

怡和嘉业（301367）深度研究

国产家用呼吸机龙头，卓越品质树立出口标杆

2023年12月14日

【投资要点】

- ◆ **家用呼吸机设备耗材需求高景气，成长空间广阔。**家用呼吸机作为非药物治疗方案，在应对COPD和OSA等呼吸系统疾病方面具备首要地位。通气面罩作为无创呼吸机的核心配件，与呼吸机品牌高度绑定，增速与呼吸机匹配。随着以COPD和OSA为主的睡眠健康领域相关疾病患者人数持续增长，以及无创呼吸机类产品在中国等新兴市场不断普及，全球对家用无创呼吸机和面罩的需求也逐年增长。根据弗若斯特沙利文的预测，2025年全球家用无创呼吸机市场规模将达到55.8亿美元，2020-2025年的CAGR高达15.5%。中国诊断率和治疗率较低，市场增长空间较大，根据弗若斯特沙利文的预测，2025年中国家用无创呼吸机市场规模将达4.59亿元，2020-2025年复合年增长率为19.2%。
- ◆ **海外优先布局，高性价比产品&渠道复用优势显著。**海外市场规模大，用户习惯成熟，公司的销售策略偏向于境外市场，至2022年，公司海外市场营收占比85%，显著高于国内同行业可比公司。与海外巨头相比，公司产品核心性能无显著差异，具备高可靠性及高性价比优势。公司经销网络覆盖全球，建立了稳定的经销商网络，凭借多年在海外市场建立起的品牌影响力和渠道优势，预计能够通过已建立的经销商销售渠道快速推广，进一步拓宽盈利空间。
- ◆ **海外龙头领跑市场，飞利浦召回腾挪市场空间。**全球家用无创呼吸机市场和通气面罩市场高度集中，瑞思迈和飞利浦为主要竞争者，2020年两者合计市场份额均超过75%。2021年6月起，飞利浦呼吸机因潜在的健康风险召回部分型号呼吸机，被FDA定义为最严重的I级召回事件。召回事件涉及产品范围广，召回规模大。在飞利浦缺席市场期间，公司与美国本土企业3B公司合作，借助高性价比优势积极抢占市场，整合销售渠道，目前在北美市场市占率已达20%。预计伴随着公司商业版图的扩大，将持续拓展其他海外市场的占有率，保持海外业务高速增长。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

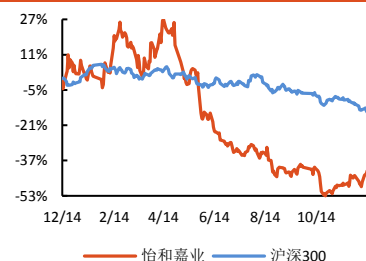
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：崔晓倩

电话：021-23586309

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	7992.32
流通市值（百万元）	5065.60
52周最高/最低（元）	298.90/95.39
52周最高/最低（PE）	58.06/13.70
52周最高/最低（PB）	30.94/2.47
52周涨幅（%）	-41.25
52周换手率（%）	429.79

相关研究

【投资建议】

公司是国内呼吸健康领域龙头企业，在行业领域树立了良好的口碑和品牌知名度。公司自主研发实力突出，产品以高可靠性和高性价比受到国际市场的广泛认可，产品销售覆盖全球 100 多个国家和地区，是市场上少有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、土耳其等国家医保市场的国产制造商。考虑到公司产品迭代实力强、性价比突出，海外销售渠道持续稳定扩张，我们预计公司 2023/2024/2025 年营业收入分别为 13.02/16.14/20.28 亿元，归母净利分别为 3.7/4.71/6 亿元，EPS 分别为 5.78/7.35/9.38 元，当前股价对应 PE 分别为 21/17/13 倍。公司卡位成长赛道，龙头地位稳固，高性价比产品竞争力显著，叠加竞争对手召回事件，北美市场市占率稳步提升，我们认为国内患者对呼吸健康的认识加深有望驱动行业维持高景气增长，以及随着公司产能的跟进，海内外市场市占率有望进一步提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表：怡和嘉业盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1415.37	1301.52	1614.29	2028.38
增长率(%)	113.64%	-8.04%	24.03%	25.65%
EBITDA（百万元）	415.46	423.97	532.48	683.26
归属母公司净利润（百万元）	380.29	369.98	470.60	600.34
增长率(%)	161.04%	-2.71%	27.20%	27.57%
EPS（元/股）	7.51	5.78	7.35	9.38
市盈率（P/E）	29.24	21.16	16.64	13.04
市净率（P/B）	5.38	2.72	2.34	1.98
EV/EBITDA	33.02	17.02	13.77	10.67

来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

行业政策变化风险
 设备及耗材推进不及预期
 海外销售境外监管与索赔的风险
 市场竞争加剧的风险
 汇率波动的风险
 专利纠纷的风险等

1、关键假设

1) **收入预测**：海外布局优先，销售渠道复用性好，飞利浦召回事件助力公司在市场稳占份额，我们预计 2023-2025 年公司营业总收入增速分别为 20.70%、24.89%、27.15%，营业总收入金额分别为 13.02 亿元、16.14 亿元、20.28 亿元。

- **家用无创呼吸机**：公司呼吸机产品包含睡眠呼吸机和肺病呼吸机。2020 年受疫情催化，肺病呼吸机需求爆发实现价格高点。2021 年 6 月起竞争对手召回事件腾挪市场空间，公司主动降价抢占市场份额，2022 年海外市场持续收益，实现业绩高速增长。预计公司短期内将持续受益于竞对召回事件，中长期来看，公司已在北美市场实现 20%市占率（销售数量口径），产能提升能够拓展其他海外市场份，收入将持续高于行业全球增速，预计 2023-2025 年公司该业务实现收入 10.35 亿元、12.88 亿元、16.13 亿元，毛利率 39.90%、39.95%、39.95%。
- **耗材**：耗材方面主要包括家用无创呼吸机核心配件通气面罩，受益于家用无创呼吸机规模增长，公司耗材业务近年来保持较快增长，随着用户更换频率提升以及公司成本控制良好，耗材业务毛利率有望进一步提升。预计 2023-2025 年公司该业务实现收入 2.18 亿元、2.70 亿元、3.49 亿元，毛利率 66.50%、66.50%、67.00%。
- **医用产品**：疫情过后公司医用产品需求回归，22 年销量较 2020 和 2021 年高点大幅回落，预计之后产品均价和毛利将维持稳定，预计 2023-2025 年该业务实现收入 0.46 亿元、0.53 亿元、0.63 亿元，实现毛利率 67.90%、67.15%、66.22%。

2) 费用预测：2022 年伴随规模效应扩大，费用率持续摊薄，预计 2023-2025 年期间费用率稳定小幅向下。

- **销售费用率预测：**销售费用主要为职工薪酬和市场支持和推广费，随经营规模的扩大而增长，预计 2023-2025 年公司销售费用率为：6.00%、5.70%、5.53%；
- **管理费用率预测：**因 2023、2024 年存在对核心管理层、技术人员及营销人员的股权激励费用，将一定程度上拉高管理费用率水平，预计 2023-2025 年公司管理费用率分别为 3.20%、3.17%、3.16%；
- **研发费用率预测：**公司注重研发投入，公司研发费用率保持相对稳定，预计 2023-2025 年公司研发费用率分别为 6.90%、6.50%、6.10%。

2、创新之处

- **飞利浦召回事件是否会为公司持续带来利好影响？**我们认为短期内飞利浦召回事件影响将持续，长期来看，飞利浦回归市场后亦将面临声誉损害，客户、经销商流失等竞争压力，对公司后续经营的挑战将十分有限。系统梳理了飞利浦自 2021 年 4 月份以来面临的 FDA 一级召回事件，召回事件持续至 2023 年 4 月，召回产品型号不断增加，最新召回产品涉及飞利浦重新设计的呼吸机产品，短期来看，飞利浦回归市场充满不确定性。长期来看，飞利浦经历大规模召回事件后的品牌声誉和公众信任度下降，重新取得经销商与公众信任并抢回市场份额预计将面临很大阻力，同时，在飞利浦缺席市场期间，公司与 3B 公司合作进一步整合销售渠道，伴随着公司商业版图的扩大，即使未来行业格局出现变化，对公司后续经营的挑战将变得十分有限。

3、潜在催化

海外市场高增速伴随产品海外市占率提升；产品持续迭代推新，新款研发储备充足，高毛利率耗材占比提高；国内外销售渠道日益拓宽完善

正文目录

【投资建议】	2
【风险提示】	2
1. 怡和嘉业：国产家用呼吸机龙头，卓越品质树立出口标杆	7
1.1. 立足国内、发力海外，国产呼吸机龙头品牌	7
1.2. 立足于技术创新，提供全方位的呼吸健康解决方案	8
1.3. 股权结构稳定，管理层经验丰富，子公司业务专业全面	8
1.4. 疫情需求助推 2020 年业绩激增，飞利浦召回事件助力海外收入增长	10
1.5. 公司核心产品家用呼吸机，贡献大部分营收与利润	11
1.6. 营收集中海外市场，竞争对手召回驱动增长	12
2. 家用呼吸机设备耗材增长提速，国产品牌抢占市场	12
2.1. COPD/OSA 全球患病率较高，国内潜在诊疗市场可观	12
2.2. 家用无创呼吸机稳健增长，核心配件通气面罩增速匹配	14
2.3. 全球市场集中度高，飞利浦召回格局迎变	16
2.3.1. 瑞思迈+飞利浦领跑，国产品牌性价比抢占市场	16
2.3.2. 飞利浦召回事件持续，行业格局重大变革	18
3. 产品性能指标媲美进口，海外渠道加速扩张	19
3.1. 呼吸机产品性能优异，具备高性价比优势	19
3.2. 高毛利率产品占比较低，营收结构优化可期	22
3.3. 研发投入稳定，规模效应初显	24
3.4. 海外优先布局，销售渠道复用性好	25
4. 盈利预测与投资建议	26
4.1. 关键假设与盈利预测	26
4.2. 估值与投资建议	28
5. 风险提示	29

图表目录

图表 1：怡和嘉业整体及业务发展	7
图表 2：公司产品矩阵	8
图表 3：公司股权结构（截止 2023 年 10 月 12 日）	9
图表 4：公司核心管理层及背景简介	9
图表 5：2018-2023Q1-3 公司营业收入及增速	10
图表 6：2018-2023Q1-3 公司归母净利润及增速	10
图表 7：公司营收结构（百万元）	11
图表 8：公司毛利结构（百万元）	11
图表 9：公司毛利率及净利率	11
图表 10：2017-2022 年公司海外收入占主营业务收入比重	12
图表 11：COPD/OSA 介绍	12
图表 12：全球及中国 COPD 患病人数（百万人）	13
图表 13：全球及中国 OSA 患病人数（百万人）	13
图表 14：中美 COPD 诊疗率对比（百万人）	13
图表 15：中美 OSA 诊疗率对比（百万人）	13

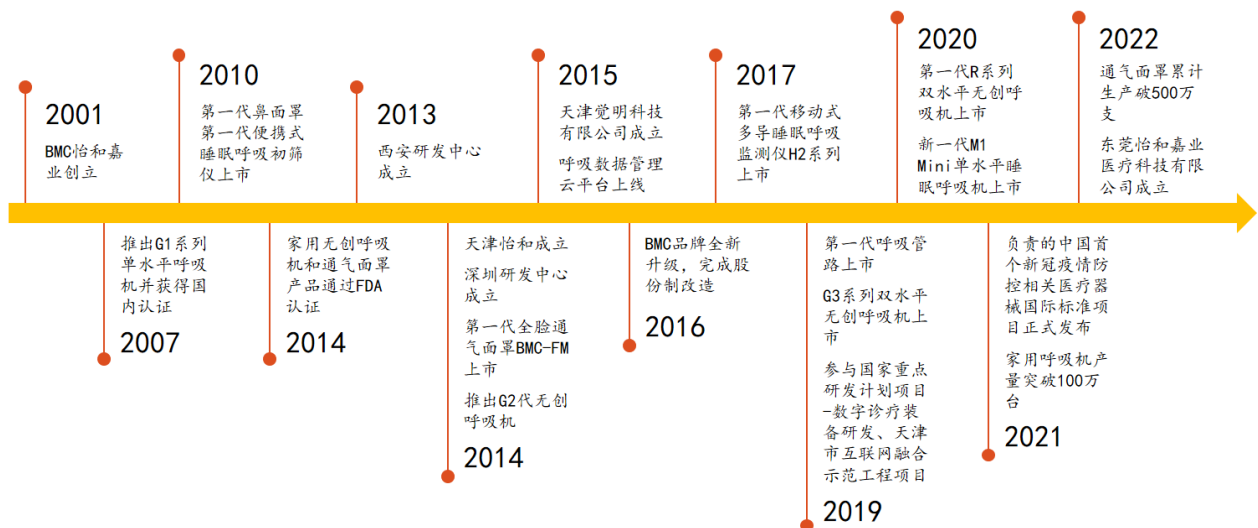
图表 16: 全球家用无创呼吸机市场规模 (按出厂价口径, 亿美元)	14
图表 17: 全球通气面罩市场规模 (按出厂价口径, 亿美元)	14
图表 18: 中国家用无创呼吸机市场规模 (按出厂价口径, 百万元)	15
图表 19: 中国通气面罩市场规模 (按出厂价口径, 百万元)	15
图表 20: 中国家用无创呼吸机全球市场占比	15
图表 21: 2020 年全球家用无创呼吸机市场份额 (按出厂价口径, 亿美元)	16
图表 22: 2020 年中国家用无创呼吸机市场份额 (按出厂价口径, 亿元)	16
图表 23: 全球通气面罩市场份额 (按出厂价口径, 亿美元)	17
图表 24: 2020 年中国通气面罩市场份额 (按出厂价口径, 亿元)	17
图表 25: 飞利浦召回事件梳理	18
图表 26: 怡和嘉业、飞利浦伟康、瑞思迈产品对比	19
图表 27: 公司与 3B 公司合作情况	22
图表 28: 瑞思迈营收结构	23
图表 29: 费雪派克营收结构	23
图表 30: 怡和嘉业营收结构	23
图表 31: 怡和嘉业耗材、呼吸机毛利率对比	23
图表 32: 研发费用&研发费用率 (百万)	24
图表 33: 期间费用率	24
图表 34: 怡和嘉业营业收入业务拆分 (按地区)	25
图表 35: 怡和嘉业经销商数量	25
图表 36: 怡和嘉业收入拆分及预测 (百万元, %)	27
图表 37: 怡和嘉业盈利预测	28
图表 38: 同行业公司估值比较	28

1. 怡和嘉业：国产家用呼吸机龙头，卓越品质树立出口标杆

1.1. 立足国内、发力海外，国产呼吸机龙头品牌

公司深耕呼吸健康领域二十二年，是国内呼吸健康领域的龙头企业。公司于2001年成立，最初专注国内市场。2007年，公司研发的初代呼吸机G1逐步获得国内和欧盟的认证。2012年，公司的家用无创呼吸机通过FDA认证，开始进入美国、德国、意大利、土耳其等市场。目前，公司在国内外的知名度、市场影响力和行业地位处于领先地位，公司产品覆盖国内外100多个国家和地区，取得多项国际认证，包括NMPA、FDA、CE等认证，并且进入美国、德国等发达国家的医保市场。

图表 1：怡和嘉业整体及业务发展



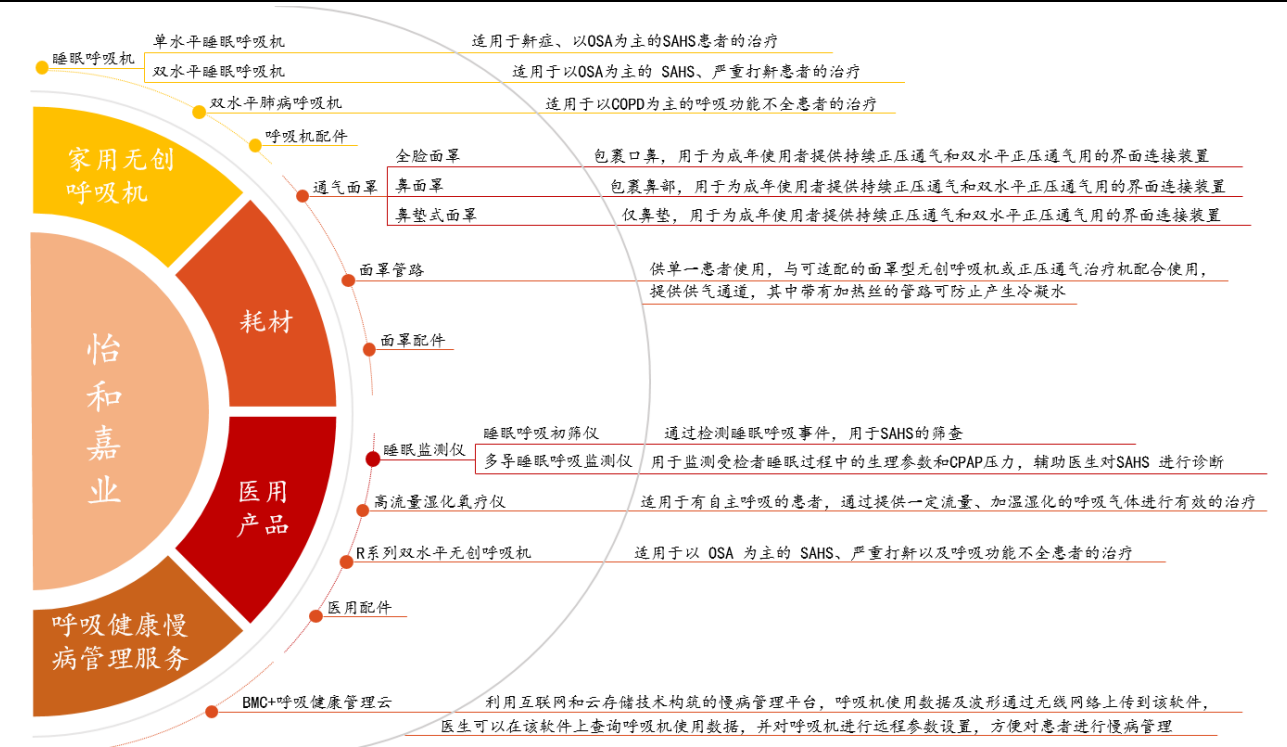
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 立足于技术创新，提供全方位的呼吸健康解决方案

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，以技术创新为驱动力，为患者提供全方位的呼吸健康解决方案。公司的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。以“关爱到家”为宗旨，怡和嘉业专注于为阻塞型睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）和慢性阻塞性肺疾病（COPD）等患者提供全周期、多场景的治疗服务整体解决方案。

产品线布局较为完善，涵盖了家用、医用、耗材以及慢病管理等领域，产品间具有明显的协同效应。公司以技术创新为基石，通过知识产权构建技术壁垒。公司掌握了主要产品的核心技术并具有自主知识产权，拥有 496 项国内专利、108 项国际专利和 70 项软件著作权。

图表 2：公司产品矩阵



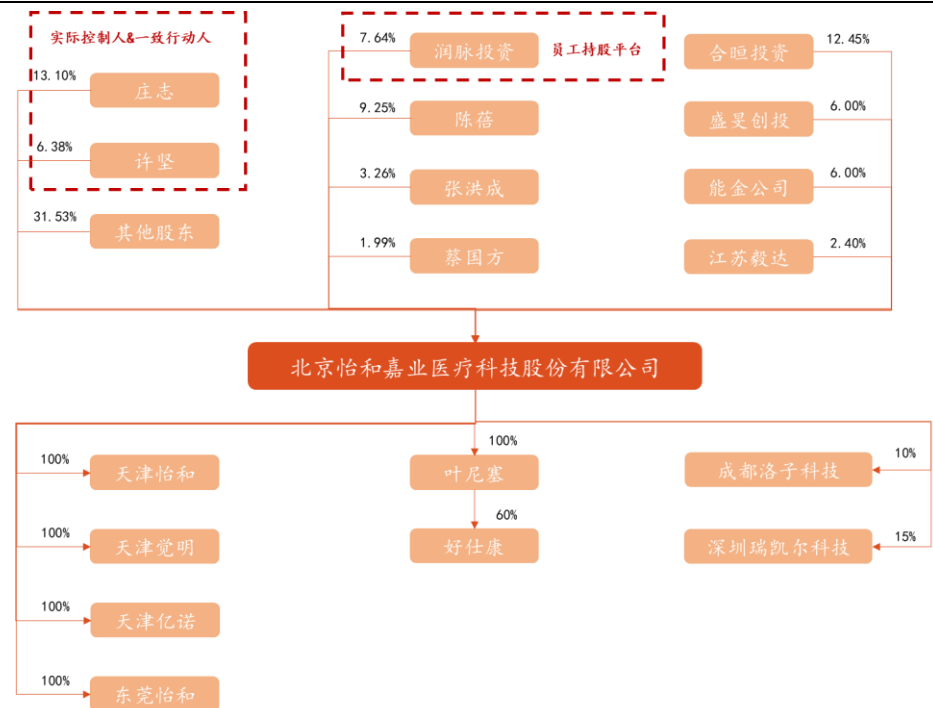
资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

1.3. 股权结构稳定，管理层经验丰富，子公司业务专业全面

股权结构较为清晰，股权激励彰显信心。公司的实际控制人是董事长庄志和副总许坚，两人持有合计 19.48%的股份，并于 2016 年签署了一致行动人协议，成为公司的实际控制人。

子公司分工明确，涵盖了呼吸睡眠产品的关键环节，包括关键零部件生产、核心技术模块、控制软件和算法的研发、销售进出口等，体现技术研发、生产和销售等环节的专业化运营模式。

图表 3：公司股权结构（截止 2023 年 10 月 12 日）



资料来源：Choice 怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

公司核心管理层具备多年的产业经验和从业经历。董事长兼创始人庄志研发出身，曾在北京新兴生物医学工程研究发展中心担任工程师，副总许坚则曾在深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司担任超声开发部副经理和超声国际市场部经理等职务。

图表 4：公司核心管理层及背景简介

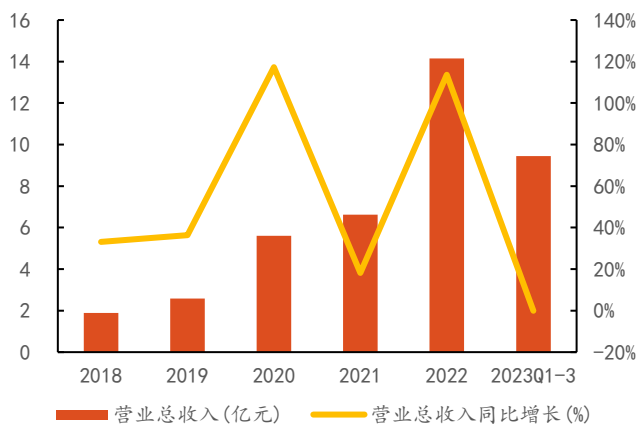
姓名	职务	学历	背景简介
庄志	董事长, 董事	博士	公司创始人，清华大学生物医学工程专业博士，于医疗器械行业有 30 余年经验，2001 年 7 月，创立怡和中心；2001 年 7 月至 2010 年 12 月，任公司执行董事、总经理；2011 年 1 月至 2015 年 5 月，任公司董事长、总经理；2015 年 5 月至今，任公司董事长。
许坚	董事, 副总经理	硕士	清华大学电机工程与电子技术系生物医学工程专业硕士。曾任深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司超声开发部副经理、超声国际市场部经理；2006 年 2 月至 2010 年 12 月，任公司副总经理；2011 年 1 月至 2015 年 5 月，任公司董事、副总经理；2015 年 5 月至 2020 年 6 月，任公司董事、总经理；2020 年 6 月至今，担任公司董事、副总经理。
高成伟	董事, 总经理	硕士	哈尔滨工业大学精密仪器系精密机械仪器专业工学硕士。曾任航卫通用电气医疗系统有限公司系统工程部经理、北京航天长峰医疗器械有限公司副总经理、任爱瑞有限责任公司总裁等，有 30 余年器械行业经验。2013 年 3 月至 2020 年 6 月任公司副总经理；2020 年 6 月至今，任公司董事、总经理。
张晓超	董事会秘书	本科	江西理工大学工商管理专业学士，曾任北京敢为创智科技有限公司财务经理、安东石油技术（集团）有限公司营销部门财务经理等。2011 年 5 月加入公司任财务经理兼任董事会秘书；2016 年 9 月至今，任公司董事会秘书。

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

1.4. 疫情需求助推 2020 年业绩激增，飞利浦召回事件助力海外收入增长

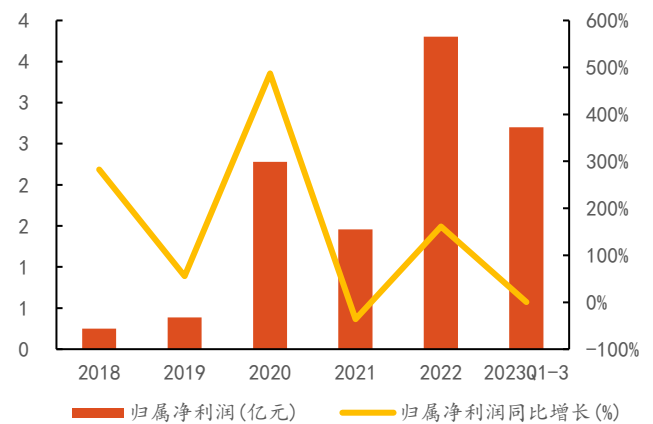
公司近几年业绩快速增长，公司 2019-2022 年的营收分别为 2.58/5.60/6.63/14.15 亿元，2019-2022 年的 CAGR 为 76.37%，毛利率分别为 48.88%/64.87%/43.24%/41.6%。2020 年，公司的高速增长主要得益于新冠疫情的刺激，导致公司双水平肺病呼吸机、高流量湿化氧疗仪、全脸面罩等产品需求量激增，公司的营收和归母净利润分别同比增长 117%和 487%。2021 年，由于疫情趋于稳定，疫情相关产品需求下降，公司的增速有所回落。

图表 5：2018-2023Q1-3 公司营业收入及增速



资料来源：Choice怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

图表 6：2018-2023Q1-3 公司归母净利润及增速



资料来源：Choice怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

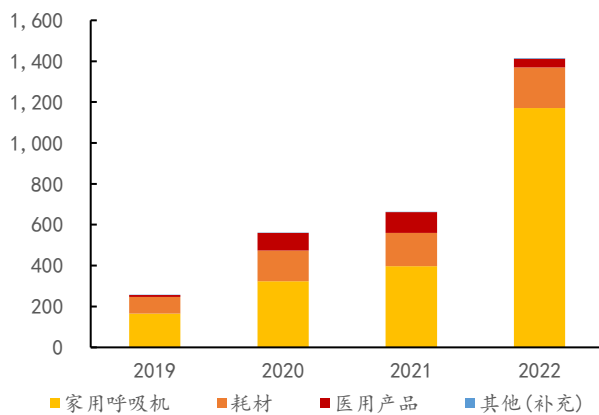
2022 年受到竞争对手飞利浦呼吸机召回事件的影响，公司在美国市场的订单大幅增长，实现了 14.15 亿元的营收（同比增长 113.64%）和 3.80 亿元的归母净利润（同比增长 161.0%）。

若剔除疫情影响来看，2019-2021 年主营业务收入分别为 2.57/2.63/5.51 亿元，CAGR 为 46.50%，毛利率分别为 48.70%/25.52%/33.98%。

1.5. 公司核心产品家用呼吸机，贡献大部分营收与利润

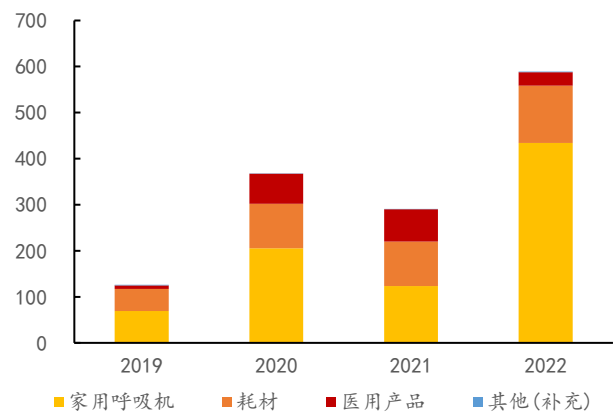
公司主营业务收入来自家用无创呼吸机、耗材、医用产品三大板块，2020-2022 年家用无创呼吸机营收占比分别为 57.85%、60.06%和 82.74%，毛利占比分别为 55.94%、42.42%和 73.88%，是公司收入及利润的主要来源。公司家用无创呼吸机主要包括睡眠呼吸机和双水平肺病呼吸机，从 2019 年到 2022 年，营业收入从 1.66 亿增长到 11.7 亿，CAGR 为 91.86%。其中，2020 年疫情催化需求爆发，双水平肺病呼吸机当年收入高达 2.25 亿元、毛利率 76.95%；2021 年，飞利浦召回事件导致供给出现缺口，睡眠呼吸机收入增至 2.77 亿元。2022 年公司家用呼吸机业务的快速增长主要系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，销售订单大幅增长所致。公司毛利率水平稳中有升，2023 年前三季度，公司毛利率为 46.29%，同比增长 6.35%，主要来自于公司采取降本措施带来各产线毛利率水平的提升，以及公司产品结构进一步优化。

图表 7：公司营收结构（百万元）



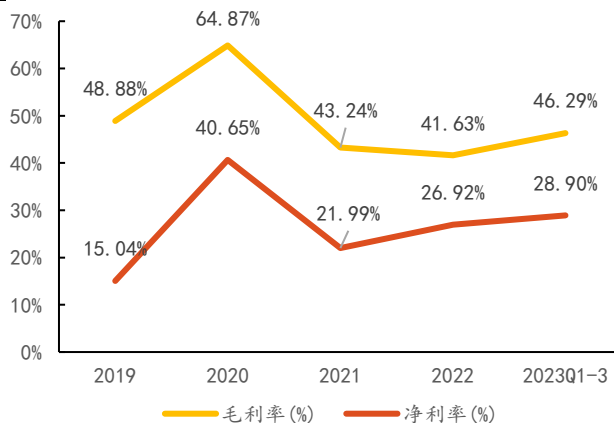
资料来源：Choice怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

图表 8：公司毛利结构（百万元）



资料来源：Choice怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

图表 9：公司毛利率及净利率

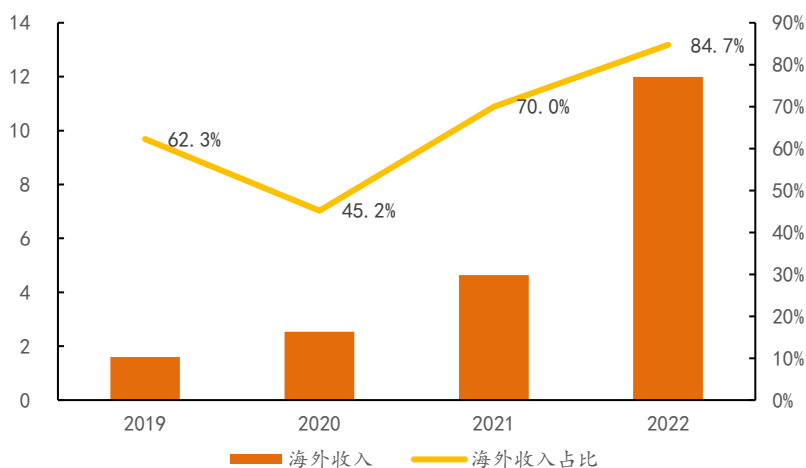


资料来源：Choice怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

1.6. 营收集中海外市场，竞争对手召回驱动增长

海外市场规模大，用户习惯成熟，因此公司的销售策略一直偏向于境外市场，境外收入占比显著高于国内同行业可比公司。从2019年到2022年，公司的海外市场营业收入占比分别为62%、45%、70%和85%，为公司的主要收入来源。2020年，受新冠疫情影响，导致海外收入占比下降。2021-2022年，随着疫情稳定，境内贸易商采购额减少，境外非疫情相关产品的销售额提升，同时竞争对手召回事件带来的市场机遇使得公司在美国市场的订单大幅增长，公司境外收入实现快速增长。

图表 10：2017-2022 年公司海外收入占主营业务收入比重



资料来源：Choice 怡和嘉业，东方财富证券研究所

2. 家用呼吸机设备耗材增长提速，国产品牌抢占市场

2.1. COPD/OSA 全球患病率较高，国内潜在诊疗市场可观

根据 Frost & Sullivan 的数据，全球 COPD 患者持续增加。2020 年全球患者达 4.67 亿人，预计 2025 年将达 5.33 亿人。中国 COPD 患者高达 1.05 亿人，预计 2025 年将增至 1.09 亿人，占全球 20.5%。但中国 COPD 诊断率和控制率仅为 26.8% 和 20.2%，远低于美国的 68.3% 和 58.3%。睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）在全球范围内也呈增长趋势，2016-2020 年间从 9.9 亿增至 10.7 亿人，预计 2025 年将达 11.6 亿人。中国 OSA 患者从 1.8 亿增至 2.0 亿人，预计 2025 年将达 2.1 亿人。

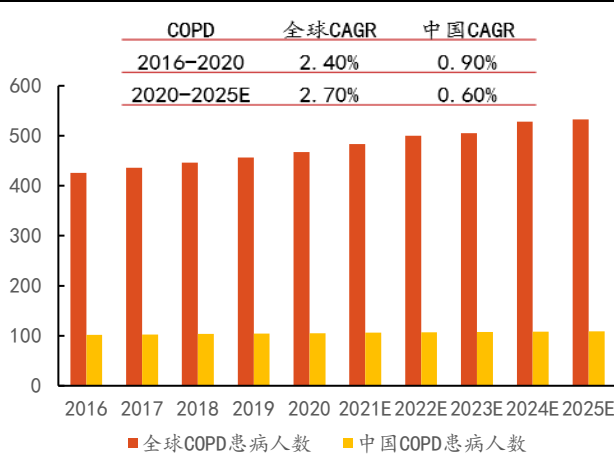
图表 11：COPD/OSA 介绍

	介绍	症状	诱因	多发人群	治疗手段
COPD	慢性阻塞性肺疾病（COPD）是一种以气流受限为特点的常见呼吸系统疾病，具有患病率高、致残致死率高、病	慢性咳嗽、咳痰、气短或呼吸困难、喘息和胸闷等，可引起慢性呼吸衰竭、自发性气胸、慢性肺源性心脏病等严重并发症	吸烟和空气污染导致肺部受损或被痰堵塞	中老年、吸烟人群	无法治愈，但可以通过戒烟、避免空气污染、接种疫苗和使用药物等方法来改善症状和预防急性加重

	程及治疗周期长、急性加重期住院率高等特征				
OSA	睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSA) 是指在睡眠状态下反复出现呼吸暂停和 (或) 低通气等现象的呼吸性疾病	打鼾、喘气、白天过度嗜睡、头痛和心脏问题等, 可增加高血压、心律失常、中风和心力衰竭等危险	超重和肥胖人群的不断增多以及人口老龄化加剧	中老年、肥胖人群	使用持续气道正压通气 (CPAP) 或双水平呼吸机等装置, 通过打开塌陷的呼吸道来改善呼吸

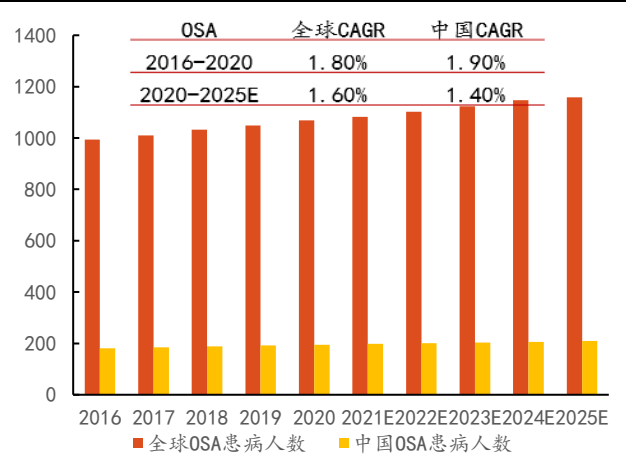
资料来源: 冯静, 阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征和慢性阻塞性肺疾病重叠综合征的研究进展[J]. 内科理论与实践, 2016
WHO 官网, BMJ Best Practice 临床实践官网, 默沙东诊疗手册, 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 12: 全球及中国 COPD 患病人数 (百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 东方财富证券研究所

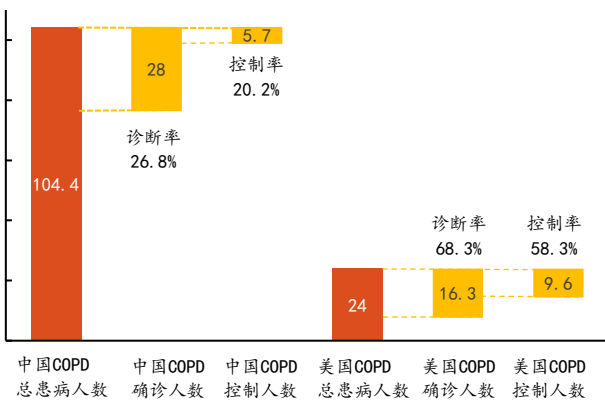
图表 13: 全球及中国 OSA 患病人数 (百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 东方财富证券研究所

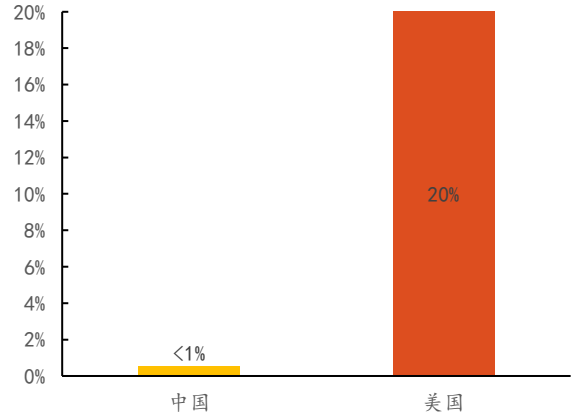
目前 COPD 的评估和救治依然面临诊断不足和误诊导致治疗不足等诸多问题。中国 COPD 患者数量巨大, 但因疾病认知度和重视程度不足, 实际诊断率控制率远低于美国。尽管 COPD 无法根治, 但通过有效控制可以显著缓解症状, 尤其是中国 COPD 患者的实际死亡人数高于肺癌。除药物治疗外, 非药物治疗中, 家用双水平呼吸机成为首选治疗方案。OSA 的症状常在睡眠中出现, 但由于公众对该疾病的认知度和重视程度不高, 导致诊断率偏低。据中国睡眠研究会统计, 中国 OSA 的诊断和治疗率不到 1%, 远低于美国的 20%。大量中国 OSA 患者亟需有效的诊断和治疗方案, 而非药物治疗中的家用无创呼吸机则成为成人 OSA 患者的首选和初选治疗手段。

图表 14: 中美 COPD 诊疗率对比 (百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 15: 中美 OSA 诊疗率对比 (百万人)



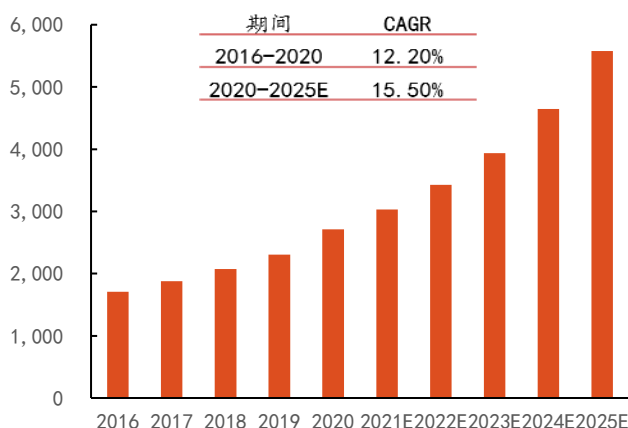
资料来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 东方财富证券研究所

2.2. 家用无创呼吸机稳健增长，核心配件通气面罩增速匹配

家用呼吸机作为非药物治疗方案，在应对慢性阻塞性肺疾病（COPD）和睡眠呼吸暂停综合征（OSA）等呼吸系统疾病方面具备首要地位。随着以 COPD 和 OSA 为主的睡眠健康领域相关疾病患者人数持续增长，以及无创呼吸机类产品在中国等新兴市场不断普及，全球对家用无创呼吸机的需求也逐年增长。根据弗若斯特沙利文的数据，2016 年至 2020 年，全球家用无创呼吸机市场规模从 17.1 亿美元增长至 27.1 亿美元，年复合增长率（CAGR）达到 12.2%。2020 年后，受新冠肺炎疫情的影响，无创呼吸机市场增长明显加速，根据弗若斯特沙利文的预测，2025 年全球家用无创呼吸机市场规模将达到 55.8 亿美元，2020-2025 年 CAGR 高达 15.5%。

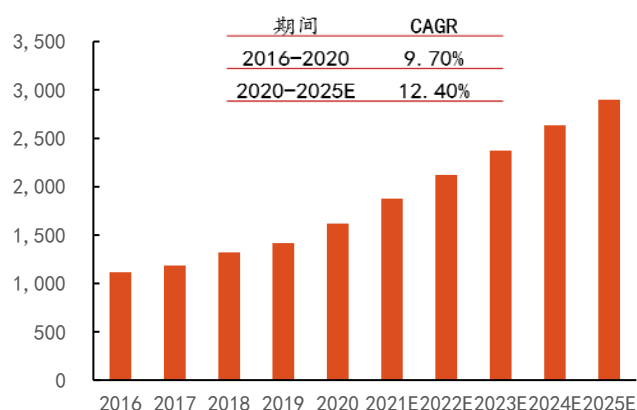
通气面罩是无创呼吸机的核心配件之一，需要定期更换，以保证清洁卫生和舒适度。根据瑞思迈和怡和嘉业的建议，通气面罩的更换周期为 6 个月至 12 个月。2016 年至 2020 年，全球通气面罩市场规模从 11.2 亿美元增至 16.2 亿美元，CAGR 为 9.7%。新冠肺炎疫情导致全球对呼吸机需求急剧增加，同时也带动了通气面罩的需求增长。根据弗若斯特沙利文预测，2025 年全球通气面罩市场规模将攀升至 29.0 亿美元，2020-2025 年的 CAGR 为 12.5%。

图表 16：全球家用无创呼吸机市场规模（按出厂价口径，亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，东方财富证券研究所

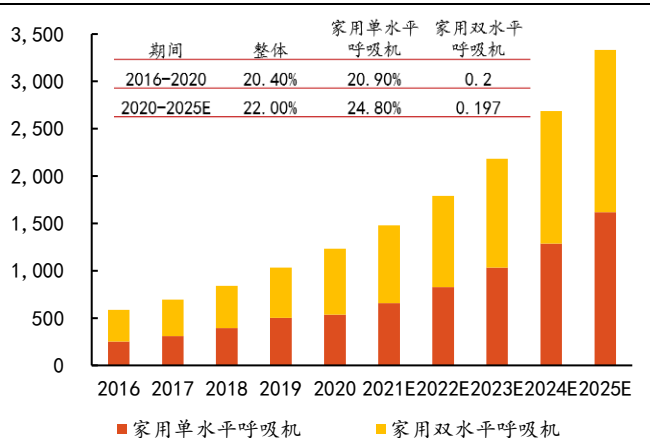
图表 17：全球通气面罩市场规模（按出厂价口径，亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股说明书，东方财富证券研究所

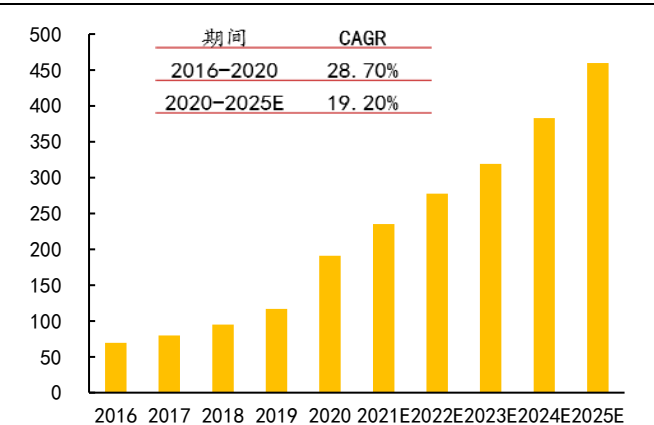
中国家用无创呼吸机市场规模稳步增长，潜力巨大。中国家用无创呼吸机市场增长受益于 COPD/OSA 认知度提升和居民健康管理意识增强。相较发达国家，中国的诊断率和治疗率较低，市场增长空间较大。2016-2020 年市场规模从 5.87 亿元增至 12.33 亿元，复合年增长率为 20.4%。预计到 2025 年，市场规模将达 33.32 亿元，2020-2025 年复合年增长率为 22.5%。通气面罩作为核心配件，用户更换意识较低，但随着收入水平提升和普及化进程，患者对更换的意愿将有望增强。2016-2020 年市场规模从 0.7 亿元增至 1.91 亿元，复合年增长率为 28.7%。预计到 2025 年，市场规模将达 4.59 亿元，2020-2025 年复合年增长率为 19.2%。

图表 18：中国家用无创呼吸机市场规模（按出厂价口径，百万元）



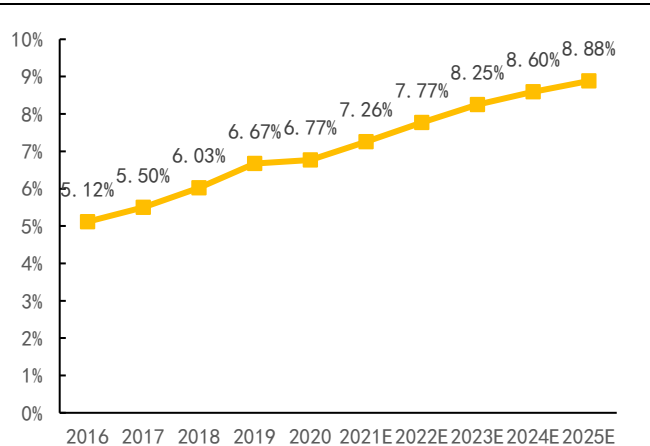
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 19：中国通气面罩市场规模（按出厂价口径，百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 20：中国家用无创呼吸机全球市场占比



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，东方财富证券研究所

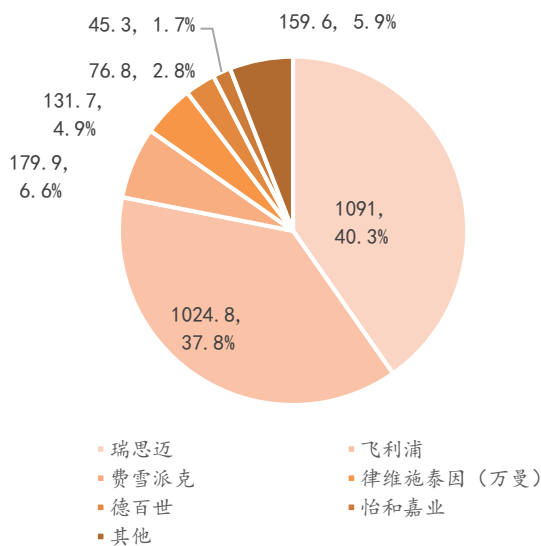
2.3. 全球市场集中度高，飞利浦召回格局迎变

2.3.1. 瑞思迈+飞利浦领跑，国产品牌性价比抢占市场

全球家用无创呼吸机市场高度集中，瑞思迈和飞利浦占据主导地位，2020年两者合计市场份额达到78.1%。其他厂商包括费雪派克、律维施泰因（万曼）、德百世等，市场份额较小。怡和嘉业作为国内领先的无创呼吸机厂商，2020年在全球市场的份额仅为1.7%。

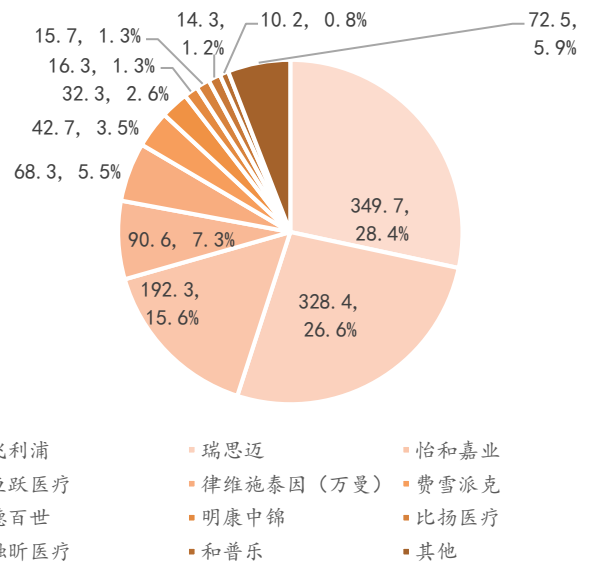
中国市场的竞争格局相对全球市场来说更加分散。瑞思迈和飞利浦同样为主要竞争者，2020年两者合计市场份额为55.0%；怡和嘉业依靠高性价比的产品，在国内市场占据第三位，份额为15.6%；而鱼跃医疗紧随其后，占比为7.3%；其他国内厂商市场份额较小。

图表 21：2020 年全球家用无创呼吸机市场份额（按出厂价口径，亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，东方财富证券研究所

图表 22：2020 年中国家用无创呼吸机市场份额（按出厂价口径，亿元）

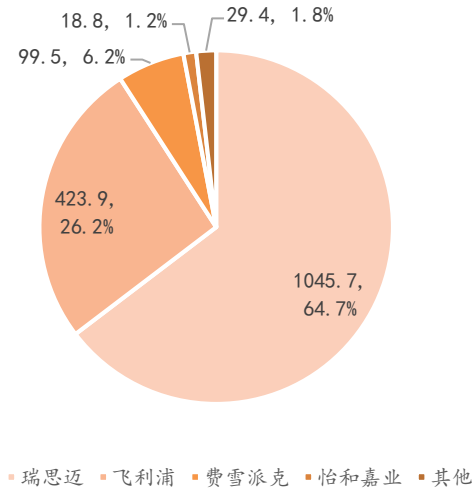


资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，东方财富证券研究所

全球通气面罩市场也呈现出集中的竞争格局，瑞思迈在 2020 年占据了 64.7% 的市场份额，远超过飞利浦的 26.2%。费雪派克位居第三位，份额为 6.2%。怡和嘉业在全球通气面罩市场的份额为 1.2%。

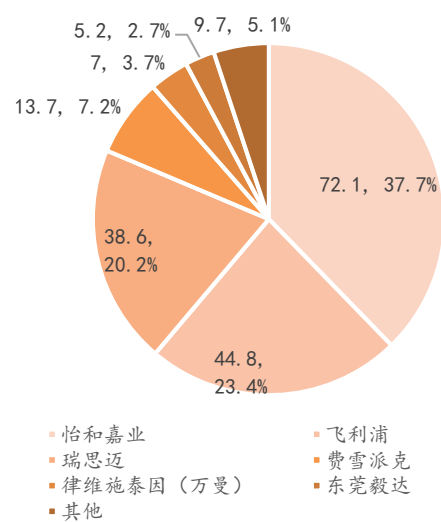
国内通气面罩市场则有所不同，怡和嘉业凭借高性价比的产品，在 2020 年成为国内市场的领导者，占据了 37.7% 的市场份额。飞利浦伟康和瑞思迈分别排名第二和第三，份额分别为 23.4% 和 20.2%。

图表 23：全球通气面罩市场份额（按出厂价口径，亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，东方财富证券研究所

图表 24：2020 年中国通气面罩市场份额（按出厂价口径，亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，怡和嘉业招股书，东方财富证券研究所

2.3.2. 飞利浦召回事件持续，行业格局重大变革

飞利浦是全球最大的呼吸机生产商之一，其产品涵盖睡眠呼吸障碍、慢性呼吸系统疾病等领域。2021年4月至2022年11月，飞利浦因其呼吸机产品中的消音泡沫组件存在健康风险，先后召回了约550万台呼吸机和1700万只通气面罩，造成了巨大的经济损失和声誉危机。

飞利浦召回事件给了其他呼吸机品牌填补市场空间的机会，尤其是龙头企业瑞思迈和怡和嘉业。根据公开数据，2021年下半年至2022年，怡和嘉业和瑞思迈的营收实现了显著增长，而飞利浦的睡眠与呼吸护理业务则出现了大幅下滑。

- 2021年下半年，怡和嘉业单水平睡眠呼吸机收入显著增长+357%，2022年营业总收入同比+113.64%；2021年下半年，瑞思迈营业总收入同比+15.91%，2022年营业总收入同比+9.27%，瑞思迈受芯片供应不足影响，且收入基数相对较大，故增幅有限；

- 2021年全年，飞利浦睡眠与呼吸护理业务营收16.99亿欧元，同比下滑37.67%；净收入损失10.27亿欧元（约合78.32亿人民币）。

图表 25：飞利浦召回事件梳理

年份	事件描述
2021	
4月	飞利浦在Q1财报中说明其CPAP呼吸机产品中使用的消音泡沫材料在一定条件下会降解出有害颗粒，例如清洁不当、置于高温潮湿的环境中
6月	飞利浦向客户发送了一封“紧急：医疗设备召回”信函，召回旗下部分型号CPAP、BiPAP呼吸机和机械呼吸机
7月	FDA对召回事件重新标定等级，由II类召回改为I类召回
8月	因存在接收低氧的风险，飞利浦召回高流量治疗呼吸机 V60（软件版本3.00和3.10）和V60 Plus呼吸机
2022	
1月	消音海绵组件风险进一步扩大至Trilogy EVO呼吸机产品，FDA确定为一级召回
3-5月	因存在无声关闭风险，飞利浦召回V60、V60 Plus和V680呼吸机，FDA确定为I类召回
9月	因磁铁安全问题，飞利浦召回超1700万支CPAP、BiPAP呼吸机的配套口罩，FDA确定为I类召回
12月	因机内的污染塑料将释放VOC，更多型号的BiPAP呼吸机（A30、A40、V30、OmiLab Advanced+）被召回，FDA确定为I类召回
2023	
2月	因硅胶泡沫粘合失败和残留PE-PUR泡沫碎屑，约16.5万台重新设计的Trilogy 100/200和Garbin呼吸机被召回（约占最初召回550万呼吸设备的3%），FDA确定为I类召回
4月	因存在不准确/不充分的治疗风险，重新设计的Dream Station CPAP/BiPAP呼吸机被召回，FDA确定为I类召回
8月	因通路中的灰尘污垢会造成气流减弱，飞利浦召回Trilogy Evo、Evo 02、EV300和Evo通用呼吸机，FDA确定为I类召回

资料来源：飞利浦官网，FDA官网，东方财富证券研究所

飞利浦预计将在全球修复多达 550 万台设备。根据其最新披露的信息，全球范围内已修复的设备数量约为 450 万台，其中美国约占 240 万台。飞利浦于 2023 年 5 月份发布了关于泡沫问题及其潜在健康风险的测试和研究报告。该报告声称，在第一代 DreamStation、DreamStation Go 和 System One 设备平台（约占全球受影响设备的 95%）的呼吸气路中，暴露于 A 型泡沫颗粒物和 VOCs 不太可能对患者的健康造成显著损害。至于包含 B 型 PE-PUR 泡沫（Trilogy 100/200 和 A-Series）的设备平台，测试仍在进行中。

虽然飞利浦已向 FDA 和其他监管机构提供了这些数据，但 FDA 仍在评估该数据及分析的过程中，并未下定论。飞利浦的持续召回事件使其回归市场充满不确定性，且其回归后或将面临法律责任、声誉损害、客户流失及竞争压力等多重问题。

3. 产品性能指标媲美进口，海外渠道加速扩张

3.1. 呼吸机产品性能优异，具备高性价比优势

公司家用呼吸机产品具有技术指标优良、性价比高的特点，能够满足不同用户的差异化需求。国产品牌经过多年的迭代已经与外资品牌产品没有明显差距，甚至在某些性能方面表现更优秀。以睡眠呼吸机为例，其最新产品在压力调节范围、呼气减压功能、延时关机以及湿化器、加热管路等方面与国际品牌相当，甚至在延时升压时间参数上更为出色，适合对治疗压力敏感或进入睡眠比较慢的特殊用户。

与外资品牌相比，怡和嘉业在睡眠呼吸机市场已经实现了技术上的弯道超车，但在双水平肺病呼吸机市场仍有提升空间。例如，瑞思迈、飞利浦等外资品牌均支持目标肺泡通气量功能，这是一项对需要控制肺泡通气量的用户治疗有直接作用的重要功能指标，而怡和嘉业等国产品牌目前仍在研发中。

图表 26：怡和嘉业、飞利浦伟康、瑞思迈产品对比

产品类型	项目	怡和嘉业	瑞思迈	飞利浦伟康	费雪派克	技术指标、核心参数、性能差异情况
睡眠呼吸机	代表性产品型号	G3 单水平睡眠呼吸机系列 G3 双水平睡眠呼吸机系列	AirSense™单水平睡眠呼吸机系列 AirCurve™ 10 Vauto	DreamStation 单水平睡眠呼吸系列 DreamStation Auto BiPAP	ICON+单水平睡眠呼吸机系列	/
	压力调节范围 (hPa)	单水平：4-20 双水平：4-20/25	单水平：4-20 双水平：4-25	单水平：4-20 双水平：4-25	单水平：4-20	无明显差异
	呼气减压功能	单水平、双水平：支持	单水平、双水平：支持	单水平、双水平：支持	/	无明显差异
	延时关机（管路烘干）	单水平、双水平：支持	单水平、双水平：支持	/	/	无明显差异

	延时升压时间 (分钟)	单水平、双水平: 0-60	单水平、双水平: 关机/5-45	单水平、双水平: 0-45	单水平: 0-20	公司产品的延时升压时间范围更广
	湿化器、加热管路	单水平、双水平: 支持	单水平、双水平: 支持	单水平、双水平: 支持	单水平: 支持	无明显差异
	噪声	不大于 28 dBA	25 dBA (不确定度 2 dBA)	26.1 dBA (不确定度 2 dBA)	小于 29 dBA	公司产品噪音较瑞思迈和飞利浦伟康稍高
双水平肺病呼吸机	代表性产品型号	G3 双水平肺病呼吸机系列	AirCurve™ 10 ST-A	DreamStation BIPAP AVAPS	/	/
	压力调节范围 (hPa)	4-25/30	45015	45046	/	无明显差异
	延时关机 (管路烘干)	支持	支持	/	/	无明显差异
	延时升压时间 (分钟)	0-60	关机/5-45	0-45	/	公司产品的延时升压时间范围更广
	加热管路、湿化器	支持	支持	支持	/	无明显差异
	目标潮气量功能	支持	支持	支持	/	无明显差异
	目标肺泡通气量功能	/	支持	/	/	此功能公司还需深入研究临床效果及控制方式
	压力上升时间	支持	支持	支持	/	无明显差异
全脸面罩	代表性产品型号	五系全脸面罩	AirFit™ F20	Amara	Simplus™	/
	气流阻力	50L/min: 0.15 cmH2O 100L/min: 0.5 cmH2O	50L/min: 0.2 cmH2O 100L/min: 0.6 cmH2O	50L/min: 0.6 cmH2O 100L/min: 1.5 cmH2O	50L/min: 0.17±0.1 cmH2O 100L/min: 0.64±0.1 cmH2O	公司产品数值较小
	噪音	声功率: 28 dBA ±3 dBA 声压: 20 dBA ±3 dBA	声功率: 30 dBA ±3 dBA 声压: 23 dBA ±3 dBA	声功率: 28 dBA 声压: 20 dBA	声功率: 28.8 dBA ±2.5 dBA 声压: 17.8 dBA ±2.5 dBA	无明显差异
鼻面罩	代表性产品型号	五系鼻面罩	AirFit™ N20	Pico Traditional Nasal Mask	Eson™ (with Diffuser)	/
	气流阻力	50L/min: 0.2 cmH2O 100L/min: 0.8 cmH2O	50L/min: 0.3 cmH2O 100L/min: 1.3 cmH2O	50L/min: 0.4 cmH2O 100L/min: 1.4 cmH2O	50L/min: 0.14±0.1 cmH2O 100L/min: 0.65±0.1 cmH2O	公司产品数值较小
	噪音	声功率: 28 dBA ±3 dBA 声压: 20 dBA ±3 dBA	声功率: 24 dBA ±3 dBA 声压: 15 dBA ±3 dBA	声功率: 27 dBA 声压: 19 dBA	声功率: 30 dBA ±2.5 dBA 声压: 22 dBA ±2.5 dBA	无明显差异
鼻垫式面罩	代表性产品型号	P2	AirFit™ P20	Nuance Pro gel pillows mask (Small)	Brevida™ (XS-S mask with Diffuser)	/
	气流阻力	50L/min: 0.5 cmH2O 100L/min: 1.6 cmH2O	50L/min: 0.4 cmH2O 100L/min: 1.4 cmH2O	50L/min: 1.4 cmH2O 100L/min: 5.5 cmH2O	50L/min: 1.7 cmH2O ±10% 100L/min: 6.3 cmH2O ±11%	公司产品数值较小
	噪音	声功率: 26 dBA ±3 dBA 声压: 18 dBA ±3 dBA	声功率: 21 dBA ±3 dBA 声压: 13 dBA ±3 dBA	声功率: 27 dBA 声压: 19 dBA	声功率: 25.4 dBA ±2.5 dBA 声压: 17.5 dBA ±2.5 dBA	无明显差异

睡眠呼吸监测仪	代表性产品型号	H2 系列	/	Alice PDx	/	/
	脑电、眼动电、颌肌电、心电	支持	/	支持	/	无明显差异
	血氧饱和度显示范围	0-100%	/	0-100%	/	无明显差异
	血氧饱和度精度	不大于±3% (70% ~ 85%)，不大于±2% (85% ~ 100%) (无运动、成人)	/	±2% (70% ~ 100%) (无运动、成人)	/	公司产品精度稍低
高流量湿化氧疗仪	代表性产品型号	H-80 系列	/	/	MyAIRVO™ 2	/
	湿度性能	在目标温度 37°C 条件下，具有不少于 33 mg/L 的湿化系统输出能力	/	/	在目标设定温度为 37°C 条件下，具有 >33 mg/L 的湿化系统输出能力	无明显差异
	氧浓度调节方式	自动/手动调节	/	/	手动调节	公司产品增加了自动调节氧浓度的方式
	氧浓度设置	21% ~ 100%	/	/	/	公司产品增加了自动调节氧浓度的设备，可进行氧浓度设置
	温度设置	29°C ~ 37°C (9 档可调)	/	/	37°C、34°C、31°C (3 档可调)	公司产品增加了温度范围和挡位数量
	流量设置	2-80 L/min	/	/	2-60 L/min	公司产品流量范围更广
R 系列双水平无创呼吸机	代表性产品型号	R 系列 (无创)	/	V60 Plus (有创/无创)	/	/
	压力调节范围 (hPa)	4-50 cmH2O	/	4-40 cmH2O	/	公司产品压力调节范围较广
	压力误差	± (0.5 cmH2O+实际读数的 5%)	/	± (2 cmH2O + 目标值的 4%)	/	公司产品压力误差较低
	氧浓度调节方式	自动/手动调节	/	自动调节	/	公司产品增加了手动调节氧浓度的方式
	HF (高流量) 功能	有 (流量设置 2-80 L/min)	/	有	/	无明显差异

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

公司是市场上少有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，公司的各类产品分别取得国内 NMPA、欧盟 CE、美国 FDA、巴西、韩国等全球多个国家和地区医疗器械注册认证。公司产品凭借高可靠性及高性价比优势销往全球 100 多个国家和地区，其中以美国市场为最重要的海外市场。

怡和嘉业为了切入美国市场，采取了与当地品牌 3B Medical 公司合作的策略。作为美国本土品牌，3B 公司主要从事治疗睡眠呼吸障碍，氧气疗法和消毒产品销售和服务。3B 公司自身并不生产家用呼吸机产品，通过与怡和嘉业签署的《独家联合品牌及共同经销协议》，作为公司在美国和加拿大的独家经销商，在北美市场共同推广销售怡和嘉业生产制造的家用无创呼吸机产品。

图表 27：公司与 3B 公司合作情况

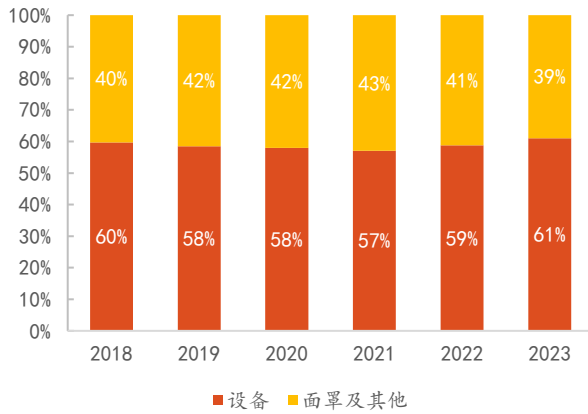
事项	约定内容
联合品牌	将单一产品与双重品牌标识相关联的安排，旨在将两个品牌的优势结合起来，进行产品营销
销售地域	公司拥有亚洲和中东销售 3B 公司的消毒和便携式供氧产品的专营权；3B 公司拥有美国和加拿大销售公司的用于治疗睡眠呼吸障碍的睡眠治疗设备（SDB 产品）的专营权
合作时间	2010 年 8 月至今
产品注册和认证	3B 公司负责公司用于治疗睡眠呼吸障碍的睡眠治疗设备的 510 (k) 申请；公司负责 3B 公司消毒和便携式供氧产品的国家药品监督管理局（NMPA）注册申请
产品质量	双方各自对其生产产品的产品质量负责
售后服务	双方各自对其销售的产品的售后服务负责
品牌使用费	双方互不向对方支付品牌使用费
收益分成	双方对各自销售对方产品所得收益不做分成

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

3.2. 高毛利率产品占比较低，营收结构优化可期

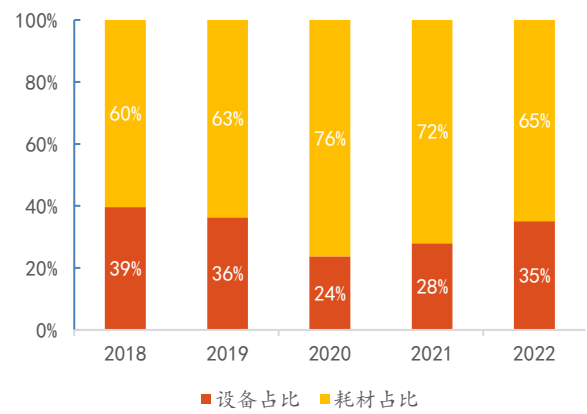
海外巨头的营收中高替换频率的耗材产品占据重要地位。设备使用寿命为 5 年，而面罩使用寿命仅 12-18 个月，需频繁更换。购买呼吸机时，患者通常选择同一品牌型号的通气面罩，两者销售高度相关。瑞思迈和费雪派克作为国际巨头，呼吸机营收中瑞思迈耗材占 40%以上，费雪派克耗材占 70%左右。然而，怡和嘉业在 2019-2022 年耗材营收占比仅为 32%、27%、25%和 14%，收入结构仍有优化空间。此外，随着消费者卫生意识的提高，通气面罩更换的频率有望持续增加，未来该业务收入占比有望提升，从而推动毛利率的增长。其次，公司产品持续迭代推新，新款研发储备充足，产品结构有望持续提升。

图表 28：瑞思迈营收结构



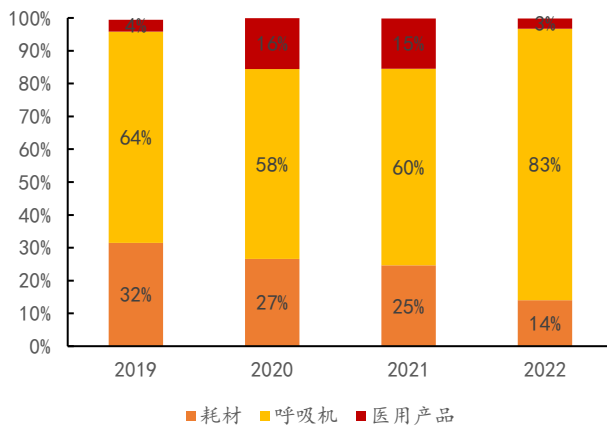
资料来源：瑞思迈财报，东方财富证券研究所

图表 29：费雪派克营收结构



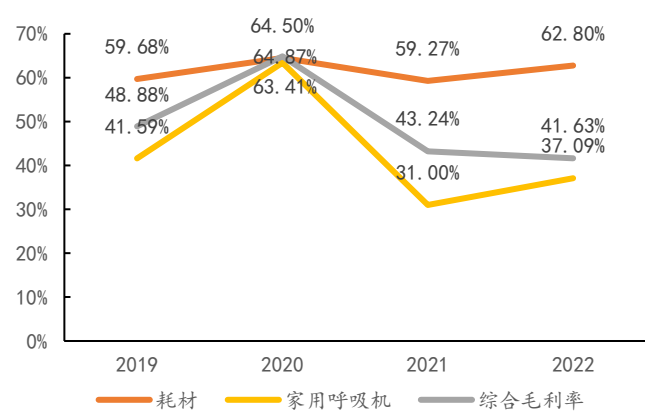
资料来源：费雪派克财报，东方财富证券研究所

图表 30：怡和嘉业营收结构



资料来源：Choice怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

图表 31：怡和嘉业耗材、呼吸机毛利率对比



资料来源：Choice怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

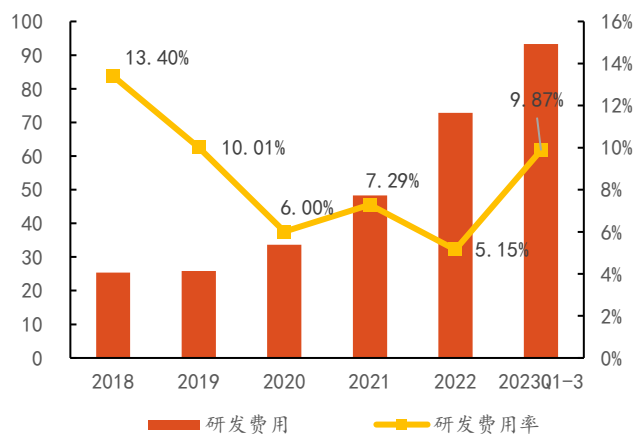
3.3. 研发投入稳定，规模效应初显

公司拥有强大的研发实力，2021 年研发人员占员工总数的 27.52%，实控人庄志亦为核心技术人员。公司近年来持续加大研发投入，2017-2022 年公司研发费用率分别为 15.59%/13.40%/10.01%/6.00%/7.29%/5.15%（20/21 年受疫情影响较低）。截止 2022 年底，公司在研项目有 12 个，涉及呼吸机、面罩、制氧机等多种产品新款。公司还积极参与国际和国家标准的制定，目前共有五名技术专家代表我国参与制定已发布的国际标准 13 项，代表公司参与制定已发布的国内行业标准 12 项，已发布的国家标准 1 项，已完成审定的国家标准 1 项。

2022 年，公司期间费用率显著改善，主要得益于收入端增速快于费用端增速。其中，销售费用率为 6.05%，同比下降 4.54 个百分点；管理费用率为 3.40%，同比下降 0.66 个百分点；财务费用率为-1.17%，同比下降 1.33 个百分点，主要因汇率波动所致；研发费用率为 5.15%，同比下降 2.14 个百分点。

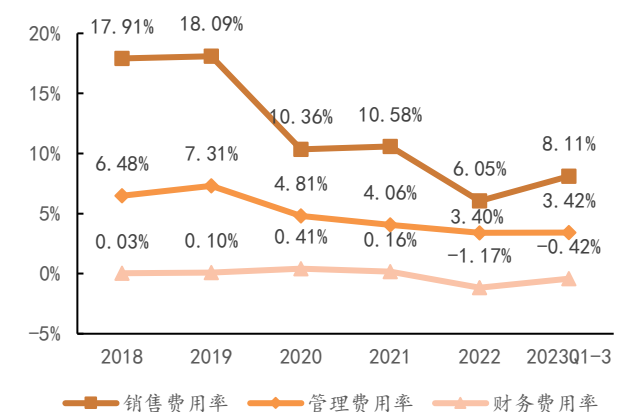
2023 年前三季度，公司加大在软件、数据、算法等方面的研发投入，不断完善硬件设计和软件算法迭代，构建产品生态，由此一定程度上提升了研发费用率水平。2023 年前三季度，公司持续丰富经销网络，通过参加展会、学术交流等方式加大学术推广，进一步提升公司品牌力，故销售费用率水平略有提升。

图表 32：研发费用&研发费用率（百万）



资料来源：Choice怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

图表 33：期间费用率



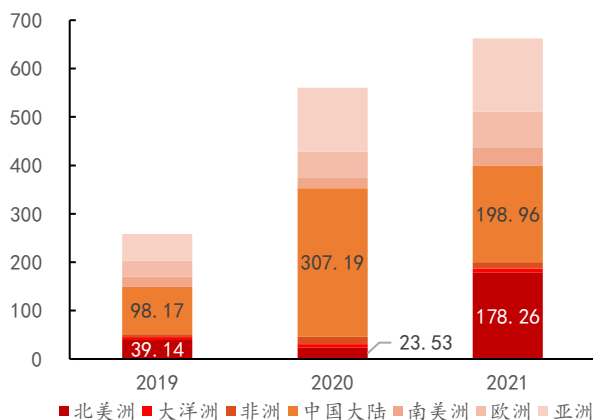
资料来源：Choice怡和嘉业深度资料，东方财富证券研究所

3.4. 海外优先布局，销售渠道复用性好

怡和嘉业是一家专注于呼吸健康领域的医疗设备与耗材产品制造商，拥有多个国内外认证的产品，是国内最早进入海外市场的家用呼吸机企业之一。公司自 2001 年成立以来，先后通过了国内注册证、欧盟 CE 认证、美国 FDA 认证等，使其能够进入欧美市场，如美国、德国、意大利和土耳其等国家医保市场。海外销售渠道覆盖全球 100 多个国家和地区，其中北美、欧洲等市场占比较高，销售额不断增长。海外市场的主要客户是 3B 公司，通过联合品牌模式进行销售。2021 年境外经销商数量达到 414 家，首次超过国内，凭借多年在海外市场建立起的品牌影响力和渠道优势，有望持续保持领先地位。

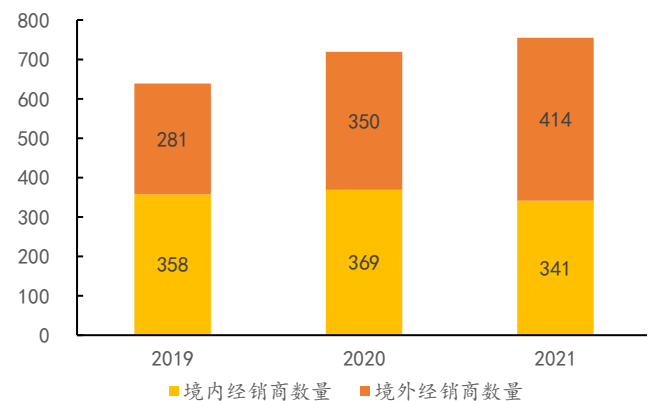
公司在国内市场也持续发力，建立了稳定的经销商网络，布局 67 家产品体验中心和 114 家客户服务中心。公司采取以买断式经销为主、直销为辅的销售模式，经销收入占比超过 95%。公司在产品研发方面持续迭代，并将逐步向制氧机等呼吸慢病相关的产品领域拓展。目前，公司有多个新项目处于研发阶段，预计通过已建立的经销商销售渠道快速推广，进一步拓宽盈利空间。

图表 34：怡和嘉业营业收入业务拆分（按地区）



资料来源：怡和嘉业招股书，东方财富证券研究所

图表 35：怡和嘉业经销商数量



资料来源：怡和嘉业招股书，东方财富证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设与盈利预测

1) **收入预测**：海外布局优先，销售渠道复用性好，飞利浦召回事件助力公司在市场稳占份额，我们预计 2023-2025 年公司营业总收入增速分别为 20.70%、24.89%、27.15%，营业总收入金额分别为 13.02 亿元、16.14 亿元、20.28 亿元。

- **家用无创呼吸机**：公司呼吸机产品包含睡眠呼吸机和肺病呼吸机。2020 年受疫情催化，肺病呼吸机需求爆发实现价格高点。2021 年 6 月起竞争对手召回事件腾挪市场空间，公司主动降价抢占市场份额，2022 年海外市场持续收益，实现业绩高速增长。预计公司短期内将持续受益于竞对召回事件，中长期来看，公司已在北美市场实现 20%市占率（销售数量口径），产能提升能够拓展其他海外市场份额，收入将持续高于行业全球增速，预计 2023-2025 年公司该业务实现收入 10.35 亿元、12.88 亿元、16.13 亿元，毛利率 39.90%、39.95%、39.95%。
- **耗材**：耗材方面主要包括家用无创呼吸机核心配件通气面罩，受益于家用无创呼吸机规模增长，公司耗材业务近年来保持较快增长，随着用户更换频率提升以及公司成本控制良好，耗材业务毛利率有望进一步提升。预计 2023-2025 年公司该业务实现收入 2.18 亿元、2.70 亿元、3.49 亿元，毛利率 66.50%、66.50%、67.00%。
- **医用产品**：疫情过后公司医用产品需求回归，22 年销量较 2020 和 2021 年高点大幅回落，预计之后产品均价和毛利将维持稳定，预计 2023-2025 年该业务实现收入 0.46 亿元、0.53 亿元、0.63 亿元，实现毛利率 67.90%、67.15%、66.22%。

2) **费用预测**：2022 年伴随规模效应扩大，费用率持续摊薄，预计 2023-2025 年期间费用率稳定小幅向下。

- **销售费用率预测**：销售费用主要为职工薪酬和市场支持和推广费，随经营规模的扩大而增长，预计 2023-2025 年公司销售费用率为：6.00%、5.70%、5.53%；
- **管理费用率预测**：因 2023、2024 年存在对核心管理层、技术人员及营销人员的股权激励费用，将一定程度上拉高管理费用率水平，预计 2023-2025 年公司管理费用率分别为 3.20%、3.17%、3.16%；
- **研发费用率预测**：公司注重研发投入，公司研发费用率保持相对稳定，预计 2023-2025 年公司研发费用分别为 6.90%、6.50%、6.10%。

图表 36: 怡和嘉业收入拆分及预测 (百万元, %)

(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	257.94	560.48	662.50	1415.37	1301.52	1614.29	2028.38
YOY	36.4%	117.3%	18.2%	113.6%	-8.0%	24.0%	25.7%
总成本	131.86	193.06	371.30	826.09	711.06	882.98	1106.67
毛利率 (%)	48.88%	64.87%	43.24%	41.63%	45.37%	45.30%	45.44%
一、家用无创呼吸机							
收入	165.82	324.09	397.06	1,171.14	1,034.82	1,288.47	1,613.08
YOY	21.5%	95.5%	22.5%	195.0%	-11.6%	24.5%	25.2%
成本	96.85	118.59	273.97	736.71	621.93	773.72	968.66
毛利率 (%)	41.59%	63.41%	31.00%	37.09%	39.90%	39.95%	39.95%
收入占比	64.29%	57.82%	59.93%	82.74%	79.51%	79.82%	79.53%
二、耗材							
收入	81.28	149.27	163.08	197.86	217.65	270.23	349.12
YOY	89.2%	83.6%	9.3%	21.3%	10.0%	24.2%	29.2%
成本	32.77	52.99	66.42	73.60	72.91	90.53	115.21
毛利率 (%)	59.68%	64.50%	59.27%	62.80%	66.50%	66.50%	67.00%
收入占比	31.51%	26.63%	24.62%	13.98%	16.72%	16.74%	17.21%
三、医用产品							
收入	9.47	86.89	100.94	43.74	46.37	52.87	63.40
YOY	2.6%	817.5%	16.2%	-56.7%	6.0%	14.0%	19.9%
成本	2.00	21.32	30.47	14.44	14.89	17.37	21.42
毛利率 (%)	78.87%	75.46%	69.81%	66.98%	67.90%	67.15%	66.22%
收入占比	3.67%	15.50%	15.24%	3.09%	3.56%	3.27%	3.13%
四、其他业务							
收入	1.37	0.22	1.42	2.62	2.67	2.73	2.78
YOY	168.44%	-83.64%	532.89%	84.66%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	0.24	0.16	0.43	1.34	1.34	1.36	1.39
毛利率 (%)	82.61%	28.85%	69.38%	48.98%	50%	50%	50%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

4.2. 估值与投资建议

公司是国内呼吸健康领域龙头企业，在行业领域树立了良好的口碑和品牌知名度。公司自主研发实力突出，产品以高可靠性和高性价比受到国际市场的广泛认可，产品销售覆盖全球 100 多个国家和地区，是市场上少有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、土耳其等国家医保市场的国产制造商。考虑到公司产品迭代实力强、性价比突出，海外销售渠道持续稳定扩张，我们预计公司 2023/2024/2025 年营业收入分别为 13.02/16.14/20.28 亿元，归母净利润分别为 3.7/4.71/6 亿元，EPS 分别为 5.78/7.35/9.38 元，当前股价对应 PE 分别为 21/17/13 倍。公司卡位成长赛道，龙头地位稳固，高性价比产品竞争力显著，叠加竞争对手召回事件，北美市场市占率稳步提升，我们认为国内患者对呼吸健康的认识加深有望驱动行业维持高景气增长，以及随着公司产能的跟进，海内外市场市占率有望进一步提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 37: 怡和嘉业盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1415.37	1301.52	1614.29	2028.38
增长率 (%)	113.64%	-8.04%	24.03%	25.65%
EBITDA (百万元)	415.46	423.97	532.48	683.26
归属母公司净利润 (百万元)	380.29	369.98	470.60	600.34
增长率 (%)	161.04%	-2.71%	27.20%	27.57%
EPS (元/股)	7.51	5.78	7.35	9.38
市盈率 (P/E)	29.24	21.16	16.64	13.04
市净率 (P/B)	5.38	2.72	2.34	1.98
EV/EBITDA	33.02	17.02	13.77	10.67

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 38: 行业公司估值比较

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
002223.SZ	鱼跃医疗	340.54	1.61	2.35	2.21	21.10	14.42	15.34	33.97	未评级
300206.SZ	理邦仪器	61.66	0.40	0.49	0.63	27.66	21.63	16.96	10.60	未评级
平均						24.38	18.03	16.15		
301367.SZ	怡和嘉业	78.30	7.51	5.78	7.35	39.09	21.16	16.64	122.34	增持

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 未评级公司盈利预测均来自于 Choice 一致性盈利预测, 截止 2023-12-13

5. 风险提示

行业政策变化风险
设备及耗材推进不及预期
海外销售境外监管与索赔的风险
市场竞争加剧的风险
汇率波动的风险
专利纠纷的风险等

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2848.92	3060.83	3624.60	4348.91
货币资金	356.11	659.39	571.08	637.57
应收及预付	111.62	81.36	89.11	97.12
存货	203.31	189.34	216.59	248.23
其他流动资产	2177.88	2130.74	2747.83	3365.97
非流动资产	78.46	115.01	122.33	130.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	27.37	29.31	35.53	42.39
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.11	8.11	8.11	8.11
其他长期资产	42.98	77.59	78.69	79.79
资产总计	2927.38	3175.84	3746.94	4479.19
流动负债	289.38	246.62	322.45	424.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	103.26	107.82	143.79	192.62
其他流动负债	186.12	138.79	178.66	232.15
非流动负债	21.02	43.21	67.87	97.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.02	43.21	67.87	97.47
负债合计	310.40	289.82	390.32	522.24
实收资本	64.00	64.00	64.00	64.00
资本公积	1772.83	1801.22	1801.22	1801.22
留存收益	773.00	1013.68	1484.28	2084.62
归属母公司股东权益	2609.83	2878.87	3349.47	3949.81
少数股东权益	7.15	7.15	7.15	7.15
负债和股东权益	2927.38	3175.84	3746.94	4479.19

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1415.37	1301.52	1614.29	2028.38
营业成本	826.09	711.06	882.98	1106.67
税金及附加	8.64	7.81	9.69	12.17
销售费用	85.59	78.09	92.01	112.17
管理费用	48.15	41.65	51.17	64.10
研发费用	72.86	89.80	104.93	123.73
财务费用	-16.58	-4.42	-8.21	-5.96
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.76	14.68	19.60	26.37
资产处置收益	0.02	0.00	0.00	0.00
其他收益	34.17	30.20	35.84	43.20
营业利润	435.79	422.39	537.15	685.08
营业外收入	0.72	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	435.09	422.39	537.15	685.08
所得税	54.07	52.42	66.55	84.74
净利润	381.03	369.98	470.60	600.34
少数股东损益	0.74	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	380.29	369.98	470.60	600.34
EBITDA	415.46	423.97	532.48	683.26

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	375.21	364.96	493.97	640.23
净利润	381.03	369.98	470.60	600.34
折旧摊销	11.03	5.99	3.54	4.15
营运资金变动	8.89	6.08	37.75	59.51
其它	-25.74	-17.08	-17.92	-23.77
投资活动现金流	-1876.05	14.51	-605.26	-600.73
资本支出	-23.67	-16.51	-9.76	-11.00
投资变动	-1868.90	36.53	-614.00	-615.00
其他	16.52	-5.50	18.50	25.27
筹资活动现金流	1735.14	-74.91	22.98	27.00
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1764.13	28.39	0.00	0.00
其他	-28.99	-103.29	22.98	27.00
现金净增加额	241.89	303.27	-88.31	66.50
期初现金余额	113.94	355.83	659.10	570.79
期末现金余额	355.83	659.10	570.79	637.29

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	113.64%	-8.04%	24.03%	25.65%
营业利润增长	165.72%	-3.07%	27.17%	27.54%
归属母公司净利润增长	161.04%	-2.71%	27.20%	27.57%
获利能力 (%)				
毛利率	41.63%	45.37%	45.30%	45.44%
净利率	26.92%	28.43%	29.15%	29.60%
ROE	14.57%	12.85%	14.05%	15.20%
ROIC	13.43%	12.48%	13.52%	14.67%
偿债能力				
资产负债率 (%)	10.60%	9.13%	10.42%	11.66%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	9.84	12.41	11.24	10.24
速动比率	9.06	11.59	10.52	9.61
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.43	0.47	0.49
应收账款周转率	24.18	16.44	23.57	27.39
存货周转率	5.15	3.62	4.35	4.76
每股指标 (元)				
每股收益	7.51	5.78	7.35	9.38
每股经营现金流	5.86	5.70	7.72	10.00
每股净资产	40.78	44.98	52.34	61.72
估值比率				
P/E	29.24	21.16	16.64	13.04
P/B	5.38	2.72	2.34	1.98
EV/EBITDA	33.02	17.02	13.77	10.67

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。