

怡和嘉业 (301367)：解构3B前世今生，赋能 公司构建呼吸产品平台

怡和嘉业深度报告 之二

2023年4月12日

证券分析师：张世杰
电话：010-88695170
E-MAIL: zhangsj@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190523020001

摘要:

本篇报告重点关注于怡和嘉业的两个问题:

- **怡和嘉业作为中国品牌,在美国医保市场是否具有竞争优势?**与国内不同的是,美国医保支付体系中,患者与医疗服务提供方并不直接参与到支付流程中来,而是由渠道商作为中间方主导着供应商、保险支付方的交易,三者利益高度一致。并且由于美国医药市场不限价格,终端医疗产品售价上升全渠道都将获益。具体来看,生产厂商通过提高公开(标的)价格获取更多的利润,给渠道商的返款也随之上升;渠道商可以在从保险公司收到的费用和其支付给供应商的费用之间赚取差价;医保则可以通过向患者收取更多保费以转移成本。终端售价上涨后,渠道商、医保方、生产厂商获益都将提高,因此整条渠道都更有动力选择在生产厂商在渠道端所提供的价格更具优势的产品,而非终端售价更低的产品,最终成本由患者所交医保费用承担。在美国,家用呼吸机属于耐用医疗设备(DME),被纳入了医疗保险体系,DME可以在其从医保公司收到的费用和支付给提供者的费用之间赚取差价,因此对于渠道商而言,在产品性能一致的情况下,渠道端的性价比是DME优先考虑推广的因素。与海外呼吸机巨头相比,在终端售价基本一致的情况下,公司在渠道端价格方面更具有高性价比优势,由此我们认为,由3B公司所代理的公司产品将随着美国市场对品牌接受度的逐渐提升而迅速扩大市场份额
- **飞利浦回归是否会使得现阶段行业格局恶化?**首先,飞利浦呼吸机巨量召回事件对行业格局产生了重大变革,飞利浦呼吸机属于I级召回,为最严重的召回类型,涉及使用或接触违规产品会导致严重不良健康后果或死亡的合理可能性。在美国,DME做为专业渠道商,飞利浦在经历如此严重的大范围召回事件后,想要重新取得DME信任并抢回市场份额预计将会面临很大阻力。从3B公司的角度来看,2022年5月3B公司更名为React health,同时聘请多位在睡眠呼吸机及美国医保领域耕耘多年的强势人才,进一步增强了公司在呼吸机领域的综合竞争力。由于3B公司的升级,能够更好地扶持怡和嘉业实现互利共赢,帮助怡和嘉业在北美市场由单一产品向平台化布局扩展。背靠怡和嘉业在国内较为成熟高效的供应链体系,以及3B公司升级后在美国具有更加强势的本土化平台优势。在飞利浦缺席睡眠呼吸机市场的期间,3B公司进一步整合销售渠道、吸纳业内资深人才,伴随着其商业版图的扩大,我们认为,即使未来行业格局出现变化(飞利浦召回事件结束后再次回归呼吸机市场),对公司后续经营的挑战将变得十分有限
- **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,2019-2022年海外收入占比分别62%/45%/70%/85%,2019-2021年海外经销商数量分别达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。背靠国内高效完善的研发体系布局,公司产品逐步向制氧机等呼吸慢病相关的产品领域延伸发展,形成围绕呼吸健康领域的多元化平台型公司。目前公司有多个新项目正处于研发阶段,并且制氧机等新拓展项目已在国内实现上市销售。公司围绕呼吸健康平台新开拓项目有望凭借前期搭建的较为完备的全球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

深度解构北美医保市场商业模式：供方强势，得渠道者得“天下”

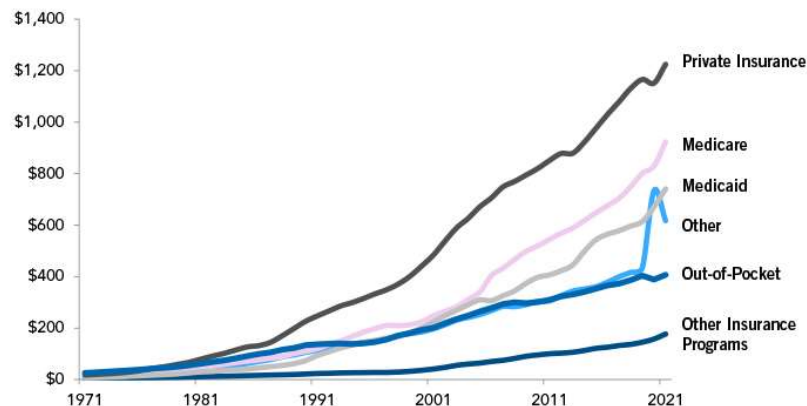
美国医保体系概览：美国医保以商业保险为主

与中国不同，在美国，私人保险计划是医疗保健支出的最大单一资金来源。美国医疗开支分为两部分，政府支付和商业支付，其中商业支付始终是全国医疗保健支出的最大组成部分，医疗支付又主要分为三块：联邦医疗保险(Medicare, 65岁以上的老人无论经济状况如何都可以提出申请, 由老人和政府共同缴纳医保费用, 通过第三方托管的形式存在)、医疗救助计划(Medicaid, 专门针对低收入或者紧急失业的人的一种政府保险, 同时也覆盖到所有医院和诊所的急症救助, 个人只需要支出很少一部分)、商业医疗保险(Private health insurance, 是最大的一块保险类别, 主要细分为雇主保险和个人购买的商业保险)。2020年, 私人保险计划覆盖2.17亿人, 是当年公共计划覆盖的近两倍。据医疗保险和医疗补助服务中心(CMS)数据, 2021年美国私人保险计划占全国医疗保健支出的28%, 其次是医疗保险(23%)和医疗补助(18%)

图1：美国医疗支付结构（十亿美元）

PETER G. PETERSON FOUNDATION Private insurance programs are the largest source of funding for healthcare expenditures

HEALTHCARE SPENDING BY SOURCE OF FUNDS (BILLIONS)



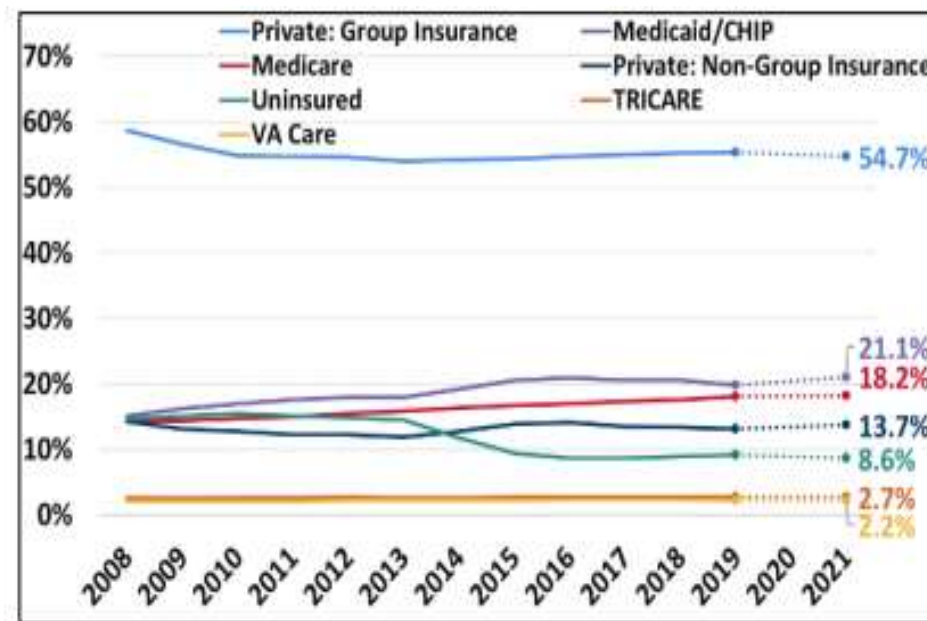
SOURCE: Centers for Medicare & Medicaid Services, National Health Expenditures, December 2022.
 NOTES: *Other Insurance Programs* include the Children's Health Insurance Program (Titles XIX and XX), the Department of Defense, and the Department of Veteran's Affairs. *Other* includes other third party payers, programs and public health activity (includes COVID-19 Paycheck Protection Program loans and the Provider Relief Fund).

© 2023 Peter G. Peterson Foundation

PGPF.ORG

资料来源：PGPF、太平洋证券研究院

图2：美国各类型医保覆盖人口比例

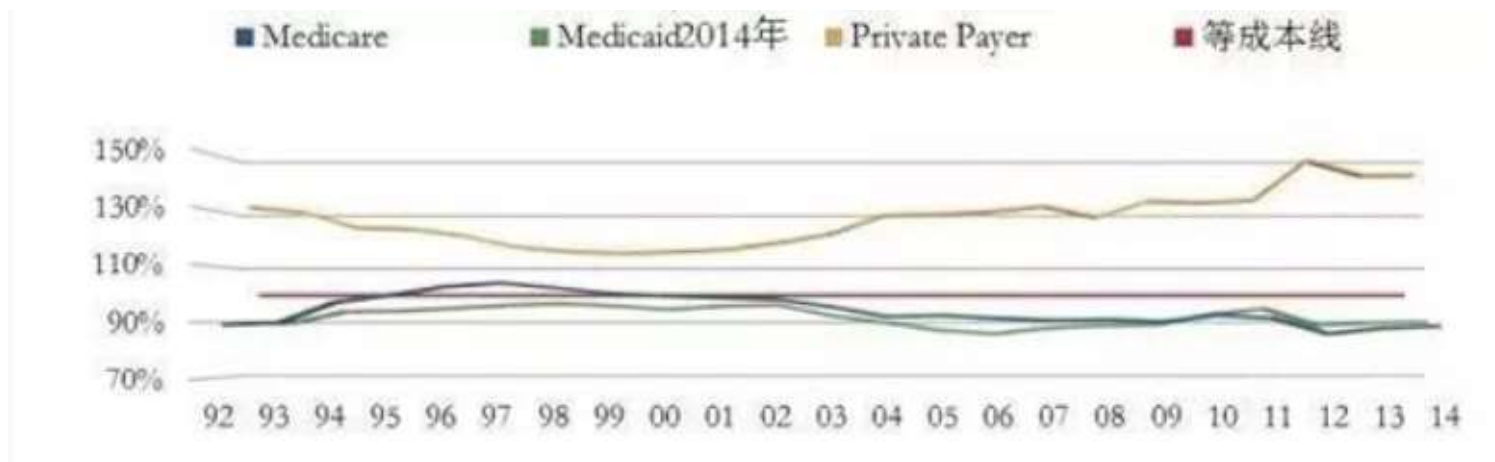


资料来源：《U. S. Health Care Coverage and Spending》、太平洋证券研究院

美国医保体系概览：供方力量强势，需方处于弱势

美国医疗系统中一个明显特征是供方力量强势，需方处于弱势。美国医保支付标准以Medicare为基准，在医保支付方式和支付标准上，商业医保是政府医保的跟随者。因此，决定美国医疗费用规模和格局的并不是商业保险，而是政府医保以及其背后体现的社会利益分配理念和格局。面对强大的医疗医药供方和强势的参保人团体，美国的商业健康保险机构很难获得丰厚利润，美国国会预算办公室数据显示，商业医保机构所收取保费的81%—87%用于支付参保人的医疗费用，扣除行政成本后能获取的利润只有2%—3%。根据美国医院协会年度调查数据，自1992年至2014年，Medicare和Medicaid对综合医院的支付成本比率，除了在1996年到1998年超过100%，其余年份都低于100%，有的年份甚至低于90%；而商业医保的支付成本比率波动上升，和公共医保成负相关关系，2014年达到了143.7%。政府通过严格管制商业医保公司来将更多个人家庭纳入保险覆盖范围，使得更多资金通过保险公司最终流向医疗服务供方，加深了供方的话语权

图3：私人保险、Medicare和Medicaid综合医院支付-成本比率



资料来源：美国医院协会年度调查数据、太平洋证券研究院

美国医保体系概览：渠道商在医保系统中处于强势地位，默认高价体系渠道端价格更加重要

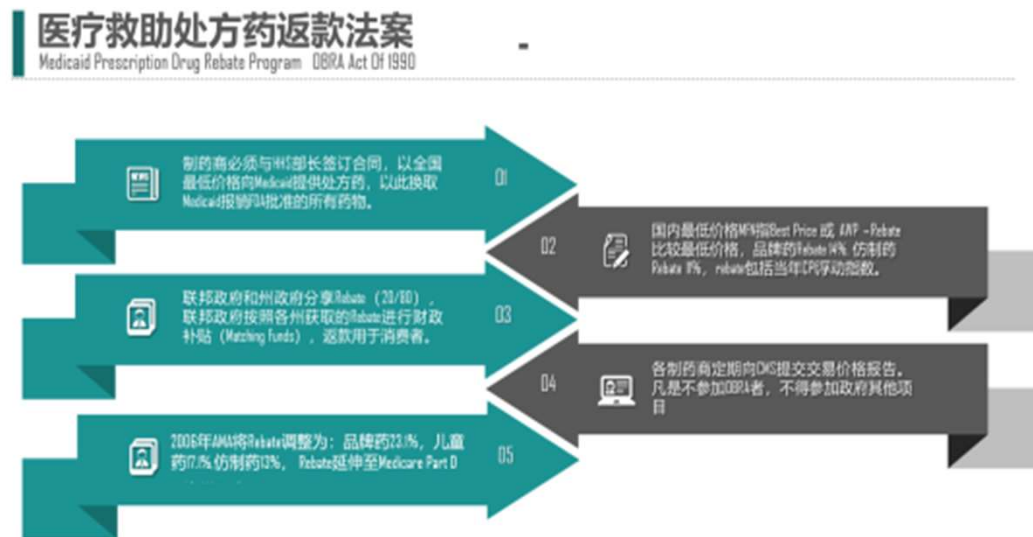
与国内不同的是，美国医药市场不限价格，终端医疗产品售价上升全渠道都将获益。以药品市场为例，经历过多轮博弈，美国政府推出医疗救助药品返款计划 (Medicaid Prescription Drug Rebate Program)，其中最重要的一条是不允许政府和制药商/药房直接谈判价格，政府取消处方限制并报销FDA批准的所有药物。但作为交换，制药商必须向Medicaid提供美国境内最低价格并接受政府审计，政府允许制药商以销售后返款 (Rebate) 的形式向政府项目让利。由此，政府主导的医保计划将回扣变成了返款。具体来看，生产厂商通过提高公开 (标的) 价格获取更多的利润，给渠道商的返款也随之上升；渠道商可以在从保险公司收到的费用和其支付给供应商的费用之间赚取差价；医保则可以通过向患者收取更多保费以转移成本。终端售价上涨后，渠道商、医保方、生产厂商获益都将提高，因此整条渠道都更有动力选择在生产厂商在渠道端所提供的价格更具优势的产品，而非终端售价更低的产品，最终成本则由患者所交医保费用承担

图6：美国药物销售流程简图



资料来源：drugchannelsinstitute、太平洋证券研究院

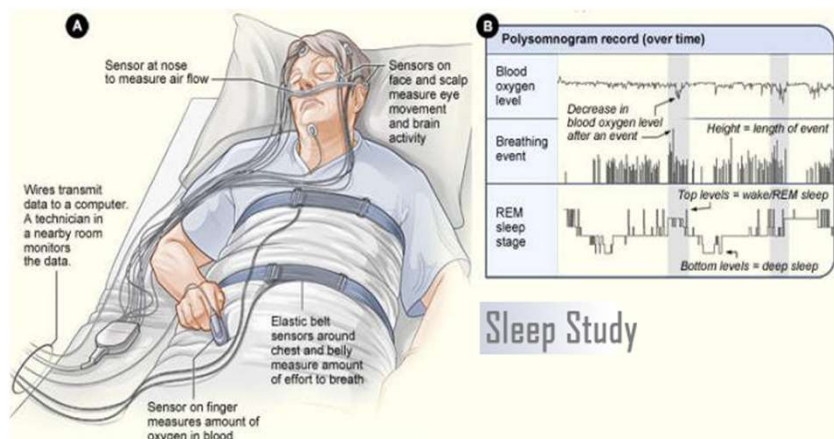
图7：美国返款法案



家用呼吸机作为耐用医疗设备，产品性能一致前提下渠道端性价比是DME推广的优先考虑项

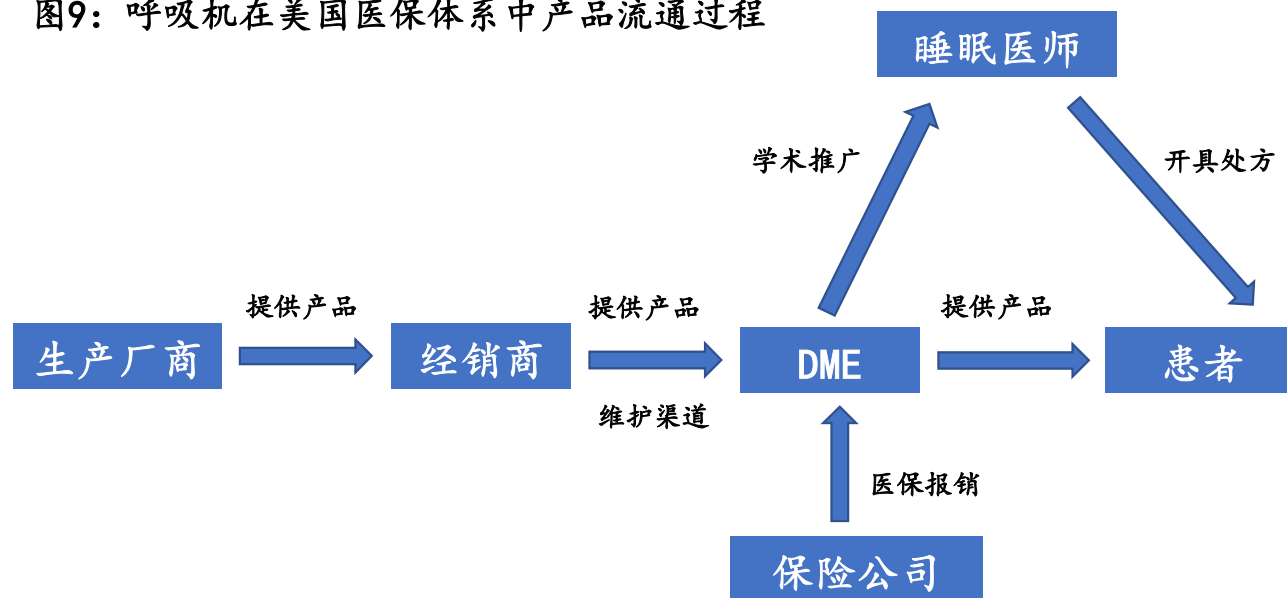
美国家用呼吸机属于耐用医疗设备（DME），性价比是优先考虑产品推广的因素。呼吸机在美国属于处方产品，在购买呼吸机之前，患者需要先取得美国医生的处方，而如前所述，医生和患者在美国医保体系中并不直接参与支付流程，因此围绕呼吸机的交易环节主要发生于保险公司和DME之间。DME作为渠道商的目标是尽可能少地支付费用给医疗保健提供者，包括DME供应商（经销商）。DME可以在其从医保公司收到的费用和支付给提供者的费用之间赚取差价。DME减少支付给经销商费用的一种方法是仅与一家经销商签订合同，或者可能与两三个经销商签订合同。通过限制医保名单中经销商品牌的数量，DME可以说服经销商接受低的报价。而有限的供应商数量，可以保证名单中的经销商通过更多的数量来补偿较低的报价。因此，在整个医保支付流程中，对于渠道商而言，在产品性能一致的情况下，渠道端的性价比是DME优先考虑推广的因素

图8：美国医保体系中家用呼吸机及耗材种类



资料来源：9sleep、太平洋证券研究院

图9：呼吸机在美国医保体系中产品流通过程

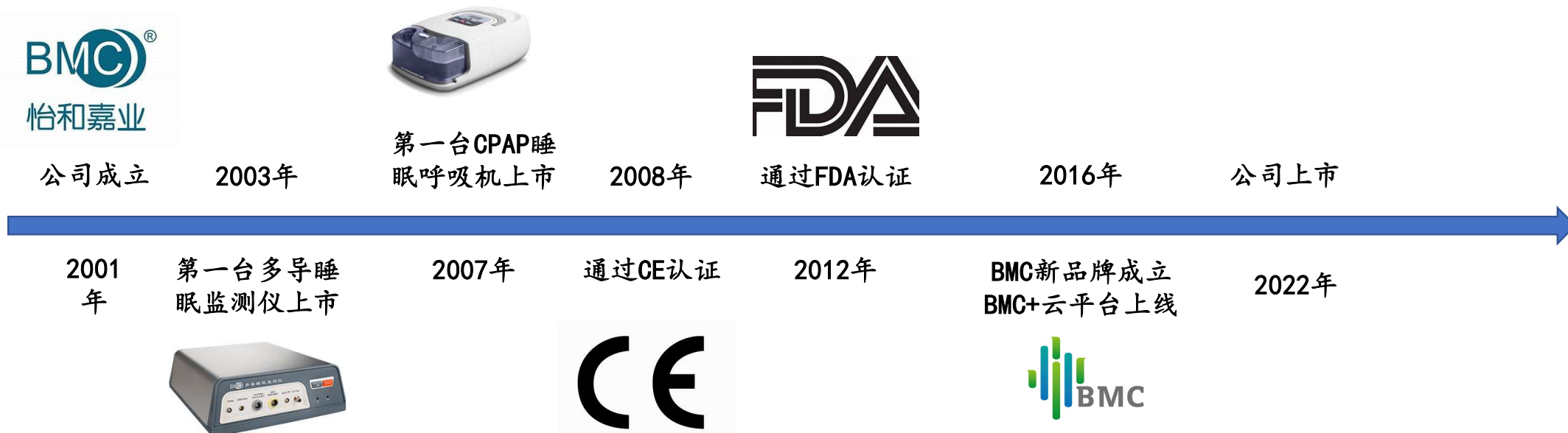


资料来源：公开资料整理、太平洋证券研究院

怡和嘉业：深耕睡眠呼吸领域20余年，主打全球化市场布局

立足国内布局全球，全球100多个国家和地区全面开花。公司创立初期深耕国内市场，随公司不断发展壮大，公司业务范围也逐渐向全球扩展。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。此后，公司市场拓展的重点区域集中于美国、巴西等人口基数较大或家用无创呼吸机在医保目录内的市场。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。目前，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的医疗器械注册认证，产品销往全球100多个国家和地区

图10：公司发展历程



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

怡和嘉业：与渠道商3B深度合作，凭借高性价比产品打入海外医保体系

3B公司作为拥有公司产品专营权，合作多年稳定性好。公司2010年8月就开始与3B公司开展合作，目前执行的合作协议为2020年4月14日签署的《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，3B公司自身并不实际从事呼吸机等产品生产，为便于公司产品的销售，3B公司销售过程中使用公司的注册商标。凭借高可靠性、高性价比的特点，公司家用无创呼吸机与通气面罩产品已取得FDA认证并成功进入美国医保市场体系

表1：公司主要出口地区公司产品进入医保目录情况

国家或地区	进入当地医保的具体产品	报销比例	招标政策	产品进入医保目录的流程
美国	呼吸机与通气面罩	保险机构对医疗服务提供商的整体服务方案进行付费，比如单水平睡眠呼吸机为40美元/月，双水平睡眠呼吸机的报销额为100美元/月，报销时长最多为13个月；视患者参保的保险机构与医保方案的不同，患者可能免费获得产品或就产品支付不同额度的费用	经销商或医疗机构采购公司产品不涉及招投标程序	由公司、经销商3B公司取得产品FDA认证，3B公司注册产品医疗体系通用编码（HCPCS）即可纳入医保报销系统，无需每年重新注册；3B公司为公司的重要经销商，双方合作稳定，具有可持续性
法国	呼吸机与通气面罩	医保系对患者的医疗服务费进行报销，不针对具体的产品进行报销，患者通常不用为产品另外付费，报销比例为100%	经销商或医疗机构采购公司产品不涉及招投标程序	公司产品取得CE认证即可销售，并可为医保覆盖，无需进行其他认证
意大利	呼吸机与通气面罩	医保系对患者的医疗服务费进行报销，不针对具体的产品进行报销，患者通常不用为产品另外付费，报销比例为100%	经销商或医疗机构采购公司产品不涉及招投标程序	公司产品取得CE认证，且完成意大利卫生部备案后即可在意大利销售，并可为医保覆盖，无需进行其他认证
西班牙	呼吸机与通气面罩	医保系对患者的医疗服务费进行报销，不针对具体的产品进行报销，患者通常不用为产品另外付费，报销比例为100%	经销商或医疗机构采购公司产品不涉及招投标程序	公司产品取得CE认证，且完成在西班牙药品和医疗器械管理局备案即可销售，并可为医保覆盖，无需进行其他认证
土耳其	呼吸机与通气面罩	医保系按产品给予患者定额报销，比如单水平睡眠呼吸机的报销额在650里拉至1300里拉之间，双水平睡眠呼吸机的报销额在2050里拉至4800里拉之间	经销商或医疗机构采购公司产品不涉及招投标程序	公司提供产品的CE认证及符合性声明，完成土耳其卫生部备案后即可在土耳其销售产品，并可为医保覆盖，无需进行其他认证

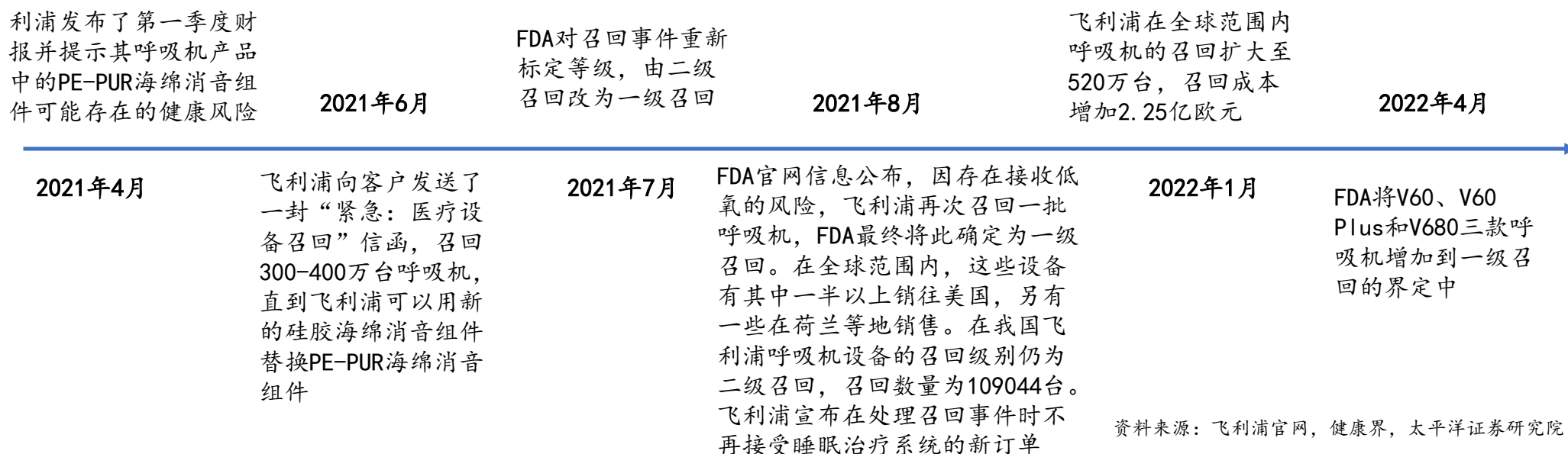
资料来源：公司招股书、太平洋证券研究院

换个角度看怡和：与3B公司新合作模式下的赋能作用

飞利浦巨量召回事件，促使行业格局重大变革

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，飞利浦向客户发送紧急医疗设备召回信函，召回300-400万台呼吸机，I级召回为最严重的召回类型，涉及使用或接触违规产品会导致严重不良健康后果或死亡的合理可能性；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，超过了公司过往5年的设备销量，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13：飞利浦召回事件梳理

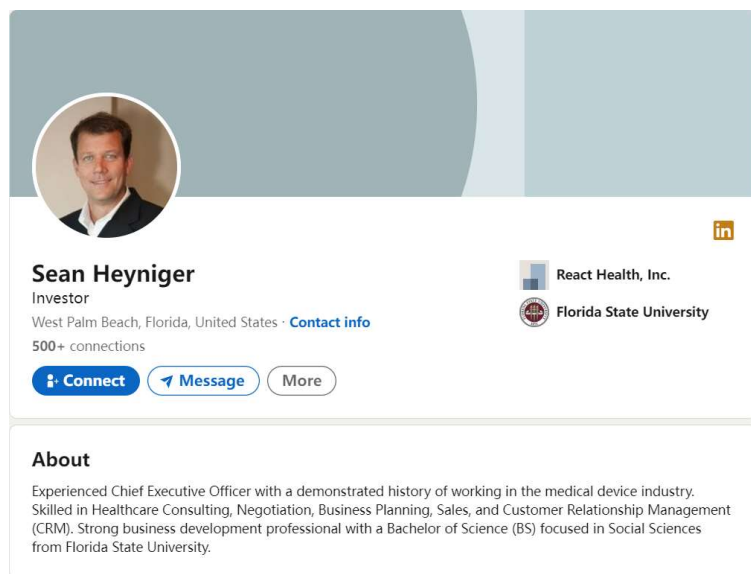


资料来源：飞利浦官网，健康界，太平洋证券研究院

3B公司：更名React Health，公司背景更加强势再升级

更名React Health，引入睡眠呼吸领域强势人才增强实力。2022年5月，3B公司更名为React health，React Health的联合创始人Sean Heyniger在睡眠呼吸领域耕耘多年，曾在全美最大的私人睡眠诊断和治疗提供商SleepMed担任总裁及CEO，同年加入公司并担任商业运营总裁的Clint Geffert则曾在飞利浦伟康任职长达余年时间，并担任过全国销售总监的职位。由于3B公司的升级，其在呼吸机领域的竞争力得到了质的提升，即使未来行业格局出现变化，我们认为，飞利浦召回事件结束后再次回归呼吸机市场已对公司所抢占的行业份额影响不大。并且由于3B公司的升级，能够更好地扶持怡和嘉业产品实现互利共赢，帮助怡和嘉业在北美市场由单一产品向平台化布局扩展

图11：React Health创始人Sean Heyniger



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

图12：React Health成为3B公司新形象




资料来源：公司官网、太平洋证券研究院


3B公司：抓住机遇趁势而起，厉兵秣马无惧飞利浦回归挑战

大力整合人才及渠道，产品认可度提升实力大增。在飞利浦退出期间，3B公司大规模整合销售渠道，积极吸纳业内资深人才，综合实力不断增强除CEO及COO外，公司其他高管也均产业背景丰富，公司总裁Tom Pontzius曾在飞利浦睡眠与呼吸部门担任副总裁；首席法律官Paul Kim曾在渠道商DME机构任职，拥有超过25年医疗保健行业经验。与此同时，公司产品也逐渐获得行业内认可。目前，飞利浦召回事件已延续超过18个月，且短时间内仍未看到回归迹象。在美国，DME做为专业渠道商，飞利浦在经历如此严重的大范围召回事件后，在该产品方面飞利浦要重新取得DME信任并重新抢回市场份额预计将会面临很大阻力。在飞利浦缺席睡眠呼吸机市场期间里，3B公司不仅在销售额方面实现了提升，公司实力也大幅增强，伴随着其商业版图的扩大，能够进一步扶持怡和嘉业产品实现互利共赢


图14：积极抢占人才资源




SEAN HEYNIGER, Founder and CEO
 Mr. Heyniger founded Watermark Medical in 2008 and has over 30 years of experience building healthcare service organizations and delivering innovative solutions to the healthcare market. Mr. Heyniger began his career with PSS/World Medical in 1989 as a sales representative. He quickly climbed within the company holding various sales leadership positions. The company rapidly grew during his tenure to over \$1.8 billion in gross revenue. Mr. Heyniger's accomplishments at PSS/World Medical included CEO roundtable member for top 1% producers and Vice President of Corporate Development with responsibilities in acquisitions, pioneering new distribution centers, and sales and management training.



Clint Geffert: President, Commercial Operations
 Clint has industry experience spanning over three decades. Prior to joining React Health, Clint most recently served as the President of VGM and Associates.
 Prior to joining VGM, Clint worked for Philips Respironics which granted him extensive experience driving value-based business models from a foundation of innovation. At Philips, he helped lead the growth of a complex multinational organization for 14 years in varying roles and responsibilities.



Paul Kim, Chief Legal & Compliance Officer
 Paul comes to React Health with over 25 years of experience in healthcare legal and compliance matters. Paul's experience includes medical device manufacturers, DMEs, pharmacies, and other healthcare manufacturing businesses.
 In addition, Paul's experience in payer relations and several government oversight agencies such as OIG, FDA, and CMS to name a few, makes him the ideal person to lead React Health's Legal and Compliance Department.
 Paul has previously worked for Medicare, Maryland Medicaid and MCO. His most recent experience is in private practice where he represented various companies in all of the areas mentioned in addition to providing the proper guidance and strategies in all of the areas that affect our company and the customers we serve.



Tom Pontzius, President, Operations
 Tom has over 35 years of experience in healthcare manufacturing and distribution. Tom most recently served as leader of Industry Affairs and Business Development at Philips where he was employed for over 12 years in various leadership roles.
 Tom currently sits on the Board of Directors for AA Homecare. Throughout his career, Tom has held various roles supporting various customers from hospitals and skilled nursing facilities to home health care and home medical equipment providers. Tom's experience in sales, marketing, operations, manufacturing, and distribution will be critical as React Health continues to grow and innovate in the healthcare and consumer health areas.

资料来源：公开资料整理、太平洋证券研究院

图15：产品认可度不断增强

SLEEP PRODUCTS

The 7 Best CPAP Machines of 2023

Our Top Picks

Best Overall: [ResMed AirSense 10 CPAP Machine at Lofta.com \(See Price\)](#)
 ↓ Jump to Review

Best Budget: [Resvent iBreeze APAP Machine at Thecpapshop.com \(See Price\)](#)
 ↓ Jump to Review

Best for Travel: [ResMed AirMini Travel CPAP Machine at Lofta.com \(See Price\)](#)
 ↓ Jump to Review

Best Quiet: [3B Medical Luna G3 CPAP Machine at Thecpapshop.com \(See Price\)](#)
 ↓ Jump to Review

Best with Humidifier: [3B Medical Luna II Auto CPAP Machine at Thecpapshop.com \(See Price\)](#)
 ↓ Jump to Review

Best without Mask: [myTAP Oral Appliance for Sleep Apnea at Cpap.com \(See Price\)](#)
 ↓ Jump to Review

Best with Added Features: [ResMed AirSense 11 CPAP Machine at Cpap.com \(See Price\)](#)
 ↓ Jump to Review

资料来源：verywellhealth、太平洋证券研究院

中国效率+美国本土化平台，怡和嘉业出海的“王炸”利器


为切入成熟北美市场，3B公司作为美国本土品牌更容易被美国客户接受。怡和嘉业准备进入美国市场时，美国呼吸机市场已经较为成熟，3B公司作为美国本土品牌更容易被美国客户接受。并且由于3B公司自身并不生产家用呼吸机产品，希望提升其在家用呼吸机领域的品牌知名度，而公司亦希望在美国市场推广其品牌影响力，通过签署《独家联合品牌及共同经销协议》，有利于结合双方的品牌优势，提高双方在北美市场的产品知名度和产品销量。公司则背靠国内较为成熟高效的供应链体系与研发团队，也能够满足3B公司根据海外经营情况而灵活调整订单扩产数量的需求。与海外呼吸机巨头相比，在终端售价基本一致的情况下，公司在渠道端价格方面则更加具有高性价比优势，由此我们认为，3B公司所代理的公司产品将随着美国市场对品牌接受度的逐渐提升而迅速扩大市场份额

表2：怡和嘉业与3B公司合作模式

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：公司招股书，太平洋证券研究院


图16：3B公司与龙头瑞思迈在产品终端售价并不存在差异



3B Medical Luna G3 BiPAP 25A BiPAP Machine

\$1,749.00

The Luna G3 BiPAP 25A is an auto-adjusting BiLevel machine from 3B Medical that features an updated design with a lightweight, compact body and integrated modem capabilities.



ResMed AirCurve 10 VAuto BiPAP Heated Humidifier

2 Reviews [Add Your Review](#)

\$1,776.00

Out of stock

The AirCurve 10 VAuto BiPAP with Heated Humidifier is an auto-adjusting bilevel machine that uses the comfort of both the AutoSet™ algorithm and Easy-Breathe waveform in its VAuto algorithm to treat obstructive sleep apnea patients who can benefit from greater pressure support.

[Learn More](#)

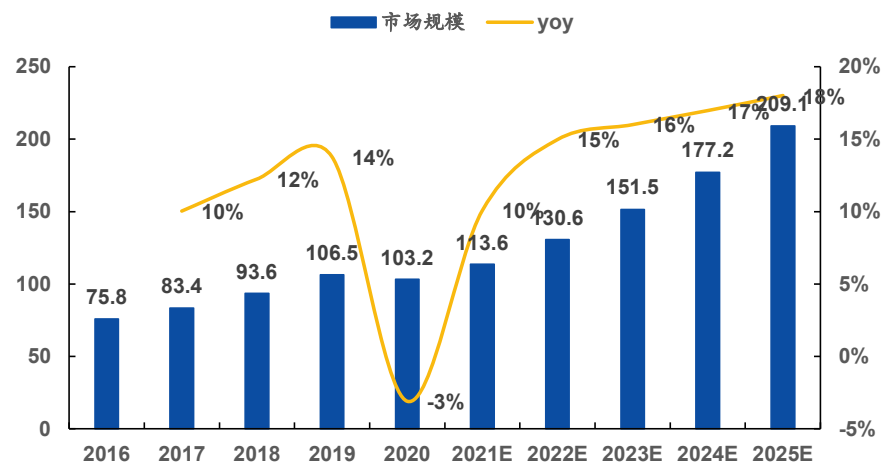
资料来源：cpapdirect、太平洋证券研究院

围绕呼吸健康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

呼吸健康领域超长坡赛道，围绕仪器平台开启更大成长空间

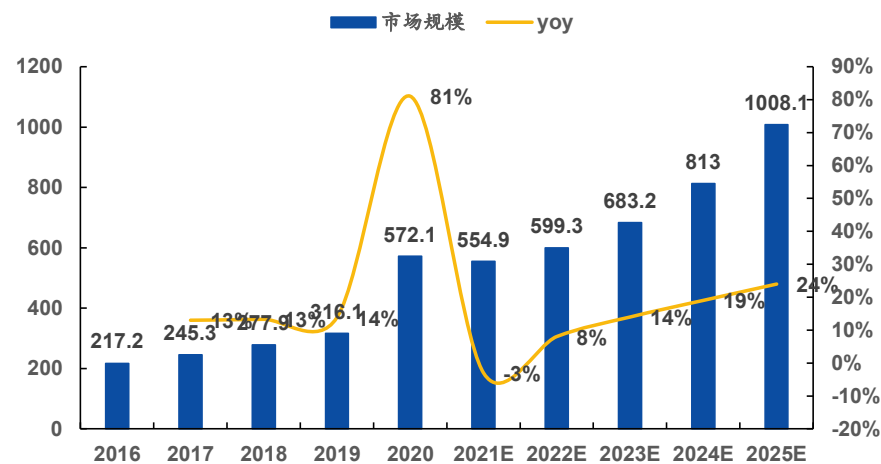
医用睡眠监测仪市场稳定高速增长，高流量氧疗仪受益疫情需求爆发。 医用睡眠监测仪作为医用设备，适用于医生监测用户睡眠数据，为医生诊断/分析患者睡眠状况提供依据，2016-2020年，全球医用睡眠监测仪市场从7,580万美元增至1.0亿美元，CAGR为8.0%。随着睡眠及呼吸疾病的诊疗意识提升，预计到2025年市场将增至2.1亿美元，2020-2025年CAGR高达15.2%。经鼻高流量氧疗仪是一种新型呼吸支持技术，与普通氧疗相比高流量氧疗仪改善氧合的作用更好，与无创呼吸机相比具有更优的舒适性、耐受性以及依从性。高流量氧疗仪在国内国外临床应用已经有十余年，2016-2020年，全球高流量氧疗仪市场规模从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17: 全球医用睡眠监测仪市场规模（按出厂）（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

图18: 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

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，围绕呼吸健康领域新品持续迭代。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，2019-2022年海外收入占比分别62%/45%/70%/85%，2019-2021年海外经销商数量分别达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，并且制氧机等新拓展项目已在国内实现上市销售。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3：公司在研项目情况

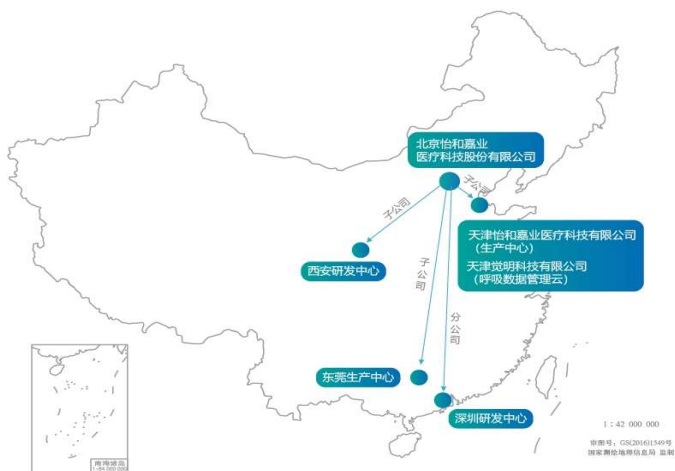
项目	拟达到的目标	预算（万元）	所处阶段及进展	与行业技术水平的比较
MP呼吸机项目	研发迷你、便携小巧的呼吸机产品，通过手机等便携智能终端，可以方便地进行呼吸数据管理，并依托于互联网，可开展远程呼吸健康指导服务	1,200	国内外已经上市	体积小、重量轻，便于携带；设计新颖；结合手机APP使用，过程体验更智能
G5呼吸机项目	一款更贴近睡眠呼吸用户使用需求的呼吸机，具备高的性价比、高数据互联能力、高使用舒适性等特点。产品是公司新一代睡眠呼吸机产品	2,500	CE已完成注册，国内和FDA注册中	采用更符合家用睡眠使用场景的新外观设计，优化用户使用交互，低噪音、高舒适度，具备多种无线数据互联功能等
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	国内已经上市	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
5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	N6鼻面罩国内外已经上市，F6全脸面罩批量试产中，正在策划上市	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	正在策划国外上市国内注册中	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）	新一代全脸面罩产品系列，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	正在策划国外上市国内注册中	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：公司年报，太平洋证券研究院

背靠高效完善中国研发体系，为公司全球化商业版图扩展提供有力支持

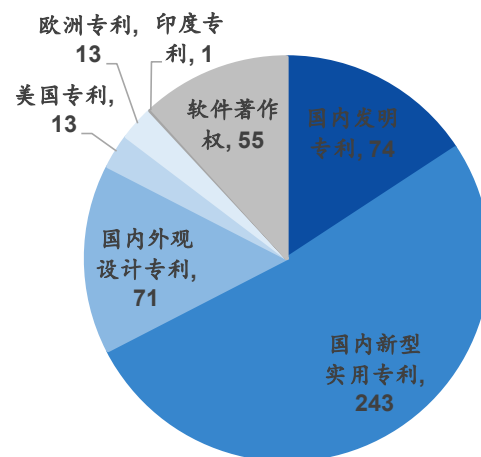
完善的研发体系、经验丰富的研发团队形成公司持续的研发能力。公司拥有经验丰富的研发人员并建立产学研医的合作创新机制，在董事长庄志的带领下，公司建立了一支由清华大学、中科院和西安交大等高校毕业生为核心成员的高素质研发团队。同时，公司构建了完善的研发创新体系，并设置了多地布局、专业分工的多产品线研发部门设置于北京、天津、西安、深圳等地，为我国高校分布密集，研发创新人才活跃的地区，有利于公司招聘优质研发人员，帮助公司提升产品核心技术，背靠国内高效的研发效率，形成独特的竞争优势。截止2022年12月31日，公司拥有研发人员176人，占公司总人数的22.88%；拥有388项国内专利，其中国内发明专利74项、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，可为后续新产品研发并成功商业化提供有力的支持

图19：公司在全国拥有多个研发部门



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

图20：公司专利构成



资料来源：公司招股书、太平洋证券研究院

图21：公司产品已进入全球100多个国家及地区



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

盈利预测与投资建议

盈利预测

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。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，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2023-2025年公司实现营收18.70/2436/31.70亿元，同比分别增长32.15%/30.25%/30.12%；实现归母净利润5.33/7.24/9.73亿元，同比分别增长40.20%/35.73%/34.46%，以当前市值对应PE 30.97/22.82/16.97 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，维持“买入”评级

附表：盈利预测（截止2023/4/12）

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	662.50	1415.37	1870.41	2436.21	3169.99
收入同比(%)	18.20	113.64	32.15	30.25	30.12
归母净利润(百万元)	145.68	380.29	533.17	723.65	973.04
归母净利润同比(%)	-36.07	161.04	40.20	35.73	34.46
ROE(%)	29.65	14.57	17.40	18.85	19.04
每股收益(元)	2.28	5.94	8.33	11.31	15.20
市盈率(P/E)	113.35	43.42	30.97	22.82	16.97

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

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



资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	589.46	2848.92	3596.16	3713.62	4779.00	营业收入	662.50	1415.37	1870.41	2436.21	3169.99
现金	113.94	356.11	935.20	1293.15	1937.63	营业成本	376.00	826.09	1066.51	1367.20	1771.71
应收账款	24.43	92.64	187.04	243.62	475.50	营业税金及附加	4.03	8.64	11.42	14.87	19.02
其他应收款	1.03	2.02	18.70	24.36	31.70	营业费用	70.13	85.59	113.11	128.21	152.71
预付账款	4.61	8.68	14.52	16.89	22.09	管理费用	26.89	48.15	63.63	73.35	87.63
存货	117.22	203.31	373.28	546.88	708.68	研发费用	48.28	72.86	72.86	101.39	137.86
其他流动资产	328.22	2186.16	2067.41	1588.72	1603.40	财务费用	1.08	-16.58	-20.57	-27.77	-39.09
非流动资产	34.23	78.46	231.21	460.86	737.60	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	5.19	0.00	6.00	7.00	8.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00
固定资产	13.64	27.37	140.53	289.07	472.50	投资净收益	8.46	14.76	22.40	25.36	18.56
无形资产	2.50	8.11	9.18	10.74	12.58	营业利润	164.00	435.79	595.87	812.33	1095.72
其他非流动资产	12.89	42.98	75.50	154.05	244.51	营业外收入	0.09	0.72	10.00	10.00	10.00
资产总计	623.69	2927.38	3827.37	4174.49	5516.60	营业外支出	0.23	1.42	0.00	0.00	0.00
流动负债	128.48	289.38	748.20	319.55	386.60	利润总额	163.86	435.09	605.87	822.33	1105.72
短期借款	0.00	0.00	483.73	0.00	0.00	所得税	18.18	54.07	72.70	98.68	132.69
应付账款	68.83	103.26	157.69	199.75	253.65	净利润	145.68	381.03	533.17	723.65	973.04
其他流动负债	59.64	186.12	106.78	119.79	132.95	少数股东损益	0.00	0.74	0.00	0.00	0.00
非流动负债	3.94	21.02	7.02	9.15	11.17	归属母公司净利润	145.68	380.29	533.17	723.65	973.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	171.49	427.15	595.40	834.43	1149.11
其他非流动负债	3.94	21.02	7.02	9.15	11.17	EPS (元)	3.04	5.94	8.33	11.31	15.20
负债合计	132.41	310.40	755.22	328.69	397.77						
少数股东权益	0.00	7.15	7.15	7.15	7.15	主要财务比率					
股本	48.00	64.00	64.00	64.00	64.00	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	50.56	1772.83	1822.83	1872.83	2172.83	成长能力					
留存收益	392.72	773.01	1178.17	1901.82	2874.86	营业收入(%)	18.20	113.64	32.15	30.25	30.12
归属母公司股东权益	491.28	2609.83	3065.00	3838.65	5111.69	营业利润(%)	-38.21	165.72	36.73	36.33	34.89
负债和股东权益	623.69	2927.38	3827.37	4174.49	5516.60	归属于母公司净利润(%)	-36.07	161.04	40.20	35.73	34.46
						获利能力					
现金流量表						毛利率(%)	43.24	41.63	42.98	43.88	44.11
						净利率(%)	21.99	26.87	28.51	29.70	30.70
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	29.65	14.57	17.40	18.85	19.04
经营活动现金流	104.40	375.21	164.43	514.49	651.07	ROIC(%)	184.41	375.73	82.54	66.21	55.69
净利润	145.68	381.03	533.17	723.65	973.04	偿债能力					
折旧摊销	6.40	7.94	20.10	49.87	92.47	资产负债率(%)	21.23	10.60	19.73	7.87	7.21
财务费用	1.08	-16.58	-20.57	-27.77	-39.09	净负债比率(%)	1.19	1.20	64.05	0.00	0.00
投资损失	-8.46	-14.76	-22.40	-25.36	-18.56	流动比率	4.59	9.84	4.81	11.62	12.36
营运资金变动	-46.92	8.89	-344.81	-204.39	-354.02	速动比率	3.68	9.14	4.31	9.91	10.53
其他经营现金流	6.62	8.70	-1.06	-1.51	-2.78	营运能力					
投资活动现金流	-174.87	-1876.05	-7.92	249.41	-345.67	总资产周转率	1.22	0.80	0.55	0.61	0.65
资本支出	10.03	23.75	180.00	270.00	360.00	应收账款周转率	25.49	23.16	13.13	11.31	8.82
长期投资	171.00	1868.90	6.00	1.00	1.00	应付账款周转率	7.71	9.60	8.17	7.65	7.82
其他投资现金流	6.15	16.59	178.08	520.41	15.33	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-30.18	1735.14	422.58	-405.96	339.09	每股收益(最新摊薄)	2.28	5.94	8.33	11.31	15.20
短期借款	0.00	0.00	483.73	-483.73	0.00	每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	5.86	2.57	8.04	10.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	7.68	40.78	47.89	59.98	79.87
普通股增加	0.00	16.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
资本公积增加	0.00	1722.27	50.00	50.00	300.00	P/E	113.35	43.42	30.97	22.82	16.97
其他筹资现金流	-30.18	-3.12	-111.15	27.77	39.09	P/B	33.61	6.33	5.39	4.30	3.23
现金净增加额	-104.32	241.89	579.09	357.94	644.49	EV/EBITDA	81.64	32.78	23.51	16.78	12.18

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	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@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	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@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，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。