

声明：非正式报告、仅供内部研究使用，  
请勿外传；投资建议以正式报告为主



# 怡和嘉业（301367）：消费呼吸机市场宽广长坡 厚雪，公司优质国内第一全球替代

太平洋证券电子组

2023年02月

## 摘要:

- **公司概况：国内领先的呼吸健康医疗设备与耗材产品制造商，全面布局海外市场。**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，公司不断发展壮大，公司业务范围逐渐向全球扩展，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，近年来公司业绩保持高增长态势，2019-2021年实现营收分别2.58/5.60/6.63亿元，CAGR高达60.20%，实现归母净利润分别0.25/0.39/2.78/1.46亿元，CAGR高达80.02%；分产品来看，家用无创呼吸机营收占比分别为64.63%、57.85%及60.06%，毛利占比分别为55.20%/55.94%/42.42%，是公司收入及利润的主要来源；分地区来看，公司创立以来，销售策略倾向于境外市场，公司境外收入占比显著高于国内同行业可比公司。2019-2021年公司海外市场营业收入占比分别62%/45%/70%，贡献了公司最主要的收入
- **行业分析：全球无创呼吸机市场加速成长，国内品牌积极出海抢占市场。**COPD/OSA患病率高且诊断不足，临床仍存在较大空白市场，家用双水平呼吸机是COPD及OSA的非药物治疗首选治疗方案。伴随疫情促进呼吸健康疾病认知度显著提升，耗材伴随呼吸机产品同步增长，据统计，2020年后无创呼吸机市场增长明显提速，预计到2025年市场规模将达55.8亿美元，2020-2025年CAGR高达15.5%。在疫情的影响下全球对呼吸机需求急剧增加，面罩需求也相应增加，预计到2025年全球通气面罩市场规模将攀升至29.0亿美元，2020-2025年CAGR为12.4%。全球家用无创呼吸机市场的竞争格局分布非常集中，以瑞思迈和飞利浦为代表，两家占据近80%的市场份额，怡和嘉业作为国内领先的无创呼吸机厂商，2020年占比仅1.7%。国内家用无创呼吸机市场与全球市场类似，2020年飞利浦与瑞思迈分别占据28.4%及26.6%的市场份额，怡和嘉业市场份额15.6%位居第三。通气面罩领域全球格局与呼吸机基本一致，2020年瑞思迈市场份额第一，占全球市场约64.7%的份额，飞利浦位居第二位，占比约26.2%，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，国产品牌依靠高产品性价比抢占市场，怡和嘉业在全球市场占比约1.2%
- **公司看点：国内领先家用呼吸机率先出海，高性价比产品&渠道复用优势显著。**公司是少数产品通过海内外认证的内资厂商，凭借“三横两纵”策略迅速拓展海外市场，飞利浦召回事件涉及范围非常广，大规模的召回给予公司填补空白市场的宝贵机会，分产品来看，2021年公司单水平睡眠呼吸机收入显著增长，销售占比亦有所上升，主要系竞争对手召回事件，导致美国市场对公司产品的需求增长，订单增长；分地区看，2021年度公司北美洲销售收入及占境外收入比例显著提升，也主要系竞争对手发生产品召回事件，美国市场对公司产品的需求提升，订单增长所致；对标国际巨头，公司耗材收入目前占比仍然较低，盈利结构存在进一步优化空间。从公司耗材与家用无创呼吸机收入的匹配情况来看，公司耗材及家用无创呼吸机收入均呈增长趋势，但2021年耗材收入增速较大幅度低于呼吸机收入增速，通气面罩毛利相对较高，2019-2021年公司耗材收入占比分别31.40%/26.61%/24.59%，低于瑞思迈的52.24%/50.99%/50.36%，预计更换频率伴随消费者卫生意识提高有望持续提升，公司在设备先行后，将持续带动耗材相关收入的增长，拉动毛利率上行；公司经销网络覆盖全球，围绕睡眠呼吸领域新品持续迭代，健全的全球销售网络渠道复用性好，目前公司有多个新项目正处于研发阶段，其中4项处于验证阶段，2项在策划阶段，2项在设计阶段，1项已经批量生产并上市，公司有望凭借前期搭建的较为完备的经销商销售渠道迅速向市场推广，不断拓宽公司的盈利空间

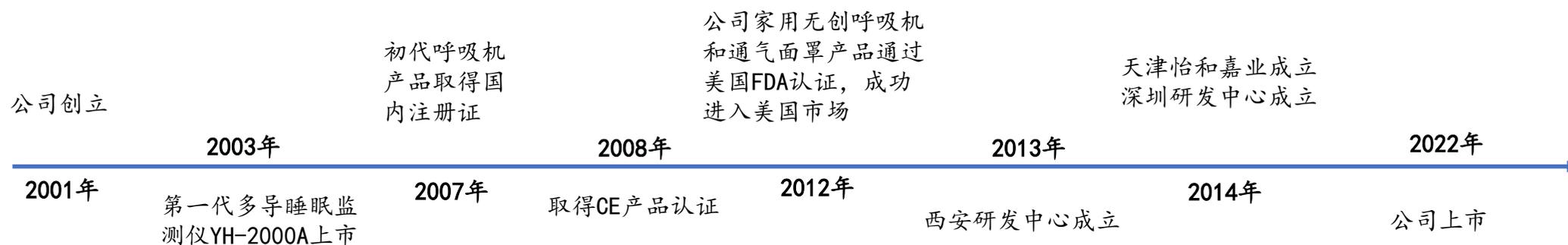
**风险提示：**设备及耗材推进不及预期；外部环境压力发展超预期

公司概况：扎根呼吸健康领域，领先国内布局全球

## 1.1 历史沿革：国内领先的呼吸健康医疗设备与耗材产品制造商，全面布局海外市场

**国内领先的呼吸健康医疗设备与耗材产品制造商，全面布局全球市场。**公司2001年成立于北京，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。随公司不断发展壮大，公司业务范围逐渐向全球扩展。公司研发的初代呼吸机产品2007年取得国内注册证，2008年取得CE产品认证，2012年，公司家用无创呼吸机和通气面罩产品通过美国FDA认证，成功进入美国市场。截至2022年9月，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的医疗器械注册认证，并销往全球100多个国家和地区

图1：公司发展沿革



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

## 1.2 主营业务：围绕呼吸健康领域，多产品线全面发展

**掌握产品核心技术，致力成为全球呼吸健康管理的首选平台。**公司专注于为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（Respiratory Insufficiency）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，致力于成为全球呼吸健康管理的首选平台。持续围绕呼吸健康领域开发全系列医疗产品，产品线布局较为完善，已初步完成该领域覆盖家用、医用、耗材以及慢病管理平台的构建，各产品之间存在着明显的协同效应，满足患者全周期、多场景、系统化的健康需求。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2022年9月，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、国内外观设计专利71项；国际专利27项，包括美国专利13项、欧洲专利13项，印度专利1项；软件著作权55项

图2：公司产品矩阵

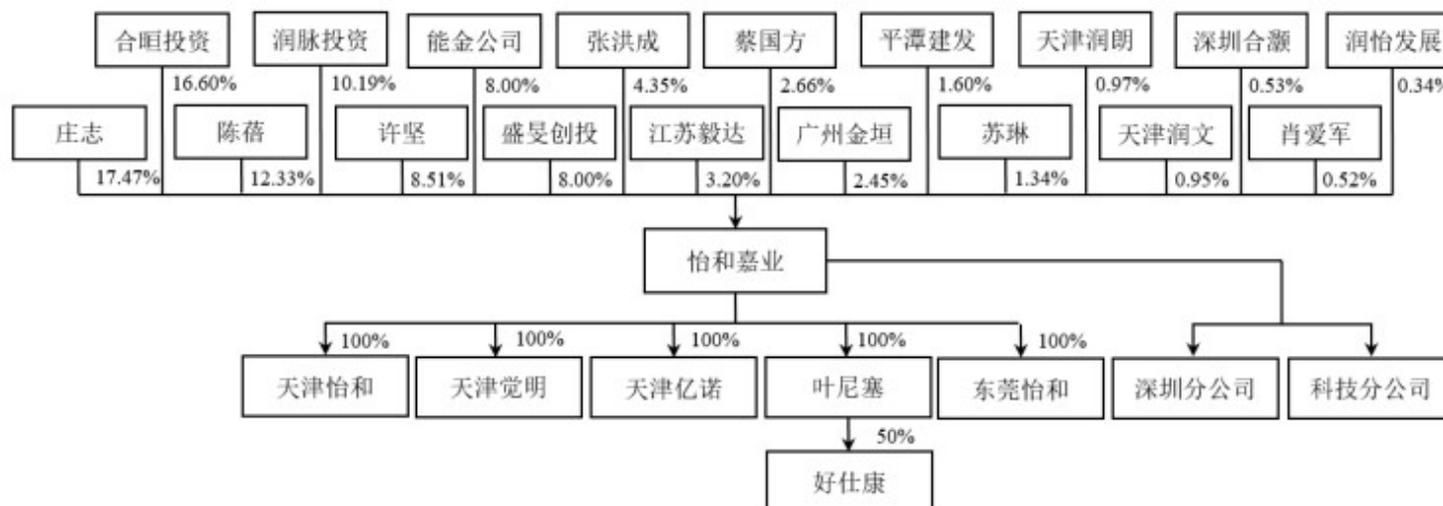


资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

### 1.3 公司治理：股权结构稳定，管理层将出名门经验丰富

**核心管理层具备丰富产业经验，股权结构相对集中。**公司实控人及其余高管均有几十余年产业经验，从业经历丰富。公司董事长庄志曾任北京新兴生物医学工程研究发展中心任工程师，副总许坚历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等职，总经理高成伟曾任航天部工程师、艾瑞总裁、远大集团总裁办运营部经理、北京谊安医疗副总经理等职。截至2022年9月30日，公司董事长庄志、副总许坚合计控制36.50%的股份，两人于2016年8月25日签署了《一致行动人协议》，成为公司的实际控制人

图3：公司股权穿透图（截止2022年9月30日）



资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

## 1.4 营收端：家用无创呼吸机是营收及利润的主要来源，受益竞对召回全球市场进一步扩大

**分产品：家用无创呼吸机是公司的核心产品，亦是公司收入及利润的主要来源。**公司2019-2021年实现营收分别2.58/5.60/6.63亿元，CAGR达60.20%；毛利率分别48.88%/64.87%/45.24%。其中，家用无创呼吸机营收占比分别为64.63%、57.85%及60.06%，毛利占比分别为55.20%/55.94%/42.42%，是公司收入及利润的主要来源。2020年公司营收大幅增长，主要系新冠疫情带来的双水平肺病呼吸机产品需求大幅增长，同期公司的毛利率和净利率均有所提升；2021年新冠疫情趋于稳定，疫情相关型号产品需求有所下降导致公司营收增速及毛利率有所下降。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48.69%/25.53%/33.99%；2018-2021年实现归母净利润分别0.25/0.39/2.78/1.46亿元，CAGR高达80.02%，2022Q1-Q3公司实现营收10.14亿元，同比提升123.64%，实现归母净利润2.70亿元，同比提升127.05%，公司业绩延续高增长态势

图4：公司营收结构（百万元）

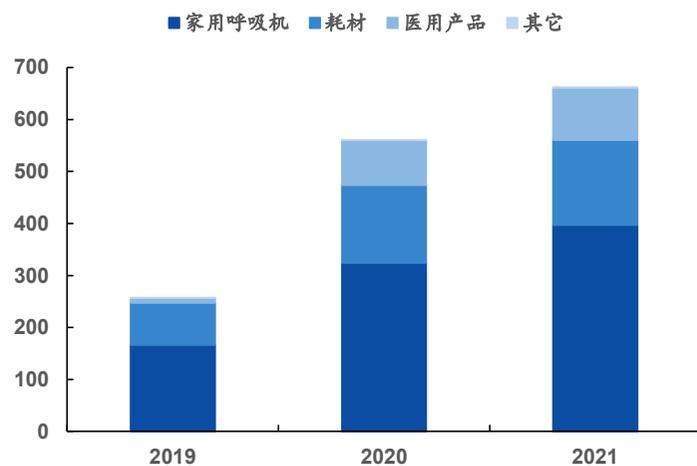


图5：公司毛利率及净利率

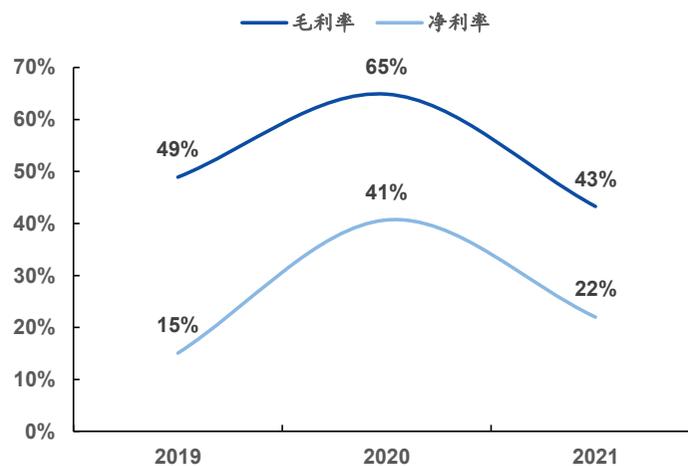
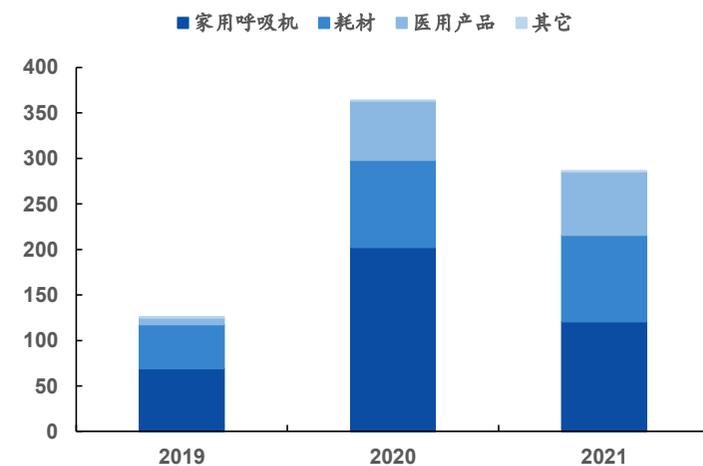


图6：公司毛利结构（百万元）



资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

## 1.4 营收端：家用无创呼吸机是营收及利润的主要来源，受益竞对召回全球市场进一步扩大

**分地区：海外市场贡献最主要收入，竞对召回事件驱动公司营收进一步增长。** 境外市场发展起步较早，境外用户对家用呼吸机等产品有更好的使用习惯，境外市场规模较境内市场规模更大。因此，公司创立以来，销售策略倾向于境外市场，公司境外收入占比显著高于国内同行业可比公司。2019-2021年公司海外市场营业收入占比分别62%/45%/70%，贡献了公司主要的收入。2020年，境外销售收入占主营业务收入比例下降至45%，主要系新冠疫情影响，公司通过境内进出口贸易商将部分新冠疫情高需求产品销售往境外，该等销售收入纳入境内收入核算，故境外销售收入占比下降。2021年，随新冠疫情趋于稳定，由疫情需求催生的境内贸易商采购额显著减少，境内销售收入及收入占比有所下降，且受竞争对手召回事件影响，美国市场对公司产品的需求增加，订单增长；此外，随疫情趋于稳定，境外非疫情相关产品的销售额亦有所提升，故境外销售收入占主营业务收入比例上升至70.12%，公司充分发展国内和国际两个市场，能够更好地分散单一市场风险，保障公司业绩平稳增长

图7：公司境内外营收（百万元）

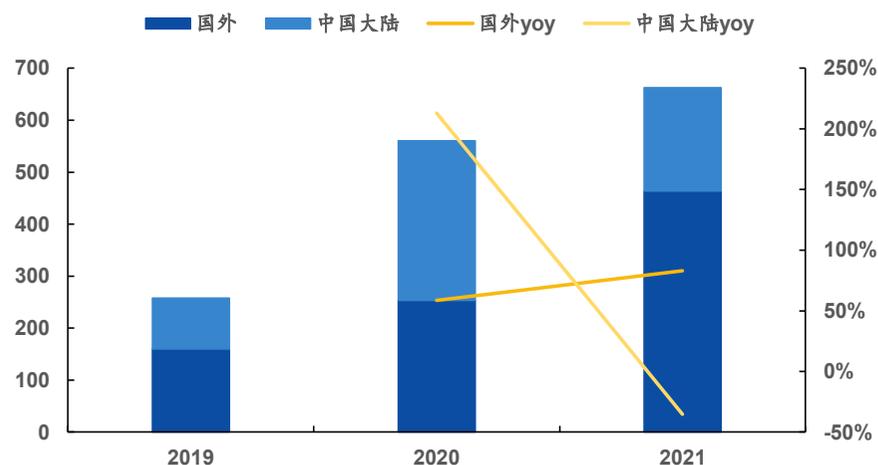
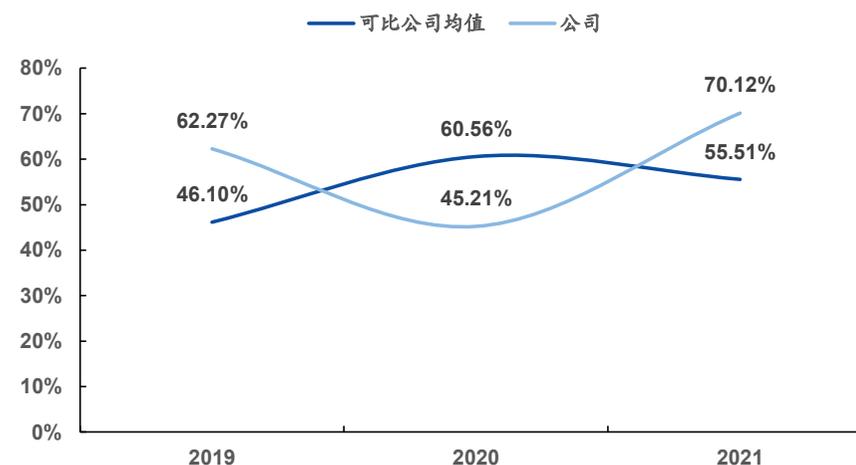


图8：公司及可比公司境外收入占比



资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

行业分析：全球无创呼吸机市场加速成长，国内品牌积极出海抢占市场

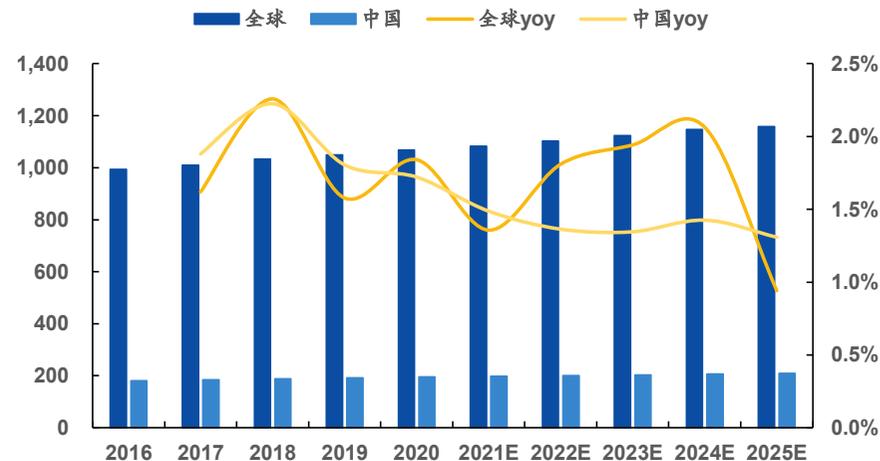
## 2.1 COPD/OSA患者基数大，临床需求仍存在大规模空白市场

**COPD/OSA患病率高且诊断不足，临床仍存在较大空白市场。**慢性阻塞性肺疾病（chronic obstructive pulmonary disease, COPD）是一种以气流受限为特点的常见呼吸系统疾病，已成为全球公认的医疗负担较大的疾病。据弗若斯特沙利文统计，2020年全球COPD患病人数约4.7亿，且患病率随着年龄增长而增加，由于吸烟、空气污染以及职业性粉尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势，慢性阻塞性肺疾病的患病人数仍将持续增加，预计到2025年，全球患病人数将达5.3亿，2020年，中国COPD患病人数高达1.05亿，预计在未来几十年内，慢性阻塞性肺疾病的患病人数仍将持续增加，到2025年，患病人数将达1.09亿。睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）多发于肥胖及中老年人群，随超重和肥胖人群的不断增多以及人口老龄化加剧，在全球范围内逐年提升已经成为一个重要的公共卫生问题。据2012年美国睡眠医学会判断标准，2016-2020年，全球30-69岁OSA患病人数从9.9亿增至10.7亿，预计到2025年全球OSA患病人数将增加到11.6亿左右，中国OSA患病率最高，其次是美国、巴西和印度，据文献推算，2016-2020年中国30-69岁OSA病患从1.8亿上升至2.0亿人，预计到2025年，中国OSA患病人数将增加到2.1亿

图9：COPD患病人数（百万人）



图10：OSA患病人数（30-69岁）（百万人）

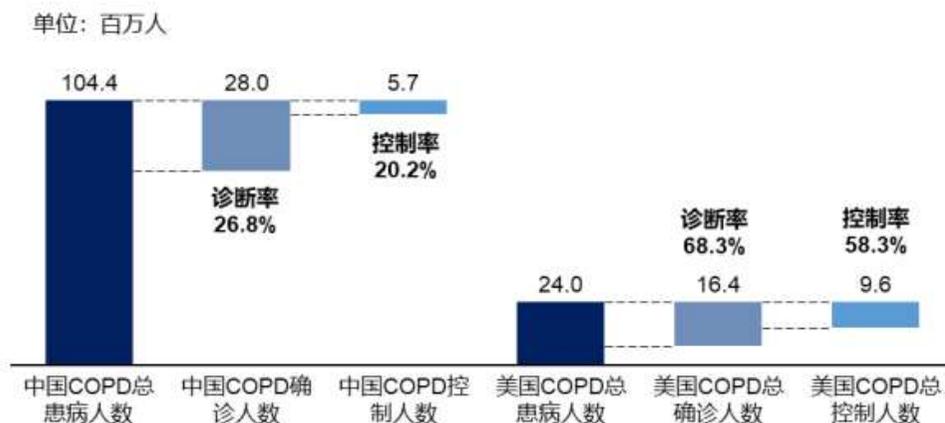


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，太平洋证券研究院

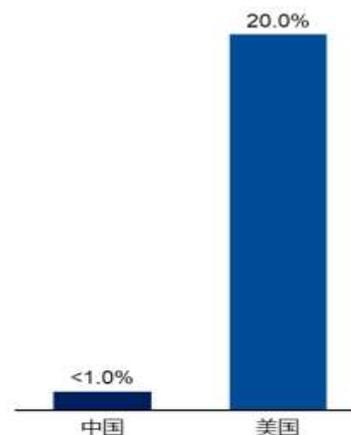
## 2.1 COPD/OSA患者基数大，临床需求仍存在大规模空白市场

**家用双水平呼吸机是COPD及OSA的非药物治疗首选治疗方案。**目前，对COPD的评估和救治依旧面临诊断不足和误诊导致治疗不足等方面问题，中国COPD患者存量巨大，但因疾病认知及重视程度不足，实际诊断率均不足26.8%，控制率也远低于美国同指标数据；COPD尽管无法治愈，但可以有效控制，而国内实际死亡人数接近百万，远超肺癌。**COPD治疗策略包括药物治疗与非药物治疗，家用双水平呼吸机是非药物治疗的首选治疗方案。**OSA的症状通常出现在睡眠中，即使引发较为明显的全身性并发症，患者也很难将其与睡眠呼吸疾病联系在一起，因此大众对OSA认知程度和重视程度低，造成诊断率偏低。据中国睡眠研究会统计，中国OSA诊断治疗率不到1%，远低于美国20%的诊断率，中国大量的OSA患者亟需有效诊治和精细化慢病管理。针对OSA患者，治疗方案主要分为非药物治疗、药物治疗和一般治疗，无创呼吸机治疗是成人OSA患者的首选和初选治疗手段

### 中国及美国 COPD 诊疗现状对比



### 中国及美国 OSA 诊断率对比



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，太平洋证券研究院

## 2.2 行业规模：家用无创呼吸机市场增长提速，呼吸机+耗材开启近百亿市场空间

**全球市场：疫情促进呼吸健康疾病认知度显著提升，耗材伴随呼吸机产品同步增长。**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。据弗若斯特沙利文统计，2016-2020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，CAGR达12.2%。2020年后无创呼吸机市场增长明显提速，预计到2025年，全球家用无创呼吸机市场规模将达55.8亿美元，2020-2025年CAGR高达15.5%。通气面罩是人机连接装置，2016-2020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%。在疫情的影响下，全球对呼吸机需求急剧增加，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，2020-2025年CAGR为12.4%

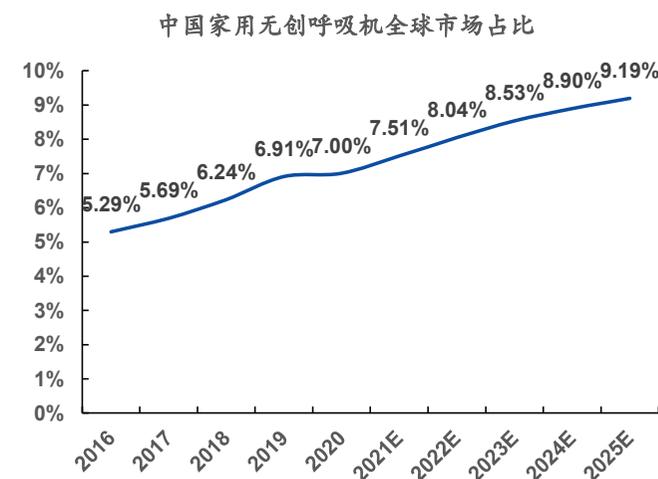
图13：全球家用无创呼吸机市场规模（按出厂价）（百万美元）



图14：全球通气面罩市场规模（按出厂价口径）（百万美元）



图15：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，公司招股书，太平洋证券研究院

## 2.2 行业规模：家用无创呼吸机市场增长提速，呼吸机+耗材开启近百亿市场空间

**中国市场：**目前渗透率仍较低，伴随居民生活水平提高及民健康管理意识增强，行业增速将高于全球市场。由于中国COPD/OSA认知度较低，2020年中国家用无创呼吸机市场规模仅12.3亿元，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，中国无创呼吸机市场快速增长，到2025年家用无创呼吸机市场规模将增至33.3亿元，2020-2025年CAGR达19.7%，显著高于全球市场增速。目前国内患者对于通气面罩的更换频率较发达市场也仍相对较低，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4.6亿元，2020-2025年CAGR高达19.2%

图16：中国家用无创呼吸机市场规模（按出厂价）（百万元）

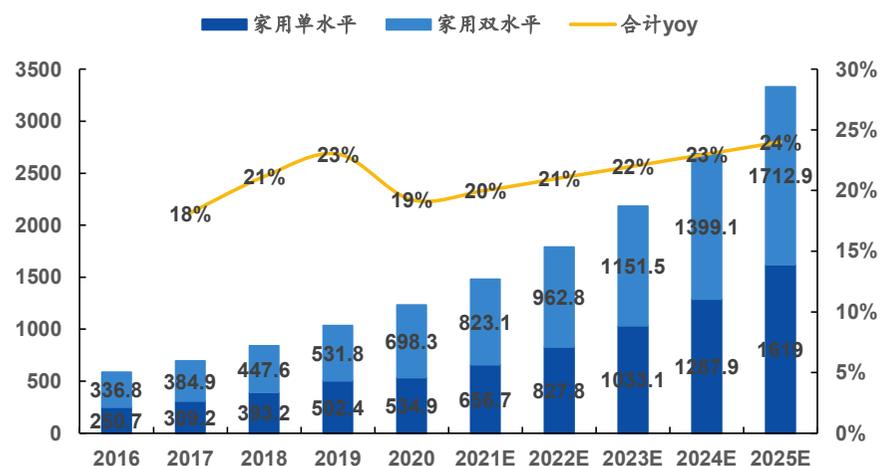
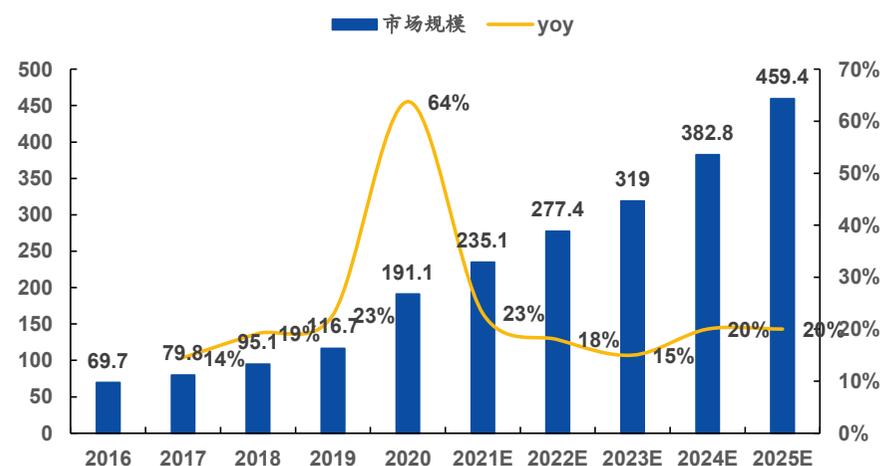


图17：中国通气面罩市场规模（按出厂价）（百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，太平洋证券研究院

## 2.2 行业规模：家用无创呼吸机市场增长提速，呼吸机+耗材开启近百亿市场空间

**其它仪器市场：医用睡眠监测仪市场稳定高速增长，高流量氧疗仪受益疫情需求爆发。** 医用睡眠监测仪作为医用设备，适用于医生监测用户睡眠数据，为医生诊断/分析患者睡眠状况提供依据，2016-2020年，全球医用睡眠监测仪市场从7,580万美元增至1.0亿美元，CAGR为8.0%。随着睡眠及呼吸疾病的诊疗意识提升，预计到2025年市场将增至2.1亿美元，2020-2025年CAGR高达15.2%。经鼻高流量氧疗仪是一种新型呼吸支持技术，与普通氧疗相比高流量氧疗仪改善氧合的作用更好，与无创呼吸机相比具有更优的舒适性、耐受性以及依从性。高流量氧疗仪在国内国外临床应用已经有十余年，2016-2020年，全球高流量氧疗仪市场规模从2.2亿美元增至5.7亿美元，CAGR为27.4%。新冠疫情期间，高流量氧疗仪凭借可以有效降低插管率和90天死亡率的优势，成为救治新冠肺炎患者的医疗设备之一。预计到2025年，全球高流量氧疗仪市场将攀升至10.1亿美元，2020-2025年CAGR为12.0%

图18：全球医用睡眠监测仪市场规模（按出厂）（百万美元）

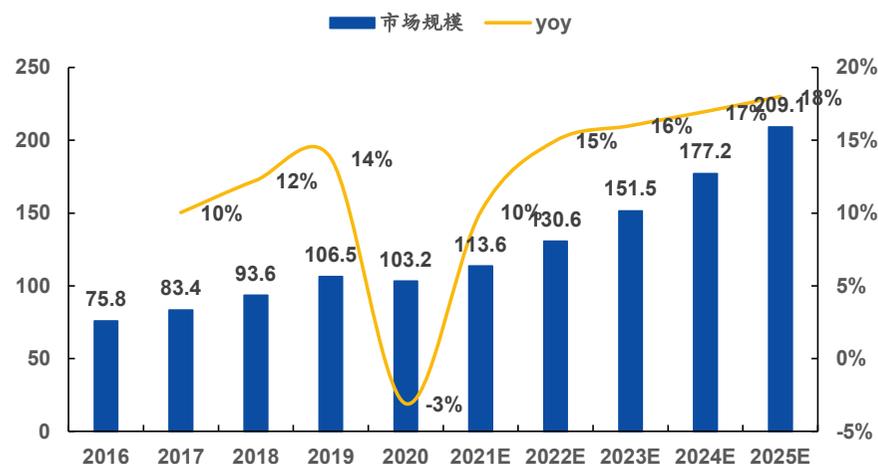
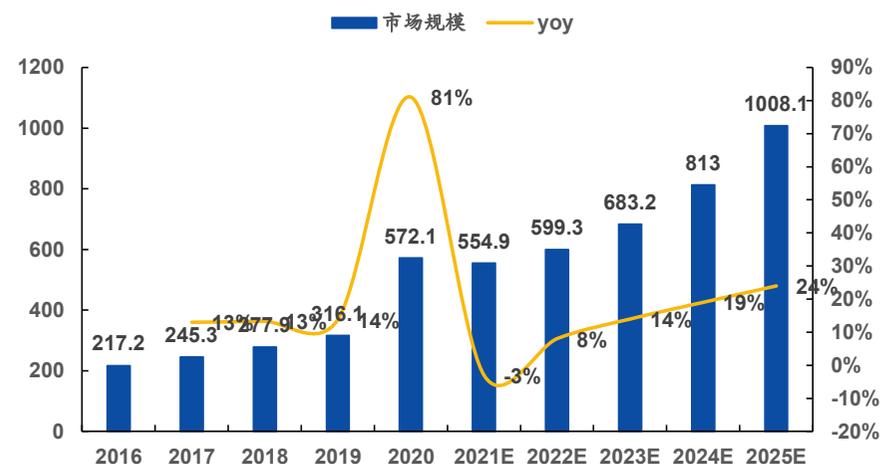


图19：全球高流量氧疗仪市场规模（按出厂价）（百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，太平洋证券研究院

## 2.3 竞争格局：海外龙头占据主要市场份额，飞利浦召回事件促进行业格局流动

**无创呼吸机：竞争格局集中，瑞思迈及飞利浦占据主要市场份额。**全球家用无创呼吸机市场的竞争格局分布非常集中，以瑞思迈和飞利浦为代表，两家占据近80%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分列三到第六位。怡和嘉业作为国内领先的无创呼吸机厂商，2020年销售额4,534万美元，占比仅1.7%。国内家用无创呼吸机市场与全球市场类似，也主要以飞利浦与瑞思迈占比最高，2020年分别占据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，格局相对分散

图20：全球家用无创呼吸机市场竞争格局

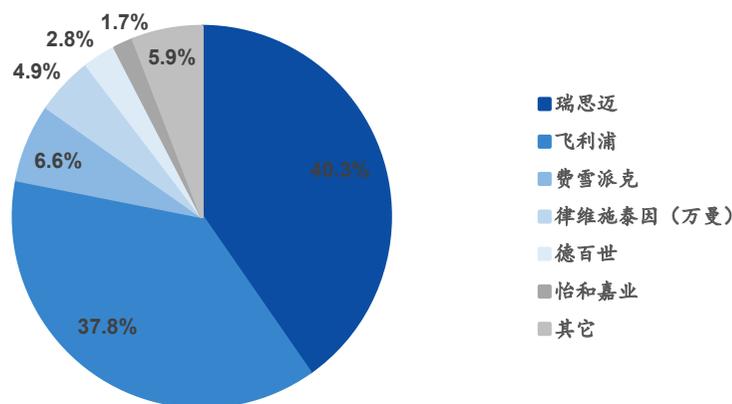
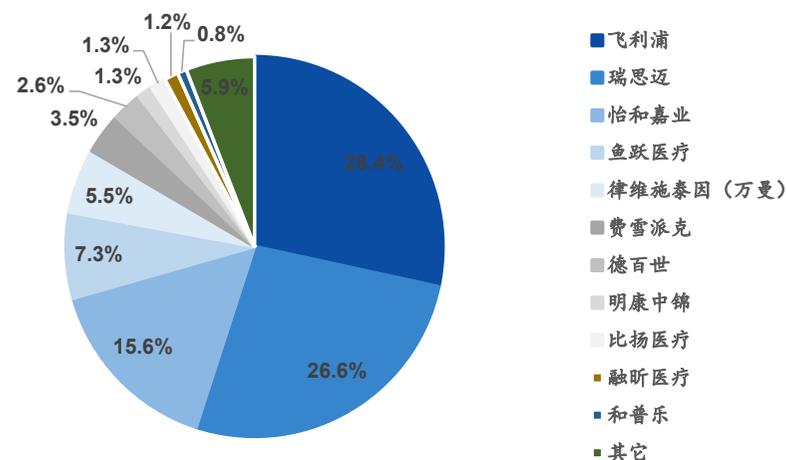


图21：国内家用无创呼吸机市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，太平洋证券研究院

## 2.3 竞争格局：海外龙头占据主要市场份额，飞利浦召回事件促进行业格局流动

**通气面罩：全球格局与呼吸机基本一致，国内品牌平高性价比领跑国内市场。**全球通气面罩市场竞争格局分布较为集中，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年销售额约4.2亿美元。其次为费雪派克，占比约为6.2%。怡和嘉业2020年销售额约1,880万美元，全球市场占比约1.2%。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，国产品牌依靠高产品性价比抢占市场。怡和嘉业在2020年国内销售额7,208万元人民币，占比37.7%。其次为飞利浦伟康，占市场份额23.4%。瑞思迈的市场份额占到20.2%，位居第三位，其2020年销售额约3,858万人民币

图22：全球通气面罩市场竞争格局

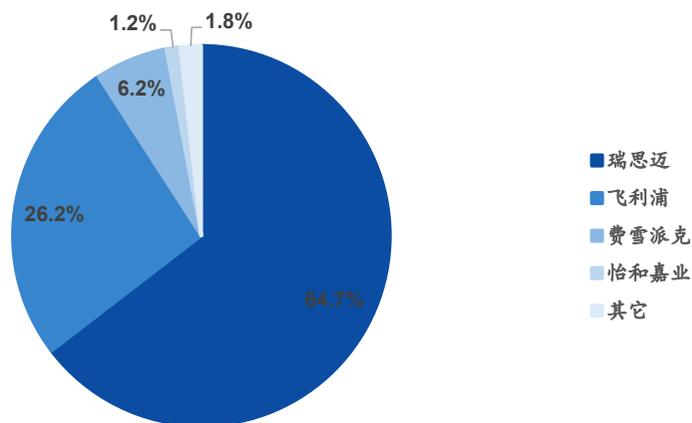
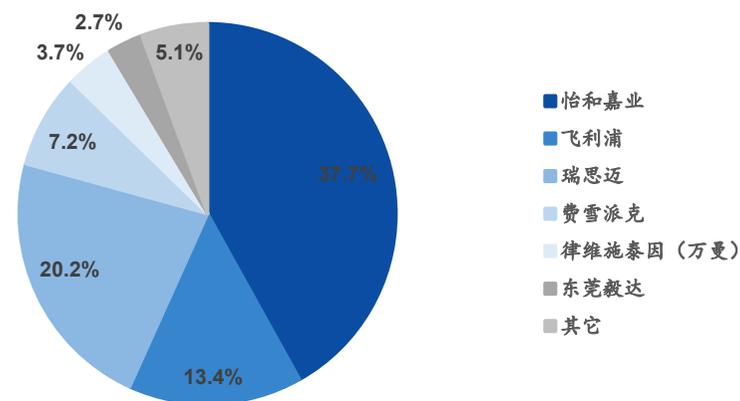


图23：中国通气面罩市场竞争格局

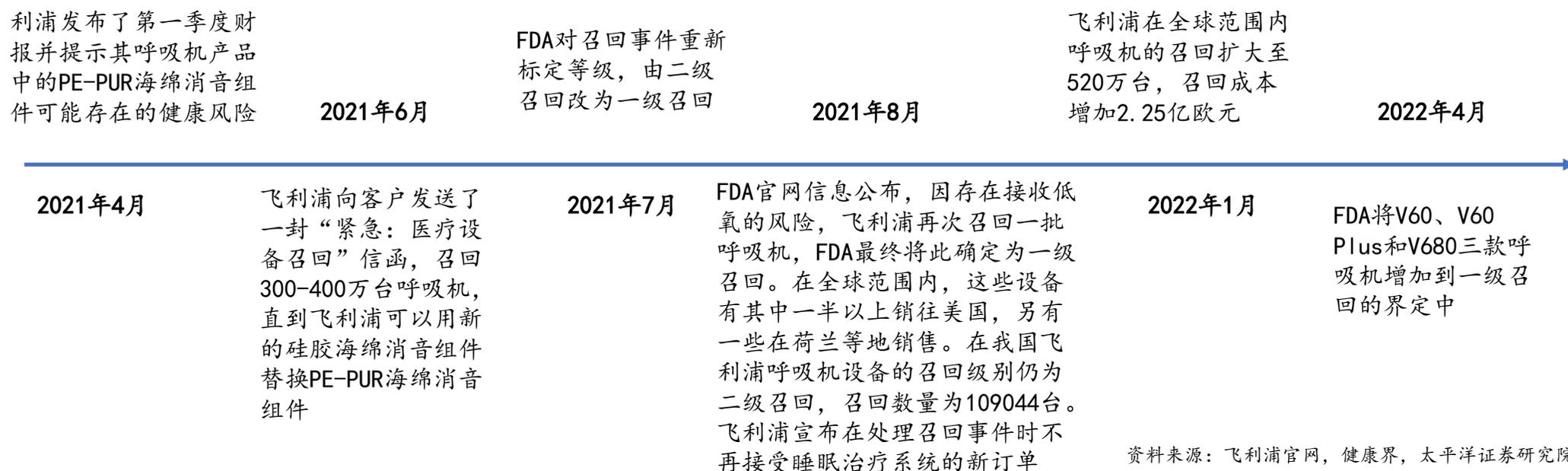


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，太平洋证券研究院

## 2.3 竞争格局：海外龙头占据主要市场份额，飞利浦召回事件促进行业格局流动

**飞利浦召回事件影响深远，有效促进行业格局流动。**2021年4月，飞利浦发布了第一季度财报并提示其呼吸机产品中的PE-PUR海绵消音组件可能存在的健康风险；2021年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300-400万台呼吸机，直到飞利浦可以用新的硅胶海绵消音组件替换PE-PUR海绵消音组件；2022年1月，飞利浦在全球范围内呼吸机召回扩大至520万台，召回成本增加2.25亿欧元。此次召回事件涉及范围非常广，大规模的产品召回也给了其他呼吸机品牌填补市场的宝贵机会。2021年二季度瑞思迈销售收入和经营利润增长显著提速，21年7-12月瑞思迈营业总收入同比+16%，22Q1-Q3营业总收入同比+7%，由于缺芯导致产能受限、基数较大，增速提升有限；21年怡和嘉业单水平睡眠呼吸机收入显著增长+228%，22Q1-Q3营业总收入同比+124%；同期飞利浦Connected Care部门（睡眠呼吸治疗占比约37%）收入和经营利润均有显著下滑，尤其是利润端受到召回事件相关的计提减值影响较大，飞利浦2021年全年的业绩报告显示，其旗下CPAP和BiPAP等多款呼吸设备召回，导致飞利浦2021年的净收入损失7.19亿欧元（约合50.48亿人民币）

图24：飞利浦召回事件梳理



资料来源：飞利浦官网，健康界，太平洋证券研究院

## 2.4 海外巨头概览：海外巨头由设备抢占市场，高毛利耗材营收比同步增长

从海外巨头营收结构来看，具有更高替换频率的耗材产品在营收中占据重要地位。设备一般使用寿命5年，而面罩由于需要定期更换，一般使用寿命仅12-18个月就需要换一次。由于不同通气面罩的款式、体积大小不同，对压力值和算法也会有影响，因此患者在购买呼吸机的时候也都推荐购买同一品牌型号的通气面罩，两者的销售高度相关。参考市占率较高的呼吸机国际巨头瑞思迈及费雪派克近年营收结构可以发现，瑞思迈耗材（Masks and other）营收占比常年40%以上，而费雪派克耗材（Consumables）占比则更高，达到80%左右的水平。对比海外巨头，国内领先的呼吸机厂商怡和嘉业耗材产品2019-2021年营收占比仅分别为32%/27%/25%，仍具备较大的提升空间

图25：瑞思迈营收结构

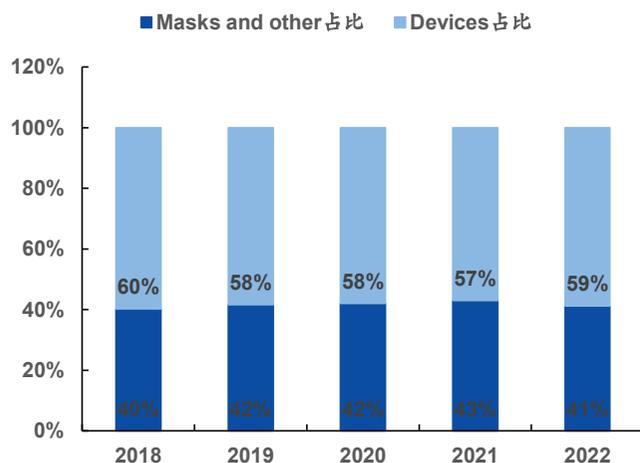


图26：费雪派克营收结构

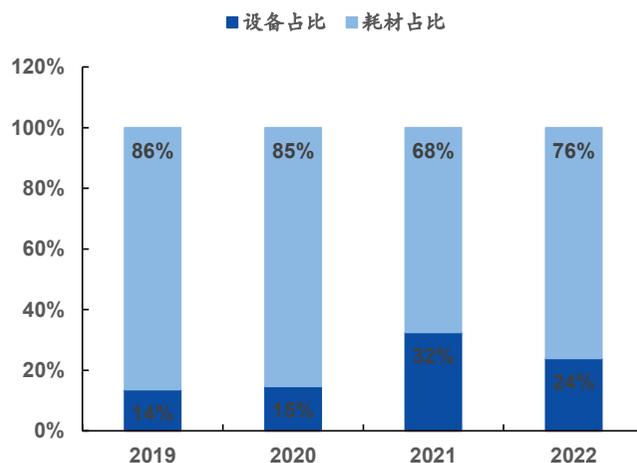
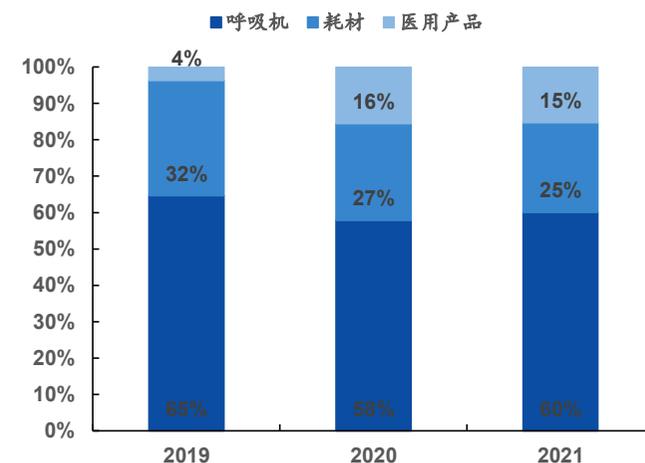


图27：怡和嘉业营收结构



资料来源：各公司财报，太平洋证券研究院

公司看点：国内领先家用呼吸机率先出海，高性价比产品&渠道复用优势显著

### 3.1 飞利浦召回事件影响深远，公司抓住历史机遇抢占设备市场

公司是少数产品通过海内外认证的内资厂商，凭借“三横两纵”策略迅速拓展海外市场。公司研发的初代呼吸机产品于2007年取得国内注册证，2008年取得CE产品认证，并销往欧盟等认可CE注册证书的国家及地区；2012年公司的家用无创呼吸机和通气面罩产品通过了美国FDA认证，成功进入美国市场。同时，公司搭建了三横（家用、医用和耗材）两纵（产品和服务）策略，凭借日益完善的产品矩阵&配套服务迅速抢占欧美等海外市场。分产品来看，2021年公司单水平睡眠呼吸机收入显著增长，销售占比亦有所上升，主要系竞争对手召回事件，导致美国市场对公司产品的需求增长，订单增长，且随疫情趋于稳定，常规销售业务销售额亦显著增长所致；分地区看，2021年度公司北美洲销售收入及占境外收入比例显著提升，主要系竞争对手发生产品召回事件，美国市场对公司产品的需求提升，订单增长所致

图28：怡和嘉业主要业务结构

主要业务线	产品与服务	用途	
家用无创呼吸机产品	睡眠呼吸机	单水平睡眠呼吸机	适用于鼾症、以OSA为主的SAHS患者的治疗
		双水平睡眠呼吸机	适用于以OSA为主的SAHS、严重打鼾患者的治疗
	肺病呼吸机	双水平肺病呼吸机	适用于以COPD为主的呼吸功能不全患者的治疗
耗材产品	通气面罩	全脸面罩	包裹口鼻，用于为成年使用者提供持续正压通气和双水平正压通气用的界面连接装置
		鼻面罩	包裹鼻部，用于为成年使用者提供持续正压通气和双水平正压通气用的界面连接装置
		鼻垫式面罩	仅鼻垫，用于为成年使用者提供持续正压通气和双水平正压通气用的界面连接装置
	呼吸管路	供单一患者使用，与可适配的面罩型无创呼吸机或正压通气治疗机配合使用，提供供气通道，其中带有加热丝的管路可防止产生冷凝水	
医用呼吸诊疗产品	睡眠呼吸初筛仪	睡眠呼吸初筛仪	通过检测睡眠呼吸事件，用于SAHS的筛查
		多导睡眠呼吸监测仪	用于监测受检者睡眠过程中的血氧饱和度和、脉率、口鼻气流、胸腹呼吸、体位、脑电、肌电、眼动电、心电、鼾声等生理参数并可显示呼吸机输出的CPAP压力，辅助医生对SAHS进行诊断
	高流量湿化氧疗仪	适用于有自主呼吸的患者，通过提供一定流量、加温湿化的呼吸气体进行有效的治疗。这些患者包括湿化治疗、氧气治疗、气管插管和气管切开的患者。不能用于生命支持	
呼吸健康慢病管理服务	R系列双水平无创呼吸机	R系列双水平无创呼吸机	适用于以OSA为主的SAHS、严重打鼾以及呼吸功能不全患者的治疗
		BMC+呼吸健康管理云	利用互联网和云存储技术构筑的慢病管理平台，呼吸机使用数据及波形通过无线网络上传到该软件，医生可以在该软件上查询呼吸机使用数据，并通过该软件对呼吸机进行远程参数设置，方便对患者进行慢病管理

图29：怡和嘉业呼吸机营收结构

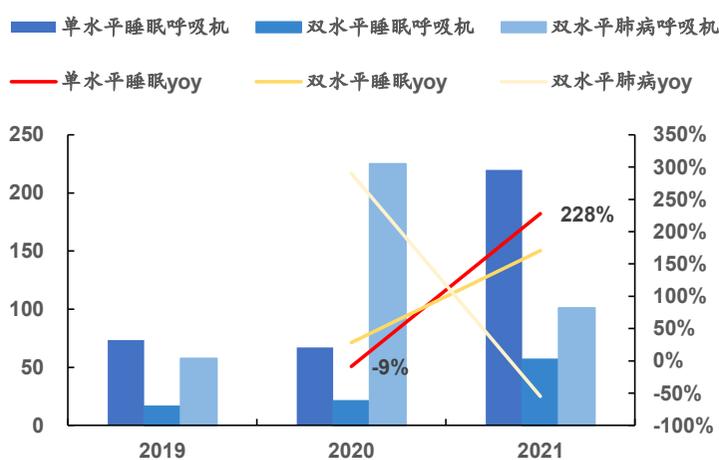
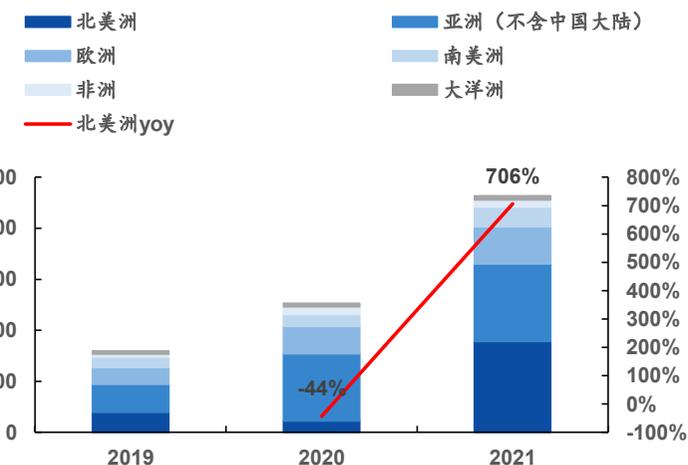


图30：怡和嘉业分地区营收结构



资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

### 3.2 耗材对标国际巨头占比仍较低，有望跟随公司设备增长水涨船高

对标国际巨头，公司耗材收入目前占比仍然较低，盈利结构存在进一步优化空间。从公司耗材与家用无创呼吸机收入的匹配情况来看，公司耗材及家用无创呼吸机收入均呈增长趋势，但2021年耗材收入增速较大幅度低于呼吸机收入增速，主要系飞利浦召回事件仅涉及呼吸机产品。通气面罩毛利相对较高，2019-2021年公司耗材收入占比分别31.40%/26.61%/24.59%，低于瑞思迈的52.24%/50.99%/50.36%。同时，公司耗材产品为通用型耗材，除可用于公司家用无创呼吸机产品外，亦可根据用户需要用于其他第三方厂商生产的呼吸机预计通气面罩。预计更换频率伴随消费者卫生意识提高有望持续提升，公司在设备先行后，将持续带动耗材相关收入的增长，拉动毛利率上行

图31：怡和嘉业耗材与呼吸机收入匹配情况

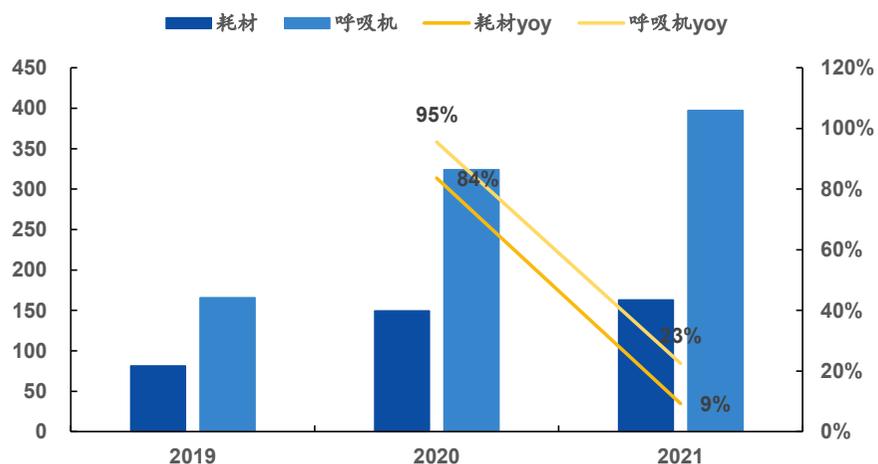
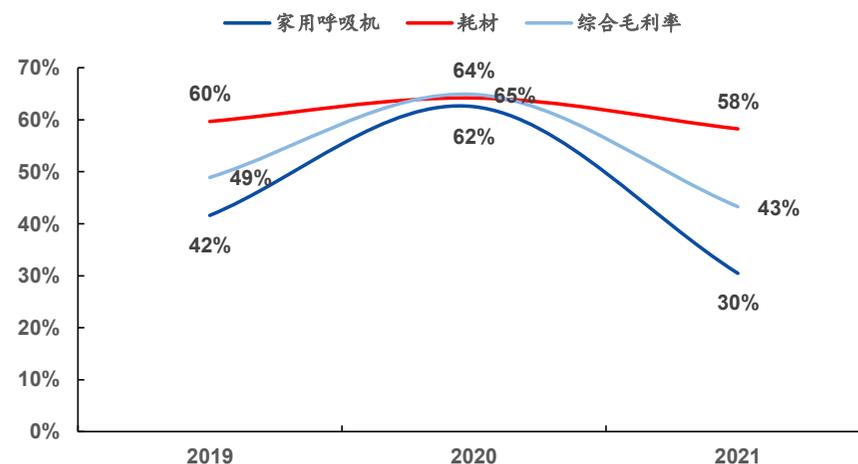


图32：怡和嘉业耗材VS呼吸机毛利率



资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

### 3.3 围绕睡眠呼吸领域全面推进产品布局，健全的全球销售网络渠道复用性好

公司经销网络覆盖全球，围绕睡眠呼吸领域新品持续迭代。公司在境内外市场均采取以买断式经销为主、直销为辅的销售模式海外收入占比分别62%/45%/70%，海外经销商数量分别为281/350/414家。公司一直专注于家用无创呼吸机及耗材的研发与生产，近年来向医用无创呼吸机、高流量湿化氧疗仪等领域延伸，并逐步将向制氧机等呼吸慢病相关的产品领域逐渐多元化。目前公司有多个新项目正处于研发阶段，其中4项处于验证阶段，2项在策划阶段，2项在设计阶段，1项已经批量生产并上市，公司有望凭借前期搭建的较为完备的经销商销售渠道迅速向市场推广，不断拓宽公司的盈利空间

表1：公司在研项目情况

项目	拟达到的目标	预算（万元）	所处阶段及进展	与行业技术水平的比较
MP呼吸机项目	研发迷你、便携小巧的呼吸机产品，通过手机等便携智能终端，可以方便地进行呼吸数据管理，并依托于互联网，可开展远程呼吸健康指导服务	1,200	已经批量生产上市	体积小、重量轻，便于携带；设计新颖；结合手机APP使用，过程体验更智能
G5呼吸机项目	一款更贴近睡眠呼吸用户使用需求的呼吸机，具备高的性价比、高数据互联能力、高使用舒适性等特点。产品是公司新一代睡眠呼吸机产品	2,500	项目策划与产品定义	采用更符合家用睡眠使用场景的新外观设计，优化用户使用交互，低噪音、高舒适度，具备多种无线数据互联功能等
S01制氧机项目	研发设计新颖、操作便捷、性能稳定、质量可靠的5L制氧机	900	产品验证阶段	外观新颖，更加符合人机工程学；性能可靠；低噪声
MN1微网雾化器项目	研发设计新颖、操作便捷、性能稳定、质量可靠、可替换雾化片的微网雾化器	1,200	产品验证阶段	设计新颖，体积小；性能可靠；雾化片可更换；雾化量档位可调
6代系列面罩项目（包括P6、N6、F6三个型号）	新一代技术面罩产品系列，包括鼻垫面罩，鼻面罩，口鼻面罩，满足高端市场需求，增强该市场需求产品的产品力，提高市场占有率	825	开模验证阶段	采用新的摇篮衬垫技术，不压迫鼻梁，比传统面罩有更好的舒适性；采用最新的气流过滤方案，排气安静，低噪音，且不干扰床伴；整体更小巧，不突显的外观特征
N5+系列面罩项目（包括N5+、N5A+、N5B+三个型号）	新一代鼻面罩产品系列，满足高端市场需求，增强该市场需求产品的产品力，提高市场占有率	225	开模验证阶段	采用最新的气流过滤方案，排气安静，低噪音，且不干扰床伴；更小巧，不突显的外观特征
F5+系列面罩项目（包括F5+、F5A+两个型号）	新一代全面罩产品系列，满足高端市场需求，增强该市场需求产品的产品力，提高市场占有率	220	项目策划与产品定义	采用最新的气流过滤方案，排气安静，低噪音，且不干扰床伴；更小巧，不突显的外观特征，更舒适的硅胶佩戴设计
HF2高流量项目	二代高流量产品，满足临床更多的需求，增强产品竞争力，提高市场占有率	1,000	设计及样机实现阶段	手自一体化混氧方式；智能化交互界面；可调节流量范围；可通过护士站的平台进行远程控制，监测及数据管理
R2呼吸机项目	二代拥有高流量功能的双水平无创呼吸机产品，满足临床更多的需求，增强产品竞争力，提高市场占有率	1,600	设计及样机实现阶段	手自一体化混氧方式；智能化交互界面；实现PCV及目标潮气量模式；可通过护士站的平台进行远程控制，监测及数据管理

资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

## 盈利预测及风险提示

公司作为国产呼吸机龙头，产品力强，海外销售渠道搭建完备。中短期来看，公司将显著受益于行业龙二召回事件，积极扩大在全球市场呼吸机设备领域的市占率。中长期看，公司目前呼吸机配套耗材营收占比依然较低，对标海外龙头收入结构（瑞思迈耗材比设备1: 1；费雪4: 1；公司1: 4），公司高毛利率耗材占比有望持续提升，驱动综合毛利率向上仍有较大提升空间；同时公司注重多产品创新，围绕睡眠呼吸领域不断迭代现有产品以及开发拓展新品类，搭建呼吸科技产品平台，渠道复用性好，有望共同持续推进公司高增长。我们预计2022-2024年公司实现营收14.83/19.60/25.54亿元，同比分别增长123.93%/32.15%/30.25%；实现归母净利润3.77/5.19/7.24亿元，同比分别增长158.89%/38.35%/39.43%，以当前市值对应PE 40.05/29.09/20.86 x，考虑到公司国产呼吸机龙头地位稳固，产品竞争力突出，海内外渠道持续扩张，渠道复用性好，首次覆盖，给予“买入”评级

### 附表：盈利预测（截止2023/3/22）

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	560.48	662.50	1483.54	1960.49	2553.54
收入同比(%)	117.29	18.20	123.93	32.15	30.25
归母净利润(百万元)	227.86	145.68	375.36	519.32	724.09
归母净利润同比(%)	487.23	-36.07	157.66	38.35	39.43
ROE (%)	60.86	29.65	15.08	17.26	17.96
每股收益(元)	3.56	2.28	5.86	8.11	11.31
市盈率(P/E)	66.29	103.69	40.24	29.09	20.86

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 风险提示

1. 设备及耗材推进不及预期；
2. 外部环境压力发展超预期。

### 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；  
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；  
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；  
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间。

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

### 研究院

中国北京100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com



## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务 资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。