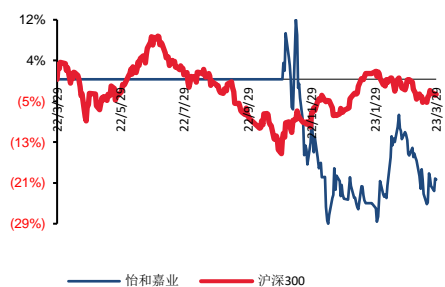


医药生物 医疗器械

营收利润高速增长，产品结构持续优化

■ 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)	14,784/3,505
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):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: 公司发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业收入 14.15 亿元, 同比增长 113.64%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.80 亿元, 同比增长 161.04%。

公司发布《2023 年限制性股票激励计划(草案)》, 拟向激励对象授予的限制性股票数量为 64.00 万股, 占本激励计划公告时公司股本总额的 1.00%。业绩考核目标为, 以 2022 年营收为基数, 2023 和 2024 年收入增长不低于 30%和 60%。

家用呼吸机业务快速增长, 产品结构持续优化。分产品看, 家用呼吸机及耗材业务仍是公司营收及利润的最主要来源, 2022 年公司家用呼吸机/耗材/医用产品/其它分别实现营收 11.71/1.98/0.44/0.03 亿元, 同比分别增长 194.95%/21.33%/-56.67%/84.66%。公司家用呼吸机业务的快速增长主要系竞争对手产品召回事件持续影响, 美国市场对公司产品的需求进一步提升, 2022 年公司销售订单大幅增长所致。利润端, 公司家用呼吸机与耗材产品分别实现毛利率 37.09%、62.80% 同比分别增长 6.66、4.59 pcts, 综合毛利率基本稳定, 实现综合毛利率 41.62%, 同比略降 1.57 pcts。单 Q4 来看, 公司实现综合毛利率 45.93%, 环比提升 7.73 pcts, 主要基于耗材占比及国内医用销量提升所致, 估计后续高毛利率耗材占比持续提升。

降费增效成果显著, 期间费用率明显下降。2022 年, 公司发生销售费用 0.86 亿元, 销售费率 6.05%, 同比降低 4.53 pcts; 发生管理费用 0.48 亿元, 管理费率 3.40%, 同比降低 0.66 pcts; 发生研发费用 0.73 亿元, 研发费率 5.15%, 同比降低 2.14 pcts; 发生财务费用-0.17 亿元, 主要受汇率波动的影响所致。

飞利浦召回事件仍在发酵, 限制性股票激励计划条件无惧挑战。飞利浦召回事件影响较为深远, 涉及范围非常广。目前, 飞利浦的召回已经从呼吸机设备进一步扩大至耗材系列, 据了解, 飞利浦在其面罩产品中有关于磁性部件出现风险, 如此大规模的召回给予公司填补空白市场的宝贵机会。与此同时, 在公司《2023 年限制性股票激励计划(草案)》中, 公司业绩考核目标以 2022 年营收为基数, 2023、24 年分别实现不低于 30%、60%的增长, 如此目标说明公司经营层面对于未来在呼吸机及耗材市场发展的积极判断, 即使未来行业格局出现波动, 公司依旧有能力维持快速增长的信心。

盈利预测

公司作为国产呼吸机龙头, 产品力强, 海外销售渠道搭建完备。中短

期来看，公司将显著受益于行业龙二召回事件，积极扩大在全球市场呼吸机设备领域的市占率。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，搭建呼吸科技产品平台，渠道复用性好，有望共同持续推进公司高增长。我们预计 2023-2025 年公司实现营收 18.70/2436/31.70 亿元，同比分别增长 32.15%/30.25%/30.12%；实现归母净利润 5.24/7.30/9.77 亿元，同比分别增长 37.83%/39.19%/33.86%，以当前市值对应 PE 35.26/25.33/18.92x，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	1870.41	2436.21	3169.99
收入同比(%)	18.20	113.64	32.15	30.25	30.12
归母净利润(百万元)	145.68	380.29	524.14	729.57	976.61
归母净利润同比(%)	-36.07	161.04	37.83	39.19	33.86
ROE(%)	29.65	14.57	15.17	19.79	20.95
每股收益(元)	1.82	4.75	6.55	9.12	12.21
市盈率(P/E)	126.85	48.59	35.26	25.33	18.92

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	589.46	2848.92	3503.58	3560.70	4329.65	营业收入	662.50	1415.37	1870.41	2436.21	3169.99
现金	113.94	356.11	1655.58	1152.98	1829.78	营业成本	376.00	826.09	1066.51	1367.20	1771.71
应收账款	24.43	92.64	374.08	730.86	634.00	营业税金及附加	4.03	8.64	11.42	14.87	19.02
其他应收款	1.03	2.02	18.70	24.36	31.70	营业费用	70.13	85.59	113.11	128.21	152.71
预付账款	4.61	8.68	14.52	16.89	22.09	管理费用	26.89	48.15	63.63	73.35	87.63
存货	117.22	203.31	373.28	546.88	708.68	研发费用	48.28	72.86	72.86	101.39	137.86
其他流动资产	328.22	2186.16	1067.41	1088.72	1103.40	财务费用	1.08	-16.58	-41.35	-57.85	-61.45
非流动资产	34.23	78.46	231.21	460.86	737.60	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00
长期投资	5.19	0.00	6.00	7.00	8.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00
固定资产	13.64	27.37	140.53	289.07	472.50	投资净收益	8.46	14.76	11.36	12.01	12.25
无形资产	2.50	8.11	9.18	10.74	12.58	营业利润	164.00	435.79	605.61	829.06	1109.78
其他非流动资产	12.89	42.98	75.50	154.05	244.51	营业外收入	0.09	0.72	0.00	0.00	0.00
资产总计	623.69	2927.38	3734.79	4021.56	5067.25	营业外支出	0.23	1.42	10.00	0.00	0.00
流动负债	128.48	289.38	264.47	319.55	386.60	利润总额	163.86	435.09	595.61	829.06	1109.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	18.18	54.07	71.47	99.49	133.17
应付账款	68.83	103.26	157.69	199.75	253.65	净利润	145.68	381.03	524.14	729.57	976.61
其他流动负债	59.64	186.12	106.78	119.79	132.95	少数股东损益	0.00	0.74	0.00	0.00	0.00
非流动负债	3.94	21.02	7.02	9.15	11.17	归属母公司净利润	145.68	380.29	524.14	729.57	976.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	171.49	427.15	584.36	821.08	1140.80
其他非流动负债	3.94	21.02	7.02	9.15	11.17	EPS (元)	3.04	5.94	6.55	9.12	12.21
负债合计	132.41	310.40	271.49	328.69	397.77						
少数股东权益	0.00	7.15	7.15	7.15	7.15						
股本	48.00	64.00	80.00	80.00	80.00						
资本公积	50.56	1772.83	2079.01	1579.01	1579.01						
留存收益	392.72	773.01	1297.14	2026.72	3003.33						
归属母公司股东权益	491.28	2609.83	3456.15	3685.72	4662.34						
负债和股东权益	623.69	2927.38	3734.79	4021.56	5067.25						

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	104.40	375.21	-41.38	203.48	967.32
净利润	145.68	381.03	524.14	729.57	976.61
折旧摊销	6.40	7.94	20.10	49.87	92.47
财务费用	1.08	-16.58	-41.35	-57.85	-61.45
投资损失	-8.46	-14.76	-11.36	-12.01	-12.25
营运资金变动	-46.92	8.89	-531.85	-504.59	-25.27
其他经营现金流	6.62	8.70	-1.06	-1.51	-2.78
投资活动现金流	-174.87	-1876.05	981.05	-263.94	-351.97

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	18.20	113.64	32.15	30.25	30.12
营业利润(%)	-38.21	165.72	38.97	36.90	33.86
归属于母公司净利润(%)	-36.07	161.04	37.83	39.19	33.86
获利能力					
毛利率(%)	43.24	41.63	42.98	43.88	44.11
净利率(%)	21.99	26.87	28.02	29.95	30.81
ROE(%)	29.65	14.57	15.17	19.79	20.95
ROIC(%)	184.41	375.73	62.04	44.36	50.46
偿债能力					
资产负债率(%)	21.23	10.60	7.27	8.17	7.85
净负债比率(%)	1.19	1.20	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.59	9.84	13.25	11.14	11.20
速动比率	3.68	9.14	11.84	9.43	9.37
营运能力					

资本支出	10.03	23.75	180.00	270.00	360.00	总资产周转率	1.22	0.80	0.56	0.63	0.70
长期投资	171.00	1868.90	6.00	1.00	1.00	应收账款周转率	25.49	23.16	7.93	4.41	4.65
其他投资现金流	6.15	16.59	1167.05	7.06	9.03	应付账款周转率	7.71	9.60	8.17	7.65	7.82
筹资活动现金流	-30.18	1735.14	359.80	-442.15	61.45	每股指标 (元)					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	1.82	4.75	6.55	9.12	12.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	4.69	-0.52	2.54	12.09
普通股增加	0.00	16.00	16.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	6.14	32.62	43.20	46.07	58.28
资本公积增加	0.00	1722.27	306.18	-500.00	0.00	估值比率					
其他筹资现金流	-30.18	-3.12	37.63	57.85	61.45	P/E	126.85	48.59	35.26	25.33	18.92
现金净增加额	-104.32	241.89	1299.47	-502.61	676.80	P/B	37.62	7.08	5.35	5.01	3.96
						EV/EBITDA	71.56	28.73	21.00	14.95	10.76

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

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	丁锟	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	陈宇	17742876221	cheny@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。