

## 22 年业绩符合预期，股权激励彰显 公司发展信心

### 核心观点

公司是国产家用呼吸机龙头，长期成长空间广阔。短期来看，公司睡眠呼吸机需求在疫情期间受到抑制，有望在疫情后逐渐回升，同时飞利浦呼吸机召回事件导致国内外家用呼吸机市场出现较大供应缺口，公司有望凭借在性价比、品牌、渠道等方面的优势，进一步抢占市场份额。中期来看，公司产品管线持续拓展，包括新一代无创呼吸机 G5、新一代高流量湿化氧疗仪、R2 系列双水平无创呼吸机升级产品以及制氧机和雾化器等新领域，有望成为新的盈利增长点。长期来看，一方面公司有望受益于国内 OSA 和 COPD 渗透率提升带来的行业高景气增长；另一方面，海外市场空间广阔，而公司市占率仍然较低，提升空间大。

### 事件

2023 年 3 月 29 日，公司发布 2022 年年报

公司 2022 年实现营收 14.15 亿元，同比增长 114%；实现归母净利润 3.80 亿元，同比增长 161%；实现扣非归母净利润 3.65 亿元，同比增长 170%。基本每股收益为 7.51 元/股。

### 简评

2022 年业绩符合预期，境外收入占比显著提升

公司 2022 年实现营收 14.15 亿元 (yoy+114%)，实现归母净利润 3.80 亿元 (yoy+161%)，实现扣非归母净利润 3.65 亿元 (yoy+170%)，考虑竞争对手产品召回使得公司在美国市场销售订单大幅增长，整体业绩符合预期。利润端增速高于收入端，预计主要由于 2021 年利润端基数较低 (毛利率下降、费用率上升)。分产品来看，家用呼吸机收入 11.71 亿元，同比增长 195%；耗材收入 1.98 亿元，同比增长 21%；医用产品收入 0.44 亿元，同比下降 57%。分地区来看，境外收入 11.99 亿元，同比增长 159%，占营收比重 85%，预计主要由于美国市场需求显著提升；境内收入 2.16 亿元，同比增长 9%，占营收比重 15%。

公司 2022 第四季度收入和归母净利润分别为 4.0 亿元 (同比+92%) 和 1.1 亿元 (同比+311%)，收入增速较第三季度的 150% 有所下降，预计主要由于四季度国内疫情防控政策调整后，公司生产和订单交付有所延迟。

## 怡和嘉业 (301367.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2023 年 04 月 01 日

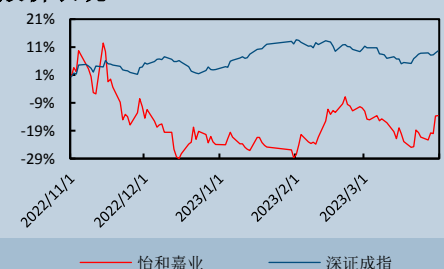
当前股价：249.50 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.60/-4.05	13.63/7.69	/
12 月最高/最低价 (元)			325.00/204.86
总股本 (万股)			6,400.00
流通 A 股 (万股)			1,517.44
总市值 (亿元)			159.68
流通市值 (亿元)			37.86
近 3 月日均成交量 (万)			59.77
主要股东			
庄志			13.10%

### 股价表现



## 23 年仍有望实现稳定增长，股权激励彰显公司发展信心

展望 2023 年，我们预计公司有望实现稳健增长，一方面国内睡眠呼吸机需求随着疫后复苏有望逐渐回暖，另一方面在飞利浦呼吸机召回事件的影响下，公司国内市占率有望进一步提升，全球化进程有望加速；此外，2022 年公司耗材收入占比 14%，未来随着公司呼吸机存量设备的增加、品牌影响力的提升、产品性能的优化和品类的丰富，耗材收入占比有望进一步提升。2023 年 3 月 29 日，公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟向管理层及核心业务人才等 145 人授予限制性股票不超过 64 万股，占总股本 1%，授予价格 116.53 元/股。业绩考核目标为：以 2022 年营收为基数，2023 年和 2024 年营收增长不低于 30% 和 60%。股权激励目标彰显公司发展信心。

## 财务指标基本正常，费用控制良好

公司 2022 年毛利率为 41.63%，同比下降 1.61 个百分点，我们预计主要系毛利率高的耗材收入占比下降、毛利率低的境外收入占比提升所致。2022 年销售费用率为 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，预计主要系汇率波动的影响；研发费用率为 5.15%，同比下降 2.14 个百分点。公司期间费用率显著改善，预计主要系公司费用端增速显著低于收入端增速所致。公司经营性现金流净额为 3.75 亿元，同比增长 259%，预计主要系竞争对手发生产品召回事件，市场对公司产品的需求增加，收入增加较多，销售回款、采购支出的信用政策与上年度一致所致。

## 家用呼吸机市场空间广阔，公司国内外份额有望进一步提升

1) 以 COPD（慢性阻塞性肺疾病）和 OSA（睡眠呼吸暂停低通气综合征）为主的呼吸健康疾病患者人数的增长以及渗透率的提升，驱动全球家用无创呼吸机市场规模高速增长。根据 Frost&Sullivan，全球家用无创呼吸机市场规模将从 2020 年的 27 亿美元增长至 2025 年的 56 亿美元，CAGR 为 16%；其中中国市场规模有望从 2020 年的 12 亿元增长至 2025 年的 33 亿元，CAGR 为 22%。2) 国内 OSA 和 COPD 诊断治疗率仍有较大提升空间：根据公司招股说明书，2020 年国内 OSA 和 COPD 存量患者基数庞大，分别约为 2 亿人和 1 亿人，但 OSA 诊断率不到 1%，COPD 诊断率和治疗率仅为 27% 和 20%，和美国 20% 的 OSA 诊断率以及 68%/58% 的 COPD 诊断率/治疗率相比，仍有较大差距。不考虑患者人数的自然增长，假设远期国内达到美国的诊断率和治疗率水平，则 OSA 渗透率还有 20 倍以上的成长空间，COPD 诊断治疗率还有 7.4 倍的成长空间。

从竞争格局来看，飞利浦和瑞思迈 2020 年合计占据全球家用无创呼吸机市场份额的 78%，市场集中度较高。怡和嘉业 2020 年在全球和国内的市占率分别为 2% 和 16%，在国内品牌中均位列第一。随着公司产品品类不断丰富、品牌影响力持续提升、渠道建设持续加强，叠加显著的性价比优势，国内外市场份额有望进一步提升。

## 飞利浦事件导致公司把握住历史机遇，全球化进程有望大幅加速

公司在海外市场深耕数十载，产品注册齐全，在国内品牌中具有领先地位。我们认为，公司在全球家用呼吸机市场份额仍然较低（2020 年仅为 2%），未来增长动力十足、成长空间广阔。1) 海外市场准入门槛较高：公司是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，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。2) 借飞利浦召回事件加速全球化进程：从行业格局来看，飞利浦呼吸机召回事件对行业影响深远，一方面召回期间美国市场对公司产品需求进一步提升，驱动业绩高增长，另一方面召回事件对飞利浦的品牌和渠道产生一定负面影响，给予公司加速全球化进程的机遇。

### 看好公司长期发展前景和投资价值

公司是国产家用呼吸机龙头，长期成长空间广阔。短期来看，公司睡眠呼吸机需求在疫情期间受到一定抑制，有望在疫情后逐渐回升，同时飞利浦呼吸机召回事件导致国内外家用呼吸机市场出现较大供应缺口，公司有望凭借在性价比、品牌、渠道等方面的优势，进一步抢占市场份额。中期来看，公司产品管线持续拓展，包括新一代无创呼吸机 G5、新一代高流量湿化氧疗仪、R2 系列双水平无创呼吸机等升级产品以及制氧机和雾化器等新领域，有望贡献新的盈利增长点。长期来看，一方面公司有望受益于国内 OSA 和 COPD 渗透率提升带来的行业高景气增长；另一方面，海外市场空间广阔，而公司市占率仍然较低，提升空间大。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别同比增长 31%、25% 和 25%，预计归母净利润分别同比增长 28%、25% 和 23%，以 2023 年 3 月 29 日收盘价（231.00 元）计算，对应的 PE 分别为 30、24 和 20 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

（1）市场及行业监管风险：市场竞争风险，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；（2）经营风险：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，公司未来规模化扩张导致的经营管理风险，委托加工的相关风险；（3）技术及知识产权风险：与瑞思迈再次发生专利纠纷的风险，知识产权风险，新产品研发风险，核心技术泄密风险，核心技术人员流失风险，新产品领域拓展风险；（4）海外销售风险：海外销售受到境外监管与索赔的风险，汇率波动风险，销售区域局势不稳定或政治风险；（5）新冠疫情带来的高毛利率存在不可持续的风险，新冠疫情造成生产经营不能正常运转的风险。

**图表1： 预测及比率**

单位:百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1415	1848	2303	2873
增长率(%)	114%	31%	25%	25%
归属母公司股东净利润	380	488	611	750
增长率(%)	161%	28%	25%	23%
每股收益(EPS)	5.94	7.63	9.55	11.72
市盈率(P/E)	39	30	24	20

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2023 年 03 月 29 日

**图表2： 财务预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>资产负债表（百万元）</b>					
流动资产	589	2849	3304	3927	4694
现金	114	356	2445	3074	3715
应收账款	24	93	99	125	162
其他应收款	1	2	3	3	4
预付账款	5	9	15	16	21
存货	117	203	287	356	435
其他流动资产	328	2186	456	352	358
非流动资产	34	78	65	59	57
长期投资	5	0	0	0	0
固定资产	14	27	22	17	12
无形资产	3	8	8	8	8
其他非流动资产	13	43	34	33	37
资产总计	624	2927	3368	3985	4751
流动负债	128	289	250	299	358
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	69	103	159	194	236
其他流动负债	60	186	91	105	122
非流动负债	4	21	7	9	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	21	7	9	11
负债合计	132	310	257	308	369
少数股东权益	0	7	7	7	7
股本	48	64	70	70	70
资本公积	51	1773	1773	1773	1773
留存收益	393	773	1261	1827	2532
归属母公司股东权益	491	2610	3104	3670	4375
负债和股东权益	624	2927	3368	3985	4751
<b>利润表（百万元）</b>					
营业收入	663	1415	1848	2303	2873
营业成本	376	826	1074	1329	1647
营业税金及附加	4	9	12	14	18
营业费用	70	86	105	136	175
管理费用	27	48	47	65	83
研发费用	48	73	95	123	160
财务费用	1	-17	-9	-23	-29
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	15	13	13	13

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业利润	164	436	563	699	860
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	164	435	563	699	860
所得税	18	54	74	88	110
净利润	146	381	488	611	750
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	146	380	488	611	750

**现金流量表（百万元）**

经营活动现金流	104	375	305	539	644
净利润	146	381	488	611	750
折旧摊销	6	8	5	5	5
财务费用	1	-17	-9	-23	-29
投资损失	-8	-15	-13	-13	-13
营运资金变动	-47	9	-161	-47	-68
其他经营现金流	7	9	-6	6	-1
投资活动现金流	-175	-1876	1773	113	13
资本支出	10	24	0	0	0
长期投资	171	1869	0	0	0
其他投资现金流	6	17	1773	113	13
筹资活动现金流	-30	1735	11	-23	-16
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	16	6	0	0
资本公积增加	0	1722	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-3	5	-23	-16
现金净增加额	-104	242	2089	629	641

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 王在存

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

### 朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2106 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk