

怡和嘉业 (301367.SZ)

买入 (维持评级)

发布 25 年股权激励草案，夯实成长确定性

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布 2025 年股权激励草案, 本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 70.40 万股, 约占本公告时公司股本总额 8,960.00 万股的 0.79%。本激励计划拟授予的激励对象总人数共计 54 人, 包括公司公告本激励计划时在公司 (含控股子公司, 下同) 任职的高级管理人员及核心技术 (业务) 人员。

➤ **设定 26 年同比 20% 增长目标, 夯实增长确定性。** 本激励计划限制性股票归属考核年度为 2025-2026 年两个会计年度, 每个会计年度考核一次, 各年度业绩考核目标为 2025、2026 年营业收入不低于 10.10 亿元、12.10 亿元, 对应 26 年同比增速 20%, 夯实未来持续增长确定性。

➤ **美国呼吸机市场逐步回归稳态, 25 年有望修复性高增:** 美国呼吸机市场逐步回归稳态, 2024 年第三季度营业收入较第二季度环比增长 15.70%, 经营拐点确立, 25 年随后续订单恢复公司业绩有望逐季度持续改善。此前公司发布 2024 年业绩预告, 预计 24 年归属于上市公司股东的净利润 1.32-1.65 亿元, 同比下降 44.51%-55.61%。我们认为, 公司受美国呼吸机市场去库存影响, 24 年业绩或已触底, 25 年随市场需求端复苏, 业绩有望修复性高增。

➤ **国内业务占比稳步提升, 海外市占率提升空间可期。** 2024 年前三季度公司国际业务收入 3.65 亿元, 占比 60.55%, 国内业务收入 2.38 亿元, 占比 39.45%, 国内业务占比稳步提升。其中, 美国及欧洲耗材端增速亮眼, 美国主要受益于 RH 公司专业的耗材团队市场推广拉动, 欧洲数据子公司推动解决医保报销问题、吸引代理商合作开拓欧洲市场。我们认为, 后续公司品牌力持续强化, 海外市占率提升空间可期。

➤ **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司业绩预告已披露, 我们调整利润端盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 -21%、30%、28% (前值为 -12%、26%、24%), 归母净利润增速分别为 -46%、28%、31% (前值为 -32%、50%、32%), 考虑到公司作为呼吸机国产龙头企业, 在美国市场市占率领先, 布局全球呼吸机广阔市场, 享有较大的收入天花板, 业绩拐点持续兑现, 赋予公司一定估值溢价。维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期; 新业务进展不及预期; 市场竞争加剧; 客户集中度高风险

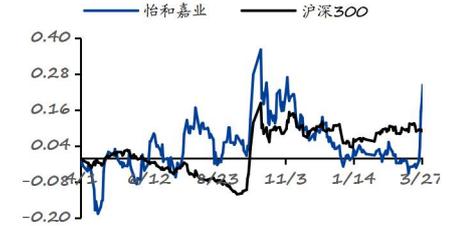
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,415	1,122	884	1,153	1,471
增长率	114%	-21%	-21%	30%	28%
净利润 (百万元)	380	297	161	207	271
增长率	161%	-22%	-46%	28%	31%
EPS (元/股)	4.24	3.32	1.80	2.31	3.03
市盈率 (P/E)	18.3	23.4	43.1	33.7	25.7
市净率 (P/B)	2.7	2.5	2.4	2.3	2.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-03-28
收盘价:	77.66 元
总股本/流通股本(百万股)	89.60/56.52
流通 A 股市值(百万元)	4,389.71
每股净资产(元)	31.23
资产负债率(%)	13.47
一年内最高/最低价(元)	95.75/56.37

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈轶林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn
分析师: 王艳(S0210524040001)
wy30524@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、Q3 经营拐点确立, 业绩有望重回高增轨道——2024.11.08
- 2、家用呼吸机龙头企业, 全球布局打开成长天花板——2024.10.03

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	670	777	784	940	营业收入	1,122	884	1,153	1,471
应收票据及账款	128	96	118	146	营业成本	605	466	605	768
预付账款	9	7	9	12	税金及附加	6	5	7	9
存货	118	111	196	190	销售费用	107	124	167	213
合同资产	0	0	0	0	管理费用	40	62	83	100
其他流动资产	1,866	1,861	1,876	1,893	研发费用	117	142	150	169
流动资产合计	2,791	2,851	2,982	3,181	财务费用	-4	-12	-9	-11
长期股权投资	13	13	13	13	信用减值损失	-2	0	0	0
固定资产	35	67	80	90	资产减值损失	-10	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	6	8	11	12	投资收益	57	50	50	50
商誉	0	0	0	0	其他收益	41	35	35	35
其他非流动资产	73	76	77	80	营业利润	338	184	234	307
非流动资产合计	128	163	181	194	营业外收入	0	1	1	0
资产合计	2,919	3,014	3,163	3,375	营业外支出	4	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	334	183	233	306
应付票据及账款	40	28	36	46	所得税	34	19	24	31
预收款项	0	0	0	0	净利润	300	164	210	275
合同负债	28	22	29	37	少数股东损益	2	3	3	4
其他应付款	1	1	1	1	归属母公司净利润	297	161	207	271
其他流动负债	44	57	71	83	EPS (按最新股本摊薄)	3.32	1.80	2.31	3.03
流动负债合计	112	108	137	166					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	19	19	19	19					
非流动负债合计	19	19	19	19					
负债合计	132	127	157	186					
归属母公司所有者权益	2,779	2,877	2,993	3,172					
少数股东权益	8	10	13	17					
所有者权益合计	2,787	2,887	3,007	3,189					
负债和股东权益	2,919	3,014	3,163	3,375					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	151	155	75	225
现金收益	310	163	220	289
存货影响	85	7	-85	5
经营性应收影响	-15	34	-24	-30
经营性应付影响	-63	-12	8	10
其他影响	-166	-38	-44	-48
投资活动现金流	302	3	12	13
资本支出	-20	-45	-36	-35
股权投资	-13	0	0	0
其他长期资产变化	335	48	48	48
融资活动现金流	-140	-52	-81	-82
借款增加	7	0	0	0
股利及利息支付	-130	-92	-94	-95
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-16	40	13	13

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-20.7%	-21.2%	30.3%	27.6%
EBIT 增长率	-21.2%	-48.4%	31.5%	32.0%
归母公司净利润增长率	-21.8%	-45.7%	28.0%	31.2%
获利能力				
毛利率	46.1%	47.4%	47.5%	47.8%
净利率	26.7%	18.6%	18.2%	18.7%
ROE	10.7%	5.6%	6.9%	8.5%
ROIC	35.9%	16.7%	19.6%	22.3%
偿债能力				
资产负债率	4.5%	4.2%	5.0%	5.5%
流动比率	24.9	26.4	21.7	19.1
速动比率	23.8	25.4	20.3	18.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转天数	32	38	27	26
存货周转天数	96	88	91	91
每股指标 (元)				
每股收益	3.32	1.80	2.31	3.03
每股经营现金流	1.69	1.73	0.84	2.51
每股净资产	31.02	32.11	33.41	35.40
估值比率				
P/E	23	43	34	26
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	37	70	52	40

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn