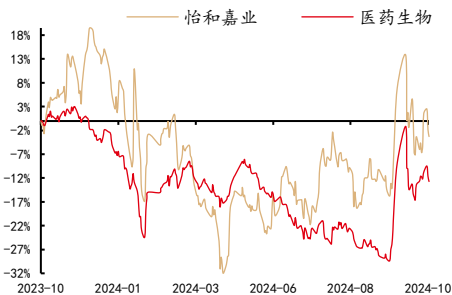


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	72.24
总股本/流通股本(亿股)	0.90 / 0.57
总市值/流通市值(亿元)	65 / 41
52周内最高/最低价	126.50 / 56.99
资产负债率(%)	4.5%
市盈率	15.54
第一大股东	庄志

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
研究助理: 陈峻
SAC 登记编号: S1340123110013
Email: chenjun@cnpsec.com

怡和嘉业(301367)

美国去库接近尾声，看好公司海外订单改善趋势

● 业绩简评

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%。单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%。

● 24 年前三季度经营分析

公司与 3B Medical, Inc 签订了为期 5 年的《独家经销协议》。2024 年 7 月 29 日，3B Medical, Inc. 与怡和嘉业签订了为期五年的《独家经销协议》，授权 3B Medical, Inc. 在美国和加拿大独家销售其睡眠呼吸障碍 (SDB) 治疗设备、双水平气道正压通气 (ST BPAP) 治疗设备及配套耗材。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 (ST BPAP) 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，3B Medical, 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。

3B Medical 订单已经恢复至行业常态。自 6 月底起，3B Medical 的订单开始逐步恢复。3B Medical 在确保三个月的安全库存量前提下，通常是每月按需下达订单，目前订单量已回升至行业平均水平。我们预计后续美国订单将会迎来明显增长。

因地制宜，公司针对不同国家和地区制定合适的销售策略。1) 美国市场：2023 年 RH 公司已成功组建了耗材团队，并实施了积极的市场推广策略。此外公司每月都会在睡眠监测机构免费提供一定数量的面罩，旨在增强品牌知名度和市场认知度。2) 欧洲市场：2023 年，公司成立了法国数据型子公司，服务范围扩展至整个欧洲。此举不仅有效解决了当地的医保报销问题，还通过完善基础设施吸引了更多代理商与公司合作，共同拓展欧洲市场。3) 国内市场：随着社会对慢性疾病认知度的逐步提升，国内市场渗透率也相应增长，呼吸机设备数量持续增加，公司对未来国内耗材市场持积极乐观态度。

全民 OSA 健康管理意识有望增强。三星的最新款 Galaxy 手表，现具备了侦测中重度睡眠呼吸暂停的能力。苹果的 Apple Watch Series 10 也加入了睡眠呼吸暂停检测功能。随着智能穿戴设备在睡眠呼吸暂停监测方面的不断进步，大众对 OSA 健康管理的认识得到了根本性的提升，全球市场的渗透率预计将快速增加，呼吸机的市场潜力亦有望进一步拓展。

慢性阻塞性肺疾病患者健康服务被纳入国家基本公共卫生服务项目。2024 年 7 月的三中全会公报中提到未来将加强慢性呼吸系统

疾病的监测与评估，鼓励医疗卫生机构将慢性呼吸系统疾病及其合并的高血压、糖尿病等同防同治同管；2024年9月13日，国家卫生健康委、财政部等部门公布，慢性阻塞性肺疾病患者健康服务被纳入国家基本公共卫生服务项目，国内市场空间有望进一步打开。

● 盈利预测

目前公司美国积压的库存已进入消化尾声阶段，供需关系有逐步回归稳态的趋势，我们认为怡和嘉业后续美国订单将会迎来明显增长，同时后续新产品也有望贡献销量，公司有望迎来业绩反转，营收和净利润将得到快速增长。基于公司经营情况的改善，我们预计公司2024-2026年收入端分别为9.23亿元、11.87亿元和14.20亿元，收入增速分别为-17.8%、28.6%和19.6%，预计2024年-2026年归母净利润分别为1.92亿元、2.56亿元和3.56亿元，归母净利润同比增速分别为-35.4%、33.3%和39.2%，对应2024年-2026年PE分别为33.7、25.3和18.2。我们看好公司未来在呼吸机领域的发展前景，首次覆盖，给予“买入评级”。

● 风险提示：

海外市场拓展不及预期、汇率波动风险、国际贸易摩擦影响

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1122	923	1187	1420
增长率(%)	-20.70	-17.77	28.60	19.63
EBITDA(百万元)	299.37	223.43	295.40	406.07
归属母公司净利润(百万元)	297.34	192.07	256.08	356.49
增长率(%)	-21.81	-35.40	33.33	39.21
EPS(元/股)	3.32	2.14	2.86	3.98
市盈率(P/E)	21.77	33.70	25.28	18.16
市净率(P/B)	2.33	2.18	2.00	1.80
EV/EBITDA	23.88	25.02	18.21	12.47

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1122	923	1187	1420	营业收入	-20.7%	-17.8%	28.6%	19.6%
营业成本	605	445	562	652	营业利润	-22.5%	-35.7%	33.3%	39.1%
税金及附加	6	6	7	9	归属于母公司净利润	-21.8%	-35.4%	33.3%	39.2%
销售费用	107	125	154	173	获利能力				
管理费用	40	69	87	97	毛利率	46.1%	51.8%	52.7%	54.1%
研发费用	117	137	172	196	净利率	26.5%	20.8%	21.6%	25.1%
财务费用	-4	-10	-13	-18	ROE	10.7%	6.5%	7.9%	9.9%
资产减值损失	-10	0	0	0	ROIC	8.8%	6.1%	7.5%	9.4%
营业利润	338	217	289	403	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	4.5%	4.8%	5.1%	5.1%
营业外支出	4	0	0	0	流动比率	24.86	22.66	20.88	20.65
利润总额	334	217	289	403	营运能力				
所得税	34	24	32	44	应收账款周转率	11.16	10.31	14.22	13.32
净利润	300	193	257	359	存货周转率	3.76	4.03	4.93	4.85
归母净利润	297	192	256	356	总资产周转率	0.38	0.31	0.36	0.39
每股收益(元)	3.32	2.14	2.86	3.98	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.32	2.14	2.86	3.98
货币资金	670	909	1119	1437	每股净资产	31.02	33.19	36.05	40.03
交易性金融资产	1812	1812	1812	1812	估值比率				
应收票据及应收账款	128	82	112	136	PE	21.77	33.70	25.28	18.16
预付款项	9	6	7	9	PB	2.33	2.18	2.00	1.80
存货	118	103	125	144	现金流量表				
流动资产合计	2791	2965	3228	3591	净利润	300	193	257	359
固定资产	35	39	42	42	折旧和摊销	23	16	19	22
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-131	84	-30	-26
无形资产	6	7	8	8	其他	-42	-39	-36	-48
非流动资产合计	128	167	185	200	经营活动现金流净额	151	254	210	306
资产总计	2919	3132	3413	3791	资本开支	-24	-29	-30	-24
短期借款	0	0	0	0	其他	326	12	30	36
应付票据及应付账款	40	47	54	61	投资活动现金流净额	302	-17	-1	12
其他流动负债	73	84	101	113	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	112	131	155	174	债务融资	0	0	0	0
其他	19	19	19	19	其他	-140	-1	0	0
非流动负债合计	19	19	19	19	筹资活动现金流净额	-140	-1	0	0
负债合计	132	149	173	192	现金及现金等价物净增加额	313	239	209	318
股本	64	90	90	90					
资本公积金	1773	1747	1747	1747					
未分配利润	910	1076	1294	1597					
少数股东权益	8	9	10	12					
其他	32	61	99	153					
所有者权益合计	2787	2983	3240	3599					
负债和所有者权益总计	2919	3132	3413	3791					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：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；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048