

怡和嘉业 (301367.SZ)

国产呼吸健康管理领军品牌，持续深耕全球市场

优于大市

核心观点

公司为国产家用无创呼吸机龙头，“短期业绩修复+中长期潜在市场空间”构筑公司业绩弹性与韧性。公司长期以来深耕全球家用无创呼吸机市场，在市场准入、产品设计及渠道建设等方面布局深入，是处于行业前沿的国产医疗器械企业。随着美国去库存渐进尾声，公司短期有望迎来业绩强势复苏，中长期有望凭借自身核心竞争优势持续提升在全球市占率。

投资逻辑一：竞争格局巨变，库存出清明确短期业绩拐点。行业重要竞争对手飞利浦出现连续产品召回事件逐步退出美国市场，腾挪大量市场空间，带来竞争格局的迅速变化。受益于该事件，公司家用呼吸机产品2022年在美国市场出货量激增，导致DME端库存水平升至高位，自2023H2起显著影响公司的业绩表现。随着美国库存逐渐降至正常水平，公司美国呼吸机订单开始逐步恢复，预计短期内将迎来拐点，后续业绩修复预期明确。

投资逻辑二：行业潜在需求旺盛，海内外市场拓展营造中长期增长空间。家用无创呼吸机治疗为OSA及COPD患者重要的非药治疗手段。叠加老龄化、肥胖率增加、COVID-19影响等因素，国内外OSA和COPD患病率预计将进一步提升，家用呼吸机市场也会随着患者群体扩大和治疗渗透率提升而不断增长。根据我们的测算，至2028年全球及中国的家用无创呼吸机销售量将分别达到967万台和120万台。公司在中国、美国及欧洲等主要市场进行全面布局，预计未来呼吸机和耗材收入也将随之迅速提升。

投资逻辑三：“准入壁垒+产品力强+完善售后”形成公司海内外核心竞争力。

1) 公司凭借多年来的市场积累取得了海内外多个市场的准入资质，呼吸机产品在美国、法国等重要市场纳入医保支付；2) 随着研发的不断投入及产品持续迭代，公司的产品性能参数已达行业前列，且具备丰富的在研管线支撑未来产品力持续提升；3) 公司依靠线上的呼吸数据云平台以及线下的产品体验和售后服务中心，构筑起完整的产品服务体系，优化患者和医生的使用体验。

盈利预测与估值：国产家用呼吸机龙头，海内外市场增长空间广阔，首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计2024-2026年营业收入9.27/12.41/16.10亿元，同比-17.4%/+33.9%/+29.7%；归母净利润2.07/2.86/3.70亿元，同比-30.2%/+37.6%/+29.7%。我们认为公司合理市值区间为83.58~89.83亿元，对应股价为93.40~100.26元，较当前有18%~27%溢价空间。。

风险提示：去库存进度不及预期、竞争加剧、知识产权风险、经销商风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,415	1,122	927	1,241	1,610
(+/-%)	113.6%	-20.7%	-17.4%	33.9%	29.7%
归母净利润(百万元)	380	297	207	286	370
(+/-%)	161.0%	-21.8%	-30.2%	37.6%	29.7%
每股收益(元)	4.24	3.32	2.32	3.19	4.13
EBIT Margin	26.4%	22.1%	20.1%	22.1%	22.7%
净资产收益率(ROE)	14.6%	10.7%	7.0%	9.0%	10.7%
市盈率(PE)	18.1	23.2	33.2	24.1	18.6
EV/EBITDA	13.8	19.6	36.6	25.0	18.9
市净率(PB)	1.89	1.77	2.34	2.17	1.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·深度报告

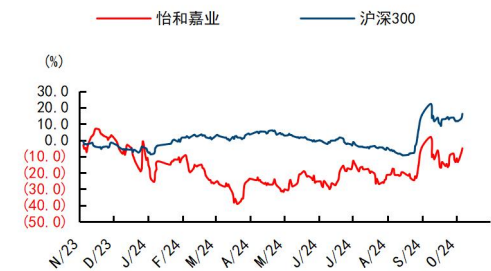
医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：贾瑞祥
021-60375487 021-60875137
zhangjiabo@guosen.com.cn jiaruixiang@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	93.40 - 100.26元
收盘价	79.24元
总市值/流通市值	7100/4479百万元
52周最高价/最低价	131.80/56.37元
近3个月日均成交额	79.34百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：国产家用无创呼吸机龙头企业	7
发展历程：专注家用无创呼吸机业务，国内外市场准入资质完备	7
股权结构：结构清晰，全资控股核心业务子公司	8
公司高管：专业背景雄厚，行业经验丰富	9
产品管线：“三横两纵”布局，家用无创呼吸机产品齐全	9
业绩回顾：营收端短期承压，耗材占比提高拉动毛利率攀升	12
投资逻辑一：竞争格局剧变，库存出清明确短期业绩拐点	15
竞争变局：飞利浦伟康产品召回事件腾挪大量市场空间	15
短期波动：美国 DME 端库存逐渐恢复至正常水平，短期内订单增长预期较明确	17
投资逻辑二：行业潜在需求旺盛，海内外市场拓展营造中长期增长空间	19
市场潜力：OSA 及 COPD 患病人群日益增长，家用呼吸诊疗产品潜在需求旺盛	19
市场总量测算：全球家用无创呼吸机增长空间广阔	22
GLP-1 药物影响：实际数据显示与 PAP 治疗的正相关性	25
北美市场：RH 新合作协议签署，代理地区及产品范围扩大	25
中国市场：渗透率提升空间广阔，品牌力+渠道力持续提升	28
欧洲市场：医保渠道准入工作有序进行，有望成为除美国外的又一海外主要业务区域	28
瑞思迈：家用呼吸机行业国际龙头，业绩持续稳健增长	29
投资逻辑三：“准入壁垒+产品力强+完善售后”形成公司海内外核心竞争力	31
准入壁垒：公司在海外多国顺利获取认证并扩大医保准入的范围	31
产品力强：性能参数已至行业前列，持续研发推动产品管线迭代	33
完善售后：线上云平台+线下售后网点逐步建设铺开	35
财务分析及盈利预测	37
可比公司财务情况对比	37
假设前提	39
未来三年业绩预测	40
盈利预测敏感性分析	41
估值与投资建议	42
绝对估值：84.14~89.83 亿元	42
绝对估值敏感性分析：	43
相对估值：83.58~90.55 亿元	43
投资建议	44
风险提示	45
估值的风险	45
盈利预测的风险	45
去库存进度不及预期的风险	45
竞争加剧的风险	45

知识产权风险	45
经销商风险	46
附表：财务预测与估值	47

图表目录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 公司业务覆盖的国家或地区	8
图 3: 公司股权穿透图 (截至 2024 年 6 月 30 日)	8
图 4: 公司产品布局情况	10
图 5: 公司家用无创呼吸机及耗材销量 (2021A-2023A)	11
图 6: 公司医用产品销量 (单位: 万台, 2021A-2023A)	11
图 7: 公司家用无创呼吸机产品各品类销量拆分 (单位: 万台, 2019A-2021A)	12
图 8: 公司营业收入情况 (单位: 亿元, 2019A-2024Q3)	13
图 9: 公司单季营收情况 (单位: 亿元, 22Q1-24Q3)	13
图 10: 公司各业务板块收入占比情况 (2019A-2024Q3)	13
图 11: 公司分地区收入及增速情况 (2019A-2024Q3)	13
图 12: 公司主要境外市场 2021 年销售收入情况 (单位: 万元)	14
图 13: 公司费用率情况 (2019A-2024Q1-3)	14
图 14: 公司毛利率及归母净利率情况 (2019A-2024Q3)	15
图 15: 公司各业务板块毛利率情况 (2019A-2024Q3)	15
图 16: 飞利浦产品召回事件时间线梳理	15
图 17: 飞利浦睡眠呼吸业务在 Connect Care 部门收入占比	16
图 18: 飞利浦睡眠呼吸业务收入与增速 (单位: 亿欧元)	16
图 19: 2020 年全球家用呼吸机市场份额 (按销售量)	17
图 20: 2022 年全球家用呼吸机市场份额 (按销售量)	17
图 21: 2020 年中国家用无创呼吸机市场份额 (按出厂价)	17
图 22: 2020 年中国家用无创呼吸机出口市场份额 (按出厂价)	17
图 23: 公司美国市场产品销售模式	18
图 24: 公司合同负债变动情况 (单位: 亿元)	18
图 25: OSA 患者呼吸暂停症状成因演示	19
图 26: 全球 OSA 患病人数 (30-69 岁, 单位: 百万人)	20
图 27: 我国 OSA 患病人数 (30-69 岁, 单位: 百万人)	20
图 28: 2012 年主要国家 OSA 患病人数测算 (单位: 百万人)	20
图 29: 全球 OSA 患病率地区分布 (AHI \geq 5)	20
图 30: 常见的 COPD 包括慢性支气管炎和肺气肿	21
图 31: 全球 COPD 患病人数 (单位: 百万人)	22
图 32: 中国 COPD 患者人数 (单位: 百万人)	22
图 33: 中国及美国 COPD 诊疗情况对比 (2019, 单位: 百万人)	22
图 34: COPD 主要治疗方案分类	22
图 35: 全球家用无创呼吸机市场规模 (出厂价口径, 单位: 百万美元)	24
图 36: 中国家用无创呼吸机市场规模 (出厂价口径, 单位: 百万元)	24
图 37: 全球通气面罩市场规模预测 (出厂价口径, 单位: 百万美元)	25

图 38: 中国通气面罩市场规模预测 (出厂价口径, 单位: 百万人民币)	25
图 39: GLP-1 与 PAP 治疗的相关性研究	25
图 40: PHE 及过渡阶段对呼吸机产品的准入政策变动	26
图 41: 公司与瑞思迈家用无创呼吸机产品美国市场终端价情况 (2024 年 10 月 29 日)	27
图 42: 瑞思迈营业收入情况 (单位: 亿美元; FY20-FY25Q1)	30
图 43: 瑞思迈净利润情况 (单位: 亿美元; FY20-FY25Q1)	30
图 44: 瑞思迈分业务收入及增速情况 (单位: 亿美元; FY19-FY25Q1)	30
图 45: 瑞思迈与标普全球医疗保健指数收益率对比 (2019 年 10 月-2024 年 10 月)	31
图 46: 2024H1 公司已取得注册及注册申请项目数量	31
图 47: 公司测评中心获得 CNAS 认可证书	32
图 48: 公司产品核心技术优势	34
图 49: 公司研发费用及同比增长情况 (2019A-2024H1)	34
图 50: 公司研发体系布局	35
图 51: 公司 G3 系列云平台患者端界面	36
图 52: 公司 G2S 系列云平台患者端界面	36
图 53: 公司线下一级服务中心职能	36
图 54: 可比公司相关业务板块营业收入对比 (单位: 亿元)	37
图 55: 可比公司相关业务板块毛利率对比 (2017A-2023A)	38
图 56: 可比公司归母净利率对比 (2019A-2024Q1-3)	38
图 57: 可比公司经营性现金流净额对比 (单位: 亿元)	38
图 58: 可比公司经营性现金流净额/净利润对比	38
图 59: 可比公司货币资金及交易性金融资产对比 (2024Q3; 单位: 亿元)	39
图 60: 可比公司保守速动比率对比 (2019A-2024Q3)	39
表 1: 主要参控股公司基本情况	9
表 2: 公司高管团队相关情况 (截至 2023 年底)	9
表 3: 家用无创呼吸机及医用呼吸诊疗产品划分依据	11
表 4: 飞利浦伟康退出美国市场产品列表 (2024 年 1 月)	16
表 5: 成人阻塞性睡眠呼吸暂停多学科治疗细则	20
表 6: 全球及中国家用无创呼吸机市场规模测算 (2022-2028E)	23
表 7: 2024 年 7 月公司与 RH 新合作协议主要内容	26
表 8: 公司美国市场呼吸机及面罩收入测算 (2023A~2028E)	27
表 9: 主要品牌家用无创呼吸机产品电商价格 (2024 年 9 月 20 日价格, 单位: 元)	28
表 10: 公司中国市场呼吸机及面罩收入测算 (2023A~2028E)	28
表 11: 公司欧洲市场呼吸机及面罩收入测算 (2023A~2028E)	29
表 12: 部分地区医保政策及报销比例	32
表 13: 家用无创呼吸机产品不同品牌参数对比	33
表 14: 通气面罩产品不同品牌参数对比	33
表 15: 公司在研项目情况 (截至 2024 年 6 月 30 日)	34
表 16: 可比公司财务比较 (2023A)	37

表 17: 收入拆分及预测 (单位: 百万元)	40
表 18: 未来三年盈利预测 (单位: 百万元)	40
表 19: 情景分析 (单位: 百万元)	41
表 20: 公司盈利预测假设条件	42
表 21: 资本成本假设	42
表 22: 怡和嘉业 FCFF 估值表 (单位: 百万元)	42
表 23: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	43
表 24: 可比公司估值表 (2024/11/04)	43
表 25: 可比公司基本情况介绍	43

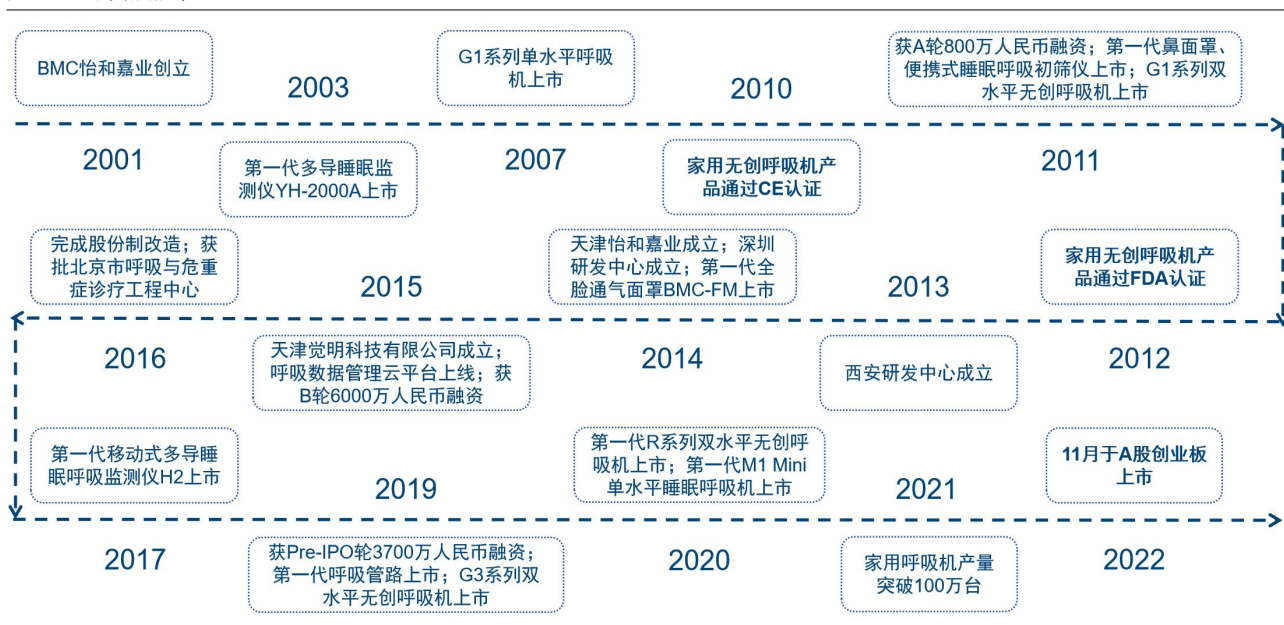
公司概况：国产家用无创呼吸机龙头企业

发展历程：专注家用无创呼吸机业务，国内外市场准入资质完备

怡和嘉业成立于2001年，是国内领先的呼吸健康领域医疗设备与耗材产品制造商，持续围绕呼吸健康领域开发全系列医疗产品，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，满足患者全周期、多场景、系统化的健康需求。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，并提供呼吸健康慢病管理服务。

公司国内外市场准入资质完备，2007年推出第一代G1系列单水平呼吸机，2011年推出G1系列双水平无创呼吸机；家用呼吸机产品分别于2010年、2012年取得CE和FDA的认证，是第一家无创呼吸机产品通过美国FDA认证的国内制造商。2015年，公司全资子公司觉明科技成立，主要负责慢病管理平台的运营。2022年11月，公司于A股创业板上市。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

经过二十余年发展，公司业务已覆盖全球 100 多个国家或地区。截至 2024 年 6 月底，公司产品销售覆盖全球 100 多个国家和地区，取得多项 NMPA、FDA、CE 等认证，同时也是市场上少有的家用无创呼吸机产品进入美国、德国、意大利、土耳其等医保市场的国产制造商。公司在天津、西安、深圳、东莞、中国香港、法国设立分、子公司，员工总数近 900 人，全球营销服务网络布局逐渐完善。

图2: 公司业务覆盖的国家或地区

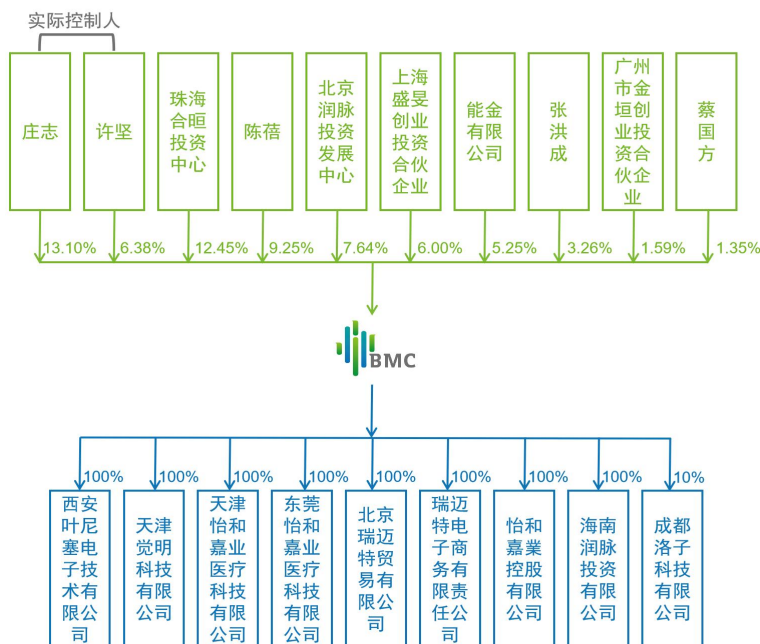


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理 注: 图中带有标记的区域为公司业务覆盖地区

股权结构: 结构清晰, 全资控股核心业务子公司

股权结构清晰, 董事长庄志和副总许坚为公司实际控制人。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司实际控制人庄志直接持有公司 13.10% 的股份, 通过作为执行事务合伙人的员工持股平台润脉投资间接控制公司 7.64% 的股份, 直接+间接持股合计 20.74%; 许坚直接持有公司 6.38% 的股份, 通过北京润怡间接控制公司 0.25% 的股份, 直接+间接持股合计 6.63%。公司前十大股东持股比例为 66.27%, 股权结构较为清晰。

图3: 公司股权穿透图 (截至 2024 年 6 月 30 日)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

公司全资控股叶尼塞、觉明科技等核心业务相关子公司。叶尼塞和天津觉明科技为公司全资子公司。叶尼塞主要负责风机控制系统软件与算法等相关产品核心技术模块的研发；天津觉明科技主要运营国内慢病管理平台，提供呼吸健康慢性管理服务，帮助代理商解决售后问题。此外，好仕康为公司参股公司，公司的子公司叶尼塞持有好仕康 50% 的股权，好仕康主要从事呼吸管路部件等产品的生产和销售，为公司提供性价比较高、质量稳定的呼吸机产品配件。2023 年 4 月，公司在法国成立数据型子公司，负责欧洲地区的医保报销及应对 GDPR 合规问题。

表1: 主要参控股公司基本情况

公司名称	成立时间	股东构成	与公司主营业务的关系
天津怡和嘉业医疗科技有限公司	2014 年 4 月	公司 100%控股	公司的全资子公司，主要负责主营产品生产及研发
天津觉明科技有限公司	2015 年 6 月	公司 100%控股	公司的全资子公司，主要运营慢病管理平台
西安叶尼塞电子技术有限公司	2013 年 5 月	公司 100%控股	公司的全资子公司，主要负责公司产品核心技术模块研发
东莞怡和嘉业医疗科技有限公司	2022 年 6 月	公司 100%控股	公司的全资子公司，主要负责主营产品生产及研发
BMC Medical (France)SARL	2023 年 4 月	公司 100%控股	公司的全资子公司，主要负责欧洲地区的云平台建设
东莞市好仕康塑胶科技有限公司	2018 年 12 月	叶尼塞持股 50%，林信弟持股 50%	主要从事呼吸管路部件的生产，向公司供应呼吸管路部件

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

公司高管：专业背景雄厚，行业经验丰富

管理层多为与医疗器械相关性较强的理工科专业背景，拥有丰富行业经验。公司董事长庄志先生 2001 年创办公司，自公司成立以来制定了清晰可行的研发策略，除了自主掌握核心部件和软件，还构建了完善的研发创新体系。其他董事、副总经理等高管也多数为生物医学工程或仪器类相关专业，专业背景雄厚；部分高管在入职公司前拥有在海内外医疗器械知名企业的工作经验，行业经验丰富。管理层大多已在公司任职 10~20 年，稳定且专业的管理团队带领公司发展。

表2: 公司高管团队相关情况（截至 2023 年底）

姓名	职位	个人简历
庄志	董事长兼总经理	男，1969 年出生，中国国籍，无境外居留权，清华大学生物医学工程博士，2001 年创办公司，历任公司执行董事、总经理、董事长，现任公司董事长、总经理。
高成伟	董事兼副总经理	男，1963 年出生，中国国籍，无境外居留权，哈尔滨工业大学精密机械仪器专业硕士。历任 GE Hangwei Medical System, AeRa Corporation Inc、中国远大集团、艾默生电气（深圳）有限公司等企业，2013 年加入公司，现任公司董事、副总经理。
陈蓓	董事兼副总经理	女，1963 年出生，中国国籍，无境外居留权，西安交通大学生物医学工程及仪器专业学士，曾任职空军第四研究所工程师、高级工程师，2003 年加入公司，现任公司董事、副总经理。
周明钊	董事兼副总经理	男，1970 年出生，中国国籍，无境外居留权，华南理工大学机械工程系硕士学位，曾任职深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司研发总监，2014 年加入公司，现任公司董事、副总经理。
田子睿	董事	男，1978 年出生，中国国籍，无境外居留权，清华大学生物医学工程专业硕士学位，曾任中经合集团（WI Harper Group）投资合伙人，深圳市麦星投资管理（有限合伙）合伙人，现任北京丰誉私募基金管理有限公司合伙人。2011 年 1 月至今，任公司董事。
TAN CHING (谈庆)	董事	男，1964 年出生，美国国籍，美国芝加哥大学工商管理硕士学位。历任通用电气 GE 医疗集团（美国）、任博思咨询、通用电气 GE 医疗集团（中国）、尚高资本（Siguler Guff & Co., LLC）等企业，2012 年 11 月至今，任上海甲辰私募基金管理有限公司执行董事兼总经理；2018 年 9 月至今，任公司董事。
肖爱军	监事会主席	男，1968 年出生，中国国籍，无境外居留权，大连理工大学工程力学专业学士学位。历任北京新兴生物医学工程研究中心、北京泰达新兴医学工程技术有限公司等企业，2006 年加入公司，现任公司监事会主席、内审负责人。
许坚	副总经理	男，1973 年出生，中国国籍，无境外居留权，清华大学生物医学工程专业硕士学位。曾任职于深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司，2006 年加入公司，现任公司副总经理。
杜祎程	副总经理兼董事会秘书	男，1981 年出生，中国国籍，无境外居留权，太原理工大学自动化专业学士学位。曾于北京亿赞普网络技术有限公司、北京中科金财科技股份有限公司等企业担任知识产权部经理；2013 年加入公司，历任公司知识产权部经理、知识产权及法务部总监；2023 年 6 月至今，任公司副总经理、董事会秘书。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品管线：“三横两纵”布局，家用无创呼吸机产品齐全

经过多年发展，公司已形成“家用、医用、耗材”的“三横”+“产品、服务”

的“两纵”业务布局。公司专注为 OSA（阻塞性睡眠呼吸暂停）和 COPD（慢性阻塞性肺疾病）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，致力于成为“全球呼吸健康管理的首选平台”。公司的产品主要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，耗材主要为通气面罩等产品。

- ✓ **家用无创呼吸机产品：**根据产品用途可分为睡眠呼吸机和肺病呼吸机。睡眠呼吸机进一步可分为单水平（CPAP）睡眠呼吸机和双水平（Bi Level）睡眠呼吸机，主要用于治疗鼾症和以 OSA 为主的 SAHS（睡眠呼吸暂停低通气综合征）患者；肺病呼吸机均为双水平肺病呼吸机，主要用于以 COPD 为主的呼吸功能不全患者的治疗。
- ✓ **耗材产品：**主要为通气面罩和呼吸管路。通气面罩可按照与患者接触部位分为全脸面罩、鼻面罩和鼻垫式面罩等，用于患者与家用无创呼吸机的连接，是呼吸机气流输送的必要配件。患者挑选面罩种类时，主要会考虑呼吸习惯、佩戴舒适度以及患病的严重程度等因素，全脸面罩适用于流量与压力要求较高、惯用张口呼吸的患者；鼻垫式面罩适用于病情较轻、侧重体验舒适度以及鼻腔呼吸正常的患者；鼻式面罩则介于上述二者之间。呼吸管路产品用来连接呼吸机与面罩，提供气体通路。
- ✓ **医用呼吸诊疗产品：**主要包括睡眠监测仪、高流量湿化氧疗仪及 R 系列双水平无创呼吸机产品。**睡眠监测仪**分为睡眠呼吸初筛仪（通过监测睡眠呼吸事件对受检者进行多场景 SAHS 筛查）和多导睡眠呼吸监测仪（通过监测睡眠中血氧饱和度、口鼻气流等生理参数辅助医生对 SAHS 进行诊断）；**高流量湿化氧疗仪：**适用于有自主呼吸的患者，提供一定流量、加温湿化的呼吸气体。**R 系列双水平无创呼吸机**相较于家用产品增加了高流量湿化氧疗功能。

图4：公司产品布局情况



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理 注：公司同类产品一般有多个型号，图中每类仅选一种作为展示

家用及医用产品主要依靠应用场景、适应症及核心参数来划分。公司家用无创呼

呼吸机不同品类所针对的适应症主要涵盖打鼾、以 OSA 为主的 SAHS 以及 COPD，而医用呼吸机产品适应症状侧重呼吸功能不全，包括 I 型呼吸衰竭、气道灼伤、COPD、肺炎等。此外，医用产品在最大治疗压力的大小和是否具备氧气流量输出功能上和家用产品亦有分别。

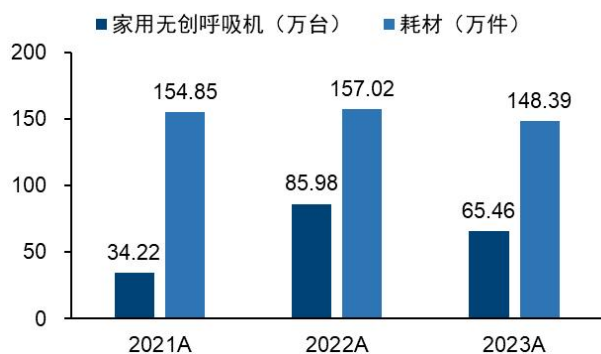
表3: 家用无创呼吸机及医用呼吸诊疗产品划分依据

划分情况	家用无创呼吸机			医用呼吸诊疗产品		
	单水平睡眠呼吸机	双水平睡眠呼吸机	双水平肺病呼吸机	睡眠监测仪	高流量湿化氧疗仪	R 系列双水平无创呼吸机
根据适应症划分	打鼾、以 OSA 为主的 SAHS		COPD	SAHS 的筛查与诊断	呼吸功能不全，包含 I 型呼吸衰竭、气道灼伤、慢阻肺、肺炎等	
根据主要应用场景划分	应用场景为家庭；新冠疫情等特殊情况下肺病呼吸机可在医院使用			应用场景为医院		
根据操作难度划分	操作较为简单易懂，无需使用者掌握专业知识，操作失误一般不会引起生命危险			操作难度较高，需要使用者具备专业知识，根据患者不同情况调整相应参数指标，操作失误可能引起生命危险		
技术路线	主控单元控制风机输出治疗压力，并通过调节治疗压力、流量和温度的输出状态			多导睡眠监测技术、生理电信号探测技术	温湿度控制技术、高流量气道湿化技术	温湿度控制技术、高流量气道湿化技术且同时采用呼吸机相关技术
核心技术参数	可输出最高 30cm H ₂ O 的治疗压力			脑电、眼动电检测、血氧饱和度精度及范围等	最高 80L/min 氧气流量输出	最高 80L/min 氧气流量输出、最大治疗压力 50cm H ₂ O
操作方式	无创连接方式，通过管路和通气面罩与患者链接			腕表式/穿戴式佩戴方式，通过导联线/传感器与患者连接	无创连接方式，通过管路和吸氧鼻塞与患者连接	无创连接方式，通过管路和通气面罩（呼吸机模式）/吸氧鼻塞（高流量模式）与患者连接
使用寿命	5 年			睡眠呼吸初筛仪：5 年 多导睡眠呼吸监测仪：7 年	5 年	
注册证监管	第二类医疗器械相关要求					

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，国信证券经济研究所整理

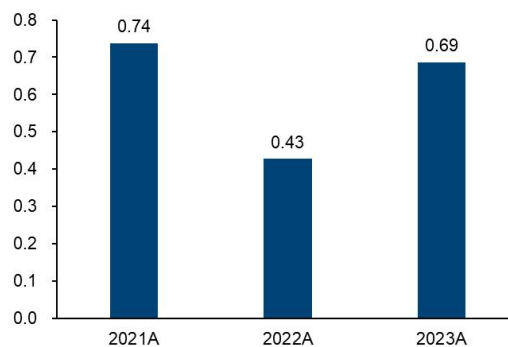
家用无创呼吸机产品与耗材产品是公司最主要的业务。从销量来看，家用无创呼吸机和耗材为公司主力产品，2023 年公司家用无创呼吸机产品销量达 65.46 万台，耗材产品销量 148.39 万件。2022 年公司家用无创呼吸机销量大幅提升至 85.98 万台（同比+151.3%），主要受益于美国市场竞争对手产品召回事件带来的市场空间腾挪。公司医用产品销量相对较少，2023 年售出 0.69 万台（同比+60.9%），主要因 23 年初医院端对高流量湿化氧疗仪和 R 系列呼吸机的需求提升所致。

图5: 公司家用无创呼吸机及耗材销量（2021A-2023A）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

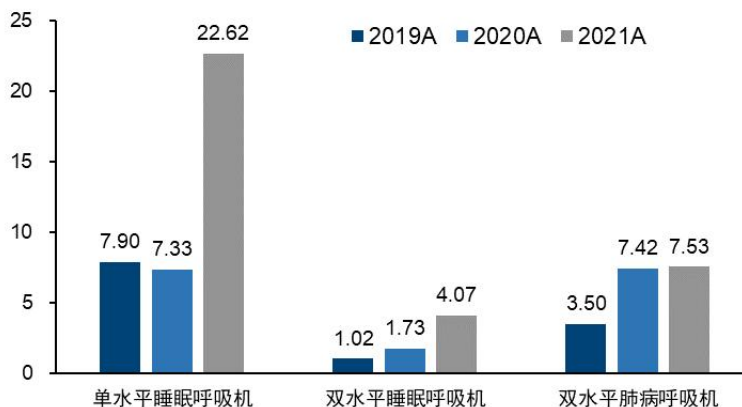
图6: 公司医用产品销量（单位：万台，2021A-2023A）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在家用产品中，睡眠呼吸机销量提升迅速，肺病呼吸机受疫情影响较显著。根据公司招股书中披露的家用产品各品类的收入及平均单价数据，可以得知 2021 年公司单水平睡眠呼吸机销量 22.62 万台(+208.4%)，双水平睡眠呼吸机销量 4.07 万台(+136.1%)，双水平肺病呼吸机销量 7.53 万台(+1.5%)。21H1 公司睡眠呼吸机销量已开始受益于美国市场的竞争格局变化，双水平肺病呼吸机在 2020 年受全球疫情暴发影响销售基数较高。

图7：公司家用无创呼吸机产品各品类销量拆分（单位：万台，2019A-2021A）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理 注：销量根据各品类收入及平均单价情况计算

业绩回顾：营收端短期承压，耗材占比提高拉动毛利率攀升

受美国去库存影响，公司营收端短期承压。2024 前三季度公司实现营业收入 6.02 亿元，同比下降 36.3%；2023 年全年公司实现营业收入 11.22 亿元，同比下降 20.7%。2022 年公司营业收入基数较高，主要系主要竞争对手之一的飞利浦伟康的产品召回事件，在美国释放出大量市场空间，公司家用呼吸机发货量达到历史峰值；23Q2 至 24Q2，受到美国市场渠道库存较高的影响，公司在美国市场的家用呼吸机产品订单大幅减少。此外，2023H1 受新冠病例人数短期内较快提升的影响，国内高流量氧疗仪产品入院较多，也导致了 23H1 国内的收入基数相对较高。综合以上两点主要原因，公司 23H2 及 24H1 的营业收入出现明显同比下降。随着订单的逐步恢复，24Q3 已实现业绩的初步回暖：24Q3 公司收入 2.20 亿元，同比提升 10.5%，环比提升 15.7%。

图8: 公司营业收入情况 (单位: 亿元, 2019A-2024Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

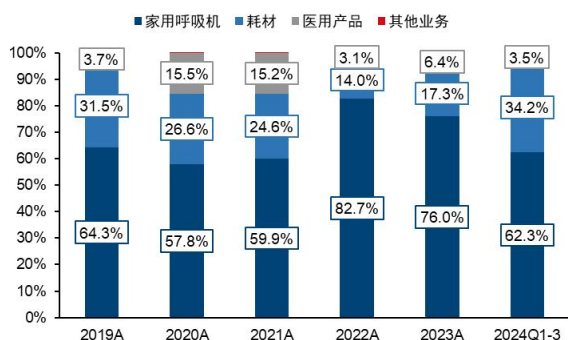
图9: 公司单季营收情况 (单位: 亿元, 22Q1-24Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

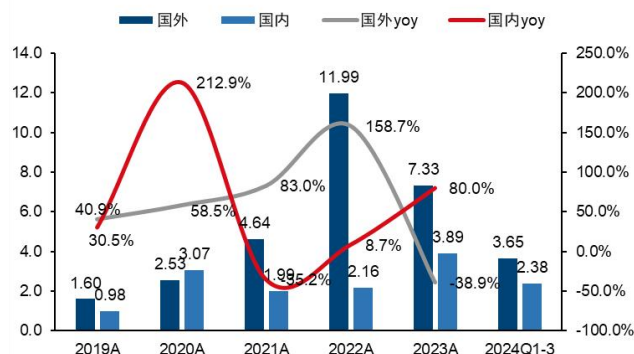
耗材占比有所提升, 24H1 国内收入降幅相对较低。分业务来看, 2024 前三季度家用呼吸机/耗材收入占比分别为 62.3%/34.2%, 家用呼吸机依然为公司主要收入来源, 但 2024 年前三季度耗材占比相比 2023 全年水平提升 16.9pp, 有望未来成为公司收入增长的重要引擎。分地区看, 2024 年前三季度公司海外收入 3.65 亿元, 国内收入 2.38 亿元; 2023 年公司海外收入 7.33 亿元 (同比-38.9%), 国内收入 3.89 亿元 (同比+80.0%)。

图10: 公司各业务板块收入占比情况 (2019A-2024Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

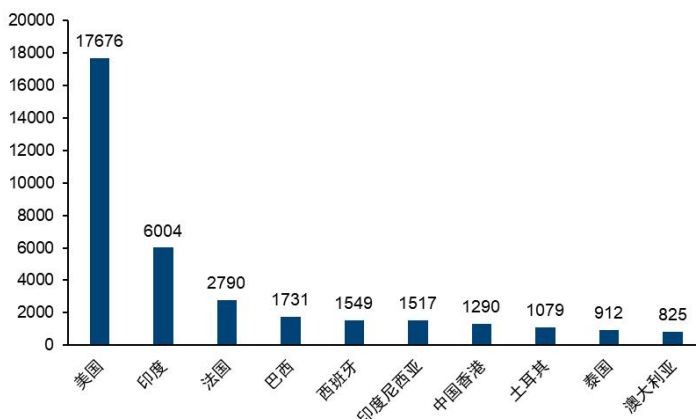
图11: 公司分地区收入及增速情况 (2019A-2024Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

美国市场为公司境外收入的主要来源。根据公司招股书披露的内容, 2021 年公司在美国市场收入 1.77 亿元, 占境外销售的 38.1%; 其次为印度、法国, 分别实现收入 6004 万、2790 万元, 占比 13.0%、6.0%。巴西、西班牙、印度尼西亚、中国香港、土耳其在 2021 年收入均超过 1000 万元。

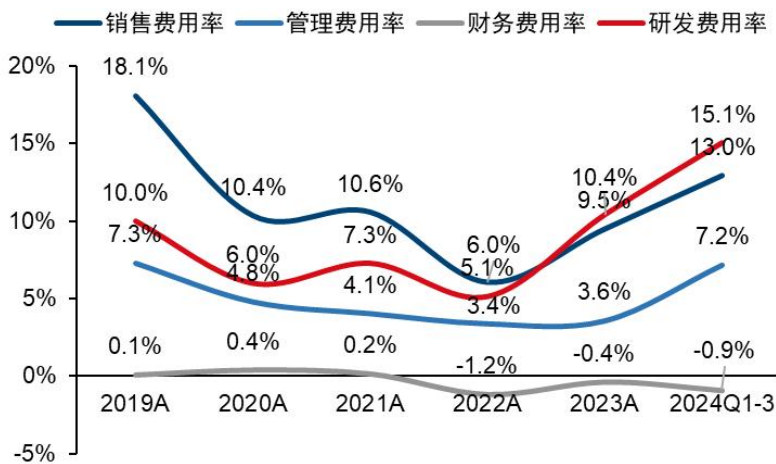
图12: 公司主要境外市场 2021 年销售收入情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

受收入规模缩减和战略规划影响, 公司费用率呈现上升趋势。2024 前三季度公司销售费用率 13.0% (+4.8pp), 管理费用率 7.2% (+3.8pp), 研发费用率 15.1% (+5.2pp), 费用率均有明显提升。费用率提升的原因主要有: 1) 23 年 Q3 以来营业收入规模受美国清库存影响而缩减, 导致费用率表现较高; 2) 公司依然保持在海内外市场开拓以及品牌建设方面的投入, 新产品推出也保持较快的节奏, 期间费用的绝对值相较去年同期也有增长。预计公司的费用率水平有望随着收入规模的改善而逐步企稳。

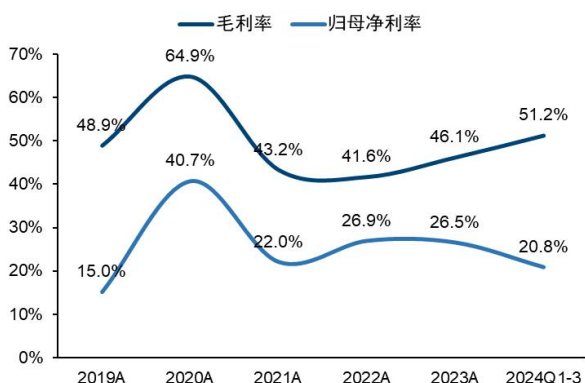
图13: 公司费用率情况 (2019A-2024Q1-3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

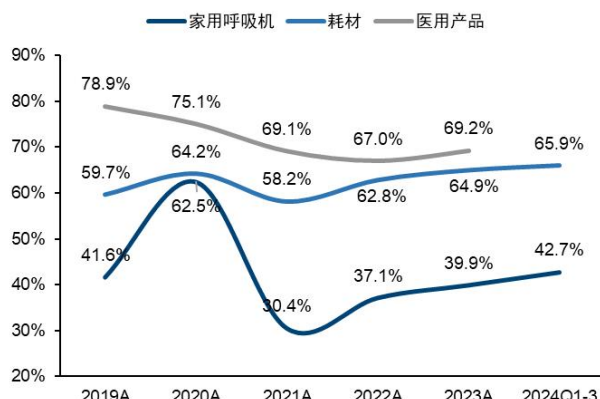
耗材占比提升带动公司整体毛利率增长。2024 年前三季度公司毛利率 51.2% (+5.1pp), 归母净利率 20.8% (-7.8pp)。分业务来看, 2024 年前三季度家用呼吸机板块毛利率 42.7% (+2.8pp), 耗材板块毛利率 65.9% (-0.1pp), 耗材业务的毛利率水平显著高于家用呼吸机板块, 2024 前三季度由于耗材产品在收入中占比的提高, 公司整体毛利率水平得以提升; 随着美国市场家用呼吸机产品订单量逐步恢复, 耗材板块的收入占比短期内会有所下降, 预计公司毛利率可能略有降低。从长期来看, 随着公司呼吸机产品的市场占有率及客户认可度的提升, 会带动高毛利率的耗材产品放量, 推动公司整体毛利率水平上升。

图14: 公司毛利率及归母净利率情况 (2019A-2024Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司各业务板块毛利率情况 (2019A-2024Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

投资逻辑一: 竞争格局剧变, 库存出清明确短期业绩拐点

竞争变局: 飞利浦伟康产品召回事件腾挪大量市场空间

2021年公司竞争对手飞利浦伟康陷入产品召回风波, 目前已退出美国市场。2021年4月飞利浦伟康宣布首次召回旗下部分型号呼吸机550万台, 主要因设备中的消音泡沫组件存在降解有害物质的潜在风险; 2021年7月, FDA将此次召回事件列为I级。随后在2021年8月至2023年4月, 飞利浦伟康的多个型号的呼吸机产品、面罩产品先后经历了第二次至第七次严重召回事件。2024年1月, 飞利浦宣布在美国市场将专注耗材和配件(包括面罩)的销售, 而不会恢复医用呼吸产品、部分家用呼吸产品、便携式和固定式制氧机及睡眠诊断产品的出售。2024年6月, 飞利浦宣布关闭伟康业务总部, 结束其Morrisville和New Kensington工厂的生产并将生产转移给代工厂。

图16: 飞利浦产品召回事件时间线梳理



资料来源: FDA官网, 飞利浦官网, 国信证券经济研究所整理

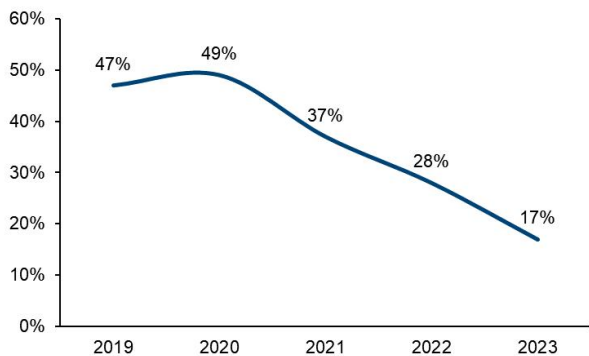
表4: 飞利浦伟康退出美国市场产品列表 (2024年1月)

产品名称	产品类型
Alice 6	睡眠诊断产品
Alice NightOne	睡眠诊断产品
Alice PDx	睡眠诊断产品
CoughAssist	气道清除装置
DreamStation Go	便携式双水平无创呼吸机
EverFlo	家用制氧机
I-neb AAD Nebulizer	呼吸药物输送系统
Millennium M10	家用制氧机
NightBalance	体位睡眠治疗装置
OmniLab Advanced +	滴定系统
Other nebulizers	呼吸药物输送系统
Other RDD products	呼吸药物输送系统
SimplyGo	便携式制氧机
SimplyGo Mini	便携式制氧机
Trilogy 100/200/202	便携式呼吸机
Trilogy EVO and EV300	家用呼吸机
V30	呼吸机
V60 / V60 Plus	呼吸机

资料来源: 飞利浦官网, 国信证券经济研究所整理

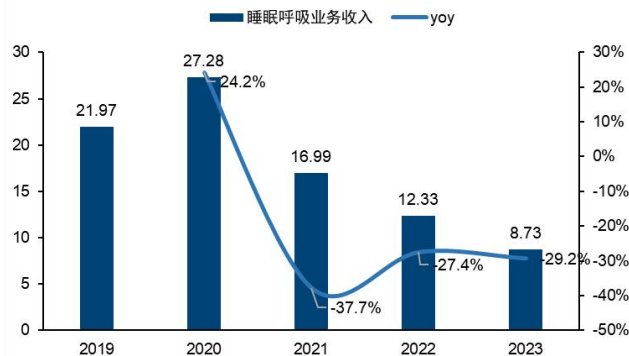
受召回事件影响, 飞利浦睡眠呼吸业务收入迅速下滑。根据飞利浦的财报数据, 睡眠呼吸业务 (Sleep & Respiratory Care) 在 Connect Care 部门的收入占比由 2019 年的 47% 大幅降低至 2023 年的 17%, 结合公司财报中披露的部门收入数据, 可以推算出飞利浦睡眠呼吸业务收入已经从 2020 年的最高点 27.28 亿欧元降低至 2023 年的 8.73 亿欧元, 降幅高达 68.0%。连续的产品召回事件使飞利浦睡眠呼吸产品的口碑及业务开展受到重大影响, 短期内恢复高增长的可能较低。

图17: 飞利浦睡眠呼吸业务在 Connect Care 部门收入占比



资料来源: 飞利浦公司公告, 国信证券经济研究所整理

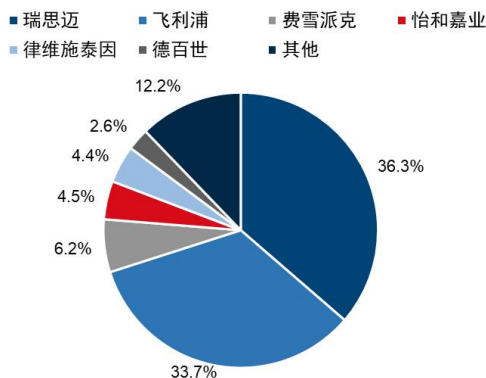
图18: 飞利浦睡眠呼吸业务收入与增速 (单位: 亿欧元)



资料来源: 飞利浦公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 板块收入为根据 Connect Care 部门收入及睡眠呼吸业务收入占比情况测算

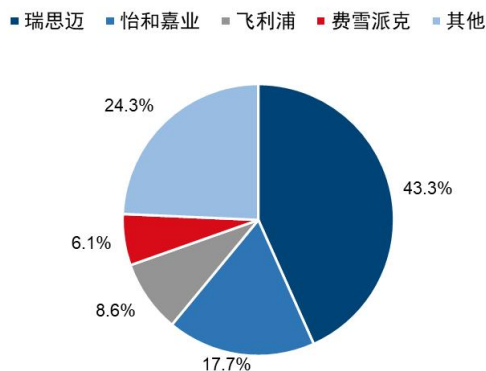
全球市场: 飞利浦产品召回事件后, 市场竞争格局出现迅速改变。根据弗若斯特沙利文的统计数据, 按销售量计算, 2020 年全球家用呼吸机市场中, 瑞思迈、飞利浦、费雪派克分别以 131.4/122.0/22.5 万台的销售量占据排名前三, 市占率分别为 36.3%/33.7%/6.2%。2020 年怡和嘉业以 16.4 万台的销售量排名第四, 市占率为 4.5%。2022 年, 受到竞争对手产品召回的影响, 市场格局剧变。按销售量计算, 2022 年全球家用呼吸机市场中, 瑞思迈、怡和嘉业、飞利浦分别以 210.4/85.8/41.9 万台的销售量占据排名前三, 市占率分别为 43.3%/17.7%/8.6%, 公司的市占率由 2020 年的 4.5% 迅速提升至 2022 年的 17.7%。

图19: 2020 年全球家用呼吸机市场份额（按销售量）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

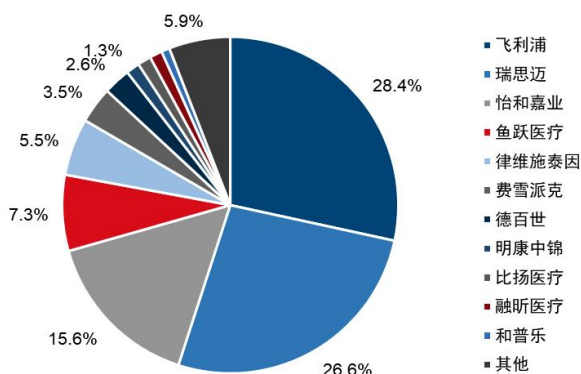
图20: 2022 年全球家用呼吸机市场份额（按销售量）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

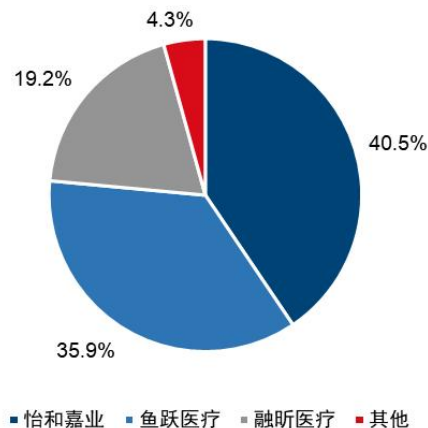
国内市场：公司在国内市场市占率排名升至国产品牌第一。按出厂价统计，2020 年中国家用无创呼吸机市场中，飞利浦、瑞思迈、怡和嘉业、鱼跃医疗分别以 3.50/3.28/1.92/0.91 亿元的销售 额排名行业前四，市占率分别为 28.4%/26.6%/15.6%/7.3%。根据公司在 2023 年中报披露的数据，按销售量统计，公司的国内市场占有率由 2020 年的 21.6% 提升至 2022 年的 25.8%，在国产品牌中国内市场占有率稳居第一。预计随着飞利浦原有市场份额的替换，以及公司在国内品牌建设的逐步完善，公司在国内市场市占率有望表现出持续提升的趋势。此外，在国内出口市场，根据 2020 年数据，公司在国产品牌家用无创呼吸机出口市场占有率排名第一，考虑 2021 年开始公司在美国市场份额提升较快，公司在国产品牌出口市场中领先地位将愈发显著。

图21: 2020 年中国家用无创呼吸机市场份额（按出厂价）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，国信证券经济研究所整理

图22: 2020 年中国家用无创呼吸机出口市场份额（按出厂价）



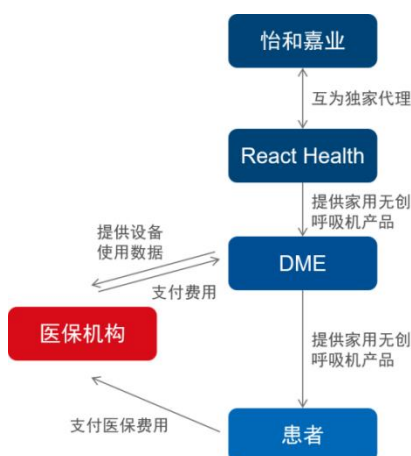
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，国信证券经济研究所整理

短期波动：美国 DME 端库存逐渐恢复至正常水平，短期内订单增长预期较明确

DME 为美国家用呼吸机销售的重要枢纽，其库存水平影响公司美国市场订单节奏。从美国市场的销售模式来看，DME（耐用医疗设备经销商）端为重要销售节点，承接上游厂家的设备提供，直接面向下游的终端应用客户。公司在美国市场

拥有互为独家的代理商 RH (React Health) 公司, DME 端将设备及耗材的需求反馈给 RH 公司, 再由 RH 形成订单发给公司。DME 一方面为患者提供设备, 另一方面需要将设备使用情况提供给医保部门以获取医保支付。2021-2022 年, 随着飞利浦逐步退出美国市场叠加新冠疫情带来的呼吸机需求提升, 公司在美国订单量显著上升。在下游患者端的需求迅速提升但市场供给较少的阶段, 可能会出现同一位患者同时向多家 DME 提出设备采购需求的情况, 导致 DME 向 RH 反馈的需求量大于实际终端患者的需求量, 造成 DME 端库存积压, 这也是导致公司自 2023Q2 起美国市场订单量降低的重要原因。

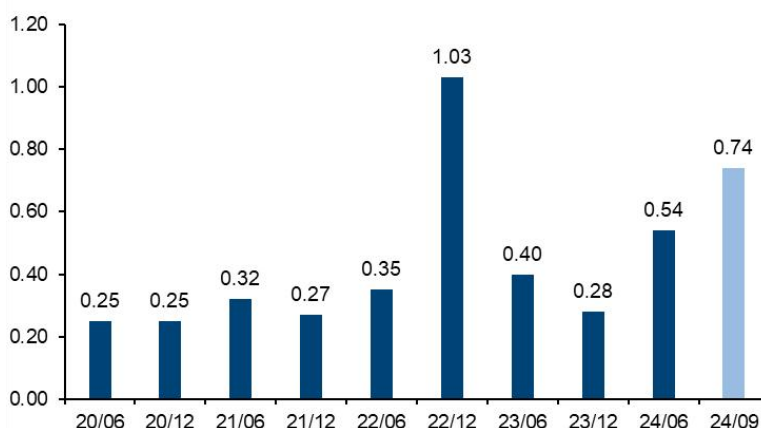
图23: 公司美国市场产品销售模式



资料来源: 公司公告, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

美国市场库存压力逐渐消退, 预计订单短期内将迎来拐点。据公司在 10 月份的公告披露, 美国市场目前的库存压力在逐渐消退, 订单后续将逐步改善, 预计 24Q4 来自 RH 的呼吸机订单数量有望开始逐步恢复至正常水平。从资产负债表的情况来看, 公司 24H1 末合同负债为 0.54 亿元, 较 23H1 的 0.40 亿元和 23 年底的 0.28 亿元有明显改善; 截至 2024Q3 末, 公司合同负债进一步提升至 0.74 亿元。

图24: 公司合同负债变动情况 (单位: 亿元)



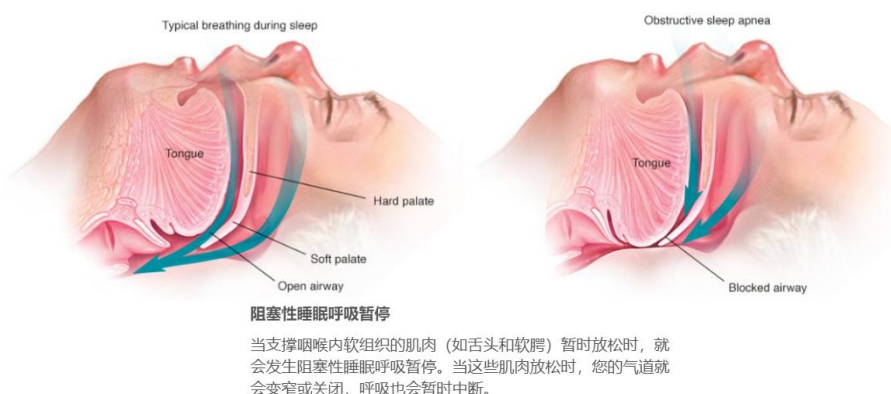
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资逻辑二：行业潜在需求旺盛，海内外市场拓展营造中长期增长空间

市场潜力：OSA 及 COPD 患病人群日益增长，家用呼吸诊疗产品潜在需求旺盛

OSA 为一类常见的睡眠障碍，影响睡眠质量的同时会对全身健康造成多方面危害。OSA（Obstructive Sleep Apnea，阻塞性睡眠呼吸暂停综合征）的特征为睡眠期间反复发生上呼吸道阻塞，导致气流无法正常通过，进而引发呼吸暂停或浅表呼吸。每次呼吸暂停的持续时间通常为 10 秒以上，严重时可持续数十秒甚至超过一分钟。一般判断标准为呼吸暂停低通气指数（AHI，即每小时呼吸暂停低通气的平均次数）大于 5 次。OSA 的症状主要为夜间打鼾、呼吸暂停、频繁觉醒以及白天过度嗜睡、精力不集中等。OSA 症状严重者还可能出现心理、智力、行为异常，以及伴发高血压、中风、心肌缺氧、心肌梗塞等并发症，对人体健康造成多方面的危害。体重超标、年龄较大、糖尿病患者等人群为 OSA 的高发群体。

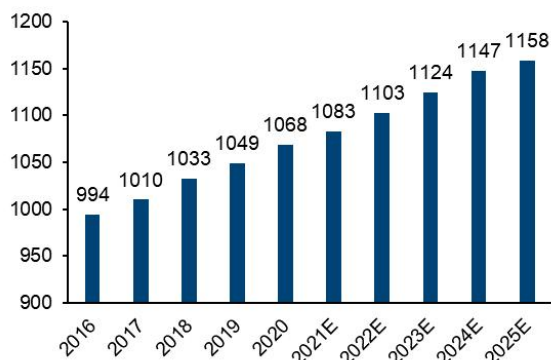
图25: OSA 患者呼吸暂停症状成因演示



资料来源：梅奥诊所官网，国信证券经济研究所整理

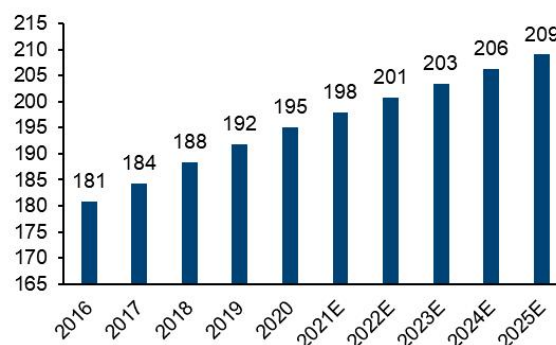
全球 OSA 患病人群数量庞大，我国 OSA 患者数量全球排名第一。根据弗若斯特沙利文的测算，2020 年全球 OSA 患病人数为 10.68 亿人，至 2025 年预计将达到 11.58 亿人。中国 2020 年 OSA 患病人数为 1.95 亿人，至 2025 年预计将达到 2.09 亿人。根据 Adam V Benjafield 等人 2019 年发表在 The Lancet 上的文章，我国轻度 OSA（ $5 \leq \text{AHI} < 15$ ）的患者群体和中度及以上 OSA（ $15 \leq \text{AHI}$ ）的患者群体数量均处于全球首位。分地区来看，俄罗斯以及部分南美洲、非洲、西欧国家的 OSA 患病率较高，说明 OSA 患病率与经济发展水平并无显著相关关系，患病率的高低受到多重因素影响。

图26: 全球 OSA 患病人数 (30-69 岁, 单位: 百万人)



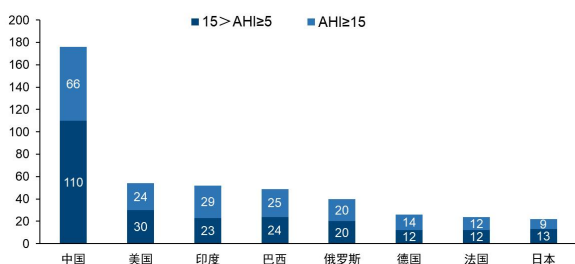
资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图27: 我国 OSA 患病人数 (30-69 岁, 单位: 百万人)



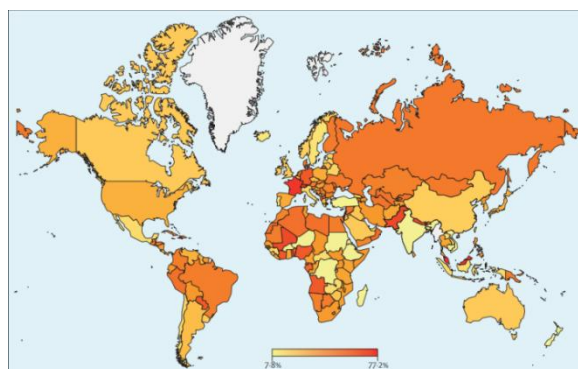
资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图28: 2012 年主要国家 OSA 患病人数测算 (单位: 百万人)



资料来源: Benjafield A V. Estimation of the global prevalence and burden of obstructive sleep apnoea: a literature-based analysis[J]. The Lancet, 2019(8), 国信证券经济研究所整理

图29: 全球 OSA 患病率地区分布 (AHI ≥ 5)



资料来源: Benjafield A V. Estimation of the global prevalence and burden of obstructive sleep apnoea: a literature-based analysis[J]. The Lancet, 2019(8), 国信证券经济研究所整理

CPAP (持续气道正压通气) 治疗为成人 OSA 患者的首选和初始治疗手段。根据中华医学会在《成人阻塞性睡眠呼吸暂停基层诊疗指南》中的治疗建议, 无创气道正压通气治疗 (NPPV) 为成人 OSA 患者的首选和初始治疗手段, 其中 CPAP 为首选方案, BPAP (双水平气道正压通气) 适用于合并慢阻肺或肥胖低通气综合征的患者。中国医师协会在《成人阻塞性睡眠呼吸暂停多学科诊疗指南》给出了 OSA 患者多学科治疗的细则, 依然将 CPAP 作为一线治疗手段。

表5: 成人阻塞性睡眠呼吸暂停多学科治疗细则

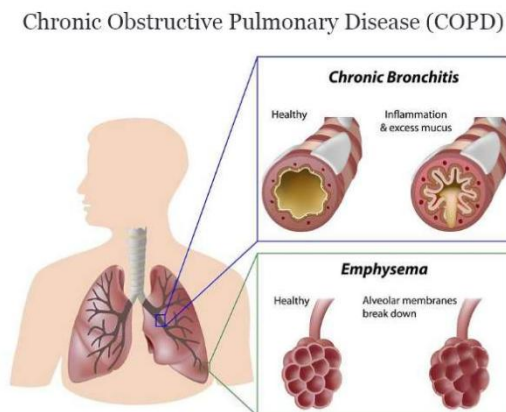
治疗方案	推荐意见
一般治疗	(1) 推荐对所有超重患者 (BMI≥23kg/m ²) 应鼓励其减重; 肥胖患者根据不同病情, 减重方法可分为非手术治疗和手术治疗; (2) 推荐 OSA 患者戒烟、戒酒、慎用镇静催眠药物及其他可引起或加重 OSA 的药物; (3) 建议体位治疗, 包括侧卧位睡眠、适当抬高床头; (4) 建议避免日间过度劳累, 避免睡眠剥夺。
无创气道正压通气治疗	(1) NPPV 工作模式的选择: ① CPAP 为一线治疗手段, 包括合并心功能不全者; ② 自动持续气道正压通气 (APAP) 适用于 CPAP 不耐受者、饮酒后 OSA、体位及睡眠时相关 OSA、体质量增减显著的患者等; ③ 双水平气道正压通气 (BiPAP) 适用于 CPAP 治疗压力超过 15cmH ₂ O、不能耐受 CPAP 者以及合并 CSA 或肺泡低通气疾病, 如慢阻肺、神经肌肉疾病及肥胖低通气综合征。 (2) 压力滴定: ① PSG 下整夜人工压力滴定定为金标准, 可选用 CPAP 或 BiPAP 进行; ② APAP 和人工 CPAP 滴定

	对于无合并症的中重度 OSA 中的应用价值相同。
氧疗	(1) CPAP 治疗消除所有呼吸事件后, 若 SaO ₂ 仍有较大波动, 尤其是在 REM 睡眠期 SaO ₂ ≤ 88%, 可辅以氧疗; (2) 对于合并慢阻肺、心力衰竭或神经肌肉疾患的 OSA 患者, 首先需给予有效的治疗模式如 BiPAP, 解除患者上气道塌陷, 消除阻塞性与中枢性呼吸事件及肺泡低通气, 可在此基础上适当辅氧。
口腔矫治器治疗	(1) 口腔矫治器可作为单纯鼾症和轻、中度患者的一线治疗方法, 可与手术或 NPPV 联合应用治疗重度 OSA; (2) 口腔矫治器治疗时, 需根据患者具体情况选择或定制; (3) 建议口腔矫治器治疗前后均进行 PSG 监测; (4) 建议头颅定位侧位片和曲面断层片为常规影像学检查; (5) 口腔矫治器为长期医疗过程, 推荐制定长期复诊方案。
鼻腔手术	(1) 单独鼻腔手术并不能有效降低 AHI, 故不推荐作为 OSA 的一线治疗; (2) 鼻腔手术有助于降低鼻腔阻力从而提高 CPAP 治疗依从性, 但需注意保证鼻腔支架的稳定性, 推荐术后再次行压力滴定调整相关参数后继续 CPAP 治疗。
扁桃体及腺样体切除术	(1) 推荐术前 AHI < 30 次/h 的扁桃体肥大患者行单纯扁桃体切除术; (2) 建议对患者进行鼻咽喉镜检查, 发现腺样体明显肥大时, 建议同期行腺样体切除手术。
外科治疗	(1) 推荐用于治疗非严重肥胖的中度或轻度 OSA 患者以及扁桃体 II 度及以上肥大的重度 OSA 患者; (2) 推荐同时进行双侧扁桃体切除术; (3) 建议术前系统评估患者上气道形态, 可采用 Friedman 分型系统以及 TCM 手术疗效评分预测系统预估手术疗效; (4) 推荐制定长期复诊方案, 术后跟踪随访 PSG。
悬雍垂腭咽成形术	可用于治疗 BMI < 32kg/m ² 且没有任何其他解剖部位狭窄及 OSA 手术治疗史的轻中度患者; 该项治疗目前在国内尚未广泛开展, 远期疗效有待进一步观察。
软腭植入术	(1) 舌根及舌骨手术推荐用于治疗轻度至中度存在舌根平面狭窄的 OSA 患者; (2) 舌根及舌骨手术与其他外科手术联合进行, 即多层面手术, 可提高手术疗效。

资料来源: 中华医学会《成人阻塞性睡眠呼吸暂停多学科诊疗指南》, 国信证券经济研究所整理

COPD 为常见的慢性肺部疾病, 多发于 40 岁以上人群。COPD (Chronic Obstructive Pulmonary Disease, 慢性阻塞性肺疾病) 主要表现为气流受限, 患者长期存在呼吸困难、咳嗽和痰多等症状, COPD 的主要特征为气道慢性炎症和肺组织的不可逆损害, 常见的疾病包括慢性支气管炎和肺气肿。根据 WHO 的统计数据, COPD 多发于 40 岁以上人群, 且已经成为全球第三大死因, 2019 年造成 323 万人死亡。

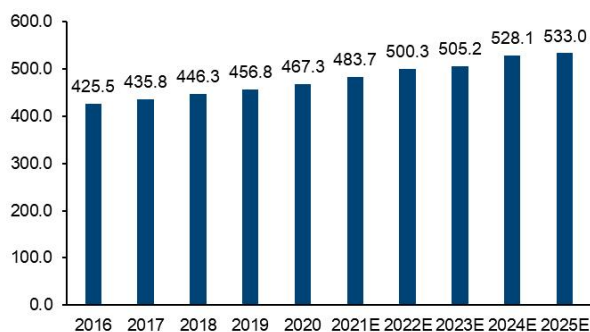
图30: 常见的 COPD 包括慢性支气管炎和肺气肿



资料来源: Cleveland Clinic 官网, 国信证券经济研究所整理

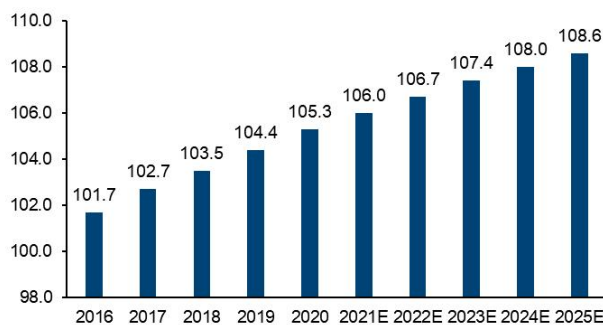
我国 COPD 患者数量约占全球总量的 1/5, 但诊断率及控制率水平远低于美国。根据弗若斯特沙利文的测算, 2020 年全球 COPD 患者数量约为 4.67 亿人, 预计至 2025 年增长至 5.33 亿人; 2020 年中国 COPD 患者数量约为 1.05 亿人, 预计至 2025 年增长至 1.09 亿人, 占全球总患病人口的约 1/5。考虑到新冠疫情可能导致肺部疾病的患病率有所上升, 以上测算可能相对比较保守。尽管我国 COPD 患者基数巨大, 但疾病认识及重视程度依然不足, 从 2019 年数据来看, 我国 COPD 的诊断率及控制率分别为 26.8% 及 20.2%, 远低于美国的 68.3% 及 58.3%。

图31: 全球 COPD 患病人数 (单位: 百万人)



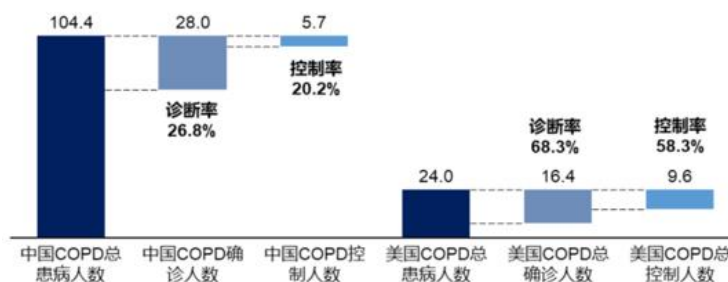
资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图32: 中国 COPD 患者人数 (单位: 百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

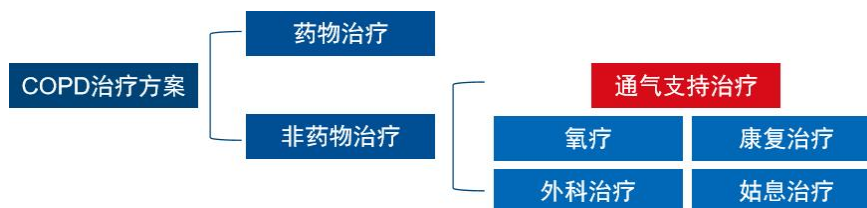
图33: 中国及美国 COPD 诊疗情况对比 (2019, 单位: 百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

家用双水平呼吸机为 COPD 非药治疗的首选治疗方案。GOLD 发布的《GOLD 慢性阻塞性肺疾病指南》中将 COPD 的治疗策略分为药物治疗和非药物治疗, 其中非药物治疗包括通气支持治疗、氧疗、外科治疗、康复治疗、姑息治疗、终末期护理及临终关怀等。其中, 家用双水平呼吸机是非药物治疗的首选治疗方案, NPPV 可以改善症状、降低住院需求和病死率, 尤其适合于合并阻塞性睡眠障碍的患者。

图34: COPD 主要治疗方案分类



资料来源: Global Strategy for Prevention, Diagnosis and Management of COPD: 2024 [EB/OL]. [2023-12-11]. <https://goldcopd.org/2024-gold-report/>, 国信证券经济研究所整理

市场总量测算: 全球家用无创呼吸机增长空间广阔

根据我们的初步测算, 全球及中国家用无创呼吸机市场将持续增长, 国内市场增长速度快于全球平均。我们测算的主要思路为: 参考弗若斯特沙利文早期对全球

及国内 OSA、COPD 患者数量的测算，考虑新冠疫情带来 OSA 及 COPD 患病率的提升，得出 2020-2026E 经调整后的 OSA 及 COPD 患病人数；随后，得到 OSA 及 COPD 患病总人数，其中考虑了 COPD 患者群体中有一定比例同时为 OSA 患者；最后，根据公司公告中披露的 2022 年销量及市占率数据推算出 2022 年全球及中国呼吸机市场规模，并以此为基础预测至 2028 年。

以下测算中的主要假设：

- ✓ COPD 患者群体中 20%同时患有 OSA；
- ✓ 公司在国内家用呼吸机出厂价与公司整体出厂价相等；
- ✓ 全球 OSA 和 COPD 患病人数的疫情调整系数分别为 1.05 和 1.10，中国由于疫情管控节奏的不同，2022 年系数低于全球水平（疫情调整系数=新冠影响后患病人数/沙利文患病人数预测数据）；
- ✓ 全球家用呼吸机在 OSA 和 COPD 患者中的渗透率每年增长 0.04pp，中国目前仍处于市场早期阶段，渗透率预计每年加速提升。

测算中数据来源或依据：

- ✓ 2025 年及之前的 OSA 及 COPD 患病人数来自弗若斯特沙利文的预测，2025 年之后的患病人数为参考 2020-2025 年 CAGR 进行测算；
- ✓ 新冠疫情会带来 OSA 及 COPD 患病率的提升，主要基于发表在 Journal of medical virology 的文章和《GOLD 慢性阻塞性肺疾病指南》的研究；
- ✓ 根据发表于 Biomedicines 的文章的研究结果，COPD 患者群体中约有 10-30%同时患有 OSA，我们在测算中取中间值 20%；
- ✓ 由 2022 年公司整体家用呼吸机销售量及收入数据可得销售均价为 1362 元，以此估计国内家用呼吸机销售量为 11 万台；
- ✓ 根据公司公告中转述的沙利文数据，2022 年公司家用呼吸机全球市占率 17.7%，国内市占率 25.8%。

表6: 全球及中国家用无创呼吸机市场规模测算（2022-2028E）

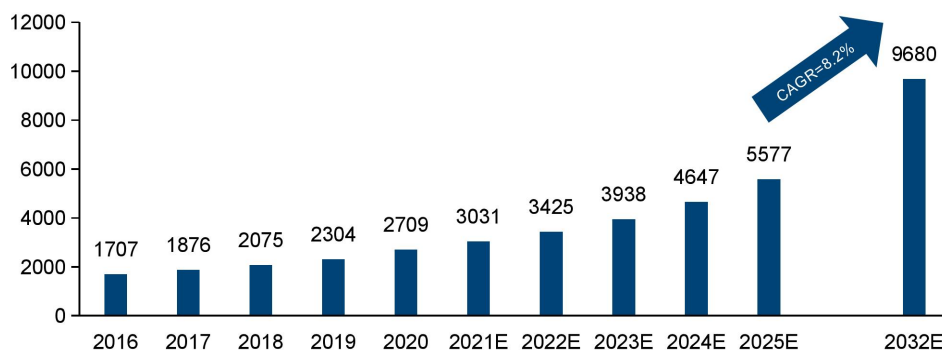
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全球市场							
OSA 患病人数（沙利文预测数据，百万人）	1103	1124	1147	1158	1177	1196	1216
疫情影响系数	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
OSA 患病人数（经调整，百万人）	1158	1180	1204	1216	1236	1256	1277
COPD 患病人数（沙利文预测数据，百万人）	500	505	528	533	544	556	568
疫情影响系数	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
COPD 患病人数（经调整，百万人）	550	556	581	586	599	612	625
COPD 群体中同时患 OSA 的比例	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
COPD 患者及 OSA 患者总量（百万人，同时患病不重复计算）	1598	1625	1669	1685	1715	1745	1777
全球家用无创呼吸机台数（万台）	486	559	641	715	796	880	967
占 COPD+OSA 患者比例	0.30%	0.34%	0.38%	0.42%	0.46%	0.50%	0.54%
yoy		15.0%	14.7%	11.4%	11.4%	10.6%	9.9%
中国市场							
OSA 患病人数（沙利文预测数据，百万人）	201	203	206	209	212	215	218
疫情影响系数	1.02	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
OSA 患病人数（经调整，百万人）	205	214	217	219	222	225	229
COPD 患病人数（沙利文预测数据，百万人）	107	107	108	109	109	110	111
疫情影响系数	1.03	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08
COPD 患病人数（经调整，百万人）	110	116	117	117	118	119	119
COPD 群体中同时患 OSA 的比例	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
COPD 患者及 OSA 患者总量（百万人，同时患病不重复计算）	293	306	310	313	317	320	324
中国家用无创呼吸机台数（万台）	43	52	62	74	87	103	120
占 COPD+OSA 患者比例	0.15%	0.17%	0.20%	0.24%	0.28%	0.32%	0.37%
yoy		20.7%	19.0%	18.8%	18.3%	17.7%	16.9%

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，Czerwaty K. The Overlap Syndrome of Obstructive Sleep Apnea and Chronic Obstructive Pulmonary Disease: A Systematic Review[J]. Biomedicines, 2022(1), Lin W. The prevalence of obstructive sleep apnea syndrome after

COVID-19 infection[J]. J Med Virol, 2024(1), 《GOLD 慢性阻塞性肺疾病指南》, 国信证券经济研究所整理测算

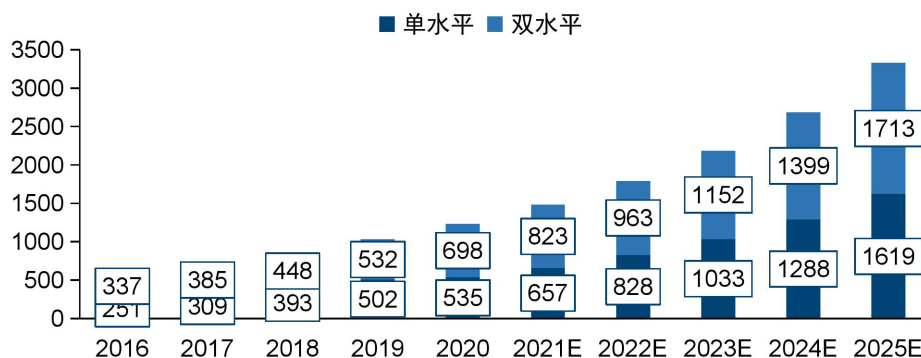
根据弗若斯特沙利文的测算，按出厂价计算 2025 年全球及国内家用无创呼吸机市场分别为 55.8 亿美元和 33.3 亿人民币。全球家用无创呼吸机市场规模预计将从 2020 年的 27.1 亿美元增长至 55.8 亿美元，并将继续以 8.2% 的年均复合增长率增长至 2032 年的 96.8 亿美元。国内家用无创呼吸机市场规模将由 2020 年的 12.3 亿人民币增长至 2025 年的 33.3 亿人民币，期间双水平呼吸机占比由 43.4% 提升至 48.6%。

图35: 全球家用无创呼吸机市场规模（出厂价口径，单位：百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，Global Market Statistics，国信证券经济研究所整理

图36: 中国家用无创呼吸机市场规模（出厂价口径，单位：百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

家用呼吸机耗材市场规模增速略低于设备增速。根据沙利文预测，2025 年全球及中国通气面罩市场规模将分别达到 29.0 亿美元和 4.6 亿人民币，分别对应 2020-2025 年 CAGR 为 12.4% 和 19.2%，略低于设备的复合增速（分别为 15.5% 和 22.0%）。我们认为随着后续全球家用呼吸机存量的不断增长，将逐步带来配套通气面罩的购买和替换需求，带动通气面罩市场增速提升。

图37: 全球通气面罩市场规模预测（出厂价口径，单位：百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所预测

图38: 中国通气面罩市场规模预测（出厂价口径，单位：百万人民币）

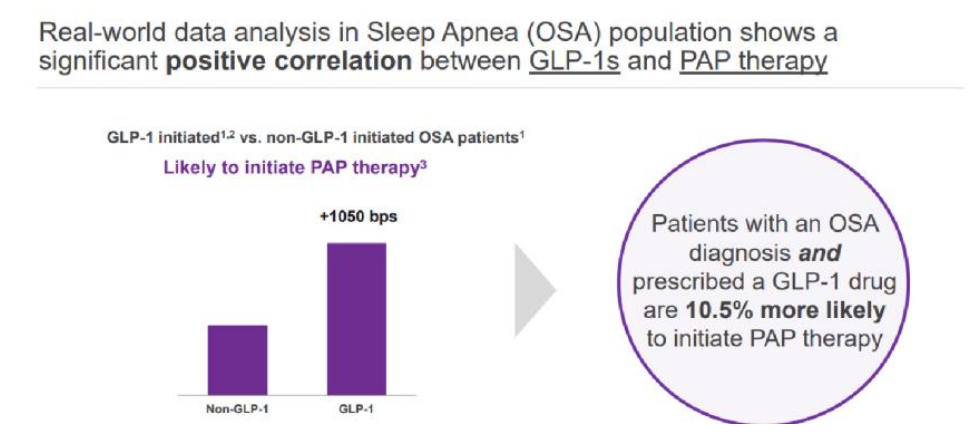


资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所预测

GLP-1 药物影响：实际数据显示与 PAP 治疗的正相关性

根据瑞思迈的数据及调查观点，说明了 GLP-1 类药物（如用于糖尿病的药物）与阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）患者启动正压通气（PAP）治疗之间的正相关性。数据显示，使用 GLP-1 药物的 OSA 患者启动 PAP 治疗的可能性比未使用 GLP-1 药物的患者高出 10.5%，即增加了 1050 个基点（bps）。该数据分析覆盖了超过 66 万名患者，时间范围为 2021 年 7 月至 2023 年 12 月，表明 GLP-1 药物在促进 OSA 患者接受 PAP 治疗方面可能具有积极作用。

图39: GLP-1 与 PAP 治疗的相关性研究



资料来源：瑞思迈投资者交流材料，国信证券经济研究所整理

北美市场：RH 新合作协议签署，代理地区及产品范围扩大

RH 为公司在美国市场独家代理商。公司于 2010 年 8 月开始与 RH (React Health, 原名为 3B 公司) 合作，RH 主要从事生产制造消毒宝和便携式制氧机以及销售由公司生产的呼吸睡眠设备相关业务，其中消毒宝和便携式制氧机由其自身生产制造。美国家用呼吸机市场较为成熟，RH 作为本地品牌更容易被美国客户所接受，双方合作可发挥各自的优势提高在美国市场的产品知名度及产品销量。

年初管理层调整有望带来渠道能力的增强。2023 年，RH 组建耗材销售团队，助

力公司在美国市场耗材销售占比的提升。2024年2月，RH宣布聘任新CEO人选，原瑞思迈北美地区副总裁兼总经理 Bill Shoop 接任公司 CEO 职位；当前 RH 公司的核心管理人员多来自瑞思迈、飞利浦等国际医疗器械龙头公司，有望凭借丰富行业资源和经验赋能 RH 的渠道能力提升，带动公司在美国的市场占有率增长。

2024年7月，公司与RH签署新合作协议，增加新的合作产品品类，并将加拿大纳入RH经销地区。根据协议内容，公司对RH新增双水平肺病呼吸机的代理权，并将加拿大也纳入RH经销地区范围，同时表明在加拿大地区RH应在注册工作完成后的24个月内完成10000台设备的销售。

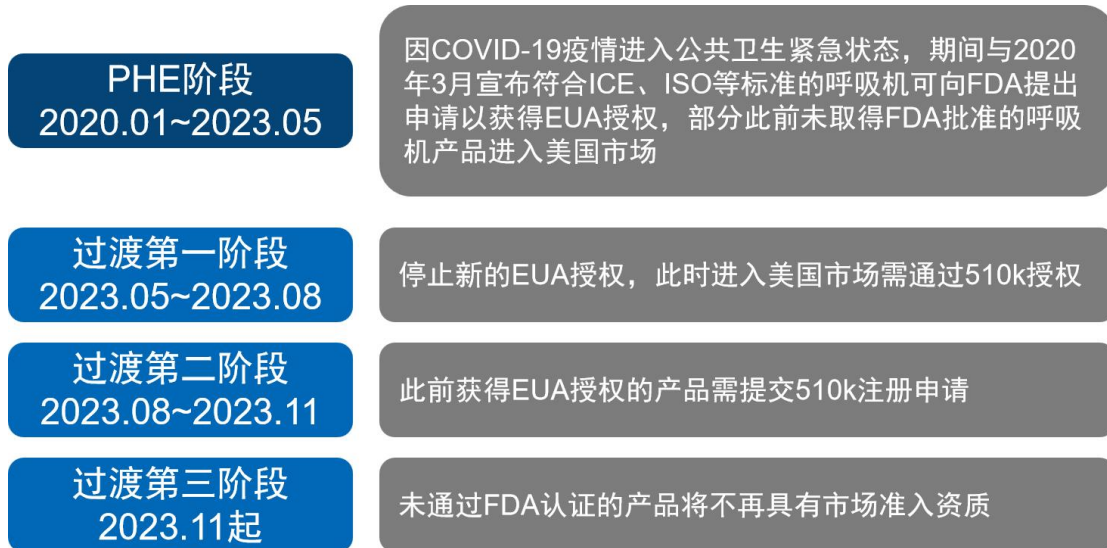
表7: 2024年7月公司与RH新合作协议主要内容

项目	主要内容
经销产品	睡眠呼吸障碍治疗设备、 双水平气道正压通气治疗设备 及耗材
经销地区	美国及 加拿大
期限	2024年8月1日起五年
订单周期	发货前45天下订单
售后	经销地区的售后服务由RH负责
订单数量	RH应每年协商确定年度订单数量范围，提供销售预测

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

美国公共卫生紧急状态已结束，EUA政策临时授权的呼吸机产品将逐步退出市场。在新冠疫情流行期间，美国卫生与公众服务部宣布进入PHE（公共卫生紧急状态），随后推出了针对IVD、个人呼吸防护等产品的4项EUA政策，为此前未取得FDA批准的产品进入美国市场开通了门槛较低的准入通道。随着疫情影响的逐渐平稳，至今呼吸机产品的EUA授权已失效，未来继续在美国市场销售仍需取得FDA认证，一定程度上缓解了新进入者带来的竞争。

图40: PHE及过渡阶段对呼吸机产品的准入政策变动



资料来源：FDA 官网，国信证券经济研究所整理

医保准入为美国市场FDA认证后的第二道关键门槛。医疗器械产品获得FDA认证后，想要进入美国医保市场还需要较长的审批时间。如果设备想要被纳入美国的联邦医保项目（如 Medicare 和 Medicaid），制造商需要向 CMS（美国医疗保险和医疗补助服务中心）提交申请，这个过程通常需要几个月到一年。CMS会根据设备的有效性、安全性和经济性来决定是否覆盖。目前参与美国公立医保市场

的家用呼吸机产品主要由公司和瑞思迈提供，从终端价格来看，公司与瑞思迈的单水平呼吸机价格分别为 725 美元和 758 美元，双水平呼吸机的价格分别为 1549 美元和 1776 美元。对于 DME 端而言，在终端价格相差较小的情况下，更有动力去选择出厂价相对较低的产品以获取更大利润空间。因此公司的产品在美国医保市场亦能发挥性价比优势。

图41：公司与瑞思迈家用无创呼吸机产品美国市场终端价情况（2024 年 10 月 29 日）

怡和嘉业		瑞思迈	
Product	Luna G3 CPAP Machine with Heated Humidifier \$725.00 \$999.00	Product	AirSense 10 CPAP Machine with HumidAir Heated Humidifier \$758.00
Product	Luna G3 BPAP 25A Bi-Level CPAP Machine \$1,549.00 \$1,999.00	Product	AirCurve 10 VAuto BiLevel Machine with HumidAir Heated Humidifier \$1,776.00

资料来源：CPAP.com，国信证券经济研究所整理

美国市场收入测算：预计 2025 年美国市场呼吸机+面罩收入约为 4.65 亿元。

- ✓ 根据公司公告数据，目前美国家用呼吸机市场为每年 250~300 万台，**假设 2023 年为 270 万台**；
- ✓ 根据 Expert Market Research 的预测，美国家用呼吸机设备市场年均增长率约为 6~7%，测算中取 7%；
- ✓ 预计公司呼吸机市占率 23 年接近 10%，24 年低于 23 年水平，从 25 年开始在 10%的基础上**每年提升 4%左右**；
- ✓ 呼吸机与面罩均价参考招股书披露数据，考虑美国成熟医保市场出厂价略低于公司平均，且随着新产品的上市每年略有提升；
- ✓ 毛利率参考公司整体毛利率历史数据，美国地区设备毛利率低于公司平均；
- ✓ 设备：耗材的数量公司预期目标为 1：5，2024 年由于呼吸机发货量较少导致比例较高，美国市场目前正常情况下约为 1：1.5。

表8：公司美国市场呼吸机及面罩收入测算（2023A~2028E）

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
家用呼吸机市场（万台）	270.0	288.9	309.1	330.8	353.9	378.7
增长率		7%	7%	7%	7%	7%
公司市占率	8%	5%	10%	14%	18%	22%
呼吸机发货台数（万台）	20.3	14.4	30.9	46.3	63.7	83.3
呼吸机均价（元）	1250	1300	1320	1350	1350	1350
美国市场呼吸机收入（亿元）	2.53	1.88	4.08	6.25	8.60	11.25
美国呼吸机毛利率	36.0%	36.5%	37.0%	37.5%	38.0%	38.5%
耗材/设备占比	1.5	4.5	2.0	2.5	3.0	3.5
面罩发货量（万只）	30.4	65.0	61.8	115.8	191.1	291.6
面罩均价（元）	90	91	92	93	94	95
美国市场面罩收入（亿元）	0.3	0.6	0.6	1.1	1.8	2.8
美国面罩毛利率	65.0%	65.5%	66.0%	66.5%	67.0%	67.5%
美国市场呼吸机+面罩收入（亿元）	2.80	2.47	4.65	7.33	10.40	14.02
yoy		-12.0%	88.3%	57.6%	41.9%	34.8%
美国市场毛利率	38.8%	43.4%	40.5%	41.8%	43.0%	44.2%

资料来源：公司公告，公司招股书，Expert Market Research，国信证券经济研究所测算

中国市场：渗透率提升空间广阔，品牌力+渠道力持续提升

从线上渠道来看，公司呼吸机产品在国内价格优势显著。从京东商城平台的终端销售价格来看，公司的单/双水平睡眠呼吸机及肺病呼吸机的价格显著低于进口品牌，对于非医保覆盖的中国家用无创呼吸机市场而言竞争优势明显。

表9：主要品牌家用无创呼吸机产品电商价格（2024年9月20日价格，单位：元）

	怡和嘉业	瑞思迈	飞利浦伟康	鱼跃医疗
单水平睡眠呼吸机	2950	5165	14800	2980
双水平睡眠呼吸机	4350	16800	18800	7580
双水平肺病呼吸机	8150	16800	23800	7780

资料来源：京东官网，国信证券经济研究所整理

渠道分割的品牌策略将推进公司产品定价体系完善，有望实现平均单价的提升。2024H2 公司加大对中国市场的品牌建设与渠道划分，对线上、线下以及医生转介绍渠道的产品通过产品外观、结构设计等方式做区别，保证各渠道价格的相对稳定，并着重在国内市场打造“瑞迈特”的品牌。随着国内品牌建设的逐步完善以及价格体系的稳定，公司有望充分受益于国内家用呼吸机渗透率提升带来的市场扩容。

中国市场收入测算：预计 2025 年中国市场呼吸机+面罩收入约为 4.53 亿元。

- ✓ 2023-2028 年中国家用呼吸机销量为前文表 6 的测算数据；
- ✓ 预计公司在国内家用呼吸机市占率 23 年约 40%，考虑未来国内市场的国产品牌竞争，**假设 24 年开始公司市占率每年提升 1%**；
- ✓ 呼吸机与面罩均价参考招股书披露数据，中国市场出厂价接近公司平均，且随着品牌建设、渠道划分以及新产品上市每年略有提升；
- ✓ 毛利率参考公司整体毛利率历史数据，中国设备毛利率接近公司平均，且随着价格体系逐渐完善以及品牌影响力提升而逐渐提升；
- ✓ 国内市场设备：耗材的数量公司预期目标为 1: 3，目前为 1: 0.8 左右。

表10：公司中国市场呼吸机及面罩收入测算（2023A~2028E）

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
家用呼吸机市场（万台）	52.1	62.0	73.6	87.1	102.5	119.9
增长率		19%	19%	18%	18%	17%
公司市占率	40%	41%	42%	43%	44%	45%
呼吸机发货台数（万台）	20.8	25.4	30.9	37.5	45.1	54.0
呼吸机均价（元）	1325	1330	1335	1340	1345	1350
中国市场呼吸机收入（亿元）	2.76	3.38	4.13	5.02	6.07	7.28
中国呼吸机毛利率	41.0%	41.8%	42.6%	43.4%	44.2%	45.0%
耗材/设备占比	0.8	1.0	1.4	1.8	2.2	2.6
面罩发货量（万只）	16.7	25.4	43.3	67.4	99.2	140.3
面罩均价（元）	90	91	92	93	94	95
中国市场面罩收入（亿元）	0.1	0.2	0.4	0.6	0.9	1.3
中国面罩毛利率	65.0%	65.5%	66.0%	66.5%	67.0%	67.5%
中国市场呼吸机+面罩收入（亿元）	2.91	3.61	4.53	5.65	7.00	8.62
yoy		24.1%	25.3%	24.8%	24.0%	23.1%
中国市场毛利率	42.2%	43.3%	44.7%	46.0%	47.2%	48.5%

资料来源：公司公告，公司招股书，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所测算

欧洲市场：医保渠道准入工作有序进行，有望成为除美国外的又

一 海外主要业务区域

欧洲家用呼吸机市场与美国类似，众多国家医保支付体系完善。医保支付依赖于云数据平台提供的呼吸机使用数据，公司当前正着力加大与欧洲经销商在云数据平台方面的合作，为后续进入欧洲医保市场做准备。云服务平台一旦布局完备，将在渠道商覆盖方面形成一定程度的排他优势，使公司在欧洲市场的竞争地位得到实质性提升。

欧洲市场收入测算：预计 2025 年欧洲市场呼吸机+面罩收入约为 2.54 亿元。

- ✓ 根据公司公告数据，目前欧洲家用呼吸机市场为每年 80-100 万台，**假设 2023 年为 80 万台**；
- ✓ 根据 Data Bridge 的预测，欧洲家用呼吸机设备市场年均增长率约为 7~8%；
- ✓ **估计公司呼吸机市占率 23 年约 10%**，24 年起受益于经销商数量扩张及云平台建设开始有所提升；
- ✓ 呼吸机与面罩均价参考招股书披露数据，考虑欧洲市场出厂价接近公司平均，且随着新产品上市每年略有提升；
- ✓ 毛利率参考公司整体毛利率历史数据，欧洲地区设备毛利率接近公司平均；
- ✓ 设备：耗材的数量公司预期目标为 1: 5，**目前为 1:1 左右**。

表11：公司欧洲市场呼吸机及面罩收入测算（2023A~2028E）

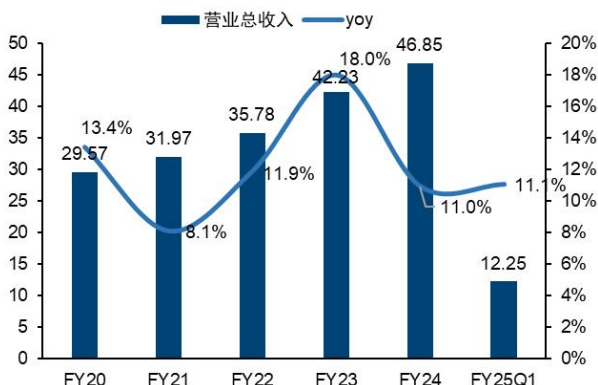
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
家用呼吸机市场（万台）	80.0	86.4	93.3	100.8	108.8	117.5
增长率		8%	8%	8%	8%	8%
公司市占率	10%	15%	18%	21%	24%	27%
呼吸机发货台数（万台）	8.0	13.0	16.8	21.2	26.1	31.7
呼吸机均价（元）	1325	1350	1375	1400	1425	1450
欧洲市场呼吸机收入（亿元）	1.06	1.75	2.31	2.96	3.72	4.60
欧洲呼吸机毛利率	40.0%	40.5%	41.0%	41.5%	42.0%	42.5%
耗材/设备占比	1.0	1.3	1.5	1.9	2.4	2.9
面罩发货量（万只）	8.0	16.8	25.2	40.2	62.7	92.0
面罩均价（元）	90	91	92	93	94	95
欧洲市场面罩收入（亿元）	0.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.9
欧洲面罩毛利率	65.0%	65.5%	66.0%	66.5%	67.0%	67.5%
欧洲市场呼吸机+面罩收入（亿元）	1.13	1.90	2.54	3.34	4.31	5.48
yoy		68.1%	33.5%	31.3%	29.2%	27.0%
欧洲市场毛利率	41.6%	42.5%	43.3%	44.3%	45.4%	46.5%

资料来源：公司公告，公司招股书，Data Bridge，国信证券经济研究所测算

瑞思迈：家用呼吸机行业国际龙头，业绩持续稳健增长

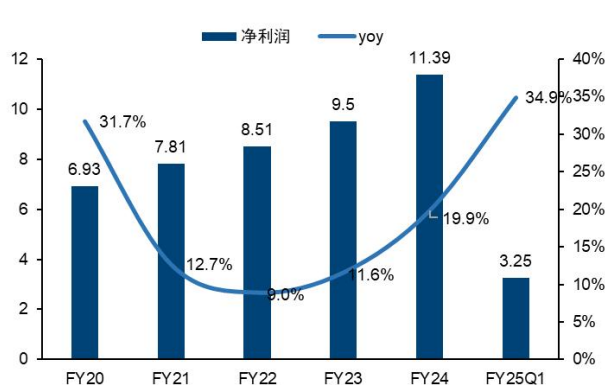
瑞思迈为家用呼吸机行业全球龙头，多年来维持稳健的收入及利润增长。瑞思迈为全球家用呼吸机市场市占率第一的企业，专注于家用呼吸机及耗材的销售已有三十余年。瑞思迈近年一直维持收入和净利润的稳定增长，25 财年 Q1（对应 24/07/01~24/09/30）公司收入 12.25 亿美元（+11.1%），净利润 3.25 亿美元（+34.9%），展现出其强大的品牌影响力及运营能力。

图42: 瑞思迈营业收入情况(单位: 亿美元; FY20-FY25Q1)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 瑞思迈 24 财年为 2023/07/01 至 2024/06/30 的四个季度

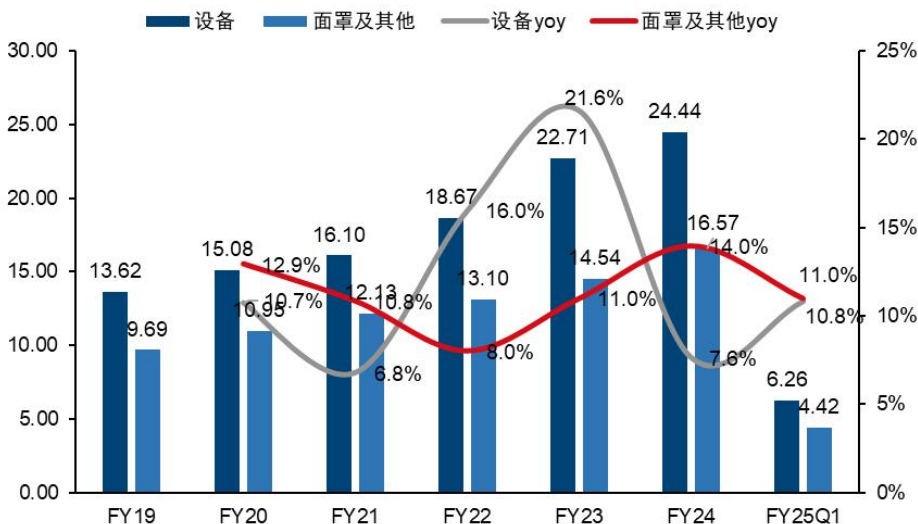
图43: 瑞思迈净利润情况(单位: 亿美元; FY20-FY25Q1)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 瑞思迈 24 财年为 2023/07/01 至 2024/06/30 的四个季度

分产品来看, 瑞思迈面罩收入占总收入比重高于怡和嘉业。2025 财年 Q1 瑞思迈设备收入 6.26 亿美元, 同比增长 10.8%; 面罩及其他收入 4.42 亿美元, 同比增长 11.0%。从收入占比的情况来看, 瑞思迈 FY2024 面罩产品收入占整体产品销售收入的 40.4%, 怡和嘉业 2022、2023 及 24 年前三季度耗材收入占比分别为 14.0%/17.3%/34.2%, 相较于行业龙头仍有一定提升空间。

图44: 瑞思迈分业务收入及增速情况(单位: 亿美元; FY19-FY25Q1)

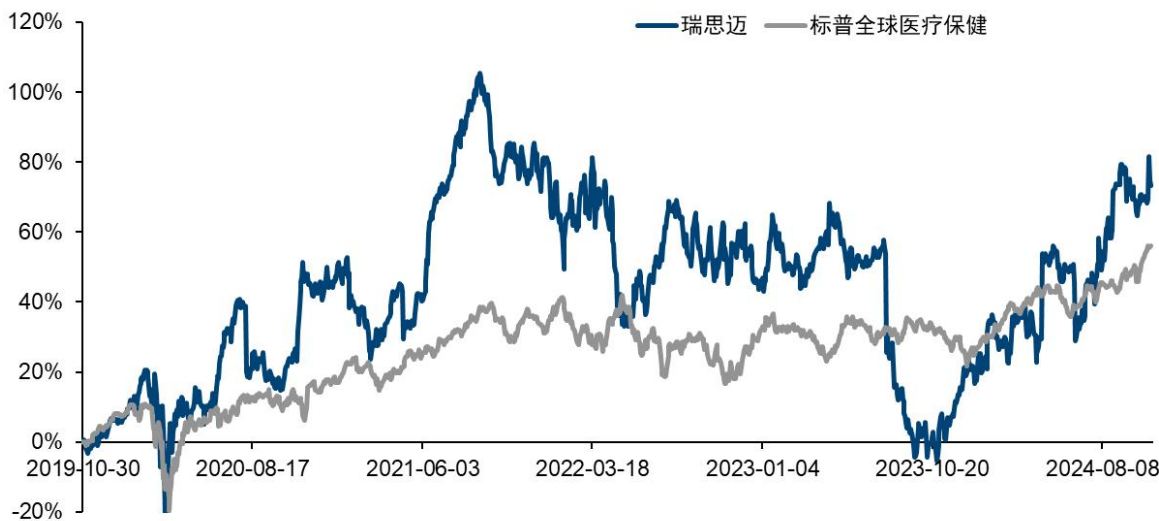


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

复盘瑞思迈过去 5 年的股价表现, 累计收益率跑赢标普全球医疗保健指数。2019 年 10 月 30 日至 2024 年 10 月 29 日, 瑞思迈股价累计收益率 73.3%, 高于标普全球医疗保健指数 56.0% 的累计收益率。2021 年下半年, 受益于竞争对手飞利浦的产品召回事件, 作为行业龙头的瑞思迈股价上涨较快; 2023 年 8 月公司披露 FY23 年度业绩, 裁员和重组的计划短期内影响了投资者信心造成股价受挫; 但随着公司业绩的持续稳健增长、生产和经营的不断改善以及并购下游睡眠呼吸监测连锁机构等众多因素的影响, 瑞思迈的股价累计收益率逐步跑赢标普全球医疗

保健指数。截至10月29日收盘,瑞思迈市值358.77亿美元,对应32倍PE(TTM)。

图45: 瑞思迈与标普全球医疗保健指数收益率对比 (2019年10月-2024年10月)



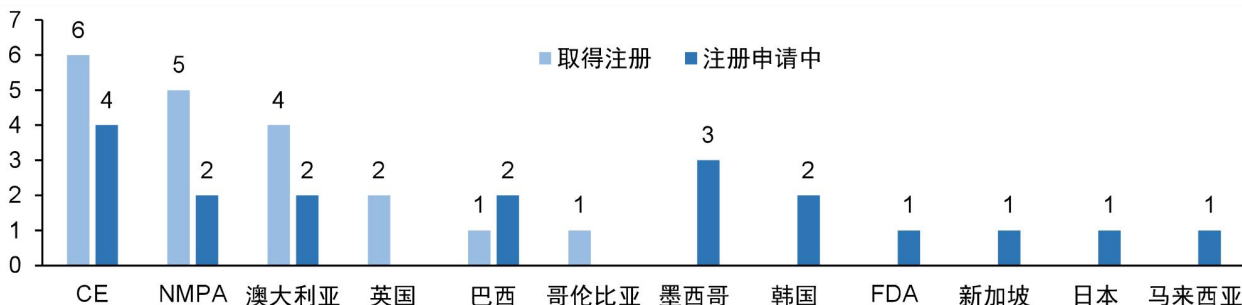
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资逻辑三: “准入壁垒+产品力强+完善售后” 形成公司海内外核心竞争力

准入壁垒: 公司在海外多国顺利获取认证并扩大医保准入的范围

公司产品已经取得多国监管部门认证, 24H1 仍有各型号产品获得或申请不同市场准入资格。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。2024年上半年, 公司国内外新增23项产品注册证, 同时有19个项目处于注册申请中。

图46: 2024H1 公司已取得注册及注册申请项目数量

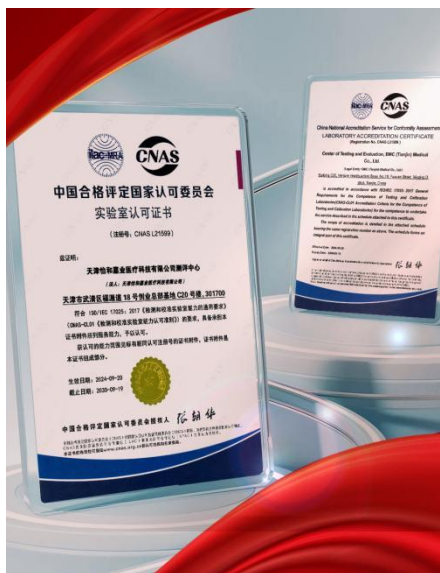


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司拥有众多国内外专利, 深度参与行业标准的制定。截至2024年6月末, 公司已拥有601项国内专利以及161项国际专利, 代表我国参与制定并发布的家用

呼吸机国际标准共 20 项，代表公司参与制定并发布的国内呼吸机标准共 12 项。2024 年 9 月，公司的测评中心已经通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的认可，在 CNAS 认可范围内出具的《检测报告》能使用 ILAC 国际互认标志，标志着公司的质量检验体系与检测能力均达到了国际先进水平。

图47：公司测评中心获得 CNAS 认可证书



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

医保市场为成熟地区呼吸机产品销售的主战场，公司已进入美国等重要医保市场，并凭借云平台建设不断完善逐渐拓展欧洲医保市场。公司对全球医疗器械市场的监管法规理解深刻，目前产品已进入美国、德国、意大利、土耳其等国家的医保市场。对于患者而言，选择医保内和医保外的产品价格相差较大，能够进入医保的产品往往能够占据较大市场份额。因此，公司产品能够顺利进入医保市场，一方面体现出当地医保部门对公司产品品质的认可，另一方面也为公司筑立起较高的市场竞争壁垒。

表12：部分地区医保政策及报销比例

地区	医保政策	报销比例
美国	Medicare 对家用呼吸机的报销主要适用于因某些健康问题（如阻塞性睡眠呼吸暂停）而需要该设备的患者。患者必须获得医生的处方，并经过诊断确认。Medicare Part B 会覆盖呼吸机的租赁费用，通常在租赁 13 个月后，设备所有权归患者所有。此外，患者还需支付 20% 的费用，而 Medicare 支付 80%。设备的更换或维护也有部分报销，但需要符合特定的医疗需求标准	80%
德国	法定医疗保险（GKV）：如果医生开具了处方，证明家用呼吸机对于患者的治疗是必要的，法定医疗保险通常会承担大部分费用，患者可能需要支付一小部分的自付费用	90%
法国	对于患有阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）等疾病的患者，CPAP 设备被视为耐用医疗设备，报销比例通常与药品报销比例一致，大约在 15% 到 65% 之间；为了获得报销，患者需要提供医生的处方，并且在使用设备期间需要满足某些条件，比如每晚至少使用呼吸机 3 小时。此外，补充医疗保险（Mutuelle）可以帮助患者进一步报销基础医保未覆盖的部分	15%~65%
意大利	患者需要医生的处方来证明他们需要使用呼吸机，通常这种设备用于治疗睡眠呼吸暂停等疾病。在有处方的情况下，医保系统会承担设备的大部分费用，包括设备本身及其耗材（如面罩和管道）。根据意大利的报销制度，一些地区可能会提供设备的租赁选择，而不是直接购买；具体的报销比例和条件会根据病情的严重程度、设备的类型以及患者所在的地区有所不同	视情况而定
土耳其	患者通常需要通过家庭医生或专科医生的评估，证明其在家庭环境中需要持续使用呼吸机。报销金额和条件可能会有所不同，具体取决于设备的类型和患者的病情。患者通常需要提交相关的医疗证明，经过土耳其的社保机构审批后，设备的费用可以部分或全部报销	视情况而定

资料来源：各政府官网，国信证券经济研究所整理

产品力强：性能参数已至行业前列，持续研发推动产品管线迭代

通过无创呼吸机及通气面罩相关核心参数的比较，可以判断公司产品在性能方面已与国际龙头企业无明显差异，通气面罩产品的性能整体已领先同行。在无创呼吸机的压力调节范围、延时升压时间等关键参数指标方面，公司产品与瑞思迈、飞利浦伟康已无显著差别；在噪声大小以及双水平肺病呼吸机的目标肺泡通气量功能上仍有不足。在通气面罩产品的参数方面，公司各类面罩在气流阻力指标上展现出相较其他品牌更加优异的表现。

表13: 家用无创呼吸机产品不同品牌参数对比

产品类型	项目	怡和嘉业	瑞思迈	飞利浦伟康	费雪派克	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 G3 双水平睡眠呼吸机系列	AirSense™ 单水平睡眠呼吸机系列 AirCurve™10 VAuto	DreamStation 单水平睡眠呼吸系列 DreamStation Auto BIPAP	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 2dBA)	26.1dBA(不确定度 2dBA)	小于 29dBA	公司产品噪音较瑞思迈和飞利浦伟康稍高
双水平肺病呼吸机	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	1	/	无明显差异
	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：各公司官网，公司招股书，国信证券经济研究所整理

表14: 通气面罩产品不同品牌参数对比

产品类型	项目	公司	瑞思迈	飞利浦伟康	费雪派克	差异情况
全脸面罩	代表性产品型号	五系全脸面罩	AirFitMF20	Amara	Simplex™ TM	
	气流阻力	50L/min:0.15cmH ₂ O 100L/min:0.8cmH ₂ O	50L/min:0.2 cmH ₂ O 100L/min:0.6cmH ₂ O	50L/min: 0.6cmH ₂ O 100L/min:1.5cmH ₂ O	50L/min:0.17+0.1cmH ₂ O 100L/min:0.64±0.1cmH ₂ O	公司领先
	噪音	声功率:28dBA±3dBA 声压:20dBA±3dBA	声功率:30dBA±3dBA 声压:23 dBA±3 dBA	声功率:28dBA 声压:20dBA	声功率:28.8dBA±2.5dBA 声压:17.8dBA±2.5dBA	无明显差异
鼻面罩	代表性产品型号	五系鼻面罩	AirFitTMN20	Pico Traditional Nasal Mask	Eson™(with Diffuser)	
	气流阻力	50L/min:0.2cmH ₂ O 100L/min:0.8cmH ₂ O	50L/min:0.3.cmH ₂ O 100L/min:1.3cmH ₂ O	50L/min:0.4 cmH ₂ O 100L/min:1.4 cmH ₂ O	50L/min:0.14±0.1cmH ₂ O 100L/min:0.65±0.1cmH ₂ O	公司领先
	噪音	声功率:28dBA±3dBA 声压:20dBA±3 dBA	声功率:24dBA±3dBA 声压:15dBA±3dBA	声功率:27dBA 声压:19dBA	声功率:30dBA±2.5dBA 声压:22dBA±2.5dBA	无明显差异
鼻垫式面罩	代表性产品型号	P2	AirFitMP10	Nuance Pro gelpillows mask (Small)	Brevida™(XS-Smask with Diffuser)	
	气流阻力	50L/min: 0.5cmH ₂ O 100L/min:1.6cmH ₂ O	50L/min: 0.4cmH ₂ O 100L/min:1.4cmH ₂ O	50L/min:1.4cmH ₂ O 100L/min:5.5cmH ₂ O	50L/min: 1.7cmH ₂ O ±10% 100L/min:6.3cmH ₂ O ±11%	公司领先
	噪音	声功率:26 dBA±3 dBA 声压:18dBA±3 dBA	声功率:21dBA±3dBA 声压:13 dBA±3dBA	声功率:27dBA 声压:19dBA	声功率:25.4dBA±2.5dBA 声压:17.5dBA±2.5dBA	无明显差异

资料来源：各公司官网，公司招股书，国信证券经济研究所整理

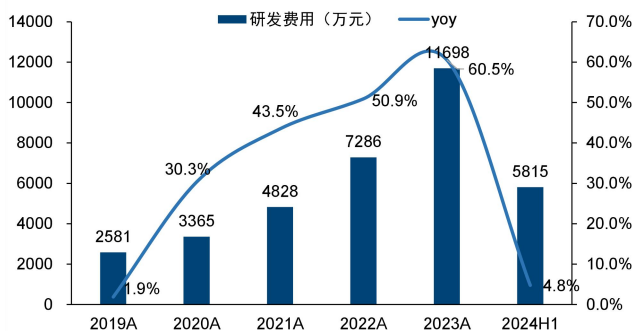
图48: 公司产品核心技术优势



资料来源: 公司投资者交流材料, 国信证券经济研究所整理

公司研发投入逐年提升, 在研产品管线布局丰富。公司 2023 年研发费用 11698 万元 (+60.5%), 过去数年保持同比增速不断提升的趋势; 2024 上半年, 公司在收入承压的情况下依然维持研发费用的同比增加, 24H1 研发费用 5815 万元 (+4.8%)。从目前公司在研产品来看, 公司在各条产品线上都有研发布局。

图49: 公司研发费用及同比增长情况 (2019A-2024H1)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表15: 公司在研项目情况 (截至 2024 年 6 月 30 日)

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
无创呼吸机及高流量湿化氧疗仪项目	产品性能升级,新模式的开发,满足市场需求	已获得 CE 证书、国内证书	上市销售	提升产品竞争力
网式雾化器项目	拓展呼吸领域产品线	完成国内和 CE 注册	上市销售	产品线拓展
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;部分国内外已上市。	上市销售	提升产品竞争力
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	已获得 CE 证书	上线运行	提升产品竞争力,增加公司品牌影响力
系列 2 呼吸机项目	全新一代高性能呼吸机	设计开发阶段	上市销售	产品线拓展,开拓高端市场
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	上市销售	提升产品竞争力
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	部分国内外已上市	上市销售	产品线拓展,开拓高端市场;提升产品竞争力

制氧机项目 涉及拓展呼吸领域产品线、拓展制氧机领域产 部分设计开发阶段、部分国内外已上市 上市销售 拓展呼吸领域及制氧机领域
产品线

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司研发体系持续建设完善，研发中心覆盖产学研资源丰富城市。公司布局有多产品线的研发部门，涉及家用呼吸机、耗材、医用产品等。在北京、天津、西安和深圳布局有研发中心，覆盖高校较为集中的地区。公司与北京朝阳医院、北京清华长庚医院等知名医院共同承担重要研发课题。

图50：公司研发体系布局



资料来源：公司投资者交流材料，国信证券经济研究所整理

完善售后：线上云平台+线下售后网点逐步建设铺开

国内外呼吸数据管理云平台逐步建设完善，为患者和医生提供更加便捷的售后管理与服务。公司的数据云平台通过构建呼吸机使用数据的传输通道，自动将呼吸机使用数据上传至云平台，专业人员通过云平台查看用户呼吸机使用情况，及时向用户提出针对性的呼吸机使用建议。2015年公司提交了云平台整合技术专利，从2020年起逐渐在国内和美国将云平台铺开。2023年5月，公司在法国成立全资子公司，同年全新云平台数据中心落地，欧洲地区的云平台布局正在稳步进行，预计未来1-2年内为欧洲市场的拓展贡献力量。

图51: 公司 G3 系列云平台患者端界面



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图52: 公司 G2S 系列云平台患者端界面



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

国内已经形成产品体验+售后服务的线下网络。公司在国内计划布局 3000 余家渠道专柜及 500 余家售后网点，包括“BMC 瑞迈特睡眠呼吸体验中心”、一级服务中心（维修+保养）及星级服务店（基础维护）等。根据公司官网展示的网点信息，目前公司产品体验中心已经覆盖深圳、广州、上海、北京等约 30 个城市，一级服务中心覆盖山东、四川、广东、江苏等 28 个省份。此外，公司从 2023 年正式开启海外本土化，以更好地适应海外市场，有望为公司在海外的运营及售后服务能力带来实质性提升。

图53: 公司线下一级服务中心职能



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析及盈利预测

可比公司财务情况对比

公司相较可比公司海外收入占比高，且处于收入与利润高速增长阶段。公司2023年海外收入占比65.31%，显著高于鱼跃医疗和可孚医疗（分别为9.13%、1.75%）；且从2021-2023年收入增速和净利润增速来看，公司目前正处于收入利润高速增长阶段。

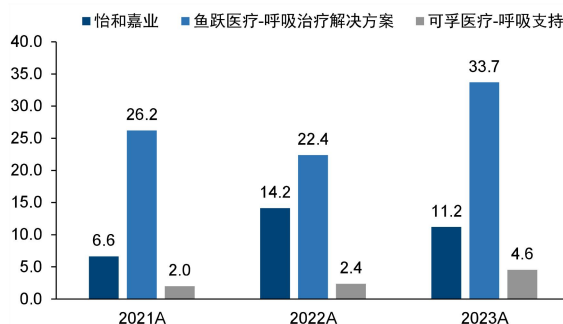
表16: 可比公司财务比较 (2023A)

证券代码 证券简称	301367.SZ 怡和嘉业	002223.SZ 鱼跃医疗	301087.SZ 可孚医疗	301363.SZ 美好医疗
营业收入 (亿人民币)	11.22	79.72	28.54	13.38
收入增速 (%)	-20.7%	12.3%	-4.1%	-5.5%
归母净利润 (亿人民币)	2.97	23.96	2.54	3.13
归母净利润增速 (%)	-21.8%	50.2%	-15.7%	-22.1%
净利率 (%)	26.7%	29.8%	8.9%	23.4%
毛利率 (%)	46.1%	51.5%	43.3%	41.2%
销售费用率 (%)	9.5%	13.8%	26.0%	2.4%
管理费用率 (%)	3.6%	5.2%	3.9%	7.6%
研发费用率 (%)	10.4%	6.3%	4.0%	9.0%
财务费用率 (%)	-0.4%	-2.0%	-0.7%	-3.9%
经营现金流/净利润	0.51	0.89	1.55	1.12
ROE (平均)	11.0%	22.2%	5.1%	10.1%
ROA	10.3%	15.3%	4.0%	9.1%
应收账款周转天数	32	25	66	56
流动比率	25	3	4	9
资产负债率 (%)	4.5%	25.4%	21.4%	9.7%
21-23 年收入 CAGR	30.2%	7.5%	12.0%	8.4%
21-23 年净利 CAGR	42.9%	27.1%	-23.0%	0.5%
总市值 (亿人民币)	68.90	352.27	79.98	134.65
PE (TTM)	45	20	30	50
EV/EBITDA	19	10	17	30

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所 注：估值数据为2024/11/04收盘价

鱼跃医疗“呼吸治疗解决方案”业务板块2023年收入33.7亿元，其中制氧机产品、雾化产品收入占比较大。可孚医疗“呼吸支持”业务板块2023年收入4.6亿元，其中主要为呼吸机、制氧机、氧气袋及雾化器产品。

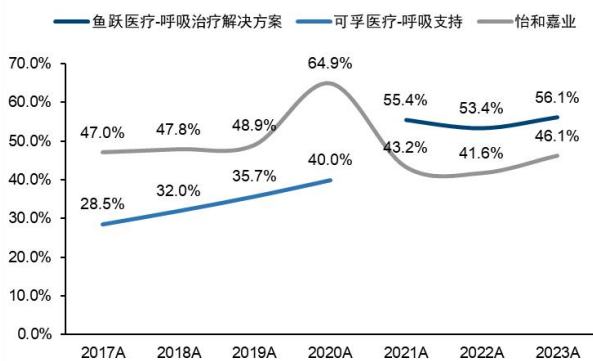
图54: 可比公司相关业务板块营业收入对比 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

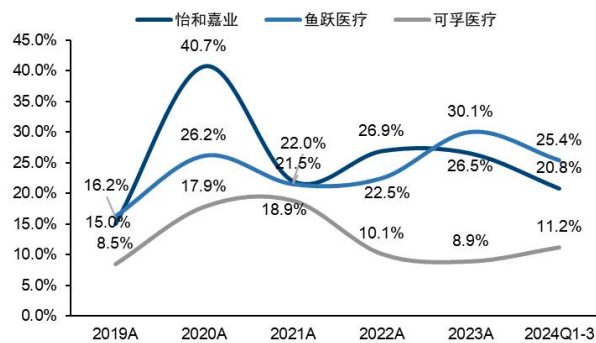
公司 2021-2023 年整体毛利率低于鱼跃医疗“呼吸治疗解决方案”板块，主要因产品结构存在一定差异。从公司整体来看，怡和嘉业归母净利率的波动相对较大，主要因 2020 年利润率较高的产品销量增加所致；鱼跃医疗 2023 年归母净利率增加主要受资产处置损益的一次性影响；可孚医疗归母净利率相对较低，主要因公司业务板块中存在部分利润率较低的产品。

图55: 可比公司相关业务板块毛利率对比 (2017A-2023A)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所

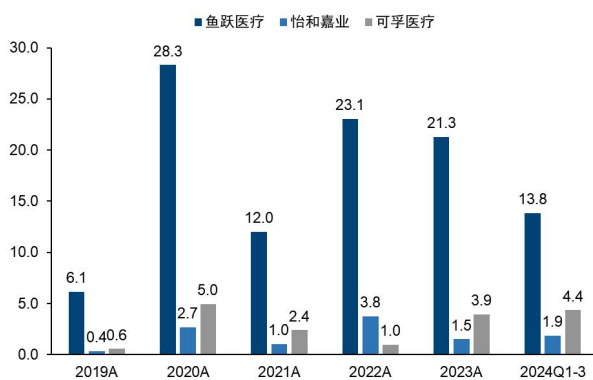
图56: 可比公司归母净利率对比 (2019A-2024Q1-3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所

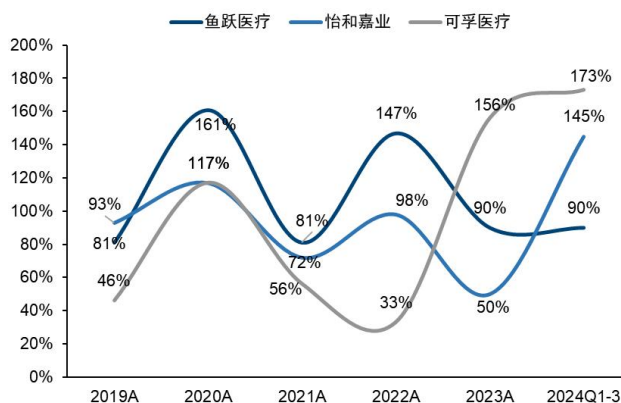
公司经营性现金流净额表现较为平稳，盈利质量较高。公司经营性现金流净额除在疫情影响较大的年份有所波动，近年来实现了稳定的增长，2019-2023 年对应 CAGR 为 43.1%。2024 年前三季度公司经营性现金流净额/净利润比值为 145%，经营质量和现金流管理状况较好。

图57: 可比公司经营性现金流净额对比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所

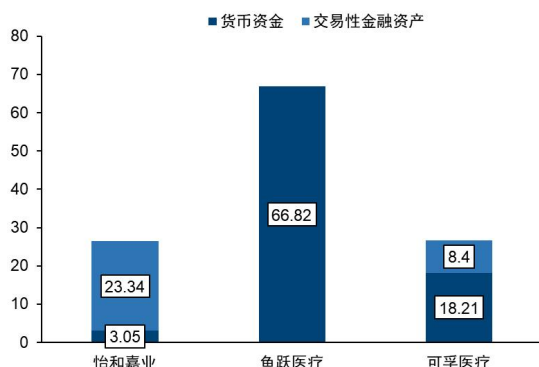
图58: 可比公司经营性现金流净额/净利润对比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所

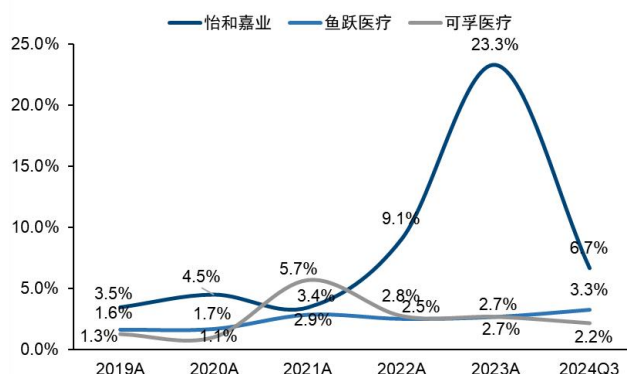
账面现金充裕，经营灵活性较高。截至 2024 年 9 月末，公司货币资金+交易性金融资产合计 26.39，保守速动比率为 6.7%，高于可比公司鱼跃医疗 (3.3%) 和可孚医疗 (2.2%)。公司保守速动比率近几年维持较高水平，使得公司在应对紧急情况、支付短期债务和满足运营资金需求方面具备较强的能力。

图59: 可比公司货币资金及交易性金融资产对比 (2024Q3; 单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所

图60: 可比公司保守速动比率对比 (2019A-2024Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所
注: 保守速动比率 = (货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

家用无创呼吸机业务: 家用无创呼吸机设备销售为公司的核心业务。分市场来看:

- ✓ 美国市场短期受到去库存影响, 23-24 年订单下滑显著, 随着 24Q3 去库存进入尾声, 公司在美国的订单情况短期内有望迎来拐点, 叠加美国市场竞争格局变化, 2025 年美国市场表现有望同比实现较大改善;
- ✓ 国内市场产品渗透率较低, 未来提升空间广阔, 随着公司品牌策略的有序推行, 有望在国内实现市占率及毛利率提升;
- ✓ 依托本土化战略及数据云平台的不断建设完善, 欧洲等市场有望逐步贡献增量。

预计该板块 2024-2026 年收入为 6.57/8.89/11.48 亿元, 同比 -23.0%/+35.3%/+29.2%; 2025 年美国地区收入占比回升对公司整体毛利率可能产生一定影响, 预计 2024-2026 年毛利率为 42.5%/42.2%/42.0%。

耗材业务: 随着公司呼吸机产品的放量, 耗材产品的需求量有望持续提升。预计 2024-2026 年收入为 2.36/3.12/4.14 亿元, 对应同比增速 21.6%/32.1%/32.7%; 预计 2024-2026 年毛利率为 64.7%/64.9%/65.1%。

医用产品业务: 医用产品在公司整体收入中占比较小, 2023 年由于疫情影响造成高流量湿化氧疗仪需求激增, 2024 年影响消除后需求有所回落。预计 2024-2026 年收入为 0.32/0.38/0.45 亿元, 同比 -55.3%/+18.6%/+16.7%; 医用产品毛利率相对较高, 预计 2024-2026 年毛利率为 73.5%/73.6%/73.7%。

销售费用率: 公司当前在国内市场正处于品牌建设、渠道布局和市场教育的加速期, 在欧洲地区也在加大市场投入的力度, 预计公司销售费用呈现持续提升的趋势, 销售费用率随着营收规模的快速提升而有所下降; 预计 2024-2026 年销售费用率分别为 12.50%/11.80%/11.60%。

管理费用率: 公司费用管控能力较强, 职工薪酬费及中介服务等费用较为稳定;

预计 2024-2026 年管理费用率分别为 4.80%/4.50%/4.48%。

研发费用率：为保证核心产品的更新迭代以及新产品的有序推出，预计公司保持较高的研发投入，研发费用率随着营收规模的快速提升而有所下降；预计 2024-2026 年研发费用率分别为 11.30%/9.80%/9.40%。

财务费用率：公司账面有大量货币资金，预计未来会产生利息收入；预计 2024-2026 年财务费用率分别为-2.06%/-1.92%/-1.79%。

所得税率：2021-2023 年所得税率分别为 11.10%/12.43%/10.24%，天津怡和、天津觉明等公司全资控股子公司均于近两年取得高新技术企业证书，享受不同程度的税收优惠；此外，公司还享受软件产品增值税即征即退、出口退税等优惠政策；我们预计未来公司的所得税率将会维持 11.00%的水平。

表17: 收入拆分及预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	662.50	1415.37	1122.42	926.96	1241.14	1610.05
yoy	18.2%	113.6%	-20.7%	-17.4%	33.9%	29.7%
毛利	286.50	589.28	517.90	457.33	606.79	786.32
毛利率	43.2%	41.6%	46.1%	49.3%	48.9%	48.8%
1.家用无创呼吸机业务	397.06	1171.14	852.58	656.67	888.57	1148.45
yoy	22.5%	195.0%	-27.2%	-23.0%	35.3%	29.2%
毛利率	30.4%	37.1%	39.9%	42.3%	41.8%	41.6%
2.耗材业务	163.08	197.86	194.50	236.47	312.30	414.35
yoy	9.3%	21.3%	-1.7%	21.6%	32.1%	32.7%
毛利率	58.2%	62.8%	64.9%	64.7%	64.9%	65.1%
3.医用产品业务	100.94	43.74	72.32	32.32	38.32	44.71
yoy	16.2%	-56.7%	65.3%	-55.3%	18.6%	16.7%
毛利率	69.1%	67.0%	69.2%	73.5%	73.6%	73.7%
4.其他	1.42	2.62	3.01	1.51	1.96	2.54
yoy	532.9%	84.7%	14.9%	-50.0%	30.0%	30.0%
毛利率	69.4%	49.0%	57.6%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理预测

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收 9.27/12.41/16.10 亿元，同比-17.4%/+33.9%/+29.7%；毛利率 49.3%/48.9%/48.8%，毛利 4.57/6.07/7.86 亿元，同比-11.7%/+32.7%/+29.6%。

未来三年业绩预测

表18: 未来三年盈利预测（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1415	1122	927	1241	1610
营业成本	826	605	470	634	824
销售费用	86	107	116	146	187
管理费用	48	40	45	56	73
研发费用	73	117	105	122	151
财务费用	-17	-4	-19	-24	-29
营业利润	436	338	235	324	420
利润总额	435	334	235	324	420
归母净利润	380	297	207	286	370
摊薄 EPS（元）	4.24	3.32	2.32	3.19	4.13
ROE	14.6%	10.7%	7.0%	9.0%	10.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年营收 9.27/12.41/16.10 亿元，同比 -14.8%/+34.9%/+29.7%；归母净利润 2.07/2.86/3.70 亿元，同比 -30.2%/+37.6%/+29.7%；每股收益 2.32/3.19/4.13 元；ROE 7.0%/9.0%/10.7%。

盈利预测敏感性分析

考虑以下三种情况对公司经营情况的影响分析，乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表19：情景分析（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入	1,415	1,122	947	1,246	1,653
yoy	113.6%	-20.7%	-15.7%	37.3%	32.7%
归母净利润	380	297	272	378	501
yoy	161.0%	-21.8%	-8.6%	39.2%	32.5%
EPS（元）	4.24	3.32	3.03	4.22	5.59
中性预测					
营业收入	1,415	1,122	927	1,241	1,610
yoy	113.6%	-20.7%	-17.4%	33.9%	29.7%
归母净利润	380	297	207	286	370
yoy	161.0%	-21.8%	-30.2%	37.6%	29.7%
EPS（元）	4.24	3.32	2.32	3.19	4.13
悲观预测					
营业收入	1,415	1,122	907	1,235	1,566
yoy	113.6%	-20.7%	-19.2%	30.5%	26.8%
归母净利润	380	297	142	195	248
yoy	161.0%	-21.8%	-52.3%	37.6%	27.0%
EPS（元）	4.24	3.32	1.58	2.18	2.77

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：84.14~89.83 亿元

未来 8 年估值假设条件见下表：

表20：公司盈利预测假设条件

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	113.64%	-20.70%	-17.41%	33.89%	29.72%	25.00%	20.00%	15.00%	10.00%	8.00%
营业成本/营业收入	58.37%	53.86%	50.66%	51.11%	51.16%	51.01%	50.86%	50.71%	50.56%	50.41%
管理费用/营业收入	3.30%	3.40%	4.80%	4.50%	4.48%	4.46%	4.44%	4.42%	4.40%	4.38%
研发费用/营业收入	5.15%	10.42%	11.30%	9.80%	9.40%	9.00%	8.60%	8.20%	7.80%	7.40%
销售费用/销售收入	6.05%	9.50%	12.50%	11.80%	11.60%	11.40%	11.20%	11.00%	10.80%	10.60%
营业税及附加/营业收入	0.61%	0.57%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税税率	12.43%	10.24%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
股利分配比率	0.00%	43.72%	20.00%	20.00%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表21：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	11.0%
无风险利率	2.1%	Ka	11.1%
股票风险溢价	7.5%	有杠杆 Beta	1.20
公司股价	76.90	Ke	11.1%
发行在外股数	90	E/(D+E)	99.8%
股票市值(E)	6890	D/(D+E)	0.02%
债务总额(D)	13	WACC	11.1%
Kd	4.0%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司股票价格区间为 93.91~100.26 元，对应市值区间为 84.14~89.83 亿元。

表22：怡和嘉业 FCFF 估值表（单位：百万元）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	186.0	274.8	365.8	472.9	586.2	695.6	788.7	877.3	975.0	1,052.6	
所得税税率	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	165.6	244.6	325.6	420.9	521.7	619.1	702.0	780.8	867.7	936.8	
折旧与摊销	6.6	8.7	10.7	12.5	13.7	14.6	15.3	16.0	16.6	17.3	
营运资金的净变动	105.5	(28.0)	(22.9)	(4.4)	(1.6)	8.4	(14.4)	(14.7)	(16.6)	(9.5)	
资本性投资	(41.0)	(36.0)	(31.0)	(21.0)	(11.0)	(11.0)	(11.0)	(11.0)	(11.0)	(11.0)	
FCFF	236.7	189.2	282.4	407.9	522.8	631.0	691.9	771.1	856.7	933.6	10,795.2
PV(FCFF)	213.6	154.1	207.5	270.4	312.8	340.7	337.0	338.9	339.8	334.1	3,863.8
核心企业价值	6,712.7										
减：净债务	(1,973.3)										
股票价值	8,686.1										
每股价值（元）	96.94										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值敏感性分析：

该绝对估值对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表23：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
永续 增长 率变 化	96.94	10.7%	10.9%	11.12%	11.3%	11.5%
	2.6%	105.25	102.74	100.36	98.10	95.95
	2.4%	103.89	101.47	99.17	96.98	94.89
	2.2%	102.60	100.26	98.03	95.91	93.89
	2.0%	101.36	99.10	96.94	94.89	92.93
	1.8%	100.19	97.99	95.90	93.91	92.00
	1.6%	99.06	96.94	94.91	92.97	91.12
	1.4%	97.99	95.93	93.96	92.08	90.27

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：83.58~90.55 亿元

公司为国产家用无创呼吸机龙头，我们选择同属于家用医疗器械的鱼跃医疗、可孚医疗以及呼吸机上游美好医疗作为可比公司。以 2024 年 11 月 5 日股价为基础，三家可比公司 2024 年平均 PEG 为 1.02。由于鱼跃医疗收入中制氧机等成熟产品占比较大，国内渗透率及市占率较高，预计未来整体增速比较稳健；怡和嘉业收入来源主要为家用呼吸机及耗材，国内渗透率提升空间较大，叠加海外市场市占率提升，有望驱动公司未来几年高增长。基于公司业务的高成长性，我们给予怡和嘉业 2024 年 PEG 1.20~1.30，合理市值为 83.58~90.55 亿元，对应目标价 93.29~101.06 元。

表24：可比公司估值表（2024/11/04）

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				ROE (2023)	PEG (2024)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
301363.SZ	美好医疗	33.40	135.8	3.13	3.93	4.93	6.19	43.4	34.6	27.5	21.9	9.8%	1.42	优于大市
002223.SZ	鱼跃医疗	35.50	355.9	23.96	21.52	24.73	28.79	14.9	16.5	14.4	12.4	20.4%	1.10	无评级
301087.SZ	可孚医疗	39.15	81.9	2.54	3.70	4.85	6.09	32.2	22.1	16.9	13.4	5.2%	0.98	无评级
平均								23.5	19.3	15.6	12.9	12.8%	1.04	
301367.SZ	怡和嘉业	79.24	71.0	2.97	2.07	2.86	3.70	23.9	34.2	24.9	19.2	10.7%	1.08	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：鱼跃医疗、可孚医疗为 Wind 一致预期

表25：可比公司基本情况介绍

证券代码	301367.SZ	002223.SZ	301087.SZ	301363.SZ
证券简称	怡和嘉业	鱼跃医疗	可孚医疗	美好医疗
主营业务	公司是国内领先的呼吸健康领域医疗设备与耗材产品制造商，主要产品包括家用无创呼吸机、通气面罩、睡眠监测仪等，并提供呼吸健康慢病管理服务	鱼跃医疗是一家以提供家用医疗器械为主要业务的公司，产品主要集中在呼吸制氧、糖尿病护理、感染控制解决方案、家用类电子检测及体外诊断、急救与临床及康复器械等业务领域	可孚医疗是一家专业从事医疗器械研发、生产、销售和服的个人健康管理领先企业。产品覆盖健康监测、康复辅具、呼吸支持、医疗护理、中医疗理五大领域	美好医疗是一家从事医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售的国家级高新技术企业
营收拆分 (2023A)	家用呼吸机 8.53 亿元； 耗材 1.95 亿元； 医用产品 0.72 亿元	呼吸治疗解决方案 33.71 亿元； 家用类电子检测及体外诊断 16.74 亿元； 康复及临床器械 12.28 亿元；	康复辅助器具 7.73 亿元； 医疗护理服务 7.40 亿元； 健康检测产品 5.87 亿元； 呼吸支持 4.55 亿元； 中医疗理 1.45 亿元；	家用呼吸机组件 8.67 亿元； 家用及消费电子组件 1.50 亿元； 人工植入耳蜗组件 1.14 亿元；

		糖尿病护理解决方案 7.26 亿元； 感染控制解决方案 7.56 亿元； 急救 1.63 亿元	仓储物流 1.26 亿元	精密模具及自动化设备 0.98 亿元； 自主产品 0.13 亿元； 其他医疗产品组件 0.85 亿元
家用呼吸机业务 具体情况	家用呼吸机设备及耗材为公司主营业务,目前已达国产品牌第一、全球市占率第二的市场地位	家用呼吸机是公司呼吸与制氧业务板块的核心产品之一,公司呼吸机产品主要分为正压呼吸机和双水平正压呼吸机;24H1 家用呼吸机产品在优秀的产品品质及品牌力的加持下,业务规模获得了较好增长	公司为瑞思迈在国内最大的代理商,目前公司自产的呼吸机已经上市,未来呼吸机产品将逐渐从代理转为自产	公司为重要的家用呼吸机上游组件供应商
海外收入占比 (2023A)	65.31%	9.13%	1.75%	86.72%
销售人员数量 (2023 年末)	142	1468	3432	109
研发人员数量 (2023 年末)	233	1031	436	430

资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

国产家用呼吸机龙头, 海内外市场增长空间广阔, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。短期来看, 随着美国市场去库存进入尾声, 公司美国订单量有望迎来拐点; 中长期来看, 随着全球呼吸机市场竞争格局变化, 以及中国市场渗透率提升, 公司国内外市场增长空间广阔。预计公司 2024-2026 年收入 9.27/1.41/16.10 亿元, 同比-17.4%/33.9%/29.7%; 2024-2026 年归母净利润 2.07/2.86/3.70 亿元, 同比-30.2%/+37.6%/+29.7%。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司合理市值区间为 83.58~89.83 亿元, 对应股价为 93.40~100.26 元, 较当前有 18%~27%溢价空间。

风险提示

估值的风险

- ◆ 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 83.58~90.25 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- ◆ 可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.1%、风险溢价 7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 相对估值方面：我们选取了与公司业务相近或产业链上游的鱼跃医疗、美好医疗、可孚医疗的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2024 年平均 PEG 作为相对估值的参考，最终给予公司 2024 年 PEG 为 1.2~1.3，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比-17.4%/ +33.9%/+29.7%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险；
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 49.3%/48.9%/48.8%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

去库存进度不及预期的风险

我们假设公司美国市场去库存在 2024 年 Q3 已近尾声，Q4 开始订单将逐步恢复正常增长。由于 DME 端库存量较难定量确定，可能会出现对订单恢复拐点判断较早的风险，对业绩造成不利影响。

竞争加剧的风险

在国民收入和健康意识提升的背景下，家用无创呼吸机及其耗材的市场前景广阔，吸引了众多医疗器械企业进入。随着新竞争者的进入，行业竞争愈发激烈，国际大型厂商持续深耕市场，国内企业壮大并进军海外市场，整体竞争加剧。

知识产权风险

公司的专利和商标等知识产权是其核心竞争力的重要组成部分。若遭遇第三方的知识产权侵权指控，可能对公司的经营造成不利影响。一方面，未发现的第三方

专利可能导致公司在开发新产品时面临侵权风险，进而引发索赔和法律问题，增加开支并妨碍研发与销售。另一方面，随着市场竞争加剧，若无法及时防止和制止对公司知识产权的侵犯，将损害公司的竞争优势。

经销商风险

公司经销商数量多、分布广，随着业务扩展，对经销商管理和销售政策的要求提升。公司主要通过合同或订单与经销商合作，部分经销商签订长期协议，但未强制专销本公司产品，存在无法保持长期稳定合作的风险。此外，公司无法直接控制经销商运营，若其销售行为不合法规或公司制度，可能带来风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	356	670	896	1056	1296	营业收入	1415	1122	927	1241	1610
应收款项	105	132	102	129	146	营业成本	826	605	470	634	824
存货净额	203	118	90	122	158	营业税金及附加	9	6	6	7	10
其他流动资产	25	58	36	45	68	销售费用	86	107	116	146	187
流动资产合计	2849	2791	2936	3164	3480	管理费用	48	40	45	56	73
固定资产	27	35	62	83	98	研发费用	73	117	105	122	151
无形资产及其他	8	6	7	7	7	财务费用	(17)	(4)	(19)	(24)	(29)
投资性房地产	43	73	73	73	73	投资收益	15	57	30	25	25
长期股权投资	0	13	28	43	58	资产减值及公允价值变动	0	(10)	0	0	0
资产总计	2927	2919	3106	3370	3716	其他收入	(42)	(78)	(105)	(122)	(151)
短期借款及交易性金融负债	4	10	13	13	13	营业利润	436	338	235	324	420
应付款项	103	40	31	42	54	营业外净收支	(1)	(4)	0	0	0
其他流动负债	182	62	83	100	130	利润总额	435	334	235	324	420
流动负债合计	289	112	127	155	197	所得税费用	54	34	26	36	46
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	2	2	2	3
其他长期负债	21	19	25	31	37	归属于母公司净利润	380	297	207	286	370
长期负债合计	21	19	25	31	37	现金流量表 (百万元)					
负债合计	310	132	152	186	234	净利润	380	297	207	286	370
少数股东权益	7	8	9	10	12	资产减值准备	4	9	7	6	5
股东权益	2610	2779	2945	3174	3470	折旧摊销	6	10	7	9	11
负债和股东权益总计	2927	2919	3106	3370	3716	公允价值变动损失	0	10	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(17)	(4)	(19)	(24)	(29)
每股收益	4.24	3.32	2.32	3.19	4.13	营运资本变动	(3)	(182)	106	(28)	(23)
每股红利	0.00	2.03	0.46	0.64	0.83	其它	(3)	(7)	(6)	(4)	(3)
每股净资产	40.78	43.43	32.87	35.42	38.73	经营活动现金流	384	137	321	268	360
ROIC	105.08%	31.80%	19%	26%	33%	资本开支	0	(14)	(41)	(36)	(31)
ROE	14.57%	10.70%	7.0%	9.0%	10.7%	其它投资现金流	(1865)	348	0	0	0
毛利率	42%	46%	49%	49%	49%	投资活动现金流	(1860)	320	(56)	(51)	(46)
EBIT Margin	26%	22%	20%	22%	23%	权益性融资	8	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	23%	21%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	114%	-21%	-17%	34%	30%	支付股利、利息	0	(130)	(41)	(57)	(74)
净利润增长率	161%	-22%	-30%	38%	30%	其它融资现金流	1711	117	3	0	0
资产负债率	11%	5%	5%	6%	7%	融资活动现金流	1718	(143)	(39)	(57)	(74)
股息率	0.0%	2.6%	0.8%	1.2%	1.5%	现金净变动	242	314	226	160	240
P/E	18.1	23.2	33.2	24.1	18.6	货币资金的期初余额	114	356	670	896	1056
P/B	1.9	1.8	2.3	2.2	2.0	货币资金的期末余额	356	670	896	1056	1296
EV/EBITDA	13.8	19.6	36.6	25.0	18.9	企业自由现金流	0	36	237	189	282
						权益自由现金流	0	153	256	210	308

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032