

怡和嘉业 (301367)

证券研究报告

2024年04月08日

国产呼吸健康领军企业，先发出海夯实龙头地位

深耕呼吸健康领域，全球化布局，出海先发优势显著

怡和嘉业是国内领先的呼吸健康领域医疗设备与耗材产品制造商，经过多年探索与耕耘，公司产品以高可靠性和高性价比受到国际市场的广泛认可，各级经销商及用户均给予公司产品较高评价，产品销售覆盖全球 100 多个国家和地区，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、土耳其等国家医保市场的国产制造商，海外市场先发优势显著。

全球无创呼吸机需求空间较大，竞争对手退出有望进一步夯实领先地位

家用无创呼吸机为 COPD 及 OSA 首选治疗方案，国内实际诊断率及控制率仍有较大提升空间，全球竞争格局较为集中。自 2021 年起，全球第二大龙头飞利浦伟康因呼吸机质量问题对产品进行了多次的召回。怡和嘉业借机快速抢占全球呼吸机市场份额，根据最新弗若斯特沙利文数据，按销量口径统计，怡和嘉业全球市占率由 2020 年的 4.50% 提升至 2022 年的 17.70%，全球行业排名跃升至第二。2024 年 1 月 25 日，飞利浦官网宣布将精简产品组合，在美国地区专注于销售耗材和配件（包括口罩），退出医用呼吸机、家用呼吸机、便携式和固定式制氧机以及睡眠诊断产品的销售。随着飞利浦正式退出美国市场，公司有望进一步夯实全球第二的领先地位。

产品结构仍有较大优化空间，渠道复用有望加速新品放量

公司收入结构中家用呼吸机设备为主，截止至 2023H1，耗材产品收入占比仅为 14.49%，对标全球龙头瑞思迈等仍有较大提升空间，随着患者对于更换通气面罩的意识逐渐提高，以及支付意愿不断加强，高毛利耗材占比的提升有望进一步优化产品结构，改善公司盈利能力。同时公司研发实力雄厚，在研管线丰富，海外经销商渠道合作稳固，第一大经销商 3B 公司自 2010 年起即与公司保持稳定合作，海外渠道复用优势有望助力新品快速放量。

盈利预测与估值

公司作为国产呼吸健康领军企业，出海先发优势显著，受益于行业竞争格局变化及自身产品结构优化，长期业绩有望稳健增长。我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.22/14.73/17.71 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.37/4.22/5.27 亿元，参考可比公司给予 2024 年 20 倍 PE，怡和嘉业合理估值为 84.4 亿元，对应目标价 131.88 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：知识产权风险、近期交易异动风险、市场竞争风险、经销商模式风险、海外销售受到境外监管风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	662.50	1,415.37	1,221.93	1,472.64	1,771.04
增长率(%)	18.20	113.64	(13.67)	20.52	20.26
EBITDA(百万元)	198.54	467.31	389.28	478.20	593.29
净利润(百万元)	145.68	380.29	336.81	421.76	526.92
增长率(%)	(36.07)	161.04	(11.43)	25.22	24.93
EPS(元/股)	2.28	5.94	5.26	6.59	8.23
市盈率(P/E)	37.88	14.51	16.39	13.08	10.47
市净率(P/B)	11.23	2.11	1.90	1.69	1.50
市销率(P/S)	8.33	3.90	4.52	3.75	3.12
EV/EBITDA	0.00	24.62	6.68	5.00	3.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	86.23 元
目标价格	131.88 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	64.00
流通 A 股股本(百万股)	40.56
A 股总市值(百万元)	5,518.72
流通 A 股市值(百万元)	3,497.81
每股净资产(元)	43.42
资产负债率(%)	4.08
一年内最高/最低(元)	298.90/83.21

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 呼吸健康领域领先企业，打造全球化市场布局	4
1.1. 呼吸健康专家，产品多元化优势显著	4
1.2. 股权结构稳定，核心管理层履历丰富	6
1.3. 近年来业绩呈现波动，境外市场份额有望进一步提升	8
2. 全球无创呼吸机需求空间较大，国产出海大势所趋	9
2.1. COPD 及 OSA 临床渗透率仍具备空间，家用呼吸机为首选治疗方案	9
2.2. 老龄化驱动全球家用呼吸机市场持续扩容，国产厂商出海大势所趋	11
3. 龙头产品召回市场重新洗牌，先发优势有望进一步夯实全球地位	12
3.1. 家用呼吸机市场竞争格局较为集中，怡和嘉业为国产厂商绝对龙头	12
3.2. 龙头产品召回赢良机，怡和嘉业全球市占率快速提升	12
3.3. 出海先发优势显著，已具备全球竞争力	13
4. 产品结构优化空间较大，渠道布局完善，有望助力全球放量	15
4.1. 产品结构优化空间较大，高毛利耗材占比有望持续提升	15
4.2. 产品布局完善，着眼构建研发体系	16
4.3. 渠道布局完善，协同效应有望助力新品快速上量	17
5. 盈利预测与估值	18
5.1. 盈利预测	18
5.2. 估值与投资评级	19
6. 风险因素	19

图表目录

图 1: 怡和嘉业全产品布局情况	4
图 2: 怡和嘉业股权结构	6
图 3: 怡和嘉业营业收入及及同比增速变化（百万元、%）	8
图 4: 怡和嘉业归母净利润以及同比增速变化（百万元、%）	8
图 5: 2019-2023H1 怡和嘉业海外业务占比情况（百万元，%）	8
图 6: 公司毛利率及净利率情况	9
图 7: 公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率变化图（%）	9
图 8: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数（百万人）	9
图 9: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数（百万人）	9
图 10: 2016-2025E 全球 OSA 患病人数（百万人）	10
图 11: 2016-2025E 中国 OSA 患病人数（百万人）	10
图 12: 中国及美国 COPD 诊疗情况对比	11
图 13: 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模及预测（出厂价口径，百万美元）	11

图 14: 2016-2025E 中国家用无创呼吸机出口市场规模及预测 (出厂价口径, 百万元)	11
图 15: 2020 年全球家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分 (%)	12
图 16: 2020 年中国家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分 (%)	12
图 17: 2019-2023H1 产品结构 (百万元)	16
图 18: 2019-2023H1 怡和嘉业主要业务毛利率	16
图 19: 2019-2022 年公司研发人员数量 (人)	16
表 1: 怡和嘉业主要产品及功能介绍	4
表 2: 公司高管团队及其他重要人员	7
表 3: FDA 针对飞利浦伟康呼吸机及耗材部分召回公示梳理	13
表 4: 怡和嘉业及各厂商代表产品参数对比	14
表 5: 怡和嘉业在主要出口地区进入医保情况 (截止 2022.3.31)	15
表 6: 公司在研项目情况 (截止至 2022.12.31)	17
表 7: 公司与各大渠道商合作状态 (截止至 2022 年)	18
表 8: 公司主营业务收入预测	18
表 9: 可比公司及公司估值情况	19

1. 呼吸健康领域领先企业，打造全球化市场布局

1.1. 呼吸健康专家，产品多元化优势显著

怡和嘉业是国内领先的呼吸健康领域医疗设备与耗材产品制造商，2001 年于北京成立，2022 年在深交所上市。旗下拥有众多注册商标与专利。公司集自主研发、生产、销售及相关服务于一体，秉承“关爱到家”的宗旨，为全球用户提供睡眠呼吸障碍、慢性呼吸系统疾病的整体服务方案，形成特有的“三横、两纵”的战略布局，致力于成为全球呼吸健康管理的首选平台。长期以来，公司坚持自主开发路线，结合行业通用知识经验，进行专利技术自主研发。持续稳定的研发能力使得公司自主掌握了主营产品核心技术，为公司产品研发并成功商业化提供了有力支持，奠定了公司的行业地位。

图 1：怡和嘉业全产品布局情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

深耕呼吸健康领域，布局全球 100 多个市场，海外市场先发优势显著。公司主要产品包括呼吸健康领域医疗设备与耗材产品，并提供呼吸健康慢病管理服务。其中医疗设备可分为家用无创呼吸机产品与医用呼吸诊疗产品，耗材产品可分为通气面罩与呼吸管路等产品。公司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。

经过多年探索与耕耘，公司产品以高可靠性和高性价比受到国际市场的广泛认可，各级经销商及用户均给予公司产品较高评价，产品销售覆盖全球 100 多个国家和地区，取得多项 NMPA、FDA、CE 等认证。同时，公司也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，海外市场先发优势显著。

表 1：怡和嘉业主要产品及功能介绍

产品线	主要产品名称	产品功能	产品图片
家用无创呼吸机产	单水平睡眠呼吸机	应用自动漏气补偿、自动开关机、呼气减压，延	

产品线	主要产品名称	产品功能	产品图片
品		时升压、自动温湿度控制等技术，配备一体式加湿化器和一体式加热管路，能够在吸气和呼气时提供相同的治疗压力，用于打开气道	
	双水平睡眠呼吸机	在患者呼气时，输出低压力气流；患者吸气时，输出高压力气流，使患者的上呼吸道保持通畅状态	
	双水平肺病呼吸机	实时显示呼吸波形、通过吸气压和呼气压之间的差值增加呼吸功能不全患者的通气量、使呼吸功能不全的患者有效缓解二氧化碳潴留	
耗材产品	呼吸管路	管路柔软内壁平滑，气阻小，满足大多数应用场景	
	鼻面罩	包裹鼻部，可选择前额支撑设计、按扣式头带支架、多排气孔，佩戴者视野较开阔	
	鼻垫式面罩	仅鼻垫，采用人体工学设计，结构较轻盈	
	全脸面罩	包裹口鼻，可选择前额支撑、多功能孔、排气孔、防窒息孔等设计，此外，平台式设计可满足不同治疗需求	
睡眠检测仪	睡眠呼吸初筛仪	腕表式睡眠呼吸初筛仪，能够实时监测血氧、脉率、口鼻气流、鼾声、胸腹呼吸、体位等数据，支持蓝牙数据传输	
	多导睡眠呼吸检测仪	多导睡眠呼吸监测仪，支持全模式呼吸机压力滴定、音视频同步监测、蓝牙连接、导联指引辅助功能，并具备数据自动分析功能	
高流量湿化氧疗仪	H-80 系列高流量湿化氧疗仪	自动/手动混氧，可设置目标氧浓度 与目标温度，可调节 7 档湿度补偿，最高 80L/min 稳定流量输出，可根据患者呼吸实际情况实时调整流量。采用免消毒设计，具备热待机、耗材自动提醒、数据回顾、报警提示等功能	

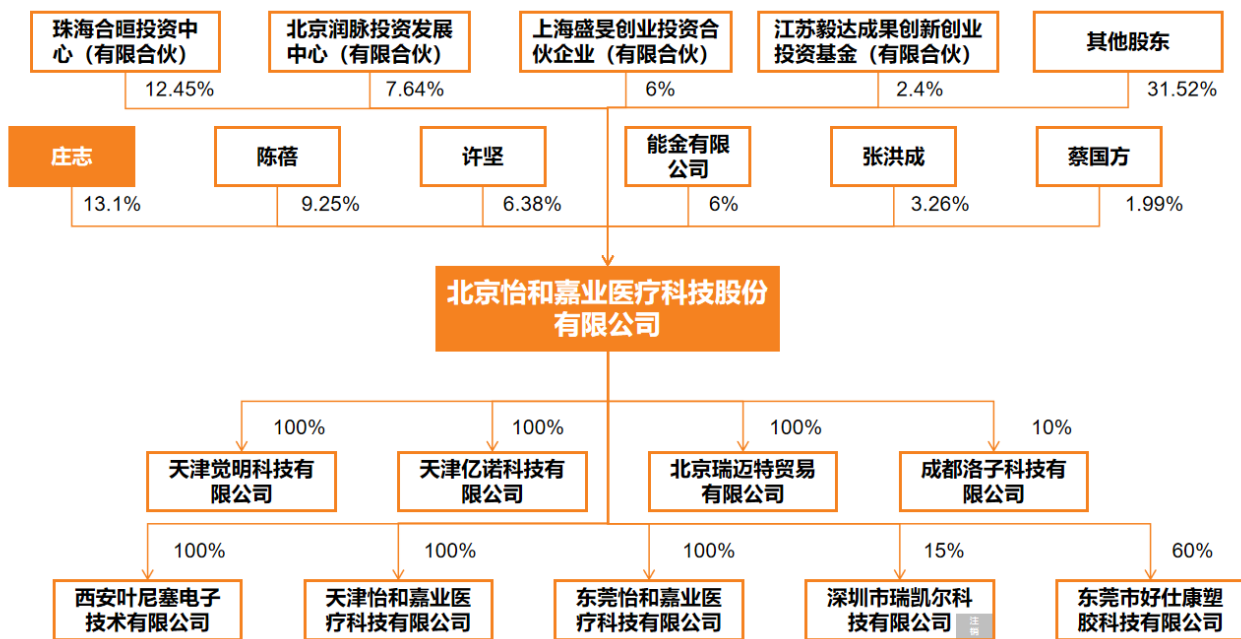
产品线	主要产品名称	产品功能	产品图片
医用双水平无创呼吸机	R 系列双水平无创呼吸机	<p>无创呼吸机功能：涵盖所有基础模式，可设置潮气量、氧浓度、吸气时间、温度、呼吸触发灵敏度等参数，具备自动混氧功能</p> <p>高流量功能：可设置氧浓度与温度，调节 7 档湿度补偿，并能根据患者呼吸实际情况实时调整流量。</p>	
制氧机	分子筛制氧机	<p>采用分子筛变压吸附（PSA）技术，以空气为原料，根据氧、氮分子直径不同，利用分子筛物理吸附和解吸技术，制取氧含量 90% 以上的医用氧气。该产品具有氧浓度异常监测、系统压力异常监测、系统温度异常监测及网电压异常监测等报警功能，可调节输出氧气流量，配有语音播报及遥控功能。</p>	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，核心管理层履历丰富

公司股权结构稳定，董事长庄志先生及副总经理许坚先生为公司一致实际控制人，合计持股比例 19.48%。

图 2：怡和嘉业股权结构



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所，股权结构截至 2023 年三季度

核心管理层履历丰富，深谙行业发展。公司董事长庄志先生在 2001 年创立怡和中心，2015 年起担任公司董事长，见证了从怡和中心到北京怡和嘉业医疗科技股份有限公司的诞生成长。副总经理许坚先生历任北京怡和嘉业医疗科技股份有限公司董事、总经理，现任公司副总经理，深谙公司经营。其余核心管理人员也不乏多年为公司打拼的业务骨干，或业内出身，行业经验丰富。

表 2：公司高管团队及其他重要人员

姓名	职务	学历	简介
庄志	董事长、 总经理	博士	1992 年 8 月至 1996 年 8 月，在北京新兴生物医学工程研究发展中心任工程师；2001 年 7 月，创立怡和中心，历任公司执行董事、总经理，公司董事长、总经理；2015 年 5 月至今，任公司董事长。
许坚	副总经理	硕士	1999 年 6 月至 2006 年 1 月，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；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，任公司董事、副总经理；2023 年 6 月至今，任公司副总经理。
陈蓓	副总经理	本科	西安交通大学生物医学工程及仪器专业学士学位。1985 年 7 月至 2003 年 3 月，先后任空军第四研究所工程师，高级工程师；2003 年 3 月至 2011 年 1 月，任公司副总经理；2011 年 1 月至 2020 年 6 月，任公司董事、副总经理；2018 年 2 月至今，任公司政策研究办公室/公共事务办公室经理。
杜祎程	副总经理， 董事会秘书	本科	太原理工大学自动化专业学士学位。2009 年 6 月至 2011 年 5 月，任职于北京创毅视讯科技有限公司；2011 年 6 月至 2012 年 9 月，任北京亿赞普网络技术有限公司知识产权部经理；2012 年 9 月至 2013 年 5 月，任北京中科金财科技股份有限公司知识产权部经理；2013 年 5 月至 2023 年 6 月，历任公司知识产权部经理，知识产权&法务部总监；2023 年 6 月至今，任公司副总经理，董事会秘书。
暴楠	副总经理， 财务总监	硕士	中央财经大学会计学硕士学位。历任诺基亚(中国)投资有限公司全球财务中心高级经理，罗森伯格亚太电子有限公司高级财务经理，联想(北京)有限公司事业部 Finance Controller，小米通讯技术有限公司海外总监，方正科技集团股份有限公司财务总监并曾兼任董事会秘书，广联达科技股份有限公司事业部 CFO 等。现任公司副总经理、财务总监。
周明钊	研发中心 总经理	硕士	华南理工大学机械工程系硕士学位。1996 年 6 月至 2014 年 3 月期间，在深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司通用技术部等部门历任研发工程师，部门经理，总监；2014 年 7 月至 2022 年 1 月期间，任公司耗材事业部总经理；2022 年 1 月至今，任公司研发中心总经理。
王青松	医用研发 部经理	本科	于 2010 年 6 月毕业于大连理工大学软件工程系，取得学士学位。王青松于 2010 年 7 月至 2013 年 4 月期间，在北京七星华创电子股份有限公司任软件工程师；2013 年 5 月至 2022 年 1 月期间，任公司研发部副经理；2022 年 1 月至今，担任公司医用研发部经理。
厉洋	副总经理	硕士	1998 年 9 月至 2001 年 2 月期间，在安永会计师事务所担任审计员；2001 年 2 月至 2002 年 6 月期间，在安达信会计师事务所任高级审计员；2002 年 7 月至 2002 年 10 月期间，在普华永道会计师事务所任高级审计员；2002 年 11 月至 2004 年 7 月期间，任德安联合会计师事务所高级经理；2004 年 8 月至 2012 年 11 月期间，任上海诺德会计师事务所合伙人；2012 年 12 月至今，任上海思倍捷会计师事务所主任合伙人；2020 年 6 月至今，任公司独立董事。
孙培睿	独立董事	本科	2006 年 7 月至 2014 年 9 月期间，在北京市时代九和律师事务所担任律师；2014 年 9 月至 2015 年 5 月期间，任国海证券股份有限公司投行部高级经理；2015 年 5 月至 2016 年 2 月期间，任万家基金管理有限公司投资总监助理；2016 年 6 月至今，任万家共赢资产管理有限公司资产证券化部副总监；2017 年 6 月至 2022 年 3 月，任北京云通律师事务所合伙人；2020 年 6 月至今，任公司独立董事。

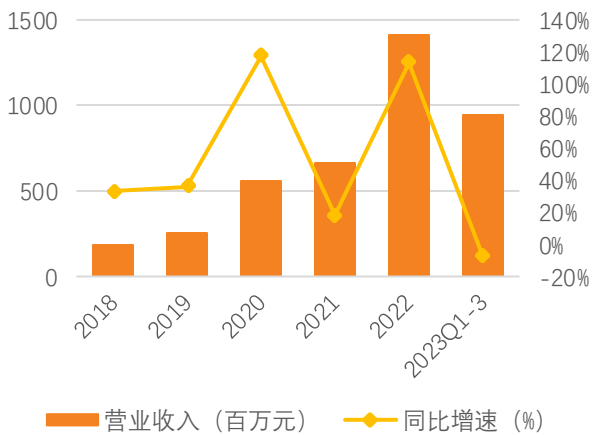
资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 近年来业绩呈现波动，境外市场份额有望进一步提升

近年来业绩呈现波动，基本面趋势向好。2018年起，公司营业收入与归母净利润均呈现稳健的增长，2020年，受新冠疫情影响，全球市场对疫情相关产品的需求大幅增长，公司疫情相关产品收入及毛利显著增长，营业收入及归母净利润实现较快增长，分别同比增长117.29%/487.23%。2021年因市场需求趋于平稳，收入同比增速放缓至18.20%，净利润同比下滑36.07%；但受到竞争对手发生产品召回事件影响，公司扣除疫情相关产品后收入及毛利仍有大幅提升，同比分别增长109.59%/57.15%。2019-2021年剔除疫情相关产品后主营业务收入CAGR为46.50%。

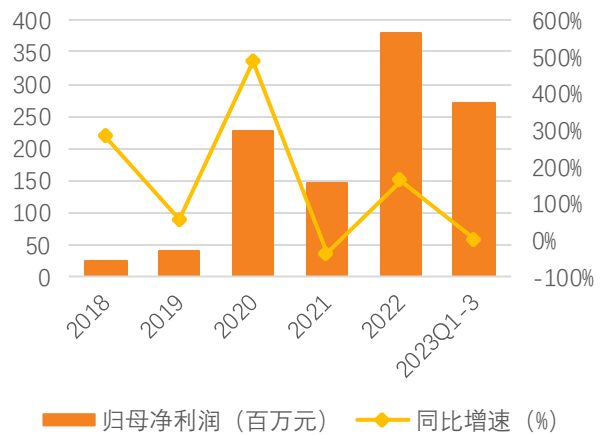
2022年公司持续受益于竞争对手召回事件影响，营业收入同比增长113.64%，归母净利润同比增长161.04%。2023年前三季度，公司在市场竞争和成本压力下，保持稳定的盈利能力，归母净利润小幅增长0.29%，收入同比下滑6.81%，基本面趋势向好。

图 3：怡和嘉业营业收入及同比增速变化（百万元、%）



资料来源：wind，天风证券研究所

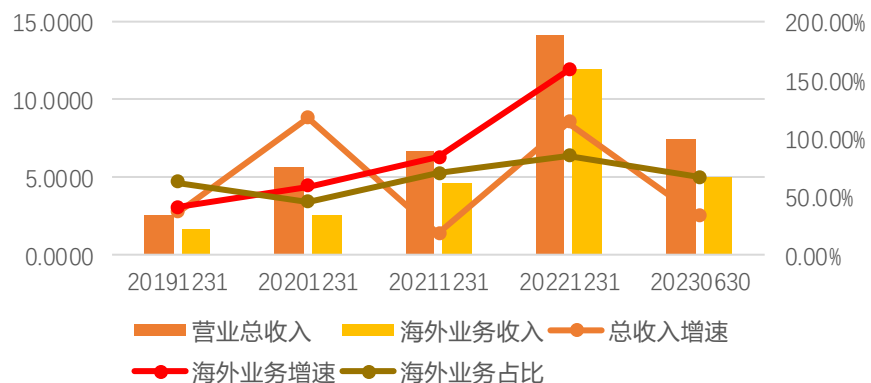
图 4：怡和嘉业归母净利润以及同比增速变化（百万元、%）



资料来源：wind，天风证券研究所

境外市场先发优势显著。分区域看，公司主要收入来源于境外收入，主要原因系以欧美发达国家市场为代表的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，同时自公司创立以来，销售策略倾向于境外市场。2019年-2023H1，公司境外市场收入占比长期在60%以上，海外市场先发优势显著。其中2020年，境外销售收入占比例下降至45.21%，主要系受新冠疫情影响，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。

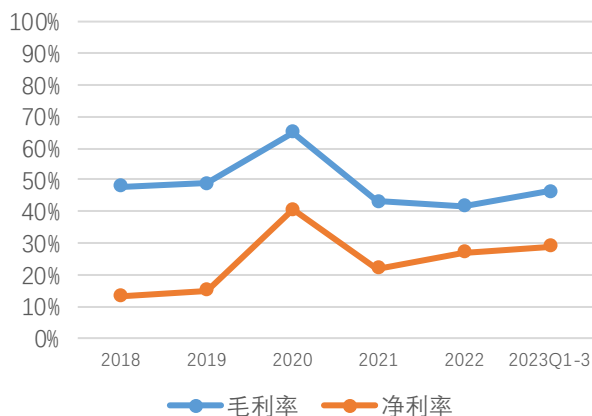
图 5：2019-2023H1 怡和嘉业海外业务占比情况（百万元，%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

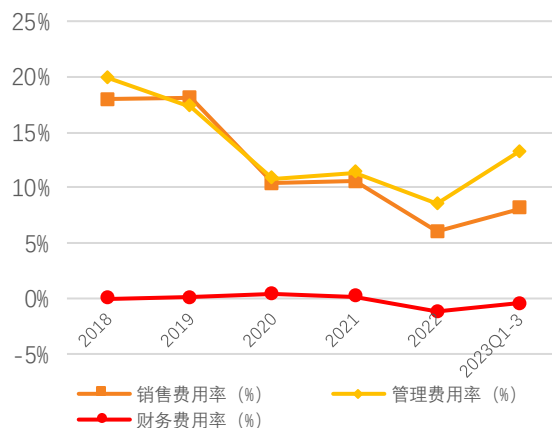
盈利能力持续改善，费用控制成效初显。2020 年，受新冠疫情影响，毛利较高的高端产品销量增加，毛利率呈现显著提升；2021 年，随着新冠疫情趋于稳定，因疫情需求产生的高毛利订单数量减少，毛利率逐步回落至常态水平。2021-2023 年前三季度，公司盈利能力持续改善，2023 年前三季度，公司净利率提升至 28.90%。

图 6：公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7：公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率变化图 (%)



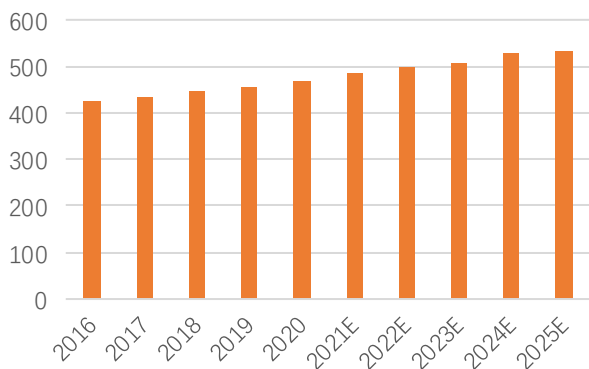
资料来源: wind, 天风证券研究所
注：管理费用包含研发费用

2. 全球无创呼吸机需求空间较大，国产出海大势所趋

2.1. COPD 及 OSA 临床渗透率仍具备空间，家用呼吸机为首选治疗方案

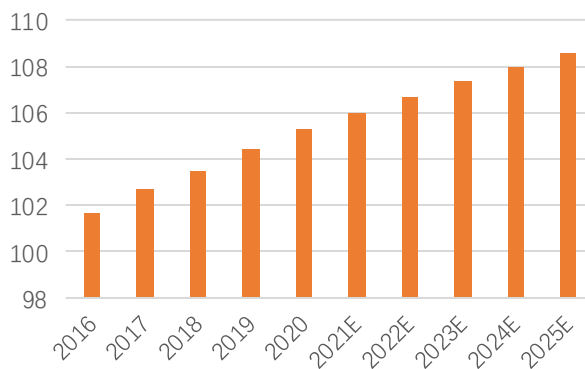
全球 COPD 患者存量较大，老龄化趋势下患者群体仍将持续增加。慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 是一种常见的呼吸系统疾病，具有高患病率、高致残致死率、长病程及治疗周期、高急性加重期住院率等特点，给全球带来了较大的医疗负担。据世界卫生组织预测，COPD 将在 2030 年成为全球第三位主要死因。然而目前为止对 COPD 的评估和救治依旧面临诊断不足和误诊导致治疗不足等方面的问题。据弗若斯特沙利文预测，2020 年，全球 COPD 患病人数达到 4.7 亿人左右，且患病率随着年龄增长而增加，由于吸烟、空气污染以及职业性粉尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势，预计在未来几十年内，慢性阻塞性肺疾病的患病人数仍将持续增加，**预计到 2025 年，患病人数将达到 5.3 亿左右，2020-2025E 患者人数增长 CAGR 为 2.7%。**

图 8：2016-2025E 全球 COPD 患病人数 (百万人)



资料来源: 怡和嘉业招股说明书, 天风证券研究所

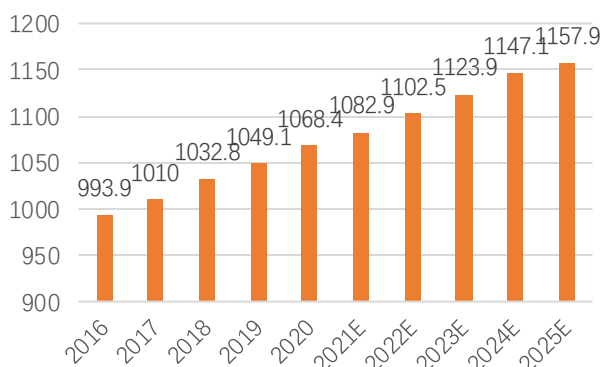
图 9：2016-2025E 中国 COPD 患病人数 (百万人)



资料来源: 怡和嘉业招股说明书, 天风证券研究所

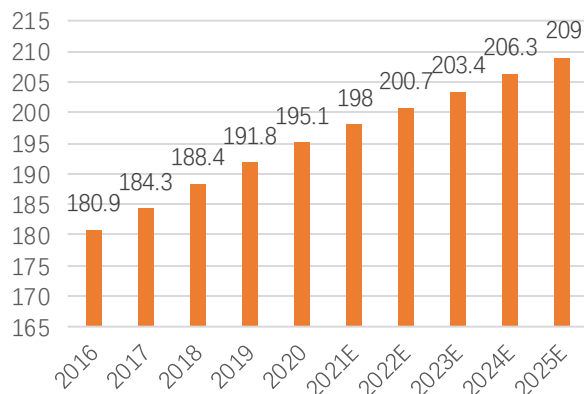
中国 OSA 患病率最高。睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）是一种在睡眠中反复出现呼吸暂停和（或）低通气、高碳酸血症、睡眠中断等症状的呼吸性疾病。OSA 可导致多种并发症，如冠状动脉粥样硬化性心脏病、心力衰竭、心律失常和糖尿病等。由于 OSA 多发于肥胖及中老年人群，随着肥胖和老龄化问题的加剧，OSA 的患病率逐年上升。根据 2012 年美国睡眠医学会判断标准，从 2016 年至 2020 年，全世界 30-69 岁 OSA 患病人数从 9.9 亿人增长至 10.7 亿人。预计到 2025 年，全球 OSA 患病人数将增加到 11.6 亿人左右。根据文献推算，中国 OSA 患病率最高，其次是美国、巴西和印度。

图 10：2016-2025E 全球 OSA 患病人数（百万人）



资料来源：怡和嘉业招股说明书，天风证券研究所

图 11：2016-2025E 中国 OSA 患病人数（百万人）



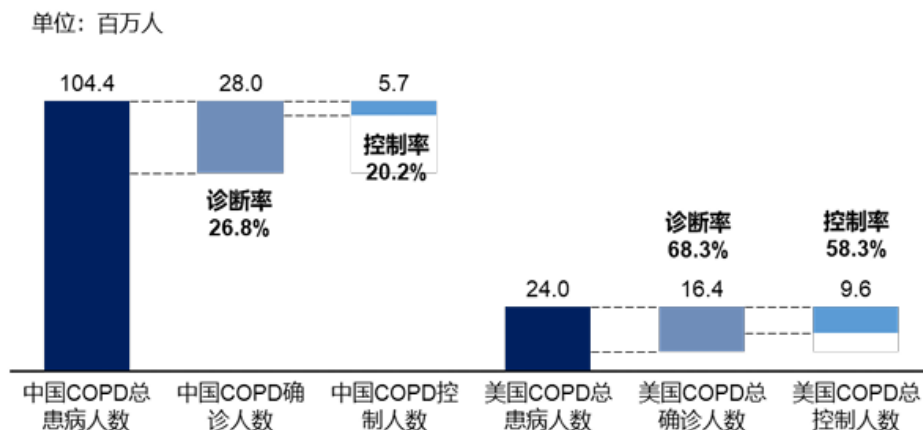
资料来源：怡和嘉业招股说明书，天风证券研究所

家用无创呼吸机为 COPD 及 OSA 首选治疗方案，国内实际诊断率及控制率仍有较大提升空间。根据最新版《GOLD 慢性阻塞性肺疾病指南》，COPD 治疗策略包括药物治疗与非药物治疗，非药物治疗包括机械通气支持、氧疗、外科治疗、康复治疗、姑息治疗、终末期护理和临终关怀等。其中，家用双水平呼吸机是非药物治疗的首选治疗方案，尤其是对于有明显日间高碳酸血症的患者的特定患者来说，无创通气和长期氧疗这两种治疗方式的联合应用可以有效提高生存率。同时，无创呼吸机治疗也是成人 OSA 患者的首选和初选治疗手段。

据弗若斯特沙利文数据显示，中国 COPD 患者存量近 1 亿人以上，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。而 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。根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。

随着医疗模式的转变，从传统的集中式诊断模式向分级诊断模式发展，医疗资源正在逐步向社区医院和家庭医生下沉。这一趋势有望推动家用医疗设备的渗透率进一步提高，家用无创呼吸机市场规模庞大。

图 12：中国及美国 COPD 诊疗情况对比



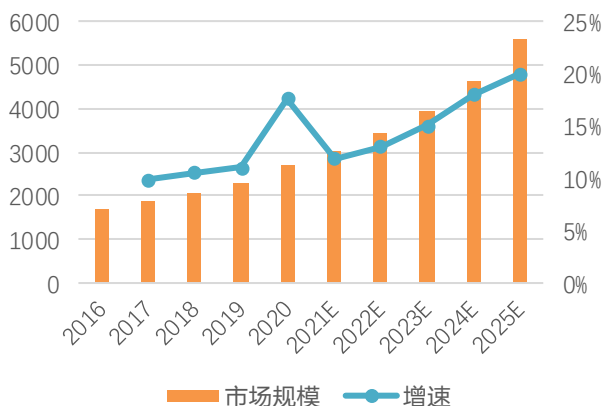
资料来源：怡和嘉业招股书，天风证券研究所

2.2. 老龄化驱动全球家用呼吸机市场持续扩容，国产厂商出海大势所趋

全球老龄化与慢病挑战驱动家用呼吸机市场持续增长。根据弗若斯特沙利文数据显示，2020 年，全球家用无创呼吸机市场达到约 27.1 亿美元。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%。

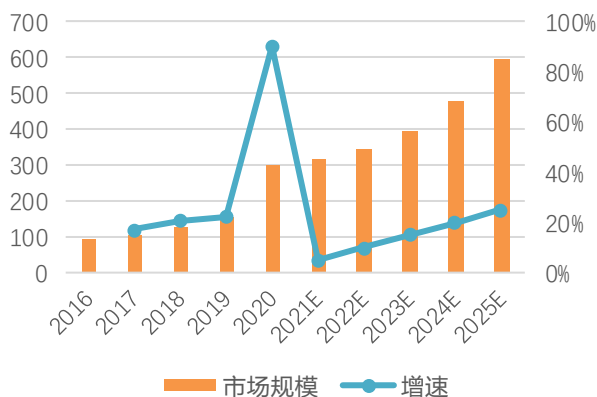
国产厂商出海大势所趋。2020 年，受益于海外区域疫情蔓延，国产家用呼吸机出口规模呈现大幅增长，2020 年规模达到 2.99 亿元，同比增长 90.08%。根据弗若斯特沙利文预测，随着国内制造商产品质量的不断提升以及海外市场规模扩大，预计到 2025 年，中国家用无创呼吸机出口市场规模有望攀升到约 6.0 亿人民币，2020 年到 2025 年的年复合增长率为 14.8%。

图 13：2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模及预测（出厂价口径，百万美元）



资料来源：怡和嘉业公告，天风证券研究所

图 14：2016-2025E 中国家用无创呼吸机出口市场规模及预测（出厂价口径，百万元）



资料来源：怡和嘉业公告，天风证券研究所

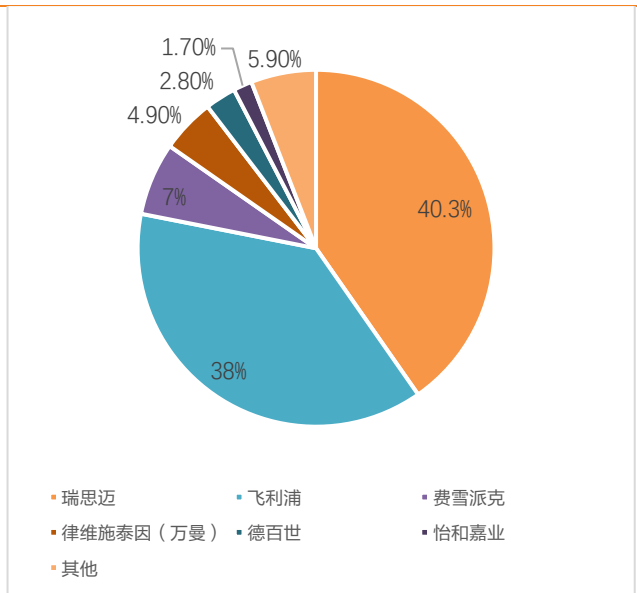
3. 龙头产品召回市场重新洗牌，先发优势有望进一步夯实全球地位

3.1. 家用呼吸机市场竞争格局较为集中，怡和嘉业为国产厂商绝对龙头

2020 年全球家用呼吸机竞争格局较为集中，怡和嘉业市占率提升空间大。据弗若斯特沙利文数据显示，2020 年全球家用无创呼吸机市场的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。瑞思迈市场份额第一，占全球市场约 40.3% 的份额，飞利浦位居第二位，占比约为 37.8%；国产厂家怡和嘉业占比仅约为 1.7%。

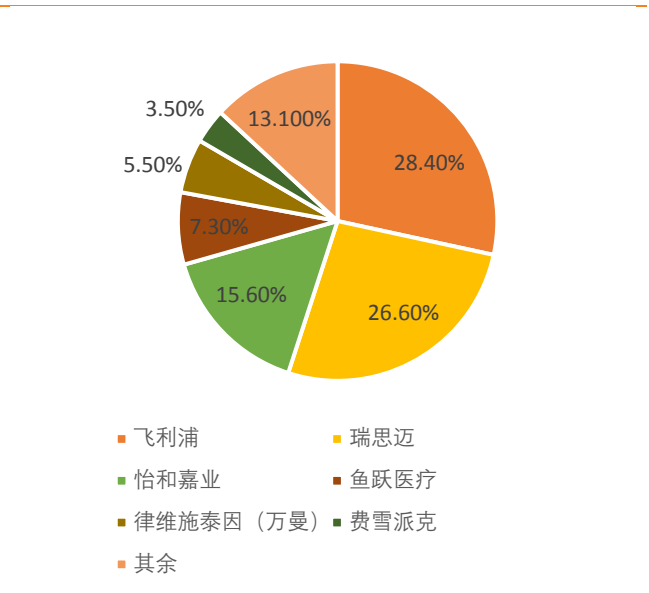
国产厂商中，怡和嘉业为绝对龙头。中国市场中，飞利浦与瑞思迈仍为家用无创呼吸机市场占比最高的生产商，在 2020 年分别占据了 28.4% 及 26.6% 的市场份额，怡和嘉业市场份额位居第三，占比 15.6%，为国内厂商绝对龙头，其余国内企业占比较小，相对分散。

图 15：2020 年全球家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分（%）



资料来源：怡和嘉业招股说明书，天风证券研究所

图 16：2020 年中国家用无创呼吸机市场按厂家的销售额拆分（%）



资料来源：怡和嘉业招股说明书，天风证券研究所

3.2. 龙头产品召回赢良机，怡和嘉业全球市占率快速提升

全球第二大龙头飞利浦逐步退出美国市场。2021 年 6 月，全球第二大龙头飞利浦伟康因产品质量问题召回 300 万~400 万台呼吸机，因为它们存在与聚酯基聚氨酯（PE-PUR）隔音相关的潜在风险，设备中的泡沫成分可能会对人体产生危害；FDA 将此次召回确定为 I 级召回，一级召回是召回级别中的最高等级，指使用该医疗器械可能或者已经引起严重健康危害。

随后，飞利浦伟康又在多个区域进行了多次召回。2023 年 8 月份，FDA 公示的 I 级召回涵盖了美国的 73000 台飞利浦 Respiroics Trilogy Evo、Evo O2、EV300 和 Evo Universal 呼吸机，这是飞利浦子公司自 2021 年以来在 FDA 医疗器械召回网页上列出的第 11 次严重召回。多次召回给飞利浦带来了巨大的影响，2022 年飞利浦净亏损为 16.05 亿欧元，上年同期净利润为 33.23 亿欧元；运营收入亏损 15.29 亿欧元，上年同期收入为 5.53 亿欧元。

表 3：FDA 针对飞利浦伟康呼吸机及耗材部分召回公示梳理

召回机型	召回类型	召回日期	召回公司
飞利浦伟康 V60/V60 Plus 呼吸机	1	09/28/2023	飞利浦伟康公司
Trilogy Evo O2 和 LifeVent EVO2, 型号 DS2100X11B、IN2100X15B、IN2100X19、FX2100X15B、LA210.....	1	06/02/2023	飞利浦伟康公司
Trilogy Evo 通用呼吸机, 型号 DS2000X11B	1	06/02/2023	飞利浦伟康公司
Trilogy Evo、Garbin Evo 和 Aeris EVO, 型号 DS2110X11B、IN2110X15B、JP2110X16B、AU2110X15B.....	1	06/02/2023	飞利浦伟康公司
Trilogy Evo O2 EV300, 型号 DS2200X11B、IN2200X15B、FX2200X15B、CA2200X12B、FR2200X14B、ND22.....	1	06/02/2023	飞利浦伟康公司
飞利浦伟康 DreamWear 全面罩	1	09/30/2022	飞利浦伟康公司
飞利浦伟康 Amara View 最小接触全面罩	1	09/30/2022	飞利浦伟康公司
飞利浦 DreamStation Auto BiPAP 和 CPAP, 型号 UCDSX500S11、UDSX500S11、UDSX500S11F、UDSX70...	1	04/06/2023	飞利浦伟康公司
SystemOne (Q 系列)、DreamStation、DreamStation Go、Dorma 400、Dorma 500、REMstar SE Auto Non-Conti...	1	07/13/2021	飞利浦伟康公司
DreamStation ASV、DreamStation ST、AVAPS、SystemOne ASV4、C 系列 ASV、C 系列 S/T 和 AVAPS、Omni...	1	07/13/2021	飞利浦伟康公司

资料来源：FDA 官网，天风证券研究所

怡和嘉业快速抢占市场份额，飞利浦退出美国市场，有望进一步夯实全球第二地位。随着飞利浦产品召回影响，自 2021 年起，怡和嘉业快速抢占全球呼吸机市场份额，根据最新弗若斯特沙利文数据，按销量数据统计，怡和嘉业全球市占率由 2020 年的 4.50% 提升至 2022 年的 17.70%，全球行业排名跃升至第二；中国市占率由 2020 年的 21.60% 提升至 2022 年的 25.80%，国产品牌中国内市场排名第一。2024 年 1 月 25 日，飞利浦官网宣布将精简产品组合，在美国地区专注于销售耗材和配件（包括口罩），退出医用呼吸机、家用呼吸机、便携式和固定式制氧机以及睡眠诊断产品的销售。随着飞利浦正式退出美国市场，公司有望进一步夯实全球第二的领先地位。

3.3. 出海先发优势显著，已具备全球竞争力

积极应对专利挑战，核心产品已具备竞争力，全球品牌影响力有望持续提升。2013 年至 2016 年，瑞思迈在美国、德国等地对怡和嘉业提起了一系列专利诉讼。与此同时，怡和嘉业也针对瑞思迈的部分专利在美国、德国等地提起了无效程序和侵权诉讼。2017 年 1 月，双方最终达成全球和解，结束了这一系列的法律纷争。

从产品质量对比来看，怡和嘉业主要产品与瑞思迈、飞利浦伟康等主要国际品牌在核心技术参数与治疗性能上差别较小，同时高性价比的特点可以充分满足不同支付能力用户的差异化需求，已初具全球竞争力。

表 4：怡和嘉业及各厂商代表产品参数对比

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	AirSense™ 单水平睡眠呼吸机系列	DreamStation 单水平睡眠呼吸机系列	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 28dBA	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
	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	3-30	4-30	/	无明显差异
	延时关机(管路烘干)	支持	支持	/	/	无明显差异
双水平肺病呼吸机	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

资料来源：怡和嘉业招股书，天风证券研究所

多国注册认证引领全球市场拓展，产品销售覆盖 100+国家和地区。全球各国政府对医疗器械产品的市场准入都有严格的规定和管理。截至 2022 年 3 月 31 日，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、土耳其等国家医保市场的国产制造商。公司产品销往全球 100 多个国家和地区，取得多项 NMPA、FDA、CE 认证。出色的全球市场进入能力有利于公司保持市场领先地位，也是新进入者的主要准入门槛。截至 2023 年 6 月 30 日，公司处于注册申请中的国内医疗器械注册项目 1 项、国外资质认证 14 项，涉及巴西、新加坡、马来西亚、韩国、哥伦比亚等国的多项产品注册。

表 5：怡和嘉业在主要出口地区进入医保情况（截止 2022.3.31）

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	经销商或医疗服务机构采购公司产品 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%	经销商或医疗服务机构采购公司产品 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%	经销商或医疗服务机构采购公司产品 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%	经销商或医疗服务机构采购公司产品 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	经销商或医疗服务机构采购公司产品 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

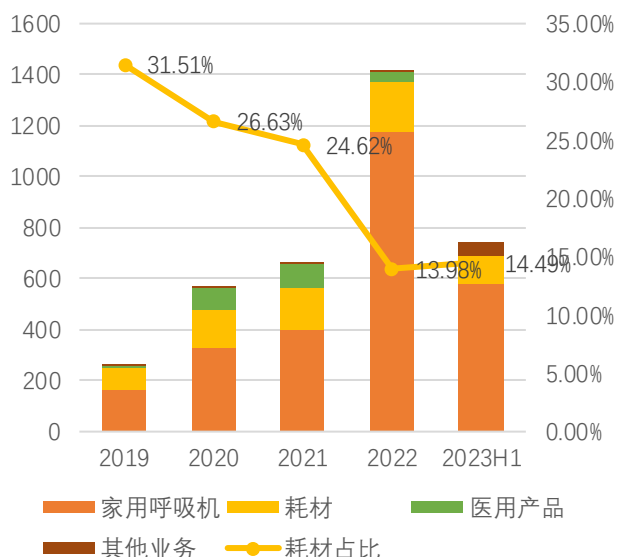
资料来源：怡和嘉业招股书，天风证券研究所

4. 产品结构优化空间较大，渠道布局完善，有望助力全球放量

4.1. 产品结构优化空间较大，高毛利耗材占比有望持续提升

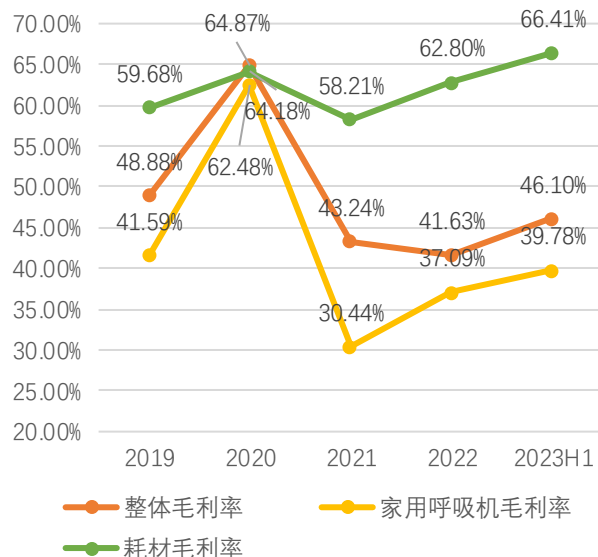
耗材占比仍有较大提升空间，盈利能力有望持续改善。公司收入结构中家用呼吸机设备为主，截止至 2023H1，耗材产品收入占比仅为 14.49%，仍有较大提升空间。公司经营的耗材产品以通气面罩为主，呼吸机需与通气面罩配合使用并且面罩需要定期更换，但目前国内患者对于通气面罩的更换频率较发达市场仍相对较低，随着居民收入水平提升，家用无创呼吸机在国内不断普及，患者对于通气面罩的更换意识及支付意愿也将不断加强。高毛利耗材占比的提升有望进一步优化产品结构，改善公司盈利能力。

图 17：2019-2023H1 产品结构（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：2019-2023H1 怡和嘉业主要业务毛利率



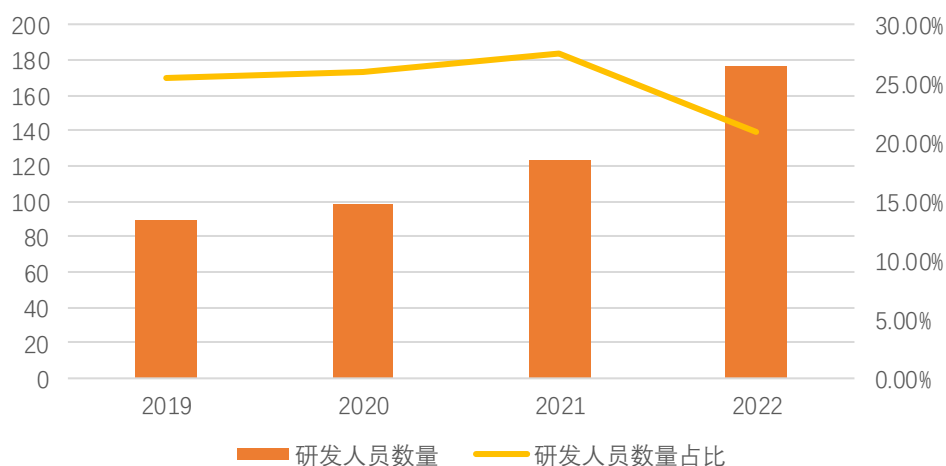
资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 产品布局完善，着眼构建研发体系

公司拥有强大的创新能力和多样化的产品组合，产品之间具有协同互补效应。公司一直坚持“三横、两纵”的战略布局，在呼吸健康领域深耕细作，致力于开发和提供全面的医疗产品和服务。

公司构建了完整的研发创新体系，拥有经验丰富的研发人员，设置了多地布局、专业分工的多产品线研发部门。公司不断完善研发管理机制和创新激励机制，激发技术研发人员的工作热情，截止 2022 年底，公司共有研发人员 176 人，研发人员占比达 20.88%。

图 19：2019-2022 年公司研发人员数量（人）



资料来源：wind，天风证券研究所

截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有 496 项国内专利，其中国内发明专利 86 项、国内实用新型专利 312 项、国内外观设计专利 98 项；国际专利 108 项；软件著作权 70 项。公司自主掌握了主营产品核心技术。

表 6：公司在研项目情况（截止至 2022.12.31）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
MP 呼吸机项目	新赛道产品线	国内外已经上市	上市销售	产品线拓展，开拓高端市场
SO1 制氧机项目	拓展呼吸领域产品线	国内已经上市	上市销售	拓展呼吸领域产品线
MN1 微网雾化器项目	拓展呼吸领域产品线	国内、国际取证中，年中上市	上市销售	拓展呼吸领域产品线
G5 呼吸机项目	全新一代睡眠呼吸机	CE 已完成注册，国内和 FDA 注册中	上市销售	提升产品竞争力
6 代系列面罩项目（包括 P6、N6、F6 三个型号）	新赛道产品线	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	抢占新赛道产品占有率	产品线拓展，开拓高端市场
N5+ 系列面罩项目（包括 N5+、N5A+、N5B+ 三个型号）	产品迭代升级，提升用户体验，满足市场需求	正在策划国外上市国内注册中	上市销售，不干扰伴侣	提升产品竞争力
F5+ 系列面罩项目（包括 F5+、F5A+ 两个型号）	产品迭代升级，提升用户体验，满足市场需求	正在策划国外上市国内注册中	上市销售，提高全脸面罩市场占比，不干扰伴侣，降噪	提升产品竞争力
HM01 医用面罩项目	技术迭代升级，满足市场需求	产品设计开发中	上市销售，提高医用市场占比	提升产品专业度与竞争力
6S 系列面罩项目	国际最先进面罩技术，提升公司品牌	产品设计开发中	上市销售，抢占新赛道，降低管路干扰	产品线拓展，开拓高端市场
HF2 系列高流量湿化 氧疗仪项目	产品性能升级，采用触摸屏提升用户体验，满足市场需求	小批量试产中	上市销售，抢占新赛道产品占有率	提升产品竞争力
R2 系列无创呼吸机项目	产品性能升级，新模式的开发，采用触摸屏提升用户体验，满足市场需求	小批量试产中	上市销售，抢占新赛道产品占有率	提升产品竞争力
国际云平台项目	开发与设备产品配套的云平台系统，提升设备产品的竞争力	产品设计开发中	上线运行	提升产品竞争力，增加公司品牌影响力

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 渠道布局完善，协同效应有望助力新品快速上量

经销渠道稳固，3B 公司独家合作，助力海外市场放量。公司境内外市场均采用以买断式经销为主、直销为辅的销售模式。公司与经销商主要采取合同或订单形式开展交易，长期保持良好合作，其中公司第一大合作经销商为 3B 公司。公司于 2010 年 8 月开始与 3B 公司开展合作，3B 公司作为美国本土品牌更容易被美国客户接受，且 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，提高双方在美国和加拿大市场的产品知名度和产品销量。**经销渠道的稳固有助于新品在海外市场持续放量。**

表 7：公司与各大渠道商合作状态（截止至 2022 年）

经销商名称	签订时间	是否续签
3B 公司	2014 年 5 月 20 日	已续签
Lumiar Health Builders Equipamentos Hospitalares LTDA.	2016 年 12 月 7 日	已续签
ECE TIBBİ CIHAZLAR VE MEDİKAL SAN.TİC.A.S	2018 年 1 月 1 日	已续签
Linde G á z Magyarorsz á g Zrt.	2018 年 7 月 1 日	未到期
Respitek Saglik Urunleri ve Hiz A.S.	2021 年 2 月 9 日	已续签
ELMASLAR IMALAT TIBBI CIHAZLAR INSAAT TASIMACILIK ITHALAT IHRACAT SANAYI VE TICARET A.S.	2019 年 12 月 1 日	未到期
Broncamed	2020 年 10 月 1 日	未到期
PT. Energi Medistron	2021 年 12 月 27 日	已续签
Societe Monegasque D Appareil Respiratoire	2019 年 1 月 1 日	已续签

资料来源：怡和嘉业招股书，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

公司作为国产呼吸健康龙头企业，具有技术优势、出海先发优势及渠道优势，受益于行业竞争格局变化及公司自身产品结构持续优化。我们认为：

- 1) 公司受益于竞争对手产品召回及退出美国市场，家用呼吸机市场占有率有望夯实全球领先地位，同时国内市场渗透率持续提升有望带动仪器长期稳健增长。
- 2) 公司不断优化产品结构，耗材占比持续提升，随着消费者教育深入，耗材增速有望超越设备，占比不断提升。
- 3) 医用产品受益于国内医疗机构认知度提高，有望实现稳健增长。

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.22/14.73/17.71 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.37/4.22/5.27 亿元。

表 8：公司主营业务收入预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	257.94	560.48	662.50	1415.37	1221.93	1472.64	1771.04
yoy	36.37%	117.29%	18.20%	113.64%	-13.67%	20.52%	20.26%
家用呼吸机收入	165.82	324.09	397.06	1171.14	936.91	1096.19	1282.54
yoy	21.54%	95.45%	22.52%	194.95%	-20.00%	17.00%	17.00%
耗材收入	81.28	149.27	163.08	197.86	162.25	227.14	306.64
yoy	89.16%	83.65%	9.25%	21.33%	-18.00%	40.00%	35.00%
医用产品收入	9.47	86.89	100.94	43.74	41.55	47.79	54.95
yoy	2.60%	817.53%	16.17%	-56.67%	-5.00%	15.00%	15.00%
其他业务	1.37	0.22	1.42	2.62	81.22	101.53	126.91
yoy	168.63%	-83.94%	545.45%	84.51%	3000.00%	25.00%	25.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 估值与投资评级

采用相对估值法对公司进行估值，选取鱼跃医疗、理邦仪器、迈瑞医疗作为可比公司，我们预计公司 2023-2025 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3.37/4.22/5.27 亿元。参考可比公司给予 2024 年 20 倍 PE，怡和嘉业合理估值为 84.4 亿元，对应目标价 131.88 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司及公司估值情况

股票代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（X）		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
可比公司				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002223.SZ	鱼跃医疗	34.23	342	24.45	22.17	25.85	14	15	13
300206.SZ	理邦仪器	11.10	62	2.21	2.98	3.46	28	21	18
300760.SZ	迈瑞医疗	282.75	3413	116.24	140.12	168.59	29	24	20
可比公司平均							24	20	17
301367.SZ	怡和嘉业	88.48	56						

资料来源：wind，天风证券研究所，注：可比公司数据为 wind 一致预测，收盘价及总市值为 2024 年 4 月 2 日数据

6. 风险因素

1、知识产权风险

公司拥有的专利、商标等知识产权是公司核心竞争力的重要组成部分。公司被第三方提出知识产权侵权或自有知识产权受到第三方侵害均可能会对公司经营构成不利影响。

2、市场竞争风险

在国民收入水平不断提升、健康意识逐渐增强等背景下，家用无创呼吸机及其耗材等睡眠健康与呼吸慢病相关的医疗器械产品具有广阔的市场前景，吸引了许多医疗器械企业进入本行业。随着行业的发展，新的竞争者进入，行业竞争将更加激烈。

3、经销商模式风险

公司经销商数量较多、地域分布较为分散，随着经营规模不断扩大、营销渠道不断丰富，对公司在经销商管理和销售政策制定等方面的要求也将不断提升，存在无法与经销商保持长期稳定合作关系的风险。

4、海外销售受到境外监管风险

公司产品销售至海外多个国家和地区，不同国家和地区的法律体系存在差异，公司难以全面掌握各目标市场的相关法律规定和程序。如果公司产品在海外市场出现产品责任以及其他纠纷或诉讼，可能对公司的业务经营产生不利影响。

5、近期交易异动风险

近期公司出现交易异动，外部因素可能会对公司股价产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	113.94	356.11	655.14	824.26	1,323.81
应收票据及应收账款	31.71	102.94	37.55	114.84	70.29
预付账款	4.61	8.68	9.27	8.08	11.67
存货	117.22	203.31	70.77	242.05	121.65
其他	321.97	2,177.88	2,271.26	2,309.10	2,374.16
流动资产合计	589.46	2,848.92	3,043.99	3,498.33	3,901.58
长期股权投资	5.19	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	13.64	27.37	21.66	15.96	10.25
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.50	8.11	6.01	3.91	1.81
其他	12.89	42.98	20.43	21.77	22.92
非流动资产合计	34.23	78.46	48.10	41.64	34.98
资产总计	623.69	2,927.38	3,092.10	3,539.97	3,936.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	68.83	103.26	60.50	119.87	87.70
其他	32.76	83.52	106.55	133.65	137.67
流动负债合计	101.59	186.78	167.05	253.53	225.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.94	21.02	8.85	11.27	13.71
非流动负债合计	3.94	21.02	8.85	11.27	13.71
负债合计	132.41	310.40	175.90	264.80	239.09
少数股东权益	0.00	7.15	7.34	7.65	8.13
股本	48.00	64.00	64.00	64.00	64.00
资本公积	50.56	1,772.83	1,772.83	1,772.83	1,772.83
留存收益	392.72	773.00	1,072.03	1,430.70	1,852.52
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	491.28	2,616.98	2,916.20	3,275.17	3,697.48
负债和股东权益总计	623.69	2,927.38	3,092.10	3,539.97	3,936.56

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	145.68	381.03	336.81	421.76	526.92
折旧摊销	6.40	7.94	7.81	7.81	7.81
财务费用	3.87	(11.52)	(11.46)	(16.77)	(24.35)
投资损失	(8.46)	(14.82)	(10.06)	(11.10)	(11.97)
营运资金变动	(71.69)	61.04	83.96	(158.26)	129.19
其它	28.60	(48.46)	90.22	40.36	60.60
经营活动现金流	104.40	375.21	497.28	283.81	688.19
资本支出	7.40	2.70	12.17	(2.42)	(2.44)
长期投资	2.71	(5.19)	0.00	0.00	0.00
其他	(184.99)	(1,873.56)	(182.11)	(66.49)	(105.58)
投资活动现金流	(174.87)	(1,876.05)	(169.94)	(68.90)	(108.03)
债权融资	0.49	18.73	9.50	17.36	24.61
股权融资	0.00	1,610.27	(37.81)	(63.15)	(105.22)
其他	(30.67)	106.15	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(30.18)	1,735.14	(28.31)	(45.79)	(80.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(100.65)	234.30	299.03	169.11	499.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	662.50	1,415.37	1,221.93	1,472.64	1,771.04
营业成本	376.00	826.09	682.51	764.53	910.20
营业税金及附加	4.03	8.64	7.46	8.99	10.81
销售费用	70.13	85.59	116.08	132.54	159.39
管理费用	26.89	48.15	48.88	51.54	61.99
研发费用	48.28	72.86	85.54	95.72	115.12
财务费用	1.08	(16.58)	(11.46)	(16.77)	(24.35)
资产/信用减值损失	(0.24)	(3.77)	(0.67)	(1.56)	(2.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	90.00	40.00	60.00
投资净收益	8.46	14.76	10.06	11.10	11.97
其他	(36.14)	(56.17)	0.00	0.00	0.00
营业利润	164.00	435.79	392.32	485.62	607.85
营业外收入	0.09	0.72	0.27	0.36	0.45
营业外支出	0.23	1.42	0.70	0.78	0.96
利润总额	163.86	435.09	391.89	485.20	607.34
所得税	18.18	54.07	54.87	63.08	79.82
净利润	145.68	381.03	337.03	422.12	527.52
少数股东损益	0.00	0.74	0.22	0.36	0.60
归属于母公司净利润	145.68	380.29	336.81	421.76	526.92
每股收益(元)	2.28	5.94	5.26	6.59	8.23

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	18.20%	113.64%	-13.67%	20.52%	20.26%
营业利润	-38.21%	165.72%	-9.98%	23.78%	25.17%
归属于母公司净利润	-36.07%	161.04%	-11.43%	25.22%	24.93%
获利能力					
毛利率	43.24%	41.63%	44.15%	48.08%	48.61%
净利率	21.99%	26.87%	27.56%	28.64%	29.75%
ROE	29.65%	14.57%	11.58%	12.91%	14.28%
ROIC	626.46%	516.94%	531.64%	-5359.12%	358.18%
偿债能力					
资产负债率	21.23%	10.60%	5.69%	7.48%	6.07%
净负债率	-22.87%	-13.47%	-22.41%	-25.09%	-35.73%
流动比率	4.59	9.84	18.22	13.80	17.31
速动比率	3.68	9.14	17.80	12.84	16.77
营运能力					
应收账款周转率	19.93	21.02	17.40	19.33	19.13
存货周转率	8.05	8.83	8.92	9.42	9.74
总资产周转率	1.22	0.80	0.41	0.44	0.47
每股指标(元)					
每股收益	2.28	5.94	5.26	6.59	8.23
每股经营现金流	1.63	5.86	7.77	4.43	10.75
每股净资产	7.68	40.78	45.45	51.06	57.65
估值比率					
市盈率	37.88	14.51	16.39	13.08	10.47
市净率	11.23	2.11	1.90	1.69	1.50
EV/EBITDA	0.00	24.62	6.68	5.00	3.09
EV/EBIT	0.00	24.92	6.82	5.09	3.13

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com