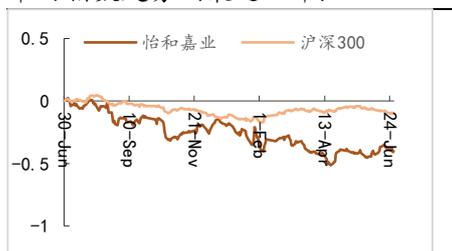


评级： 增持

王斌
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话：86-10-81152644

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	62.20
一年内最高/最低价（元）	109.50/50.36
市盈率（当前）	29.06
市净率（当前）	1.41
总股本（亿股）	0.90
总市值（亿元）	55.73

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **怡和嘉业：业绩实现跨越式增长的国内家用呼吸机行业龙头，出口业务拐点初现。**公司是集自主研发、生产、销售及相关服务于一体的国内呼吸健康领域医疗设备和耗材龙头企业，能够为 OSA 和 COPD 患者提供治疗和呼吸健康慢病管理服务。凭借海外和国内市场双轮驱动，公司近年来业绩实现了跨越式增长。2024 年 1 月，飞利浦宣布将在美国地区停止销售包括医用呼吸机、家用呼吸机在内的呼吸业务线重要产品，我们认为家用呼吸机行业的竞争格局将发生重大变化，公司有望借助该项契机实现全球市占率的持续提升。2023 年 Q2 以来由于渠道库存消化影响，公司业绩承压，通过复盘行业龙头瑞思迈业绩趋势和海关出口数据，我们认为目前美国家用呼吸机市场渠道库存去化良好，动销逐步恢复常态。2024 年 Q1 公司业绩初现拐点，我们认为随着渠道库存压力在逐渐消退，美国市场需求有望自 2024 年 3 季度起逐步改善，带动公司出口业务重回较快增长。
- **国内市场仍有较大增长空间，产品结构优化助力盈利能力提升。**近年来公司国内收入也呈现出快速增长态势，主要受益于疫情后社会大众对于呼吸系统疾病和慢性病防治意识提升。与美国相比，中国 OSA 和 COPD 的诊断率和治疗率均偏低，未来仍有较大提升空间，家用呼吸机保有量仍有较大提升空间。从收入结构看，目前公司高毛利率的耗材业务收入占比仍然低于瑞思迈，未来随着推广力度加大和设备保有量提升，耗材收入占比增加有望带动公司盈利能力提升。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 12.62 亿元、14.97 亿元和 17.78 亿元，同比增速分别为 12.4%、18.6%和 18.8%；归母净利润分别为 3.42 亿元、4.10 亿元和 4.83 亿元，同比增速为 15.1%、19.9%和 17.7%，以 6 月 28 日收盘价计算，对应 PE 分别为 16.3、13.6 和 11.5 倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**美国市场恢复进度和持续性低于预期；国内销售增速低于预期；贸易争端风险等。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	11.22	12.62	14.97	17.78
营收增速（%）	-20.7%	12.4%	18.6%	18.8%
归母净利润（亿元）	2.98	3.42	4.10	4.83
归母净利润增速（%）	-21.8%	15.1%	19.9%	17.7%
EPS(元/股)	4.65	3.82	4.58	5.39
PE	18.7	16.3	13.6	11.5

资料来源：Wind，首创证券

1. 怡和嘉业：业绩实现跨越式增长的国内家用呼吸机行业龙头

怡和嘉业是集自主研发、生产、销售及相关服务于一体的国内呼吸健康领域医疗设备和耗材龙头企业。公司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、制氧机等，并提供呼吸健康慢病管理服务。公司核心产品为家用无创呼吸机，主要用于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）患者的治疗，目前已经通过美国 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。

表 1 公司产品线基本情况

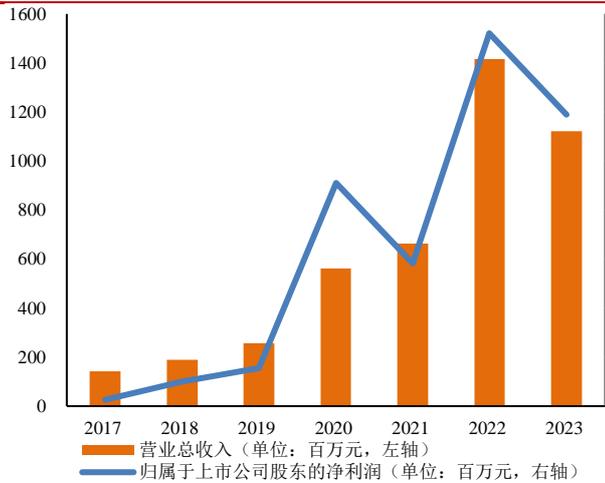
产品线	产品类别
家用无创呼吸机产品	单水平睡眠呼吸机、双水平睡眠呼吸机、双水平肺病呼吸机
耗材产品	全脸面罩、鼻面罩、鼻垫式面罩、呼吸管路
睡眠监测仪	睡眠呼吸初筛仪、多导睡眠呼吸监测仪
高流量湿化氧疗仪	H-80 系列高流量湿化氧疗仪
医用双水平无创呼吸机	呼吸机 R 系列双水平无创呼吸机
制氧机	分子筛制氧机
雾化器	网式雾化器

资料来源：公司公告，首创证券

2017年至2023年，公司总营业收入从1.42亿元增长到11.22亿元，GAGR为41.12%；归属于上市公司所有者的净利润从700万元增长到2.97亿元，GAGR为88.99%。2022年公司业绩呈现出加速增长态势，主要是由于飞利浦呼吸机及相关产品自2021年起因质量问题，召回事件频发，患者对于其他品牌呼吸机及相关产品需求量增加，2022年公司海外收入达到11.99亿元，同比增长158.68%。根据最新沙利文数据，公司家用无创呼吸机在全球市场市占率和排名由2020年的4.5%（第四名）提升至2022年的17.7%（第二名），2019年至2022年，公司呼吸机销量从12.41万台增长至85.98万台，实现了跨越式发展。2023年由于飞利浦产品在限定时间进行召回的偶发性影响消退，带来了一定程度渠道库存消化压力，公司呼吸机销量和海外业务收入虽然同比有所下滑，但仍然处于近年来较高水平。

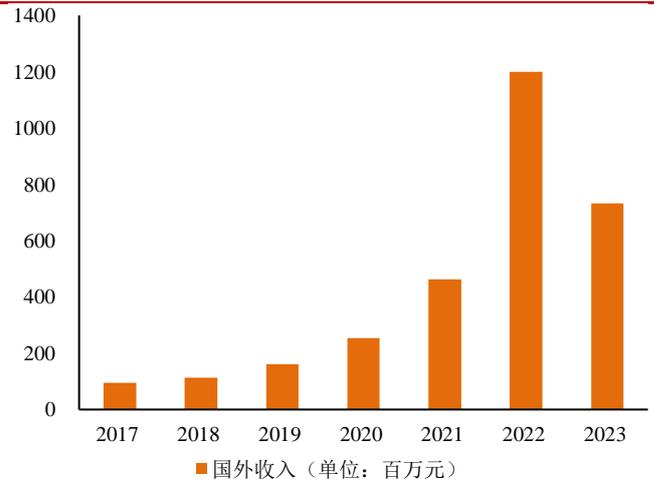
2024年1月，飞利浦宣布将在美国地区停止销售包括医用呼吸机、家用呼吸机在内的呼吸业务线重要产品，后续将专注于包括面罩在内的耗材和配件的销售，不再销售医院呼吸机产品、某些家用呼吸机产品、便携式和固定式制氧机以及睡眠诊断产品。根据沙利文统计，2020年飞利浦在全球家用呼吸机市场中市占率（按销售金额拆分）为37.80%，仅次于瑞思迈。我们认为，飞利浦召回事件后，美国FDA对于家用呼吸机的注册和审评标准将有所提高，新产品注册周期和难度进一步加大。另一方面，美国呼吸机市场已经较为成熟，外国品牌较难进入，具有较高的壁垒。针对美国市场现状，公司早在2010年就与3B公司（现更名为RH公司）开展合作，签署了《独家联合品牌及共同经销协议》，由该公司负责公司产品在美国市场的推广。由于前期具有较好的市场销售渠道和品牌声誉积累，我们认为飞利浦退出美国市场后，家用呼吸机行业竞争格局将发生重大变化，公司有望借助该项契机实现全球市占率的持续提升。

图 1 公司近年来整体业绩情况



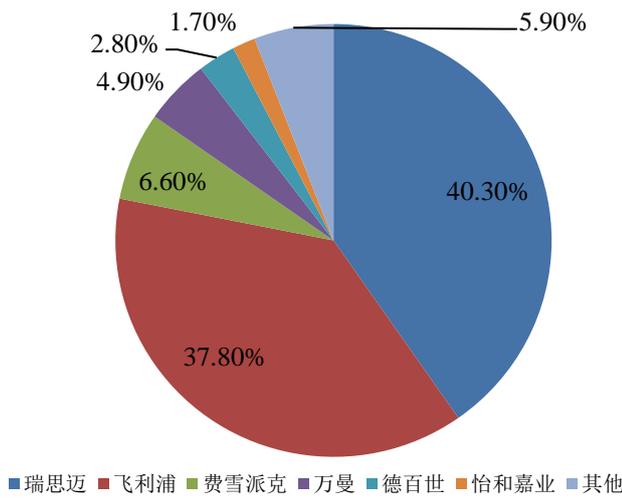
资料来源：公司公告，首创证券

图 2 公司近年来海外业务收入情况



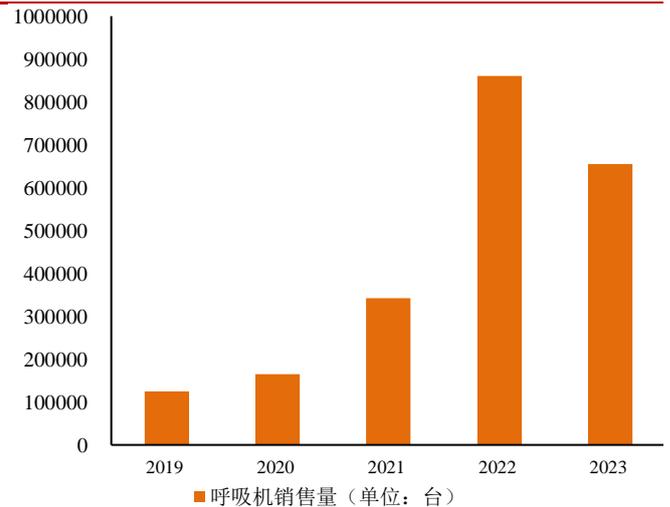
资料来源：公司公告，首创证券

图 3 2020 年全球家用呼吸机竞争格局（按销售额拆分）



资料来源：公司公告，首创证券

图 4 公司近年来呼吸机销量情况



资料来源：公司公告，首创证券

表 2 飞利浦呼吸机及面罩召回情况梳理

时间	事件
2021 年 6 月	针对某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) 和机械呼吸器设备发布了召回通知，以应对这些设备中所使用的聚酯基聚氨酯 (PE-PUR) 消音泡沫部件相关的已知潜在健康风险。
2022 年 9 月	由于严重的安全问题，飞利浦召回了某些用于双水平气道正压通气呼吸机和持续气道正压通气的面罩，此次召回涉及超过 1700 万个面罩。
2022 年 11 月	FDA 指出飞利浦更换过的部分呼吸机可能出现消音泡沫松动，涉及到的呼吸机型号为 Trilogy 100/200，在最初召回的 550 万台呼吸设备中约占 3%，约 16.5 万台设备。
2023 年 9 月	飞利浦在持续气道正压通气系统 (CPAP) 的集体诉讼中达成首次和解。
2023 年 10 月	FDA 要求飞利浦对召回呼吸机进行额外测试，以全面评估这些召回设备对用户构成的风险。

2024年1月

飞利浦将调整公司在美国地区的睡眠及呼吸业务线产品结构，其中，飞利浦在公告中表示将在美国地区停止销售包括医用呼吸机、家用呼吸机在内的呼吸业务线重要产品。飞利浦伟康（Respironics）将专注于包括面罩在内的耗材和配件的销售，不再销售医院呼吸机产品、某些家用呼吸机产品、便携式和固定式制氧机以及睡眠诊断产品。

资料来源：飞利浦，腾讯网，健康界，医药经济报，上海医疗器械行业协会，首创证券

2. 渠道库存去化接近尾声，美国市场需求有望逐步恢复

瑞思迈是家用呼吸机行业龙头，美国、加拿大和拉丁美洲区域是其市场，2023年财年来自于该区域的收入占比为59%，因此其业绩趋势可以体现出美国市场家用呼吸机终端需求状况。2022Q2至2023Q1，瑞思迈各季度收入环比均保持平稳增长，但2023Q2至2023Q3季度收入环比增速出现明显放缓，我们认为主要是由于消化渠道库存影响。2023Q4至2024Q1，公司季度收入环比恢复增长，存货金额出现下降，我们认为体现出美国家用呼吸机市场渠道库存去化良好，动销逐步恢复常态。

图 5 近年来瑞思迈各季度收入和环比增速情况

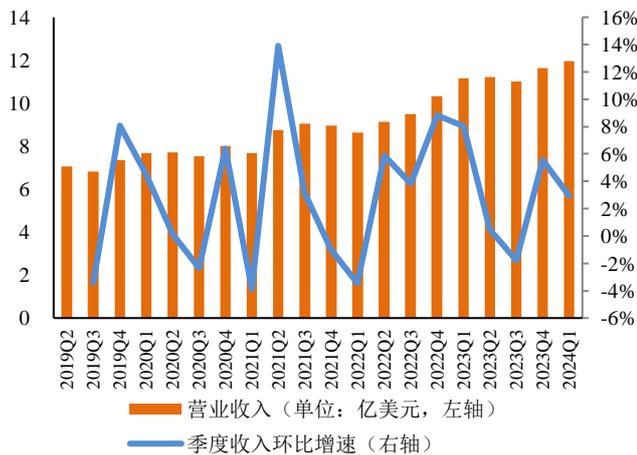
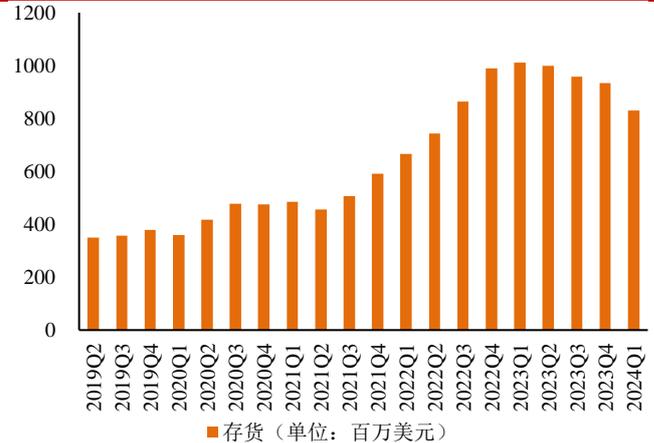


图 6 近年来瑞思迈各季度存货情况



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

2023年2季度起，受到消化渠道库存因素影响，公司单季度收入和利润出现持续下滑。2024年1季度，公司实现营业收入1.92亿元，环比提升8.45%；归属于上市公司股东的净利润为4991.38万元，环比提升85.80%，业绩拐点初现。从海关数据来看，无创呼吸机月度出口金额目前也呈现出底部企稳态势。我们认为公司目前库存压力在逐渐消退，美国市场需求有望自2024年3季度起逐步改善。

图 7 近年来公司各季度收入情况

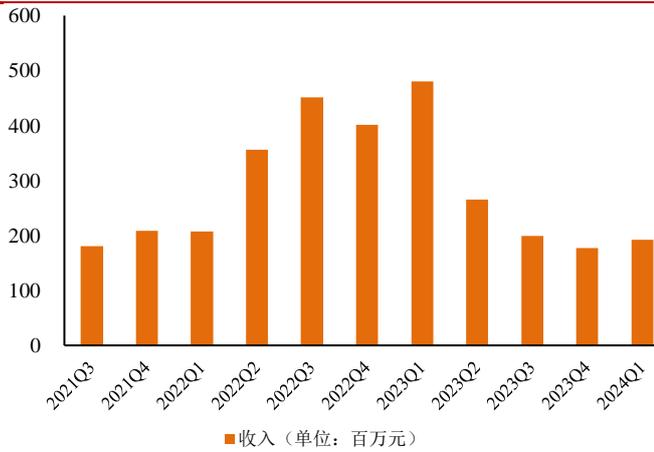
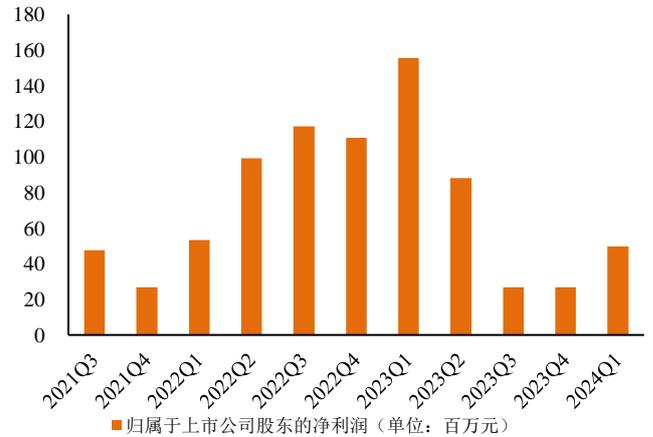


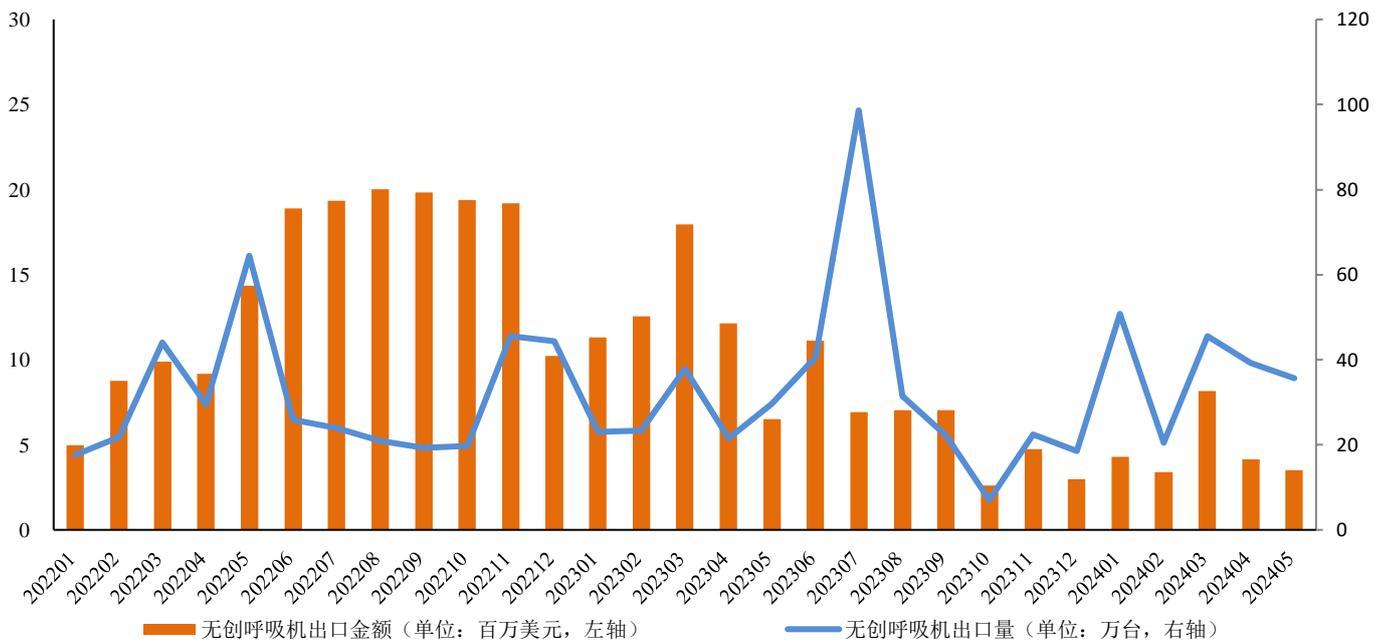
图 8 近年来公司各季度利润情况



资料来源: 公司公告, 首创证券

资料来源: 公司公告, 首创证券

图 9 2022 年以来北京地区无创呼吸机(代码 90192020) 出口情况



资料来源: 海关总署, 首创证券

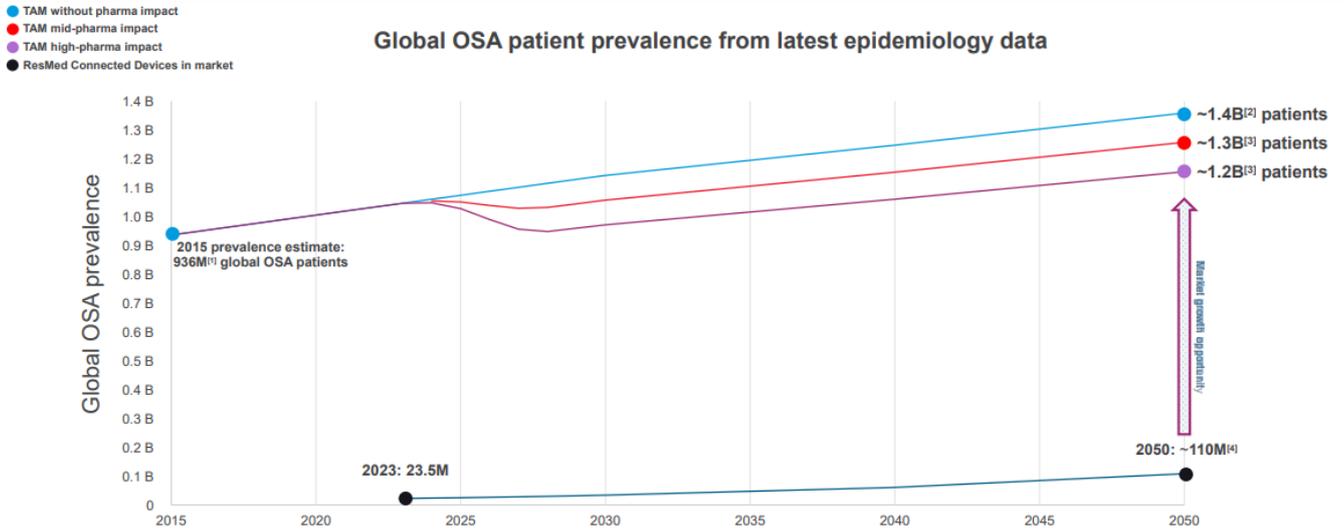
3. 全球家用呼吸机市场有望继续保持稳健增长, GLP-1 类药物对 PAP 治疗影响偏正面

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, 全球对家用无创呼吸机的需求也逐年增长。根据沙利文的统计, 2016 年, 全球家用无创呼吸机市场规模约为 17.1 亿美元, 2020 年达到 27.1 亿美元, 2016-2020 年 GAGR 为 12.23%; 2025 年市场规模有望达到 55.8 亿美元, 2020-2025 年 GAGR 为 15.53%。

根据瑞思迈的测算, 2023 年瑞思迈家用呼吸机保有量为 2350 万台, 根据历史增速数据推算, 预计到 2050 年将增长到 1.1 亿台。同时瑞思迈针对减重药物使用对于 OSA

患者数量的影响进行了情景分析；在悲观情景下，到 2050 年预计全球 OSA 患者仍有 12 亿人，家用呼吸机保有量渗透率仍有较大提升空间。

图 10 瑞思迈对自产家用呼吸机保有量及全球 OSA 患者数量的预测



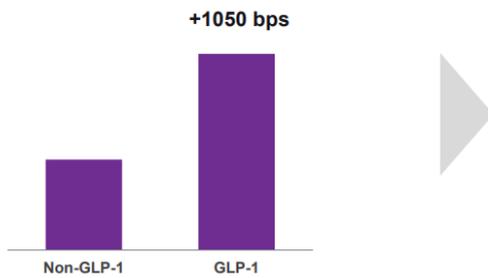
资料来源：瑞思迈，首创证券

根据对睡眠呼吸暂停(OSA)人群的真实世界数据分析显示，GLP-1 药物使用与气道正压通气(PAP)治疗之间存在显著正相关，被诊断为 OSA 并使用 GLP-1 药物的患者开始 PAP 治疗的可能性与未使用 GLP-1 药物的患者高出 10.5%。此外被诊断为 OSA 并使用 GLP-1 药物的患者，在 1-2 年后再开始使用 PAP 治疗的概率更高。因此我们认为，全球家用呼吸机市场有望继续保持稳健增长，GLP-1 类药物对 PAP 治疗影响偏正面。

图 11 GLP-1 类药物使用对于初始 PAP 治疗率的影响

GLP-1 initiated^{1,2} vs. non-GLP-1 initiated OSA patients¹

Likely to initiate PAP therapy³



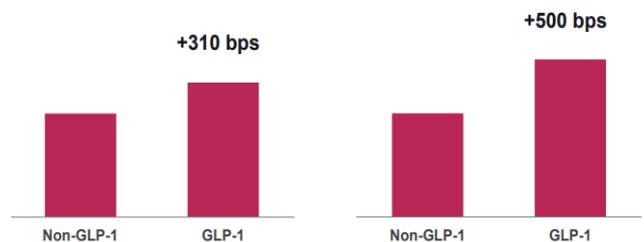
资料来源：瑞思迈，首创证券

图 12 GLP-1 类药物使用对于联用 PAP 治疗率的影响

GLP-1 initiated^{1,2} vs. non-GLP-1 initiated OSA patients¹

PAP resupply rates⁴
1-year post-setup

PAP resupply rates⁴
2-years post-setup



资料来源：瑞思迈，首创证券

4. 国内市场仍有较大增长空间，产品结构优化助力盈利能力提升

近年来公司国内收入也呈现出快速增长态势,2017年至2023年GAGR为42.21%。2023年国内收入达到3.89亿元,同比增速为80.01%,主要受益于疫情后社会大众对于呼吸系统疾病和慢性病防治意识提升。2020年公司在国内家用无创呼吸机市场中,销售金额占比仅为15.6%,销量占比为21.6%,2022年公司在国内市场销量占比达到25.8%,保持国内无创呼吸机品牌中国市场排名第一的行业地位。目前中国OSA的诊断率,COPD的诊断率和控制率与美国相比存在较大差距,我们认为随着OSA和COPD患者诊断率提升和慢病管理方式的普及,国内家用呼吸机保有量仍有较大提升空间,公司作为国内家用呼吸机头部企业,有望持续受益。

图 13 近年来公司国内收入情况

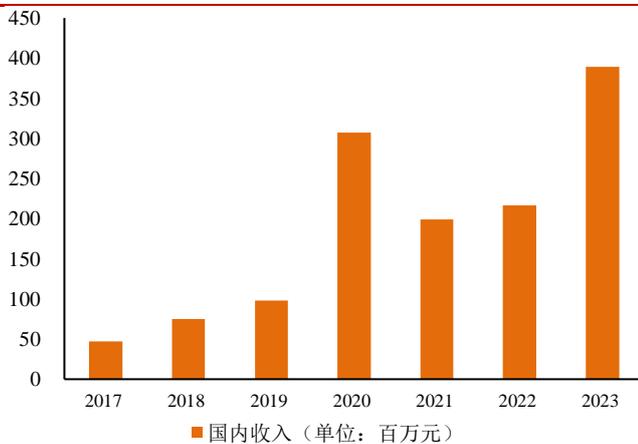
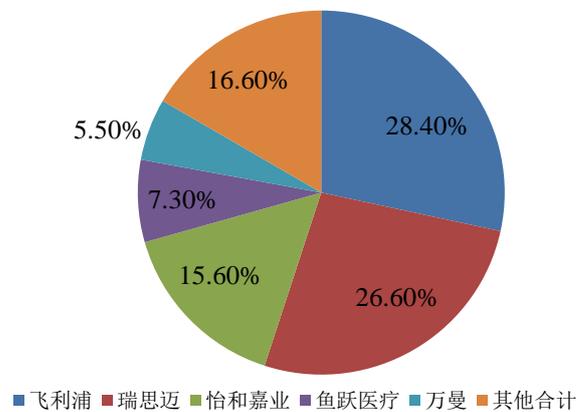


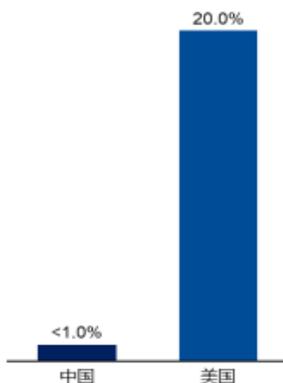
图 14 2020 年中国家用无创呼吸机竞争格局 (按销售额拆分)



资料来源:公司公告,首创证券

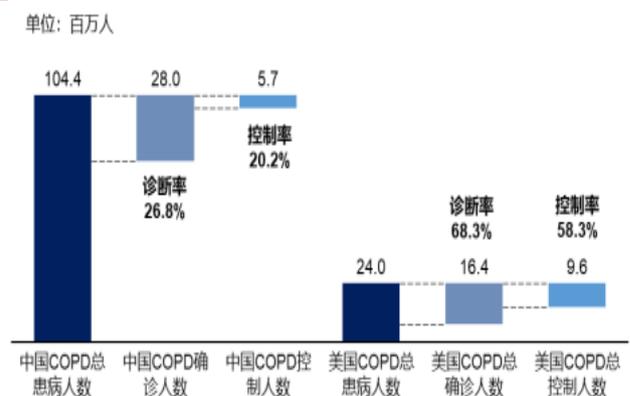
资料来源:公司公告,沙利文,首创证券

图 15 中国及美国 OSA 诊断率对比



资料来源:公司公告,沙利文,首创证券

图 16 中国及美国 COPD 诊疗现状对比



资料来源:公司公告,沙利文,首创证券

从收入结构看,家用无创呼吸机仍然是怡和嘉业收入的主要来源,耗材(主要是通气面罩)和其他收入(主要是医用产品)占比较低。瑞思迈财报显示,2023财年瑞思迈设备(Devices)收入占比为54%,通气面罩及其他产品(Masks&Other)收入占比为34%,

软件服务 (Software as a Service, SaaS)收入占比为 12%，瑞思迈通气面罩收入占比高于怡和嘉业，我们认为主要是由于瑞思迈作为全球家用呼吸机行业龙头，存量设备较多，在通气面罩销售上具有较大的先发优势。

目前公司逐步加大通气面罩推广销售力度；在美国市场，2023 年已组建耗材团队进行推广；在欧洲市场，2023 年公司成立了法国数据型子公司，服务范围覆盖欧洲，有效解决了当地医保报销问题，基础设施完善后使得更多代理商与公司合作共同开拓欧洲市场。

我们认为随着公司收入体量增长，存量设备的增加也将带动公司通气面罩需求增长，收入占比有望逐步提升。由于公司耗材毛利率高于无创呼吸机，随着耗材收入占比增加，公司整体毛利率有望逐步提升。

图 17 公司近年来收入结构

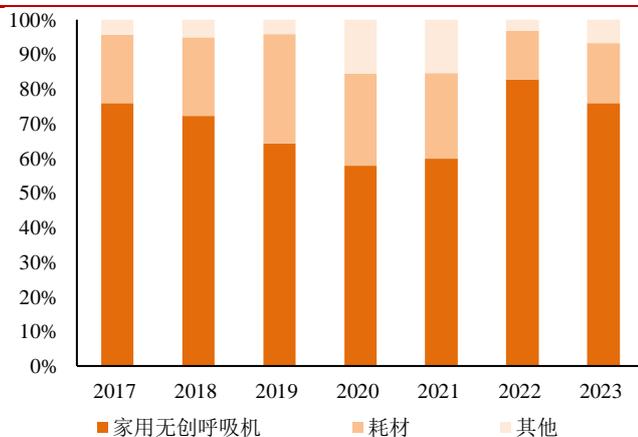
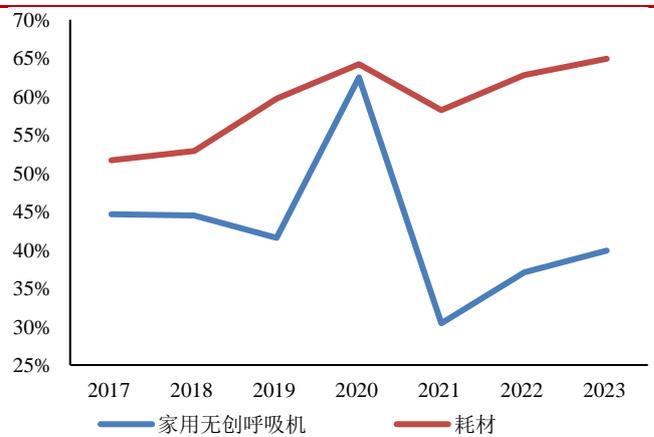


图 18 近年来公司家用无创呼吸机和耗材毛利率情况



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：公司公告，首创证券

5 盈利预测与投资评级

我们预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 12.62 亿元、14.97 亿元和 17.78 亿元，同比增速分别为 12.4%、18.6%和 18.8%；归母净利润分别为 3.42 亿元、4.10 亿元和 4.83 亿元，同比增速为 15.1%、19.9%和 17.7%，以 6 月 28 日收盘价计算，对应 PE 分别为 16.3、13.6 和 11.5 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

美国市场恢复进度和持续性低于预期；国内销售增速低于预期；贸易争端风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,791	3,254	3,633	4,151	经营活动现金流	151	159	315	317
现金	670	892	1,120	1,405	净利润	297	342	410	483
应收账款	109	123	150	173	折旧摊销	14	12	16	20
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2	-4	-9	-10
预付账款	9	11	11	13	投资损失	-57	-61	-63	-66
存货	118	256	266	358	营运资金变动	-116	-147	-55	-130
其他	1,866	1,957	2,068	2,181	其它	9	16	15	19
非流动资产	128	186	390	604	投资活动现金流	302	-158	-200	-200
长期投资	13	13	13	13	资本支出	-17	-72	-222	-231
固定资产	35	57	72	114	长期投资	-13	0	0	0
无形资产	6	6	5	5	其他	-1,856	332	-86	22
其他	74	70	70	72	筹资活动现金流	-140	220	113	168
资产总计	2,919	3,440	4,023	4,755	短期借款	0	0	0	0
流动负债	113	137	151	179	长期借款	7	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-17	356	249	343
应付账款	40	47	55	66	现金净增加额	313	222	228	285
其他	1	1	1	1					
非流动负债	19	39	60	80	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	19	39	60	80	营业收入	-20.7%	12.4%	18.6%	18.8%
负债合计	132	176	211	259	营业利润	-22.5%	18.5%	19.1%	17.1%
少数股东权益	8	8	9	10	归属母公司净利润	-21.8%	15.1%	19.9%	17.7%
归属母公司股东权益	2,779	3,256	3,803	4,486	获利能力				
负债和股东权益	2,919	3,440	4,023	4,755	毛利率	46.1%	46.8%	47.3%	47.3%
					净利率	26.7%	27.2%	27.5%	27.2%
					ROE	10.7%	10.5%	10.8%	10.7%
					ROIC	34.4%	28.7%	25.2%	22.3%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	1,122	1,262	1,497	1,778	资产负债率	4.5%	5.1%	5.3%	5.4%
营业成本	605	672	789	937	净负债比率	1.1%	1.5%	1.8%	2.0%
营业税金及附加	6	8	9	11	流动比率	24.7	23.8	24.1	23.2
营业费用	107	117	136	158	速动比率	23.7	21.9	22.3	21.2
研发费用	117	114	135	160	营运能力				
管理费用	40	43	49	57	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用	-4	-4	-9	-10	应收账款周转率	11.2	10.9	11.0	11.0
资产减值损失	-10	-1	-1	-1	应付账款周转率	8.5	15.5	15.4	15.5
公允价值变动收益	0	1	1	1	每股指标(元)				
投资净收益	57	60	62	65	每股收益	4.6	3.8	4.6	5.4
营业利润	338	400	477	558	每股经营现金	1.7	1.8	3.5	3.5
营业外收入	0	0	0	0	每股净资产	31.0	36.3	42.4	50.1
营业外支出	4	15	15	15	估值比率				
利润总额	334	385	462	543	P/E	18.74	16.28	13.59	11.55
所得税	34	42	51	59	P/B	1.43	1.71	1.47	1.24
净利润	300	343	411	484					
少数股东损益	2	1	1	1					
归属母公司净利润	298	342	410	483					
EBITDA	344	393	469	553					
EPS (元)	4.65	3.82	4.58	5.39					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现