

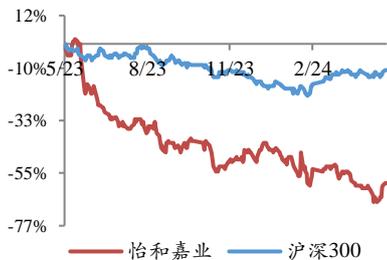
24Q1 拐点或显现，高毛利耗材业务占比提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-06

收盘价(元)	90.27
近12个月最高/最低(元)	232.32/ 71.50
总股本(百万股)	64
流通股本(百万股)	40
流通股比例(%)	63.09
总市值(亿元)	58
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

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1.2023Q2 业绩波动加大，下半年预计逐季改善 2023-09-06

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年，公司实现收入 11.22 亿元 (yoy-20.70%)、归母净利润 2.97 亿元 (yoy-21.81%)、扣非归母净利润 2.42 亿元 (yoy-33.67%)。

2024 年一季度，公司实现收入 1.92 亿元 (yoy-60.02%)、归母净利润 0.50 亿元 (yoy-67.89%)、扣非归母净利润 0.42 亿元 (yoy-71.54%)。

✓ 点评：

● 2023 年公司受美国家用呼吸机波动影响，业绩季度间波动较大

从收入拆分来看，2023 年公司家用呼吸机诊疗业务收入 8.53 亿元，占比 75.96%，耗材类业务 1.95 亿元，占比 17.33%；从区域结构来看，国际业务 7.33 亿元，占比 65.31%，国内业务 3.89 亿元，占比 34.69%。从产品品类看，家用呼吸机诊疗业务收入 8.53 亿元，同比增长-27.20%；毛利率 39.87%，同比增长 2.77%。耗材类业务 1.95 亿元，同比增长 -1.70%；毛利率 64.91%，同比增长 2.10%。

从季度波动来看，2023 年 Q1-4 分别收入为 4.80/2.66/1.99/1.77 亿元，季度收入环比处于下降状态，主要是美国市场业绩下滑所致，2021-2022 年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了一定程度渠道库存，预计后续随着库存压力的逐渐消退，行业将回归均态。从美国的竞争格局来看，怡和嘉业和独家代理商 RH 公司合作关系稳定，而且已经成为美国第二大家用呼吸机品牌，同时，公司加大了在医生端和 DME 端的品牌投入，进一步巩固市场份额。未来公司也将在美国持续推进耗材业务。若美国市场恢复后，预计季度间的波动也会更平稳。

● 24Q1 拐点或显现，高毛利耗材业务占比提升

公司 2024 年第一季度营业收入 1.92 亿元，环比提升 8.45%；毛利率 51.75%，环比提升 6.39%，同比提升 4.73%；归属于上市公司股东的净利润为 4,991.38 万元，环比提升 85.80%。其中，家用呼吸机诊疗业务收入 1.08 亿元，环比增长-17.12%；耗材类业务 0.76 亿元，环比增长 96.80%。分区域看，国际业务收入 1.25 亿元，环比增长 44.91%；国内业务收入 0.67 亿元，环比增长-26.26%。

2024Q1 公司的耗材业务表现亮眼，收入占比来看提升至 39.6%，较 2023 年全年耗材收入占比提升 22.22 个百分点，我们预计公司耗材业务主要是在海外区域有较好增长。公司在美国市场和欧洲市场均加大了耗材业务的投入，其中在美国市场，2023 年已组建耗材团队，同时公司每个月会在睡眠监测机构免费发放一定数量的面罩，旨在提升品牌

影响力和认知度。在欧洲市场，2023年公司成立了法国数据型子公司，服务范围覆盖欧洲，有效解决了当地医保报销问题，基础设施完善后使得更多代理商与公司合作共同开拓欧洲市场。

● 投资建议

我们增加对2026年业绩预测，预计2024-2026年公司收入分别为11.31亿元、13.30亿元和15.70亿元，收入增速分别为0.7%、17.6%和18.1%，2024-2026年归母净利润分别实现3.29亿元、4.03亿元和4.85亿元，增速分别为10.6%、22.5%和20.4%，2024-2026年EPS预计分别为5.14元、6.30元和7.58元，对应2024-2026年的PE分别为18x、14x和12x，公司持续深耕家用呼吸机市场，在海外市场已经形成大规模销售，尤其在美国市场占据行业第二，目前正处于耗材业务的放量前期，公司的经营业绩2024年有望逐季改善，维持“买入”评级。

● 风险提示

CGM销售不及预期风险。

海外子公司经营出现不可预期亏损风险。

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	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1122	1131	1330	1570
收入同比 (%)	-20.7%	0.7%	17.6%	18.1%
归属母公司净利润	297	329	403	485
净利润同比 (%)	-21.8%	10.6%	22.5%	20.4%
毛利率 (%)	46.1%	48.0%	48.8%	49.5%
ROE (%)	10.7%	10.6%	11.5%	12.1%
每股收益 (元)	4.65	5.14	6.30	7.58
P/E	26.18	17.56	14.34	11.90
P/B	2.80	1.86	1.65	1.45
EV/EBITDA	23.88	14.31	11.27	8.10

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2791	3197	3592	4147	营业收入	1122	1131	1330	1570
现金	670	1148	1372	1993	营业成本	605	588	680	793
应收账款	109	31	149	69	营业税金及附加	6	7	8	9
其他应收款	4	2	4	3	销售费用	107	107	126	149
预付账款	9	8	9	11	管理费用	40	38	45	53
存货	118	145	172	201	财务费用	-4	-13	-23	-27
其他流动资产	1881	1864	1886	1870	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	128	127	124	122	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	13	13	13	13	投资净收益	57	45	53	63
固定资产	35	26	17	7	营业利润	338	370	453	545
无形资产	6	5	3	1	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	73	84	91	101	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	2919	3325	3716	4269	利润总额	334	370	453	545
流动负债	112	187	172	235	所得税	34	38	46	56
短期借款	0	0	0	0	净利润	300	332	406	489
应付账款	40	89	63	114	少数股东损益	2	3	3	4
其他流动负债	73	98	109	120	归属母公司净利润	297	329	403	485
非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	299	325	393	470
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.65	5.14	6.30	7.58
其他非流动负债	19	19	19	19					
负债合计	132	206	191	254					
少数股东权益	8	10	14	18					
股本	64	64	64	64					
资本公积	1773	1773	1773	1773					
留存收益	942	1271	1674	2160					
归属母公司股东权	2779	3108	3511	3997					
负债和股东权益	2919	3325	3716	4269					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	151	446	184	571	成长能力				
净利润	300	332	406	489	营业收入	-20.7%	0.7%	17.6%	18.1%
折旧摊销	23	14	17	15	营业利润	-22.5%	9.4%	22.5%	20.4%
财务费用	2	0	0	0	归属于母公司净利	-21.8%	10.6%	22.5%	20.4%
投资损失	-57	-45	-53	-63	获利能力				
营运资金变动	-131	145	-186	129	毛利率 (%)	46.1%	48.0%	48.8%	49.5%
其他经营现金流	444	187	592	360	净利率 (%)	26.5%	29.1%	30.3%	30.9%
投资活动现金流	302	31	40	49	ROE (%)	10.7%	10.6%	11.5%	12.1%
资本支出	-24	-14	-13	-13	ROIC (%)	8.8%	8.9%	9.5%	10.1%
长期投资	268	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	57	45	53	63	资产负债率 (%)	4.5%	6.2%	5.1%	6.0%
筹资活动现金流	-140	0	0	0	净负债比率 (%)	4.7%	6.6%	5.4%	6.3%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	24.86	17.13	20.94	17.66
长期借款	0	0	0	0	速动比率	23.29	16.05	19.60	16.55
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.36	0.38	0.39
其他筹资现金流	-140	0	0	0	应收账款周转率	11.16	16.21	14.79	14.43
现金净增加额	313	478	224	621	应付账款周转率	8.46	9.17	8.98	8.95
					每股指标 (元)				
					每股收益	4.65	5.14	6.30	7.58
					每股经营现金流(薄)	2.36	6.97	2.87	8.93
					每股净资产	43.43	48.57	54.86	62.45
					估值比率				
					P/E	26.18	17.56	14.34	11.90
					P/B	2.80	1.86	1.65	1.45
					EV/EBITDA	23.88	14.31	11.27	8.10

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。

分析师：李婵，医药行业研究员，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达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。