

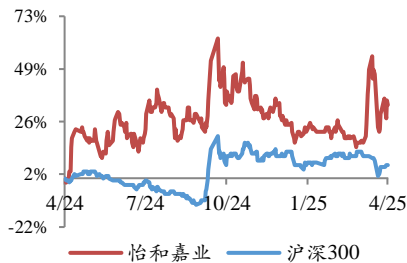
收入结构持续改善，股权激励彰显增长信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-20

收盘价(元)	69.44
近12个月最高/最低(元)	95.75/56.37
总股本(百万股)	90
流通股本(百万股)	57
流通股比例(%)	63.09
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	39

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评：怡和嘉业(301367.SZ)：2024Q3 美国市场拐点显现，收入结构持续改善 2024-10-29

2.【华安医药】公司点评：怡和嘉业(301367.SZ)：24H1 业绩仍承压，静待下半年边际改善 2024-08-20

主要观点：

✓ 事件：

公司近期发布 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：

● 美国市场库存去化基本完成，公司境外收入下半年明显好转

2024 年 7 月底，公司与 RH 公司就后续合作达成合作协议，RH 订单 2024 年第三季度快速恢复，其在保证 3 个月的安全库存前提下，每月向公司滚动下订单，2024 年上下半年海外收入分别实现 2.19/3.22 亿元，2024 年下半年环比增长明显。

分业务线来看，2024 年公司耗材业务表现亮眼。2024 年公司耗材产品实现收入 2.84 亿元 (yoy+46.22%)，营收占比达 33.72%

(yoy+16.39pp)，预计公司耗材业务增长主要来自欧洲市场和美国市场。在美国地区，公司每个月会在睡眠监测机构免费发放一定数量的面罩以提升品牌影响力和市场认知度，同时与 RH 公司专业的耗材团队采取积极的市场推广策略。在欧洲地区，公司已成立服务范围覆盖欧洲的法国数据型子公司，有效解决了当地医保报销问题，同时还通过完善基础设施吸引更多的代理商合作，共同开拓欧洲市场。未来，我们预计公司耗材业务仍有较强动力保持高速增长，一方面公司品牌及渠道建设加强，市场认可度提升，另一方面，公司呼吸机设备产品使用率提升，与客户粘性逐步增强，公司也增加了面罩的种类，可以满足更多人群需求。

● 股权激励彰显公司增长信心

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%。拟授予的激励对象总人数共计 54 人，绑定公司高级管理人员及核心技术（业务）人员与公司利益一致。该激励计划归属考核年度为 2025-2026 年两个会计年度，考核目标 2025、2026 年营业收入不低于 10.10 亿元、12.10 亿元。我们认为公司从去库存周期中走出，海外市场和国内市场均在加速拓展中，公司发布此股权激励方案也向市场传递业绩增长信心。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 10.64 亿元、13.19 亿元和

16.44 亿元 (2025-2026 年前值预测为 10.79 亿元和 12.75 亿元), 收入增速分别为 26.2%、23.9%和 24.7%, 2025-2027 年归母净利润分别实现 2.23 亿元、2.92 亿元和 3.84 亿元 (2025-2026 年前值预测为 2.92 亿元和 3.73 亿元), 增速分别为 43.3%、31.1%和 31.5%, 2025-2027 年 EPS 预计分别为 2.49 元、3.26 元和 4.28 元, 对应 2025-2027 年的 PE 分别为 28x、21x 和 16x, 公司持续深耕家用呼吸机市场, 在海外市场已经形成大规模销售, 高毛利的耗材业务占比持续提升, 盈利能力预计会进一步增强, 维持“买入”评级。

● 风险提示

中美关税政策波动的风险。
 耗材放量不及预期的风险。
 市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	843	1064	1319	1644
收入同比 (%)	-24.9%	26.2%	23.9%	24.7%
归属母公司净利润	155	223	292	384
净利润同比 (%)	-47.7%	43.3%	31.0%	31.5%
毛利率 (%)	48.3%	49.1%	49.8%	50.6%
ROE (%)	5.5%	7.3%	8.7%	10.3%
每股收益 (元)	1.74	2.49	3.26	4.28
P/E	36.21	27.94	21.33	16.22
P/B	2.00	2.04	1.86	1.67
EV/EBITDA	41.31	25.37	18.93	13.43

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3136	3531	4159	4788	营业收入	843	1064	1319	1644
现金	525	960	1371	2034	营业成本	436	542	662	812
应收账款	186	75	280	171	营业税金及附加	8	10	12	15
其他应收款	5	4	7	7	销售费用	113	117	145	181
预付账款	12	11	15	19	管理费用	61	74	92	115
存货	102	153	173	222	财务费用	-14	14	15	19
其他流动资产	2305	2328	2312	2334	资产减值损失	-15	-1	-2	-2
非流动资产	289	281	269	259	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	157	157	157	157	投资净收益	50	53	66	82
固定资产	30	23	15	6	营业利润	178	252	331	435
无形资产	6	7	8	9	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	96	95	90	87	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	3425	3812	4428	5047	利润总额	176	252	331	435
流动负债	579	741	1059	1286	所得税	18	25	33	43
短期借款	385	577	801	1041	净利润	159	227	298	392
应付账款	86	46	124	85	少数股东损益	3	5	6	8
其他流动负债	108	118	134	159	归属母公司净利润	155	223	292	384
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	134	231	300	391
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.74	2.49	3.26	4.28
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	587	749	1067	1295					
少数股东权益	9	14	20	28					
股本	90	115	115	115					
资本公积	1747	1745	1745	1745					
留存收益	991	1189	1480	1864					
归属母公司股东权	2828	3049	3341	3724					
负债和股东权益	3425	3812	4428	5047					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	154	227	162	396	成长能力				
净利润	159	227	298	392	营业收入	-24.9%	26.2%	23.9%	24.7%
折旧摊销	27	17	17	18	营业利润	-47.3%	41.7%	31.0%	31.5%
财务费用	-2	24	34	46	归属于母公司净利	-47.7%	43.3%	31.0%	31.5%
投资损失	-50	-53	-66	-82	获利能力				
营运资金变动	16	11	-123	21	毛利率 (%)	48.3%	49.1%	49.8%	50.6%
其他经营现金流	148	218	423	373	净利率 (%)	18.4%	20.9%	22.1%	23.3%
投资活动现金流	-601	43	58	73	ROE (%)	5.5%	7.3%	8.7%	10.3%
资本支出	-15	-10	-7	-9	ROIC (%)	3.0%	5.3%	6.1%	7.0%
长期投资	-605	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	19	53	66	82	资产负债率 (%)	17.1%	19.7%	24.1%	25.7%
筹资活动现金流	240	166	190	194	净负债比率 (%)	20.7%	24.5%	31.8%	34.5%
短期借款	385	192	224	240	流动比率	5.42	4.77	3.93	3.72
长期借款	0	0	0	0	速动比率	5.20	4.53	3.74	3.53
普通股增加	26	26	0	0	营运能力				
资本公积增加	-26	-2	0	0	总资产周转率	0.27	0.29	0.32	0.35
其他筹资现金流	-145	-50	-34	-46	应收账款周转率	5.72	8.14	7.43	7.28
现金净增加额	-203	436	411	663	应付账款周转率	6.93	8.21	7.78	7.76
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.74	2.49	3.26	4.28
					每股经营现金流(薄)	1.72	2.53	1.81	4.42
					每股净资产	31.57	34.03	37.28	41.57
					估值比率				
					P/E	36.21	27.94	21.33	16.22
					P/B	2.00	2.04	1.86	1.67
					EV/EBITDA	41.31	25.37	18.93	13.43

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。