

2024年01月28日

怡和嘉业 (301367.SZ)

公司快报

海外业务迎新发展，看好公司发展潜力

投资要点

- ◆ **事件：**2024年1月25日，飞利浦宣布精简产品组合，未来在美国地区将专注于销售耗材和配件，将不会恢复医用/家用呼吸机、便携式和固定式制氧机以及睡眠诊断产品的销售。
- ◆ **飞利浦停止美国市场呼吸诊断及治疗产品销售，公司海外业务有望恢复持续增长：**公司深耕呼吸健康领域设备和耗材市场多年，受益于竞争对手产品召回和疫情契机，公司产品实现快速放量。根据最新沙利文数据，按照销量口径，公司家用无创呼吸机在全球市场市占率和排名由2020年的4.5%（第四名）提升至2022年的17.7%（第二名），国内市场占有率由2020年的21.6%提升至2022年的25.8%，国产无创呼吸机品牌中国市场排名第一，全球及国内市场份额提升显著。2023Q1-3公司实现收入9.45亿元（-7%）、归母净利润2.70亿元（+0.29%）、扣非归母净利润2.3亿元（-11%），2023年公司业绩短期承压主要系去年同期基数较高，且美国市场飞利浦产品在限定时间进行召回的偶发性影响消退同时也带来一定程度渠道库存，公司也在2023Q4配合相关促销节日，加快产品销售。随着飞利浦退出美国市场相关呼吸设备的销售，公司有望凭借产品高性价比和产品品牌优势，同时依托境外合作经销商实现产品快速放量，加速库存压力释放，海外业务有望快速恢复增长。
- ◆ **国内家用呼吸机市场渗透率相对较低，提升空间巨大。**呼吸和睡眠疾病主要有慢性阻塞性肺疾病COPD和睡眠呼吸暂停低通气综合征OSA。据弗若斯特沙利文分析数据统计，2020年全球COPD患病人数达到4.7亿人左右，国内COPD患病人数高达1.05亿人左右。世卫组织预计COPD将在2030年成为全世界第三位主要死因，而国内COPD诊断率均不足26.8%，远低于美国同期诊疗率68.3%，临床需求亟待释放，家用双水平呼吸机是非药物治疗的首选治疗方案。根据2012年美国睡眠医学会判断标准，2020年全世界30-69岁OSA患病人数近10.7亿人，其中中国患病率最高，2020年国内30-69岁OSA患病人数近2.0亿人，无创呼吸机治疗是成人OSA患者的首选和初选治疗手段，根据中国睡眠研究会统计，国内渗透率仅不到1%，未来提升空间巨大。未来随着患者健康管理意识的进一步增强，以及对呼吸和睡眠疾病治疗的了解不断深入，预计国内市场发展有望提速。公司作为国内家用无创呼吸机及通气面罩龙头企业，未来将通过各类展会、学术交流、慢病知识宣传、社区义诊、跨界合作等多种方式加大患者教育，提高社会对慢病的认知度，推进市场扩容。同时，持续完善国内经销网络建设，加大品牌推广，提升公司产品市场占有率，推动公司业绩快速增长。
- ◆ **投资建议：**考虑到2023年美国市场受飞利浦产品召回偶发影响消退，带来部分渠道库存影响公司业绩，我们下调盈利预测，预计公司2023-2025年收入分别为12.12/15.15/18.94（前值为18.91/23.57/30.39），增速-14%/25%/25%，归母净利润分别为3.45/4.37/5.55亿元（前值为5.09/6.71/8.73），增速-9%/27%/27%，对应PE分别为22/17/14倍。随着飞利浦停止在美国市场销售相关呼吸类设备产品，公司有望凭借产品高性价比优势，实现产品快速放量，加速库存压力释放，海外业

医药 | 医疗器械III

投资评级

增持-B(维持)

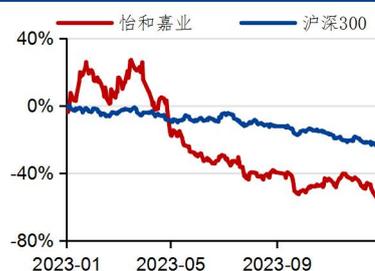
股价(2024-01-26)

117.37元

交易数据

总市值(百万元)	7,511.68
流通市值(百万元)	4,760.97
总股本(百万股)	64.00
流通股本(百万股)	40.56
12个月价格区间	262.40/98.43

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.08	19.08	-25.1
绝对收益	-2.16	12.66	-45.37

分析师

赵宁达

 SAC执业证书编号：S0910523060001
 zhaoningda@huajinsec.cn

相关报告

怡和嘉业：一季报超预期，海内外扩张稳步推进-怡和嘉业(301367.SZ) 2023.4.27



务有望快速恢复增长，维持“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**产品研发失败风险；市场竞争加剧风险，海外市场拓展不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	663	1,415	1,212	1,515	1,894
YoY(%)	18.2	113.6	-14.3	25.0	25.0
净利润(百万元)	146	380	345	437	555
YoY(%)	-36.1	161.0	-9.2	26.6	26.9
毛利率(%)	43.2	41.6	47.6	48.6	49.1
EPS(摊薄/元)	2.28	5.94	5.39	6.83	8.67
ROE(%)	29.7	14.6	12.3	13.6	14.9
P/E(倍)	51.6	19.8	21.8	17.2	13.5
P/B(倍)	15.3	2.9	2.7	2.3	2.0
净利率(%)	22.0	26.9	28.5	28.8	29.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	589	2849	2737	3370	3725	营业收入	663	1415	1212	1515	1894
现金	114	356	178	650	893	营业成本	376	826	635	778	963
应收票据及应收账款	32	103	140	217	269	营业税金及附加	4	9	7	9	12
预付账款	5	9	6	12	10	营业费用	70	86	85	106	123
存货	117	203	220	282	320	管理费用	27	48	39	45	57
其他流动资产	322	2178	2194	2209	2232	研发费用	48	73	107	130	161
非流动资产	34	78	50	52	61	财务费用	1	-17	-9	-6	-5
长期投资	5	0	0	3	9	资产减值损失	-0	-4	0	2	6
固定资产	14	27	24	24	25	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	3	8	4	2	2	投资净收益	8	15	16	17	18
其他非流动资产	13	43	21	22	25	营业利润	164	436	399	505	641
资产总计	624	2927	2787	3421	3786	营业外收入	0	1	1	1	1
流动负债	128	289	111	336	180	营业外支出	0	1	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	164	435	398	504	640
应付票据及应付账款	69	103	29	133	68	所得税	18	54	49	63	79
其他流动负债	60	186	82	203	112	税后利润	146	381	349	441	560
非流动负债	4	21	21	21	21	少数股东损益	0	1	3	4	6
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	146	380	345	437	555
其他非流动负债	4	21	21	21	21	EBITDA	168	437	403	508	636
负债合计	132	310	132	357	201						
少数股东权益	0	7	11	15	21	主要财务比率					
股本	48	64	64	64	64	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	51	1773	1773	1773	1773	成长能力					
留存收益	393	773	1092	1487	1974	营业收入(%)	18.2	113.6	-14.3	25.0	25.0
归属母公司股东权益	491	2610	2645	3050	3564	营业利润(%)	-38.2	165.7	-8.4	26.6	26.9
负债和股东权益	624	2927	2787	3421	3786	归属于母公司净利润(%)	-36.1	161.0	-9.2	26.6	26.9
						获利能力					
						毛利率(%)	43.2	41.6	47.6	48.6	49.1
						净利率(%)	22.0	26.9	28.5	28.8	29.3
						ROE(%)	29.7	14.6	12.3	13.6	14.9
						ROIC(%)	29.0	14.3	12.1	13.4	14.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.2	10.6	4.7	10.4	5.3
						流动比率	4.6	9.8	24.6	10.0	20.7
						速动比率	3.4	9.1	22.5	9.1	18.8
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	0.8	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	19.9	21.0	10.0	8.5	7.8
						应付账款周转率	7.7	9.6	9.6	9.6	9.6
						估值比率					
						P/E	51.6	19.8	21.8	17.2	13.5
						P/B	15.3	2.9	2.7	2.3	2.0
						EV/EBITDA	42.2	11.5	12.9	9.3	7.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn