



医药生物 医疗器械

2023-04-26

公司点评报告

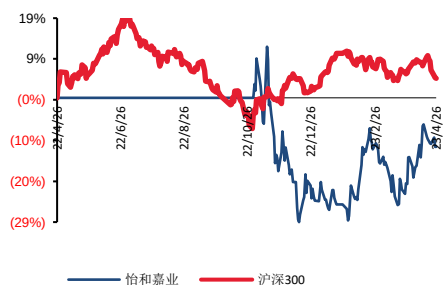
买入/维持

怡和嘉业(301367)

昨收盘: 261.0

一季度业绩大超预期，高毛利率耗材占比环比提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	64/15
总市值/流通(百万元)	16,417/3,893
12 个月最高/最低(元)	325.00/204.86

相关研究报告:

怡和嘉业(301367)《怡和嘉业(301367)深度报告之二:解构 3B 前世今生,赋能公司构建呼吸产品平台》--2023/04/13

怡和嘉业(301367)《怡和嘉业(301367)2022 年报点评:营收利润高速增长,产品结构持续优化》--2023/03/29

怡和嘉业(301367)《怡和嘉业(301367):消费呼吸机市场宽广长坡厚雪,公司优质国内第一全球替代》--2023/03/24

证券分析师:张世杰

电话:010-88695170

E-MAIL: zhangsj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523020001

事件:怡和嘉业发布 2023 年一季报,公司 2023 年一季度实现营收 4.80 亿元,同比增长 131.85%;实现归母净利润 155.45 亿元,同比增长 192.03%

一季度业绩超预期,淡季不淡收入毛利率环比提升。公司淡季不淡,在 23Q1 营收实现了 4.80 亿元,同比大幅增长 131.85%,同时, 23Q1 公司实现毛利率 47.02%,同比显著提升 4.79 pcts,盈利能力实现较大幅度提升。公司一季度单季度收入实现高速增长,主要基于海外收入高速增长,其中:1)呼吸机设备基于高价质量产品推出,设备毛利率预计提升;2)高毛利率耗材增速更快,占比预计环比提升,驱动公司收入及综合毛利率环比提升,同比大幅提升。

规模效应初现,期间费率有所下降。23Q1 公司发生销售费用 0.20 亿元,销售费率 4.19%,同比降低 2.48 pcts;发生管理费用 0.09 亿元,管理费率 1.79%,同比降低 0.62 pcts;发生研发费用 0.20 亿元,研发费率 4.07%,同比降低 1.28 pcts;发生销售费用 0.03 亿元,同比增加 233%,主要系汇率变动影响所致。总体来看,随公司营收规模的快速扩张,期间费率呈现出较明显的下降趋势。

深耕呼吸健康领域长坡厚雪赛道,盈利模式持续验证。中短期看,公司将继续显著受益于行业龙二召回事件,公司作为国产呼吸机出海龙头高性价比优势无可替代,伴随海外经销商 3B 公司(现 React Health)的全面升级,能够与公司更好的相互扶持,积极扩大在全球市场呼吸机领域的市占率。中长期看,公司目前呼吸机配套耗材营收占比依然较低,对标海外龙头收入结构,公司高毛利率耗材占比有望持续提升,驱动综合毛利率向上仍有较大提升空间;同时公司注重多产品创新,围绕睡眠呼吸领域不断迭代现有产品以及开发拓展新品类,凭借前期搭建的呼吸科技产品平台,海外渠道复用性好,有望持续推进公司营收利润高速增长。我们预计 2023-2025 年公司实现营收 22.15、28.85、37.54 亿元,同比分别增长 56.50%、30.25%、30.12%;实现归母净利润 6.48、9.06、12.85 亿元,同比分别增长 70.43%、39.81%、41.81%,以当前市值对应 PE 25.77/18.43/13.00 x,考虑到公司国产呼吸机龙头地位稳固,产品竞争力突出,海内外渠道持续扩张,渠道复用性好,维持“买入”评级。

风险提示:设备及耗材推进不及预期;外部环境压力发展超预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	662.50	1415.37	2215.05	2885.10	3754.09
收入同比(%)	18.20	113.64	56.50	30.25	30.12
归母净利润(百万元)	145.68	380.29	648.13	906.18	1285.05
归母净利润同比(%)	-36.07	161.04	70.43	39.81	41.81
ROE(%)	29.65	14.57	21.04	23.02	24.61
每股收益(元)	2.28	5.94	10.13	14.16	20.08
市盈率(P/E)	114.66	43.92	25.77	18.43	13.00

数据来源：Wind、太平洋证券研究院

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021.0	2022.0	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021.0	2022.0	2023E	2024E	2025E
流动资产	589.5	2848.9	3853.6	3977.2	4910.7	营业收入	662.5	1415.4	2215.0	2885.1	3754.1
现金	113.9	356.1	1107.5	1442.6	2400.2	营业成本	376.0	826.1	1177.3	1502.6	1927.0
应收账款	24.4	92.6	221.5	288.5	563.1	营业税金及附加	4.0	8.6	13.5	17.6	22.5
其他应收款	1.0	2.0	22.2	28.9	37.5	营业费用	70.1	85.6	126.0	153.2	180.9
预付账款	4.6	8.7	16.0	18.6	24.0	管理费用	26.9	48.1	72.0	87.1	107.4
存货	117.2	203.3	412.1	601.0	770.8	研发费用	48.3	72.9	101.4	137.9	144.5
其他流动资产	328.2	2186.2	2074.3	1597.7	1115.1	财务费用	1.1	-16.6	11.5	-20.5	-46.3
非流动资产	34.2	78.5	231.2	460.9	737.6	资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	5.2	0.0	6.0	7.0	8.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
固定资产	13.6	27.4	140.5	289.1	472.5	投资净收益	8.5	14.8	22.4	25.4	18.6
无形资产	2.5	8.1	9.2	10.7	12.6	营业利润	164.0	435.8	745.7	1040.6	1473.6
其他非流动资产	12.9	43.0	75.5	154.1	244.5	营业外收入	0.1	0.7	0.0	0.0	0.0
资产总计	623.7	2927.4	4084.8	4438.1	5648.3	营业外支出	0.2	1.4	5.0	5.0	5.0
流动负债	128.5	289.4	990.6	485.6	408.8	利润总额	163.9	435.1	740.7	1035.6	1468.6
短期借款	0.0	0.0	709.8	146.3	0.0	所得税	18.2	54.1	92.6	129.5	183.6
应付账款	68.8	103.3	174.1	219.5	275.9	净利润	145.7	381.0	648.1	906.2	1285.0
其他流动负债	59.6	186.1	106.8	119.8	132.9	少数股东损益	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
非流动负债	3.9	21.0	7.0	9.1	11.2	归属母公司净利润	145.7	380.3	648.1	906.2	1285.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	171.5	427.2	777.3	1070.0	1519.8
其他非流动负债	3.9	21.0	7.0	9.1	11.2	EPS (元)	3.0	5.9	10.1	14.2	20.1
负债合计	132.4	310.4	997.7	494.8	420.0	主要财务比率					
少数股东权益	0.0	7.1	7.1	7.1	7.1	会计年度	2021.0	2022.0	2023E	2024E	2025E
股本	48.0	64.0	64.0	64.0	64.0	成长能力					
资本公积	50.6	1772.8	1722.8	1672.8	1672.8	营业收入(%)	18.2	113.6	56.5	30.3	30.1
留存收益	392.7	773.0	1293.1	2199.3	3484.4	营业利润(%)	-38.2	165.7	71.1	39.5	41.6
归属母公司股东权益	491.3	2609.8	3080.0	3936.1	5221.2	归属于母公司净利润(%)	-36.1	161.0	70.4	39.8	41.8
负债和股东权益	623.7	2927.4	4084.8	4438.1	5648.3	获利能力					
现金流量表						毛利率(%)	43.2	41.6	46.9	47.9	48.7
单位:百万元						净利率(%)	22.0	26.9	29.3	31.4	34.2
会计年度	2021.0	2022.0	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	29.7	14.6	21.0	23.0	24.6
经营活动现金流	104.4	375.2	242.8	678.6	903.3	ROIC(%)	184.4	375.7	97.1	78.5	68.7
净利润	145.7	381.0	648.1	906.2	1285.0	偿债能力					
折旧摊销	6.4	7.9	20.1	49.9	92.5	资产负债率(%)	21.2	10.6	24.4	11.1	7.4
财务费用	1.1	-16.6	11.5	-20.5	-46.3	净负债比率(%)	1.2	1.2	71.1	29.6	0.0
投资损失	-8.5	-14.8	-22.4	-25.4	-18.6	流动比率	4.6	9.8	3.9	8.2	12.0
营运资金变动	-46.9	8.9	-413.5	-230.1	-406.6	速动比率	3.7	9.1	3.5	7.0	10.1
其他经营现金流	6.6	8.7	-1.1	-1.5	-2.8						

投资活动现金流	-174.9	-1876.1	-7.9	249.4	154.3	营运能力					
资本支出	10.0	23.7	180.0	270.0	360.0	总资产周转率	1.2	0.8	0.6	0.7	0.7
长期投资	171.0	1868.9	6.0	1.0	1.0	应收账款周转率	25.5	23.2	13.9	11.3	8.8
其他投资现金流	6.2	16.6	178.1	520.4	515.3	应付账款周转率	7.7	9.6	8.5	7.6	7.8
筹资活动现金流	-30.2	1735.1	516.6	-593.0	-100.0	每股指标 (元)					
短期借款	0.0	0.0	709.8	-563.5	-146.3	每股收益(最新摊薄)	2.3	5.9	10.1	14.2	20.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	5.9	3.8	10.6	14.1
普通股增加	0.0	16.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	7.7	40.8	48.1	61.5	81.6
资本公积增加	0.0	1722.3	-50.0	-50.0	0.0	估值比率					
其他筹资现金流	-30.2	-3.1	-143.2	20.5	46.3	P/E	114.7	43.9	25.8	18.4	13.0
现金净增加额	-104.3	241.9	751.4	335.0	957.6	P/B	34.0	6.4	5.4	4.2	3.2
						EV/EBITDA	82.8	33.2	18.3	13.3	9.3

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。