

非金融公司|公司点评|怡和嘉业（301367）

耗材业务持续增长，期待海外订单恢复



报告要点

2024年上半年公司实现收入3.82亿元，同比下降48.79%；归母净利润0.92亿元，同比下降62.08%；扣非归母净利润0.67亿元，同比下降69.08%。上半年国际业务收入及家用呼吸机诊疗业务收入下降较多，主要与美国家用呼吸机市场下游去库存影响有关；耗材类业务1.36亿元，同比增长26.13%，占比35.69%，耗材占比稳步提升。我们预计随着去库存接近尾声，以及公司与RH合作协议落地，海外业务有望恢复正常增长。

分析师及联系人



郑薇



许津华

SAC: S0590521070002 SAC: S0590523070004

怡和嘉业(301367)

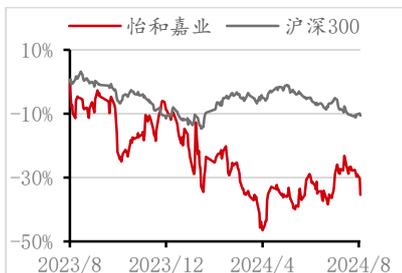
耗材业务持续增长，期待海外订单恢复

行业：医药生物/医疗器械
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：61.24 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 89.60/56.52
 流通A股市值(百万元) 3,461.58
 每股净资产(元) 31.21
 资产负债率(%) 7.15
 一年内最高/最低(元) 137.27/56.37

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

事件

公司发布2024年半年报。2024年上半年公司实现收入3.82亿元，同比下降48.79%；归母净利润0.92亿元，同比下降62.08%；扣非归母净利润0.67亿元，同比下降69.08%。单二季度实现营业收入1.90亿元，同比下降28.50%，归母净利润0.42亿元，同比下降51.82%，扣非归母净利润0.24亿元，同比下降63.69%。

➤ 北美市场订单减少影响整体业绩

从产品看，2024H1家用呼吸机诊疗业务收入2.30亿元，同比下降60.07%；耗材类业务收入1.36亿元，同比增长26.13%，占比35.69%，耗材占比稳步提升。从区域看，2024H1国际业务收入2.19亿元，同比下降56.04%；国内业务收入1.64亿元，同比下降34.31%，占比42.80%，国内业务占比提升。受美国家用呼吸机市场下游去库存影响，公司业绩短期波动，我们预计随着去库存接近尾声，以及公司与RH合作协议落地，海外业务有望恢复正常增长。

➤ 毛利率有所提升，费用投入加大

2024H1公司整体毛利率51.70%，同比提升5.61pp，主要因毛利率较高的耗材收入占比提升。各大类产品毛利率基本稳定，家用呼吸机业务毛利率42.77%，同比提升3.00pp；耗材类业务毛利率65.97%，同比减少0.44pp。2024H1公司净利率24.17%，同比下降8.47pp，主要因为费用持续投入，费用率提升，其中销售、研发、管理费用率分别为12.67%/15.21%/7.90%，同比分别+6.41/+7.78/+5.33pp。

➤ 坚持研发创新，产品持续获批

公司坚持自主开发路线，掌握核心技术，通过稳定的研发投入持续开拓全球市场、巩固优势。2024年上半年，公司获得的国内医疗器械注册项目5项、国外资质认证18项；截至2024年6月底，公司处于注册申请中的国内医疗器械注册项目2项、国外资质认证17项，涉及美国、欧洲、新加坡、巴西、墨西哥等国家和地区。

➤ 盈利预测及投资建议

考虑下游去库存影响，我们预计公司2024-26年收入分别为9.18/11.72/14.17亿元，同比增速分别为-18.25%/27.70%/20.91%，归母净利润分别为2.29/2.99/3.63亿元，同比增速分别为-22.86%/30.16%/21.36%，EPS分别为2.56/3.33/4.05元。鉴于公司是国内家用呼吸机龙头企业，拓展全球市场具备竞争力，下半年去库存影响逐步减弱，业绩有望恢复增长，维持“买入”评级。

风险提示：经销商模式风险；知识产权风险；新产品研发、上市不及预期风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1415	1122	918	1172	1417
增长率(%)	113.64%	-20.70%	-18.25%	27.70%	20.91%
EBITDA(百万元)	426	344	275	357	427
归母净利润(百万元)	380	297	230	299	363
增长率(%)	161.04%	-21.81%	-22.80%	30.16%	21.36%
EPS(元/股)	4.24	3.32	2.56	3.33	4.05
市盈率(P/E)	14.4	18.5	23.9	18.4	15.1
市净率(P/B)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	27.4	15.8	10.2	7.4	5.6

数据来源：公司公告、iFinD、国联证券研究所预测；股价为2024年08月20日收盘价

风险提示

经销商模式风险：公司经销收入占比较大，经销商多而散，若公司对于经销商的管控力度减弱，或无法保证公司长期稳定的发展。

知识产权风险：随着公司呼吸机、耗材和医用产品业务规模的扩张以及市场竞争力的持续提升，不排除行业内其他知识产权数量与布局较多的参与者利用既有优势出于限制竞争对手经营发展等目的起诉公司侵犯其商标、专利或其他知识产权等行为。如果未来公司与竞争对手发生知识产权纠纷，或将对公司造成不利影响。

新产品研发、上市不及预期风险：呼吸机产品更新迭代较快，公司需持续加大研发投入，不断在国内外进行产品准入，存在新产品推出不及预期风险。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	356	670	954	1161	1422					
应收账款+票据	103	128	72	92	111					
预付账款	9	9	6	8	10					
存货	203	118	114	148	180					
其他	2178	1866	1843	1852	1860					
流动资产合计	2849	2791	2989	3261	3583					
长期股权投资	0	13	14	16	17					
固定资产	48	60	67	72	73					
在建工程	0	0	0	0	0					
无形资产	8	6	11	22	29					
其他非流动资产	23	49	51	45	45					
非流动资产合计	78	128	144	155	165					
资产总计	2927	2919	3133	3415	3748					
短期借款	0	0	0	0	0					
应付账款+票据	103	40	57	73	90					
其他	186	73	83	107	129					
流动负债合计	289	112	140	180	219					
长期带息负债	17	16	15	13	10					
长期应付款	0	0	0	0	0					
其他	4	3	3	3	3					
非流动负债合计	21	19	18	16	13					
负债合计	310	132	158	196	231					
少数股东权益	7	8	8	9	11					
股本	64	64	64	64	64					
资本公积	1773	1773	1773	1773	1773					
留存收益	773	942	1130	1374	1669					
股东权益合计	2617	2787	2975	3220	3517					
负债和股东权益总计	2927	2919	3133	3415	3748					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	381	300	230	300	364					
折旧摊销	8	14	20	26	26					
财务费用	-17	-4	-2	-3	-4					
存货减少(增加为“-”)	-86	85	4	-34	-33					
营运资金变动	9	-131	113	-24	-23					
其它	77	-123	-53	-13	-11					
经营活动现金流	372	142	313	252	319					
资本支出	-21	-25	-35	-35	-35					
长期投资	-1869	268	0	0	0					
其他	14	58	47	45	42					
投资活动现金流	-1876	302	12	10	7					
债权融资	15	-1	-1	-3	-3					
股权融资	16	0	0	0	0					
其他	1704	-139	-40	-52	-63					
筹资活动现金流	1735	-140	-41	-54	-66					
现金净增加额	239	303	283	208	261					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	1415	1122	918	1172	1417					
营业成本	826	605	454	589	718					
营业税金及附加	9	6	5	7	8					
营业费用	86	107	110	127	145					
管理费用	121	157	183	196	216					
财务费用	-17	-4	-2	-3	-4					
资产减值损失	0	-10	-3	-4	-4					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0					
投资净收益	15	57	58	55	52					
其他	30	39	36	28	26					
营业利润	436	338	258	336	407					
营业外净收益	-1	-4	-2	-2	-2					
利润总额	435	334	257	334	405					
所得税	54	34	26	34	41					
净利润	381	300	230	300	364					
少数股东损益	1	2	1	1	1					
归属于母公司净利润	380	297	230	299	363					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	113.64%	-20.70%	-18.25%	27.70%	20.91%
EBIT	153.73%	-21.17%	-22.85%	30.03%	21.26%
EBITDA	148.88%	-19.38%	-20.09%	29.87%	19.80%
归属于母公司净利润	161.04%	-21.81%	-22.80%	30.16%	21.36%
获利能力					
毛利率	41.63%	46.14%	50.57%	49.76%	49.30%
净利率	26.92%	26.71%	25.10%	25.59%	25.68%
ROE	14.57%	10.70%	7.74%	9.31%	10.34%
ROIC	242.97%	115.28%	56.99%	104.32%	104.45%
偿债能力					
资产负债率	10.60%	4.51%	5.04%	5.73%	6.17%
流动比率	9.8	24.9	21.4	18.1	16.4
速动比率	9.1	23.3	20.3	17.0	15.3
营运能力					
应收账款周转率	15.3	10.3	15.1	15.1	15.1
存货周转率	4.1	5.1	4.0	4.0	4.0
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
每股指标(元)					
每股收益	4.2	3.3	2.6	3.3	4.0
每股经营现金流	4.2	1.6	3.5	2.8	3.6
每股净资产	29.1	31.0	33.1	35.8	39.1
估值比率					
市盈率	14.4	18.5	23.9	18.4	15.1
市净率	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	27.4	15.8	10.2	7.4	5.6
EV/EBIT	28.0	16.4	11.0	7.9	5.9

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 20 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼