

怡和嘉业 (301367.SZ)

家用呼吸机龙头企业，全球布局打开成长天花板

买入 (首次评级)

投资要点:

➤ 全球化布局的呼吸机国产龙头，业绩有望迎来拐点

公司深耕呼吸健康领域 20 余年，是国内领先的呼吸健康领域医疗设备研发和制造龙头企业。公司特有的三横两纵战略布局，横向覆盖家用、医用和耗材三大领域、纵向及产品服务相互协同，全面扩展产品线，打造全球化市场布局。已成为国内市场呼吸机国产龙头、美国市场龙二。2023 年疫情及飞利浦退出影响减弱，渠道库存消化影响业绩承压。2024 年 7 月公司与美国经销商 RH 续签合作协议，同时开拓加拿大新市场，库存消化+耗材上量，Q3 公司业绩有望迎来拐点向上阶段。

➤ 国内低渗透率+广阔进口替代空间，公司产品力及性价比优势突出

我国人口老龄化趋势严重，COPD 和 OSA 高发呼吸慢病患者持续增长，家用呼吸机为非药物治疗首选方案，但渗透率远低于欧美发达国家，根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，预计 21-25 年市场规模 CAGR 可达 22%。当前瑞思迈及飞利浦仍占据国内市场超过 50% 份额，进口替代空间广阔。公司产品持续迭代更新，性能比肩进口，同时性价比优势突出，构建强核心竞争实力。公司国内市占率 15.6%，通气面罩市占率 37.7%，为国产呼吸机龙头企业。后续随着呼吸机市场扩容+公司产品进口替代，市占率有望进一步提升，同时当前高毛利率的耗材业务收入占比仅为 17.4%，后续呼吸机销售带动耗材上量有望打开第二增长曲线。

➤ 全球市场竞争格局重塑，海外经销商稳定合作、续签协议拓展新市场

2025 年全球无创呼吸机市场有望达 55 亿美金级，2021 年起飞利浦呼吸机因健康风险召回，全球市场竞争格局重塑。公司海外先发布局优势明显，于 2010 年与 RH (原 3B) 公司开始合作，在美国市场搭建了良好的销售渠道以及品牌知名度，抓住时机快速抢占市场份额，2022 年全球市占率提高到 17.7%，行业排名第二。目前公司为国产稀缺的获 FDA、CE 认证，并进入美国、德国、意大利、土耳其等医保市场的国产家用呼吸机制造商。2024 年 7 月，公司与合作多年的美国经销商 RH 签订独家经销协议，拓展肺病机新产品及加拿大新区域；同时欧洲建立数据子公司，海外布局推进进一步打开成长天花板。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-12%、26%、24%，归母净利润增速分别为-20%、43%、27%。采用可比公司估值法，2025 年可比公司的平均 PE 为 22 倍。考虑到公司作为呼吸机国产龙头企业，在美国市场市占率领先，布局全球呼吸机广阔市场，享有较大的收入天花板，业绩有望迎来拐点，赋予公司一定估值溢价。当前股价对应 25 年 PE 为 21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

呼吸机需求不及预期风险；市场竞争风险；新品放量不及预期风险

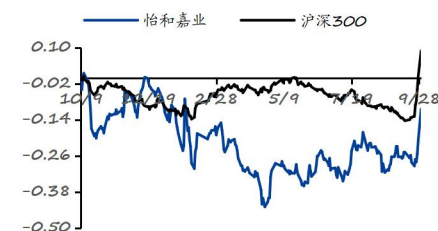
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,415	1,122	985	1,241	1,543
增长率	114%	-21%	-12%	26%	24%
净利润 (百万元)	380	297	239	341	433
增长率	161%	-22%	-20%	43%	27%
EPS (元/股)	4.24	3.32	2.66	3.81	4.83
市盈率 (P/E)	18.8	24.0	30.0	20.9	16.5
市净率 (P/B)	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-09-30
收盘价:	79.80 元
总股本/流通股本(百万股)	89.60/56.52
流通 A 股市值(百万元)	4,510.68
每股净资产(元)	31.21
资产负债率(%)	7.15
一年内最高/最低价(元)	131.80/56.37

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈铁林(S0210524080007)

ct130598@hfzq.com.cn

分析师: 王艳(S0210524040001)

wy30524@hfzq.com.cn

联系人: 黄冠群(S0210124040019)

hgq30485@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

1 怡和嘉业：家用呼吸机龙头企业，布局全球广阔市场	4
1.1 20 余年深耕呼吸健康医疗领域，加速迈入全球化新阶段	4
1.2 库存影响逐步消化，业绩有望迎来拐点	5
1.3 持续加码研发创新夯实国内外专利壁垒，产品持续迭代	7
2 高患者技术+低渗透率，家用呼吸机市场广阔	8
2.1 慢阻肺及睡眠呼吸暂停患者基数大，家用呼吸机为优选治疗方案	8
2.2 家用呼吸机为高潜力新兴市场，怡和嘉业领衔国产厂商	10
2.3 呼吸机放量为配套耗材创造机遇，产品结构优化提升盈利能力	12
3 “三横两纵”产品矩阵成型，携手海外经销商布局全球大市场	13
3.1 产品端：迭代升级带动产品力提升，产品结构优化助力盈利能力	13
3.2 销售端：国产替代+海外经销商合作稳固，全球布局打开成长天花板	14
4 盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	19
5 风险提示	19

图表目录

图表 1: 怡和嘉业发展历程	4
图表 2: 公司股权结构（截止 2024 年 6 月 30 日）	5
图表 3: 公司核心团队人员介绍	5
图表 4: 2017-2024 H1 主营业务收入（亿元）	6
图表 5: 2017-2024 H1 归母净利润（亿元）	6
图表 6: 2017-2024H1 分产品营收占比（%）	6
图表 7: 2023 年公司境内外收入占比（%）	6
图表 8: 2017-2024 各地区销售额占比（%）	6
图表 9: 2017-2024H1 毛利率与净利率	7
图表 10: 2017-2024H1 分产品线毛利率情况	7
图表 11: 公司与可比公司毛利率比较	7
图表 12: 2017-2024H1 公司费用率情况	7
图表 13: 2017-2024H1 公司研发费用及增速（亿元）	8
图表 14: 公司获得专利数量（截止 2024 年 6 月 30 日）	8
图表 15: 公司在研项目产品线情况	8
图表 16: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数	9
图表 17: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数	9
图表 18: 2020 年中国和美国 COPD 诊疗情况比对	9
图表 19: 2016-2025E 全球 OSA 患病人数	10
图表 20: 2016-2025E 中国 OSA 患病人数	10
图表 21: OSA 治疗方案介绍	10
图表 22: 中国及美国 OSA 诊断率	10
图表 23: 呼吸机按使用场合可划分为家用呼吸机和医用呼吸机	11
图表 24: 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模（亿美元）	11
图表 25: 2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模（亿人民币）	11
图表 26: 2020 全球家用无创呼吸机市场格局（以销售额计）	12
图表 27: 2020 年中国家用无创呼吸机市场格局（以销售额计）	12
图表 28: 2016-2025E 全球通气面罩市场规模（百万元）	12
图表 29: 2016-2025E 中国通气面罩市场规模（百万元）	12
图表 30: 2020 全球通气面罩市场格局	13
图表 31: 2020 年中国通气面罩市场格局	13
图表 32: 公司产品线“三横两纵”战略下协同效应明显	13
图表 33: 公司家用呼吸机产品持续迭代升级	14



图表 34:	2017-2024H1 公司家用呼吸机收入 (亿元)	14
图表 35:	2020 年中国家用呼吸机市场格局	14
图表 36:	公司境外收入体量高于境内	15
图表 37:	公司境外收入占比持续提升	15
图表 38:	截至 2023 年末公司各产品注册情况	15
图表 39:	2019-2021 年公司海内外经销数量变化 (家)	16
图表 40:	2021 年公司海外经销商地域分布 (%)	16
图表 41:	五大客户中的境外经销商在销售价格和信用政策	16
图表 42:	飞利浦呼吸机召回事件时间轴	17
图表 43:	公司营业收入拆分预测表 (百万元)	18
图表 44:	可比公司估值表	19
图表 45:	财务预测摘要	20



1 怡和嘉业：家用呼吸机龙头企业，布局全球广阔市场

1.1 20 余年深耕呼吸健康医疗领域，加速迈入全球化新阶段

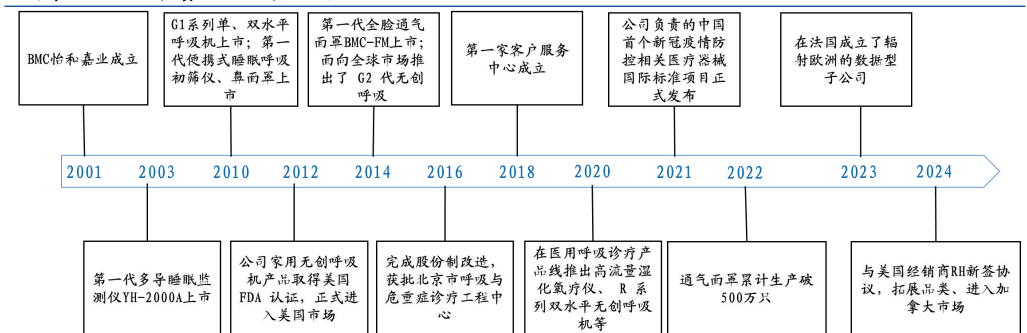
深耕呼吸健康医疗设备领域二十余载，成就国内家用无创呼吸机行业龙头。北京怡和嘉业医疗科技股份有限公司成立于 2001 年，是国内较早从事呼吸健康领域医疗设备研发和制造的公司之一，2022 年于深交所上市。公司产品线布局完善，主要产品包括家用无创呼吸机产品、医用呼吸诊疗产品与耗材产品，并搭建慢病管理服务平台，满足患者全周期、多场景、系统化的健康需求。自成立以来，公司经历了三个阶段的发展历程：

1) 2001-2006 年，起步阶段：公司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，成立初期以睡眠监测仪和睡眠记录器作为核心产品。在此期间，公司营业收入绝大部分来源于睡眠监测仪的销售。

2) 2007-2010 年，横向拓展阶段：公司进军呼吸治疗领域，核心产品变为家用无创呼吸机和睡眠监测仪。2007 年，公司 G1 代单水平无创呼吸机研发成功，此后公司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。

3) 2011 年至今，全球化阶段：2011 年，公司全面扩展产品线布局，打造全球化市场布局。2012 年公司生产的家用无创呼吸机产品取得美国 FDA 认证，正式进入美国市场。随后公司持续创新进行产品迭代升级，推出多款升级呼吸机以及开发出多款通气面罩产品，BMC+呼吸健康管理云，加速公司进入慢病管理服务领域。2024 年 7 月，公司与合作多年的美国经销商 RH 签订独家经销协议，拓展肺病机新产品及加拿大新区域，进一步打开成长天花板。

图表 1：怡和嘉业发展历程

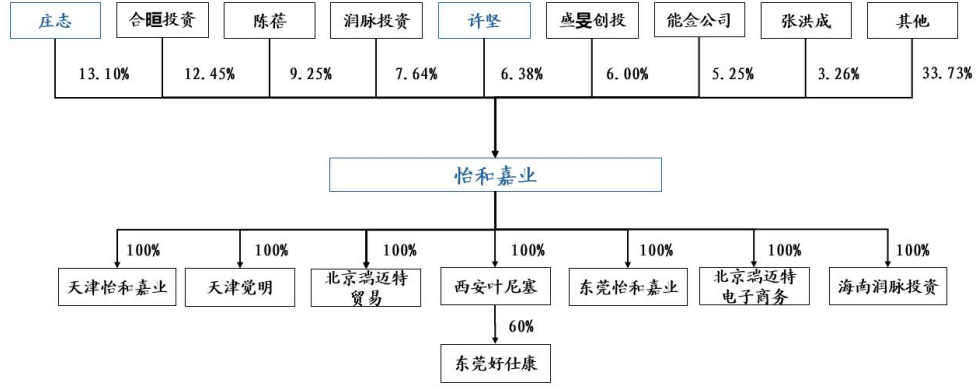


数据来源：公司官网、公司招股说明书、公司微信公众号、公司投资者关系活动记录、公司公告、华福证券研究所

公司股权结构稳定，5家全资子公司分工明确。庄志与许坚为公司实际控制人、一致行动人，截至 2024 年 7 月 23 日，庄志与许坚合计直接与间接控制公司 19.48% 的股份。公司旗下全资子公司：天津觉明、天津亿诺、叶尼塞、天津怡和与东莞怡和分别主要运营慢病管理平台、自营电商业务、风机控制系统软件与算法相关的研发、主营产品的生产及研发。公司股权结构清晰稳定，子公司各司其职，分工明确。



图表 2: 公司股权结构 (截止 2024 年 6 月 30 日)



数据来源: 公司公告, iFind, 公司招股说明书, 华福证券研究所

核心团队专业化程度高, 多位管理层成员行业经验深厚。董事长庄志获中科院计算机应用技术硕士学位及清华大学生物医学工程专业博士学位, 曾在北京新兴生物医学工程研究发展中心任工程师, 后创立怡和嘉业, 专业理论储备与实操经验扎实。董事、副总经理许坚历任迈瑞生物超声开发部副经理、超声国际市场部经理。多位高管均具有相关学术背景及深厚的行业经验积淀, 团队实力强劲。

图表 3: 公司核心团队人员介绍

姓名	任职	工作经历
庄志	董事长	1992 年至 2017 年间, 先后获得中国科技大学科技情报系理学学士学位、中国科学院计算技术研究所计算机应用技术专业硕士学位、清华大学生物医学工程专业博士学位、北京大学工商管理硕士学位 (EMBA)。于 1992 年 8 月至 1996 年 8 月期间, 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; 2001 年 7 月至 2010 年 12 月期间, 任公司执行董事、总经理; 2011 年 1 月至 2015 年 5 月, 任公司董事长、总经理; 2015 年 5 月至今, 任公司董事长。
许坚	董事、副总经理	1996 年毕业于清华大学生物医学工程与仪器专业, 获工学学士学位; 于 1999 年毕业于清华大学电机工程与电子技术系生物医学工程专业, 获工学硕士学位; 于 2014 年获中欧国际商学院工商管理硕士学位。1999 年至 2006 年, 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 2020 年 6 月, 先后担任公司副总经理、董事、总经理; 2020 年 6 月至今, 担任公司董事、副总经理。
高成伟	董事、总经理	1985 年毕业于哈尔滨工业大学精密仪器系精密机械仪器专业, 获工学学士学位; 1988 年毕业于哈尔滨工业大学精密仪器系精密机械仪器专业, 获工学硕士学位。先后担任航天部第二研究院第四总体部工程师、航卫通用电气医疗系统有限公司系统工程部经理、北京航天长峰医疗器械有限公司副总经理、爱瑞有限责任公司总裁、中国远大集团公司总裁办运营部经理、艾默生电气 (深圳) 有限公司 CAPAX 部门运营经理、航卫通用电气医疗系统有限公司 FCTNPI 经理、北京谊安医疗系统股份有限公司副总经理; 2013 年 3 月至 2020 年 6 月任公司副总经理; 2020 年 6 月至今, 任公司董事、总经理。
田子睿	董事	1999 年毕业于清华大学生物医学工程与仪器专业, 获工学学士学位; 2002 年毕业于清华大学生物医学工程专业, 获工学硕士学位; 2007 年获得杜克大学工商管理硕士学位。1999 年至 2011 年期间, 先后担任威速科技有限公司产品经理、欧洲商学院研究员、中经合集团投资合伙人、深圳市麦星投资管理中心合伙人; 2011 年 1 月至今, 任公司董事。
TAN CHING	董事	2000 年 3 月获得美国芝加哥大学工商管理硕士学位。后历任深圳赛格集团有限公司经理、通用电气 GE 医疗集团 (美国) 工程部经理、启峰创投投资经理、博思咨询公司经理、通用电气 GE 医疗集团 (中国) 副总裁兼核心影像总经理、尚高资本董事总经理兼中国区首席代表; 2012 年 11 月至今, 任上海甲辰投资有限公司执行董事兼总经理; 2018 年 10 月至今, 任公司董事。
孟晓英	董事	2002 年至 2010 年期间, 先后获得南京大学生命科学学院生物学学士学位、南京大学植物学专业硕士学位、美国宾夕法尼亚州立大学植物生物学专业博士学位。历任常州天轮环保新材料科技有限公司研发总监、江苏高科技投资集团有限公司、江苏毅达股权投资基金管理有限公司健康产业投资部投资总监; 2019 年 12 月至今, 任公司董事。
戚余光	财务总监	会计师, 具有中国注册会计师 (CPA) 资格。于 1994 年毕业于山东经济学院商业经济专业。历任烟台市莱山区地税局担任科员、烟台鸿富泰精密电子有限公司经营管理部、富兰德德林会计师事务所项目经理、山东中际电工装备股份有限公司财务与经营管理中心; 2016 年 4 月起至今, 任公司财务总监。
张晓超	董事会秘书	2003 年 6 月, 毕业于南方冶金学院工商管理专业, 获管理学学士学位。历任北京敢为创智科技有限公司财务经理、安东石油技术 (集团) 有限公司营销部门财务经理; 2011 年 5 月, 加入公司任财务经理兼任董事会秘书; 2016 年 9 月至今, 任公司董事会秘书。

数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

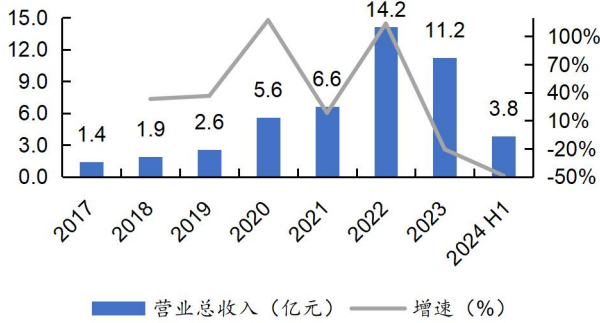
1.2 库存影响逐步消化, 业绩有望迎来拐点

呼吸机需求增长带动业绩高增, 产品组合丰富度提升带动收入结构持续优化。

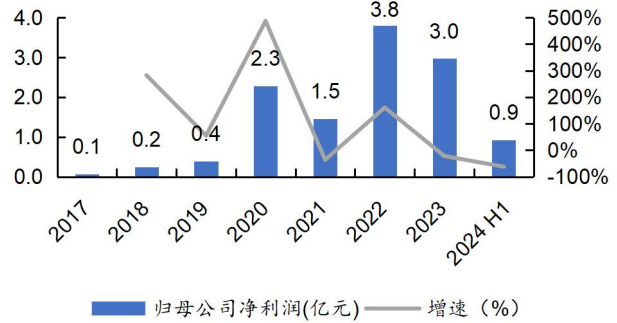
公司主要产品线分为家用无创呼吸机、耗材产品、医用呼吸诊疗产品。其中家用无创呼吸机及配套耗材为公司较早深耕的领域, 为公司主要的收入贡献来源。2017-2023 年, 公司整体营业收入从 1.42 亿元增长至 11.22 亿元, 归母净利润从 653 万元增长

至 2.97 亿元，CAGR 分别为 41.1%和 89.0%。2020-2022 年间，疫情+飞利浦呼吸机召回事件带动，公司业绩高速增长。2023 年飞利浦事件影响减弱，渠道库存维持高位，业绩增速有所放缓。后续随着库存影响出清，业绩有望迎来拐点。

图表 4: 2017-2024 H1 主营业务收入 (亿元)



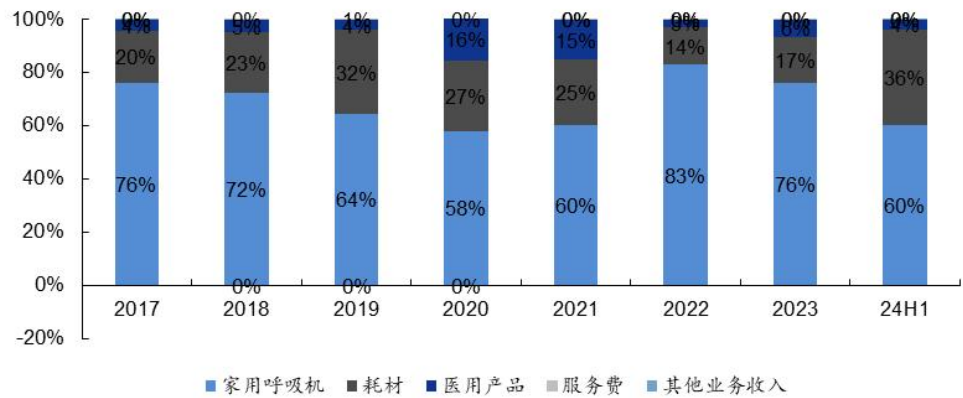
图表 5: 2017-2024 H1 归母净利润 (亿元)



数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

图表 6: 2017-2024H1 分产品营收占比 (%)

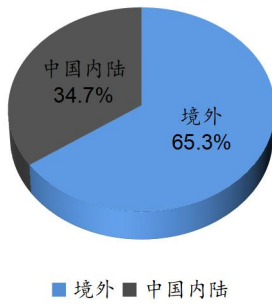


数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

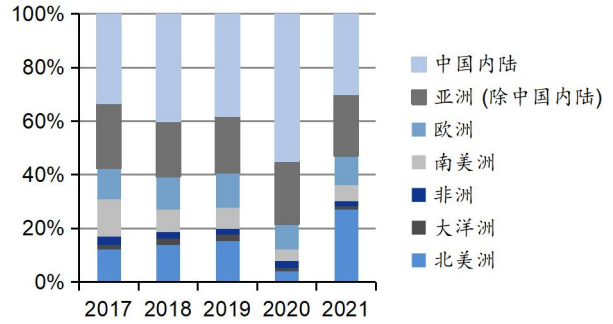
飞利浦召回带动海外格局重塑，美国经销商合作稳定、新签协议打开成长天花板。目前公司为市场上少有的家用无创呼吸机产品通过美国 FDA 认证、欧盟 CE 认证，并进入美国、德国、意大利、土耳其等医保市场的国产制造商，产品销售覆盖全球 100 多个国家和地区。2021 飞利浦呼吸机召回，公司快速抢占美国及全球呼吸机市场份额，2022 年境外收入 11.99 亿元，同比增长 158.7%。公司在美国与 RH 公司（原 3B 公司）合作成熟，积累了较好的销售渠道和品牌竞争力，2024 年 7 月新签独家经销协议，拓展肺病机新产品及加拿大新区域，进一步打开成长天花板。

图表 7: 2023 年公司境内外收入占比 (%)

图表 8: 2017-2024 各地区销售额占比 (%)



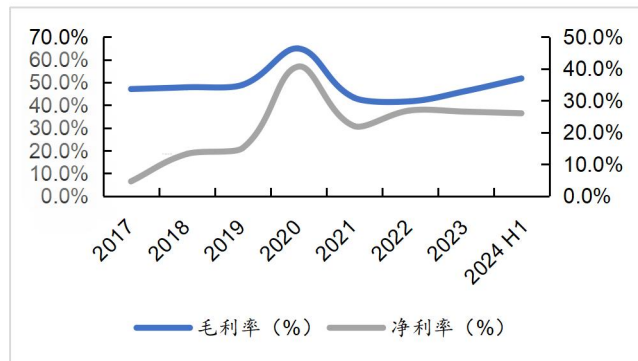
数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所



数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

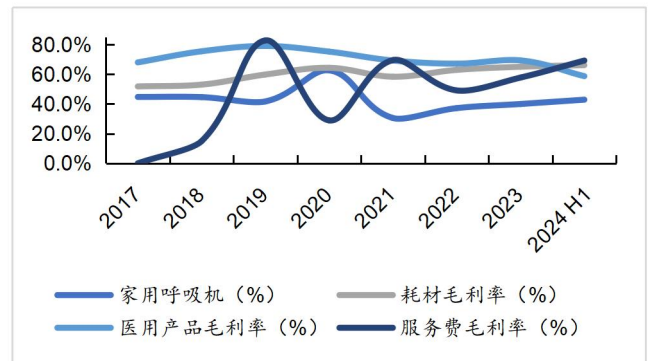
盈利能力持续改善，净利率稳定提升。整体上，2020年公司毛利率受新冠疫情影响，高毛利率产品销量增加毛利率显著提升，其余基本平稳，2024年上半年毛利率为51.7%，同比增长5.6pct，毛利率较高的耗材占比提升带动整体毛利率提升。公司持续布局完善，加快产品迭代速度，推进高端产品上市，盈利能力有望进一步优化。2017-2023，随着公司收入规模扩大，规模效应下费用率显著下降，其中销售费用率由2017年的21.8%大幅下降至2023的9.5%。费用率下降带动盈利能力提升趋势明显，净利率由2017年4.6%上升至2023的26.5%。

图表 9: 2017-2024H1 毛利率与净利率



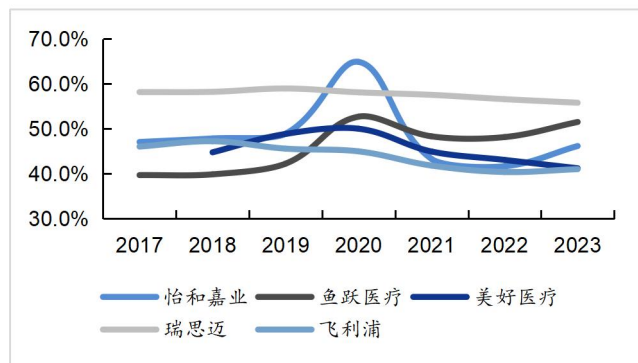
数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

图表 10: 2017-2024H1 分产品线毛利率情况



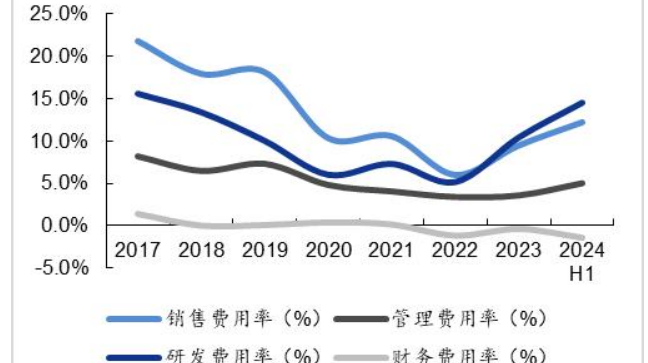
数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

图表 11: 公司与可比公司毛利率比较



数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

图表 12: 2017-2024H1 公司费用率情况



数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

1.3 持续加码研发创新夯实国内外专利壁垒，产品持续迭代

研发投入持续增加，构筑国内外专利壁垒。公司重视研发投入，2024H1研发投入5815万元，研发费用率为14.5%，2017-2023研发支出CAGR达32.0%。目前公

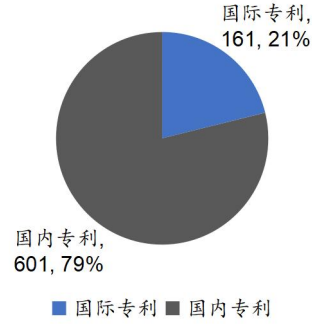
公司共拥有 601 项国内专利，其中国内发明专利 102 项、国内实用新型专利 381 项、国内外外观设计专利 118 项；国际专利 161 项，其中包括美国专利 29 项、欧洲专利 29 项。我们认为，公司重视研发并持续加码研发创新，为公司稳固自身技术竞争壁垒奠定扎实基础。

图表 13: 2017-2024H1 公司研发费用及增速(亿元)



数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

图表 14: 公司获得专利数量 (截止 2024 年 6 月 30 日)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

产品持续迭代，后续增长动能充足。作为家用呼吸机行业龙头，公司深入参与国际国内多项行业标准制定，截至 2023 年底公司参与制定已发布的国际标准 16 项，国内标准 12 项，行业领军地位突出。公司共拥有在研项目 8 项，涵盖呼吸机、雾化器、制氧机、呼吸面罩等多产品线。公司产品在原有产品的基础上不断优化，持续迭代，技术水平上已达到行业较高水平，具有低噪音、高舒适度、智能化交互等优势，丰富在研管线下公司后续增长动能充足。

图表 15: 公司在研项目产品线情况

项目名称	项目目的	项目进展
无创呼吸机及高流量湿化氧疗仪项目	产品性能升级，新模式开发，满足市场需求	已获得CE证书；国内证书取证中
网式雾化器项目	拓展呼吸领域产品线	完成国内和CE注册
系列1呼吸机项目	全新一代呼吸机	部分完成国内和CE注册，FDA注册中；部分设计开发阶段。
国际云平台	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	设计开发阶段
系列2呼吸机项目	全新一代高性能呼吸机	设计开发阶段
医用初筛及家用血氧监测项目	全新设计，功能强大，操作便捷；简单易用的血氧仪	设计开发阶段
面罩产品项目	涉及新形态面罩产品；产品迭代升级，提升用户体验；满足市场需求；国际最先进面罩技术	部分设计开发阶段、部分国内外已上市
制氧机项目	涉及拓展呼吸领域产品线、拓展制氧机领域产品线	部分设计开发阶段、部分国内外已上市

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

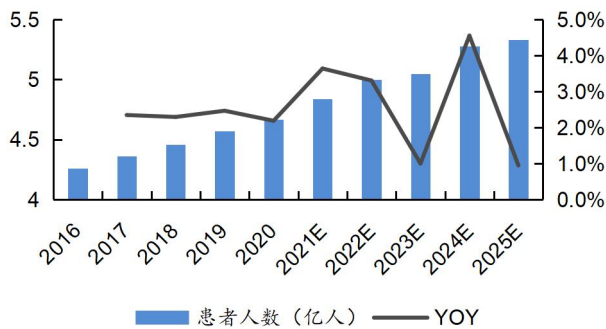
2 高患者技术+低渗透率，家用呼吸机市场广阔

2.1 慢阻肺及睡眠呼吸暂停患者基数大，家用呼吸机为优选治疗方案

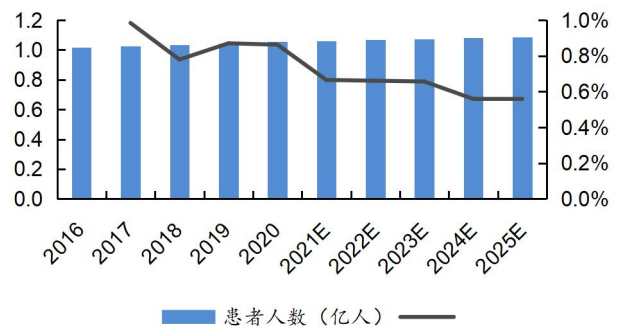
全球各国老龄化程度持续加深，慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 发病人口基数持

续增大。当前，全球老龄化趋势下，慢性病患者人数呈现加速态势。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。根据 WHO，慢性阻塞性肺病是全世界第三位主要死因；根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2020 年全球和中国 COPD 患病人数分别为 4.7 亿人和 1.05 亿人，且随着人口老龄化、空气污染以及职业性粉尘和化学品暴露等风险因素增加，预计 2025 年全球患病人数将达到 5.3 亿。

图表 16: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数



图表 17: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数

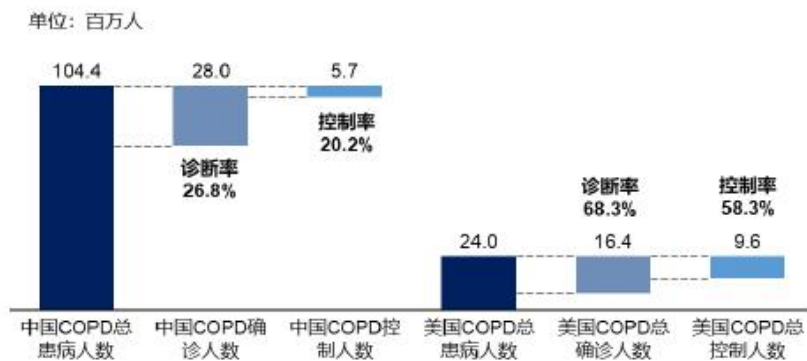


数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

我国 COPD 患者存量较大但诊断率及控制率均较低，家用呼吸机是 COPD 治疗的首选方案。中国 COPD 患者存量约 1 亿人，而实际诊断率为 26.8%，控制率也远低于美国同指标数据。造成国内 COPD 实际死亡人数接近百万，远超肺癌，公众对 COPD 的重视程度和治疗意愿亟待提升。根据怡和嘉业招股说明书，COPD 治疗策略包括药物治疗与非药物治疗。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两种治疗方式联合应用被证明可以有效提高生存率。

图表 18: 2020 年中国和美国 COPD 诊疗情况对比

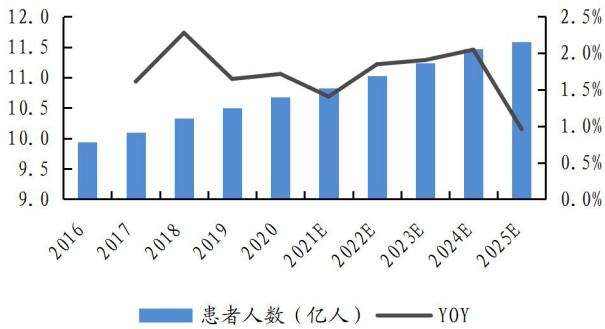


数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

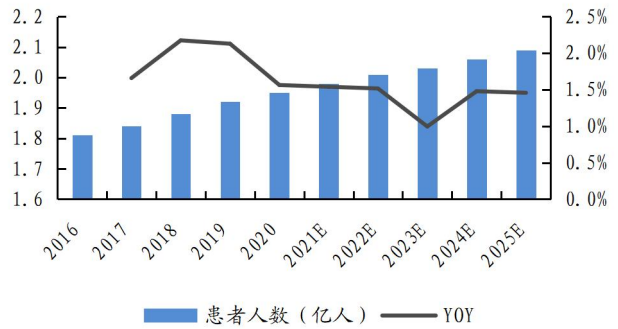
睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSA) 可引发多种严重并发症，我国患病率全球第一。OSA 是指在睡眠状态下反复出现呼吸暂停和/或低通气、高碳酸血症、睡眠中断等现象的呼吸性疾病，可引发冠状动脉粥样硬化性心脏病、心力衰竭、心律失常、

糖尿病等多种并发症。OSA 多发于肥胖及中老年人群，根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2020 年世界 30-69 岁 OSA 患病人数约 10.7 亿人，预计 2025 年将增加到 11.6 亿人。根据公司招股书转引弗若斯特沙利文数据，中国 OSA 患病率最高并预计在 2025 年达到 2.1 亿人。

图表 19: 2016-2025E 全球 OSA 患病人数



图表 20: 2016-2025E 中国 OSA 患病人数



数据来源: 弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

数据来源: 弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

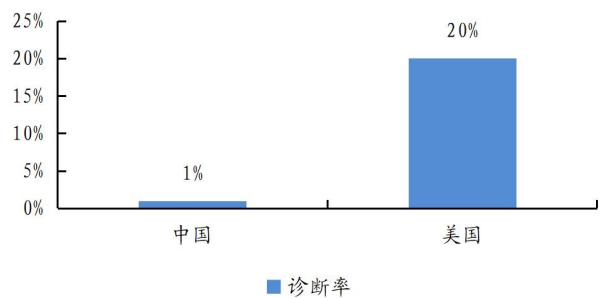
国内 OSA 诊断率低，未满足治疗需求巨大，无创呼吸机治疗是成人 OSA 的首选和初始治疗手段。 OSA 诊断方法可分为两类，临床表现和辅助检查，其中使用睡眠监测仪是评价 OSA 病情和诊断 OSA 的首选。中国 OSA 诊断率低，根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，中国 OSA 诊断治疗率不足 1%，远低于美国 20% 的诊断率；无创呼吸机治疗是成人 OSA 患者的首选和初选治疗手段。我们认为，随着公众认知的提高，以及分级诊疗的发展，OSA 诊断及治疗需求有望进一步释放，推动家用无创呼吸机治疗渗透率提升。

图表 21: OSA 治疗方案介绍

治疗方案	方案介绍
危险因素控制	应控制体重，包括饮食控制、加强锻炼，戒酒、戒烟、慎用镇静催眠药物及其他可引起或加重 OSA 的药物
病因治疗	纠正引起 OSA 或使之加重的基础疾病，如应用甲状腺素治疗甲状腺功能减低等
体位治疗	侧卧位睡眠，应对患者进行体位睡眠教育和培训
无创气道正压通气治疗	成人 OSA 患者的首选和初始治疗手段

数据来源: 《成人阻塞性睡眠呼吸暂停基层诊疗指南(2018)》、华福证券研究所

图表 22: 中国及美国 OSA 诊断率



数据来源: 中国睡眠研究会、公司招股说明书、华福证券研究所

2.2 家用呼吸机为高潜力新兴市场，怡和嘉业领衔国产厂商

家用呼吸机为首选治疗方案，市场规模空间广阔，中国市场增速领先全球。 COPD 和 OSA 两种高发呼吸慢病患者人数持续增长，以及公众对于呼吸机的认知加深，诊断及治疗需求有望进一步释放。家用无创呼吸机作为非药物治疗首选方案，有望持续放量带动业绩快速增长。根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2025 年全球家用无创呼吸机市场规模有望达 55.8 亿美元，2020-2025 年间 CAGR 为

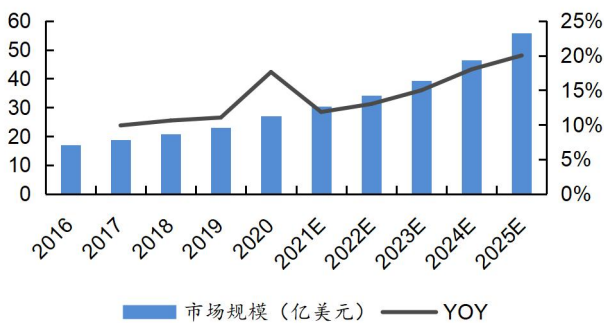
15.5%；中国家用呼吸机的普及时间晚，市场处于加速导入阶段，预计 2025 年中国市场规模可以达到 33.3 亿元，2021-2025 年 CAGR 可达到 22.0%，增速领先全球。

图表 23: 呼吸机按使用场合可划分为家用呼吸机和医用呼吸机

	家用呼吸机	医用呼吸机
适应症	生命支持型：为依赖呼吸机的患者提供或增加肺通气 睡眠呼吸暂停治疗设备：适合病症为打鼾、阻塞性睡眠呼吸暂停综合征等非生命支持型：用于治疗呼吸暂停综合征、肺心病、呼吸衰竭、慢阻肺、运动神经原肌无力等中轻度呼吸障碍疾病	无创呼吸机（医用）：适用于较清醒，有自主呼吸的患者有创呼吸机：需要建立人工气道，直接向患者肺部提供气体交换，适用于重症和危重症呼吸衰竭患者
应用场景	主要用于家庭护理环境，即患者生活的住所和患者所处的其他室内和室外环境，如：汽车、公交车、火车、轮船或飞机上，以及轮椅上或户外散步环境，这些地方的环境条件往往比专业医疗场所的更加恶劣。此类设备也可用于专业医疗场所	主要用于专业医疗场所，即那些有经过医学训练的人员不间断地监视或管理着医疗器械使用的场所，包括但不限于医院、护理院、养老院、紧急医疗服务站、诊所、医生办公室、门诊治疗室或临床实验室。有些设备可用于院内或院外的患者转运时
优势	患者保持正常生理功能（说话、咳嗽、进食等）痛苦小、易耐受避免有创机械通气的并发症避免或减少镇静剂的应用医疗费用相对较低	管路密闭性好，人体配合好有空氧混合气、可准确设置吸入氧浓度气道管理容易保证通气参数和报警设置完善，能够保证精确通气，并及时发现问题
劣势	气道密闭性差，容易漏气监测报警设置简单多没有空氧混合气，无法精确设置吸入氧浓度气体加热加湿不充分不利于气道分泌物引流，死腔较大，容易导致面部损伤容易导致腹胀	容易导致面部损伤管路连接复杂，设备体积大无法保留患者正常的生理功能病人耐受性差，需经常应用镇静、肌松药常常出现机械通气相关并发症（口鼻粘膜和声带的损伤、呼吸机相关肺炎、呼吸机相关肺损伤等），部分患者容易导致呼吸机依赖医疗费用昂贵
连接方式	无创	有创、无创
机械通气方式	持续气道正压通气（CPAP） 双水平气道正压通气（Bi Level）	压力支持通气（PSV） 同步间歇性指令通气（SIMV） 容量控制通气（VCV） 压力控制呼吸模式（PCV）
主体设备区别	体积小，操作简单 高流量低压力，漏气补偿较好 监测报警设置简单	医用有创呼吸机体积大，操作复杂，监测报警设置完善
销售渠道	电子商务渠道、代理销售、OTC 渠道	医院代理销售集中采购和分散渠道采购

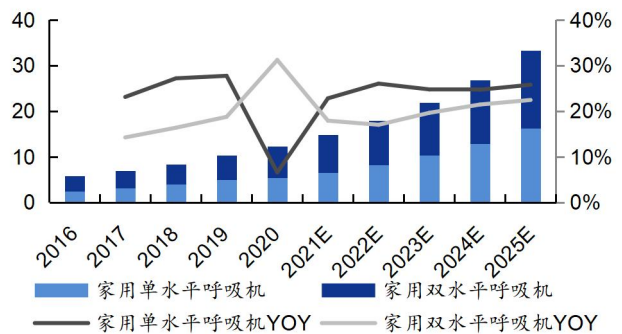
数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

图表 24: 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模（亿美元）



数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

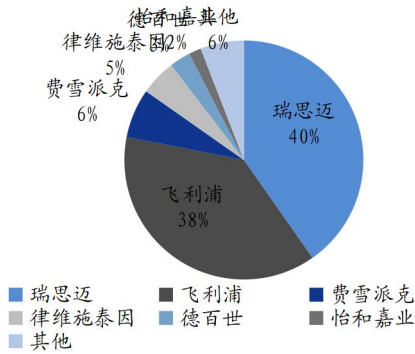
图表 25: 2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模（亿人民币）



数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

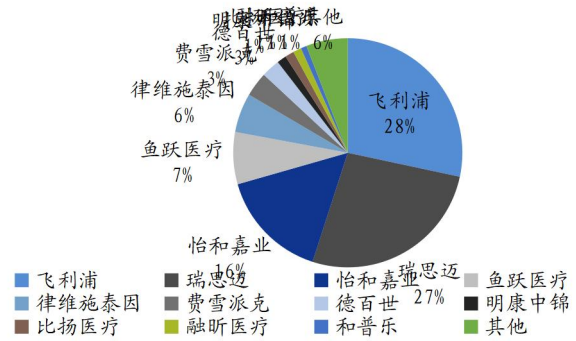
家用呼吸机竞争格局集中，怡和嘉业领衔国产龙头，飞利浦召回后行业格局重塑。根据观研天下及公司年报，2022 年，瑞思迈全球家用呼吸机销量 210.4 万台，占据 43% 的市场份额，其次是怡和嘉业，销量为 85.8 万台，市占率从 2020 年的 4.5% 提升至 17.7%，全球行业排名跃升至第二名。国内市场占有率由 2020 年的 21.6% 提升至 2022 年的 25.8%，在国产无创呼吸机品牌市场占有率中排名第一，为国内厂商龙头企业。飞利浦呼吸机召回事件后，家用呼吸机市场格局迎来重塑，兼具品牌力及性价比优势的厂商有望迎新的增长阶段。

图表 26: 2020 全球家用无创呼吸机市场格局 (以销售额计)



数据来源: 弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

图表 27: 2020 年中国家用无创呼吸机市场格局 (以销售额计)

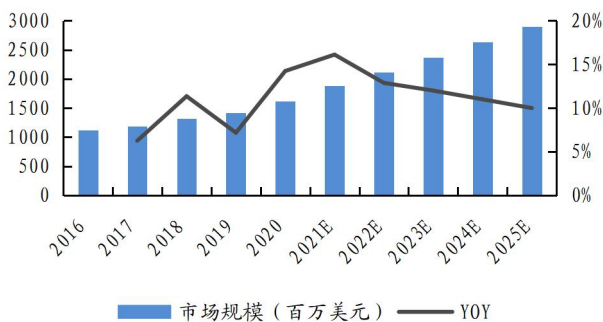


数据来源: 弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

2.3 呼吸机放量为配套耗材创造机遇, 产品结构优化提升盈利能力

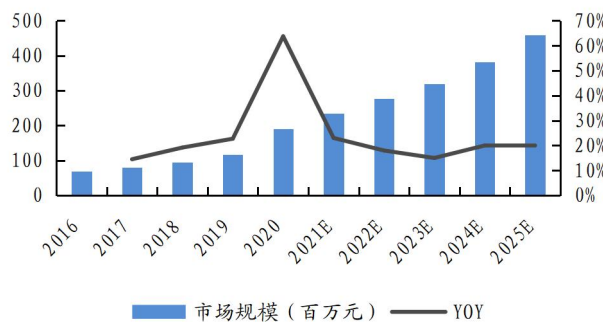
通气面罩是家用呼吸机需每年定期更换的耗材, 市场增长空间较大。通气面罩是家用呼吸机主要的耗材, 面罩直接与人面部接触, 需要定期更换配合呼吸机使用。根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据, 2020 年全球通气面罩市场规模为 16.2 亿美元; 同年, 全球家用呼吸机市场规模为 27.1 亿美元。国外通气面罩更换周期通常为 3 个月, 国内患者对于通气面罩的更换频率较发达市场仍相对较低。随着居民收入水平提升, 家用无创呼吸机的普及, 叠加患者对于通气面罩的更换意识及支付意愿的加强, 根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据, 预计 2025 年市场规模将有望达 4.6 亿元, 对应 2020-2025 年 CAGR 为 19.2%, 市场增长潜力空间大。

图表 28: 2016-2025E 全球通气面罩市场规模 (百万元)



数据来源: 弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

图表 29: 2016-2025E 中国通气面罩市场规模 (百万元)

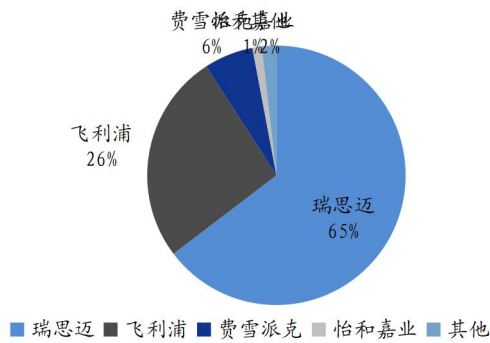


数据来源: 弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

通气面罩全球市场较为集中, 怡和嘉业面罩耗材空间广阔。根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据, 全球通气面罩市场竞争格局分布较为集中, 2020 年, 瑞思迈市场份额第一, 占比约 64.7%, 飞利浦位居第二位, 占比约为 26.2%, 二者合计占有约 91% 的市场份额, 怡和嘉业仅占比 1.2%。中国市场上, 怡和嘉业为 2020 年国内销售额占比第一 (37.7%) 的绝对龙头, 怡和嘉业已在耗材领域实现国产替代。我们认为, 呼吸机增量将带动耗材需求增长, 收入占比有望提升, 带动相关企业整

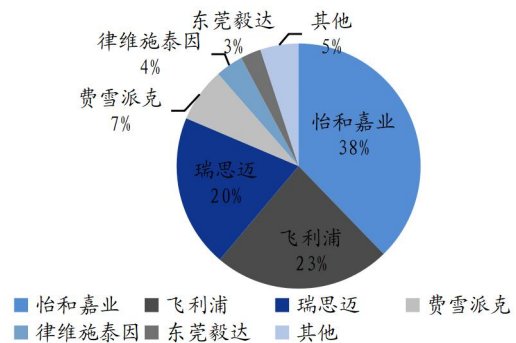
体毛利率增长。

图表 30: 2020 全球通气面罩市场格局



数据来源: 弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

图表 31: 2020 年中国通气面罩市场格局



数据来源: 弗若斯特沙利文、公司招股说明书、华福证券研究所

3 “三横两纵”产品矩阵成型，携手海外经销商布局全球大市场

3.1 产品端：迭代升级带动产品力提升，产品结构优化助力盈利能力

“三横两纵”战略布局成型，布局全产业链打造独家竞争优势，成就呼吸机平台型企业。公司持续围绕呼吸健康领域开发全系列医疗产品，覆盖家用、医用、耗材以及呼吸慢病管理平台的构建，各产品之间协同效应明显，满足患者全周期、多场景、系统化的健康需求。当前，公司特有的“三横、两纵”战略布局已成型。横向三大事业部覆盖家用、医用和耗材三大领域；纵向产品和服务相互协同，打造为家用呼吸机领域产业链一体化平台型企业，持续提升自身规模优势。

图表 32: 公司产品线“三横两纵”战略下协同效应明显



数据来源: 公司官网、公司招股说明书、华福证券研究所

产品持续迭代构筑强竞争力，性能比肩全球呼吸机巨头。公司产品数十年间经历多次迭代，在提升便携性、增加辅助功能（如血氧监测）、提高患者舒适度上持

续优化，核心指标目比肩进口一流厂商。以公司 G3 无创呼吸机系列为例，与瑞思迈、飞利浦伟康等国际家用呼吸机巨头企业的产品相比，公司产品在压力调节范围 (hPa)、呼气减压功能等核心技术指标上基本无明显差异，在延时升压时间范围等指标上更胜一筹，仅在噪声控制、目标肺泡通气量功能上略逊于国外产品，强产品力为公司奠定核心竞争优势壁垒。

图表 33: 公司家用呼吸机产品持续迭代升级



数据来源：公司招股说明书、华福证券研究所

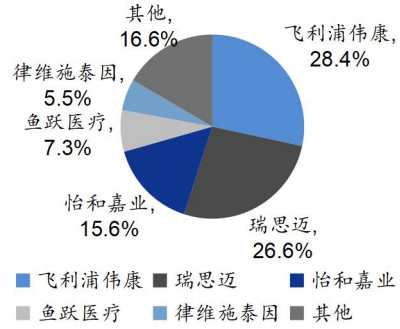
设备销售带动面罩耗材上量，盈利能力有望进一步提升。公司收入结构中主要以家用呼吸机设备为主，2023年占比76%，耗材产品收入仍有较大的提升空间。目前公司逐步加大通气面罩的销售力度，2023年美国市场已组建耗材团队进行推广。随着家用呼吸机市场份额的增加，以及居民支付意愿和更换意识的提升，面罩等耗材销量有望进一步提升，营收结构优化带动业绩提升。

3.2 销售端：国产替代+海外经销商合作稳固，全球布局打开成长天花板

国内市场：呼吸机渗透率+进口替代率空间广阔，公司性价比优势突出。公司国内收入增长快速，2019-2020由于疫情因素，公司收入及份额迅速提升。2021年后，社会大众的认知意识增强，家用呼吸机的需求显现，销量持续快速增长，同时随着家用呼吸机的投放，有望进一步提升通气面罩的耗材销量，业绩持续获益。

图表 34: 2017-2024H1 公司家用呼吸机收入 (亿元)

图表 35: 2020 年中国家用呼吸机市场格局

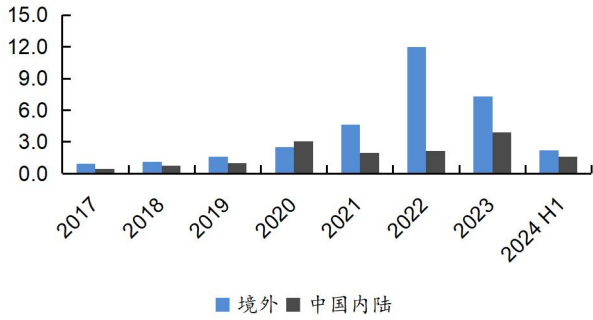


数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

数据来源: 公司招股说明书、华福证券研究所

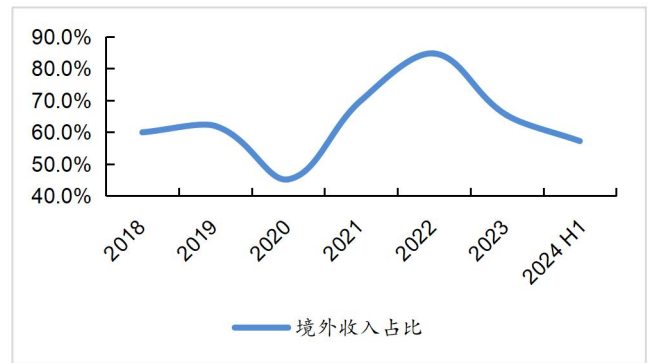
国际市场: 出口规模持续扩大, 国产呼吸机出口龙头有望获益增长。中国家用无创呼吸机、通气面罩制造商出口海外市场规模持续扩大, 根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据, 到 2025 年出口规模将分别达到 6.0 亿元和 4.6 亿元, 2020-2025 的 CAGR 分别为 14.8%和 19.2%。2020 年公司家用无创呼吸机及通气面罩出口占比分别为 40.5%、68.3%, 均为行业第一。公司也是市场上少有的家用无创呼吸机产品通过美国 FDA 认证、欧盟 CE 认证并进入美国、德国、意大利、土耳其等国家医保市场的国产制造商。我们认为, 出口规模的持续增长进一步论证国产产品的强产品实力, 公司作为国产龙头有望持续受益于出口市场的快速增长, 不断打开业绩空间。

图表 36: 公司境外收入体量高于境内



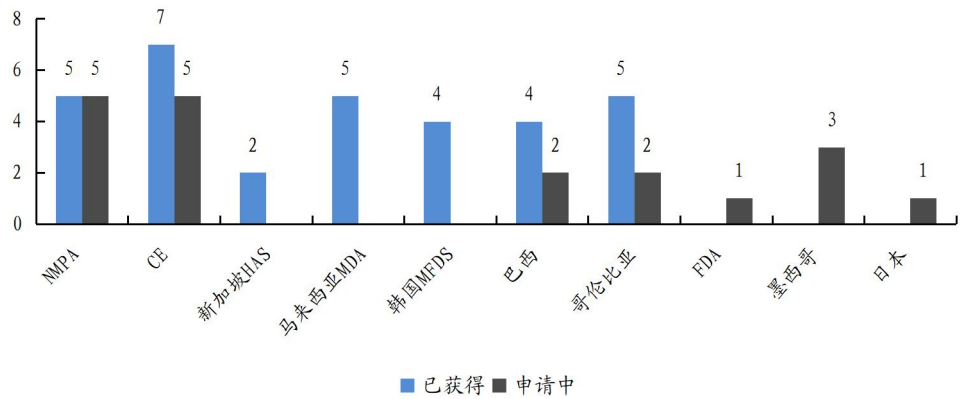
数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

图表 37: 公司境外收入占比持续提升



数据来源: iFind、公司公告、华福证券研究所

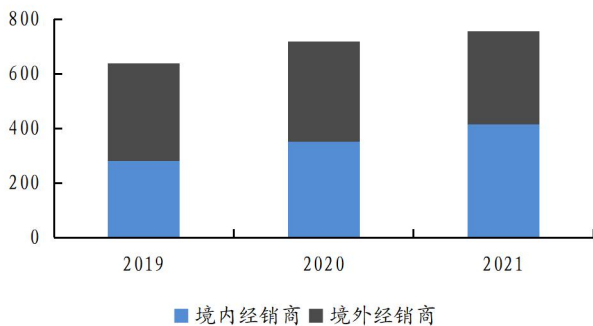
图表 38: 截至 2023 年末公司各产品注册情况



数据来源：公司公告、华福证券研究所

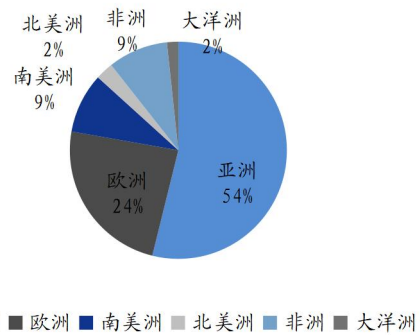
美国 RH (原 3B)长期合作助力稳健放量，新签协议布局加拿大新市场。公司境内外市场均采取买断式经销为主、直销为辅的销售模式。2019-2021 年，公司国内经销商数量持续稳定在 360 家左右，海外经销商数量快速增长，由 2019 年的 281 家增长到 2021 年的 414 家，CAGR 达 21.4%。公司于 2010 年与美国 3B 公司展开合作，签署了《独家联合品牌及共同经销协议》，形成了长期稳定的合作关系。2023 年 RH 助力公司组建耗材销售团队，2024 年续签协议、携手拓展加拿大市场。随着呼吸机的上量，有望带动耗材销量增长。法国成立了数据型子公司，更好的覆盖服务欧洲市场，带动海外业务进一步增长。

图表 39: 2019-2021 年公司海内外经销数量变化 (家)



数据来源：公司招股说明书、华福证券研究所

图表 40: 2021 年公司海外经销商地域分布 (%)



数据来源：公司招股说明书、华福证券研究所

图表 41: 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	单水平呼吸机 (元/台)	双水平呼吸机 (元/台)	通气面罩 (元/个)	信用效果
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
LHBHEHL	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：怡和嘉业招股说明书、华福证券研究所

飞利浦召回带动行业格局重塑，后续美国市场渠道库存出清影响消退有望带动



公司业绩重回增长阶段。2021年6月，飞利浦宣布将召回部分产品，因其使用的聚酯型聚氨酯（PE-PUR）消音泡沫存在潜在风险。随后飞利浦伟康在多个领域进行多次召回，极大影响飞利浦呼吸机在美国的市场认可度。2024年1月，飞利浦宣布将精简产品组合，在美国地区退出医用呼吸机、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。我们认为，自2021年飞利浦召回起，公司凭借产品高性价比优势快速抢占全球呼吸机市场份额，海外业务加速增长。在呼吸机行业格局重塑的背景下，后续美国市场渠道库存出清影响逐步消退，有望带动公司业绩重回增长阶段。

图表 42: 飞利浦呼吸机召回事件时间轴

时间	事件
2021.4	飞利浦公告其部分机器存在潜在健康风险，增加了2.25亿欧元的召回成本。
2021.6	飞利浦发布召回的通知，其特定的飞利浦双水平正压通气（BiPAP）、连续正压通气（CPAP）和机械通气设备可能存在聚酯基聚氨酯（PE-PUR）声音消减泡沫组件相关的潜在风险。涉及数量300-400万台。
2021.7	FDA将飞利浦召回的呼吸机和呼吸设备列为最严重的I类召回。
2021.8	FDA又一次宣布飞利浦呼吸设备的一级召回，涉及数千台V60 Plus呼吸机和所有升级为启用高流量治疗的V60呼吸机。在我国飞利浦呼吸机设备的召回级别为二级，召回数量为109044台。
2022.1	飞利浦在全球范围内呼吸机的召回扩大至520万台，召回成本增加了2.25亿欧元。
2022.4	FDA指定更多的飞利浦召回为I类。召回涉及飞利浦V60呼吸机的所有型号、V60 Plus呼吸机和V680呼吸机。
2022.9	9月6日，飞利浦发布警告，CPAP或BiPAP治疗面罩中的磁性头带夹存在潜在风险，并称已分发了超过1700万个含有磁性夹子的面罩。9月26日，飞利浦再次I类召回，其BiPAP机器马达中可能存在塑料，释放挥发性有机化合物（VOCs），导致用户吸入风险和设备故障。
2022.11	FDA表示，经过修复的飞利浦Trilogy呼吸机有两个新的潜在问题。飞利浦随后称，存在潜在问题的Trilogy呼吸机大约占原始召回中550万呼吸设备的3%，约165000台。
2023.3	飞利浦与FDA达成同意判决，将支付1.5亿美元，并在未来五年内进行外部审计，以解决其处理召回的方式。
2023.5	飞利浦表示，它计划在2023年底之前重新进入呼吸设备市场，并在2024年初开始销售新的呼吸设备。
2024.1	飞利浦与FDA和DOJ就同意令的条款达成一致，在美国，飞利浦将继续为已经提供的设备提供服务，但在满足同意令的相关要求之前，不会销售新的CPAP或BiPAP睡眠治疗设备或其他呼吸护理设备。

数据来源：医械资讯、搜狐网、飞利浦公司官网、央视网、moomoo 环球通讯社、美迪孚医疗、医疗器械创新网、华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对2024-2026年业绩做出以下假设：

1) 家用呼吸机：高患病人群技术+低渗透率下，家用呼吸机市场前景广阔。国内市场上公司家用呼吸机产品在国产中排名第一，海外市场公司产品出口至亚洲、欧洲、北美、南美、非洲、大洋洲等100余个国家和地区，海外收入、增速已超过国内，公司全球化进展成效显著，飞利浦召回事件赋予发展新机遇。我们认为未来



随着公司持续推进海外销售体系建设，有望进一步凭借强产品实力与成本优势在国内市场进一步实现国产替代、在全球市场抢占巨头份额，考虑到24年公司呼吸机板块收入受海外市场影响，预计25年开始逐步恢复，预计未来三年公司家用呼吸机的同比增长将分别达到-16%/26%/24%。

2) 耗材: 通气面罩是家用呼吸机需每年定期更换的耗材，公司占据国内市场第一大份额。家用呼吸机持续放量催生广阔耗材端市场空间，公司作为全产业链布局的龙头企业，有望进一步保持已有竞争优势，并通过产品放量进一步带动自身耗材销售提升。由于面罩耗材的销售有一部分来自老客户的稳定需求，我们预计耗材板块收入增长优于呼吸机设备，我们预计未来三年公司耗材类产品的同比增长将分别达到21%/28%/27%。

3) 医用产品: 医用呼吸诊疗产品在疫情期间加速放量，为公司奠定品牌口碑基础。我们认为公司医用产品线在疫情后24年体量预计压缩，后续保持平稳增长。我们预计未来三年公司医用产品增速分别达-60%/5%/5%

综上，我们预计公司2024-2026年收入增速分别为-12%、26%、24%，归母净利润增速分别为-20%、43%、27%。

图表 43: 公司营业收入拆分预测表 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	663	1415	1122	985	1241	1543
YoY	18%	114%	-21%	-12%	26%	24%
营业总成本	526	1025	871	516	651	809
YoY	63%	95%	-15%	-41%	26%	24%
毛利率	43%	42%	46%	48%	48%	48%
营业成本/收入	57%	58%	54%	52%	52%	52%
按产品拆分						
家用呼吸机						
收入	397	1171	853	717	906	1124
YoY	23%	195%	-27%	-16%	26%	24%
成本	263	695	483	423	534	663
毛利率	30%	37%	40%	41%	41%	41%
业务收入比例	57%	78%	72%	73%	73%	73%
耗材						
收入	163	198	195	235	301	382
YoY	9%	21%	-2%	21%	28%	27%
成本	68	74	68	82	105	134
毛利率	58%	63%	65%	65%	65%	65%
业务收入比例	25%	14%	17%	24%	24%	25%
医用产品						
收入	101	44	72	29	30	32
YoY	16%	-57%	65%	-60%	5%	5%
成本	31	14	22	9	9	10
毛利率	69%	67.0%	69%	69%	69%	69%



业务收入比例	15%	3.1%	6%	3%	2%	2%
其他业务						
收入	1	3	3	3	4	5
YoY	545%	85%	15%	15%	15%	15%
成本	0	1	1	1	2	2
毛利率	69%	49%	57.6%	58.0%	58.0%	58.0%
业务收入比例	0%	0%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

采用可比公司估值法，我们选取同样具有呼吸机业务的上市公司鱼跃医疗；具有呼吸机组件代工业务的美好医疗；医疗器械板块龙头迈瑞医疗作为可比公司，2025年可比公司的平均PE为22倍。考虑到公司作为呼吸机国产龙头企业，在美国市场市占率领先，布局全球呼吸机广阔市场，享有较大的收入天花板，业绩有望迎来拐点，赋予公司一定估值溢价。当前股价对应25年PE为21倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 44: 可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
鱼跃医疗	383.7	38.3	21.6	24.7	28.7	17.8	15.5	13.4
美好医疗	139.9	34.4	3.9	4.9	6.2	35.7	28.4	22.7
迈瑞医疗	3552.5	293.0	138.9	166.6	199.2	25.6	21.3	17.8
均值						26.4	21.8	18.0
怡和嘉业	71.5	79.8	2.4	3.4	4.3	30.0	20.9	16.5

数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所；注：鱼跃医疗、美好医疗、迈瑞医疗 24-26 年盈利预测来自 iFind 一致预期。数据截止 2024 年 9 月 30 日

5 风险提示

呼吸机需求不及预期风险：若后续呼吸机市场的需求不及预期，则可能影响公司业绩增长。

市场竞争加剧风险：当前呼吸机的生产厂商众多，可能存在市场竞争加剧的风险。

新品放量不及预期风险：倘若呼吸机新品放量不及预期，可能影响公司后续的盈利能力增长情况。



图表 45: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	670	831	960	1,276	营业收入	1,122	985	1,241	1,543
应收票据及账款	128	106	127	153	营业成本	605	516	651	809
预付账款	9	8	10	12	税金及附加	6	6	7	9
存货	118	123	210	201	销售费用	107	101	105	127
合同资产	0	0	0	0	管理费用	40	62	65	69
其他流动资产	1,866	1,867	1,881	1,897	研发费用	117	98	99	116
流动资产合计	2,791	2,934	3,187	3,539	财务费用	-4	-9	-11	-14
长期股权投资	13	13	13	13	信用减值损失	-2	0	0	0
固定资产	35	67	80	90	资产减值损失	-10	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	6	8	11	12	投资收益	57	50	50	50
商誉	0	0	0	0	其他收益	41	10	10	10
其他非流动资产	73	76	77	80	营业利润	338	270	384	487
非流动资产合计	128	163	181	194	营业外收入	0	1	1	1
资产合计	2,919	3,097	3,368	3,733	营业外支出	4	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	334	269	383	486
应付票据及账款	40	31	39	49	所得税	34	27	39	50
预收款项	0	0	0	0	净利润	300	241	344	437
合同负债	28	25	31	39	少数股东损益	2	3	3	4
其他应付款	1	1	1	1	归属母公司净利润	297	239	341	433
其他流动负债	44	57	59	63	EPS (按最新股本摊薄)	3.32	2.66	3.81	4.83
流动负债合计	112	114	130	151					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	19	19	19	19					
非流动负债合计	19	19	19	19					
负债合计	132	133	150	171					
归属母公司所有者权益	2,779	2,954	3,205	3,545					
少数股东权益	8	10	13	17					
所有者权益合计	2,787	2,964	3,219	3,563					
负债和股东权益	2,919	3,097	3,368	3,733					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	151	213	196	382
现金收益	310	244	353	446
存货影响	85	-5	-88	10
经营性应收影响	-15	23	-22	-28
经营性应付影响	-63	-9	8	9
其他影响	-166	-41	-56	-55
投资活动现金流	302	3	12	13
资本支出	-20	-45	-36	-35
股权投资	-13	0	0	0
其他长期资产变化	335	48	48	48
融资活动现金流	-140	-55	-79	-78
借款增加	7	0	0	0
股利及利息支付	-130	-91	-94	-94
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-16	36	15	16

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-20.7%	-12.3%	26.0%	24.3%
EBIT 增长率	-21.2%	-21.2%	43.3%	26.8%
归母公司净利润增长率	-21.8%	-19.8%	43.1%	26.8%
获利能力				
毛利率	46.1%	47.6%	47.6%	47.6%
净利率	26.7%	24.5%	27.8%	28.3%
ROE	10.7%	8.0%	10.6%	12.1%
ROIC	35.9%	23.6%	27.4%	27.8%
偿债能力				
资产负债率	4.5%	4.3%	4.4%	4.6%
流动比率	24.9	25.8	24.4	23.4
速动比率	23.8	24.7	22.8	22.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转天数	32	36	27	26
存货周转天数	96	84	92	91
每股指标 (元)				
每股收益	3.32	2.66	3.81	4.83
每股经营现金流	1.69	2.38	2.18	4.26
每股净资产	31.02	32.97	35.77	39.57
估值比率				
P/E	24	30	21	17
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	48	61	42	33

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn