术和智能算法升级迭代，对应毛利率分别为 55%/56%/58%。

**5) 康复及临床器械：**公司市场地位稳固，板块经营水平的日益提高，预期 2023-2025 年临床及康复器械业务增速为 5%/8%/8%。考虑到未来将上市更高端、更智能的康复产品的不断研发推出，对应毛利率分别为 35%/35.5%/36%。

**6) 急救：**考虑到自主研发 AED 产品 M600 获批后将出现快速放量，预期 2023-2025 年急救业务增速为 20%/20%/20%。高毛利、高附加值产品的加入使对应毛利率分别为 33%/33%/33%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 业务收入拆分如下表：

**表 1：拆分业务收入及毛利率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入/亿元	71.0	86.1	100.0	116.4
yoy	3.0%	21.2%	16.2%	16.4%
营业成本/亿元	36.8	41.6	47.8	54.2
毛利率	48.1%	51.7%	52.2%	53.5%
<b>呼吸制氧业务</b>				
业务收入/亿元	22.4	36.9	44.3	53.2
yoy	-14.6%	65.0%	20.0%	20.0%
成本/亿元	10.4	16.8	20.0	23.4

	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	53.4%	54.5%	55.0%	56.0%
<b>糖尿病护理</b>				
业务收入/亿元	5.3	6.9	8.3	9.9
yoy	16.1%	30.0%	20.0%	20.0%
成本/亿元	2.1	2.6	3.1	3.7
毛利率	60.8%	62.0%	62.5%	63.0%
<b>感染控制解决方案</b>				
业务收入/亿元	11.8	7.1	7.5	7.8
yoy	32.6%	-40.0%	5.0%	5.0%
成本/亿元	5.3	3.3	3.4	3.6
毛利率	55.6%	54.0%	54.0%	54.0%
<b>家用类电子检测及体外诊断</b>				
业务收入/亿元	15.2	17.8	21.0	24.8
yoy	5.1%	17.0%	18.0%	18.0%
成本/亿元	8.2	8.0	9.2	10.4
毛利率	46.2%	55.0%	56.0%	58.0%
<b>康复及临床器械</b>				
业务收入/亿元	14.1	14.8	16.0	17.3
yoy	14.7%	5.0%	8.0%	8.0%
成本/亿元	9.4	9.6	10.3	11.0
毛利率	33.3%	35.0%	35.5%	36.0%
<b>急救</b>				
业务收入/亿元	1.5	1.8	2.2	2.6
yoy	-17.4%	20.0%	20.0%	20.0%
成本/亿元	1.1	1.2	1.5	1.8
毛利率	27.1%	33.0%	33.0%	33.0%
<b>其他</b>				
业务收入/亿元	0.7	0.7	0.8	0.8
yoy	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
成本/亿元	0.4	0.3	0.3	0.3
毛利率	42.9%	64.0%	64.5%	65.0%

数据来源：iFind, 西南证券

综合以上假设测算,我们预计 2023-2025 年营收为 86/100/116 亿元,同增 21%/16%/16%;归母净利润为 25/23/28 亿元,同增 55%/-8%/24%,对应 PE 估值为 14/15/12 倍。

我们采取相对估值的方法,选取 3 家同业公司:三诺生物、万孚医疗、怡和嘉业作为可比公司,2024 年同业公司平均 PE 为 18 倍。考虑到公司品牌优势持续增强、产品结构优势凸显、营销体系健全,参考同业 PE 给予公司 2024 年 18 倍估值,对应目标价 41.04 元,维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（2023.10.30）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300298.SZ	三诺生物	29.00	0.76	0.78	1.02	1.28	44	37	28	23
301087.SZ	可孚医疗	36.72	1.45	2.04	2.41	3.04	25	18	15	12
301367.SZ	怡和嘉业	104.18	5.94	7.31	9.28	11.76	37	14	11	9
平均值							35	23	18	15

数据来源：iFind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7101.68	8606.44	9998.67	11642.75	净利润	1572.69	2439.99	2254.28	2804.64
营业成本	3683.64	4179.46	4775.89	5417.15	折旧与摊销	237.39	198.54	198.54	198.54
营业税金及附加	70.27	83.31	94.99	110.61	财务费用	-96.25	-100.83	60.74	44.15
销售费用	1031.47	1222.11	1379.82	1606.70	资产减值损失	104.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	420.34	438.93	499.93	558.85	经营营运资本变动	493.61	-518.25	-16.40	-45.69
财务费用	-96.25	-100.83	60.74	44.15	其他	-6.61	-41.65	-69.29	-11.57
研发费用	104.09	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2304.92</b>	<b>1977.80</b>	<b>2427.87</b>	<b>2990.07</b>
资产减值损失	129.13	30.00	30.00	30.00	资本支出	-248.73	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.16	1.75	1.96	1.92	其他	-169.16	-320.10	-89.01	-167.22
公允价值变动损益	0.00	542.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-417.89</b>	<b>-320.10</b>	<b>-89.01</b>	<b>-167.22</b>
<b>营业利润</b>	<b>1841.80</b>	<b>2837.20</b>	<b>2621.26</b>	<b>3261.21</b>	短期借款	30.36	-55.40	0.00	0.00
其他非经营损益	0.61	0.00	0.00	0.00	长期借款	50.73	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1842.42</b>	<b>2837.20</b>	<b>2621.26</b>	<b>3261.21</b>	股权融资	223.06	0.00	0.00	0.00
所得税	269.73	397.21	366.98	456.57	支付股利	-298.87	-319.01	-495.29	-457.81
净利润	1572.69	2439.99	2254.28	2804.64	其他	349.61	-418.42	-60.74	-44.15
少数股东损益	-22.35	-36.47	-34.78	-42.54	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>354.89</b>	<b>-792.82</b>	<b>-556.03</b>	<b>-501.96</b>
归属母公司股东净利润	1595.04	2476.46	2289.05	2847.18	<b>现金流量净额</b>	<b>2378.01</b>	<b>864.88</b>	<b>1782.82</b>	<b>2320.88</b>
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4838.29	5703.17	7485.99	9806.88	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	754.62	838.52	985.61	1150.82	销售收入增长率	3.01%	21.19%	16.18%	16.44%
存货	1508.98	1728.86	2018.42	2269.39	营业利润增长率	9.11%	54.04%	-7.61%	24.41%
其他流动资产	2771.26	2990.41	3127.40	3345.47	净利润增长率	5.97%	55.15%	-7.61%	24.41%
长期股权投资	242.54	242.54	242.54	242.54	EBITDA 增长率	3.93%	48.01%	-1.85%	21.64%
投资性房地产	109.60	109.60	109.60	109.60	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2122.71	1990.39	1858.08	1725.76	毛利率	48.13%	51.44%	52.23%	53.47%
无形资产和开发支出	1629.47	1568.11	1506.75	1445.40	三费率	19.09%	18.13%	19.41%	18.98%
其他非流动资产	1117.74	1112.88	1108.02	1103.15	净利率	22.15%	28.35%	22.55%	24.09%
<b>资产总计</b>	<b>15095.21</b>	<b>16284.49</b>	<b>18442.41</b>	<b>21199.00</b>	ROE	15.62%	20.02%	16.16%	17.21%
短期借款	55.40	0.00	0.00	0.00	ROA	10.42%	14.98%	12.22%	13.23%
应付和预收款项	1988.84	1889.32	2236.05	2589.69	ROIC	34.53%	54.68%	50.74%	62.57%
长期借款	1509.35	1509.35	1509.35	1509.35	EBITDA/销售收入	27.92%	34.10%	28.81%	30.10%
其他负债	1475.20	699.08	751.29	807.41	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5028.78</b>	<b>4097.75</b>	<b>4496.68</b>	<b>4906.45</b>	总资产周转率	0.52	0.55	0.58	0.59
股本	1002.48	1002.48	1002.48	1002.48	固定资产周转率	3.51	4.23	5.26	6.59
资本公积	1989.26	1989.26	1989.26	1989.26	应收账款周转率	12.22	12.56	12.72	12.62
留存收益	7119.34	9276.80	11070.56	13459.93	存货周转率	2.58	2.51	2.52	2.51
归属母公司股东权益	9860.02	12016.80	13810.56	16199.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.85%	—	—	—
少数股东权益	206.41	169.94	135.17	92.62	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10066.43</b>	<b>12186.74</b>	<b>13945.73</b>	<b>16292.55</b>	资产负债率	33.31%	25.16%	24.38%	23.14%
负债和股东权益合计	15095.21	16284.49	18442.41	21199.00	带息债务/总负债	31.12%	36.83%	33.57%	30.76%
					流动比率	3.10	4.99	5.13	5.41
					速动比率	2.63	4.23	4.37	4.67
					股利支付率	18.74%	12.88%	21.64%	16.08%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1982.94	2934.91	2880.53	3503.89	每股收益	1.59	2.47	2.28	2.84
PE	21.18	13.64	14.76	11.87	每股净资产	9.84	11.99	13.78	16.16
PB	3.43	2.81	2.45	2.09	每股经营现金	2.30	1.97	2.42	2.98
PS	4.76	3.93	3.38	2.90	每股股利	0.30	0.32	0.49	0.46
EV/EBITDA	13.67	8.62	8.12	5.96					
股息率	0.88%	0.94%	1.47%	1.36%					

数据来源：iFind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn