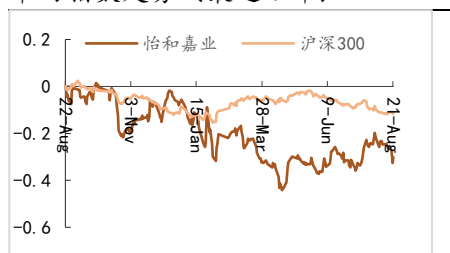


评级： 买入

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152643

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	63.56
一年内最高/最低价 (元)	93.89/50.36
市盈率 (当前)	38.97
市净率 (当前)	2.04
总股本 (亿股)	0.90
总市值 (亿元)	56.95

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 怡和嘉业: 海外业务有望迎来拐点, 看好长期业绩增长潜力

核心观点

- 事件:** 公司发布 2024 年半年报, 实现营业收入为 3.82 亿元 (-48.79%), 归属于上市公司股东的净利润为 9238 万元 (-62.08%), 扣非归母净利润为 6650 万元 (-69.08%)。
- 去库存影响境外业务表现, 耗材业务保持较快增长。** 分产品来看, 2024 年上半年家用呼吸诊疗产品收入为 2.30 亿元 (-60.07%), 境外收入 2.19 亿元 (-56.04%), 主要是受到美国市场渠道呼吸机库存影响, 我们预计随着去库存周期接近尾声, 美国市场有望逐步企稳。耗材收入 1.36 亿元 (+26.13%), 主要是由于公司加大在美国、欧洲市场推广力度; 国内市场受益于社会对慢病认知度的逐步提高, 渗透率相应提升, 我们预计随着公司存量设备逐年增加, 耗材业务有望保持稳健增长。
- 产能扩充稳步推进, 二线品种保持较快增长。** 截至 2024 年半年报, 公司合同负债金额为 5427 万元, 与 2023 年末相比大幅增长, 主要是由于预收货款增加, 体现出呼吸机终端需求在持续恢复, 代理商采购回归常态。2024 年 7 月, 公司与 React Health 就在美国和加拿大独家经销公司的睡眠呼吸障碍 (SDB) 治疗设备、双水平气道正压通气 (ST BPAP) 治疗设备及耗材签订了为期 5 年的《独家经销协议》, 我们认为协议的签订有助于美国市场销售的恢复, 预计下半年公司海外业务将迎来边际改善。
- 盈利预测和估值。** 根据 2024 年上半年经营情况, 我们对盈利预测进行调整, 预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 9.73 亿元、11.57 亿元和 13.71 亿元, 同比增速分别为 -13.3%、18.9%和 18.5%; 归母净利润分别为 2.47 亿元、3.14 亿元和 3.89 亿元, 同比增速分别为 -17.0%、27.4%和 23.7%, 以 8 月 21 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 23.1 倍、18.1 倍和 14.6 倍。考虑到公司有望迎来业绩拐点, 继续维持“买入”评级。
- 风险提示:** 美国市场恢复进度和持续性低于预期; 国内销售增速低于预期; 贸易争端风险等。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	11.22	9.73	11.57	13.71
营收增速 (%)	-20.7%	-13.3%	18.9%	18.5%
归母净利润 (亿元)	2.98	2.47	3.14	3.89
归母净利润增速 (%)	-21.8%	-17.0%	27.4%	23.7%
EPS (元/股)	4.65	2.75	3.51	4.34
PE	19.2	23.1	18.1	14.6

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,791	3,071	3,397	3,879	经营活动现金流	151	154	228	252
现金	670	823	1,009	1,292	净利润	297	247	315	389
应收账款	109	95	116	133	折旧摊销	14	12	16	20
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2	-4	-9	-10
预付账款	9	8	8	9	投资损失	-57	-61	-63	-66
存货	118	190	198	265	营运资金变动	-116	-35	-43	-96
其他	1,866	1,943	2,052	2,163	其它	9	-5	11	15
非流动资产	128	187	391	604	投资活动现金流	302	-158	-200	-200
长期投资	13	13	13	13	资本支出	-17	-72	-222	-231
固定资产	35	57	72	114	长期投资	-13	0	0	0
无形资产	6	6	5	5	其他	-1,856	332	-86	22
其他	74	71	71	72	筹资活动现金流	-140	156	158	231
资产总计	2,919	3,258	3,788	4,483	短期借款	0	0	0	0
流动负债	113	107	118	139	长期借款	7	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-17	247	231	347
应付账款	40	35	41	49	现金净增加额	313	153	186	283
其他	1	1	1	1	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债	19	39	60	80	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入	-20.7%	-13.3%	18.9%	18.5%
其他	19	39	60	80	营业利润	-22.5%	-13.3%	26.1%	22.7%
负债合计	132	146	178	219	归属母公司净利润	-21.8%	-17.0%	27.4%	23.7%
少数股东权益	8	8	9	10	获利能力				
归属母公司股东权益	2,779	3,104	3,601	4,254	毛利率	46.1%	48.8%	49.4%	49.5%
负债和股东权益	2,919	3,258	3,788	4,483	净利率	26.7%	25.4%	27.2%	28.4%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	10.7%	7.9%	8.7%	9.1%
营业收入	1,122	973	1,157	1,371	ROIC	34.4%	23.6%	21.9%	20.0%
营业成本	605	499	586	693	偿债能力				
营业税金及附加	6	6	7	8	资产负债率	4.5%	4.5%	4.7%	4.9%
营业费用	107	117	127	137	净负债比率	1.1%	1.6%	1.9%	2.1%
研发费用	117	117	127	137	流动比率	24.7	28.7	28.8	27.9
管理费用	40	34	39	45	速动比率	23.7	26.9	27.1	26.0
财务费用	-4	-4	-9	-10	营运能力				
资产减值损失	-10	-1	-1	-1	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3
公允价值变动收益	0	1	1	1	应收账款周转率	11.2	9.6	11.0	11.0
投资净收益	57	60	62	65	应付账款周转率	8.5	13.4	15.4	15.5
营业利润	338	293	369	453	每股指标(元)				
营业外收入	0	0	0	0	每股收益	4.6	2.8	3.5	4.3
营业外支出	4	15	15	15	每股经营现金	1.7	1.7	2.5	2.8
利润总额	334	278	354	438	每股净资产	31.0	34.6	40.2	47.5
所得税	34	31	39	48	估值比率				
净利润	300	247	315	390	P/E	19.15	23.07	18.10	14.64
少数股东损益	2	0	1	1	P/B	1.46	1.83	1.58	1.34
归属母公司净利润	298	247	314	389					
EBITDA	344	285	362	448					
EPS (元)	4.65	2.75	3.51	4.34					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现