

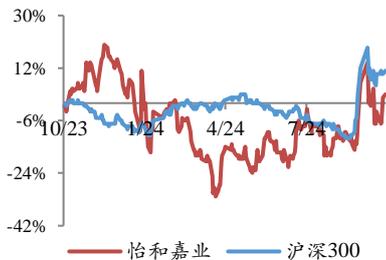
2024Q3 美国市场拐点显现，收入结构持续改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-28

收盘价(元)	76.55
近12个月最高/最低(元)	131.80/ 56.37
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)	69
流通市值(亿元)	43

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

相关报告

- 【华安医药】公司点评：怡和嘉业 (301367.SZ)：24H1 业绩仍承压，静待下半年边际改善 2024-08-20
- 【华安医药】公司点评：怡和嘉业 (301367.SZ)：24Q1 拐点或显现，耗材业务占比提升 2024-05-06

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2024 年三季度报告，前三季度实现营业收入 6.02 亿元，同比下降 36.31%；实现归母净利润 1.25 亿元，同比下降 53.74%。

其中，第三季度实现营业收入 2.20 亿元，同比增加 10.51%，环比增加 15.70%；单三季度实现归母净利润 3274 万元，同比增长 21.78%；实现扣非后归母净利润 1899 万元，同比增长 24.67%。

✓ 点评：

● 2024Q3 美国市场库存去化基本完成，呼吸机订单回暖

2024 年 7 月底，公司与 RH 公司就后续合作达成合作协议，经销区域较之前增加了加拿大区域，经销产品增加了肺病机相关设备，经销期限延长至 5 年。协议的主要内容涵盖：（1）独家销售的产品包括公司的睡眠呼吸障碍（SDB）治疗设备、双水平气道正压通气（STBPAP）治疗设备及耗材。（2）独家销售的区域为美国及其海外领地、加拿大。（3）在加拿大区域，3BMedical, Inc. 将向公司支付 50000 美元，用于完成销售协议中涉及的产品注册流程。而且，RH 订单自 6 月底开始恢复，其在保证 3 个月的安全库存前提下，基本上是每月滚动下订单，目前订单已恢复至行业常态。

从收入区域来看，2024 年前三季度公司国际业务收入 3.65 亿元，占比 60.55%，国内业务收入 2.38 亿元，占比 39.45%，国内业务占比稳步提升。2024Q3 来看，海外收入达到 1.46 亿元，收入占比达到 66.36%，海外收入占比较 2024 年上半年显著回升，这与 RH 自 6 月底订单恢复高度相关。

● 高毛利耗材业务占比提升，公司毛利率保持高位

2024 年前三季度公司家用呼吸机诊疗业务收入 3.75 亿元，占比 62.27%，耗材类业务收入 2.06 亿元，占比 34.16%，耗材占比稳步提升。高毛利率的耗材业务进展顺利，也进一步推升了毛利率水平，2024 年前三季度毛利率 51.20%，比去年同期增加 4.91 个百分点。

具体到公司耗材业务，2024 年前三季度公司耗材同比增长 31.77%，主要来自美国地区和欧洲地区的贡献。在美国地区，公司每个月会在睡眠监测机构免费发放一定数量的面罩以提升品牌影响力和市场认知度，同时与 RH 公司专业的耗材团队采取积极的市场推广策略。在欧洲地区，公司已成立服务范围覆盖欧洲的法国数据型子公司，有效解决了当地医保报销问题，同时还通过完善基础设施吸引更多的代理商合作，共同开拓欧洲市场。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 9.16 亿元、10.79 亿元和 12.75 亿元，收入增速分别为-18.4%、17.8%和 18.2%，2024-2026 年归母净利润分别实现 2.20 亿元、2.92 亿元和 3.73 亿元，增速分别为 -26.0%、32.8%和 27.8%，2024-2026 年 EPS 预计分别为 2.45 元、3.26 元和 4.17 元，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 31x、23x 和 18x，公司持续深耕家用呼吸机市场，在海外已经形成大规模销售，2024 年三季度美国市场库存去化完成，后续高毛利的耗材占比也会持续提升，盈利能力预计会进一步增强，维持“买入”评级。

● 风险提示

海外市场设备库存去化不及预期的风险。

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

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1122	916	1079	1275
收入同比 (%)	-20.7%	-18.4%	17.8%	18.2%
归属母公司净利润	297	220	292	373
净利润同比 (%)	-21.8%	-26.0%	32.8%	27.8%
毛利率 (%)	46.1%	48.1%	49.0%	49.7%
ROE (%)	10.7%	7.3%	8.9%	10.2%
每股收益 (元)	4.65	2.45	3.26	4.17
P/E	26.18	31.18	23.48	18.37
P/B	2.80	2.29	2.08	1.87
EV/EBITDA	23.88	27.46	20.50	14.34

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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2791	3047	3348	3762	营业收入	1122	916	1079	1275
现金	670	1081	1148	1711	营业成本	605	475	550	641
应收账款	109	4	141	35	营业税金及附加	6	5	6	8
其他应收款	4	1	4	2	销售费用	107	92	102	115
预付账款	9	6	7	9	管理费用	40	64	70	76
存货	118	94	162	140	财务费用	-4	-13	-22	-23
其他流动资产	1881	1860	1885	1865	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	128	127	124	122	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	13	13	13	13	投资净收益	57	37	43	51
固定资产	35	26	17	7	营业利润	338	247	328	419
无形资产	6	5	3	1	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	73	84	91	101	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	2919	3174	3471	3884	利润总额	334	247	328	419
流动负债	112	146	149	185	所得税	34	25	34	43
短期借款	0	0	0	0	净利润	300	222	295	376
应付账款	40	64	59	85	少数股东损益	2	2	2	3
其他流动负债	73	82	90	100	归属母公司净利润	297	220	292	373
非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	299	211	280	361
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.65	2.45	3.26	4.17
其他非流动负债	19	19	19	19					
负债合计	132	165	168	204					
少数股东权益	8	9	12	15					
股本	64	90	90	90					
资本公积	1773	1773	1773	1773					
留存收益	942	1137	1429	1802					
归属母公司股东权	2779	2999	3291	3665					
负债和股东权益	2919	3174	3471	3884					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	151	387	37	526	成长能力				
净利润	300	222	295	376	营业收入	-20.7%	-18.4%	17.8%	18.2%
折旧摊销	23	14	17	15	营业利润	-22.5%	-26.9%	32.8%	27.8%
财务费用	2	0	0	0	归属于母公司净利	-21.8%	-26.0%	32.8%	27.8%
投资损失	-57	-37	-43	-51	获利能力				
营运资金变动	-131	188	-231	185	毛利率 (%)	46.1%	48.1%	49.0%	49.7%
其他经营现金流	444	34	525	191	净利率 (%)	26.5%	24.0%	27.1%	29.3%
投资活动现金流	302	23	30	38	ROE (%)	10.7%	7.3%	8.9%	10.2%
资本支出	-24	-14	-13	-13	ROIC (%)	8.8%	5.8%	7.1%	8.4%
长期投资	268	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	57	37	43	51	资产负债率 (%)	4.5%	5.2%	4.8%	5.3%
筹资活动现金流	-140	0	0	0	净负债比率 (%)	4.7%	5.5%	5.1%	5.5%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	24.86	20.92	22.49	20.38
长期借款	0	0	0	0	速动比率	23.29	19.89	21.03	19.31
普通股增加	0	26	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.30	0.32	0.35
其他筹资现金流	-140	-26	0	0	应收账款周转率	11.16	16.21	14.79	14.43
现金净增加额	313	410	67	564	应付账款周转率	8.46	9.17	8.98	8.95

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考。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达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致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。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。