



Research and
Development Center

加强自主品牌建设，家用呼吸机龙头初露峥嵘，潜力可期

—怡和嘉业(301367)公司深度报告

2024年11月15日

唐爱金 医药行业首席分析师	曹佳琳 医药行业分析师
S1500523080002	S1500523080011
tangaijin@cindasc.com	caojialin@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

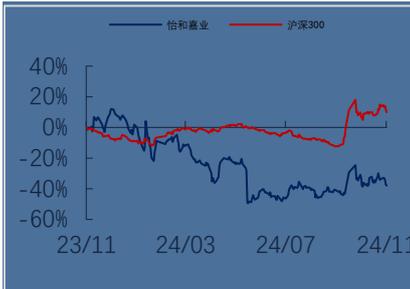
公司研究

公司深度报告

怡和嘉业(301367)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	69.94
52周内股价波动区间(元)	126.50-56.99
最近一月涨跌幅(%)	-10.40
总股本(亿股)	0.90
流通A股比例(%)	63.09
总市值(亿元)	62.67

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

加强自主品牌建设，家用呼吸机龙头初露峥嵘，潜力可期

2024年11月15日

本期内容提要：

- **核心逻辑：**我们认为怡和嘉业是国内呼吸机龙头企业，产品性能媲美美国国际头部品牌，性价比优势凸显，增长潜力较大：①在海外市场，随着飞利浦等巨头退出，竞争格局迎来重塑契机，公司加大海外本地化建设、以及和RH合作扩面，市占率有望不断提升；②在国内市场，家用呼吸机渗透率不断提升，公司持续加强自主品牌建设，夯实龙头地位。
- **慢性呼吸系统疾病的患病群体数量增加不断上升，带动呼吸机市场需求上升。**由于吸烟、空气污染以及职业性粉尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势，呼吸系统疾病发病率不断提升，根据弗若斯特沙利文数据，2020年全球慢性阻塞性肺疾病(COPD)患病人数达到4.7亿人、睡眠呼吸暂停低通气综合征(OSA)患病人数(30-69岁)已达10.7亿人(根据2012年美国睡眠协会判断标准)，预计2025年将分别增至5.3亿人、11.6亿人，家用无创呼吸机作为OSA、COPD治疗首选，需求有望随着患病群体数量增加不断上升，预计2025年全球家用无创呼吸机市场规模将达到55.77亿美元(CAGR5=15.5%)。
- **巨头退出，市场格局迎来重塑契机，海外市场前景广阔。**2020年，瑞思迈和飞利浦销售额分别为10.9、10.2亿美元，合计占据约80%的市场份额，竞争格局非常集中，随着飞利浦因质量问题，召回事件频发，2024年1月，飞利浦宣布在美国市场停止销售呼吸机，随着巨头退出，呼吸机市场竞争格局迎来重塑契机。公司深耕欧美主流医保市场，按销售量口径统计的家用无创呼吸机全球市占率由2020年的4.50%提升至2022年的17.70%，目前公司在海外已搭建了完善的分销网络，在欧洲市场启动本地化布局，陆续在法国等地逐步建立子公司，提升海外市场的服务能力；在美国市场，公司和RH续签独家合作协议，合作范围从拓宽至加拿大市场及肺病机产品，粘性进一步增强。我们认为随着巨头退出，公司凭借过硬的产品与技术，有望进一步提升全球市占率。
- **国内渗透率有望持续提升，加强自主品牌推广，夯实龙头地位。**由于国内民众对OSA和COPD认知度和重视程度偏低，叠加呼吸机属于自费项目，目前国内家用呼吸机市场仍处于渗透率较低，规模相对较小的状态，随着居民生活水平逐步提高、健康管理意识增强、支付能力提升，呼吸机市场规模有望持续扩大，弗若斯特沙利文分析预测到2025年我国家用无创呼吸机市场规模将增长至约33.3亿元。怡和嘉业2020年在家用无创呼吸机市场上占据15.6%的份额(按销售额口径)，仅次于瑞思迈和飞利浦，在通气面罩市场占据37.7%的份额(按销售额口径)，位列行业第一，属于国产呼吸机龙头企业。我们认为公司产品性能比肩国际巨头，并不断加强自主品牌建设，依托经销高效地进行市场拓展，未来有望凭借本土品牌及价格优势抢夺进口品牌市场，夯实龙头地位。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为9.24、11.82、14.82亿元，同比增速分别为-17.7%、28.0%、25.4%，归母净利润分别为1.93、2.55、3.32亿元，同比增速分别为-35.0%、32.2%、30.0%，对应当前股价PE分别为32、25、19倍，首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。
- **风险因素：**专利纠纷及知识产权风险；美国市场市占率提升不及预期风险；经销商模式风险；竞争进一步加剧导致价格下降风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,415	1,122	924	1,182	1,482
增长率 YoY %	113.6%	-20.7%	-17.7%	28.0%	25.4%
归属母公司净利润 (百万元)	380	297	193	255	332
增长率 YoY%	161.0%	-21.8%	-35.0%	32.2%	30.0%
毛利率%	41.6%	46.1%	47.3%	47.3%	47.3%
净资产收益率ROE%	14.6%	10.7%	6.6%	8.3%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	4.24	3.32	2.16	2.85	3.70
市盈率 P/E(倍)	16.48	21.08	32.43	24.54	18.88
市净率 P/B(倍)	2.40	2.25	2.15	2.03	1.88

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 15 日收盘价

目录

一、深耕呼吸健康领域，致力于成为全球呼吸机龙头企业	7
1.1 三横两纵，搭建全方位的呼吸健康管理产品线.....	7
1.2 公司股权结构稳定，核心管理层经验丰富.....	8
1.3 业绩短期承压，去库结束有望恢复增长.....	9
二、海外呼吸机市场前景广阔，巨头退出，竞争格局有望重塑	12
2.1 全球家用呼吸机市场持续增长，竞争格局迎来新变化.....	12
2.2 深耕欧美主流医保市场，境外呼吸机增长潜力可期.....	14
2.3 产品矩阵完备，持续迭代升级增强竞争力.....	14
2.4 搭建完善的销售网络，本地化布局扎根海外市场.....	15
三、国内呼吸机渗透率持续提升，加强品牌建设，夯实龙头地位	18
3.1 国内呼吸机市场渗透率较低，有望持续提升.....	18
3.2 产品性能比肩国际巨头，价格优势抢夺进口品牌市场.....	19
3.3 加强自主品牌建设，提升知名度，夯实龙头地位.....	21
四、并购打通供应链条，加码研发提升产品创新能力	22
4.1 “自产+外协”提升生产效率，并购上游保障供应链稳定.....	22
4.2 加码研发提升创新能力，产品迭代升级进军高端市场.....	22
五、业务拆分、估值与投资评级	25
5.1 业务拆分及盈利预测.....	25
5.2 估值与投资评级.....	26
五、风险因素	27

表目录

表 1: 怡和嘉业核心管理层信息.....	9
表 2: 怡和嘉业在主要出口地区进入医保目录情况（截止至 2022 年 3 月 31 日）.....	14
表 3: 怡和嘉业呼吸机主要产品及优势.....	14
表 4: 怡和嘉业耗材主要产品.....	15
表 5: 怡和嘉业近年公司与 3B (RH) 交易营收占比情况.....	16
表 6: 怡和嘉业与 3B (RH) 《独家经销协议》情况.....	16
表 7: 怡和嘉业海外家用呼吸机市场空间测算.....	17
表 8: 近年公司家用呼吸机及耗材产品情况.....	20
表 9: 怡和嘉业国内家用呼吸机市场空间测算.....	21
表 10: 怡和嘉业专利情况（截止至 2023 年）.....	23
表 11: 怡和嘉业在研项目情况（截止 2023 年 12 月 31 日）.....	23
表 12: 怡和嘉业分业务盈利预测假设（百万元）.....	25
表 13: 怡和嘉业盈利预测结果（百万元）.....	26
表 14: 可比公司估值对比.....	26

图目录

图 1: 怡和嘉业发展历程.....	7
图 2: 怡和嘉业产品概况.....	8
图 3: 怡和嘉业股权结构图（截止至 2024 年 9 月 30 日）.....	8
图 4: 公司近年营业收入变动情况（百万元，%）.....	9
图 5: 公司近年归母净利润变动情况（百万元，%）.....	9
图 6: 2018-2024 年前三季度公司净利率与毛利率情况.....	10
图 7: 2018-2024 年前三季度公司各项费用率情况.....	10
图 8: 2018-2024H1 公司收入结构（分业务）.....	10
图 9: 2018-2024H1 公司各业务毛利率变化情况.....	10
图 10: 2018-2024H1 公司收入结构（分区域）.....	11
图 11: 2018-2024H1 公司各区域毛利率变化情况.....	11
图 12: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数.....	12
图 13: 2016-2025E 全球 OSA (30-69 岁) 患病人数.....	12
图 14: 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模及预测.....	12
图 15: 2016-2025E 年全球通气面罩市场规模及预测.....	12
图 16: 全球家用无创呼吸机市场格局（2020 年，销售额）.....	13
图 17: 全球家用无创呼吸机通气面罩市场格局（2020 年，销售额）.....	13
图 18: 飞利浦召回事件.....	13
图 19: 中国与美国 OSA 诊断率对比.....	18

图 20: 2016-2025E 中国 OSA 患病人数	18
图 21: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数	18
图 22: 中国及美国 COPD 诊疗现状对比 单位: (百万人)	18
图 23: 2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模及预测	19
图 24: 2016-2025E 中国通气面罩市场规模及预测	19
图 25: 2020 年中国家用无创呼吸机市场份额 (销售额)	19
图 26: 2020 年中国通气面罩市场份额 (按销售额口径)	19
图 27: 怡和嘉业研发团队体系	22
图 28: 2018-2023 公司研发投入及费用率	23
图 29: 2019-2023 年公司研发人员数量与占比情况	23

投资聚焦：

1、从行业层面来看：

①**市场规模：OSA 与 COPD 发病率及治疗率提升，家用呼吸机市场规模持续提升。**由于吸烟、空气污染以及职业性灰尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势，OSA 与 COPD 等慢性呼吸系统疾病发病率不断提升，家用无创呼吸机作为 OSA、COPD 治疗首选，随着人们健康意识提升，其需求有望伴随诊疗率提升和患病人数增加不断上升，预计 2025 年全球家用无创呼吸机市场规模将达到 55.77 亿美元（CAGR5=15.5%），配套使用的通气面罩市场规模将增长至 29.0 亿美元（CAGR5=12.4%）。

②**竞争格局：巨头退出，竞争格局迎来重塑契机。**2020 年，瑞思迈和飞利浦销售额分别为 10.9、10.2 亿美元，合计占据约 80% 的市场份额，竞争格局非常集中，随着飞利浦因质量问题，召回事件频发，2024 年 1 月，飞利浦宣布在美国市场停止销售呼吸机，随着巨头退出，呼吸机市场竞争格局迎来重塑契机。根据弗若斯特沙利文数据，怡和嘉业按销售量口径统计的家用无创呼吸机全球市占率由 2020 年的 4.50% 提升至 2022 年的 17.70%，全球行业排名由第四升至第二。

2、从公司层面来看：

我们认为怡和嘉业是国内呼吸机龙头企业，产品矩阵完备、性能媲美国际头部品牌，增长潜力较大。

①**海外市场：RH 合作扩面，本地化建设加速提升海外市占率。**公司深耕欧美主流医保市场，在海外已搭建了完善的分销网络，其中在美国市场，公司和 RH 合作进一步加深，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，区域和品类进一步增强了两家合作的粘性；此外，公司加大海外本地化建设，2023 年公司陆续在法国等地建立子公司，搭建云平台，提升海外市场的服务支撑能力，更好的挖掘海外市场，全球市占率有望不断提升。

②**国内市场：加大自主品牌建设，夯实龙头地位。**2020 年公司在国内家用无创呼吸机市场上占据 15.6% 的份额（按销售额口径），仅次于瑞思迈和飞利浦，在通气面罩市场占据 37.7% 的份额（按销售额口径），位列行业第一。近年来，公司不断加强自主品牌建设，依托经销高效地进行市场拓展，未来随着国内家用呼吸机渗透率不断提升，公司有望凭借本土品牌及价格优势抢夺进口品牌市场，夯实龙头地位。

一、深耕呼吸健康领域，致力于成为全球呼吸机龙头企业

1.1 三横两纵，搭建全方位的呼吸健康管理产品线

怡和嘉业于2001年在北京成立，2022年在深交所创业板上市成功。公司深耕呼吸健康领域，产品不断丰富，2003年推出多导睡眠检测仪，2007年推出G1系列的单水平呼吸机，2014年第一代全脸通气面罩上市，经过二十余年发展，已成为国内家用无创呼吸机及通气面罩龙头企业，也是第一家无创呼吸机产品通过美国FDA认证的国内上市公司。目前公司的产品取得多项NMPA、FDA、CE认证，销往全球100多个国家和地区。

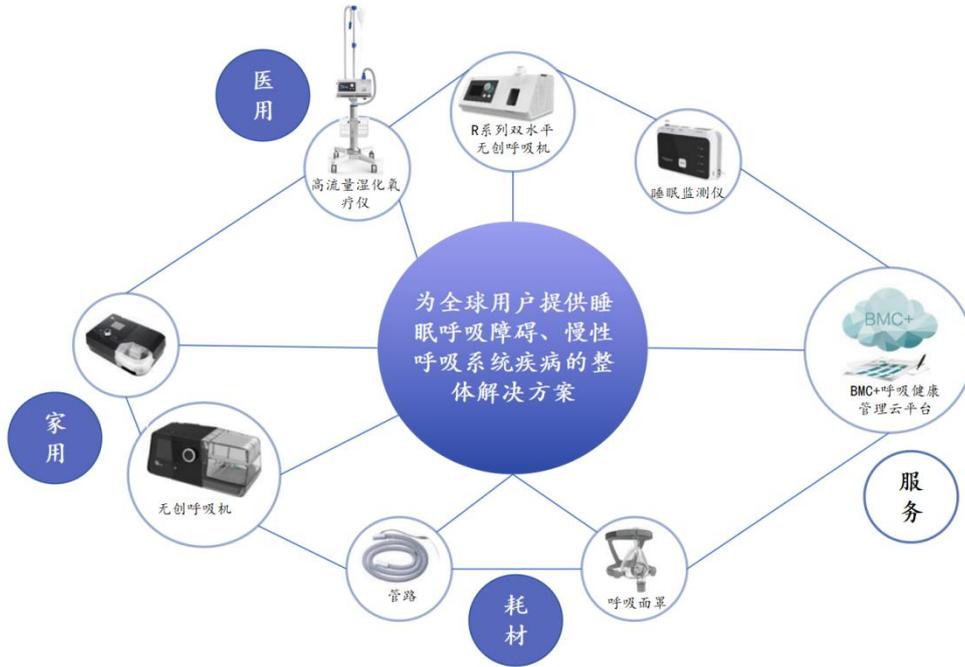
图1: 怡和嘉业发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

作为国内领先的呼吸健康领域医疗设备与耗材产品制造商，公司致力于为全球存在睡眠呼吸障碍、慢性呼吸系统疾病的患者提供全周期（从诊断、治疗到慢病管理）、多场景（从医疗机构到家庭）的治疗服务整体解决方案，落实“三横、两纵”的战略布局。①“三横”即覆盖家用、医用和耗材三大领域，兼顾院内和院外不同应用场景，满足客户多样化需求。②“两纵”则包括产品和服务，依托家用无创呼吸机、通气面罩、睡眠监测仪与高流量湿化氧疗仪等产品，建立呼吸健康管理云平台，逐步完善呼吸健康管理服务，全方位满足患者全周期、多场景、系统化的健康需求。

图2: 怡和嘉业产品概况

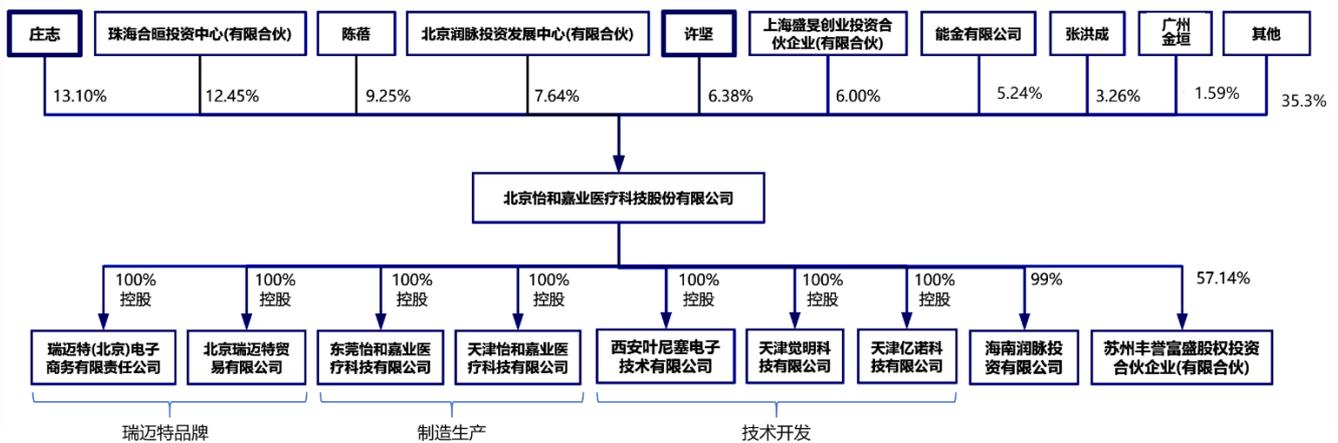


资料来源: 怡和嘉业招股说明书, 信达证券研发中心

1.2 公司股权结构稳定, 核心管理层经验丰富

公司股权结构稳定, 业务布局完善。截止至 2024 年 9 月 30 日, 公司最大控股股东为公司总经理庄志先生, 持股比例为 13.10%, 庄志先生及副总经理许坚先生、以及北京润脉投资发展中心(有限合伙)为公司一致实际控制人, 合计持有公司 27.12% 的股份。公司业务布局完善, 集自主研发、生产、销售及相关服务于一体, 至今已在西安、深圳、天津、东莞等地分别设立分子公司, 负责研发和生产, 在北京设立瑞迈特(北京)电子商务有限责任公司和北京瑞迈特贸易有限公司, 负责“瑞迈特”品牌的运营推广。

图3: 怡和嘉业股权结构图(截止至 2024 年 9 月 30 日)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司核心管理层经验丰富。公司董事长庄志先生为清华大学生物医学工程专业工学博士, 2001 年创立怡和中心, 2015 年开始担任公司董事长, 在该行业深耕超 20 年。副总经理许坚

先生和陈蓓女士均为生物医学工程及仪器专业工学专业出身，许坚先生曾任深圳迈瑞生物超声开发部副经理、超声国际市场部经理，陈蓓女士曾任空军第四研究所工程师、高级工程师，两人对仪器设备的开发有较丰富的经验、对市场发展趋势有较深的理解，许坚先生和陈蓓女士分别于 2006 年、2003 年加入公司，伴随公司成长近 20 年，也表明公司核心管理团队较为稳定。

表1: 怡和嘉业核心管理层信息

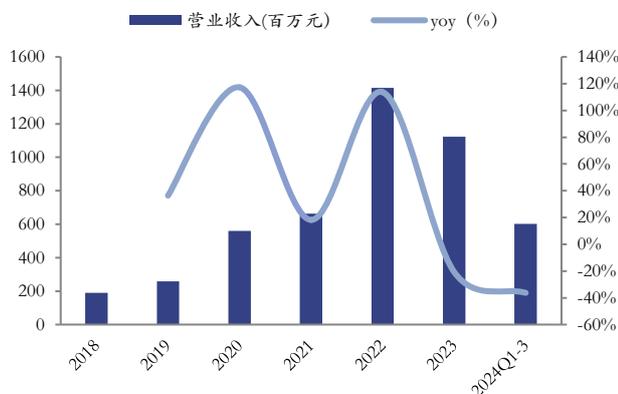
姓名	职位	简介
庄志	总经理	中国科技大学科技情报系理学学士，中国科学院计算技术研究所计算机应用技术专业工学硕士，清华大学生物医学工程专业工学博士，北京大学工商管理硕士学位（EMBA）。1992 年 8 月至 1996 年 8 月，在北京新兴生物医学工程研究发展中心任工程师；2001 年 7 月创立怡和中心；2001 年 7 月至 2010 年 12 月期间，任公司执行董事、总经理；2011 年 1 月至 2015 年 5 月，任公司董事长、总经理；2015 年 5 月至今，任公司董事长。
许坚	副总经理	清华大学生物医学工程与仪器专业工学学士，清华大学电机工程与电子技术系生物医学工程专业工学硕士，中欧国际工商学院工商管理硕士学位（EMBA）。1999 年 6 月至 2006 年 1 月，任深圳迈瑞生物超声开发部副经理、超声国际市场部经理；2006 年 2 月至 2010 年 12 月，任公司副总经理；2011 年 1 月至 2015 年 5 月，任公司董事、副总经理；2015 年 5 月至 2020 年 6 月，任公司董事、总经理；2020 年 6 月至今，担任公司董事、副总经理。
陈蓓	副总经理	西安交通大学生物医学工程及仪器专业工学学士学位。1985 年 7 月至 2003 年 3 月，先后任空军第四研究所工程师、高级工程师；2003 年加入公司，并对公司入股；2003 年 3 月至 2011 年 1 月，任公司副总经理；2011 年 1 月至 2020 年 6 月，任公司董事、副总经理；2020 年 6 月，因个人年龄原因不再担任公司的董事、副总经理职务；2018 年 2 月至今，任公司政策研究办公室/公共事务办公室经理。

资料来源: ifind, 怡和嘉业招股说明书, 信达证券研发中心

1.3 业绩短期承压，去库结束有望恢复增长

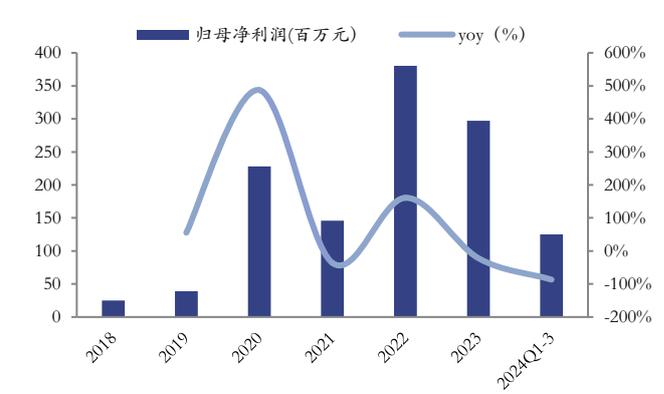
2018-2021 年间，公司营业收入保持快速增长趋势，从 1.89 亿元增长到 6.63 亿元，年复合增速达 51.91%，2022 年，一方面因疫情防控和治疗需要，公司双水平肺病呼吸机、高流量湿化氧疗仪、全脸面罩等产品需求量激增，另一方面受飞利浦呼吸机召回影响，患者对于其他品牌呼吸机及相关产品需求量增加，公司 2022 年营收高速增长，实现收入 14.15 亿元（yoy+113.64%），2023 年及 2024 年上半年公司收入呈现下滑趋势，主要是受终端降库存影响。我们认为随着终端去库结束，行业需求回归常态，叠加公司加大海外市场拓展和国内自主品牌推广，公司业务有望恢复增长。从利润端情况来看，公司归母净利润增长趋势和收入基本保持一致，2021 年利润下降主要是因为疫情趋于稳定后，疫情相关产品销售价格有所降低，毛利率有所下降所致。

图4: 公司近年营业收入变动情况 (百万元, %)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图5: 公司近年归母净利润变动情况 (百万元, %)



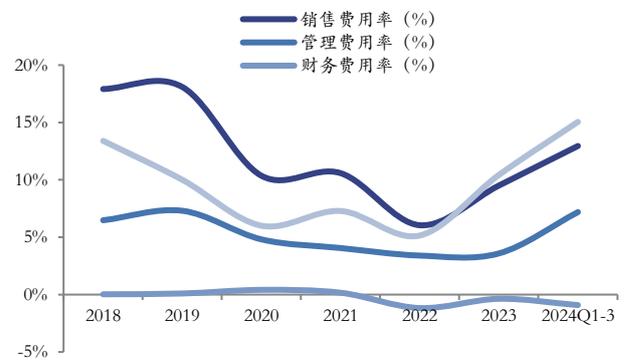
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

毛利率和净利率逐步恢复，盈利能力逐渐增强。利润率方面，2020 年受新冠影响，产品价格上升，且毛利较高的双水平肺病呼吸机销量增加，毛利率显著提升，2021 年随着疫情相关

型号产品毛利率下降，叠加公司为扩大经营规模加大推广力度单价有所下降、部分型号呼吸机单位成本也有所上升，公司毛利率回落至 43.24%，2022-2024 年前三季度随着公司持续降本增效，毛利率呈现上升趋势，2024 年前三季度公司销售毛利率为 51.20%，销售净利率为 21.18%，盈利能力逐步恢复。费用率方面，由于公司上市后销售推广及宣传费用增加、研发投入加大，公司三费均呈现上升趋势，其中 2022 主要是因营收快速上升，费用率显著下降，我们认为随着公司收入规模扩大，费用摊薄效应逐步凸显，未来费用率有望平稳下降。

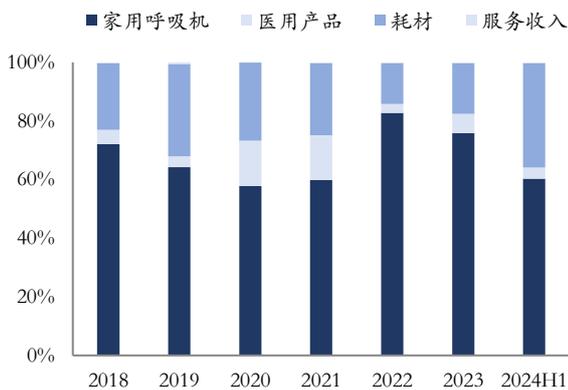
图6: 2018-2024 年前三季度公司净利率与毛利率情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

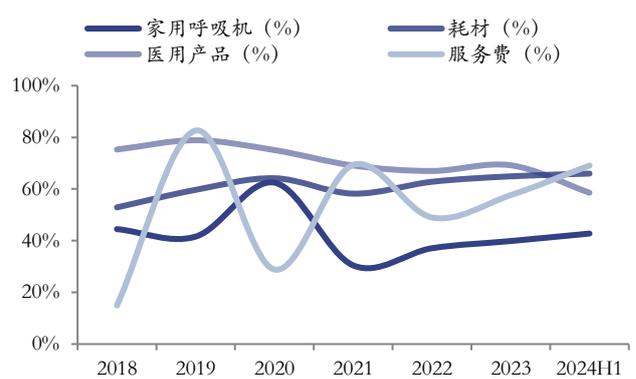
图7: 2018-2024 年前三季度公司各项费用率情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

分业务来看公司收入结构，公司营收主要由家用呼吸机、医用产品、耗材三部分构成，其中家用呼吸机产品为公司第一大收入来源，2018-2023 年收入占比均超过 55%，其中 2022 年由于家用呼吸机需求激增，收入占比达 82.75%。医用产品收入 2020-2021 年占比有较大提升，主要是因为公司 2020 年推出了高流量湿化氧疗仪、R 系列双水平无创呼吸机等产品，受疫情影响，需求显著增长，拉动医用产品收入占比提升。耗材业务在公司收入占比约为 20%-35%之间，我们认为随着公司呼吸机销售数量增多，配套使用的面罩等耗材销售收入有望持续增长，业务占比有望持续提升。由于耗材毛利率高于家用呼吸机，我们认为随着公司业务结构调整，销售毛利率有望提升。

图8: 2018-2024H1 公司收入结构 (分业务)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图9: 2018-2024H1 公司各业务毛利率变化情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从收入区域分布来看，境外市场是公司的主要收入来源。由于欧美发达国家市场为代表的境外市场商业保险较为成熟，可覆盖使用家用呼吸机所产生的费用，因此境外用户对家用呼吸机等产品有更好的使用习惯，境外家用呼吸机市场规模较境内市场规模更大，自公司创立以来，销售策略倾向于境外市场，2018 年-2024 年上半年境外市场收入占比基本维持在 60%（2020 年境外收入占比仅为 45.19%，主要是因为新冠期间通过境内进出口贸易商销往境外的产品销售收入纳入境内收入核算）。近年来，公司加大自主品牌推广，致力于改善区域收入结构，提升国内收入占比，我们认为未来随着社会对慢病认知度、诊断率逐步提高，国内市场收入存在较大提升空间，此外，由于国内业务毛利率较高，随着收入结构调整，公司

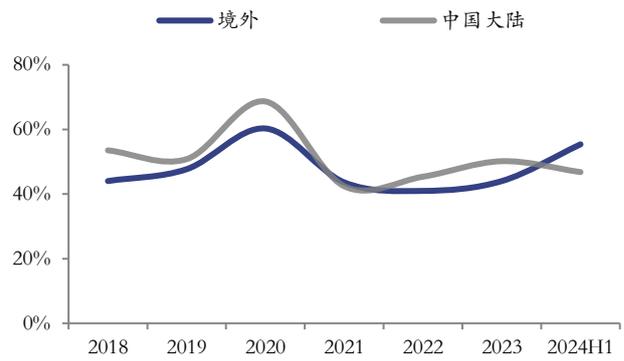
销售毛利率有望呈现上升趋势。

图10: 2018-2024H1 公司收入结构 (分区域)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图11: 2018-2024H1 公司各区域毛利率变化情况



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、海外呼吸机市场前景广阔，巨头退出，竞争格局有望重塑

2.1 全球家用呼吸机市场持续增长，竞争格局迎来新变化

OSA 与 COPD 等慢性呼吸系统疾病的发病率增加，带动呼吸机市场需求。由于吸烟、空气污染以及职业性灰尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势，呼吸系统疾病发病率不断提升，成为我国仅次于心血管与糖尿病的第三大慢性病，其中以慢性阻塞性肺疾病（chronic obstructive pulmonary disease, COPD）和阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征（Obstructive Sleep Apnea Hypopnea Syndrome, OSA）最为常见较为典型。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年全球 COPD 患病人数达到 4.7 亿人、OSA 患病人数（30-69 岁）已达 10.7 亿人（根据 2012 年美国睡眠协会判断标准），预计 2025 年将分别增至 5.3 亿人、11.6 亿人。而家用无创呼吸机作为睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）、慢性阻塞性肺疾病（COPD）治疗首选，需求有望随着患病群体数量增加不断上升。

图12: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数



图13: 2016-2025E 全球 OSA（30-69 岁）患病人数

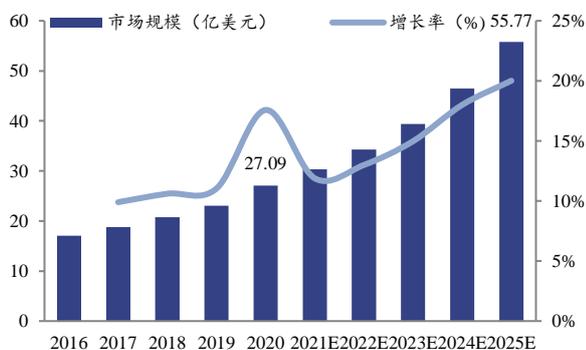


资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

全球呼吸机市场需求持续增长，2025 年有望达 55.77 亿美元。根据弗若斯特沙利文数据，2016 年全球家用无创呼吸机市场规模约为 17.07 亿美元，随着以 COPD 和 OSA 为主的睡眠健康领域相关疾病患者人数持续增长，全球对家用无创呼吸机的需求也逐年增长，2020 年全球家用无创呼吸机市场达到约 27.09 亿美元，年复合增长率达 12.2%，预计 2025 年全球家用无创呼吸机市场规模将达到 55.77 亿美元（CAGR5=15.5%）。此外，呼吸机的使用需要配套通气面罩形成闭合系统，面罩直接与人面部接触，通过管路来连接到呼吸机，经过呼吸机主机加压过的空气经由管路进入面罩，再进入鼻腔或口腔，呼吸机需求的提升带来面罩需求增加，弗若斯特沙利文数据预计到 2025 年，全球通气面罩市场规模将增长至 28.99 亿美元（CAGR5=12.4%）。

图14: 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

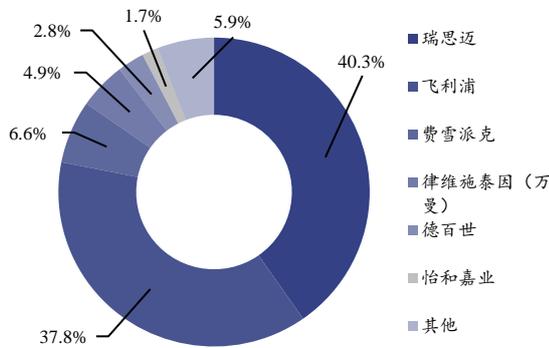
图15: 2016-2025E 年全球通气面罩市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

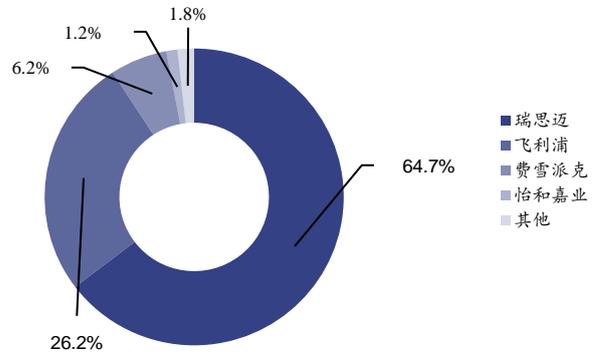
从市场格局来看，全球家用无创呼吸机市场的竞争格局分布非常集中。2020年，瑞思迈和飞利浦销售额分别为10.9亿美元、10.2亿美元，合计占据约80%的市场份额，远远领先于其他厂商，位列第三到第六的费雪派克、律维施泰因（万曼）、德百世和怡和嘉业市占率均为个位数。

图16: 全球家用无创呼吸机市场格局 (2020年, 销售额)



资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 怡和嘉业招股说明书, 信达证券研发中心

图17: 全球家用无创呼吸机通气面罩市场格局 (2020年, 销售额)



资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 怡和嘉业招股说明书, 信达证券研发中心

随着飞利浦因质量问题，召回事件频发，呼吸机市场竞争格局逐步发生变化，根据弗若斯特沙利文数据，怡和嘉业按销售量口径统计的家用无创呼吸机全球市占率由2020年的4.50%提升至2022年的17.70%，全球行业排名由第四升至第二。2024年1月，飞利浦宣布在美国市场停止销售呼吸机业务线的重要产品、制氧机及睡眠诊断产品，专注于耗材配件的销售，2024年2月美敦力也宣布退出呼吸机产品线。我们认为随着跨国医疗器械巨头飞利浦退出，全球呼吸机业务市场竞争格局迎来重塑契机，怡和嘉业有机会凭借过硬的产品与技术获得国外市场认可，进一步提升全球市占率。

图18: 飞利浦召回事件



资料来源: 格隆汇, 器械之家, 人民日报, 医疗器械经销商联盟, 广东省医疗器械行业协会, 健康时报, 智通财经, 信达证券研发中心

2.2 深耕欧美主流医保市场，境外呼吸机增长潜力可期

目前公司的产品在主要出口地区均纳入医保覆盖范围。在主流医保市场，当公司产品具备所需的医疗器械资质、且完成进入当地流通备案后则可被医保覆盖，目前公司的呼吸机与通气面罩在美国、法国、意大利等国家均纳入医保目录，由于呼吸机产品目前在治疗睡眠呼吸暂停和呼吸功能不全症等方面仍是临床上较为有效的治疗方式，因此只要所销售国家或地区公共医疗保障体系与政策不发生重大变化，公司相关产品被调出医保目录的风险相对较低。

表2: 怡和嘉业在主要出口地区进入医保目录情况（截止至 2022 年 3 月 31 日）

国家或地区	进入医保的具体产品	报销比例	招标政策	产品进入医保目录流程
美国	呼吸机与通气面罩	保险机构对医疗服务提供商的整体服务方案进行付费，比如单水平睡眠呼吸机为 40 美元/月，双水平睡眠呼吸机的报销额为 100 美元/月，报销时长最多为 13 个月；视患者参保的保险机构与医保方案的不同，患者可能免费获得产品或就产品支付不同额度的费用	经销商或医疗服务机构采购公司产品不涉及招投标程序	由公司、经销商 3B 公司（现为 RH）取得产品 FDA 认证，3B 公司注册产品医疗体系通用编码（HCPCS）即可纳入医保报销系统，无需每年重新注册；3B 公司为公司的重要经销商，双方合作稳定，具有可持续性
法国	呼吸机与通气面罩	医保系对患者的医疗服务费进行报销，不针对具体的产品进行报销，患者通常不用为产品另外付费，报销比例为 100%	经销商或医疗服务机构采购公司产品不涉及招投标程序	公司产品取得 CE 认证即可销售，并可为医保覆盖，无需进行其他认证
意大利	呼吸机与通气面罩	医保系对患者的医疗服务费进行报销，不针对具体的产品进行报销，患者通常不用为产品另外付费，报销比例为 100%	经销商或医疗服务机构采购公司产品不涉及招投标程序	公司产品取得 CE 认证，且完成意大利卫生部备案后即可在意大利销售，并可为医保覆盖，无需进行其他认证
西班牙	呼吸机与通气面罩	医保系对患者的医疗服务费进行报销，不针对具体的产品进行报销，患者通常不用为产品另外付费，报销比例为 100%	经销商或医疗服务机构采购公司产品不涉及招投标程序	公司产品取得 CE 认证，且完成在西班牙药品和医疗器械管理局备案即可销售，并可为医保覆盖，无需进行其他认证
土耳其	呼吸机与通气面罩	医保系按产品给予患者定额报销，比如单水平睡眠呼吸机的报销额在 650 里拉至 1300 里拉之间，双水平睡眠呼吸机的报销额在 2050 里拉至 4800 里拉之间	经销商或医疗服务机构采购公司产品不涉及招投标程序	公司提供产品的 CE 认证及符合性声明，完成土耳其卫生部备案后即可在土耳其销售产品，并可为医保覆盖，无需进行其他认证

资料来源：怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

2.3 公司产品矩阵完备，持续迭代升级增强竞争力

在硬件端：①就呼吸机产品来看，公司核心产品无创呼吸机型号众多，可满足各类用户需求，此外，公司无创呼吸机自 2007 年推出后，围绕功能性、舒适性、易用性持续进行迭代升级，在功能和性能不断增强的同时，体积和重量不断减小，人机交互不断完善，为用户提供更好的使用感，增强公司产品竞争力。

表3: 怡和嘉业呼吸机主要产品及优势

产品代型	产品概况	最早上市时间	产品图片
G1	<ol style="list-style-type: none"> 1. 实时监测潮气量、呼吸频率、分钟通气量和漏气量 2. 实时检测呼吸暂停、低通气、打鼾以及气流受限等呼吸事件 3. 自动调节输出压力，保持所需的较低治疗压力，提高患者顺应性 4. 配备加湿器，提高患者舒适度 	2007	
G2	<p>较 G1 区别：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 可选配外部无线模块 2. 加湿器水罐加热方式提高患者舒适度 3. 支持血氧监测 4. 增加了温湿度传感器 5. 支持 LCD 液晶彩色显示屏 	2014	
G2S	<p>在主要部件及性能方面基本与 G2 保持一致，主要区别为：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 主机和加湿器一体化设计 2. 抽屉式水箱，更便于装水和清洁 3. 加热板一体化加湿器，提高容量和舒适度 4. 按钮操作面板，更加清晰的用户界面 	2018	

G3	较 G2 区别： 1. 体积减小 39%，重量下降 32% 2. 内置无线模块 3. 支持加热管路 4. 全新的交互界面 5. 支持搭配指夹式、指套式、缠绕式血氧组件 6. 倾斜的设计，提升人机交互	2019	
Mini	1. 迷你型呼吸机，体积小巧，外形美观 2. 触摸按键，环形灯带反馈，全新的交互体验 3. 极简风格的无屏操作 4. 专属手机 APP 控制软件，可进行参数调整，查看数据，并进行呼吸机固件升级 5. 底部防滑阻尼设计 6. 调压灵敏度升级适配不同敏感度人群	2020	

资料来源：怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

②就配套耗材来看，公司呼吸机相关耗材主要包括面罩和呼吸管路，其中呼吸面罩主要包含全脸面罩、鼻面罩、鼻垫式面罩，可以满足当前家用呼吸机主流市场使用需求。随着公司存量呼吸机不断增多，耗材业务随着增长，近几年占公司营业收入的比重在 20%-35%左右，是当前公司第二大收入来源。

表4: 怡和嘉业耗材主要产品

产品类别	产品简介与功能	用途	产品图片
全脸面罩	包裹口鼻，可选择前额支撑、多功能孔、排气孔、防窒息孔等设计，此外，平台式设计可满足不同治疗需求	用于为成年使用者提供持续正压通气和双水平正压通气用的界面连接装置	
鼻面罩	包裹鼻部，可选择前额支撑设计、按扣式头带支架、多排气孔，佩戴者视野比较开阔	用于为成年使用者提供持续正压通气和双水平正压通气用的界面连接装置	
鼻垫式面罩	仅鼻垫，采用人体工学设计，结构较为轻盈	用于为成年使用者提供持续正压通气和双水平正压通气用的界面连接装置	
呼吸管路	管路柔软内壁平滑，气阻小，满足绝大多数应用场景	供单一患者使用，与可适配的面罩型无创呼吸机或正压通气治疗机配合使用，提供供气通道，其中带有加热丝的管路可防止产生冷凝水	

资料来源：怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

就软件端布局来看，2023 年公司成立的法国数据型子公司有效解决了欧洲医保报销、欧洲个人隐私保护法合规问题，更好地开拓了欧洲市场。同时，公司不断完善云平台，天津觉明子公司专注于呼吸健康慢性管理服务，为代理商提供全面售后支持。

2.4 公司搭建完善的销售网络，本地化布局扎根海外市场

公司已在全球市场搭建完善的分销网络。目前，BMC 作为公司在国际市场的主打品牌已在美国、俄罗斯、欧盟、澳大利亚、新加坡、日本等近 60 个国家完成商标注册，并在全球 80 余国家或地区进行广泛申请。公司在境外市场主要采用了买断式经销模式，通过传统渠道以报关出口方式向海外经销商分销产品，再由海外经销商销售给终端客户，2023 年公司启动海外本土化，在法国等地逐步建立子公司，提升海外市场的服务支撑能力，更好的挖掘海外市场，2023 年公司境外收入占比达到 65%，海外业务成为公司收入的主要来源，我们认为随着公司海外布局逐步深入，海外业务收入有望快速增长。

联手 RH (原 3B) 深耕美国市场，独家合作，关系稳固。2010 年 8 月，公司和 3B 展开合作，3B 公司作为美国本土品牌，从事消毒宝和便携式制氧机等业务，通过 3B 公司在美国市场的

销售渠道,有望快速把公司的呼吸机产品导入美国市场,提升公司在美国市场的产品知名度,有助于公司产品在美国市场持续放量。2021年,公司与3B交易营收已接近2亿元。在飞利浦呼吸机召回期间,3B(其以“React Health”的名义从事经营活动,以下简称RH)和公司携手,快速抢占呼吸机市场份额,2022年公司与RH交易额达8.72亿元,创历史新高。

表5: 怡和嘉业近年公司与3B(RH)交易营收占比情况

项目	2021年度	2022年度	2023年度
销售金额(万元)	17674.69	87235.69	41459.91
占公司营业收入比例	26.68%	61.63%	36.94%

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

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》。本次重新签署协议有利于公司北美市场的布局与开拓,提高公司营收,相较于之前的经销协议,本次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,区域和品类进一步增强了两家合作的粘性。未来,公司也将持续加大在医生端、DME端的营销投入,比如每个月会在睡眠监测机构免费发放一定数量的面罩,提升品牌影响力和用户认知,进一步巩固市场份额,同时公司不断细化对渠道服务的颗粒度,积极参与到销售关键环节中,帮助代理商做好售后服务,以服务质量增强客户粘性。

表6: 怡和嘉业与3B(RH)《独家经销协议》情况

项目	经销协议情况	变化	补充备注
独家经销期限	2024.8.1(协议生效日)起5年	之前协议为3年	/
独家经销区域	美国及其海外属地、加拿大	加拿大区域为新增市场	RH将向公司提供50000美元,用于完成销售协议内所涉产品所需的注册手续。加拿大呼吸机市场每年大概新增15万台。根据目前情况预计,1年左右可以完成相关注册手续。
独家经销产品	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	肺病机(双水平气道正压通气治疗设备-STBPAP)为新增产品	肺病机市场空间占美国整体呼吸机市场的5%左右,该产品的毛利率相对较高
采购形式	如需购买协议内经销产品,RH应在采购订单规定的请求发货日期前至少45天内以书面形式下达采购订单	基本无实质变化	/
定价标准	由于定价、制造情况和市场条件可能随时间而变化,双方同意在本协议期限内根据需要对产品定价进行审查和讨论	基本无实质变化	/
采购数量	双方同意召开会议并协商确定RH在日历年度内完成协议内所涉产品的销售目标。睡眠呼吸障碍(SDB)治疗设备、双水平气道正压通气(STBPAP)治疗设备与耗材应单独计算	基本无实质变化	/

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

根据联合国统计数据,2021年全球30-69岁人数约有35.96亿人,弗若斯特沙利文分析预测2021年患有OSA人数约为10.83亿人,患病率高达30%,参考全球患病率,我们假设欧洲和美国市场OSA(30-69岁)患病率为30%,对应患者人数分别为0.52亿人、1.22亿人,由于美国市场为医保全覆盖,OSA诊断率约为20%,呼吸机渗透率较高,假设未来提升到25%,欧洲市场因各国医保覆盖程度有差异,我们预计渗透率略低于美国,假设为15%,按照公司招股说明书披露2019-2021年呼吸机和面罩的销售均价分别为1330元和96.56元测算,得到公司在欧美市场的空间约为16-52亿元。

注:①假设呼吸机每5年需要更新一次,通用面罩约3个月更换一次。②在全球呼吸机和面罩市场,公司2020年市占率分别为1.7%和1.2%(按照销售额口径)。③销售额市占率为38%的飞利浦在2024年退出美国呼吸机市场,我们预计公司在美国市场市占率提升速度快于欧洲市场。

表7: 怡和嘉业海外家用呼吸机市场空间测算

市场	30-69岁人口 (亿人)	OSA患病率	OSA患者数量 (亿人)	家用呼吸机 渗透率	每年需求	公司市占率 (销售量)	单价 (元)	销售收入 (亿元)
美国市场	1.73	30%	0.52	25%	呼吸机(万台)	15%	1330	5.17
					259.38	25%		8.62
						35%		12.07
					面罩(万个)	5%	96.56	2.50
					5187.66	15%		7.51
						25%		12.52
欧洲市场	4.06	30%	1.22	15%	呼吸机(万台)	10%	1330	4.86
					365.45	15%		7.29
						20%		9.72
					面罩(万个)	5%	96.56	3.53
					7309.08	15%		10.59
						25%		17.64
欧美市场空间							下限	16.07
							中位值	34.02
							上限	51.96

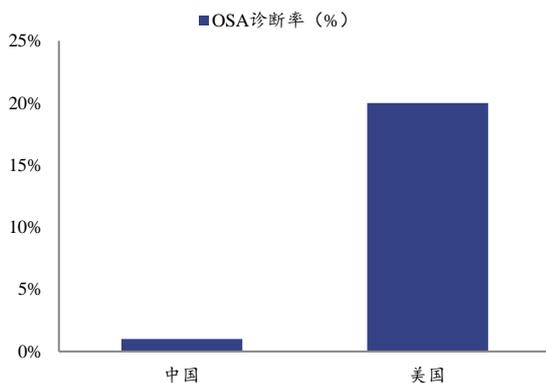
资料来源: Population Pyramid, 公司公告, 公司招股说明书, 信达证券研发中心

三、国内呼吸机渗透率持续提升，加强品牌建设，夯实龙头地位

3.1 国内呼吸机市场渗透率较低，有望持续提升

OSA 和 COPD 治疗需求释放，有望带动家用呼吸机渗透率提升。根据弗若斯特沙利文分析，2019 年中国 30-69 岁 OSA 患病人数 1.92 亿人，预计到 2025 年将增至 2.09 亿人。但由于民众对 OSA 认知重视程度低，诊断率偏低，根据中国睡眠研究会统计，中国 OSA 诊断治疗率不到 1%，远低于美国 20% 的诊断率，中国大量的 OSA 患者亟需有效诊治和精细化慢病管理。

图19: 中国与美国 OSA 诊断率对比



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

图20: 2016-2025E 中国 OSA 患病人数



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

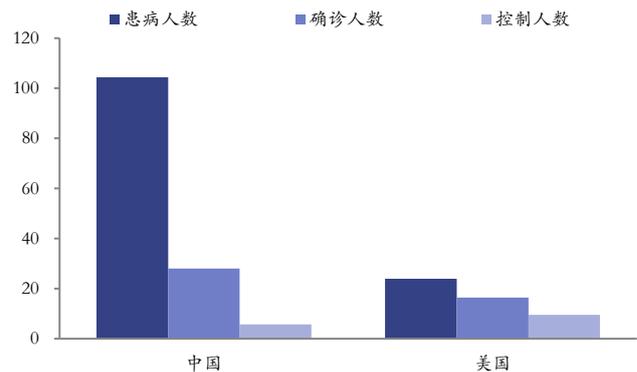
2020 年中国 COPD 患病人数高达 1.05 亿人左右，由于吸烟、空气污染等风险因素的增加和人口老龄化，未来慢性阻塞性肺疾病的患病人数预计将持续增加，弗若斯特沙利文分析预计到 2025 年 COPD 患病人数将达到 1.09 亿左右。然而因疾病认知程度不足，COPD 实际诊断率不足 26.8%，控制率也远低于美国，由于确诊率较低，国内因 COPD 导致的死亡人数接近百万，因此国内 COPD 治疗市场具有极大的发掘潜力。

图21: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

图22: 中国及美国 COPD 诊疗现状对比 单位：(百万人)

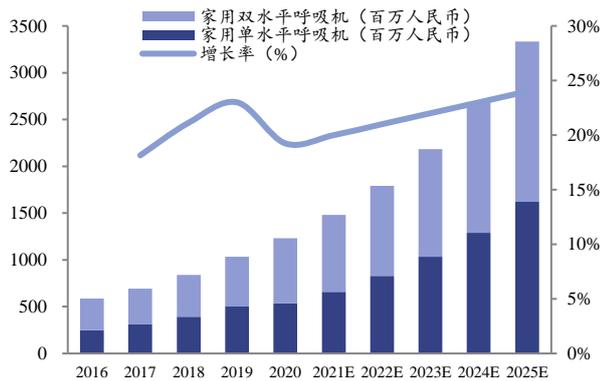


资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

中国家用呼吸机市场正逐步增长。虽然目前国内家用呼吸机市场仍处于渗透率较低，规模相对较小的状态，但一方面，近年来受人口老龄化趋势加剧等因素影响，国内慢性呼吸疾病患者日益增长，叠加疫情期间，患者对于呼吸机的使用认知进一步加深；另一方面，居民生活水平逐步提高、居民健康管理意识增强，有望推动呼吸机市场规模持续扩大，弗若斯特沙利文分析预测到 2025 年家用无创呼吸机市场规模将增长至约 33.3 亿元人民币，其中单水平市场规模约 16.2 亿元人民币，双水平市场规模约 17.1 亿元人民币。随着居民收入水平提升，家用无创呼吸机在国内不断普及，患者对于通气面罩的更换意识及支付意愿也将不断加

强，预计到 2025 年中国通气面罩市场规模将攀升至约 4.6 亿元人民币。

图23: 2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

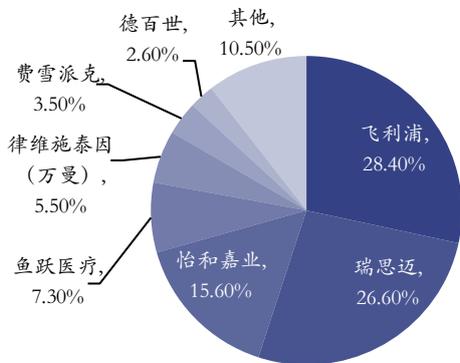
图24: 2016-2025E 中国通气面罩市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

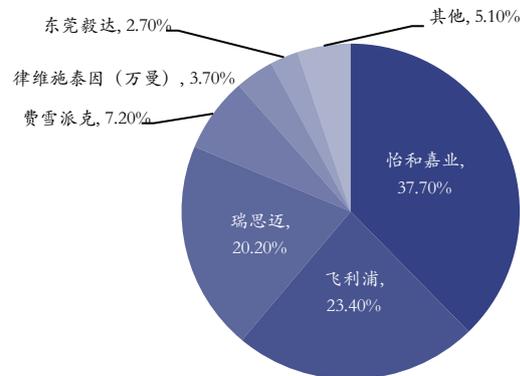
就竞争格局来看，国内呼吸机市场集中度低于全球水平，国产替代空间较大。中国呼吸机市场的主要竞争者包括国内外知名品牌飞利浦、瑞思迈、怡和嘉业、鱼跃医疗、费雪派克、万曼等，2020 年飞利浦和瑞思迈在中国无创呼吸机市场合计占比超 50%（按销售额口径），在中国通气面罩市场合计占比超 40%（按销售额口径），进口产品在我国家用呼吸机市场占据主导地位，国产企业有较大替代进口的空间。从国产品牌竞争力来看，国产龙头怡和嘉业在家用无创呼吸机市场上占据 15.6% 的份额（按销售额口径），仅次于瑞思迈和飞利浦，在通气面罩市场占据 37.7% 的份额（按销售额口径），位列行业第一。我们认为随着中国市场家用呼吸机渗透率不断提升，国内头部企业有望依托高性价比的产品，通过本土市场推广优势，获得更大的市场份额，加快国内家用呼吸机市场的国产替代速度。

图25: 2020 年中国家用无创呼吸机市场份额（销售额）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

图26: 2020 年中国通气面罩市场份额（按销售额口径）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

3.2 公司产品性能比肩国际巨头，价格优势抢夺进口品牌市场

公司产品核心优势在于性价比较高。在性能方面，公司的主要产品与瑞思迈、费雪派克等国际品牌的核心性能参数差异不大，且在延时升压时间、面罩气流阻力等指标方面更具有优势。在售价方面，根据京东网站数据，公司家用无创呼吸机销售价格水平低于国内外竞争对手。我们认为在国内市场，由于家用呼吸机属于患者自费采购，无医保覆盖，因此性价比突出的产品更能快速被消费者接受，公司的家用呼吸机产品在保证使用性能媲美进口产品的情况下，拥有更具吸引力的价格，有望凭借高性价比优势抢夺进口品牌市场。

表8: 近年公司家用呼吸机及耗材产品情况

产品类型	项目	公司 (瑞迈特)	瑞思迈	费雪派克	鱼跃医疗	技术指标、核心参数、性能差异情况
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	ICON+单水平睡眠呼吸机系列	YH-680D YH-830B	/
	压力调节范围	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	单水平: 4-20 双水平: 4-30	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: 0-20	单水平、双水平: 0-45	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: 支持	单水平、双水平: 支持	无明显差异
	噪声	不大于 28 dBA	25 dBA (不确定度 2 dBA)	小于 29 dBA	小于 28 dBA	公司产品噪音较瑞思迈更高
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	/	YH-820	/
	压力调节范围	4-25/30	3-30	/	4-20	无明显差异
	延时关机 (管路烘干)	支持	支持	/	支持	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
	湿化器、加热管路	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与控制方法
全脸面罩	压力上升时间	支持	支持	/	支持	无明显差异
	代表性产品型号	五系全脸面罩	AirFit F20	Simplus	YF-02	/
	气流阻力	50L/min: 0.15 cmH2O 100L/min: 0.5 cmH2O	50L/min: 0.2 cmH2O 100L/min: 0.6 cmH2O	50L/min: 0.17±0.1 cmH2O 100L/min: 0.64±0.1 cmH2O	50L/min: ≤ 0.5 cmH2O 100L/min: ≤ 1.5 cmH2O	公司产品数值较小
	噪音	声功率: 28 dBA±3 dBA 声压: 20 dBA±3 dBA	声功率: 30 dBA±3 dBA 声压: 23 dBA±3 dBA	声功率: 28.8 dBA±2.5 dBA 声压: 17.8 dBA±2.5 dBA	声压: ≤ 30 dBA	无明显差异
鼻面罩	代表性产品型号	五系鼻面罩	AirFit N20	Eson (with Diffuser)	YN-03	/
	气流阻力	50L/min: 0.2 cmH2O 100L/min: 0.8 cmH2O	50L/min: 0.3 cmH2O 100L/min: 1.3 cmH2O	50L/min: 0.14±0.1 cmH2O 100L/min: 0.65±0.1 cmH2O	50L/min: ≤ 0.5 cmH2O 100L/min: ≤ 1.5 cmH2O	公司产品数值较小

鼻垫式面罩	噪音	声功率: 28 dBA±3 dBA 声压: 20 dBA±3 dBA	声功率: 24 dBA±3 dBA 声压: 15 dBA±3 dBA	声功率: 30 dBA±2.5 dBA 声压: 22 dBA±2.5 dBA	声压: ≤30 dBA	无明显差异
	代表性产品型号	P2	AirFit P10	Brevida (XS-S mask with Diffuser)	YP-01	/
	气流阻力	50L/min: 0.5 cmH2O 100L/min: 1.6 cmH2O	50L/min: 0.4 cmH2O 100L/min: 1.4 cmH2O	50L/min: 1.7 cmH2O±10% 100L/min: 6.3 cmH2O±11%	50L/min: ≤1 cmH2O 100L/min: ≤3.5 cmH2O	公司产品数值较小
	噪音	声功率: 26 dBA±3 dBA 声压: 18 dBA±3 dBA	声功率: 21 dBA±3 dBA 声压: 13 dBA±3 dBA	声功率: 25.4 dBA±2.5 dBA 声压: 17.5 dBA±2.5 dBA	声压: ≤30 dBA	无明显差异

资料来源: 怡和嘉业招股说明书, 信达证券研发中心

3.3 加强自主品牌建设, 提升知名度, 夯实龙头地位

瑞迈特作为公司在国内市场的主打品牌, 其相关商标已于 2014 年完成注册, 截至目前, 已获得近 20 个类别的商标权, 并在全国范围内设立门店 5000 余家, 已成为国内医疗器械行业无创呼吸机领域的重要品牌之一。

就线下渠道来看, 公司采取经销为主的销售模式, 经过十多年的长期积累, 已与经销商建立了良好的合作关系, 能够高效地进行市场拓展。我们认为公司通过与企业、医疗机构、经销商等渠道的合作, 推进渠道扁平化、拓展销售渠道, 产品的市场渗透率有望不断提升。

就线上渠道来看, 公司通过经销商布局抖音等新型兴趣电商, 同时加大天猫、京东等传统货架电商, 直达消费者, 拓展用户群体。

根据联合国统计数据, 2021 年全球 30-69 岁人数约有 35.96 亿人, 弗若斯特沙利文分析预测 2021 年患有 OSA 人数约为 10.83 亿人, 患病率高达 30%, 参考全球患病率, 我们假设中国 OSA (30-69 岁) 患病率为 30%, 对应患者人数分别为 2.42 亿人, 由于国内家用呼吸机需自费, 我们假设渗透率低于欧美市场, 约为 10%, 按照公司招股说明书披露 2019-2021 年呼吸机和面罩的销售均价分别为 1330 元和 96.56 元测算, 得到公司在中国市场的空间约为 50-82 亿元。

注: ①呼吸机假设每 5 年需要更新一次, 通用面罩约 3 个月更换一次。②在国内呼吸机和面罩市场, 公司 2020 年市占率分别为 16%和 38% (按销售额口径)。

表9: 怡和嘉业国内家用呼吸机市场空间测算

市场	30-69岁人口 (亿人)	OSA患病率	OSA患者数量 (亿人)	家用呼吸机渗透率	每年需求	公司市占率 (销售量)	单价 (元)	销售收入 (亿元)
中国市场	8.07	30%	2.42	10%	呼吸机 (万台)	20%	1330	12.88
					484.33	30%		19.32
						40%		25.77
					面罩 (万个)	40%	96.56	37.41
					9686.52	50%		46.77
						60%		56.12
国内市场空间							下限	50.30
							中位值	66.09
							上限	81.89

资料来源: Population Pyramid, 公司公告, 信达证券研发中心

四、并购打通供应链条，加码研发提升产品创新能力

4.1 “自产+外协”提升生产效率，并购上游保障供应链稳定

在生产方面，公司“自产+外协”提升，提升生产效率。由于公司产品涉及零配件较多，对于产品的组装、检验等核心生产环节，公司均自主进行，天津怡和、东莞怡和两个生产中心主要负责核心生产环节，而部分 PCBA 焊接、塑胶制品结构件的组装、电线电缆的拼装等辅助环节已形成完善的产业链，工艺较为成熟，采用了外协加工模式，提升公司生产效率。此外，为应对地缘政治风险，公司也在积极发展海外建厂事项，已成立的香港子公司将作为公司后续布局海外的一个关键发力点。

在供应链安全方面，公司收购或参股多个上游厂商完成产业链布局。2024 年，公司投资了上游供应商深圳市德达兴驱动科技有限公司，德达兴为公司主营产品核心部件的供应商，投资德达可以打通呼吸机产业链上游，夯实公司核心零部件供应的安全与稳定，提升公司核心竞争力；另一方面，在当前 AI、新能源汽车、机器人等领域发展势头正盛、微特电机应用越发广泛的背景下，德达兴公司在微特电机领域有很深的技术积累，市场前景广阔。

4.2 加码研发提升创新能力，产品迭代升级进军高端市场

搭建完善的研发体系，研发投入逐年增加。在研发方面，公司搭建了完善的研发体系，在研发中心设立了多个产品线研发团队，进行不同产品的自主研发工作。其中家用研发部主要负责家用无创呼吸机产品的研发，耗材研发部主要负责通气面罩、呼吸管路等耗材产品的研发，医用研发部主要负责睡眠监测仪、高流量湿化氧疗仪、R 系列双水平无创呼吸机等医用呼吸诊疗产品的研发工作，子公司西安叶尼塞负责风机控制系统软件与算法相关的研发，专业化分工提升公司研发创新能力。

图27: 怡和嘉业研发团队体系

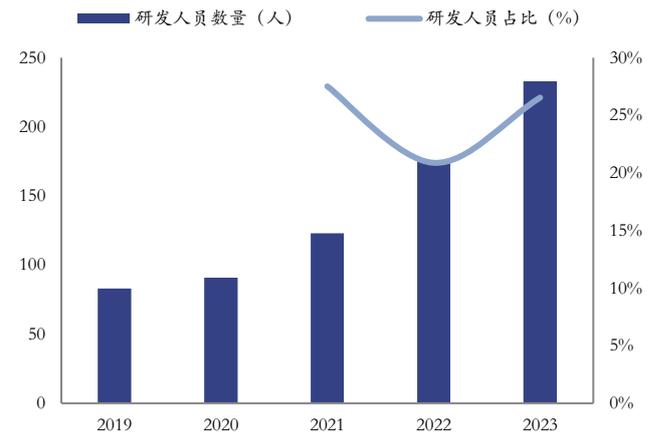


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在研发投入方面，多年来，公司持续加大研发投入，研发费用额和研发人数持续上升，研发费用率除 2020-2022 年期间以外，均保持在 10% 以上，其中 2020-2022 年主要是收入受疫情需求拉动快速上升，导致研发费用率较低。

图28: 2018-2023 公司研发投入及费用率


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

图29: 2019-2023 年公司研发人员数量与占比情况


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

产品专利不断增多, 配套品类逐步齐全, 为公司进入高端市场奠定基础。在持续的研发投入下, 公司掌握了呼吸机及配套产品的多项核心技术, 通过专利布局强化技术壁垒, 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司拥有 601 项国内专利和 161 项国际专利。此外, 公司还积极深入参与了国内外行业标准的制定, 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司共有五位标准化专家代表我国参与制定已发布的国际标准达 16 项, 彰显了公司在呼吸机领域的行业地位。

表10: 怡和嘉业专利情况 (截止至 2023 年)

地区	类型	数量
国内	国内发明专利	93 项
	国内实用新型专利	344 项
	国内外外观设计专利	100 项
	合计	537 项
国外	美国专利	23 项
	欧洲专利	20 项
	欧盟外观专利	16 项
	英国专利	12 项
	土耳其专利	11 项
	日本专利	8 项
	澳大利亚专利	6 项
	印度专利	14 项
	沙特阿拉伯专利	4 项
	合计	114 项
国内外	软件著作权	75 项
共计	\	726 项

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

就在研项目来看, 公司致力于研发高性价比产品, 围绕呼吸、睡眠解决方案, 进一步丰富产品布局。2024 年 1 月, 公司新产品 E5 系列呼吸机 (涉及 11 款机型) 已经取得国内注册证, 制氧机和雾化器也获得 CE 认证。未来公司通过不断丰富产品组合, 优化技术体系, 提升服务质量, 增强核心竞争力, 推动公司的持续发展。

表11: 怡和嘉业在研项目情况 (截止 2023 年 12 月 31 日)

项目名称	项目目的	项目进展	拟达目标	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, 新模式开发, 满足市场需求	已获得 CE 证书; 国内证书取证中	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; 部分设计开发阶段。	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	设计开发阶段	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	部分设计开发阶段、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、拓展制氧机领域产品线	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: 怡和嘉业 2023 年年报, 信达证券研发中心

五、业务拆分、估值与投资评级

5.1 业务拆分及盈利预测

我们基于对各业务未来发展的研究，假设：

(1) **家用呼吸机板块：**2024 年受美国市场去库存影响，订单减少，收入在高基数情况下有所下滑，随着去库结束，叠加飞利浦退出后市场格局重塑，公司家用呼吸机业务有望恢复稳定增长，我们预计该业务 2024-2026 年增速分别为-25.13%、27.98%、25.66%；

(2) **耗材板块：**随着公司存量呼吸机数量不断增多，呼吸机配套使用的通气面罩逐步增加，耗材业务收入逐步增加，保持快速增长，我们预计该业务 2024-2026 年增速分别为 20.00%、30.18%、26.09%；

(3) **医用产品板块：**随着疫情相关的需求褪去，2024 年高流量湿化氧疗仪、R 系列双水平无创呼吸机等收入在高基数影响下有所下滑，未来随着公司产品力提升，医用产品板块逐步放量，我们预计该业务 2024-2026 年增速分别为-32.32%、17.91%、17.83%；

(4) **其他业务板块：**我们预计该业务 2024-2026 年增速分别为 15%；

表12: 怡和嘉业分业务盈利预测假设 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	662.51	1415.37	1122.41	924.15	1182.47	1482.29
yoy	18.21%	113.64%	-20.70%	-17.66%	27.95%	25.36%
毛利率	43.25%	41.63%	46.15%	47.35%	47.33%	47.28%
业务拆分：						
家用呼吸机						
收入	397.06	1171.14	852.58	638.34	816.93	1026.58
yoy	22.51%	194.95%	-27.20%	-25.13%	27.98%	25.66%
毛利率	30.44%	37.09%	39.87%	40.00%	40.00%	40.00%
耗材						
收入	163.09	197.86	194.50	233.39	303.84	383.13
yoy	9.26%	21.32%	-1.70%	20.00%	30.18%	26.09%
毛利率	58.21%	62.80%	64.91%	63.00%	63.00%	63.00%
医用产品						
收入	100.94	43.74	72.32	48.95	57.71	68.00
yoy	16.18%	-56.67%	65.35%	-32.32%	17.91%	17.83%
毛利率	69.09%	66.98%	69.18%	68.00%	68.00%	68.00%
其他业务						
收入	1.42	2.62	3.01	3.46	3.98	4.58
yoy	545.45%	84.51%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	69.38%	48.98%	57.64%	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

根据以上假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 9.24、11.82、14.82 亿元，同比增速分别为-17.7%、28.0%、25.4%，归母净利润分别为 1.93、2.55、3.32 亿元，同比增速分别为-35.0%、32.2%、30.0%，对应当前股价 PE 分别为 32、25、19 倍。

表13: 怡和嘉业盈利预测结果 (百万元)

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,415	1,122	924	1,182	1,482
同比 (%)	113.6%	-20.7%	-17.7%	28.0%	25.4%
归属母公司净利润	380	297	193	255	332
同比 (%)	161.0%	-21.8%	-35.0%	32.2%	30.0%
毛利率 (%)	41.6%	46.1%	47.3%	47.3%	47.3%
ROE (%)	14.6%	10.7%	6.6%	8.3%	10.0%
EPS (摊薄) (元)	4.24	3.32	2.16	2.85	3.70
P/E	16.48	21.08	32.43	24.54	18.88
P/B	2.40	2.25	2.15	2.03	1.88

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 股价截止 2024 年 11 月 15 日)

4.2 估值与投资评级

我们选取家用医疗器械相关的美好医疗、三诺生物和乐心医疗作为怡和嘉业可比公司, 2024-2026 年行业可比公司平均 PE 估值为 39、30、23 倍。由于公司业务成长空间较大, 首次覆盖, 我们给予公司“买入”投资评级。

表14: 可比公司估值对比

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2024PE	2025PE	2026PE
			2024	2025	2026			
301363.SZ	美好医疗	123.79	3.90	4.91	6.15	32	25	20
300298.SZ	三诺生物	145.19	3.82	4.91	6.05	38	30	24
300562.SZ	乐心医疗	29.66	0.65	0.87	1.13	46	34	26
均值						39	30	23
301367.SZ	怡和嘉业	62.67	1.93	2.55	3.32	32	25	19

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 市值数据截止 2024 年 11 月 15 日, 怡和嘉业为信达证券研发中心预测, 其余为 ifind 一致预期)

六、风险因素

1、专利纠纷及知识产权风险

公司在呼吸机领域拥有较多的专利、商标等知识产权，随着公司近年来业务规模及产业链影响力的不断扩大，可能被竞争对手提出知识产权侵权，产生专利纠纷，一旦有关司法或行政等机关作出对公司不利的裁决或命令，公司可能会产生赔偿责任，且在相关国家或地区的业务活动可能会受到禁止或限制，从而对公司的品牌形象和经营造成不利影响。

2、美国市场恢复不及预期风险

受因疫情防控和治疗需要激增，叠加飞利浦退出美国市场影响竞争格局，公司业绩大幅上升。随着疫情相关需求回落，公司在美国市场的合作伙伴面临去库存影响，公司 2024 年上半年来自北美市场订单大幅减少，若未来 RH 拓展市场力度不强，导致所取得的市场份额不及预期，可能会导致公司在美国市场存在成长动力不足的风险。

3、经销商模式风险

公司的销售模式以经销为主，经销商数量众多、较为分散，随着公司业务不断扩大，经销商管理难度增大，若经销商在经营过程中存在违规行为，可能会导致公司品牌形象受损。此外，由于公司仅与部分经销商签订长期合作协议，和大部分经销商之间主要以合同或订单的形式开展交易，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、竞争进一步加剧导致价格下降风险

随着国民收入水平不断提升、健康意识逐渐增强，大家对睡眠健康与呼吸慢病相关产品需求不断提升，吸引新的竞争者不断涌入，一方面，国际大型品牌商加大大地化建设，另一方面国内品牌逐渐做大做强，并进入海外市场，行业竞争更加激烈，随着竞争加剧，产品价格存在下降风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	2,849	2,791	3,073	3,256	3,535	
货币资金	356	670	392	541	761	
应收票据	10	19	31	33	37	
应收账款	93	109	141	148	165	
预付账款	9	9	17	19	23	
存货	203	118	112	136	169	
其他	2,178	1,866	2,380	2,380	2,380	
非流动资产	78	128	293	307	318	
长期股权投资	0	13	157	172	187	
固定资产(合计)	27	35	39	42	42	
无形资产	8	6	7	8	8	
其他	42	73	89	85	80	
资产总计	2,927	2,919	3,366	3,563	3,853	
流动负债	289	112	434	449	500	
短期借款	0	0	30	30	30	
应付票据	0	0	34	38	39	
应付账款	103	40	74	74	95	
其他	186	73	296	307	336	
非流动负债	20	19	13	13	13	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	20	19	13	13	13	
负债合计	310	132	447	462	512	
少数股东权益	7	8	9	10	12	
归属母公司股东权益	2,610	2,779	2,911	3,092	3,329	
负债和股东权益	2,927	2,919	3,366	3,563	3,853	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,415	1,122	924	1,182	1,482	
同比(%)	113.6%	-20.7%	-17.7%	28.0%	25.4%	
归属母公司净利润	380	297	193	255	332	
同比(%)	161.0%	-21.8%	-35.0%	32.2%	30.0%	
毛利率(%)	41.6%	46.1%	47.3%	47.3%	47.3%	
ROE%	14.6%	10.7%	6.6%	8.3%	10.0%	
EPS(摊薄)(元)	4.24	3.32	2.16	2.85	3.70	
P/E	16.48	21.08	32.43	24.54	18.88	
P/B	2.40	2.25	2.15	2.03	1.88	
EV/EBITDA	33.02	23.88	27.44	19.40	14.54	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,415	1,122	924	1,182	1,482	
营业成本	826	605	487	623	782	
营业税金及附加	9	6	5	7	9	
销售费用	86	107	116	142	175	
管理费用	48	40	46	53	62	
研发费用	73	117	111	132	163	
财务费用	-17	-4	-19	-10	-14	
减值损失合计	0	-10	-1	-1	-1	
投资净收益	15	57	14	18	22	
其他	30	39	27	37	47	
营业利润	436	338	218	289	375	
营业外收支	-1	-4	0	0	0	
利润总额	435	334	218	289	375	
所得税	54	34	24	32	41	
净利润	381	300	194	257	334	
少数股东损益	1	2	1	1	2	
归属母公司净利润	380	297	193	255	332	
EBITDA	415	299	216	298	382	
EPS(当年)(元)	7.51	4.65	2.16	2.85	3.70	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金	375	151	478	240	326	
净利润	381	300	194	257	334	
折旧摊销	11	23	16	19	22	
财务费用	-12	2	1	2	2	
投资损失	-15	-57	-14	-18	-22	
营运资金变动	9	-131	279	-22	-10	
其它	1	14	1	2	2	
投资活动现金流	-1,876	302	-717	-15	-9	
资本支出	-24	-24	-17	-18	-17	
长期投资	-1,869	268	-695	-15	-15	
其他	17	57	-5	18	22	
筹资活动现金流	1,735	-140	-42	-77	-97	
吸收投资	1,764	0	0	0	0	
借款	0	0	30	0	0	
支付利息或股息	0	-130	-65	-77	-97	
现金流净增加额	242	313	-278	148	220	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券，主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。