

怡和嘉业 (301367) \ 医药生物

业绩符合预期，持续拓展全球呼吸健康市场

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%；归母净利润3.80亿元，同比增长161.04%；扣非归母净利润3.65亿元，同比增长169.81%。经营性现金流量净额3.75亿元，同比增长259.39%。公司收入利润均实现高速增长，业绩符合预期。

同时发布2023年股权激励计划：拟向管理层及核心业务人才等145人授予限制性股票不超过46万股，占总股本1%，授予价格116.53元/股。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%。股权激励彰显公司信心。

持续受益飞利浦召回，盈利能力有所提升

竞争对手飞利浦产品召回以来，公司凭借产品和渠道优势抓住机遇，持续扩大市场份额，业绩持续高增长，2022年呼吸机产销量分别为92和86万台，同比均大幅增长。2022年公司整体毛利率为41.63%，同比减少1.61 pp，主要因为毛利率较高的医疗产品收入占比下降；实际上公司核心产品家用呼吸机和面罩耗材毛利率提升，分别为37.09%和62.80%，分别同比增加6.65 pp和4.59 pp，我们估计主要因为呼吸机产品单价提升导致。分季度看，2022Q4公司毛利率45.93%，同比增加11.74 pp，环比增加7.73 pp；净利率27.78%，同比增加14.89 pp，环比增加1.83 pp，盈利能力逐步回升。

加快海外产品注册，稳固全球龙头地位

公司始终坚持研发创新，持续进行产品升级和新产品的研发，2022年研发费用0.73亿元，同比增长50.92%。同时公司加速海外产品注册，以巩固全球呼吸健康龙头地位：2022年公司获得NMPA注册项目7项、国外资质认证5项，其中包括FDA认证的双水平无创呼吸机G3和单水平睡眠呼吸机M1 Mini系列，并永久有效；截至2022年末，公司仍有处于注册申请中的国外资质认证22项，包括2项FDA、4项CE，以及韩国、巴西、马来西亚、哥伦比亚等全球多个国家的认证，其中仅1项延续注册，其余均为首次注册。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为18.49/23.40/29.63亿元，增速分别为30.64%/26.56%/26.63%；净利润分别为4.98/6.34/8.27亿元，增速分别为30.95%/27.35%/30.37%，3年CAGR为29.55%，对应PE分别为30/23/18X。鉴于公司是国产家用呼吸机龙头，布局全球呼吸健康市场，参考可比公司估值，我们给予公司24年30倍PE，目标价297.28元，维持“买入”评级。

风险提示：知识产权风险；经销商模式风险；短期业绩不及预期风险；新产品研发和上市不及预期风险

投资评级：

行业：

医疗器械

投资建议：

买入（维持评级）

当前价格：

231.00元

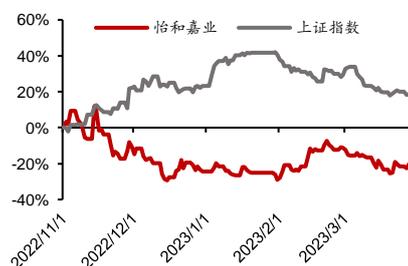
目标价格：

297.28元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	64/15
流通A股市值（百万元）	3,505
每股净资产（元）	40.78
资产负债率（%）	10.60
一年内最高/最低（元）	333.88/204.02

股价相对走势



分析师：郑薇

执业证书编号：S0590521070002

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

相关报告

1、《怡和嘉业 (301367) \ 医药生物行业国产家用呼吸机龙头，全球布局空间广阔》2022.11.13

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	663	1,415	1,849	2,340	2,963
增长率（%）	18.20%	113.64%	30.64%	26.56%	26.63%
EBITDA（百万元）	171	426	592	760	977
净利润（百万元）	146	380	498	634	827
增长率（%）	-36.07%	161.04%	30.95%	27.35%	30.37%
EPS（元/股）	2.28	5.94	7.78	9.91	12.92
市盈率（P/E）	101.48	38.88	29.69	23.31	17.88
市净率（P/B）	30.09	5.66	4.84	4.09	3.40
EV/EBITDA	84.30	27.44	20.47	15.36	11.26

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年3月29日收盘价

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	113.94	356.11	715.11	1,205.3	1,941.6
应收账款+票据	31.71	102.94	112.55	142.45	180.38
预付账款	4.61	8.68	13.63	17.24	21.84
存货	117.22	203.31	273.94	339.41	413.15
其他	321.97	2,177.88	2,199.1	2,209.5	2,222.8
流动资产合计	589.46	2,848.92	3,314.4	3,914.0	4,779.8
长期股权投资	5.19	0.00	1.92	3.85	5.77
固定资产	17.02	47.64	86.56	116.86	92.16
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.50	8.11	17.17	38.74	44.89
其他非流动资产	9.52	22.71	31.08	31.96	14.46
非流动资产合计	34.23	78.46	136.74	191.40	157.28
资产总计	623.69	2,927.38	3,451.1	4,105.4	4,937.1
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	68.83	103.26	155.72	192.93	234.85
其他	59.64	186.12	213.83	267.73	332.36
流动负债合计	128.48	289.38	369.54	460.66	567.21
长期带息负债	2.54	17.34	18.50	18.22	8.80
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.40	3.68	3.68	3.68	3.68
非流动负债合计	3.94	21.02	22.19	21.90	12.48
负债合计	132.41	310.40	391.73	482.56	579.69
少数股东权益	0.00	7.15	7.47	7.88	8.41
股本	48.00	64.00	64.00	64.00	64.00
资本公积	50.56	1,772.83	1,772.8	1,772.8	1,772.8
留存收益	392.72	773.00	1,215.1	1,778.1	2,512.1
股东权益合计	491.28	2,616.98	3,059.4	3,622.8	4,357.4
负债和股东权益总	623.69	2,927.38	3,451.1	4,105.4	4,937.1

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	145.68	381.03	498.32	634.60	827.30
折旧摊销	6.40	7.94	23.64	37.26	36.05
财务费用	1.08	-16.58	-1.01	-2.47	-4.85
存货减少	-69.78	-86.08	-70.63	-65.47	-73.74
营运资金变动	-46.92	8.89	-26.33	-18.27	-22.92
其它	63.75	76.93	64.75	59.59	67.86
经营活动现金流	100.21	372.12	488.74	645.23	829.69
资本支出	-10.23	-21.47	-80.00	-90.00	0.00
长期投资	-	-	0.00	0.00	0.00
其他	6.35	14.31	3.96	3.96	3.96
投资活动现金流	-	-	-76.04	-86.04	3.96
债权融资	2.54	14.80	1.17	-0.29	-9.42
股权融资	0.00	16.00	0.00	0.00	0.00
其他	-32.72	1,704.34	-54.87	-68.68	-87.91
筹资活动现金流	-30.18	1,735.14	-53.70	-68.97	-97.32
现金净增加额	-	238.79	359.00	490.22	736.32

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	662.50	1,415.3	1,849.0	2,340.2	2,963.4
营业成本	376.00	826.09	1,028.7	1,274.6	1,551.5
税金及附加	4.03	8.64	12.07	15.28	19.35
营业费用	70.13	85.59	101.70	135.73	183.73
管理费用	75.17	121.01	171.89	225.75	302.16
财务费用	1.08	-16.58	-1.01	-2.47	-4.85
资产减值损失	0.00	0.00	0.19	0.24	0.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.46	14.76	10.06	10.06	10.06
其他	19.45	30.42	24.11	24.15	24.21
营业利润	164.00	435.79	569.99	725.76	946.01
营业外净收益	-0.14	-0.70	-0.43	-0.43	-0.43
利润总额	163.86	435.09	569.57	725.33	945.58
所得税	18.18	54.07	71.25	90.73	118.28
净利润	145.68	381.03	498.32	634.60	827.30
少数股东损益	0.00	0.74	0.32	0.41	0.53
归属于母公司净利	145.68	380.29	498.00	634.19	826.76

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	18.20%	113.64	30.64%	26.56%	26.63%
EBIT	-38.29%	153.73	35.85%	27.14%	30.14%
EBITDA	-36.79%	148.88	38.87%	28.35%	28.50%
归母净利润	-36.07%	161.04	30.95%	27.35%	30.37%
获利能力					
毛利率	43.24%	41.63%	44.36%	45.53%	47.64%
净利率	21.99%	26.92%	26.95%	27.12%	27.92%
ROE	29.65%	14.57%	16.32%	17.54%	19.01%
ROIC	166.46	242.97	191.67	163.22	161.53
偿债能力					
资产负债	21.23%	10.60%	11.35%	11.75%	11.74%
流动比率	4.59	9.84	8.97	8.50	8.43
速动比率	3.44	9.06	8.09	7.62	7.56
营运能力					
应收账款周转率	27.12	15.28	19.81	19.81	19.81
存货周转率	3.21	4.06	3.76	3.76	3.76
总资产周转率	1.06	0.48	0.54	0.57	0.60
每股指标(元)					
每股收益	2.28	5.94	7.78	9.91	12.92
每股经营现金流	1.57	5.81	7.64	10.08	12.96
每股净资产	7.68	40.78	47.69	56.48	67.95
估值比率					
市盈率	101.48	38.88	29.69	23.31	17.88
市净率	30.09	5.66	4.84	4.09	3.40
EV/EBITDA	84.30	27.44	20.47	15.36	11.26
EV/EBIT	87.57	27.96	21.32	16.16	11.69

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 3 月 29 日收盘价

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20% 以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695