

Q1 预计持续恢复性增长，股权激励彰显信心

核心观点

公司是国产家用呼吸机龙头，长期成长空间广阔。近期，公司发布 2025 年股权激励计划，彰显公司业绩增长信心。短期来看，随着去年上半年美国渠道库存影响消退，公司 24H2 订单交付逐季改善，25Q1 预计在低基数下有望保持较好的增长。展望 2025 年，公司在国内外市场将加大市场推广力度，提升品牌影响力；在研发端将保持较高投入水平，持续提升产品性能，助力公司国内外市场份额稳步提升。中期来看，公司产品管线持续拓展，有望贡献新的盈利增长；长期来看，OSA 和 COPD 患者渗透率提升有望带来行业高景气增长，公司有望凭借在性价比、品牌、渠道等方面的优势，在全球进一步抢占市场份额。

事件

公司公告股权激励草案

3 月 28 日，公司公告 2025 年限制性股权激励草案，拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 70.4 万股，对应标的总股本为 8960 万股，约占总股本的 0.79%。

简评

股权激励落地，彰显公司业绩增长信心

本次公司公告的 2025 年限制性股权激励草案要点包括：1) **授予数量**：拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 70.4 万股，对应标的总股本为 8960 万股，约占总股本的 0.79%。公司 2023 年限制性股票激励计划尚在有效期内，2023 年股权激励计划授予 64 万股，加上本次授予，合计 134.4 万股，约占总股本的 1.50%。2) **授予对象**：共计 54 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含控股子公司，下同）任职的高级管理人员及核心技术（业务）人员。3) **授予价格**：38.66 元/股。4) **公司层面业绩考核**：2025 年营业收入不低于 10.10 亿元，2026 年营业收入不低于 12.10 亿元。5) **费用摊销**：假设公司 2025 年 4 月底授予限制性股票，预计摊销的股份支付总费用为 2831.80 万元，25-27 年分别摊销 1410.94 万元、1182.40 万元、238.47 万元，且在经常性损益中列支。股权激励计划实施后，预计将进一步提升核心技术人员员工的积极性，有效激发管理团队的积极性，提高经营效率。

怡和嘉业 (301367.SZ)

维持

增持

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2025 年 03 月 30 日

当前股价：77.66 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
23.02/24.10	20.50/21.93	-11.04/-23.01
12 月最高/最低价 (元)		91.10/56.99
总股本 (万股)		8,960.00
流通 A 股 (万股)		5,652.48
总市值 (亿元)		69.58
流通市值 (亿元)		43.90
近 3 月日均成交量 (万)		86.61
主要股东		
庄志		13.10%

股价表现



公司是扎根中国，布局全球的国产呼吸健康领域龙头企业

公司 2001 年成立，2003 年第一台多导睡眠检测仪上市，2007 年第一台 CPAP 睡眠呼吸机上市，2008 年通过 CE 认证，2012 年通过美国 FDA 认证，2016 年 BMC 新品牌成立，同年呼吸数据管理云上线，2022 年 11 月 1 日公司在深交所创业板上市成功。公司专注为 OSA、COPD 患者提供全周期（诊断-治疗-慢病管理）、多场景（医疗机构-家庭）的整体治疗解决方案，主营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，并提供呼吸健康慢病管理服务。

公司扎根中国，布局全球，长期成长空间广阔。2024 年上半年，公司海外收入占比超过 57%。根据沙利文 2023 年 7 月披露的数据，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），国内市场占有率由 2020 年的 21.6% 提升至 2022 年的 25.8%，国产品牌中国国内市场排名第一。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。

产品管线持续拓展，性能优异媲美进口龙头

公司呼吸机产品品类持续丰富和升级，截至 2025 年 3 月，新一代呼吸机部分完成国内和 CE 注册，部分在国内外已上市。其中 P5 系列睡眠呼吸机已于 2024 年 9 月国内发布，依托强大的智能算法，该产品系列在睡眠呼吸识别、数据传输等方面有所优化，在湿化能力、防冷凝水功能、噪音控制等方面进行升级，不断提高设备依从性。此外，公司不断拓宽产品管线，新一代高流量湿化氧疗仪和 R2 系列双水平无创呼吸机已获得 CE 认证、国内认证。网式雾化器已完成国内和 CE 注册。公司核心呼吸机产品在压力调节范围、呼气减压功能、延时关机等性能上媲美进口，可靠的产品质量是公司未来份额提升的核心竞争力，同时高性价比的优势可满足不同支付能力用户的差异化需求。

AI 和脑机接口等新技术赋能，未来呼吸机产品有较多创新空间

目前无创家用呼吸机产品的改进方向主要包括以下方面：更便携、更静音、更舒适；通过云端管理和远程监控，以及与智能床垫等设备互联构建生态圈，可形成睡眠健康管理闭环，实现精准诊疗；AI 及脑机接口等新技术的应用，有助于提升呼吸机功能：如智能算法可使呼吸机动态调整压力、减少压力不足或过度通气问题，通过机器学习技术可预测呼吸事件并提前干预，非侵入式脑机接口技术可监测睡眠过程中的脑电、眼电和肌电等生理信号，联动呼吸机调压等。参考全球呼吸机龙头瑞思迈的发展历程，预计未来公司将通过自研、并购、合作等形式，持续提升家用呼吸机产品功能、丰富睡眠呼吸机健康管理生态圈。此前公司曾认购邦勤达睿基金、无锡辰元德等基金的份额，发挥专业投资机构的力量，布局睡眠呼吸、慢病管理等领域的新兴技术。

美国渠道库存影响已消退，25Q1 业绩有望持续恢复性增长

随着去年上半年美国渠道库存影响消退，公司 2024 年季度订单交付环比显著改善，目前保持正常交付水平，国内和非美国市场预计维持稳健态势，25Q1 整体业绩预计在低基数下有望延续去年下半年的恢复性增长态势。展望 2025 年，公司在国内外市场将加大市场推广力度，提升品牌影响力，其中在美国市场和经销 RH 的合作深度和广度进一步提升；在研发端公司将保持较高投入水平，持续提升产品性能，助力公司国内外市场份额稳步提升。

和美国经销商合作进一步升级，市场份额有望稳步提升

公司在海外市场深耕数十载，产品注册齐全，在国内品牌中具有领先地位。**1) 海外市场准入门槛较高：**公司是少有的家用无创呼吸机产品通过美国 FDA 认证、欧盟 CE 认证并进入美国、德国、意大利、土耳其等国家医保市场的国产制造商，凭借多年在海外市场建立起的品牌影响力和渠道优势，有望持续保持领先地位，同时飞利浦召回事件或进一步提升美国市场的准入门槛。**2) 公司与 RH 独家经销协议新增加拿大市场，全球份额有望逐步提升：**2024 年 7 月 29 日，公司与 RH（原 3B）就在美国和加拿大独家经销公司的睡眠呼吸障碍(SDB)治疗设备、双水平气道正压通气（STBPAP）治疗设备及耗材签订了为期 5 年的《独家经销协议》，该协议在经销区域上新增了加拿大市场，在经销产品方面新增了肺病机；未来双方将持续加大在北美市场的品牌建设和市场推广力度，凭借持续优化的产品性能、不断丰富的产品组合，公司在美国的市场份额有望稳步提升。

国产家用呼吸机龙头，看好公司长期发展空间

公司是国产家用呼吸机龙头，长期成长空间广阔。短期来看，随着去年上半年美国渠道库存影响消退，公司 24H2 订单交付逐季改善，25Q1 预计在低基数下有望保持较好的增长。展望 2025 年，公司在国内外市场将加大市场推广力度，提升品牌影响力；在研发端将保持较高投入水平，持续提升产品性能，主力公司国内外市场份额稳步提升。中期来看，公司产品管线持续拓展，有望贡献新的盈利增长；长期来看，OSA 和 COPD 患者渗透率提升有望带来行业高景气增长，公司有望凭借在性价比、品牌、渠道等方面的优势，在全球进一步抢占市场份额。我们看好公司的投资价值，未来 2 年公司有望实现 20%以上的收入复合增长，预计公司 2024-2026 年营业收入增速分别为-25%、21%和 23%，预计归母净利润增速分别为-50%、42%和 32%。维持“增持”评级。

风险分析

(1) 市场竞争风险：国际大型医疗器械厂商不断深化市场，国内其他医疗器械厂商逐渐进入海外市场，国内及国际医疗器械行业市场竞争加剧。

(2) 知识产权风险：一方面，公司正在开发或未来拟开发的产品可能存在被指控侵犯第三方专利权的风险，导致公司面临知识产权侵权索赔、申诉或其他法律上的质疑；另一方面，其他品牌可能存在侵犯公司知识产权的行为，进而损害公司的竞争优势。

(3) 经销商模式风险：公司仅与部分经销商签订长期合作协议，亦没有通过协议约束经销商专门销售公司产品，存在无法与经销商保持长期稳定合作关系的风险。

(4) 海外销售风险：海外销售受到境外监管与索赔的风险；汇率波动风险；关税风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1122	840	1019	1257
增长率(%)	-21%	-25%	21%	23%
归属母公司股东净利润	297	150	212	280
增长率(%)	-22%	-50%	42%	32%
每股收益(EPS)	3.32	1.67	2.37	3.13
市盈率(P/E)	23	47	33	25

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2025 年 3 月 28 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债表 (百万元)					
流动资产	2849	2791	2998	3135	3348
现金	356	670	588	701	812
应收账款	93	109	202	204	251
其他应收款	2	4	2	3	4
预付账款	9	9	21	25	31
存货	203	118	124	150	186
其他流动资产	2186	1881	2062	2052	2065
非流动资产	78	128	83	83	80
长期投资	0	13	0	0	0
固定资产	27	35	28	20	13
无形资产	8	6	6	6	6
其他非流动资产	42	73	49	57	61
资产总计	2927	2919	3081	3218	3428
流动负债	289	112	194	171	157
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	103	40	54	63	69
其他流动负债	186	73	140	108	87
非流动负债	20	19	12	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	19	12	15	15
负债合计	310	132	206	186	171
少数股东权益	7	8	11	13	16
股本	64	64	90	90	90
资本公积	1773	1773	1747	1747	1747
留存收益	773	942	1028	1182	1404
归属母公司股东权益	2610	2779	2865	3019	3241
负债和股东权益	2927	2919	3081	3218	3428

利润表 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1415	1122	840	1019	1257
营业成本	826	605	413	501	618
营业税金及附加	9	6	5	6	7
营业费用	86	107	122	138	155
管理费用	48	40	63	56	55
研发费用	73	117	126	143	161
财务费用	-17	-4	-1	-1	-2
资产减值损失	0	-10	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0
投资净收益	15	57	45	50	40
营业利润	436	338	175	245	323
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	4	2	1	1
利润总额	435	334	173	244	322
所得税	54	34	21	29	39
净利润	381	300	152	215	284
少数股东损益	1	2	3	2	3
归属母公司净利润	380	297	150	212	280
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流	375	151	119	119	128
净利润	381	300	152	215	284
折旧摊销	8	14	8	8	8
财务费用	-17	-4	-1	-1	-2
投资损失	-15	-57	-45	-50	-40
营运资金变动	9	-131	6	-47	-116
其他经营现金流	9	29	-1	-5	-5
投资活动现金流	-1876	302	-128	50	40
资本支出	24	24	0	0	0
长期投资	1869	-268	-13	0	0
其他投资现金流	17	58	-141	50	40
筹资活动现金流	1735	-140	-73	-57	-56
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	16	0	26	0	0
资本公积增加	1722	0	-26	0	0
其他筹资现金流	-3	-140	-73	-57	-56
现金净增加额	242	313	-82	112	112

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

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

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。3 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

研究助理

评级说明

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

分析师声明

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

法律主体说明

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

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

一般性声明

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

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

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

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

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

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

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

中信建投(国际)

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