

2024年04月11日

证券研究报告·公司研究报告

怡和嘉业 (301367) 医药生物

当前价: 86.13元

目标价: —— (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 国产呼吸机龙头，海外市场发展可期

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 呼吸健康护理行业全球市场规模巨大, 预计 2030 年全球家用呼吸机市场规模约为 111.7 亿美元, 2023-2030 年 CAGR 为 9%。国内市场增速较快, 预计 2030 年国内家用呼吸机市场规模约为 48 亿元, 2023-2030 年 CAGR 为 18%。2) 借飞利浦召回契机, 海外市场份额有望持续提升。怡和嘉业全球家用呼吸机设备市占率(销量口径)从 2020 年的 4.5% (第四名) 增长至 2022 年的 17.7% (第二名)。3) 公司产品布局呼吸健康护理全产业链, 产品质量比肩海外龙头。
- 全球超百亿美元慢病市场, 未满足需求较大。** 呼吸系统疾病为我国仅次于心血管与糖尿病的第三大慢性病, 发病率与死亡率常年居高不下, 其中以慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 和阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSA) 最为常见和典型。根据 Frost&Sullivan 数据, 预计到 2025 年全球 OSA (30-69 岁) 患者超 11.6 亿人。当前全球 COPD 患者数量约 4.7 亿人, 根据我们预测, 2030 年全球家用呼吸机市场规模约为 111.7 亿美元, 2023-2030 年 CAGR 为 9%。2030 年国内家用呼吸机市场规模约为 48 亿元, 2023-2030 年 CAGR 为 18%。
- 龙二召回事件影响深远, 市场格局重塑。** 2021 年起飞利浦宣布其呼吸机因存在潜在健康风险召回, 至 2024 年 1 月飞利浦宣布停止其呼吸机设备在美国市场销售。由此带来的行业空缺需求巨大, 行业格局重塑。我们认为此事件对于怡和嘉业拓展海外市场有积极影响意义, 公司通过联合 RH (3B) 在美国市场抓住机遇, 市场占有率快速提升。全球家用呼吸机设备市占率(销量口径)从 2020 年的 4.5% (第四名) 增长至 2022 年的 17.7% (第二名)。
- 公司产品布局呼吸健康护理全产业链, 产品质量比肩海外龙头。** 公司在呼吸健康领域持续深耕, 全面拓展产品线布局, 持续进行产品迭代创新, 搭建慢病管理服务平台, 满足患者全周期、多场景、系统化的健康需求。产品持续创新迭代升级。公司从 2007 年呼吸机 G1 代到最新的 E5 系列产品经历了 5 次迭代更新, 兼具软硬件改进。具体看硬件方面, 公司产品体积、重量逐渐减小, 加湿、加热管路设计逐渐合理, 便捷程度提升, 用户交互操作界面逐渐友好。软件方面, 逐渐完善智能互联、蓝牙连接等功能。目前怡和嘉业最新系列产品与瑞思迈产品在多数指标上无明显差异, 在部分指标上差异较小, 公司产品力正逐渐显现。
- 盈利预测与投资建议:** 公司作为国产呼吸机龙头, 预计未来三年归母净利润复合增长率为 17.4%。首次覆盖, 建议积极关注。
- 风险提示:** 产品销售不及预期风险; 研发进度不及预期风险; 汇率波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1122.42	1311.36	1548.31	1850.11
增长率	-20.70%	16.83%	18.07%	19.49%
归属母公司净利润 (百万元)	297.34	341.82	405.11	480.94
增长率	-21.81%	14.96%	18.52%	18.72%
每股收益 EPS (元)	4.65	5.34	6.33	7.51
净资产收益率 ROE	10.76%	11.22%	11.97%	12.71%
PE	19	16	14	11
PB	1.98	1.80	1.62	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

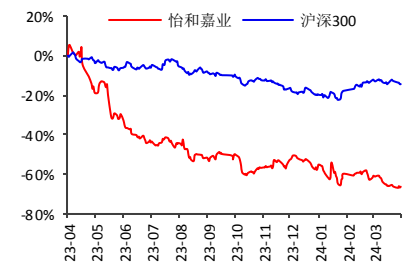
分析师: 张殊豪

执业证号: S1250524030002

电话: 021-68416017

邮箱: zhshh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.64
流通 A 股(亿股)	0.40
52 周内股价区间(元)	88.07-271.76
总市值(亿元)	57.11
总资产(亿元)	29.07
每股净资产(元)	43.42

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司概况：家用呼吸机龙头企业</b> .....	<b>1</b>
1.1 家用呼吸机龙头企业，海外市场逐渐拓展 .....	1
1.2 盈利能力较强，海外业务占比显著提升 .....	2
1.3 董事长兼具学术与实业积累，研发团队实力雄厚.....	3
<b>2 呼吸健康护理行业长坡厚雪，国产龙头奋起直追</b> .....	<b>5</b>
2.1 第三大慢病领域，存在大量满足需求 .....	5
2.2 全球百亿美元慢病市场，国产机遇到来 .....	9
2.3 龙二召回事件影响深远，市场格局重塑.....	12
<b>3 公司分析：产品比肩瑞思迈，联合 RH 布局海外</b> .....	<b>13</b>
3.1 全面布局呼吸健康领域，产品创新迭代升级.....	13
3.2 联合 RH 布局海外市场 .....	16
<b>4 盈利预测</b> .....	<b>17</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1: 怡和嘉业发展历程.....	1
图 2: 2017-2023 公司营业收入.....	2
图 3: 2017-2023 公司归母净利润.....	2
图 4: 怡和嘉业及瑞思迈毛利率与净利率水平.....	2
图 5: 2017-2023 年怡和嘉业按产品收入占比.....	3
图 6: 2017-2023 年瑞思迈按产品收入占比.....	3
图 7: 2017-2023 年怡和嘉业按地区收入占比.....	3
图 8: 2017-2023 年瑞思迈按地区收入占比.....	3
图 9: 怡和嘉业股权结构图.....	4
图 10: 2019-2023 年公司研发人员数量及占比.....	4
图 11: 2019-2023 年公司研发费用率.....	4
图 12: 呼吸健康领域疾病市场.....	5
图 13: OSA 发病的原理: 上呼吸塌陷导致呼吸阻塞.....	6
图 14: 全球 OSA 患病人数 (30-69 岁), 2016-2025E (百万人).....	6
图 15: 中国 OSA 患病人数 (30-69 岁), 2016-2025E (百万人).....	6
图 16: PAP 治疗降低 62% 的死亡风险.....	7
图 17: SAAS 解决方案提升患者依从性.....	7
图 18: 全球 COPD 患病人数, 2016-2025E (百万人).....	8
图 19: 中国 COPD 患病人数, 2016-2025E (百万人).....	8
图 20: COPD 疾病进展与治疗思路.....	8
图 21: NIV 能够降低 COPD 患者的死亡率.....	9
图 22: NIV+氧疗降低住院率.....	9
图 23: 2020 年中美两国 OSA 诊断率对比.....	9
图 24: 2020 年中美两国 COPD 诊断率对比.....	9
图 25: 怡和嘉业产品矩阵.....	13
图 26: 家用无创呼吸机使用场景.....	14
图 27: 怡和嘉业家用无创呼吸机产品迭代历程.....	15

## 表 目 录

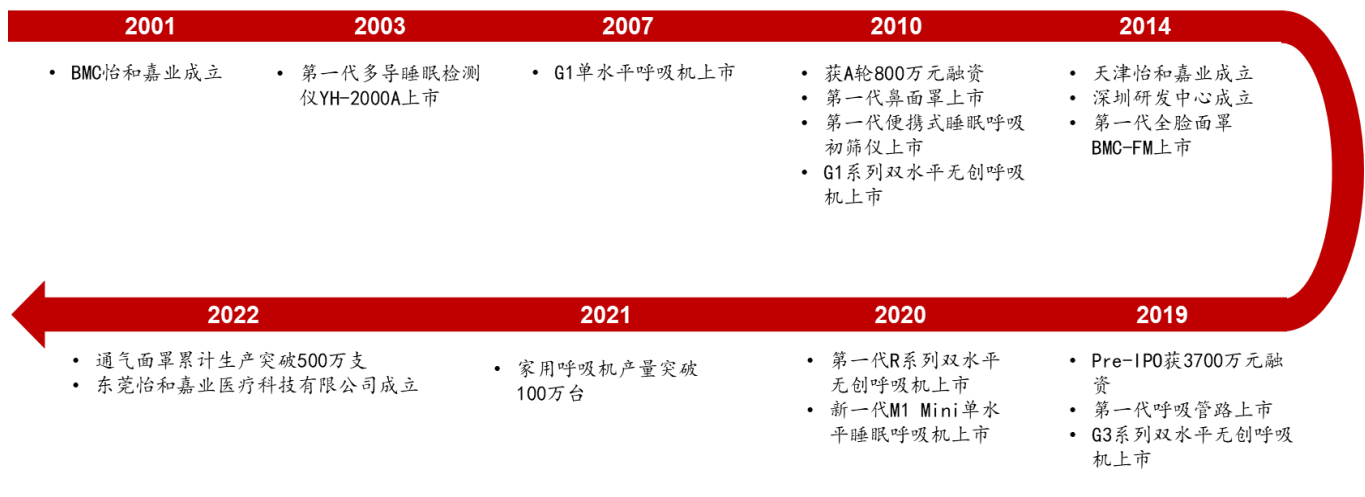
表 1: 全球家用呼吸机及耗材市场规模以及主要厂家市占率预测.....	10
表 2: 中国家用呼吸机及耗材市场规模预测.....	12
表 3: 飞利浦呼吸机召回事件时间轴.....	12
表 4: 瑞思迈呼吸机产品更新对比.....	16
表 5: 怡和嘉业与瑞思迈呼吸机产品对比.....	16
表 6: 前五大客户中的境外经销商在销售价格和信用政策.....	17
表 7: 分业务收入及毛利率.....	17
附表: 财务预测与估值.....	18

# 1 公司概况：家用呼吸机龙头企业

## 1.1 家用呼吸机龙头企业，海外市场逐渐拓展

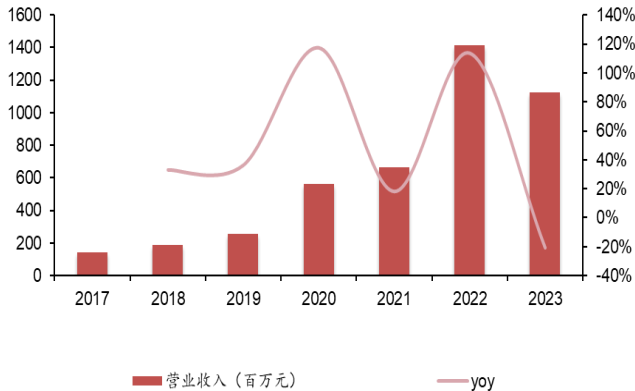
公司成立于 2001 年，是国内较早从事呼吸健康领域医疗设备研发和制造的公司之一，于 2003 年成功上市第一代多导睡眠监测仪。2007 年-2010 年公司横向扩展业务范围，进入到呼吸治疗领域，核心产品变为家用无创呼吸机和睡眠监测仪。2007 年公司以瑞迈特为品牌的 G1 代单水平无创呼吸机研发成功，此后相继开发出各种型号的单、双水平无创呼吸机，并成功进入国际市场。公司同时推出升级版的睡眠监测产品。在此期间，公司家用无创呼吸机收入占比不断上升，并逐渐占据主导地位。2011 年至今，公司在呼吸健康领域持续深耕，全面拓展产品线布局，持续进行产品迭代创新，搭建慢病管理服务平台，满足患者全周期、多场景、系统化的健康需求。公司同时放眼全球，布局海外，2012 年公司生产的家用无创呼吸机产品取得美国 FDA 认证，标志公司产品正式进入美国市场。目前公司已经成为国内家用呼吸机龙头，海外市场凭借公司多年积累的實力与口碑，在飞利浦召回实践契机下，美国市场拓展迅猛，在成为全球龙头的道路上持续迈进。

图 1：怡和嘉业发展历程

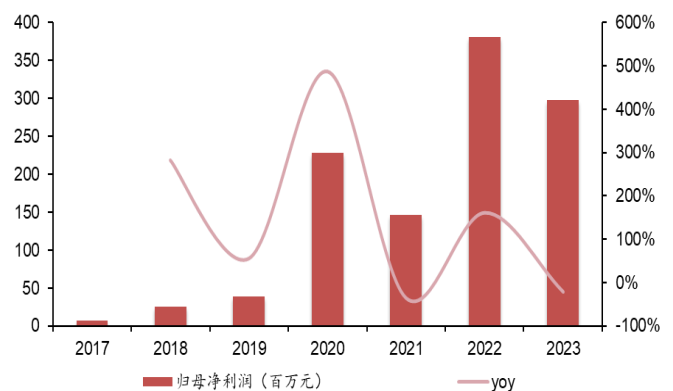


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司已成为国内家用呼吸机龙头，海外市场拓展迅猛。公司自成立以来专注于呼吸健康领域全产品线布局，18-23 年营业收入 CAGR 为 41%，其中 2020 年因疫情呼吸机需求增加，表现较好，21 年以来受竞争对手飞利浦召回事件影响，美国市场份额显著提升。2023 年收入端有所下滑主要系消化前期积累渠道库存。利润端来看，公司 18-23 年归母净利润 CAGR 为 89%，其中 2020 年因部分新冠产品销售价格较高，毛利率较高，利润增幅较大，21 年新冠需求减弱，高毛利产品占比下降，利润端有所下降。

**图 2：2017-2023 公司营业收入**


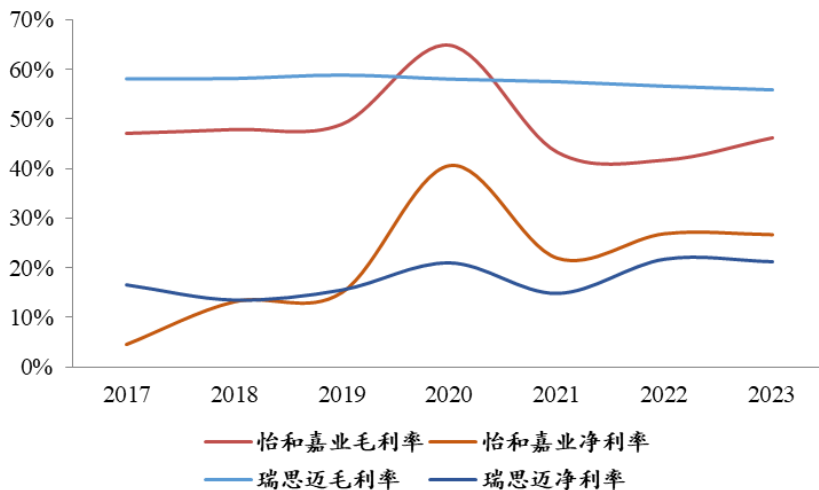
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 3：2017-2023 公司归母净利润**


数据来源：Wind, 西南证券整理

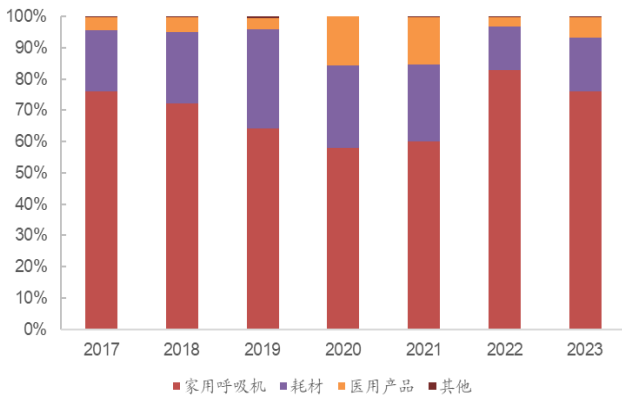
## 1.2 盈利能力较强，海外业务占比显著提升

**净利率水平赶超外资龙头。**从盈利能力上看，公司毛利率剔除 2020 年新冠产品高毛利率之外，其余年份基本稳定在 40%~50% 之间，与瑞思迈对比相差约 10pp，近年来因成本管理到位，耗材等高毛利率产品占比提升，毛利率有所回升。从净利率角度看，剔除新冠因素，公司净利率 2023 年为 27%，高于瑞思迈的 21%。

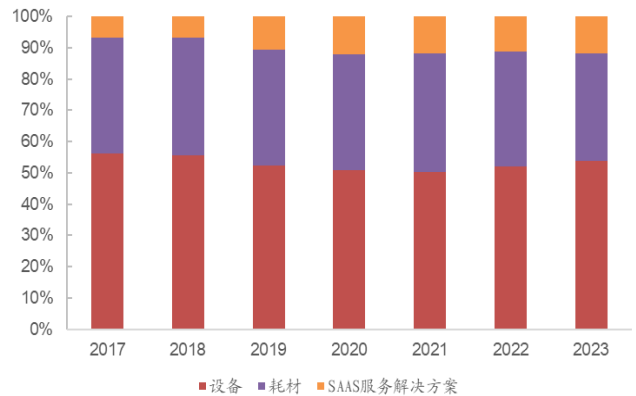
**图 4：怡和嘉业及瑞思迈毛利率与净利率水平**


数据来源：Wind, 西南证券整理；备注：瑞思迈财年截止日为 6.30

**公司耗材占比与瑞思迈相比仍有较大提升空间，软件服务收入潜力大。**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。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，耗材产品主要为通气面罩等产品。从商业模式上看，呼吸机领域属于设备投放带动耗材增长附加软件服务收费的全流程解决方案。公司目前处于设备投入带动耗材增长的成长期，21/22 年公司耗材收入占比分别为 25%/14%，瑞思迈分别为 38%/37%，与全球龙头相对成熟的业务模式相比，公司耗材占比仍有较大提升空间，其次瑞思迈依靠 SAAS 软件服务收入占比约为 10% 左右，目前公司尚未有此部分业务收入。

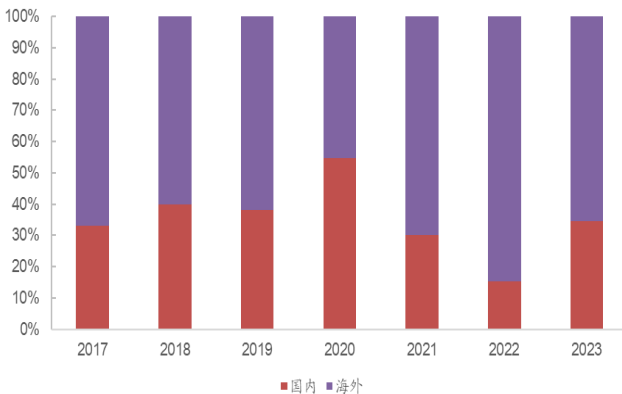
**图 5：2017-2023 年怡和嘉业按产品收入占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

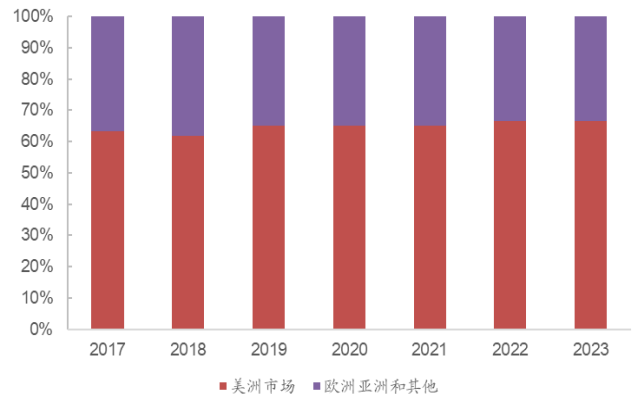
**图 6：2017-2023 年瑞思迈按产品收入占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

受飞利浦召回事件影响，公司海外业务占比提升显著。2021 年飞利浦呼吸机发生召回事件，至 2024 年 1 月飞利浦宣布其呼吸机设备退出美国市场。根据招股书数据，2020 年公司市场份额仅次于飞利浦和瑞思迈，此次飞利浦召回事件给予了公司快速拓展美国市场的机遇，且从产品质量角度看，公司产品核心技术参数与治疗性差别较小，因此公司成功抓住此次机遇，与 3B 企业合作，海外业务收入占比较高。

**图 7：2017-2023 年怡和嘉业按地区收入占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 8：2017-2023 年瑞思迈按地区收入占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

### 1.3 董事长兼具学术与实业积累，研发团队实力雄厚

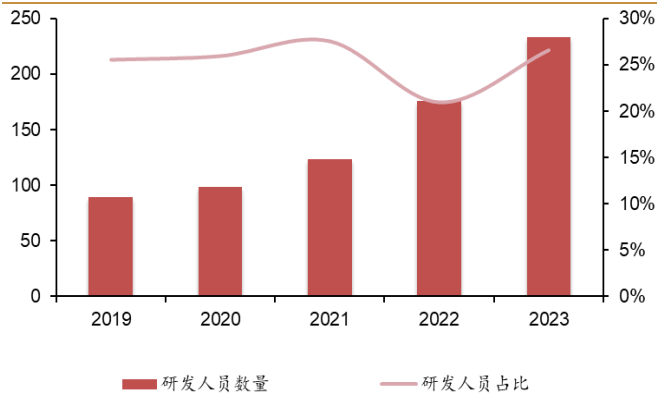
公司实控人为庄志、许坚。公司实际控制人为公司董事长庄志先生以及副总经理许坚。截至 2023 年，合计直接持股比例为 19.5%。公司股权结构稳定主要核心管理团队具备 20 年以上的医疗器械行业经营管理经验，对行业发展的理解较为深刻。在管理团队的领导下，公司已逐渐成长为国内的家无创呼吸机及通气面罩龙头企业。

**图 9：怡和嘉业股权结构图**

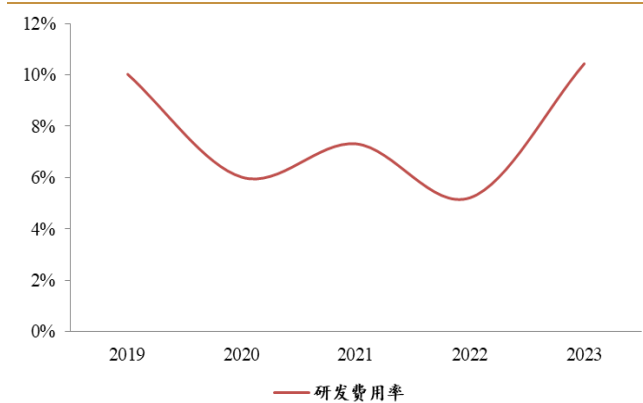

数据来源：Wind，西南证券整理

**董事长为工学博士，研发团队实力强劲。**公司董事长庄志为清华大学生物医学工程工学博士。曾任北京新兴生物医学工程研究发展中心任工程师，2001年创立怡和中心。公司根据产品线设立多个研发团队，分别涉及设备、耗材、医用产品、软件算法等部门。

**研发人员比例为 21%，研发费用率较高。**作为技术创新型企业，公司高度重视研发人员的培养与研发团队建设，近年来研发人员绝对数不断增长：2023 年研发人员总数 233 人，占总员工比例 26.5%。公司研发投入亦不断提高，以全面迭代拓展呼吸健康领域产品线。**2023 年公司研发费用率继续提升至 10.4%，较 2022 年提升约 5.22pp。**

**图 10：2019-2023 年公司研发人员数量及占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：2019-2023 年公司研发费用率**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 呼吸健康护理行业长坡厚雪，国产龙头奋起直追

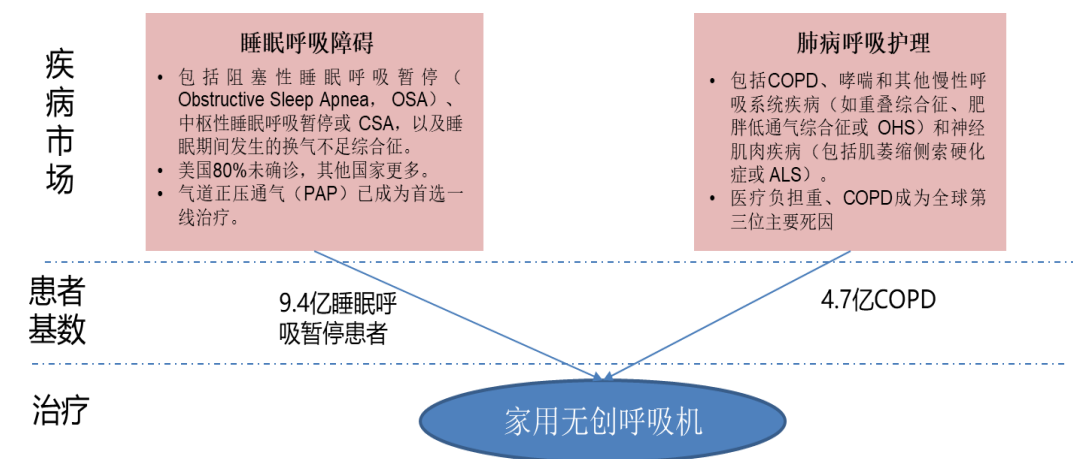
### 2.1 第三大慢病领域，存在大量满足需求

呼吸系统疾病为我国仅次于心血管与糖尿病的第三大慢性病，发病率与死亡率常年居高不下。以慢性阻塞性肺疾病（COPD）较为典型。睡眠呼吸疾病包括睡眠过程中的呼吸暂停等，以阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）最为常见。

按分类看，可分为 1) **睡眠呼吸障碍（SDB）**：包括在睡眠期间导致异常呼吸模式的所有疾病过程，表现包括阻塞性睡眠呼吸暂停（Obstructive Sleep Apnea, OSA）、中枢性睡眠呼吸暂停或 CSA，以及睡眠期间发生的换气不足综合征，通常与肥胖、慢性阻塞性肺病和神经肌肉疾病有关，OSA 是最常见的 SDB 形式，患者需要靠睡眠呼吸机进行一线治疗。

2) **肺病呼吸护理**：包括 COPD、哮喘和其他慢性呼吸系统疾病（如重叠综合征、肥胖低通气综合征或 OHS）和神经肌肉疾病（包括肌萎缩侧索硬化症或 ALS），严重患者除了药物治疗，呼吸护理亦非常重要。

图 12：呼吸健康领域疾病市场



数据来源：Benjafeld, et al. Lancet Respir Med 2019，沙利文，西南证券整理

#### 2.1.1 阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）疾病

**阻塞性睡眠呼吸暂停 (obstructive sleep apnea, OSA)定义**：由于睡眠过程中上气道完全或部分塌陷，以睡眠中反复发生的呼吸变浅或暂停、白日嗜睡为主要特征的一种常见的睡眠呼吸疾病。

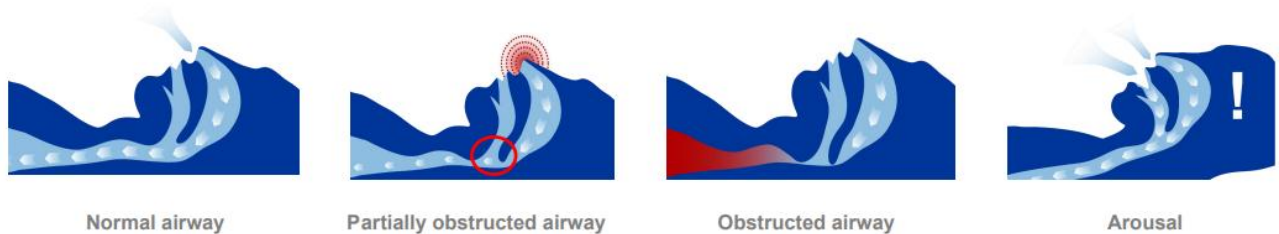
**需要治疗原因**——OSA 对机体的危害主要是睡眠中断发生的低氧血症和睡眠结构的破坏。未经治疗的 OSA 极易合并心脑血管、内分泌代谢等多系统、多器官疾病，与焦虑抑郁、认知功能受损及生活质量的降低密切相关，严重者可发生睡眠猝死。

**诊断方式金标准**：用多导睡眠监测 (polysomnography, PSG)，呼吸暂停低通气指数 (apnea-hypopnea index,AHI)  $\geq 5$  次/h 且伴随相关典型症状 (日间嗜睡、疲劳或失眠、苏醒时有喘憋的感觉、打鼾很响或有呼吸暂停等)，或者 AHI 大于等于 15 次/h。



**分级：**一般根据 AHI（主要）和夜间最低血氧饱和度（参考），分为轻度、中度、重度。轻度为 AHI 5~15 次/h，最低血氧饱和度 85~90%；中度为 AHI 15~30 次/h，最低血氧饱和度 80~95%；重度为 AHI>30 次/h，最低血氧饱和度<80%；

图 13：OSA 发病的原理：上呼吸道塌陷导致呼吸阻塞

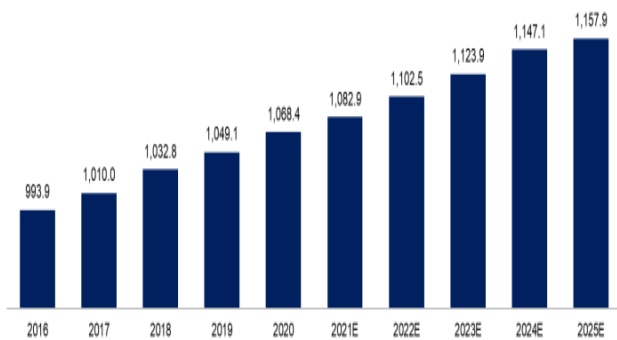


数据来源：ResMed 公告，西南证券整理

预计到 2025 年全球 OSA（30-69 岁）患者超 11.6 亿人。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。根据沙利文推算，中国 OSA 患病率最高，其次是美国、巴西和印度；巴基斯坦、俄罗斯、尼日利亚、德国、法国和日本也进入前 10 名。

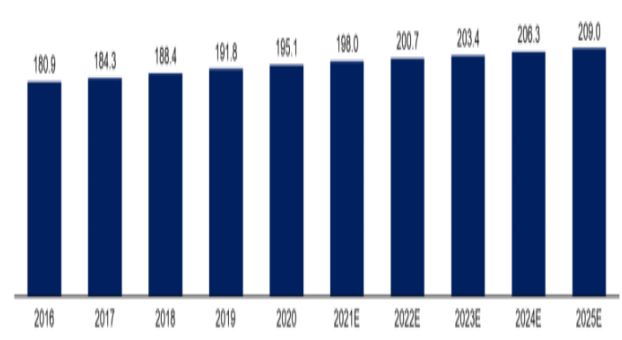
根据沙利文推算，从 2016 年至 2020 年，中国 30-69 岁 OSA 患病人数从 1.8 亿人上升至 2 亿人。预计到 2025 年，中国 OSA 患病人数将增加到 2.1 亿人左右。

图 14：全球 OSA 患病人数（30-69 岁），2016-2025E（百万人）



数据来源：美国睡眠医学会，沙利文，西南证券整理

图 15：中国 OSA 患病人数（30-69 岁），2016-2025E（百万人）



数据来源：美国睡眠医学会，沙利文，西南证券整理

**OSA 治疗：气道正压通气（PAP）已成为一线首选。** OSA 治疗的演变，从外科到 PAP：1981 年以前，主要治疗方法血管切开术，目前外科手术也在发展，可分为三大类耳鼻喉科手术、颌面外科手术、腹外科手术。但外科手术创伤大、恢复慢、费用高，往往作为重症的补充措施，目前各国指南首选治疗方式为无创气道正压通气(positive airway pressure, PAP)。

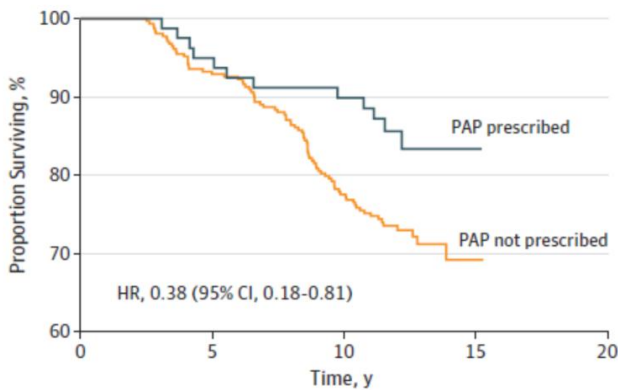
**PAP 适应症：**中国《成人阻塞性睡眠呼吸暂停基层诊疗指南(2018 年)》中 PAP 的适应症包括①中、重度 OSA。②轻度 OSA 但临床症状明显，合并或并发心脑血管疾病、糖尿病等。③OSA 患者围手术期治疗。④经过手术或其他治疗后仍存在的 OSA。⑤OSA 合并慢性阻塞性肺疾病。

**CPAP (持续气道正压通气)、APAP (自动气道正压通气)、BPAP (双水平气道正压通气) 怎么选择?**——首选 CPAP 或者 APAP, 而不是双水平气道正压通气(BPAP)治疗。CPAP 最具性价比, 也是使用最广泛的一种治疗模式。

**PAP 治疗能够大幅降低死亡率, 依从性是 PAP 治疗最大的痛点。**PAP 治疗的效果: 基于美国多中心、392 例患者、11 年随访研究结果 (JAMA, 2019), PAP 治疗能够降低 62% 的死亡风险, 未接受 PAP 治疗的人死亡率是接受治疗的 2 倍 (死亡率分别为 24.7 VS 12.8 每 1000 人)。另外, 基于 JCSM 2019 年研究结果, 每晚多用 1 小时 PAP, 能够减少 8% 的患者就诊次数。

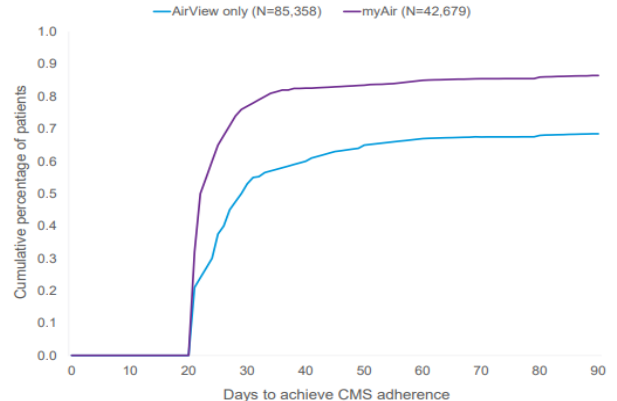
**PAP 的发展方向:** 因为 PAP 无法治愈 OSA, 必须每晚使用一次, 因此依从性是影响 PAP 产品最大的痛点。具体分解为噪音、面罩的舒适性 (人脸贴合度、材料、味道等)、设备便携性 (小型化)、智能水平、SAAS 解决方案对接专业医疗机构等。根据 ResMed 1.37 亿的数据研究发现, SAAS 解决方案 90 天患者的依存度提升 17% 到 87%。

图 16: PAP 治疗降低 62% 的死亡风险



数据来源: Lisan et al., Association of PAP prescription with mortality in patients with obesity and severe OSA. The Sleep Heart Health Study, JAMA Otolaryngol Head Neck Surg 2019, 公司公告, 西南证券整理

图 17: SAAS 解决方案提升患者依从性

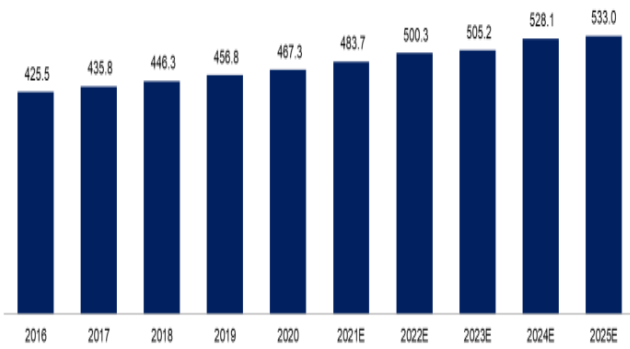


数据来源: Lisan et al., Association of PAP prescription with mortality in patients with obesity and severe OSA. The Sleep Heart Health Study, JAMA Otolaryngol Head Neck Surg 2019, 公司公告, 西南证券整理

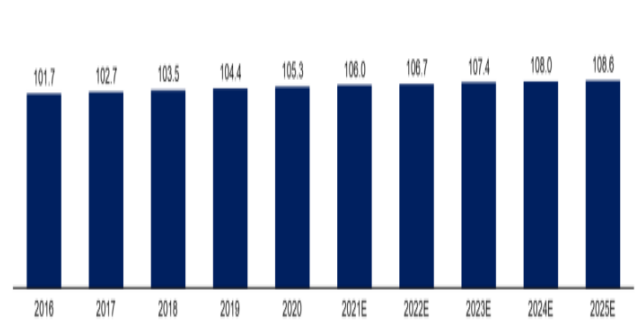
## 2.1.2 慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 疾病

**COPD 的治疗紧迫性较强。**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, 具有患病率高、致残致死率高、病程及治疗周期长、急性加重期住院率高等特征, 已成为全球公认的医疗负担较大的疾病。根据世界卫生组织预计, COPD 将在 2030 年成为全世界第三位主要死因。

**全球 COPD 患者持续增加, 中国 COPD 患者超过 1 亿。**根据 Frost&Sullivan 数据, 2020 年全球 COPD 患者数量约 4.7 亿人, 由于吸烟、空气污染以及职业性灰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。2020 年, 中国 COPD 患者数量高达 1.05 亿人。

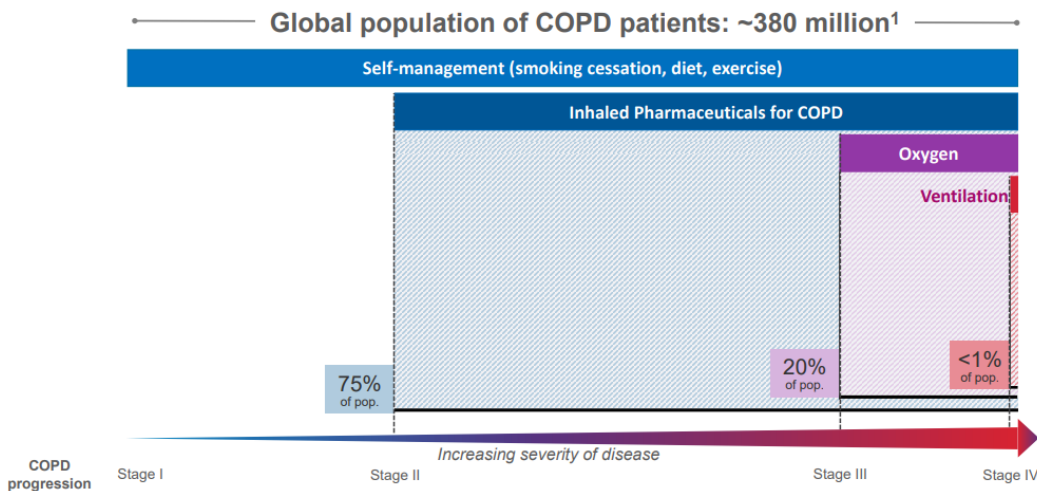
**图 18: 全球 COPD 患病人数, 2016-2025E (百万人)**


数据来源: 沙利文, 西南证券整理

**图 19: 中国 COPD 患病人数, 2016-2025E (百万人)**


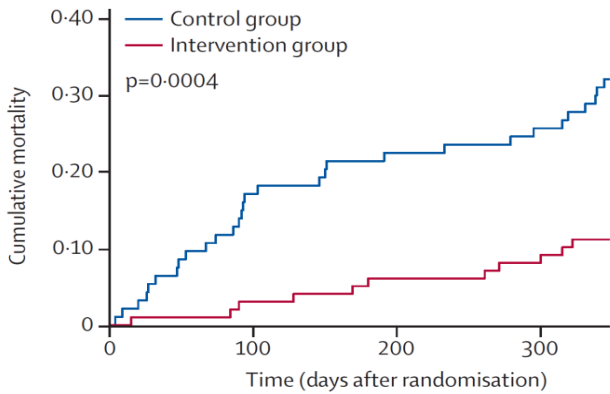
数据来源: 沙利文, 西南证券整理

**COPD 治疗以药物为主, 家用无创通气治疗为非药物治疗的首选。**一般来说, Stage II 以上的患者比例为 75%, 稳定期需要长期药物治疗 (支气管扩张剂、糖皮质激素等)。在更严重的阶段 (Stage III 以上), 非药物治疗是重要补充, 起到协同作用, 临床效果已得到验证, 其中家庭无创通气治疗 (Non-invasive ventilation, NIV) 是非药物治疗的首选。

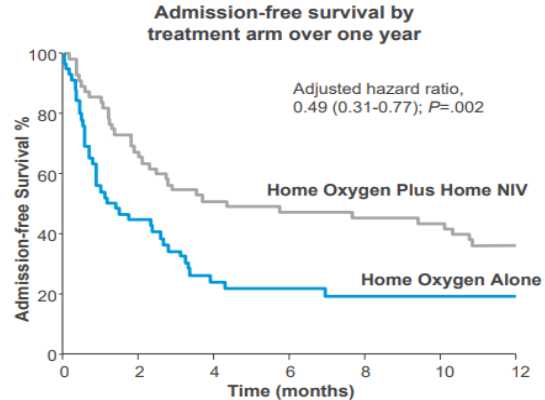
**图 20: COPD 疾病进展与治疗思路**


数据来源: Global and regional estimates of COPD prevalence: Systematic review and meta-analysis, 西南证券整理

**COPD: NIV 和氧疗的治疗效果得到临床验证。**NIV 能够降低 COPD 患者的死亡率: 在 COPD 患者中使用长期无创通气 (NIV) 治疗, 一年内死亡的相对风险降低 (NIV 干预组一年死亡率 12%, 对照组为 33%)。NIV+氧疗能够降低 COPD 的住院率: 将无创通气 (NIV) 与家庭氧疗 (HOT) 相结合, 能够将 COPD 患者住院和死亡率降低 51%, 将再次入院或死亡的时间延长约 90 天, 每个生活质量调整年节省了超过 5 万美元。

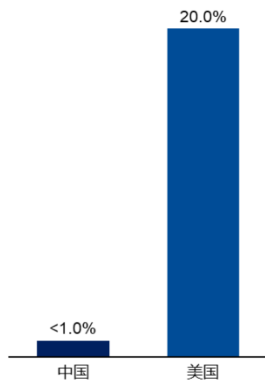
**图 21: NIV 能够降低 COPD 患者的死亡率**


数据来源: 1)Köhnlein et al. Lancet Respir Med 2014; 2)Murphy, Patrick B., et al. JAMA 2017, 西南证券整理

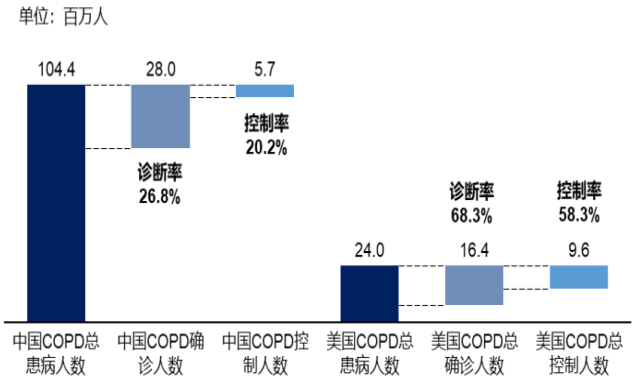
**图 22: NIV+氧疗降低住院率**


数据来源: 1)Köhnlein et al. Lancet Respir Med 2014; 2)Murphy, Patrick B., et al. JAMA 2017, 西南证券整理

**OSA 和 COPD 的疾病诊断率、控制率较低, 后续渗透率有待提升。** OSA 在美国诊断率不到 20%, 国内极低。患者很难将 OSA 的典型症状(如日间嗜睡、疲劳)与睡眠呼吸疾病联系在一起, 导致大众对 OSA 的认知度很低。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。COPD 国内诊断率不足 26.8%, 渗透率有待提升。因对 COPD 疾病认知程度和重视程度不够, 诊断率不足 26.8% (VS 美国 68.3%), 控制率 20.2%, 远低于美国同期指标, 造成死亡人数远超肺癌, 社会负担较重。

**图 23: 2020 年中美两国 OSA 诊断率对比**


数据来源: 沙利文, 西南证券整理

**图 24: 2020 年中美两国 COPD 诊断率对比**


数据来源: 沙利文, 西南证券整理

## 2.2 全球百亿美元慢病市场, 国产机遇到来

### 2.2.1 全球家用呼吸机市场规模

#### (1) 设备

- ✓ **量:** 根据怡和嘉业 2023 半年报数据(年报引用沙利文数据), 怡和嘉业全球家用呼吸机设备市占率(销量口径)从 2020 年的 4.5% (第四名) 增长至 2022 年的 17.7%

(第二名), 根据怡和嘉业招股书及 22 年报数据, 怡和嘉业 20/22 年设备销量分别为 16.4/86 万台, 由此计算 2020/2022 年全球呼吸机销量分别为 364/486 万台。

- ✓ **价:** 根据同口径沙利文数据, 2020 年全球家用呼吸机市场规模为 27.1 亿美元 (出厂价口径), 根据上述销量数据中 2020 年全球呼吸机销量 364 万台计算, 家用呼吸机设备平均出厂价为 743 美元。假设未来平均出厂价保持平稳
- ✓ **市场规模:** 根据上述量价计算 2022 年全球市场规模为 36 亿美元, 受飞利浦产品召回事件影响, 以瑞思迈、怡和嘉业为主的其他厂商份额有所提升, 但瑞思迈因 21、22 年供应链产能限制未能全部满足飞利浦下滑的需求, 进入 23 年随供应链问题逐渐缓解, 我们认为设备市场规模将逐渐恢复到正常需求增长水平, 23-25 年市场规模增速分别为 6%/8%/9%, 26 年以后保持 10% 稳健增长。
- ✓ **各厂商市占率:** 1) 瑞思迈作为全球呼吸机龙头, 在飞利浦召回事件中受益最大, 根据其 22、23 年年报数据, 其市占率分别为 52%/59%, 我们认为瑞思迈 24-25 年市占率仍提升较快, 每年预计提升 2pp, 此后预计每年稳健提升 1%。2) 怡和嘉业: 公司 22 年受益飞利浦事件增速较快, 23 年因公司在美国市场主要采取经销模式, 以消化渠道库存为主, 销量短期承压, 预计 24 年起恢复到正常增长水平。

## (2) 耗材

- ✓ 家用呼吸机领域耗材主要包括面罩、鼻罩、面罩配件以及管路类产品。因耗材类产品种类繁多, 且出厂价差异相对较大, 故预测收入增速。根据沙利文数据以及瑞思迈历年年报数据预测, 耗材类产品收入规模约占设备收入的 60%, 计算 22 年市场规模为 21.7 亿美元。增速预计相较于设备稍慢。
- ✓ 各家市占率: 1) 瑞思迈: 根据其 22、23 年年报数据, 其市占率分别为 60.5%/64%, 我们认为瑞思迈 24 年市占率仍提升较快, 为 1.5%, 此后预计每年稳健提升 1%。2) 怡和嘉业: 公司目前在海外市场仍然处于设备投放成长期, 故其耗材收入占比比较全球龙头略低。

## 备注

- ✓ 怡和嘉业收入单位换算根据 Wind 历史汇率换算
- ✓ 市场规模测算未包含 Saas 软件服务收入规模

根据上述假设, 我们预计 2030 年全球家用呼吸机市场规模约为 111.7 亿美元, 2023-2030 年 CAGR 为 9%, 到 2030 年预计瑞思迈销售市占率约为 70%, 怡和嘉业约为 6.4%。

表 1: 全球家用呼吸机及耗材市场规模以及主要厂家市占率预测

单位 (百万美元)		22A	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
<b>设备</b>										
全球市场规模		3612	3829	4135	4507	4958	5453	5999	6599	7258
瑞思迈	收入	1867	2271	2535	2854	3189	3562	3978	4442	4959
	yoy	16%	22%	12%	13%	12%	12%	12%	12%	12%
	市占率	52%	59%	61%	63%	64%	65%	66%	67%	68%
怡和嘉业	收入	168	151.2	184	223	270	324	387	459	541

单位 (百万美元)		22A	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
	yoy	195%	-10%	22%	21%	21%	20%	19%	19%	18%
	市占率	4.7%	4%	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%	6.4%	6.9%	7.4%
<b>耗材</b>										
全球市场规模		2167	2265	2400	2568	2774	3024	3296	3592	3916
瑞思迈	收入	1310	1454	1577	1713	1878	2077	2297	2540	2808
	yoy	8%	11%	8%	9%	10%	11%	11%	11%	11%
	市占率	60.5%	64%	66%	67%	68%	69%	70%	71%	72%
怡和嘉业	收入	28	31	40	51	69	90	115	143	175
	yoy	21%	10%	29%	26%	35%	31%	27%	25%	23%
	市占率	1.3%	1.4%	1.7%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
<b>合计</b>										
全球市场规模		5779	6093	6535	7075	7732	8477	9294	10191	11174
瑞思迈	收入	3177	3725	4113	4567	5067	5639	6276	6982	7767
	yoy	13%	17%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
	市占率	55%	61%	63%	65%	66%	67%	68%	69%	70%
怡和嘉业	收入	197	182	224	274	339	415	502	602	716
	yoy	144%	-7%	23%	22%	24%	22%	21%	20%	19%
	市占率	3.4%	3.0%	3.4%	3.9%	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%	6.4%
飞利浦	收入	1314	969	485	291	203	183	183	183	183
	yoy	-32%	-26%	-50%	-40%	-30%	-10%	0%	0%	0%
	市占率	23%	16%	7%	4%	3%	2%	2%	2%	2%
其他厂家	收入	1091	1217	1714	1944	2122	2240	2334	2424	2508
	yoy	—	12%	41%	13%	9%	6%	4%	4%	3%
	市占率	19%	20.0%	26.2%	27.5%	27.5%	26.4%	25.1%	23.8%	22.4%

数据来源：瑞思迈年报，怡和嘉业年报，飞利浦年报，沙利文，西南证券整理

## 2.2.2 中国家用呼吸机市场规模

### (1) 设备

- ✓ **量：**根据怡和嘉业 2023 半年报数据（年报引用沙利文数据），怡和嘉业中国家用呼吸机设备市占率（销量口径）从 2020 年的 21.6% 增长至 2022 年的 25.8%，根据招股书及调研数据，怡和嘉业 2020、2022 年国内呼吸机销量分别约为 8.2/13.5 万台。由此计算国内 20/22 年整体销量分别为 38/52.3 万台。我们认为国内市场相较于海外市场发展较晚，且市场以 To C 端为主，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 COPD 诊断率不足 26.8%，控制率 20.2% 远低于美国的 58.3%。由此预计国内市场销量增速快于海外市场，预计 23 年起每年增加 15%。
- ✓ **价：**根据招股书数据，怡和嘉业 2020 年国内呼吸机销售约为 1.9 亿元，根据上述销量数据计算怡和嘉业 2020 年出厂均价为 2345 元，但 2020 年受疫情影响，其中单价较高的双水平肺呼吸机销量占比提升明显，由此带动产品均价提升，预计正常

情况下国产出厂价低于外资，平均出厂价在 2000 元左右。预计未来价格基本保持稳定。

- ✓ **市场规模：**根据上述量价假设，国内 2022 年市场规模为 10.5 亿元，23 年起增速约为 15%。

**(2) 耗材：**目前国内市场相较于海外市场仍处于设备投放成长期，耗材占比相对较低，我们预计随国内市场逐渐拓展，耗材使用占比将加速提升，预计 23-30 年耗材占比从 22% 提升至 50%。

根据上述假设，我们预计 2030 年国内家用呼吸机市场规模约为 48 亿元，2023-2030 年 CAGR 为 18%。

**表 2：中国家用呼吸机及耗材市场规模预测**

单位 (百万元)	22A	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
<b>设备</b>									
市场规模	1046	1203	1383	1591	1829	2104	2419	2782	3200
yoy		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
销量 (万台)	52.3	60.1	69.2	79.5	91.5	105.2	121.0	139.1	160.0
均价	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
<b>耗材</b>									
市场规模	209	265	318	398	512	673	895	1196	1600
yoy		26%	20%	25%	29%	31%	33%	34%	34%
<b>合计</b>									
市场规模	1255	1468	1702	1989	2342	2777	3315	3979	4800
yoy		17%	16%	17%	18%	19%	19%	20%	21%

数据来源：怡和嘉业年报，怡和嘉业招股书，沙利文，西南证券整理

## 2.3 龙二召回事件影响深远，市场格局重塑

2021 年 4 月，飞利浦公告称其关于特定双水平正压通气系统 (Bi-Level PAP)、持续气道正压通气系统 (CPAP) 和机械呼吸机存在潜在健康风险。2021 年 6 月 14 日，因几款特定的双水平正压通气系统 (Bi-Level PAP)、持续气道正压通气系统 (CPAP) 和机械呼吸机设备中所使用的聚酯基聚氨酯 (PE-PUR) 消音泡沫部件存在已知潜在健康风险，最新数据显示飞利浦全球召回呼吸机数量约 550 万台，且飞利浦在 2024 年 1 月宣布停止其呼吸机设备在美国市场销售。由此带来的行业空缺需求巨大，行业格局重塑。我们认为此事件对于怡和嘉业拓展海外市场有积极影响意义。

**表 3：飞利浦呼吸机召回事件时间轴**

时间	事件
2021.4	飞利浦公告其呼吸机组件存在质量问题，拨款 2.5 亿欧元解决
2021.6	飞利浦发布召回通知，因其双水平正压通气 (Bi-Level PAP)、持续正压通气 (CPAP) 和机械呼吸机设备中的聚酯基聚氨酯 (PE-PUR) 消音泡沫组件可能存在降解风险影响患者健康。涉及数量约 300 万-400 万台
2021.7	美国食品药品监督管理局 (FDA) 将飞利浦公司召回的呼吸设备和呼吸机列为第 I 类召回，这是最严重的召回类型
2021.8	FDA 官网公告因存在接收低氧的风险，飞利浦再次召回一批呼吸机。在全球范围内，这些设备有其中一半以上销往美国，另有

时间	事件
	一些在荷兰等地销售。在我国飞利浦呼吸机设备的召回级别仍为二级召回，召回数量为 109044 台。飞利浦宣布在处理召回事件时不再接受睡眠治疗系统的新订单。
2021.9	飞利浦经 FDA 批准后启动返工，包括用新材料替换 PE-PUR 消音泡沫，以及开始用 DreamStation 2 CPAP 设备替换美国部分受影响的第一代 DreamStation CPAP 设备，预计 12 个月内完成维和更换计划。
2022.1	飞利浦在全球范围内呼吸机的召回扩大至 520 万台，召回成本增加 2.25 亿欧元
2022.4	新增三款呼吸机召回，包括 V60、V60Plus 和 V680
2024.1	飞利浦与 FDA、DOJ 就同意令条款达成一致，在满足同意令的相关要求之前，飞利浦伟康不会在美国销售新的 CPAP 或 BiPAP 睡眠治疗设备或其他呼吸护理设备

数据来源：飞利浦官网，CDE，FDA，西南证券整理

### 3 公司分析：产品比肩瑞思迈，联合 RH 布局海外

#### 3.1 全面布局呼吸健康领域，产品创新迭代升级

设备、耗材、服务整体解决方案全面布局，产品线齐全。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。

图 25：怡和嘉业产品矩阵

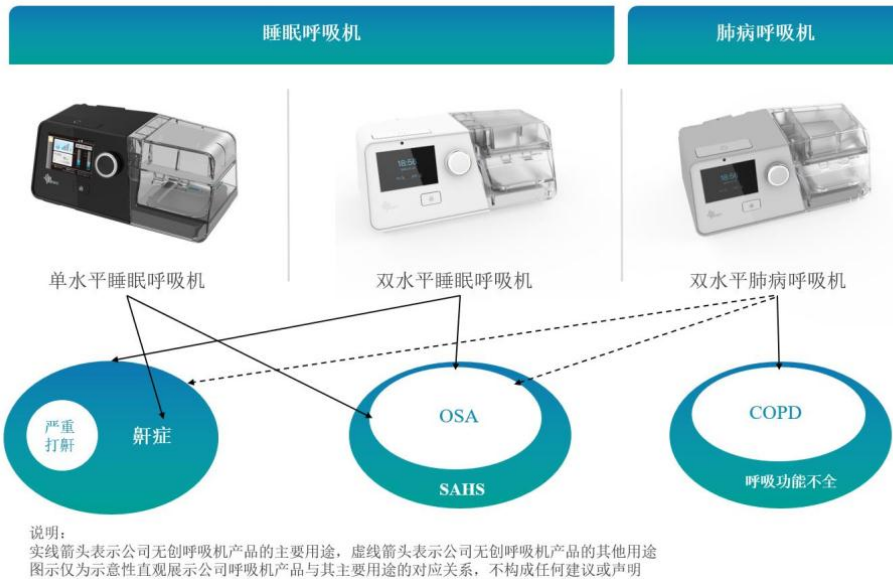


数据来源：公司年报，西南证券整理

家用无创呼吸机具体细分为睡眠呼吸机以及肺病呼吸机。睡眠呼吸机又根据产生持续正压力的数量分为单/双水平无创呼吸机。肺病呼吸机目前均为双水平。从适应症上看，睡眠呼吸机主要应用在 OSA 以及 COPD 中，肺病呼吸机主要应用在 COPD 中。



图 26：家用无创呼吸机使用场景



数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 积极布局医用呼吸诊疗产品

- ✓ 睡眠监测仪：睡眠监测仪产品包括睡眠呼吸初筛仪以及多导睡眠呼吸监测仪，其中睡眠呼吸初筛仪通过检测睡眠呼吸事件对受检者进行多场景 SAHS 的筛查；多导睡眠呼吸监测仪通过检测受检者睡眠过程中的血氧饱和度、口鼻气流、胸腹呼吸、鼾声等生理参数并显示呼吸机输出的 CPAP 压力辅助医生在医院、睡眠中心、诊所等场景下对 SAHS 进行诊断。
- ✓ 高流量湿化氧疗仪：高流量湿化氧疗仪产品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对患者进行有效的治疗。
- ✓ R 水平无创呼吸机（医用）：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，并具有高流量湿化氧疗功能。

**产品持续创新迭代升级。**公司从 2007 年呼吸机 G1 代到最新的 E5 系列产品经历了 5 次迭代更新，兼具软硬件改进。具体看硬件方面，公司产品体积、重量逐渐减小，加湿、加热管路设计逐渐合理，便捷程度提升，用户交互操作界面逐渐友好。软件方面，逐渐完善智能互联、蓝牙连接等功能。

面罩耗材方面，主要更新设计包括单层硅胶设计、搭扣升级、排气孔设计、头带设计、开放式设计（匹配不同型号呼吸机）、增加保湿滤芯和静音滤棉等方面。

**图 27：怡和嘉业家用无创呼吸机产品迭代历程**

产品代型	最早上市时间	产品概况	产品图片
G1	2007年	G1代产品： 1. 实时监测潮气量、呼吸频率、分钟通气量和漏气量 2. 实时检测呼吸暂停、低通气、打鼾以及气流受限等呼吸事件 3. 自动调节输出压力，保持所需的较低治疗压力，提高患者顺应性 4. 配备湿化器，提高患者舒适度	
G2	2014年	G2代产品，较G1区别： 1. 可选配外部无线模块 2. 加湿器水罐加热方式提高患者舒适度 3. 支持血氧监测 4. 增加了温湿度传感器 5. 支持LCD液晶彩色显示屏	
G2S	2018年	G2S代产品，在主要部件及功能、性能方面基本与G2保持一致，主要区别为： 1. 主机和湿化器一体化设计 2. 抽屉式水箱，更便于装水和清洁 3. 加热板一体化加湿器，提高容量和舒适度 4. 按钮操作面板，更加清晰的用户界面	
G3	2019年	G3代产品，较G2S区别： 1. 体积减小39%，重量下降32% 2. 内置无线模块 3. 支持加热管路 4. 全新的交互界面 5. 支持搭配指夹式、指套式、缠绕式血氧组件 6. 倾斜的设计，提升人机交互	
Mimi	2020年	Mimi代产品 1. 迷你型呼吸机，体积小巧，外形美观 2. 触摸按键，环形灯带反馈，全新的交互体验 3. 极简风格的无屏操作 4. 专属手机APP控制软件，可进行参数调整，查看数据，并进行呼吸机固件升级 5. 底部防滑阻尼设计 6. 调压灵敏度升级适配不同敏感度人群	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**瑞思迈呼吸机迭代至 Air sense 11 系列，全面升级软硬件设施。**

- ✓ 声音输出：理论上，Air Sense11 的噪音为 27 分贝，而 Air Sense 10 的噪音为 26.6 分贝。实际使用上这些机器的声音级别之间的差异实际上并不明显，并且两者都被认为是最安静的 CPAP 机器之一。
- ✓ 尺寸和重量：Air Sense 11 比 Air Sense 10 轻 0.25 磅，尺寸更小。
- ✓ 重新设计的水槽：Air Sense 11 的新型加湿器室可容纳与上一代产品相同的水量，但高度更短、底座更宽。它与 Air Sense10 不兼容，Air Sense 10 的水室也不与 Air Sense 11 兼容。
- ✓ 导航和显示：Air Sense 11 放弃了 Air Sense 10 的滚轮和主页按钮，转而采用全触摸屏操作。两台机器的顶部都有一个易于使用的“治疗开始”按钮，并且都配有自动调光彩色液晶显示屏。
- ✓ 新电源：Air Sense 11 配备了更时尚、更节能的 65W 电源
- ✓ 总体设计：从视觉上看，Air Sense 11 比 Air Sense 10 更时尚、更现代

**表 4：瑞思迈呼吸机产品更新对比**

指标	Air Sense 11	Air Sense 10
尺寸	3.72 英寸 x 10.21 英寸 x 5.45 英寸	4.57 英寸 x 10.04 英寸 x 5.91 英寸
重量（仅机器）	2.49 磅	2.75 磅
电源适配器	65W	95W
最大作业高度	9870'	8500'
储存温度范围	-13°F 至 +158°F	-4°F 至 +140°F
针对女性设备算法	内置	独立设备
软件算法 e	可从低压水平开始逐渐增加到最佳，同时测量面罩的漏气情况； 自动更新；护理登记；个人治疗助理	不具备
加湿槽	较 10 代高度更短、底座更宽	——
噪音	27 分贝	26.6 分贝
交互界面	全触摸屏操作	包括滚轮与主页按钮

数据来源：瑞思迈官网，西南证券整理；备注：由于生理差异，女性在 CPAP 治疗期间通常需要与男性不同水平的气流。以前需要一台单独的“*For Her*”机器，而 AirSense 11 集成了女性专用算法，这是同类中唯一的算法，可以在一台设备中为女性和男性提供专用的治疗模式

怡和嘉业与瑞思迈产品从指标数据上差异较小。目前怡和嘉业最新系列产品与瑞思迈产品在多数指标上无明显差异，在部分指标上差异较小，公司产品力正逐渐显现。

**表 5：怡和嘉业与瑞思迈呼吸机产品对比**

指标	Air Sense 11	E5 系列
厂商	瑞思迈	怡和嘉业
重量（仅机器）	1.1kg	1.5kg
噪音	27 分贝	28 分贝
交互界面	全触摸屏操作	3.5 寸屏/4.3 寸触摸、飞梭旋钮

数据来源：瑞思迈官网，怡和嘉业官网，西南证券整理；

### 3.2 联合 RH 布局海外市场

**联合 RH (3B) 公司拓展北美市场。**公司于 2010 年 8 月开始与 3B 公司开展合作。根据公司与 3B 公司签署的《独家联合品牌及共同经销协议》的相关规定，3B 公司拥有在美国和加拿大销售公司用于治疗睡眠呼吸障碍的睡眠治疗设备的专有权。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。2022 年 5 月 3B Medical 宣布改名为 React Health,同时宣布引入 Clint Geffert 为公司商务运营总裁，其此前在飞利浦就职。

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的生产，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。从销售价格和信用政策看，海外销售价格主要根据当地市场情况相应制定，考虑因素包括出口国家市场竞争情况、当地市场开发需要、当地医保政策等。公司对 3B 公司的产品销售价格与对其他海外经销商的产品销售价格相比存在一定差异，但处于合理区间。

**表 6：前五大客户中的境外经销商在销售价格和信用政策**

经销商名称	经销商所在国家	是否已纳入医保目录	开始合作时间	单水平睡眠机 (元/台)	双水平睡眠机 (元/台)	通气面罩 (元/个)	信用政策
RH (3B)	美国	是	2010	898	1907	114	赊销额度 400 万美元, 180 天账期
ECE MEDIKAL	土耳其	是	2014	713	803	65	信用证结算、无账期
LHBEHL	巴西	否	2013	936	1670	110	赊销额度 150 万美元, 180 天账期
Lingo logistics	中国香港	-	2020	-	-	199	无信用期
SMDAR	法国	是	2016			132	赊销额度 70 万美元, 120 天账期

数据来源：怡和嘉业招股书，西南证券整理

## 4 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：随海外渠道库存消化，国内市场持续拓展，预计公司 2024-2026 年家用呼吸机设备销量增速分别为 15%、16%、17%。

假设 2：随着家用呼吸机设备销量增长，相关耗材业务随之快速增长，2024-2026 年预计销量增速分别为 20%/22%/25%。

假设 3：医用产品方面，预计随公司新产品迭代持续放量，预计 2024-2026 年收入增速分别为 30%/30%/30%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 7：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
家用呼吸机设备	收入	853	980	1137	1331
	增速	-27.2%	15.0%	16.0%	17.0%
	毛利率	39.9%	39.9%	39.9%	39.9%
耗材	收入	195	233	285	356
	增速	-1.7%	20.0%	22.0%	25.0%
	毛利率	65%	65%	65%	65%
医用产品	收入	72	94	122	159
	增速	65.4%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	收入	3	3	4	5
	增速	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	1,122	1,311	1,548	1,850
	增速	-20.7%	16.8%	18.1%	19.5%
	毛利率	46.1%	46.1%	46.1%	46.1%

数据来源：Wind，西南证券

## 5 风险提示

产品销售不及预期风险；研发进度不及预期风险；汇率波动风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1122.42	1311.36	1548.31	1850.11	净利润	299.83	344.69	408.51	484.97
营业成本	604.52	706.69	834.38	997.02	折旧与摊销	13.88	8.64	8.64	12.44
营业税金及附加	6.43	7.51	8.87	10.60	财务费用	-4.11	-7.10	-9.82	-12.28
销售费用	106.61	65.57	77.42	92.51	资产减值损失	-10.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	40.28	39.34	46.45	55.50	经营营运资本变动	-163.45	0.45	-57.22	-57.89
财务费用	-4.11	-7.10	-9.82	-12.28	其他	15.20	-27.43	-22.73	-25.00
资产减值损失	-10.23	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>151.11</b>	<b>319.25</b>	<b>327.38</b>	<b>402.25</b>
投资收益	57.17	26.80	26.54	26.10	资本支出	-15.01	-9.57	3.11	-139.73
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	316.91	26.80	26.54	26.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>301.90</b>	<b>17.23</b>	<b>29.65</b>	<b>-113.63</b>
<b>营业利润</b>	<b>337.81</b>	<b>386.15</b>	<b>457.55</b>	<b>542.86</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.78	-2.14	-2.45	-2.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>334.03</b>	<b>384.00</b>	<b>455.10</b>	<b>540.29</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	34.20	39.32	46.60	55.32	支付股利	-128.00	-59.47	-68.36	-81.02
净利润	299.83	344.69	408.51	484.97	其他	-11.76	-3.25	9.82	12.28
少数股东损益	2.49	2.86	3.39	4.03	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-139.76</b>	<b>-62.72</b>	<b>-58.55</b>	<b>-68.74</b>
归属母公司股东净利润	297.34	341.82	405.11	480.94	<b>现金流量净额</b>	<b>312.84</b>	<b>273.76</b>	<b>298.49</b>	<b>219.88</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	670.35	944.11	1242.60	1462.48	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	140.63	134.76	167.75	202.06	销售收入增长率	-20.70%	16.83%	18.07%	19.49%
存货	118.01	137.96	160.89	193.64	营业利润增长率	-22.48%	14.31%	18.49%	18.64%
其他流动资产	1861.78	1870.08	1880.49	1893.75	净利润增长率	-21.31%	14.96%	18.52%	18.72%
长期股权投资	12.74	12.74	12.74	12.74	EBITDA 增长率	-18.63%	11.54%	17.72%	18.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	35.40	51.64	72.32	196.41	毛利率	46.14%	46.11%	46.11%	46.11%
无形资产和开发支出	6.30	-7.95	-39.31	-35.04	三费率	12.72%	7.46%	7.37%	7.34%
其他非流动资产	73.33	72.26	71.19	70.12	净利率	26.71%	26.28%	26.38%	26.21%
<b>资产总计</b>	<b>2918.54</b>	<b>3215.61</b>	<b>3568.68</b>	<b>3996.16</b>	ROE	10.76%	11.22%	11.97%	12.71%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.27%	10.72%	11.45%	12.14%
应付和预收款项	70.61	120.18	132.40	155.03	ROIC	106.45%	94.02%	99.08%	87.15%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.97%	29.56%	29.48%	29.35%
其他负债	61.00	23.28	23.99	24.88	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>131.62</b>	<b>143.46</b>	<b>156.38</b>	<b>179.91</b>	总资产周转率	0.38	0.43	0.46	0.49
股本	64.00	64.00	64.00	64.00	固定资产周转率	35.77	40.43	58.37	89.76
资本公积	1772.83	1772.83	1772.83	1772.83	应收账款周转率	10.48	11.76	12.85	12.48
留存收益	942.47	1224.82	1561.57	1961.49	存货周转率	3.76	5.52	5.55	5.58
归属母公司股东权益	2779.29	3061.65	3398.40	3798.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.97%	—	—	—
少数股东权益	7.64	10.50	13.90	17.93	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2786.93</b>	<b>3072.15</b>	<b>3412.30</b>	<b>3816.24</b>	资产负债率	4.51%	4.46%	4.38%	4.50%
负债和股东权益合计	2918.54	3215.61	3568.68	3996.16	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	24.86	24.88	25.19	23.37
					速动比率	23.81	23.77	24.02	22.16
					股利支付率	43.05%	17.40%	16.88%	16.85%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	347.57	387.69	456.38	543.02	每股收益	4.65	5.34	6.33	7.51
PE	18.54	16.13	13.61	11.46	每股净资产	43.43	47.84	53.10	59.35
PB	1.98	1.80	1.62	1.45	每股经营现金	2.36	4.99	5.12	6.29
PS	4.91	4.20	3.56	2.98	每股股利	2.00	0.93	1.07	1.27
EV/EBITDA	8.57	6.95	5.25	4.00					
股息率	2.32%	1.08%	1.24%	1.47%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎暘	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---