

2022年09月30日

怡和嘉业（301367.SZ）

投资要点

◆ 10月14日（周五）有一家创业板上市公司“怡和嘉业”询价。

◆ **怡和嘉业（301367）**：公司是国内领先的呼吸健康领域医疗设备与耗材产品制造商，主要产品包括家用无创呼吸机、通气面罩、睡眠监测仪、高流量湿化氧疗仪，并提供呼吸健康慢病管理服务。公司 2019-2021 年分别实现营业收入 2.58 亿元/5.60 亿元/6.63 亿元，YOY 依次为 36.37%/117.29%/18.20%，三年营业收入的年复合增速 51.87%；实现归母净利润 0.39 亿元/2.28 亿元/1.46 亿元，YOY 依次为 55.39%/487.23%/-36.07%，三年归母净利润的年复合增速 80.02%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 5.63 亿元，同比增长 106.31%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 114.23%。公司预计 2022 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润约 26,235.10 万元至 27,939.80 万元，同比增长 120.91%至 135.26%。

① **投资亮点**：1、公司是国内的家用无创呼吸机及通气面罩龙头企业。公司核心产品包括家用无创呼吸机、通气面罩、睡眠监测仪、高流量湿化氧疗仪，并提供呼吸健康慢病管理服务，覆盖家用、医用、耗材以及慢病管理平台产品组合的构建，产品线布局丰富且协同互补；同时，公司在境内外均建立了完善的分销网络，产品分销往国内超过 30 个省、直辖市以及自治区，并出口至亚洲、欧洲、北美、南美等超过 100 个国家和地区。目前，公司已成为家用无创呼吸机及通气面罩领域的国产龙头厂商；2020 年公司家用无创呼吸机、通气面罩的国内市场份额分别第三、第一，在全部国产品牌中均排名第一。海外市场方面，公司是市场上少有的通过认证并进入美国、德国、意大利、土耳其等国家医保市场的国产无创呼吸机制造商；2020 年出口销售额排名第一，占据近三分之一的份额。随着全球居民医疗健康意识不断提高以及中国医疗器械产业国际化进程加快，公司作为家用无创呼吸机国产龙头有望从中受益。2、受益于竞争对手产品召回事件，公司产品有望提升短期业绩，进一步促进公司产品的渗透提速。目前全球家用无创呼吸机市场的竞争格局分布较为集中，前五大厂商均为海外龙头企业，其中的瑞思迈和飞利浦就占据了近 80% 的市场份额。然而，近期呼吸机召回事件波及广泛且影响重大，使得呼吸机市场暂时出现供应缺口；公司作为家用无创呼吸机的细分领域国产龙头，本次召回事件预计有利于公司短期业绩提升，有望进一步加速在国际市场的渗透。

② **同行业上市公司对比**：选取康泰医学、鱼跃医疗、宝莱特、理邦仪器等医疗器械设备及器械制造企业为怡和嘉业的可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021 年同业平均收入规模为 26.33 亿元、PE-TTM（剔除异常值/算数平均）为 30.82X、销售毛利率为 46.50%；相较而言，公司的营收规模和销售毛利率均低于同业平均水平。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

新股覆盖研究

股价

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	48.00
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.77	-1.43	-5.31
绝对收益	-12.9	-23.14	-33.05

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

相关报告



公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	257.9	560.5	662.5
同比增长(%)	36.37	117.29	18.20
营业利润(百万元)	43.6	265.4	164.0
同比增长(%)	50.18	508.44	-38.21
净利润(百万元)	38.8	227.9	145.7
同比增长(%)	55.39	487.23	-36.07
每股收益(元)	13.41	4.75	3.04

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、怡和嘉业	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 全球医疗器械市场规模及预测 (按出厂价口径), 2016-2025E	5
图 6: 中国医疗器械市场规模按家用和医用拆分 (按出厂价口径), 2016-2025E	6
图 7: 中国家用无创呼吸机市场规模及预测 (按出厂价口径), 2016-2025E	6
图 8: 中国家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分, 2020	6
图 9: 中国通气面罩市场规模及预测 (按出厂价口径), 2016-2025E	7
图 10: 中国通气面罩市场按厂家的销售额拆分, 2020	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、怡和嘉业

公司是国内领先的呼吸健康领域医疗设备与耗材产品制造商，主要产品包括家用无创呼吸机、通气面罩、睡眠监测仪、高流量湿化氧疗仪，并提供呼吸健康慢病管理服务，专注于以阻塞型睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）为主的睡眠呼吸暂停低通气综合征（SAHS）患者以及以慢性阻塞性肺疾病（COPD）为主的呼吸功能不全患者提供全周期（从诊断、治疗到慢病管理）、多场景（从医疗机构到家庭）的治疗服务整体解决方案。

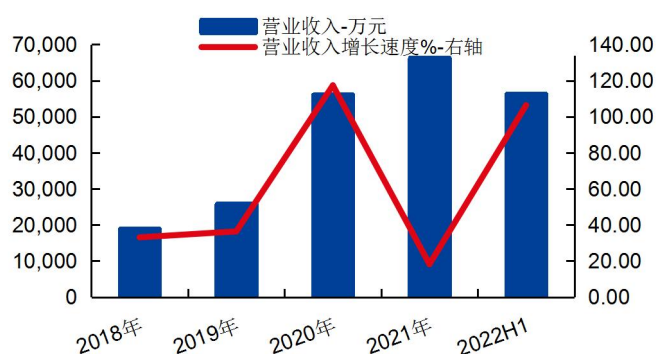
公司坚持立足于技术创新，注重技术研发投入，掌握了主要产品的核心技术并具有自主知识产权。截至报告期末，公司拥有 388 项国内专利，其中国内发明专利 74 项、国内实用新型专利 243 项、国内外外观设计专利 71 项；公司产品以科技创新性和实用性受到业内好评，BMC-790-30ATH 呼吸机产品入选国家科技部《创新医疗器械产品目录（2018）》并被认定为一重大技术提升 II。此外，截至本招股意向书签署日，公司的家用无创呼吸机产品通过美国 FDA 认证、欧盟 CE 认证并进入美国、德国、意大利、土耳其等医保市场的国产制造商，产品销往全球 100 多个国家和地区。

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 2.58 亿元/5.60 亿元/6.63 亿元，YOY 依次为 36.37%/117.29%/18.20%，三年营业收入的年复合增速 51.87%；实现归母净利润 0.39 亿元/2.28 亿元/1.46 亿元，YOY 依次为 55.39%/487.23%/-36.07%，三年归母净利润的年复合增速 80.02%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 5.63 亿元，同比增长 106.31%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 114.23%。

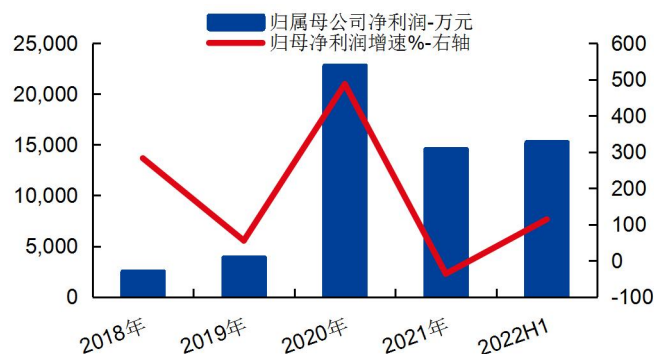
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三大板块，分别为家用无创呼吸机（3.97 亿元，60.06%）、耗材（1.63 亿元，24.67%）、医用产品（1.01 亿元，15.27%）。报告期间，家用无创呼吸机作为公司的核心产品和首要收入来源，三年的销售收入占比均超过 55%；与此同时，受疫情影响，医用主力产品的销售占比呈现出较为明显的增长趋势。

图 1：公司收入规模及增速变化



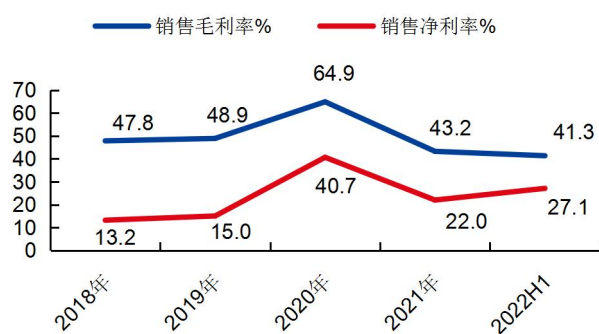
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



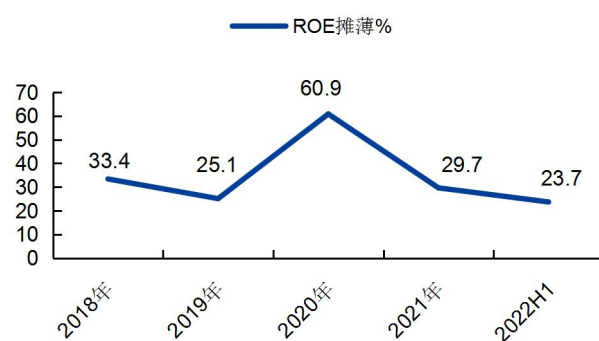
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司长期深耕医疗器械行业，核心产品包括家用无创呼吸机、通气面罩、睡眠监测仪等等。

由于全球人口老龄化问题日趋严峻、慢病患者率不断增加，不断增长的医疗器械临床需求推动了全球医疗器械市场持续发展；2016 年到 2020 年，全球医疗器械市场规模从 3,868 亿美元增长到 4,854 亿美元。欧美发达国家医疗器械发展起步较早，技术成熟，创新能力强，产品快速更新迭代促进了全球医疗器械市场不断增长；而发展中国家医疗器械发展起步晚，技术水平相对落后，未满足的临床需求成为全球医疗器械市场发展的主要驱动力之一。预计 2025 年，全球医疗器械市场规模将增长到 6,836 亿美元，其中医疗设备市场份额约占整体医疗器械市场的一半。

图 5：全球医疗器械市场规模及预测（按出厂价口径），2016-2025E



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

国内方面，随着居民生活水平的提高和医疗保健意识的增强，医疗器械产品需求持续增长。2016 年到 2020 年，中国医疗器械市场规模从 3,700 亿元人民币增长至 7,701 亿元人民币，期间年复合增长率为 20.1%，其增速远超全球医疗器械市场同期增速，并将继续保持快速增长，2025 年预计将达到 12,945 亿元人民币。其中家用医疗器械在 2020 年的市场规模达到 2,395 亿元人民币。随着慢性病患者人数持续增长，健康管理意识及居民可支配收入的提高，家用医疗器械市场规模预计到 2025 年将以年复合增长率 14.1% 速度增长至 4,638 亿元人民币。

图 6：中国医疗器械市场规模按家用和医用拆分（按出厂价口径），2016-2025E



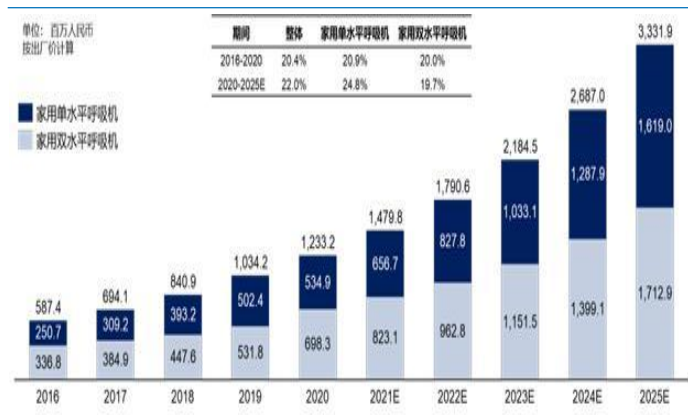
资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

1) 无创呼吸机市场

从全球市场来看，随着家用无创呼吸机在包括中国在内的新兴市场不断普及，预计到 2025 年，全球家用无创呼吸机市场规模将达到 55.8 亿美元，2020 年到 2025 年的年复合增长率为 15.5%；同时，竞争格局分布非常集中，主要以瑞思迈和飞利浦为代表，占据了接近 80% 的市场份额，费雪派克、律维施泰因（万曼）、德百世和怡和嘉业等厂商则分列三到第六位。

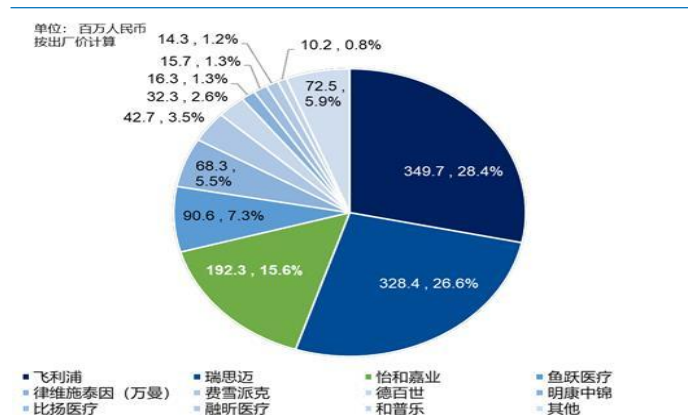
国内方面，随着患者健康管理意识的进一步增强，以及对呼吸和睡眠疾病治疗的了解不断深入，市场增速将逐步回升，到 2025 年，家用无创呼吸机市场规模将增长至约 33.3 亿元人民币，其中单水平市场规模约 16.2 亿元人民币，双水平市场规模约 17.1 亿元人民币；竞争格局上，我国市场与全球市场相类似，飞利浦与瑞思迈为国内家用无创呼吸机市场占比最高的生产商，在 2020 年分别占据了 28.4% 及 26.6% 的市场份额，怡和嘉业市场份额位居第三，占比 15.6%。其余国内企业占比较小，相对分散。

图 7：中国家用无创呼吸机市场规模及预测（按出厂价口径），2016-2025E



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

图 8：中国家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分，2020



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

2) 通气面罩市场

从 2016 年到 2020 年，全球通气面罩市场规模从 11.2 亿美元增长至 16.2 亿美元，年复合增长率为 9.7%；在疫情的影响下，全球对呼吸机需求急剧增加，因呼吸机需与通气面罩配合使用

并且面罩需要定期更换，因此面罩的需求也相应地增加。预计到 2025 年，全球通气面罩市场规模将攀升至 29.0 亿美元，2020 年到 2025 年的年复合增长率为 12.4%。从竞争格局来看，全球通气面罩市场分布较为集中；瑞思迈市场份额第一，占全球市场约 64.7% 的份额，在 2020 年销售额约为 10.5 亿美元；飞利浦位居第二位，占比约为 26.2%，其 2020 年销售额达到约 4.2 亿美元。

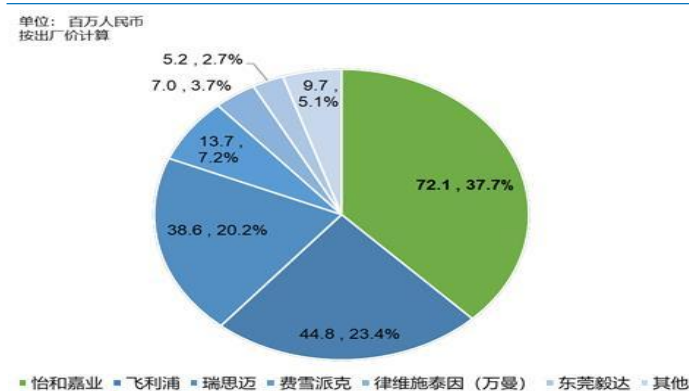
国内方面，中国通气面罩市场规模从 2016 年的约 6,970 万元人民币增长至 2020 年的约 1.9 亿元人民币，其年复合增长率为 28.7%。目前国内患者对于通气面罩的更换频率较发达市场仍相对较低，随着居民收入水平提升，家用无创呼吸机在国内不断普及，患者对于通气面罩的更换意识及支付意愿也将不断加强，预计到 2025 年中国通气面罩市场规模将攀升至约 4.6 亿元人民币。从竞争格局来看，2020 年国内市场主要通气面罩生产厂商包括怡和嘉业、飞利浦伟康、瑞思迈等；其中，怡和嘉业在 2020 年国内销售额达到约 7,208 万元人民币，占比约为 37.7%。

图 9：中国通气面罩市场规模及预测(按出厂价口径)，2016-2025E



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

图 10：中国通气面罩市场按厂家的销售额拆分，2020



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司是国内的家用无创呼吸机及通气面罩龙头企业。公司核心产品包括家用无创呼吸机、通气面罩、睡眠监测仪、高流量湿化氧疗仪，并提供呼吸健康慢病管理服务，覆盖家用、医用、耗材以及慢病管理平台产品组合的构建，产品线布局丰富且协同互补；同时，公司在境内外均建立了完善的分销网络，产品分销往国内超过 30 个省、直辖市以及自治区，并出口至亚洲、欧洲、北美、南美等超过 100 个国家和地区。目前，公司已成为家用无创呼吸机及通气面罩领域的国产龙头厂商；2020 年公司家用无创呼吸机、通气面罩的国内市场份额分别第三、第一，在全部国产品牌中均排名第一。而在海外市场方面，公司是市场上少有的通过认证并进入美国、德国、意大利、土耳其等国家医保市场的国产无创呼吸机制造商；2020 年国产品牌中出口销售额排名第一，占据近三分之一的份额。随着全球居民医疗健康意识不断提高以及中国医疗器械产业国际化进程加快，公司作为家用无创呼吸机国产龙头有望从中受益。

2、受益于竞争对手产品召回事件，公司产品有望提升短期业绩，进一步促进公司产品的渗透提速。目前全球家用无创呼吸机市场的竞争格局分布较为集中，前五大厂商均为海外龙头企业，其中的瑞思迈和飞利浦就占据了近 80% 的市场份额。然而，近期呼吸机召回事件波及广泛且影响重大，使得呼吸机市场暂时出现供应缺口；公司作为家用无创呼吸机的细分领域国产龙头，本次召回事件预计有利于公司短期业绩提升，有望进一步加速在国际市场的渗透。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目以及补充流动资金。

1、年产 30 万台呼吸机及 350 万套配件：本项目拟通过购置先进生产、检测、仓储等设备，提升公司生产环节的自动化水平，提高生产效率，扩大公司无创呼吸机等呼吸健康领域医疗设备与耗材的产能。

2、营销网络及品牌建设项目：项目计划在全国范围内依托现有的经销商网络，建设 3,000 个经销商渠道零售专柜并建设 500 个经销商售后服务网点；在国外建立 4 个分支机构；通过公司建设、经销商运营管理的模式，依托当地经销商市场推广建设，协助经销商拓展和服务市场，加大对全区域市场的辐射渗透力度，使公司的营销能力进一步增强

3、医疗设备研发中心项目：通过本次项目建设，研发中心将建成功能齐全、运作高效的呼吸健康领域医疗设备与耗材综合性研发中心，加速呼吸健康领域医疗设备与耗材产品的技术升级、更新迭代和相关科技成果转化。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	拟使用募集资金金额(万元)	项目建设期
1	年产 30 万台呼吸机及 350 万套配件	19,000.00	3 年
2	营销网络及品牌建设项目	15,695.50	3 年
3	医疗设备研发中心项目	19,104.26	3 年
4	补充流动资金	20,000.00	-
	合计	73,799.76	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比增长 18.20%；实现归属于母公司净利润 1.46 亿元，同比下降 36.07%。根据初步预测，公司预计 2022 年 1-9 月实现营业收入为 101,800.00 万元至 104,800.00 万元，同比增长 124.43%至 131.04%；归属于母公司股东的净利润预计 26,235.10 万元至 27,939.80 万元，同比增长 120.91%至 135.26%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润预计为 24,987.77 万元至 26,692.47 万元，同比增长 131.03%至 146.79%。对于 2022 年 1-9 月的业绩增长，主要系受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，加之新冠疫情持续趋稳、常规销售业务销售额持续增长。

公司专注于呼吸健康领域医疗设备与耗材产品的制造及销售，根据业务相似性，选取康泰医学、鱼跃医疗、宝莱特、理邦仪器等医疗仪器设备及器械制造企业为怡和嘉业的可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021 年同业平均收入规模为 26.33 亿元、PE-TTM（剔除异常值/算数平均）为 30.82X、销售毛利率为 46.50%；相较而言，公司的营收规模和销售毛利率均低于同业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年 收入(亿 元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
300869.SZ	康泰医学	85.98	32.41	9.09	-35.15%	3.52	-42.56%	49.08%	19.36%
002223.SZ	鱼跃医疗	294.83	22.55	68.94	2.51%	14.82	-15.73%	48.29%	17.92%
300246.SZ	宝莱特	23.95	131.88	10.91	-21.85%	0.64	-81.57%	32.67%	7.14%
300206.SZ	理邦仪器	73.82	37.50	16.36	-29.42%	2.31	-64.57%	55.97%	13.36%
301367.SZ	怡和嘉业	/	/	6.63	18.20%	1.46	-36.07%	43.24%	29.65%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

行业政策变化风险、相关业务资质取得与续期风险、产品注册的风险、经销商模式风险、产品质量控制风险、房屋租赁风险、代领薪酬事项受到税务行政处罚的风险、业务合规风险、人力成本上涨的风险、公司未来规模扩张导致的经营管理风险、委托加工的相关风险、知识产权风险、新产品研发风险、海外销售受到境外监管与索赔风险、销售区域局势不稳定或政治风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn