

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

怡和嘉业(301367)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

相关研究

加强自主品牌建设, 家用呼吸机龙头
初露峥嵘, 潜力可期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

收入增速逐季恢复, 耗材占比显著提升

2025年04月18日

事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营业收入 8.43 亿元 (yoy-24.85%), 归母净利润 1.55 亿元 (yoy-47.74%), 扣非归母净利润 0.92 亿元 (yoy-61.79%), 经营活动产生的现金流量净额 1.54 亿元 (yoy+1.97%)。其中 2024Q4 实现营业收入 2.41 亿元 (yoy+36.29%), 归母净利润 0.30 亿元 (yoy+12.65%)。

点评:

- **海外去库结束, 收入增速逐季恢复, 耗材业务占比显著提升。** 2024 年受海外市场渠道去库存影响, 公司销售订单显著减少, 导致整体收入下降, 其中境外市场实现收入 5.42 亿元 (yoy-26.12%), 从季度趋势来看, 公司 2024Q1\Q2\Q3\Q4 分别实现营收 1.92 亿元 (yoy-60.02%)、1.90 亿元 (yoy-28.50%)、2.20 亿元 (yoy+10.51%)、2.41 亿元 (yoy+36.29%), 随着去库结束, 收入增速逐季恢复。分业务线来看, 家用呼吸诊疗产品实现收入 5.27 亿元 (yoy-38.15%), 主要是海外市场去库存影响, 医用产品实现收入 3048 万元 (yoy-57.86%), 主要因为 2023 年医院对高流量湿化氧疗仪和 R 系列产品有特殊需求增量, 而 2024 年末延续这一需求, 导致相关收入减少, 耗材产品实现收入 2.84 亿元 (yoy+46.22%), 营收占比达 33.72% (yoy+16.39pp), 我们认为耗材业务的快速增长表明公司呼吸机产品使用率不断提升, 客户粘性逐步增强, 耗材收入占比提升为公司长期稳定发展奠定基础。
- **加码研发, 优化供应链, 盈利能力有望提升。** 从公司费用投入和利润增长情况来看, 销售费用率为 13.36% (yoy+4.06pp), 管理费用率为 7.29% (yoy+3.70pp), 销售净利率为 18.80% (yoy-7.91pp), 我们认为费用率显著提升主要是因为公司基于长期发展所需, 在收入增长承压的情况下, 仍旧加大了市场推广、人员建设、研发创新的投入, 2024 年公司销售净利率为 18.80% (yoy-7.91pp)。在供应链管理方面, 公司通过投资深圳市德达兴驱动科技有限公司 (国内领先的精密电机及微特电机产品与解决方案提供商), 降低核心部件成本, 优化供应链, 我们认为随着收入恢复增长, 叠加公司持续降本增效、优化产品结构 (比如高毛利耗材业务占比持续提升), 盈利能力有望提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 10.58、13.14、16.21 亿元, 同比增速分别为 25.4%、24.2%、23.4%, 实现归母净利润为 2.06、2.69、3.43 亿元, 同比分别增长 32.4%、30.6%、27.7%, 对应当前股价 PE 分别为 31、23、18 倍, 维持“买入”投资评级。
- **风险因素:** 市场需求提升不及预期; 产品研发进度不及预期; 市场竞争加剧风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,122	843	1,058	1,314	1,621
增长率 YoY %	-20.7%	-24.9%	25.4%	24.2%	23.4%
归属母公司净利润 (百万元)	297	155	206	269	343
增长率 YoY%	-21.8%	-47.7%	32.4%	30.6%	27.7%
毛利率%	45.9%	48.3%	49.3%	49.5%	49.8%
净资产收益率ROE%	10.7%	5.5%	6.9%	8.4%	9.9%
EPS(摊薄)(元)	3.32	1.73	2.30	3.00	3.83
市盈率 P/E(倍)	21.18	40.53	30.61	23.43	18.35
市净率 P/B(倍)	2.27	2.23	2.11	1.97	1.82

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 17 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2,791	3,136	3,323	3,580	3,878	
货币资金	670	525	722	957	1,218	
应收票据	19	0	7	8	9	
应收账款	109	186	161	160	174	
预付账款	9	12	13	15	18	
存货	118	102	110	128	146	
其他	1,866	2,310	2,310	2,312	2,313	
非流动资产	128	289	280	271	273	
长期股权投资	13	157	157	157	157	
固定资产(合计)	35	30	33	33	36	
无形资产	6	6	4	1	0	
其他	73	96	87	79	79	
资产总计	2,919	3,425	3,604	3,851	4,151	
流动负债	112	579	594	630	660	
短期借款	0	385	385	385	385	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	40	86	89	106	113	
其他	73	108	120	139	162	
非流动负债	19	9	9	9	9	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	19	9	9	9	9	
负债合计	132	587	602	638	668	
少数股东权益	8	9	12	16	21	
归属母公司股东权益	2,779	2,828	2,989	3,197	3,461	
负债和股东权益	2,919	3,425	3,604	3,851	4,151	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,122	843	1,058	1,314	1,621	
同比(%)	-20.7%	-24.9%	25.4%	24.2%	23.4%	
归属母公司净利润	297	155	206	269	343	
同比	-21.8%	-47.7%	32.4%	30.6%	27.7%	
毛利率(%)	45.9%	48.3%	49.3%	49.5%	49.8%	
ROE%	10.7%	5.5%	6.9%	8.4%	9.9%	
EPS(摊薄)(元)	3.32	1.73	2.30	3.00	3.83	
P/E	21.18	40.53	30.61	23.43	18.35	
P/B	2.27	2.23	2.11	1.97	1.82	
EV/EBITDA	23.88	41.31	23.19	17.76	14.07	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,122	843	1,058	1,314	1,621	
营业成本	607	436	537	664	813	
营业税金及附加	6	8	8	10	13	
销售费用	104	113	127	160	198	
管理费用	40	61	74	92	113	
研发费用	117	125	143	177	219	
财务费用	-4	-14	1	-5	-12	
减值损失合计	-10	-15	-10	-10	-10	
投资净收益	57	50	51	69	85	
其他	39	28	24	30	37	
营业利润	338	178	233	304	388	
营业外收支	-4	-2	0	0	0	
利润总额	334	176	233	304	388	
所得税	34	18	24	31	40	
净利润	300	159	208	273	348	
少数股东损益	2	3	3	4	5	
归属母公司净利润	297	155	206	269	343	
EBITDA	299	134	258	323	390	
EPS(当年)(元)	3.32	1.74	2.30	3.00	3.83	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	151	154	222	259	286	
净利润	300	159	208	273	348	
折旧摊销	23	27	24	24	13	
财务费用	2	-2	17	17	17	
投资损失	-57	-50	-51	-69	-85	
营运资金变动	-131	16	13	3	-19	
其它	14	5	12	12	12	
投资活动现金流	302	-601	36	54	70	
资本支出	-24	-15	-15	-15	-15	
长期投资	268	-605	0	0	0	
其他	57	19	51	69	85	
筹资活动现金流	-140	240	-66	-78	-95	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	385	0	0	0	
支付利息或股息	-130	-67	-64	-78	-95	
现金流净增加额	313	-203	197	235	261	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。