

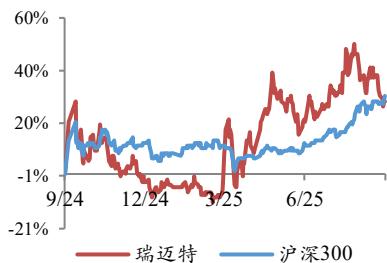
业绩符合预期，收入结构持续改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-26

收盘价（元）	81.85
近 12 个月最高/最低（元）	104.43 / 58.03
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）	76
流通市值（亿元）	48

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

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年，公司实现营业收入 5.44 亿元，同比增长 42.30%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.31 亿元，同比增长 42.19%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 0.99 亿元，同比增长 49.34%。

其中，2025 年 Q2 公司实现营业收入 2.79 亿元，同比增长 46.54%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.59 亿元，同比增长 39.92%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 0.39 亿元，同比增长 59.94%。

✓ 点评：

● 业绩符合预期，收入结构持续向好，毛利率稳中有升

2025 年上半年公司营业收入 5.44 亿元，同比增长 42.30%；归母净利润 1.31 亿元，同比增长 42.19%；扣非后归母净利润 0.99 亿元，同比增长 49.34%。2025Q1/Q2 的收入分别为 2.65/2.79 亿元，同比增速分别为 38.11%/46.54%，Q2 收入增速有所提升。2025Q2 加速增长，海外市场贡献较多，2025Q2 公司境外业务收入 1.83 亿元，同比增长 95.97%，环比 2025Q1 增长 7.97%，其中美国地区收入同比增长 252.89%，欧洲地区收入同比增长 63.95%。

从区域端看：2025 年上半年，境内业务收入 1.91 亿元，同比增长 16.87%，国内业务稳定发展；境外业务收入 3.53 亿元，同比增长 61.33%，其中美国地区贡献较多。

从产品端看：2025 年上半年家用呼吸机诊疗业务收入 3.49 亿元，占比 64.19%，同比增长 51.49%；耗材类业务收入 1.78 亿元，占比 32.67%，同比增长 30.26%，公司业务整体稳中有升。从毛利率看，2025 年上半年毛利率 52.17%，较去年同期增长 0.46%，其中家用呼吸机诊疗业务毛利率 45.02%，耗材类业务毛利率 65.83%，呼吸机和耗材的毛利率均实现稳中有升。

● 新产品不断推出，业务结构拓展逐渐多元

公司近期大力推广氧气瓶产品，产品战略已延伸至消费品市场，凭借氧气瓶产品，有望加强品牌影响力，注入新增长动能。而且在国内渠道方面，公司线上渠道收回在稳步进展中，后续公司会自主经营线上渠道，线上和线下采取多型号产品销售模式。

另外，公司新研发无降噪棉的呼吸机已在北美市场进行投放，目前切换进展顺利，预计下半年会开始放量，也会对公司业绩增长带来动能。

● 投资建议

相关报告

1. 【华安医药】公司点评：怡和嘉业（301367.SZ）：收入结构持续改善，股权激励彰显增长信心 2025-04-20

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 11.03 亿元、13.78 亿元和 17.31 亿元 (2025-2027 年前值预测为 10.64 亿元、13.19 亿元和 16.44 亿元)，收入增速分别为 30.8%、24.9% 和 25.6%，2025-2027 年归母净利润分别实现 2.67 亿元、3.48 亿元和 4.55 亿元 (2025-2027 年前值预测为 2.23 亿元、2.92 亿元和 3.84 亿元)，增速分别为 71.7%、30.3% 和 30.8%，2025-2027 年 EPS 预计分别为 2.98 元、3.88 元和 5.08 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 28x、22x 和 17x，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

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	843	1103	1378	1731
收入同比 (%)	-24.9%	30.8%	24.9%	25.6%
归属母公司净利润	155	267	348	455
净利润同比 (%)	-47.7%	71.7%	30.3%	30.8%
毛利率 (%)	48.3%	52.7%	53.2%	53.8%
ROE (%)	5.5%	8.6%	10.1%	11.7%
每股收益 (元)	1.74	2.98	3.88	5.08
P/E	36.21	28.48	21.86	16.71
P/B	2.00	2.46	2.21	1.95
EV/EBITDA	41.31	25.46	19.14	13.75

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					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3136	3565	4254	4951	营业收入	843	1103	1378	1731
现金	525	994	1459	2185	营业成本	436	522	645	799
应收账款	186	84	287	189	营业税金及附加	8	10	13	16
其他应收款	5	4	7	8	销售费用	113	121	152	190
预付账款	12	11	14	18	管理费用	61	77	96	121
存货	102	143	174	215	财务费用	-14	14	15	17
其他流动资产	2305	2329	2313	2336	资产减值损失	-15	-1	-2	-2
非流动资产	289	284	275	266	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	55	69	87
固定资产	30	28	25	20	营业利润	178	303	394	516
无形资产	6	5	4	3	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	3850	4529	5217	利润总额	176	303	394	516
流动负债	579	733	1057	1281	所得税	18	30	39	51
短期借款	385	577	801	1041	净利润	159	272	355	464
应付账款	86	41	125	82	少数股东损益	3	6	7	9
其他流动负债	108	115	132	158	归属母公司净利润	155	267	348	455
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	134	283	364	471
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.74	2.98	3.88	5.08
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	587	742	1066	1290					
少数股东权益	9	15	22	31					
股本	90	90	90	90					
资本公积	1747	1745	1745	1745					
留存收益	991	1258	1606	2061					
归属母公司股东权益	2828	3093	3441	3896					
负债和股东权益	3425	3850	4529	5217					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	154	266	220	462	成长能力				
净利润	159	272	355	464	营业收入	-24.9%	30.8%	24.9%	25.6%
折旧摊销	27	20	22	23	营业利润	-47.3%	69.8%	30.3%	30.8%
财务费用	-2	24	34	46	归属于母公司净利	-47.7%	71.7%	30.3%	30.8%
投资损失	-50	-55	-69	-87	获利能力				
营运资金变动	16	2	-124	13	毛利率 (%)	48.3%	52.7%	53.2%	53.8%
其他经营现金流	148	271	482	453	净利率 (%)	18.4%	24.2%	25.2%	26.3%
投资活动现金流	-601	38	54	71	ROE (%)	5.5%	8.6%	10.1%	11.7%
资本支出	-15	-17	-14	-16	ROIC (%)	3.0%	6.4%	7.2%	8.1%
长期投资	-605	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	19	55	69	87	资产负债率 (%)	17.1%	19.3%	23.5%	24.7%
筹资活动现金流	240	166	190	194	净负债比率 (%)	20.7%	23.9%	30.8%	32.8%
短期借款	385	192	224	240	流动比率	5.42	4.86	4.02	3.86
长期借款	0	0	0	0	速动比率	5.20	4.64	3.83	3.67
普通股增加	26	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-26	-2	0	0	总资产周转率	0.27	0.30	0.33	0.36
其他筹资现金流	-145	-24	-34	-46	应收账款周转率	5.72	8.14	7.43	7.28
现金净增加额	-203	470	464	727	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	2.98	3.88	5.08
					每股经营现金流	1.72	2.96	2.46	5.15
					每股净资产	31.57	34.52	38.40	43.48
					估值比率				
					P/E	36.21	28.48	21.86	16.71
					P/B	2.00	2.46	2.21	1.95
					EV/EBITDA	41.31	25.46	19.14	13.75

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阅。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述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起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形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。