

增持 (维持)

怡和嘉业 (301367)

全年业绩快速增长，股权激励彰显公司信心

2023年4月1日

市场数据

日期	2023-03-31
收盘价(元)	249.50
总股本(百万股)	64
流通股本(百万股)	15
净资产(亿元)	26
总资产(亿元)	29
每股净资产(元)	7.80

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《怡和嘉业: 扎根国内、布局全球的呼吸健康管理龙头20230104》

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

投资要点

- 近日, 怡和嘉业发布了2022年度报告。2022年, 公司实现营收14.15亿元, 同比增长113.64%, 主要由于飞利浦召回后美国市场对公司家用呼吸机的需求进一步提升; 归母净利润3.80亿元, 同比增长161.04%; 扣非净利润3.65亿元, 同比增长169.81%。2022Q4单季实现营收4.01亿元, 同比增长91.93%, 归母净利润1.11亿元, 同比增长310.97%, 扣非净利润1.08亿元, 同比增长300.63%。
- **盈利预测及估值:** 根据前期受疫情扰动下的经营情况, 我们调整盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润4.95、6.55、8.20亿元, 同比增长30.3%、32.2%、25.2%, 对应2023年3月31日收盘价, PE为29.8、22.6、18.0倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧、新冠疫情对经营的影响等风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1415	1850	2338	2863
同比增长(%)	113.6%	30.7%	26.4%	22.5%
净利润(百万元)	380	495	655	820
同比增长(%)	161.0%	30.3%	32.2%	25.2%
毛利率(%)	41.6%	43.1%	44.6%	45.8%
净利润率(%)	26.9%	26.8%	28.0%	28.6%
每股收益(元)	7.51	7.74	10.23	12.81
每股经营现金流(元)	5.86	5.27	9.55	12.30
市盈率	38.88	29.84	22.57	18.03

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 公司发布 2022 年年报，2022 年实现营收 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%，扣非净利润 3.65 亿元，同比增长 169.81%。

点评

- **2022 年全年业绩快速增长。**2022 年实现营收 14.15 亿元，同比增长 113.64%，主要由于飞利浦召回后美国市场对公司家用呼吸机的需求进一步提升；归母净利润 3.80 亿元，同比增长 161.04%；扣非净利润 3.65 亿元，同比增长 169.81%。2022Q4 单季实现营收 4.01 亿元，同比增长 91.93%，归母净利润 1.11 亿元，同比增长 310.97%，扣非净利润 1.08 亿元，同比增长 300.63%。
- **家用呼吸机引领增长，医用产品需求有所下降。**2022 年家用呼吸机收入达到 11.71 亿元，占到整体收入的 82.74%，同比增长 194.95%，毛利率达到 37.09%，同比提升 6.66pct；耗材收入达到 1.98 亿元，占到整体收入的 13.98%，同比增长 21.33%，毛利率达到 62.8%，同比提升 4.59%pct；医用产品收入达到 4374 万元，占到整体收入的 3.09%，同比下降 56.67%，主要由于医用产品需求有所下降、原材料供应紧张无法响应需求等原因；其他产品收入 262 万元，占到整体收入的 0.19%，同比增长 84.66%。
- **毛利率由于产品结构调整略有下降，费用端控制良好。**2022 年公司整体毛利率 41.63%，同比下降 1.61 pct，主要由于产品结构调整，毛利率较低的家用呼吸机占比有所提升。销售费用率 6.05%，同比下降 4.54 pct；管理费用率 3.40%，同比下降 0.66 pct。研发费用率 5.16%，同比下降 2.07pct。公司费用率控制良好，规模效应优势逐步凸显。
- **研发持续投入，新一代呼吸机已处于注册阶段。**2022 年公司研发人员共 176 人，同比增长 43.09%，其中 30 岁以下的研发人员数量同比增长 59.46%，研发人员结构进一步优化。研发费用达到 7286 万元，同比增长 50.92%，占到整体收入的 5.15%。此外，公司持续拓展新产品线，MP 呼吸机已在国内外上市，SO1 制氧机已在国内上市、FDA 注册中，全新一代睡眠呼吸机 G5 已在 CE 完成注册、国内和 FDA 注册中，面罩产品 6 代系列也已经在国内外上市，未来有望为公司的持续增长注入新的动力。
- **股权激励计划落地，彰显公司信心：**根据公司发布的 2023 年限制性股票激励计划，公司拟向激励对象授予的限制性股票数量为 64.00 万股，占公司股本总额的 1.00%，计划首次授予部分限制性股票的授予价格为 116.53 元/股。本激励计划首次授予的激励对象不超过 145 人，包括在公司任职的董事、高级管理人员及核心业务人才和专业人才。根据激励计划设定的业绩考核指标，

以 2022 年营业收入为基数,2023-2024 年营业收入增长率不低于 30%和 60%。
预计 2023-2025 年激励成本摊销分别为 3441.86 万元、2315.96 万元、389.56 万元。

- **盈利预测及估值:** 根据前期受疫情扰动下的经营情况,我们调整盈利预测,预计公司 2023-2025 年归母净利润 4.87、5.86、7.03 亿元,同比增长 28.04%、22.25%、20.44%,对应 2023 年 3 月 31 日收盘价,PE 为 29.8、22.6、18.0 倍,维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧、新冠疫情对经营的影响等风险。

附表

资产负债表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2849	3168	3777	4581
货币资金	356	580	1095	1797
交易性金融资产	2160	2160	2160	2160
应收账款	93	103	138	166
其他应收款	2	3	3	4
存货	203	282	338	408
非流动资产	78	205	305	364
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	27	139	228	279
在建工程	0	20	25	23
油气资产	0	0	0	0
无形资产	8	10	11	13
资产总计	2927	3373	4082	4945
流动负债	289	258	306	347
短期借款	0	4	4	4
应付票据	0	0	0	0
应付账款	103	132	162	194
其他	186	123	140	150
非流动负债	21	2	9	10
长期借款	0	0	0	0
其他	21	2	9	10
负债合计	310	261	315	358
股本	64	64	64	64
资本公积	1773	1773	1773	1773
未分配利润	741	1226	1871	2677
少数股东权益	7	7	7	7
股东权益合计	2617	3112	3767	4587
负债及权益合计	2927	3373	4082	4945

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	380	495	655	820
折旧和摊销	8	12	19	25
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	4	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-17	-23	-24	5
投资损失	-15	-9	0	0
少数股东损益	1	0	0	0
营运资金的变动	-4	132	47	60
经营活动产生现金流量	351	337	611	787
投资活动产生现金流量	-1868	-141	-120	-80
融资活动产生现金流量	1757	27	24	-5
现金净变动	240	224	515	702
现金的期初余额	114	356	580	1095
现金的期末余额	354	580	1095	1797

利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1415	1850	2338	2863
营业成本	826	1053	1295	1551
营业税金及附加	9	12	15	18
销售费用	86	109	136	163
管理费用	48	83	94	97
财务费用	-17	-23	-24	5
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	15	9	0	0
营业利润	436	570	753	943
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	435	570	753	942
所得税	54	74	98	123
净利润	381	495	655	820
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	380	495	655	820
EPS(元)	5.94	7.74	10.23	12.81

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性(%)				
营业收入增长率	113.6%	30.7%	26.4%	22.5%
营业利润增长率	165.7%	30.7%	32.2%	25.2%
净利润增长率	161.0%	30.3%	32.2%	25.2%
盈利能力(%)				
毛利率	41.6%	43.1%	44.6%	45.8%
净利率	26.9%	26.8%	28.0%	28.6%
ROE	14.6%	16.0%	17.4%	17.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	10.6%	7.7%	7.7%	7.2%
流动比率	9.84	12.26	12.36	13.18
速动比率	9.14	11.17	11.25	12.01
营运能力(次)				
资产周转率	0.80	0.59	0.63	0.63
应收帐款周转率	24.18	18.87	19.35	18.82
每股资料(元)				
每股收益	7.51	7.74	10.23	12.81
每股经营现金	5.86	5.27	9.55	12.30
每股净资产	40.78	48.52	58.75	71.57
估值比率(倍)				
PE	38.88	29.84	22.57	18.03
PB	5.66	4.76	3.93	3.23

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn