

怡和嘉业(301367)

报告日期: 2023年05月05日

超预期, 收入高增+盈利能力大幅提升

——怡和嘉业 23Q1 季报点评报告

投资要点

业绩回顾: 收入/归母净利同增 132%/192%, 均超预期

23Q1: 公司收入、归母净利、扣非归母净利分别为 4.8、1.55、1.48 亿元, 同比增长 132%、192%、190%, 均超预期。

我们认为, 超预期来自海外竞争格局优化下持续高景气+国内短期疫情需求爆发。

1) 国内: 受 22 年 12 月至 23 年 1 月疫情影响, 预计国内高毛利医用产品上量明显。23Q1 公司和海关注册地为北京的呼吸机出口销售额出现 1.94 亿元缺口 (22 年数据基本匹配), 我们认为主要系 Q1 国内销售超预期。

2) 海外: 飞利浦召回事件腾挪市场空间, 公司充分受益。据海关出口数据, 23Q1 无创呼吸机销售额同比+6%; 若筛选注册地为北京的公司 (龙头为怡和嘉业), 23Q1 无创呼吸机销售额+77%, 延续 22 年高景气趋势。

高毛利产品占比提升+规模效应, 驱动盈利能力显著提升

23Q1: 公司毛利率/净利率分别为 47.2%/32.7%, 同比+4.8pp/+7pp。其中, 毛利率提升预计主要系高毛利产品占比提升及规模效应摊薄成本。销售/管理/研发费用率分别为 4.2%/1.8%/4.1%, 同比-2.5pp/-0.6pp/-1.3pp, 规模效应下费用率显著下降。

飞利浦召回事件影响深远, 公司加速抢占市场份额

召回事件后, 公司 21H2 收入同比+95%、22 年收入同比+114%。公司作为高性价比的呼吸机龙头, 持续加速占领海外错配市场份额。近年公司海内外渠道建设日益完善, 募投项目计划未来在全国范围内建设 3000 个经销商渠道零售专柜和 500 个经销商售后服务网点。海外市场来看, 欧洲 (德国、法国)、南亚 (印度、巴基斯坦、孟加拉国)、中东、南美区域市场将是未来布局的重点区域。

盈利预测与估值

公司卡位成长赛道, 国内外渠道日益完善, 看好市占率向上。我们预计 23-25 年公司归母净利分别为 5.2/7.0/9.2 亿元, 同比增长 36%/35%/32%, 对应 PE 29/21/16X, 维持增持评级。

风险提示: 市场竞争加剧的风险、汇率波动的风险、专利纠纷的风险等

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,415	2,031	2,575	3,229
(+/-) (%)	113.64%	43.51%	26.77%	25.42%
归母净利润	380	516	696	917
(+/-) (%)	161.04%	35.77%	34.87%	31.65%
每股收益(元)	5.94	8.07	10.88	14.32
P/E	39.13	28.82	21.37	16.23

资料来源: Wind、浙商证券研究所

投资评级: 增持(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

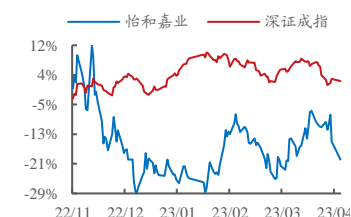
分析师: 王长龙
执业证书号: S1230521020001
wangchanglong@stocke.com.cn

分析师: 汤秀洁
执业证书号: S1230522070001
tangxiujie@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥232.50
总市值(百万元)	14,880.00
总股本(百万股)	64.00

股票走势图



相关报告

1 《国产呼吸机龙头, 立足国内走向全球》2023.02.06

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,849	3,500	4,225	5,270
现金	356	873	1,516	2,276
交易性金融资产	2,160	2,160	2,160	2,160
应收账款	103	112	157	229
其它应收款	2	11	18	27
预付账款	9	17	22	30
存货	203	311	336	532
其他	16	16	16	16
非流动资产	78	117	137	154
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	15	16	17
固定资产	27	39	49	55
无形资产	8	12	15	19
在建工程	0	0	0	0
其他	43	51	57	63
资产总计	2,927	3,617	4,363	5,424
流动负债	289	461	510	653
短期借款	0	2	3	4
应付款项	103	194	174	216
预收账款	0	0	0	0
其他	186	265	333	433
非流动负债	21	22	22	22
长期借款	0	1	1	1
其他	21	21	21	21
负债合计	310	483	532	675
少数股东权益	7	8	8	10
归属母公司股东权	2,610	3,126	3,822	4,739
负债和股东权益	2,927	3,617	4,363	5,424

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	375	540	649	759
净利润	381	517	697	918
折旧摊销	11	12	15	19
财务费用	(12)	0	0	0
投资损失	(15)	(23)	(29)	(36)
营运资金变动	9	35	(35)	(142)
其它	1	(0)	(0)	(0)
投资活动现金流	(1,876)	(27)	(7)	0
资本支出	(24)	(35)	(35)	(35)
长期投资	5	(15)	(1)	(1)
其他	(1,858)	23	29	36
筹资活动现金流	1,735	3	1	1
短期借款	0	2	1	1
长期借款	0	1	0	0
其他	1,735	(0)	(0)	(0)
现金净增加额	242	517	643	760

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,415	2,031	2,575	3,229
营业成本	826	1,276	1,603	2,005
营业税金及附加	9	13	16	20
营业费用	86	77	82	92
管理费用	48	58	71	84
研发费用	73	91	108	111
财务费用	(17)	6	1	(7)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	15	23	29	36
其他经营收益	34	55	69	85
营业利润	436	589	793	1,045
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	435	589	793	1,045
所得税	54	72	96	128
净利润	381	517	697	918
少数股东损益	1	0	1	1
归属母公司净利润	380	516	696	917
EBITDA	415	583	780	1,022
EPS (最新摊薄)	5.94	8.07	10.88	14.32

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	113.64%	43.51%	26.77%	25.42%
营业利润	165.72%	35.14%	34.69%	31.80%
归属母公司净利润	161.04%	35.77%	34.87%	31.65%
获利能力				
毛利率	41.63%	37.18%	37.73%	37.91%
净利率	26.87%	25.42%	27.04%	28.39%
ROE	14.57%	16.52%	18.22%	19.34%
ROIC	13.43%	15.88%	17.42%	18.43%
偿债能力				
资产负债率	10.60%	13.35%	12.19%	12.45%
净负债比率	11.86%	15.41%	13.88%	14.22%
流动比率	9.84	7.60	8.29	8.07
速动比率	9.06	6.85	7.56	7.18
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.62	0.65	0.66
应收账款周转率	24.18	22.45	23.48	20.00
应付账款周转率	9.60	8.60	8.73	10.29
每股指标(元)				
每股收益	5.94	8.07	10.88	14.32
每股经营现金	5.86	8.44	10.13	11.86
每股净资产	40.78	48.85	59.73	74.05
估值比率				
P/E	39.13	28.82	21.37	16.23
P/B	5.70	4.76	3.89	3.14
EV/EBITDA	33.02	24.05	17.17	12.36

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>