

怡和嘉业 (301367.SZ)

海外去库存影响消退，看好 2025 年恢复性增长

怡和嘉业发布 2024 年年度报告。2024 年实现营业收入 8.43 亿元，同比下滑 24.85%；归母净利润 1.55 亿元，同比下滑 47.74%；扣非后归母净利润 0.92 亿元，同比下滑 61.79%。分季度看，2024Q4 实现营业收入 2.41 亿元，同比增长 36.29%；归母净利润 3026 万元，同比增长 12.65%；扣非后归母净利润 697 万元，同比下滑 40.22%。

观点：美国市场去库存影响基本消退，2024 年下半年收入端呈逐季改善态势，利润端增速不及收入端主要系期间费用率增长所致。耗材产品引领收入增长，去库存影响消退后 2025 年呼吸诊疗业务有望迎来恢复性增长。海外本土化布局深化，与 RH 续签协议，有望进一步提升全球市占率。

美国市场去库存影响基本消退，下半年收入端逐季改善，利润端增速不及收入端主要系期间费用率有所增长。美国市场去库存影响逐渐消退，2024 年下半年收入端呈逐季改善态势，Q3/Q4 收入分别环比增长 15.70%/9.77%，2025 年业绩有望实现恢复性增长。利润端增速不及收入端，主要系收入规模下降致期间费用率抬升，2024 年公司毛利率 48.34%（同比+2.20pp），销售费用率 13.36%（同比+3.86pp），管理费用率 7.29%（同比+3.70pp，中介服务费及人员薪酬费用增加），研发费用率 14.77%（同比+4.35pp，研发投入加大）。

耗材业务增长靓丽，去库存影响消退后呼吸机业务有望迎来恢复性增长。

1) 家用呼吸诊疗产品：收入 5.27 亿元（同比-38.15%），毛利率 38.99%（同比-0.68pp），主要系前三季度受美国市场去库存影响，销售订单显著减少，相关影响消退后 2025 年呼吸机业务有望迎来恢复性增长。**2) 耗材产品：**收入 2.84 亿元（同比+46.22%），毛利率 64.69%（同比-0.02pp）。**3) 医用产品：**收入 3048 万元（同比-57.86%），主要系 2023 年初医院对高流量湿化氧疗仪和 R 系列产品需求量增加，同期高基数影响。

海外本土化布局持续推进，续签协议打开成长边界。2024 年公司实现国内收入 3.02 亿元（同比-22.47%），毛利率 42.99%（同比-6.97pp）；海外收入 5.42 亿元（同比-26.12%），毛利率 51.32%（同比+7.52pp）。公司持续深化海外本土化布局，产品销售覆盖全球百余个国家和地区，取得多项 NMPA、FDA、CE 认证，并进入美国、德国、意大利、土耳其等国家医保市场。2023 年公司家用无创呼吸机全球市场市占率达 12.4%，位居全球第二。2024 年 7 月，公司与 RH 新签 5 年独家经销协议，新增肺病机产品及加拿大区域。打开海外市场成长边界，有望进一步提升全球市占率。

盈利预测与投资建议。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 10.53、12.64、15.11 亿元，分别同比增长 24.9%、20.0%、19.6%；归母净利润分别为 1.98、2.43、2.93 亿元，分别同比增长 27.2%、22.9%、20.4%；维持“买入”评级。

风险提示：美国市场去库存不及预期，国际贸易摩擦风险，竞争加剧风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,122	843	1,053	1,264	1,511
增长率 yoy (%)	-20.7	-24.9	24.9	20.0	19.6
归母净利润 (百万元)	297	155	198	243	293
增长率 yoy (%)	-21.8	-47.7	27.2	22.9	20.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.32	1.73	2.21	2.71	3.27
净资产收益率 (%)	10.8	5.6	6.6	7.7	8.8
P/E (倍)	20.9	40.0	31.5	25.6	21.3
P/B (倍)	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9

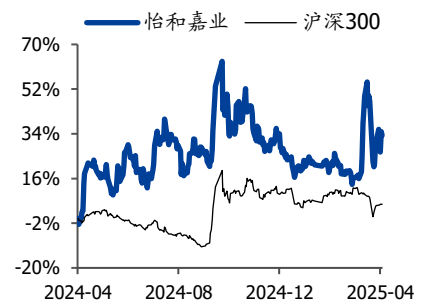
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 18 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	医疗器械
前次评级	买入
04 月 18 日收盘价 (元)	69.44
总市值 (百万元)	6,221.82
总股本 (百万股)	89.60
其中自由流通股 (%)	63.09
30 日日均成交量 (百万股)	2.21

股价走势



作者

分析师	张金洋
执业证书编号	S0680519010001
邮箱	zhangjinyang@gszq.com
分析师	杨芳
执业证书编号	S0680522030002
邮箱	yangfang@gszq.com
分析师	王震
执业证书编号	S0680525040002
邮箱	wangzhen1@gszq.com

相关研究

- 1、《怡和嘉业 (301367.SZ)：耕耘国内，放眼全球，国产家用呼吸机龙头绘新篇》 2025-01-04

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2791	3136	3129	3205	3255
现金	670	525	429	456	391
应收票据及应收账款	128	186	206	265	298
其他应收款	4	5	6	7	9
预付账款	9	12	14	18	21
存货	118	102	169	155	231
其他流动资产	1862	2305	2305	2305	2305
非流动资产	128	289	432	572	712
长期投资	13	157	301	445	588
固定资产	35	30	30	29	29
无形资产	6	6	4	3	1
其他非流动资产	73	96	96	95	94
资产总计	2919	3425	3561	3777	3967
流动负债	112	579	551	599	587
短期借款	0	385	385	385	385
应付票据及应付账款	40	86	69	116	104
其他流动负债	73	108	98	98	99
非流动负债	19	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	9	9	9	9
负债合计	132	587	560	608	596
少数股东权益	8	9	11	13	17
股本	64	90	90	90	90
资本公积	1773	1747	1747	1747	1747
留存收益	942	1034	1194	1379	1610
归属母公司股东权益	2779	2828	2990	3157	3354
负债和股东权益	2919	3425	3561	3777	3967

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	151	154	74	216	138
净利润	300	159	199	245	296
折旧摊销	14	17	9	10	12
财务费用	-4	-14	7	5	4
投资损失	-57	-50	-33	-39	-45
营运资金变动	-131	16	-106	-2	-125
其他经营现金流	29	26	-3	-3	-4
投资活动现金流	302	-601	-116	-109	-103
资本支出	24	16	-2	-4	-3
长期投资	268	-605	-144	-144	-143
其他投资现金流	594	-1190	-263	-256	-250
筹资活动现金流	-140	240	-53	-81	-99
短期借款	0	385	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	26	0	0	0
资本公积增加	0	-26	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-145	-53	-81	-99
现金净增加额	313	-203	-96	27	-65

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1122	843	1053	1264	1511
营业成本	607	436	536	640	764
营业税金及附加	6	8	7	9	11
营业费用	104	113	132	157	186
管理费用	40	61	74	88	105
研发费用	117	125	144	172	204
财务费用	-4	-14	7	5	4
资产减值损失	-10	-15	-7	-11	-16
其他收益	41	21	29	31	30
公允价值变动收益	0	10	3	3	4
投资净收益	57	50	33	39	45
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	338	178	225	277	333
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	4	2	2	2	3
利润总额	334	176	224	275	331
所得税	34	18	24	30	35
净利润	300	159	199	245	296
少数股东损益	2	3	2	2	3
归属母公司净利润	297	155	198	243	293
EBITDA	328	201	242	296	353
EPS (元)	3.32	1.73	2.21	2.71	3.27

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-20.7	-24.9	24.9	20.0	19.6
营业利润(%)	-22.5	-47.3	26.4	23.1	20.1
归属于母公司净利润(%)	-21.8	-47.7	27.2	22.9	20.4
获利能力					
毛利率(%)	45.9	48.3	49.1	49.4	49.5
净利率(%)	26.5	18.4	18.8	19.2	19.4
ROE(%)	10.8	5.6	6.6	7.7	8.8
ROIC(%)	10.0	5.1	6.1	7.2	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	4.5	17.1	15.7	16.1	15.0
净负债比率(%)	-23.1	-4.3	-1.2	-2.0	0.0
流动比率	24.9	5.4	5.7	5.4	5.5
速动比率	23.3	5.2	5.3	5.0	5.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	9.7	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	8.5	6.9	6.9	6.9	6.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.32	1.73	2.21	2.71	3.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	1.72	0.82	2.41	1.54
每股净资产(最新摊薄)	31.02	31.57	33.37	35.23	37.43
估值比率					
P/E	20.9	40.0	31.5	25.6	21.3
P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	11.5	19.0	16.2	13.1	11.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月18日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com