

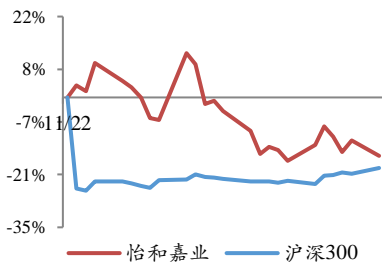
国产家用呼吸机龙头，志在全球市场

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-12-05

收盘价(元)	243.90
近12个月最高/最低(元)	325.00/ 239.83
总股本(百万股)	64
流通股本(百万股)	15
流通股比例(%)	23.71
总市值(亿元)	156
流通市值(亿元)	37

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 家用呼吸机设备及耗材市场发展前景好，进入壁垒高，市场集中度高

根据弗若斯特沙里文，以 COPD 和 OSA 为代表的呼吸健康疾病患者数量持续增长，预计 2019 年全球 COPD 患者人群达到 4.6 亿人，OSA 患者人群约 10 亿人，患者基数也仍在以复合增速 2-3% 增长。临床上除了药物治疗外，无创呼吸机治疗是 COPD 和 OSA 患者重要的非药物治疗方式，甚至是首选和初选的治疗方式。预计 2025 年全球无创呼吸机市场规模有望达到 55.8 亿美元，2020 年到 2025 年 CAGR 约 15.5%，而且瑞思迈和飞利浦合计占据了约 80% 的市场份额。通气面罩与呼吸机相配套，随使用频次、使用习惯而更换，质量好坏影响治疗效果，预计全球通气面罩市场规模将攀升至 29.0 亿美元，2020 年到 2025 年 CAGR 约 12.4%，其中瑞思迈和飞利浦占据了约 90% 的市场份额。市场较高的集中度，也是行业进入壁垒较高的一个佐证，如对高级呼吸事件的探测、呼吸气流分析及事件判断、湿化控制、高速风机控制、电磁兼容性设计及可用性设计等方面均需要有丰富的技术储备。

● 公司品牌价值初具，市场占有率有数倍提升空间

公司自创立以来销售倾向于更成熟的境外市场，参与全球市场竞争，产品获得 NMPA、FDA、CE 认证，出口至超过 100 个国家和地区。因此公司是国内最早布局海外市场，是第一家也是唯一一家无创呼吸机产品通过美国 FDA 认证的国内制造商，同时也是唯一一家进入德国医保名录的国内制造商，在中国家用呼吸机出口市场占据主导地位，也是国内市场的重要玩家。根据沙利文的统计，按 2020 年家用无创呼吸机、通气面罩销售额计，公司在中国的市场份额分别位居全行业第三（15.6%）、第一（37.7%），在全部国产品牌中均排名第一。公司凭借质量优良、高性价比的产品、丰富的产品系列逐渐提升国际市场份额，我们预计 2024 年公司的家用呼吸机全球市场占有率将提升至 6.20%（2020 年占有率约 1.7%），通气面罩全球市场占有率将提升至 3.25%（2020 年占有率约 1.2%）。

● 公司产品组合多样，研发实力突出，新产品不断升级，护城河持续加固

公司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，各产品之间存在着明显的协同效应，满足患者全周期、多场景、系统化的健康需求。同时，公司不断加强研发投入，一方面为新产品围绕功能性、舒适性、易用性的迭代升级，如在研产品包括新一代无创呼吸机 G5、

新一代高流量湿化氧疗仪、R2 系列双水平无创呼吸机等，另一方面也积累技术为制氧机与雾化器等新领域拓展打下基础。公司实际控制人技术背景出身，研发部门设置于北京、天津、西安、深圳等地，周围研发创新人才活跃，有利于公司招聘优质研发人员，帮助公司提升产品核心技术。截至 2021 年底，公司拥有 388 项国内专利，27 项国际专利以及 55 项软件著作权，专利网的布局也有利于公司顺利拓展海外市场。

● 投资建议

我们预计 2022-2024 收入有望分别实现 14.60 亿元、20.50 亿元和 26.25 亿元，同比增速分别约 120.4%、40.4%和 28.1%，2022-2024 年归母净利润分别实现 3.67 亿元、5.53 亿元和 7.15 亿元，同比增速分别约 152.2%、50.6%和 29.2%。2022-2024 年对应的 EPS 分别为 5.74 元、8.65 元和 11.17 元，对应的 PE 分别为 43 倍、29 倍和 22 倍。考虑到呼吸机治疗在以 COPD 和 OSA 为主的呼吸睡眠疾病领域的广泛应用空间以及公司作为中国品牌出海全球市场的潜力和性价比优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

竞争对手快速返回市场风险。

知识产权风险。

新冠疫情带来的短期业绩大幅上升，不可持续的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	663	1460	2050	2625
收入同比 (%)	18.2%	120.4%	40.4%	28.1%
归属母公司净利润	146	367	553	715
净利润同比 (%)	-36.1%	152.2%	50.6%	29.2%
毛利率 (%)	43.2%	39.9%	40.7%	41.4%
ROE (%)	29.7%	14.2%	17.6%	18.5%
每股收益 (元)	3.04	5.74	8.65	11.17
P/E	39.47	43.03	28.57	22.11
P/B	11.72	6.09	5.02	4.09
EV/EBITDA	33.79	31.59	20.39	14.82

资料来源: iFind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司是国内呼吸健康领域龙头，全球排名前列	6
1.1 打造呼吸健康整体方案，国产品牌地位领先	6
1.2 公司实际控制人为庄志与许坚，高管团队经验丰富	9
1.3 经销主导，销售境外倾斜，费用率接近行业平均水平	11
2 呼吸睡眠市场待释放，竞争格局分布集中	12
2.1 患者基数大，呼吸机、睡眠监测仪为治疗、诊断首选	12
2.2 家用无创呼吸机市场规模大，龙头召回事件影响竞争格局	14
2.3 通气面罩市场规模逐步攀升，竞争格局分布集中	16
2.4 TO C 商业模式优，远离集采，产品技术壁垒高	18
3 公司产品布局完善，市场进入能力优	19
3.1 产品组合协同互补，拥有较强的创新能力	19
3.2 产品性能卓越，部分指标优于进口品牌	20
3.3 国产品牌市场领先，国内主要出口厂商	22
4 募投项目：巩固研发，扩展营销	24
5 公司盈利预测与估值：品牌价值日益增加，需求空间广阔，首次覆盖	24
5.1 公司盈利预测与估值对比	24
5.2 公司投资建议	27
风险提示：	28
财务报表与盈利预测	29

图表目录

图表 1 怡和嘉业发展历程	6
图表 2 公司“三横、两纵”战略布局	7
图表 3 2019-2021 年营业收入及其增速 (万元)	7
图表 4 2019-2021 年主营业务收入按产品划分 (万元)	7
图表 5 2019-2021 年扣非归母净利润及其增速 (万元)	8
图表 6 2019-2021 年公司 ROE 和 ROIC 情况 (%)	8
图表 7 2018-2021 年公司毛利 (万元) 和毛利率情况 (%)	9
图表 8 2018-2021 年公司不同产品的毛利率水平	9
图表 9 公司多款在研升级产品 (截止 2021 年末)	9
图表 10 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)	10
图表 11 公司高管团队	11
图表 12 2019-2021 年公司收入分销售模式结构 (万元)	11
图表 13 2019-2021 年经销模式下不同品牌收入结构 (万元)	11
图表 14 2018-2021 年公司期间费用率情况 (%)	12
图表 15 2019-2021 年主营业务收入按区域划分 (万元)	12
图表 16 全球及中国 COPD 患者数量 (百万人)	13
图表 17 全球及中国 30-69 岁人群 OSA 患者数量 (百万人)	13
图表 18 中国及美国 COPD 诊疗现状对比 (百万人)	13
图表 19 中国及美国 OSA 诊断率对比对比 (百万人)	13
图表 20 COPD、OSA 诊断治疗策略	14
图表 21 家用无创呼吸机分类及用途	14
图表 22 单、双水平呼吸机在原理及用途上的区别	14
图表 23 家用无创呼吸机市场规模及预测 (百万元)	15
图表 24 2020 年全球家用无创呼吸机竞争格局	15
图表 25 2020 年国内家用无创呼吸机竞争格局	15
图表 26 通气面罩的类别与功能	16
图表 27 呼吸机用通气面罩耗材市场规模及预测 (百万元)	17
图表 28 2020 年全球通气面罩竞争格局	17
图表 29 2020 年中国通气面罩市场竞争格局	17
图表 30 中国国内 C 端家用呼吸机市场规模测算	18
图表 31 行业技术、市场壁垒	19
图表 32 全周期、多场景的治疗服务整体解决方案	19
图表 33 公司参与制定的部分国际、国内标准	19
图表 34 呼吸睡眠设备及耗材技术平台	20
图表 35 公司主要家用无创呼吸机产品在技术指标、核心参数、性能等方面的对比	21
图表 36 公司医用产品相对家用产品在技术路线、核心技术参数、操作方式、使用寿命等方面的情况	21
图表 37 公司主要通气面罩、医用呼吸诊疗产品在技术指标、核心参数、性能等方面的对比	22
图表 38 升级拓展的新产品与新领域	22
图表 39 2020 年中国相关市场 (百万元)	23
图表 40 2020 年中国家用无创呼吸机出口份额 (百万元)、	23
图表 41 境内外收入拆分 (万元) 及境外占比	23

图表 42 境外地区收入构成 (万元) 及占比.....	23
图表 43 怡和嘉业募投项目计划.....	24
图表 44 公司收入拆分及预测	25
图表 45 可比公司估值情况	27

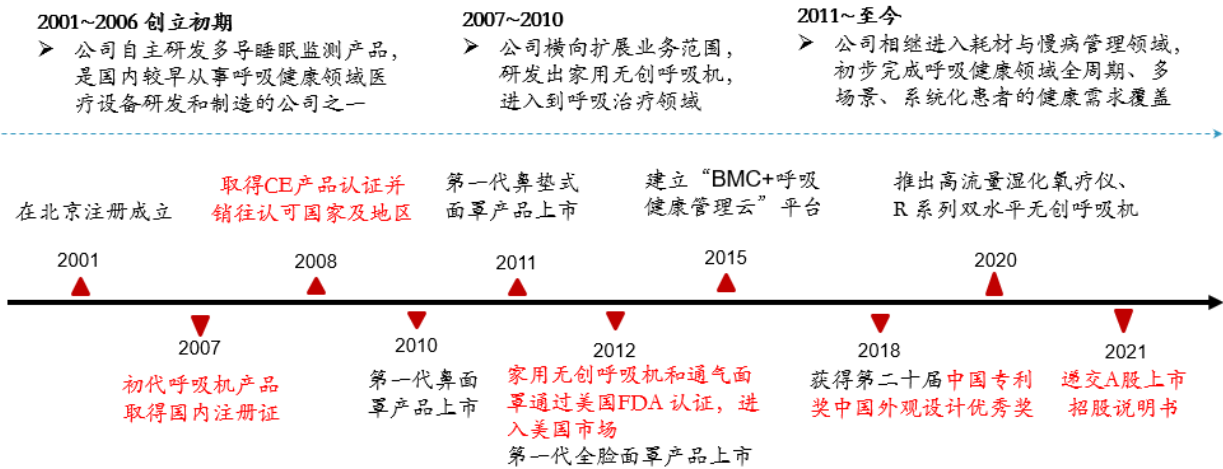
1 公司是国内呼吸健康领域龙头，全球排名前列

1.1 打造呼吸健康整体方案，国产品牌地位领先

怡和嘉业是一家主营呼吸健康领域医疗设备与耗材产品制造的高新技术企业，旨在为全球用户提供睡眠呼吸障碍、慢性呼吸系统疾病的整体服务方案，致力于成为全球呼吸健康管理的首选平台。公司集自主研发、生产、销售及相关服务于一体，经过 20 年不懈努力，已成为中国无创呼吸机领域产品和服务的领导者之一。公司呼吸机产品获天津市科学技术委员会“天津市重点新产品”并入选国家科技部“创新医疗器械产品目录”。2021 年公司获得工业和信息化部“专精特新‘小巨人’”荣誉称号。公司取得多项 NMPA、FDA、CE 认证，产品遍布全球余个国家和地区，在国际市场排名前列。

历史沿革：公司发展至今经历了三个阶段：（1）2001-2006 年，公司创立初期自主研发多导睡眠监测产品，是国内较早从事呼吸健康领域医疗设备研发和制造的公司之一。（2）2007-2010 年，公司公司横向扩展业务范围，研发出家用无创呼吸机，进入到呼吸治疗领域。2008 年取得 CE 产品认证，销往认可国家及地区。（3）2011-至今，公司相继进入耗材与慢病管理领域，初步完成呼吸健康领域全周期、多场景、系统化患者的健康需求覆盖。于 2012 年通过 FDA 认证，进入美国市场。于 2021 年递交 A 股上市招股说明书。

图表 1 怡和嘉业发展历程



资料来源：公司官网，iFinD，招股说明书，华安证券研究所

公司产品线较为完善，逐渐形成“三横、两纵”战略布局。

公司主要产品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，耗材产品主要为通气面罩、管路等产品。其中，家用无创呼吸机包括单水平（CPAP）睡眠呼吸机，双水平（Bi Level）睡眠呼吸机和双水平（Bi Level）肺病呼吸机。医用呼吸诊疗产品主要包括睡眠监测仪、高流量湿化氧疗仪产品及 R 系列双水平无创呼吸机产品。

公司形成了特有的“三横、两纵”的战略布局，“三横”是指家用，医用和耗材三大领域，“两纵”是指产品和服务，专注于为以阻塞型睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）

为主的睡眠呼吸暂停低通气综合征 (SAHS) 患者以及以慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 为主的呼吸功能不全 (Respiratory Insufficiency) 患者提供全周期 (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。

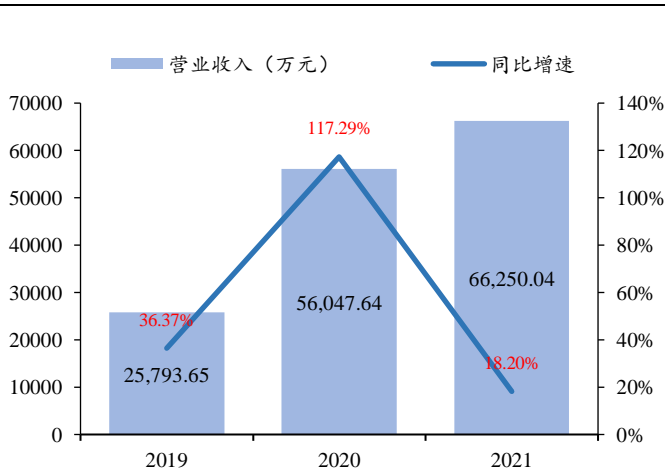
图表 2 公司“三横、两纵”战略布局



资料来源: iFinD、招股说明书, 华安证券研究所

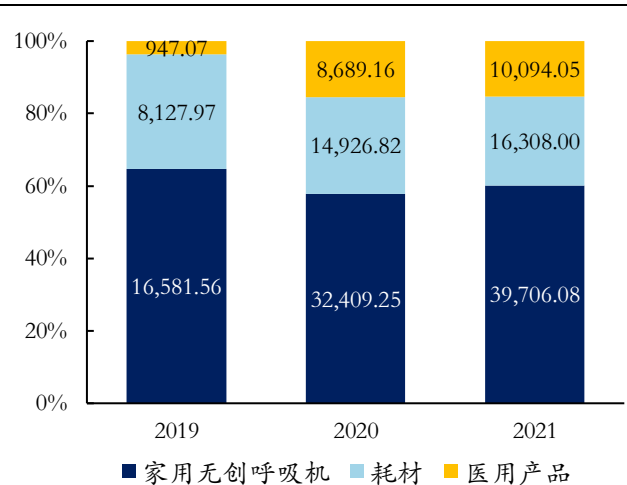
营业收入逐年上升, 核心产品占收入主导。2021 年公司营业收入为 6.63 亿元, 主营业务收入有 6.61 亿元, 占比 99.79%, 主要为销售家用无创呼吸机、耗材及医用产品收入。其中, 家用无创呼吸机及耗材是公司收入的主要来源。2021 年, 公司家用无创呼吸机收入和耗材收入占主营业务收入比例分别为 60.06%和 24.67%。公司 2020 年推出新款医用产品, 包括高流量湿化氧疗仪、R 系列双水平无创呼吸机等, 同时受到疫情影响市场需求有所增长。医用产品收入占比从 2019 年的 3.69%提升至 2020 年的 15.51%及 2021 年的 15.27%。

图表 3 2019-2021 年营业收入及其增速 (万元)



资料来源: iFinD、招股说明书, 华安证券研究所

图表 4 2019-2021 年主营业务收入按产品划分 (万元)

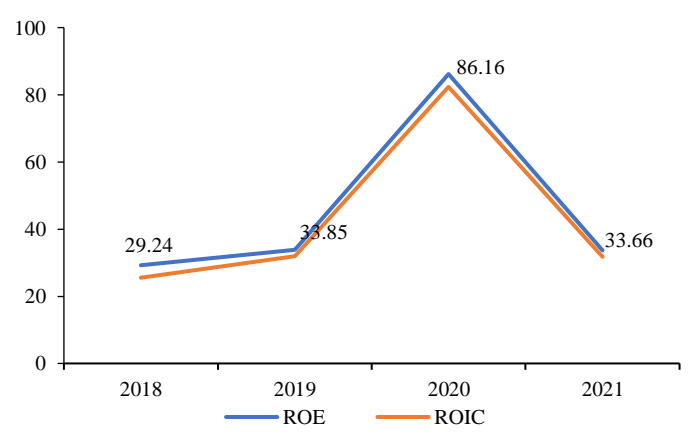
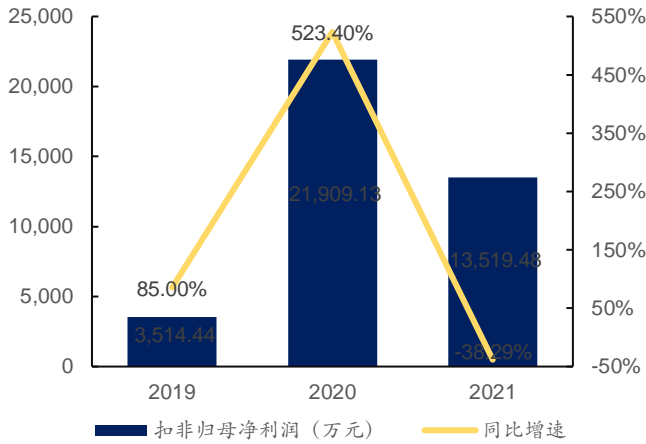


资料来源: iFinD、招股说明书, 华安证券研究所

盈利能力：利润波动较大，公司 ROE、ROIC 水平变化幅度大。2020 年公司扣非净利润约为 2.19 亿元，增速达到 523.40%。源于新冠疫情影响，疫情相关产品市场需求大幅增加。2021 年疫情防控形势趋于稳定，公司疫情相关产品需求下降，2021 年扣非归母净利润约 1.35 亿元，较 2020 年有所下降。

图表 5 2019-2021 年扣非归母净利润及其增速 (万元)

图表 6 2019-2021 年公司 ROE 和 ROIC 情况 (%)



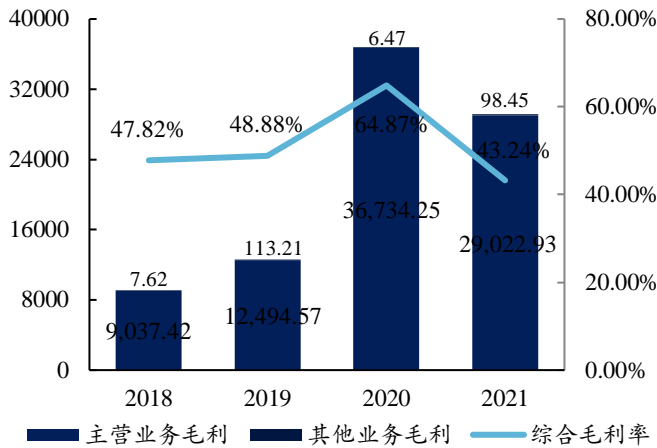
资料来源：iFinD，招股说明书，华安证券研究所

资料来源：iFinD，招股说明书，华安证券研究所

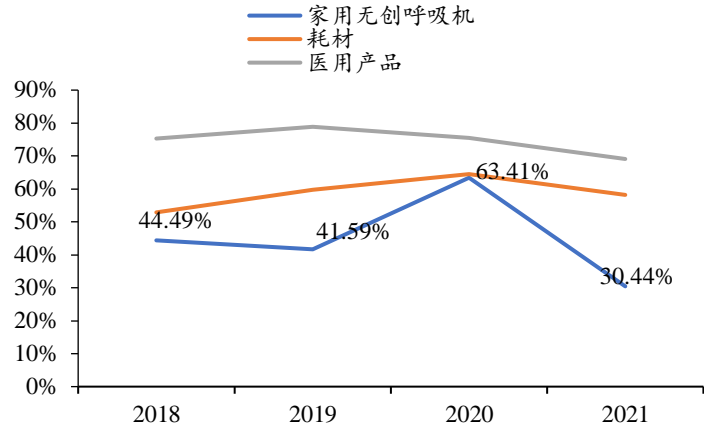
疫情影响高毛利订单减少，毛利率下降。2020 年公司主营业务毛利大幅增长，约 3.67 亿元，同比增长 194.00%，毛利率达到 64.87%。主要是受新冠疫情影响，公司毛利较高的高端医用、耗材产品销量增加。2021 年主营业务毛利约为 2.90 亿元，同比下滑 20.99%，较 2019 年仍有增加。主要由于新冠疫情趋于稳定，因疫情需求产生的高毛利订单数量减少，同时疫情相关产品销售价格有所降低，导致公司毛利下降，从而造成公司营业利润亦有所下滑。

公司主营产品中医用产品毛利率最高，其次为耗材。2021 年公司抓住竞争对手产品召回、市场存在供给缺口的机会，联合品牌为主的海外单水平家用无创呼吸机销售增加较多，带动家用无创呼吸机平均销售单价及毛利率有所下降，2021 年毛利率为 30.44%。

图表 7 2018-2021 年公司毛利(万元)和毛利率情况(%) 图表 8 2018-2021 年公司不同产品的毛利率水平



资料来源: iFinD, 招股说明书, 华安证券研究所



资料来源: iFinD, 招股说明书, 华安证券研究所

在研产品: 截止 2021 年末, 公司有九款在研产品, 处于不同的研发进展阶段。在研产品在性能, 便携度, 智能化等方面都有提升, 通气面罩设计研发了多系列高端线产品。

图表 9 公司多款在研升级产品 (截止 2021 年末)

序号	在研项目	所处阶段及进展情况	拟达到目标
1	MP 呼吸机项目	已经批量生产上市	体积小、重量轻, 便于携带; 设计新颖; 结合手机APP 使用, 可开展远程呼吸健康指导服务, 更智能
2	G5 呼吸机项目	项目策划与产品定义	公司新一代睡眠呼吸机产品, 采用更符合家用睡眠使用场景的新外观设计, 优化用户使用交互, 低噪音、高舒适度, 具备多种无线数据互联功能等特点以及高性价比
3	SO1 制氧机项目	产品验证阶段	外观设计新颖、操作便捷、更加符合人机工程学; 性能稳定、质量可靠、低噪声的5L制氧机
4	MN1 微网雾化器项目	产品验证阶段	设计新颖、体积小、操作便捷、性能稳定、质量可靠、可替换雾化片、雾化量档位可调的微网雾化器
5	6代系列面罩项目 (包括P6、N6、F6三个型号) (高端线)	开模验证阶段	新一代技术面罩产品系列, 包括鼻罩面罩, 鼻面罩, 口鼻面罩。采用新的摇篮衬垫技术, 不压迫鼻梁, 舒适性更好; 采用最新的气流过滤方案, 排气安静, 低噪音, 不干扰床伴; 整体外观小巧, 不突兀
6	N5+系列面罩项目 (包括N5+、N5A+、N5B+三个型号) (高端线)	开模验证阶段	新一代鼻面罩产品系列, 采用最新的气流过滤方案; 整体外观小巧, 不突兀
7	F5+系列面罩项目 (包括F5+、F5A+两个型号) (高端线)	项目策划与产品定义	新一代全脸面罩产品系列, 采用最新的气流过滤方案; 整体外观更小巧, 不突兀, 更舒适的硅胶佩戴设计
8	HF2 高流量项目	设计及样机实现阶段	二代高流量产品, 满足更多临床需求, 手自一体混氧方式; 智能化交互界面; 可调节流量范围; 可透过护士站的平台进行远程控制, 监测及数据管理
9	R2 呼吸机项目	设计及样机实现阶段	二代高流量双水平无创呼吸机产品, 手自一体混氧方式; 智能化交互界面; 实现PCV及目标潮气量模式; 可透过护士站的平台进行远程控制, 监测及数据管理

资料来源: iFinD, 招股说明书, 华安证券研究所

1.2 公司实际控制人为庄志与许坚, 高管团队经验丰富

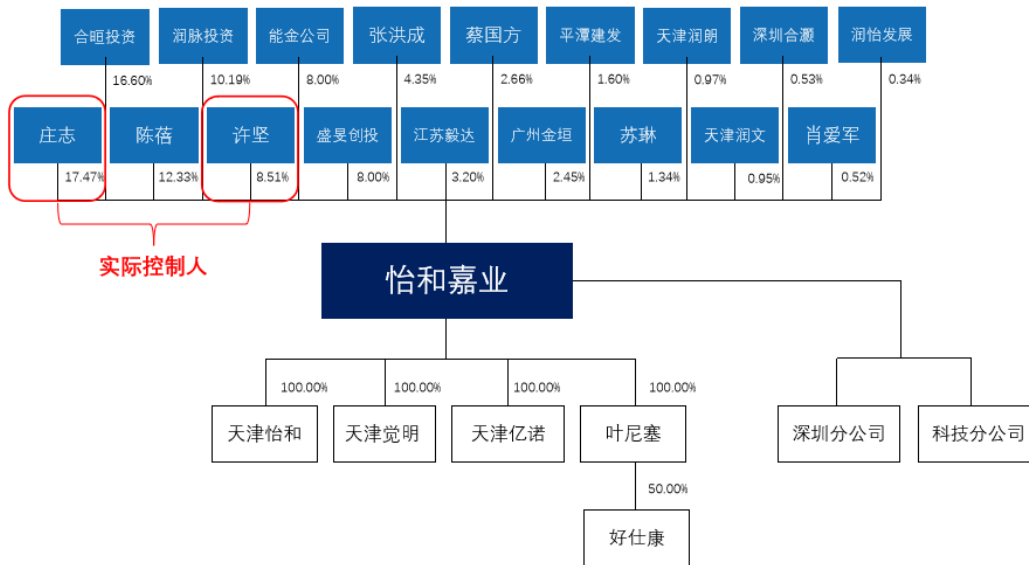
股权结构: 公司实际控制人为庄志与许坚, 截至 2022 年 3 月 31 日, 庄志为公司的第一大股东, 直接和间接控制公司 27.65%的股份; 许坚直接和间接控制公司 8.85%的股份。因而, 庄志与许坚合计直接与间接控制公司 36.4964%的股份, 为公司的实际控制人。两人于 2016 年 8 月 25 日签署《北京怡和嘉业医疗科技有限公司

股东一致行动人协议》。根据上述一致行动人协议的相关约定，双方同意出现意见不一致时，以一致行动人中所持股份最多的股东意见为准。

庄志于1992年8月至1996年8月期间，在北京新兴生物医学工程研究发展中心任工程师；2001年7月至2015年5月，创立怡和中心，一直任公司董事、总经理；2015年5月至今，任公司董事长。庄志一直负责公司整体战略规划、产品研发和日常经营管理工作；同时为公司的法定代表人。

许坚于1999年6月至2006年1月期间曾于深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司历任副经理、经理。许坚自2011年1月起任公司董事；2015年10月至2020年6月担任公司总经理，全面负责公司日常业务的经营管理；自2020年6月至今担任公司副总经理，主要负责公司的营销策略与销售管理工作。

图表 10 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)



资料来源: iFinD, 招股说明书, 华安证券研究所

高管团队产业经验丰富。高成伟为公司总经理，曾于航卫通用电气医疗、爱瑞、中国远大、艾默生电气等企业担任经理、副总经理、总裁等职务，具有二十年丰富的行业经营管理经验。公司副总经理许坚为公司实际控制人之一。公司管理团队稳定，对行业发展的理解较为深刻。

图表 11 公司高管团队

姓名	任职	从业背景
高成伟	总经理	1991年9月至1996年4月,任航卫通用电气医疗系统有限公司系统工程部经理;1996年5月至1999年9月,任北京航天长峰医疗器械有限公司副总经理;1999年9月至2003年4月,任爱瑞有限责任公司总裁;年10月至2004年3月,任中国远大集团公司总裁办运营部经理;2004年3月至2005年6月,任艾默生电气(深圳)有限公司CAPAX部门运营经理;2005年8月至2007年1月,任航卫通用电气医疗系统有限公司FCT NPI经理;2007年2月至2013年2月,任北京谊安医疗系统股份有限公司副总经理
许坚	副总经理	1999年6月至2006年1月,历任深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司超声开发部副经理、超声国际市场部经理;2006年2月至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。
戚余光	财务总监	2003年10月至2010年2月,任职于烟台鸿富泰精密电子有限公司经营管理部;2010年3月至2013年5月,任富兰德林会计师事务所项目经理;2013年6月至2016年3月,任职于山东中际电工装备股份有限公司财务与经营管理中心;
张晓超	董事会秘书	2006年7月至2010年1月,任北京敢为创智科技有限公司财务经理;2010年1月至2011年4月,任安东石油技术(集团)有限公司营销部门财务经理;2011年5月,加入公司任财务经理兼任董事会秘书

资料来源: iFinD, 招股说明书, 华安证券研究所

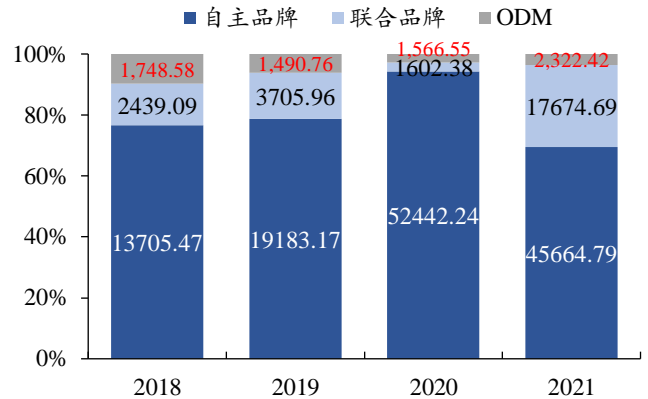
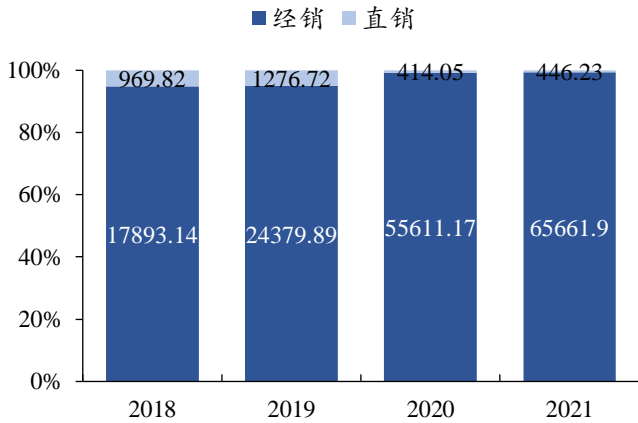
1.3 经销主导, 销售境外倾斜, 费用率接近行业平均水平

经销模式占主导, 直销电商逐步关停。公司在境内外市场均采取以买断式经销为主、直销为辅的销售模式。2020 及 2021 年度, 公司销售 99% 以上通过经销模式完成。

公司在经销模式下以自主品牌模式为主, 联合品牌(3B 公司) 模式及 ODM 模式为辅。疫情期间公司将业务重心更多向自主品牌倾斜, 2020 年主营收入占比提升至 94.34%。2021 年, 北美市场竞争对手飞利浦发生产品召回事件, 联合品牌客户订单增加, 收入占比提升至 26.74%。

图表 12 2018-2021 年公司收入分销售模式结构(万元)

图表 13 2018-2021 年经销模式下不同品牌收入结构(万元)



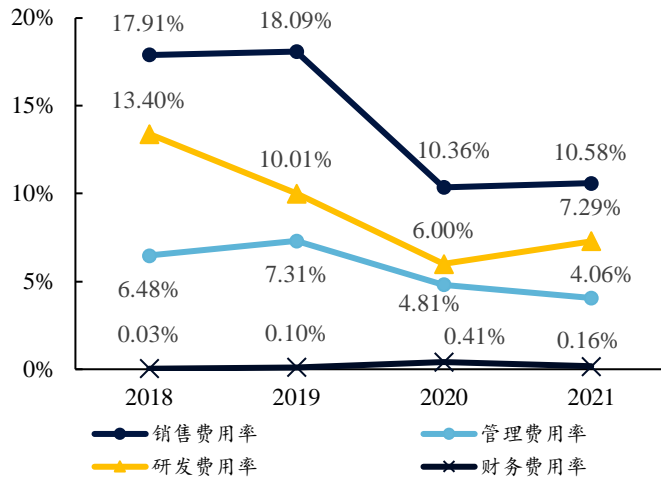
资料来源: iFinD、招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: iFinD、招股说明书, 华安证券研究所

公司自创立以来, 销售策略倾向于境外市场。2019~2021 年公司境外销售收入占主营业务收入比例分别为 62.27%、45.21% 及 70.12%。2020 年占比下降主要系受新冠疫情影响, 公司通过境内进出口贸易商销往境外地区的产品收入纳入境内核算。2021 年度疫情趋于稳定, 由疫情需求催生的境内贸易商采购额显著减少, 境外非疫情相关产品的销售额有所提升。同时, 受飞利浦召回事件影响, 北美洲收入占比提升至 38.46%。

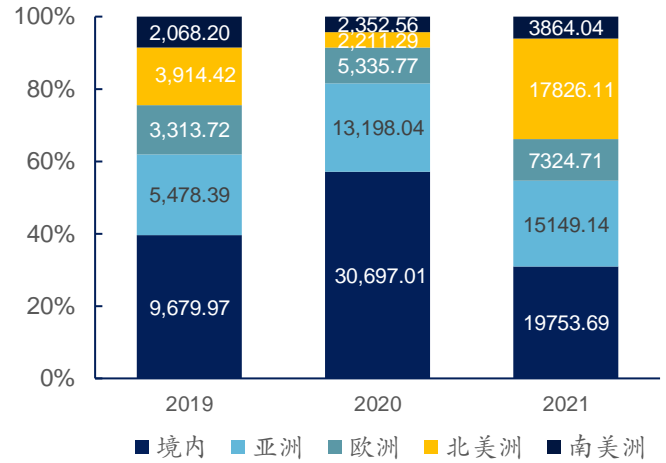
研发费用和销售费用占主要开支。公司销售费用随经营规模的扩大而增长, 2021 年达到 7,012.52 万元, 同比增长 20.80%; 2021 年研发费用为 4,828.03 万元, 因新开发研发项目以及加大现有项目投入而上升。2020 年费用率普遍下降, 是受当年营业收入增幅较大影响。2021 年同行业可比公司费用率平均值分别为销售费用率 12.27%, 管理费用率 6.84%, 研发费用率 7.69%, 公司整体上相近平均水平。

图表 14 2018-2021 年公司期间费用率情况 (%)



资料来源: iFinD、招股说明书, 华安证券研究所

图表 15 2019-2021 年主营业务收入按区域划分 (万元)



资料来源: iFinD、招股说明书, 华安证券研究所

2 呼吸睡眠市场待释放, 竞争格局分布集中

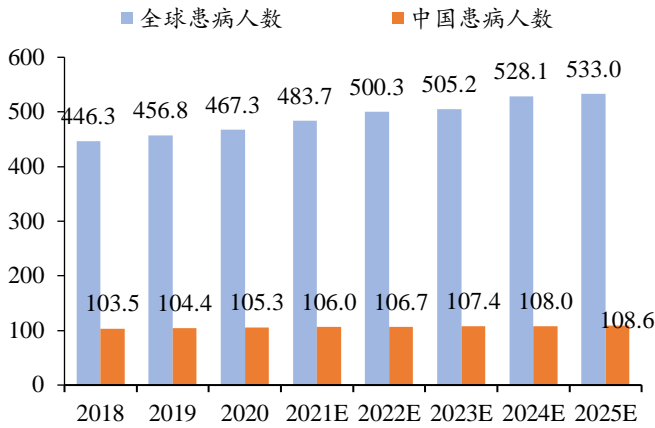
2.1 患者基数大, 呼吸机、睡眠监测仪为治疗、诊断首选

呼吸、睡眠疾病患者基数大, 患病率逐年提升

慢性阻塞性肺疾病(COPD)是一种以气流受限为特点的常见慢性呼吸系统疾病, 患病率高、致残致死率高, 医疗负担较大, 据 WHO 统计, COPD 将在 2030 年成为全世界第三位主要死因。根据弗若斯特沙利文分析, 2019 年中国患病人数高达 1.04 亿, 且患病率随着年龄增长而增加, 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, 预计到 2025 年, 中国患病人数将达到 1.09 亿左右。

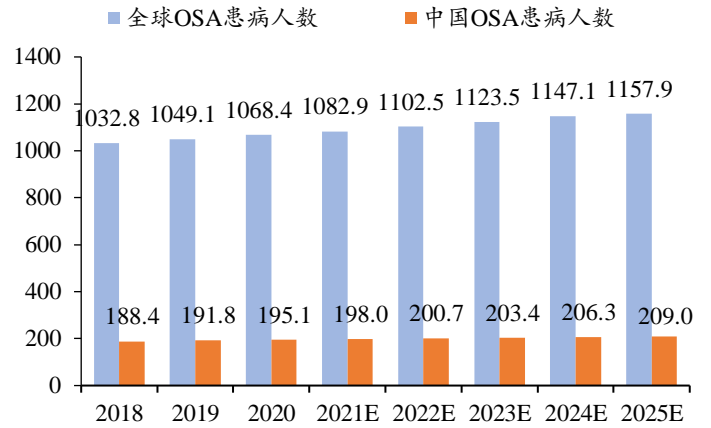
睡眠呼吸暂停低通气综合征(OSA)是指在睡眠状态下反复出现呼吸暂停和(或)低通气、高碳酸血症、睡眠中断等现象的呼吸性疾病, 可引发心脏病、糖尿病等并发症。其患病率在全球范围内逐年提升。根据弗若斯特沙利文分析, 中国 OSA 患病率最高, 2019 年, 中国 30-69 岁 OSA 患病人数 1.92 亿人, 预计到 2025 年将增加到 2.09 亿人左右。

图表 16 全球及中国 COPD 患者数量 (百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, iFinD, 华安证券研究所

图表 17 全球及中国 30-69 岁人群 OSA 患者数量 (百万人)

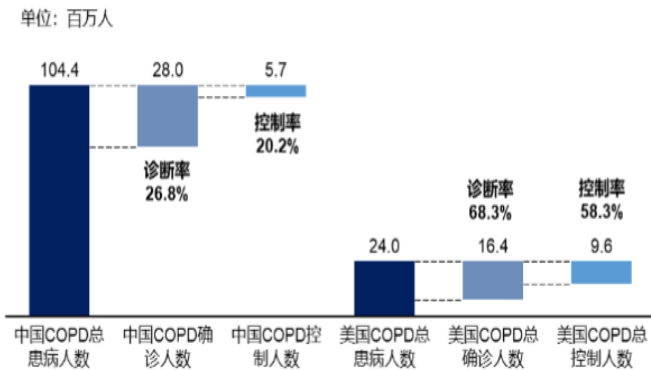


资料来源: 弗若斯特沙利文, iFinD, 华安证券研究所

诊断控制率低, 国内诊断治疗需求将释放

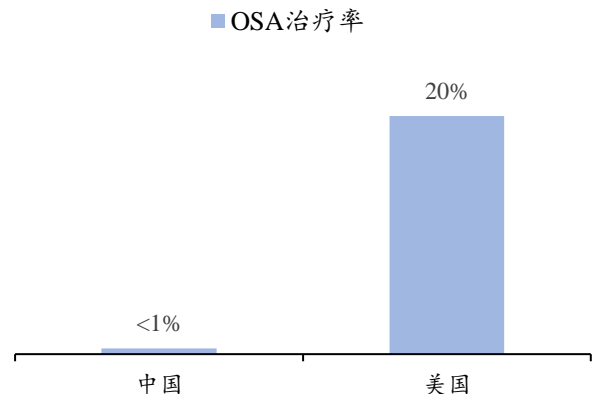
COPD 尽管无法治愈, 但可以有效控制, 但因疾病认知及重视程度不足, 国内实际诊断率均不足 26.8%, 控制率也远低于美国同指标数据, 国内实际死亡人数接近百万, 远超肺癌。根据中国睡眠研究会统计, 中国 OSA 诊断治疗率不到 1%, 也远低于美国 20% 的诊断率。随着患病人数的持续增加, 健康管理和疾病预防意识提升, 国内 OSA 诊断及治疗需求将进一步释放。

图表 18 中国及美国 COPD 诊疗现状对比 (百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, iFinD, 招股说明书, 华安证券研究所

图表 19 中国及美国 OSA 诊断率对比对比 (百万人)



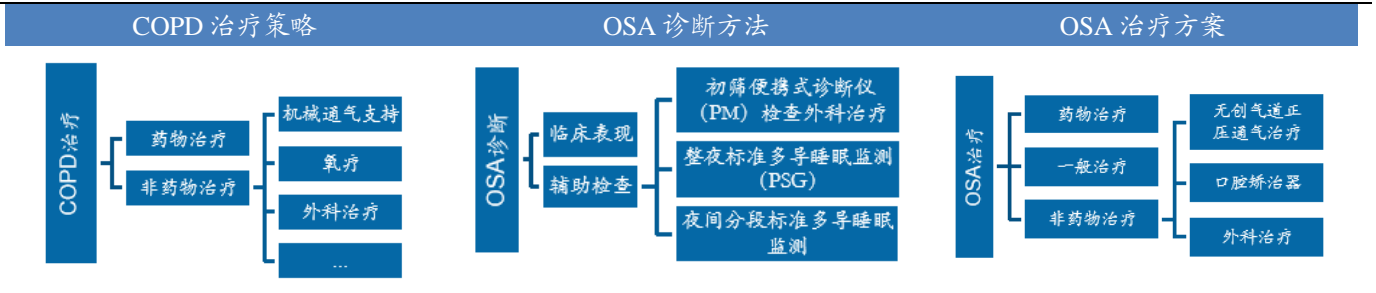
呼吸机、睡眠监测仪是 COPD、OSA 治疗与诊断的首选

根据最新版《GOLD 慢性阻塞性肺疾病指南》, 家用双水平呼吸机是 COPD 非药物治疗的首选。持续气道内正压通气 (CPAP) 可以有效降低死亡率和减少住院风险, 是用于重度 COPD 稳定期以及急性加重期治疗的重要治疗手段之一。而无创呼吸机治疗也是成人 OSA 患者的首选和初选治疗手段。

OSA 诊断方法具体分为两类: 临床表现和辅助检查。临床表现会参考患者是否具备 OSA 相关的高危因素以及任何病史, 再根据体格检查来诊断; 而辅助检查除了常规的检查, 还包括初筛便携式诊断仪 (PM) 检查、整夜标准多导睡眠监测 (PSG) 和夜间分段标准多导睡眠监测。睡眠监测仪是评价 OSA 病情和诊断 OSA 的首选。

PM 检查也称家庭睡眠监测或睡眠中心外睡眠监测,是能够同时记录、分析多项睡眠生理数据,方便移动至睡眠室外进行进一步疾病诊断。

图表 20 COPD、OSA 诊断治疗策略

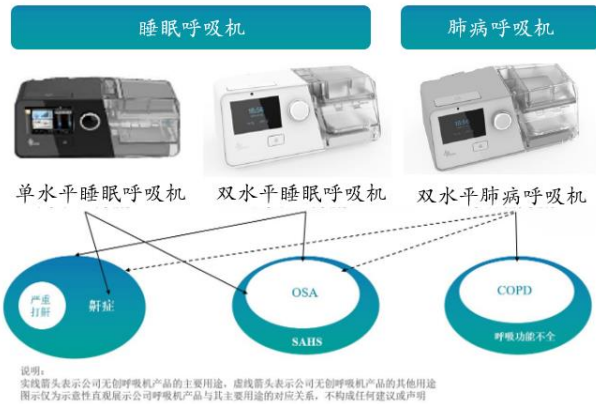


资料来源:《GOLD 慢性阻塞性肺疾病指南》,招股说明书,华安证券研究所整理

2.2 家用无创呼吸机市场规模大,龙头召回事件影响竞争格局

公司家用无创呼吸机产品按用途可分为睡眠呼吸机与肺病呼吸机,其中睡眠呼吸机可进一步分为单水平(CPAP)睡眠呼吸机与双水平(BiLevel)睡眠呼吸机,主要适用于鼾症和以 OSA 为主的 SAHS 患者的治疗;肺病呼吸机均为双水平(BiLevel)肺病呼吸机,主要适用于以 COPD 为主的呼吸功能不全患者的治疗。

图表 21 家用无创呼吸机分类及用途



资料来源:弗若斯特沙利文, iFinD, 招股说明书, 华安证券研究所

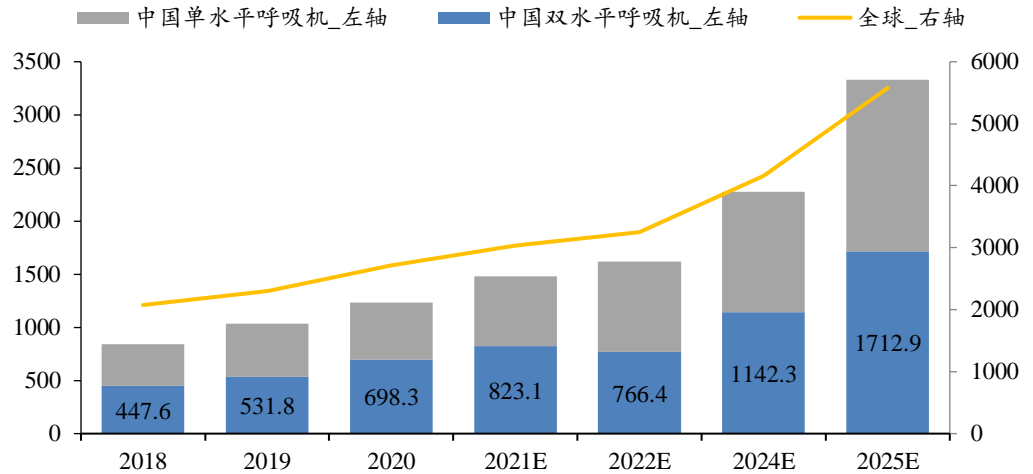
图表 22 单、双水平呼吸机在原理及用途上的区别

	单水平呼吸机	双水平呼吸机
原理	在吸气和呼气时提供相同的治疗压力,用于打开气道	在患者呼气时,输出低压力气流;患者吸气时,输出高压力气流
用途	主要用于治疗睡眠呼吸暂停综合征,向患者的气道输入稳定、连续的加压气流,以防止气道塌陷和引起呼吸暂停事件	主要用于治疗因阻塞型睡眠呼吸暂停和呼吸功能不全引起的慢性呼吸衰竭,减缓患者呼吸困难症状并恢复其正常呼吸频率和心律,提升患者血氧饱和度值,降低二氧化碳潴留,改善血液PH值

家用无创呼吸机市场规模持续增长,瑞思迈与飞利浦占据主导

据弗若斯特沙利文分析,2020 年全球家用无创呼吸机市场达到约 27.1 亿美元,预计到 2025 年,全球家用无创呼吸机市场规模将达到 55.8 亿美元,2020~2025 年的复合增长率为 15.5%。2020 年国内家用无创呼吸机市场规模达到约 12.3 亿元人民币,经过疫情期间的宣传推广,患者对于呼吸机的认知加深,医疗需求进一步释放,推动了家用无创呼吸机市场增长。到 2025 年预计将增长至约 33.3 亿元人民币,2020~2025 年的复合增长率为 22.0%。其中单水平市场规模约 16.2 亿元人民币,双水平约 17.1 亿元人民币。

图表 23 家用无创呼吸机市场规模及预测 (百万元)

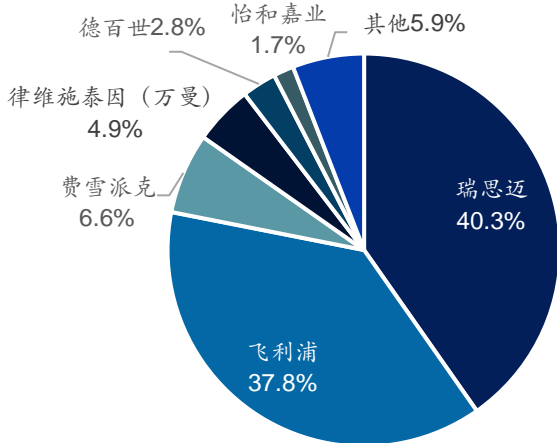


资料来源：弗若斯特沙利文，iFinD，招股说明书，华安证券研究所

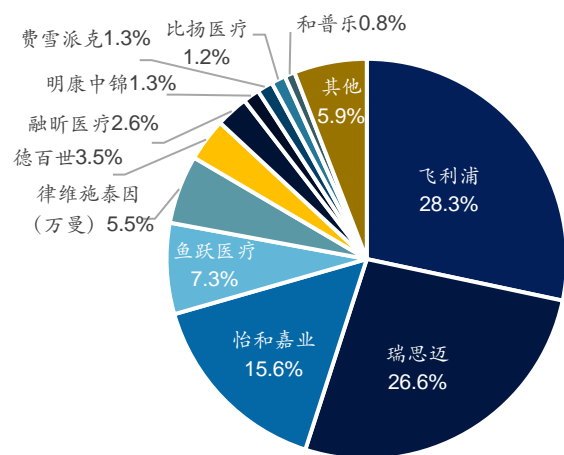
全球家用无创呼吸机市场的竞争格局分布非常集中。2020年瑞思迈销售额约为10.9亿美元，占全球约40.3%的份额位居第一；飞利浦以约10.2亿美元的销售和约37.8%的占比位居第二。瑞思迈与飞利浦合计占据了接近80%的市场份额。怡和嘉业2020年的销售额约为4,534万美元，占比约为1.7%，位列第六位。

与全球市场相类似，飞利浦、瑞思迈为国内家用无创呼吸机市场占比最高的生产商，在2020年分别占据了28.3%及26.6%的市场份额，怡和嘉业以192.3百万元销售额位居第三，占比15.6%。其余国内企业占比较小，相对分散。

图表 24 2020 年全球家用无创呼吸机竞争格局



图表 25 2020 年国内家用无创呼吸机竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，iFinD，招股说明书，华安证券研究所

国际巨头呼吸机召回事件频发，供给缺口为国产优秀品牌提供契机

2020年瑞思迈由于蜂鸣警报器失灵风险主要召回了部分 Stellar 100 和 Stellar 150 型号的呼吸机。如果 Stellar 在适用症范围外使用，当警报失灵状态下可能会有受伤甚至死亡的风险。因为 Stellar 不是生命支持装置，该类呼吸机全球生产总量 101918 台，其中中国进口量约 3702 台。

2021年4月龙头公司飞利浦在美国布了呼吸机召回通告，原因主要是患者使用这些设备时可能会吸入一种会降解并释放有害的、可能致癌的泡沫颗粒和气体。全球范围内，涉及超500万台设备，其中一半以上在美国，其中约80%用于帮助睡眠呼吸暂停患者的设备，其余是维持生命的机械呼吸机。

2022年2月，FDA宣布将Vyaire Medical的Bellavista 1000和1000e系列呼吸机界定为一级召回，也是基于健康风险，使用这些设备可能会导致严重伤害或死亡。

综上，呼吸机行业龙头的产品召回给行业其他玩家提供了机会。怡和嘉业与3B公司以独家联合品牌的形式在美国和加拿大开展业务。3B公司在美国主要向医疗服务机构销售家用产品，由医疗服务机构销售给个人客户在家庭场景下使用（需要医生诊断和开处方）。3B公司只负责销售，生产仍是由怡和嘉业完成，中国的产业链优势保障产品供应充足，且高性价比竞争优势突出。从销售额来看，公司对3B公司的销售额从2019年的0.37亿元增长到2021年的1.77亿元，20-21年CAGR约118%。




2.3 通气面罩市场规模逐步攀升，竞争格局分布集中

通气面罩是必要配件，选择及佩戴影响治疗效果

通气面罩是人机连接装置，直接与人面部接触，通过一条管路来连接到呼吸机，是呼吸机向患者输送气流的必要配件。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。通气面罩的作用就在于形成一个闭合的系统，保证压力准确到达上气道。通气面罩按与患者接触部位主要分为三类：全脸面罩、鼻面罩和鼻垫面罩。

患者在选择面罩的时候具体根据自己的面部情况、皮肤敏感性、治疗模式和压力高低来挑选适合自己的面罩；如果选择及佩戴不当会导致机器检测压力不准确，从而引发佩戴不适、漏气频繁觉醒睡眠片段化，直接影响治疗效果。

图表 26 通气面罩的类别与功能

类别	全脸面罩	鼻面罩	鼻垫面罩
实物图片			
功能	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；平台式设计可满足不同治疗需求	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	仅鼻垫，采用人体工学设计，结构较为轻盈

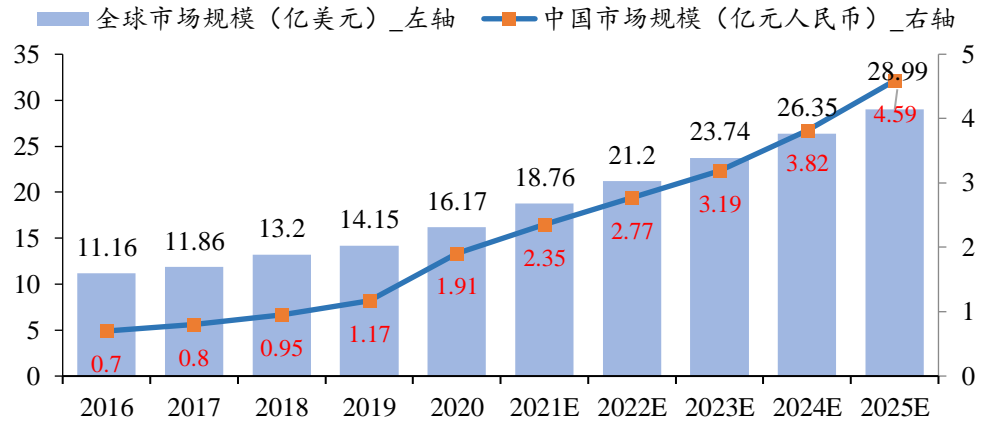
资料来源：招股说明书，iFinD，华安证券研究所

瑞思迈和飞利浦把握国际市场，怡和嘉业国内领先

从2016年到2020年，全球通气面罩市场规模从11.16亿美元增长至16.17亿美元，年复合增长率为9.7%。在疫情的影响下，全球对呼吸机需求急剧增加，因呼吸机需与通气面罩配合使用并且面罩需要定期更换，因此面罩的需求也相应地增加。预计到2025年，全球通气面罩市场规模将攀升至28.99亿美元，2020年到2025年的年复合增长率为12.4%。

中国通气面罩市场规模从 2016 年的约 6,970 万元人民币增长至 2020 年的约 1.9 亿元人民币，年复合增长率为 28.7%。目前国内患者对于通气面罩的更换频率较发达市场仍相对较低，随着居民收入水平提升，家用无创呼吸机在国内不断普及，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 4.59 亿元人民币。

图表 27 呼吸机用通气面罩耗材市场规模及预测 (百万元)

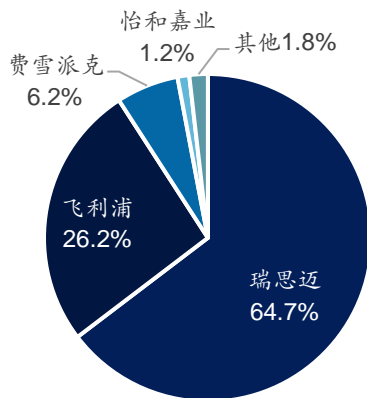


资料来源：弗若斯特沙利文，iFinD，招股说明书，华安证券研究所

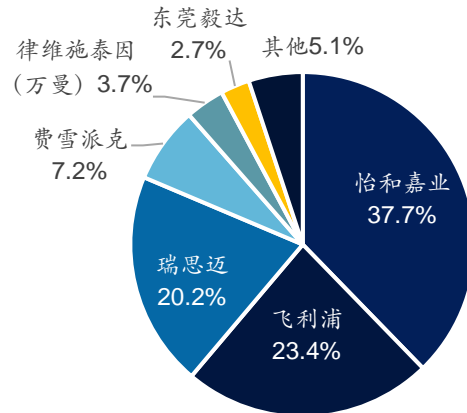
全球通气面罩市场竞争格局分布较为集中。瑞思迈市场份额第一，2020 年销售额约为 10.5 亿美元。飞利浦位居第二位，销售额达到约 4.2 亿美元。怡和嘉业 2020 年销售额约为 1,880 万美元，占比约为 1.2%，位居第四。

2020 年，怡和嘉业国内销售额达到约 7,208 万元人民币，占比约为 37.7%，位居第一位。其次为飞利浦伟康，市场份额占 23.4%。瑞思迈位居第三，2020 年销售额约为 3,858 万，市场份额占到 20.2%。

图表 28 2020 年全球通气面罩竞争格局



图表 29 2020 年中国通气面罩市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，iFinD，招股说明书，华安证券研究所

2.4 TO C 商业模式优，远离集采，产品技术壁垒高

COPO 和 OSA 等呼吸及睡眠疾病，慢性病的一种，国内患者在医院的确诊、治疗率非常低，主要是患者认知率低，自主治疗意识淡薄，随着新冠疫情对呼吸机的宣传，市场教育逐渐成熟，TO C 端市场爆发的潜力非常大，远期空间 2030 年中性预期下预计仅国内就接近 200 亿元。而且后续还能够和慢病服务相连接，甚至拓展到失眠治疗领域，不断增强与消费者间的粘性。

而且，家用呼吸机设备目前主要支付方为患者本身，且通过电商和零售渠道为主，不占用医保资金，产品价格主要受行业供需调节，远率集采，政策风险低。

图表 30 中国国内 C 端家用呼吸机市场规模测算

	中性	乐观	悲观
COPD 患者数量（亿人）	1.09	1.09	1.09
治疗率	30%	50%	20%
控制率	50%	60%	40%
OSA 患者数量（亿人）	2.09	2.09	2.09
治疗率	5%	5%	1%
控制率	30%	50%	10%
呼吸机需求数量（万台）	1948.5	3792.5	892.9
平均呼吸机出厂价（元/台）	1000	1000	1000
呼吸机出厂价市场规模（亿元）	194.85	379.25	89.29

资料来源：iFind，华安证券研究所

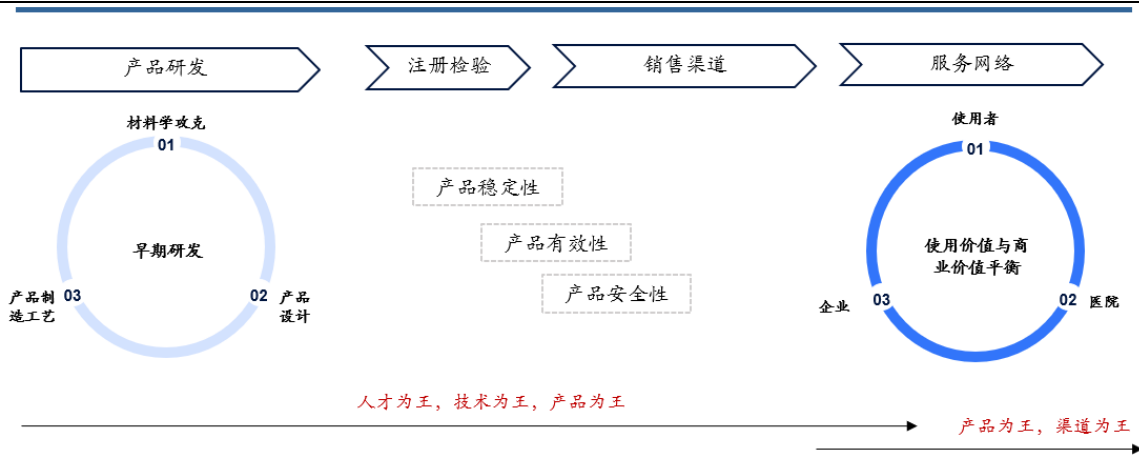
呼吸机及耗材技术壁垒高，企业信誉口碑需要时间积累

技术壁垒：家用无创呼吸机产品知识产权密集、工艺技术复杂，关键技术、核心算法技术壁垒较高。通气面罩有较高的产品设计技术壁垒和专利壁垒，且对产品材质、生产环境有较高要求。医用产品技术难度及复杂性高、数据的精确性要求较高、且需进行适用于医院等专业环境的设计研发，人力物力成本较高。

市场壁垒：家用的呼吸机多为第二类医疗器械，用于生命支持的呼吸机属于第三类医疗器械，呼吸机事关生命安危，企业无论是信誉和市场口碑的建立，还是服务网络完善、渠道管理都需要时间积累。

行业巨头公司多是在呼吸技术领域有长达几十年的深耕，如瑞思迈创立于 1989 年，迄今约 33 年。截至 2022 年 6 月 30 日的 2021-2022 财年瑞思迈实现营业收入约 35.78 亿美元，其中设备类收入约 18.67 亿美元、面罩类耗材收入约 13.10 亿美元。伟康公司成立于 1976 年，总部位于美国宾西法尼亚的匹兹堡，于 2007 年 12 月被荷兰皇家飞利浦公司以 51 亿美元收购，目前为飞利浦集团旗下子公司。

图表 31 行业技术、市场壁垒



资料来源：华安证券研究所整理

3 公司产品布局完善，市场进入能力优

3.1 产品组合协同互补，拥有较强的创新能力

公司形成特有的“三横、两纵”战略布局，持续围绕呼吸健康领域开发全系列医疗产品，在产品之上建立了全套服务体系以及呼吸健康管理云平台，全面满足呼吸疾病诊断、治疗到慢病管理全周期以及从医疗机构到家庭多场景的医疗需求。

公司深入参与国际国内行业标准制定。公司有四名技术专家加入了两个国际标准化组织，其中两人也代表公司担任国家标准化委员会的四个医疗器械标准化技术委员会和分技术委员会委员。截至 2022 年 3 月 31 日，公司的四位标准化专家代表我国参与制定已发布的国际标准 10 项，代表公司参与制定已发布的国内行业标准 9 项，已完成审定的国内行业标准 3 项，已完成审定的国家标准 1 项。

图表 32 全周期、多场景的治疗服务整体解决方案



资料来源：公司官网、招股说明书，华安证券研究所

图表 33 公司参与制定的部分国际、国内标准

类型	标准编号	主要内容	标准发布单位	标准实施日期/标准目前状态
国际标准	ISO 80601-2-90:2021	医用电气设备第2-90部分：高流量呼吸治疗设备的基本安全和基本性能专用要求	国际呼吸和麻醉设备标准化技术委员会	已于2021年发布，实施中
	ISO 18562-1:2017	医疗应用中呼吸气路通路的生物学评价第1部分：风险管理过程中的评价与试验	国际呼吸和麻醉设备标准化技术委员会	已于2017年发布，实施中
国内标准	GB 9706.290-202X (项目编号:20205246-Q-464)	医用电气设备第2-90部分：高流量呼吸治疗设备的基本安全和基本性能专用要求	全国麻醉和呼吸设备标准化技术委员会	已于2021年完成审定
	YY/T XXXX.1-20XX	医用电气设备网络安全基本要求	全国医用电器标准化技术委员会	已于2020年完成审定
	YY/T 1738-2020	医用电气设备能耗测量方法	全国医用电器标准化技术委员会	已于2020年发布，实施中
	YY/T 1778.1-2021	医疗应用中呼吸气体通路生物相容性评价第1部分：风险管理过程中的评价与试验	全国麻醉和呼吸设备标准化技术委员会	已于2019年完成审定；于2021年9月6日发布

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司具有完善的研发体系、经验丰富的研发团队和持续的研发能力。

截至 2021 年末，公司共有研发人员 123 人，占总人数的 27.52%，核心技术人

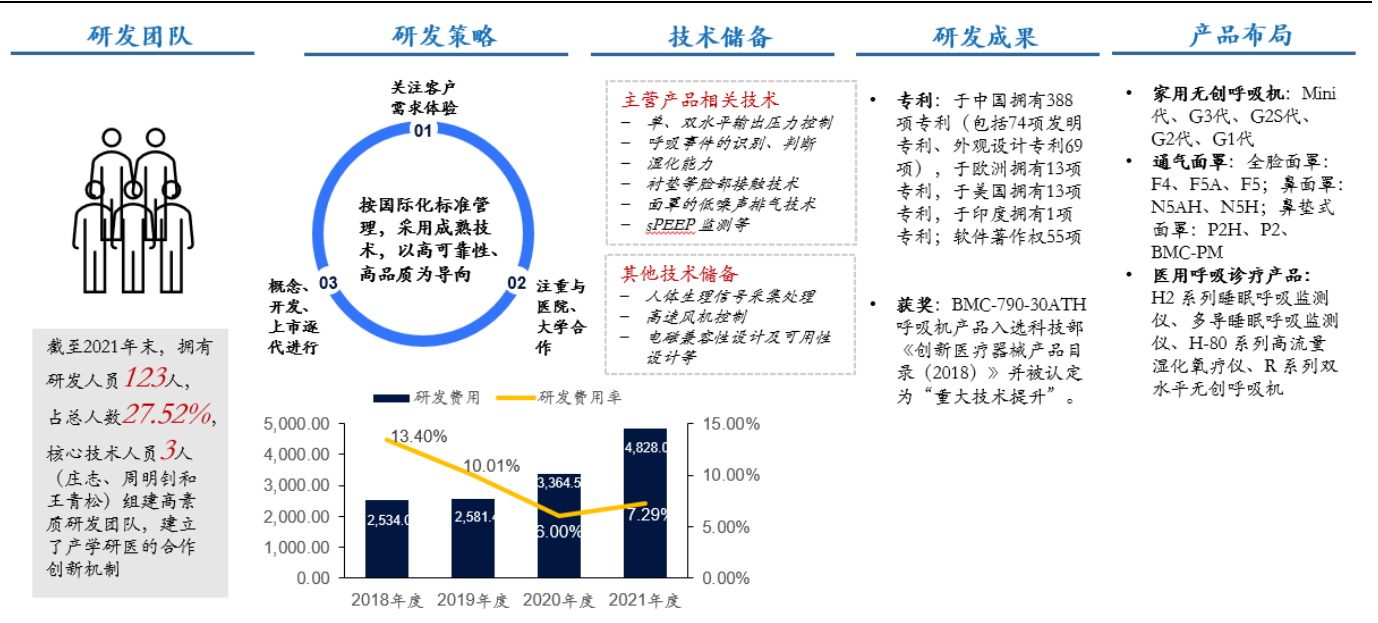
员 3 人，其中庄志为公司实控人之一，研发团队稳定。公司立足自主研发的同时也与国内知名高校、医院建立“产学研医”的研发体系，形成互相促进的良性循环模式。

公司注重知识产权的保护，根据公司招股说明书，截至 2021 年末，公司拥有 388 项国内专利，其中国内发明专利 74 项、国内实用新型专利 243 项、国内外观设计专利 71 项；国际专利 27 项，包括美国专利 13 项、欧洲专利 13 项，印度专利 1 项；软件著作权 55 项。

公司持续保持较大规模的研发投入，自主掌握了主营产品核心技术，并在人体生理信号采集处理、呼吸气流分析及事件判断、湿化控制、高速风机控制、电磁兼容性设计及可用性设计等方面积累了丰富的技术储备。

凭借核心技术的储备以及持续的创新活动，公司对产品进行了多次迭代升级，并形成了丰富的产品组合。除深耕呼吸健康领域医疗设备与耗材产品的研发、生产与销售外，公司还布局呼吸慢病管理业务，探索创新性的服务模式，建立“BMC+呼吸健康管理云”平台，致力于利用互联网、大数据等技术手段，为患者打造基于人工智能的呼吸病情预警服务产品，旨在降低患者病情加重风险，减少患者住院次数，降低社会医疗成本。

图表 34 呼吸睡眠设备及耗材技术平台



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.2 产品性能卓越，部分指标优于进口品牌

公司家用无创呼吸机与行业差距小，性价比更高

公司家用无创呼吸机主要产品与瑞思迈、飞利浦伟康等主要国际品牌在核心技术参数与治疗性能上差别较小，主要差距在于睡眠呼吸机产品的噪音指标以及双水平肺病呼吸机中的目标肺泡通气量功能。但相较而言，公司产品具有高性价比优势，可以满足不同支付能力用户的差异化需求。

图表 35 公司主要家用无创呼吸机产品在技术指标、核心参数、性能等方面的对比

产品类型	项目	公司	瑞思迈	飞利浦伟康	费雪派克	主要参数、性能差异
 G3 单水平睡眠呼吸机	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	AirSenseTM单水平睡眠呼吸器系列AirCurve 10 VAutoTM	DreamStation单水平睡眠呼吸器系列DreamStation Auto BIPAP	ICON+单水平睡眠呼吸机系列	/
	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	公司产品延时升压时间范围更宽
	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28 dBA	25 dBA（不确定度2 dBA）	26.1 dBA（不确定度2 dBA）	小于29 dBA	公司产品噪音较瑞思迈和飞利浦伟康稍高
 G3 双水平睡眠呼吸机	代表性产品型号	G3双水平肺病呼吸机系列	AirCurveTM 10 ST-A	DreamStation BIPAP AVAPS	/	/
	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
 G3 双水平肺病呼吸机						

资料来源：iFinD、招股说明书，华安证券研究所

公司医用产品和耗材均差距更小

公司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。睡眠监测仪产品包括睡眠呼吸初筛仪以及多导睡眠呼吸监测仪，其中睡眠呼吸初筛仪通过检测睡眠呼吸事件对受检者进行多场景 SAHS 的筛查；多导睡眠呼吸监测仪通过检测受检者睡眠过程中的血氧饱和度、口鼻气流、胸腹呼吸、鼾声等生理参数并显示呼吸机输出的 CPAP 压力辅助医生在医院、睡眠中心、诊所等场景下对 SAHS 进行诊断。

公司睡眠呼吸监测仪、高流量湿化氧疗仪以及 R 系列双水平无创呼吸机代表产品在核心技术参数与治疗性能上与上述国际品牌差别较小，主要差距在于睡眠呼吸监测仪中的血氧饱和度精度以及 R 系列双水平无创呼吸机的压力误差方面。

图表 36 公司医用产品相对家用产品在技术路线、核心技术参数、操作方式、使用寿命等方面的情况

医用呼吸诊疗产品			
划分情况	睡眠监测仪	高流量湿化氧疗仪	R 系列双水平无创呼吸机
根据适应症状划分	SAHS 的筛查与诊断	呼吸功能不全，包含伤、慢阻肺、肺炎等 I 型呼吸衰竭、气道灼	
根据主要应用场景划分	应用场景为医院		
根据操作难度划分	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	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	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 H2O
操作方式	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	睡眠呼吸初筛仪：5 年多导睡眠呼吸监测仪：7 年	5 年	
注册认证监管	第二类医疗器械相关要求		

资料来源：iFinD、招股说明书，华安证券研究所

公司的通气面罩代表产品与瑞思迈、飞利浦伟康以及费雪派克产品相比，气流阻力更小，更接近用户接受的压力，呼吸机可以更有效控制治疗压力；在噪声方面

无明显差异。

图表 37 公司主要通气面罩、医用呼吸诊疗产品在技术指标、核心参数、性能等方面的对比

产品类型	项目	公司	瑞思迈	飞利浦伟康	费雪派克	技术、参数、性能差异
全脸面罩		五系全脸面罩	TMAirFit F20	Amara	TMSimplus	/
鼻面罩	代表性产品型号	五系鼻面罩	AirFitTM N20	Pico Traditional Nasal Mask	TMEson (with Diffuser)	/
鼻垫式面罩		P2	AirFitTM P10	Nuance Pro gel pillows mask (Small)	TM (XS-S mask with Diffuser) Brevida	/
睡眠呼吸监测仪	代表性产品型号	H2系列	/	Alice PDx	/	
	血氧饱和度精度	不大于±3% (70%~85%) , 不大于±2% (85%~100%) (无运动、成人)	/	±2% (70%~100%) (无运动、成人)	/	公司产品精度稍低
高流量湿化氧疗仪	代表性产品型号	H-80系列	/	/	TM 2MyAIRVO	/
R系列双水平无创呼吸机	代表性产品型号	R系列 (无创)	/	V60 Plus (有创/无创)	/	/
	压力误差	± (0.5 cmH2O+实际读数的5%)	/	± (2 cmH2O +目标值的4%)	/	公司产品压力误差较低

资料来源: iFinD、招股说明书, 华安证券研究所

产品不断升级迭代、横向拓展新领域

家用无创呼吸机: 进一步完善产品布局, 围绕功能性、舒适性、易用性持续进行升级迭代, 如推出新型轻量化产品 (MP呼吸机)。

横向拓展新产品: 制氧机与雾化器等领域, 建立更加完善的产品组合, 进一步拓宽海外市场。

医用呼吸诊疗产品: 战略重心为高流量湿化氧疗仪及 R 系列双水平无创呼吸机等医用呼吸治疗类产品。

图表 38 升级拓展的新产品与新领域

序号	项目	所处阶段及进展
1	MP呼吸机项目	已经批量生产上市
2	G5呼吸机项目	项目策划与产品定义
3	制氧机项目	已经推出上市
4	MN1微网雾化器项目	产品验证阶段
5	6代系列面罩项目 (包括 P6、N6、F6三个型号)	开模验证阶段
6	N5+系列面罩项目 (包括 N5+、N5A+、N5B+三个型号)	开模验证阶段
7	F5+系列面罩项目 (包括 F5+、F5A+两个型号)	项目策划与产品定义
8	HF2高流量项目	设计及样机实现阶段
9	R2呼吸机项目	设计及样机实现阶段

资料来源: iFinD、招股说明书, 华安证券研究所

3.3 国产品牌市场领先, 全球化能力突出

根据沙利文的数据, 按 2020 年家用无创呼吸机、通气面罩销售额计, 公司在中国的市场份额分别位居全行业第三 (15.6%)、第一 (37.7%), 在全部国产品牌中均排名第一。

按 2020 年中国家用无创呼吸机及通气面罩出口销售额计, 公司分别以 53.8%、

85.2%的市场份额排名第一。公司在国产品牌中具有领先的市场地位。公司家用无创呼吸机与通气面罩产品线将持续受益于快速增长的市场以及公司不断提升的市场份额。

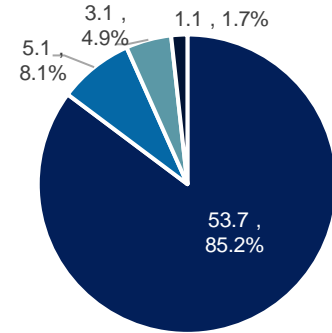
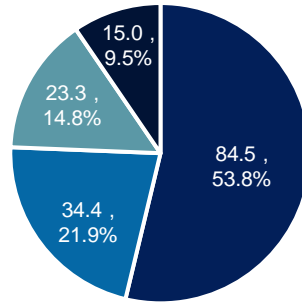
图表 39 2020 年中国相关市场 图表 40 2020 年中国家用无创呼吸机出口份额 (百万元)、
(百万元) 2020 年中国通气面罩出口份额 (百万元)

家用无创呼吸机市场前三位品牌

品牌	销售额	销售占比
飞利浦	349.2	28.4%
瑞思迈	328.4	26.6%
怡和嘉业	192.3	15.6%

通气面罩市场前三位品牌

品牌	销售额	销售占比
怡和嘉业	72.1	37.7%
飞利浦	44.8	23.4%
瑞思迈	38.6	20.2%



资料来源: 弗若斯特沙利文, iFinD, 招股说明书, 华安证券研究所

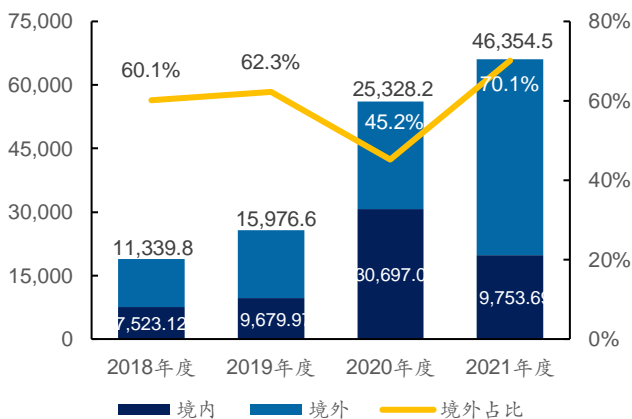
境外销售为主, 产品销往全球百余个国家和地区

公司作为早期布局于该呼吸健康领域的生产商之一, 是市场上少有的通过美国 FDA 认证、欧盟 CE 认证并进入美国、德国、意大利、土耳其等国家医保市场的国产家用无创呼吸机及通气面罩制造商; 公司产品销往全球 100 多个国家和地区, 取得多项 NMPA、FDA、CE 认证。

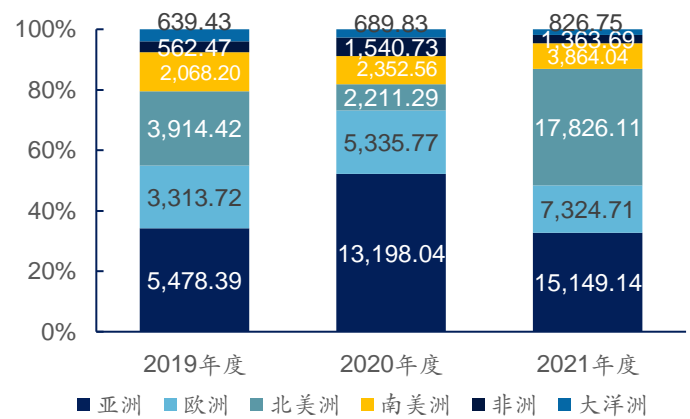
公司销售以境外为主, 欧美发达国家市场为代表的境外市场发展起步较早, 境外用户对家用呼吸机等产品有更好的使用习惯, 境外市场规模较境内市场规模更大。

公司与 3B 公司自 2010 年开始合作, 3B 公司作为联合品牌是公司在美国和加拿大的独家经销商。2021 年度, 因飞利浦发生产品召回事件, 美国市场对公司产品的需求提升, 北美洲销售收入及占境外收入比例显著提升。

图表 41 境内外收入拆分 (万元) 及境外占比



图表 42 境外地区收入构成 (万元) 及占比



资料来源: iFinD, 招股说明书, 华安证券研究所

公司目前收入结构中 70%以上来自海外市场，尤其是来自北美市场，我们认为公司已经是一家全球化的企业，未来随着公司境外属地化经营能力提升，海外市场的份额也将进一步提升。

4 募投项目：巩固研发，扩展营销

年产 30 万台呼吸机及 350 万套配件：引入先进制造管理体系及相关制造平台，提升公司生产线的自动化水平，有助于提升公司制造环节的自动化和智能化水平，进一步提高公司的生产效率和产品质量，增强公司的盈利能力，对公司顺利实现下一步的业务发展目标有重要的作用。

营销网络及品牌建设项目：通过对现有营销体系进行扩建，建立合理分布、功能完善的国内外销售服务网络，并加大品牌营销宣传投入，将扩大现有营销服务网络的覆盖范围，进一步提升公司的品牌形象。

医疗设备研发中心项目：通过购置科研及实验设备，优化产品技术研究软硬件环境、升级产品开发及性能测试平台，将进一步提升公司的核心技术水平，为公司主营产品在基础技术、支撑技术和应用技术等方面的迭代升级及慢病管理平台项目的落地实施提供技术支持和助力。

补充流动资金：公司使用部分募集资金补充流动资金，不仅可以为实现公司业务发展目标提供可靠的资金保障，还将进一步提高公司资产流动性，增强日常生产经营的灵活性。

图表 43 怡和嘉业募投项目计划

序号	募集资金投资项目名称	使用募集资金额 (万元)	建设期
1	年产 30 万台呼吸机及 350 万套配件	19,000.00	3 年
2	营销网络及品牌建设项目	15,695.50	3 年
3	医疗设备研发中心项目	19104.26	3 年
4	补充流动资金	20,000.00	/
合计		73799.76	

资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

5 公司盈利预测与估值：品牌价值日益增加，需求空间广阔，首次覆盖

5.1 公司盈利预测与估值对比

收入预测：

(1) 家用呼吸机业务：公司的家用呼吸机主要包括睡眠呼吸机（包括单水平和双水平睡眠呼吸机）、双水平肺病呼吸机和呼吸机配件。

家用呼吸机业务是公司的核心业务，公司主要以自主品牌、联合品牌（3B 公司，主要在美国销售）和 ODM 三种形式开展业务，未来驱动公司该业务增长的主要因素包括疫情过后，呼吸及睡眠疾病需求回升，对公司常规的睡眠呼吸机购买增加，

其次是竞争对手瑞思迈产品召回事件的影响下，市场对公司联合品牌的产品需求增加，公司产品在美国的市场占有率提升。根据弗若斯特沙里文，以 COPD 和 OSA 为代表的呼吸健康疾病患者数量持续增长，2022-2024 年全球无创呼吸机市场规模分别有望达到 34.2/39.4/46.5 亿美元，而且瑞思迈和飞利浦为代表的两家海外企业占据了全球约 80% 的市场份额，无创呼吸机市场竞争格局呈现出高壁垒、高集中度的特点，公司 2020 年全球市场占有率仅为 1.7%，借瑞思迈的产品召回事件，公司的产品在美国销量大幅增长，为满足后续更大的市场需求，公司也在扩大产能，预计 IPO 募投项目“年产 30 万台呼吸机及 350 万套配件”投产后，公司产能将大幅提升，预计 2022-2024 年公司家用呼吸机业务收入端合计贡献约 10.33 亿元、14.56 亿元和 18.72 亿元，2024 年全球家用无创呼吸机市场的占有率提升至 6.20%。（汇率 1 美元=6.5 元人民币）

(2) 耗材业务: 公司的耗材业务主要包括不同类型的通气面罩及配件/管路产品，通气面罩包括全脸面式、鼻面式和鼻垫式面罩。通气面罩通常更换周期为 1-2 年，在疫情影响下，全球对呼吸机需求急剧增加，因呼吸机需与通气面罩配合使用并且面罩需要定期更换，因此面罩的需求也相应地增加。根据弗若斯特沙里文，2022-2024 年全球通气面罩市场规模有望达到 21.2/23.7/26.4 亿美元，且同样竞争格局十分集中，2020 年瑞思迈、飞利浦和费雪派克分别占 65%、26%和 6% 的市场份额，2020 年公司全球市场占有率仅约 1.2%。随着公司在通气面罩领域的持续积累，公司呼吸机销量的快速提升，公司在通气面罩的领域的品牌影响力逐渐加强，我们预计 2022-2024 年公司通气面罩收入有望分别达到 3.19 亿元、4.43 亿元和 5.57 亿元，2024 年公司通气面罩全球市场占有率约为 3.25%。包括面罩配件及管路在内，我们预计 2022-2024 年公司耗材类收入有望分别达到 3.53 亿元、4.85 亿元和 6.08 亿元。

(3) 医用呼吸机业务: 公司医用呼吸机类产品主要包括睡眠监测仪、R 系列双水平无创呼吸机和高流量湿化氧疗仪，尤其是后两款产品是公司 2020 年重点推出的新产品，在新冠疫情下也有较好的治疗需求。2022 年由于新冠疫情阶段性得到控制，医用呼吸机业务业绩整体有所下滑，而随着高基数影响消除，公司对医用方向产品也投入更多的商业资源，2023-2024 年预计会恢复高速增长，我们预计 2022-2024 年公司医用呼吸机业务收入端分别实现 0.72 亿元、1.07 亿元和 1.43 亿元。

我们预计 2022-2024 收入有望分别实现 14.60 亿元、20.50 亿元和 26.25 亿元，同比增速分别约 120.4%、40.4%和 28.1%，2022-2024 年归母净利润分别实现 3.67 亿元、5.53 亿元和 7.15 亿元，同比增速分别约 152.2%、50.6%和 29.2%。

图表 44 公司收入拆分及预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	560.48	662.50	1,459.98	2,049.68	2,624.85
yoy	117%	18%	120%	40%	28%
毛利额	363.58	286.47	582.52	833.52	1,085.71
毛利率	64.87%	43.24%	39.90%	40.67%	41.36%
1 家用呼吸机	324.09	397.06	1,033.21	1,455.94	1,871.58
yoy	95%	23%	160%	41%	29%
占总收入比	58%	60%	71%	71%	71%
毛利额	202.49	120.87	328.86	474.72	626.19
毛利率	62.48%	30.44%	31.83%	32.61%	33.46%
总销量(台)	164,480	342,176	882,129	1,216,159	1,520,199
平均单价(元/台)	1,970.39	1,160.40	1,171.27	1,197.17	1,231.14
1.1 睡眠呼吸机	88.10	276.74	744.16	1,073.04	1,381.54
yoy	-2%	214%	169%	44%	29%
毛利额	28.33	71.90	202.26	302.38	400.23

毛利率	32.15%	25.98%	27.18%	28.18%	28.97%
1.2 双水平肺病呼吸机	225.20	101.03	260.12	348.18	448.38
yoy	290%	-55%	157%	34%	29%
毛利率	76.95%	46.02%	47.00%	48.00%	49.00%
毛利额	173.29	46.49	122.26	167.13	219.71
1.3 呼吸机配件	10.79	19.29	28.94	34.72	41.67
yoy	-41%	79%	50%	20%	20%
毛利率	8%	13%	15%	15%	15%
毛利额	0.87	2.47	4.34	5.21	6.25
2 耗材	149.26	163.09	352.90	485.04	608.45
yoy	84%	9%	116%	37%	25%
毛利率	64.18%	58.21%	59.20%	59.47%	59.69%
毛利额	95.80	94.93	208.92	288.47	363.21
2.1 通气面罩	129.76	136.47	318.68	442.51	557.42
yoy	81%	5%	134%	39%	26%
毛利额	84.11	81.83	192.08	267.54	338.09
毛利率	65%	60%	60%	60%	61%
家用呼吸机销售总量 (台)	164,480	342,176	882,129	1,216,159	1,520,199
通气面罩销售总量(个)	1,228,512	1,548,505	3,592,838	4,953,315	6,191,645
平均单台呼吸机面罩数量 (个)	7.47	4.53	4.07	4.07	4.07
yoy	28%	-39%	-10%	0%	0%
2.2 面罩配件和管路	19.50	26.62	34.21	42.53	51.03
yoy	104%	37%	29%	24%	20%
毛利额	11.69	13.10	16.84	20.94	25.12
毛利率	60%	49%	49%	49%	49%
3 医用呼吸机	86.89	100.94	71.88	106.70	142.81
yoy	818%	16%	-29%	48%	34%
毛利率	75.06%	69.09%	60.32%	64.61%	66.47%
毛利额	65.22	69.74	43.36	68.94	94.92
3.1 睡眠监测仪	6.01	10.76	5.79	11.92	18.06
yoy	-27%	79%	-46%	106%	52%
毛利额	5.27	9.35	5.02	10.41	15.76
毛利率	88%	87%	87%	87%	87%
3.2R 系列双水平无创呼吸 机	3.71	5.84	2.65	3.97	5.30
yoy		57%	-55%	50%	33%
毛利率	79.50%	80.88%	80.88%	80.88%	80.88%
毛利额	2.95	4.72	2.14	3.21	4.28
3.3 高流量湿化氧疗仪	61.15	57.68	31.45	52.42	73.38
yoy		-6%	-45%	67%	40%
毛利率	83.31%	81.04%	81.04%	81.04%	81.04%
毛利额	50.94	46.74	25.49	42.48	59.47
3.4 医用配件	16.02	26.66	31.99	38.39	46.07
yoy	1202%	66%	20%	20%	20%
毛利率	38%	33%	33%	33%	33%
毛利额	6.05	8.92	10.70	12.84	15.41
其他业务收入(服务费)	0.22	1.42	2.00	2.00	2.00
yoy	-84%	545%	41%	0%	0%
毛利率	29%	69%	69%	69%	69%
毛利额	0.06	0.99	1.39	1.39	1.39

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所预测

可比公司比较:

可比公司我们选取与公司业务有相关性的迈瑞医疗、鱼跃医疗、美好医疗。截至2022年12月1日，可比公司2023年PE平均水平约为28倍，公司对应23年PE约29倍，与行业平均水平相当。公司属于高壁垒、大市场潜在空间下的能够参与全

球竞争的国产品牌，当下面临竞争对手产业链不稳定叠加产品召回的市场机遇，未来几年市场占有率有望快速提升，我们认为估值或应比行业平均有一定的溢价才相对公允。

图表 45 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值** (亿元人民币)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)		
			21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E
迈瑞医疗	300760.SZ	4,069.56	80.02	99.07	121.14	146.62	41.08	33.59	27.76
鱼跃医疗	002223.SZ	349.36	14.82	14.93	17.61	20.84	23.40	19.84	16.76
美好医疗	301363.SZ	169.01	3.10	4.12	5.29	7.03	41.02	31.95	24.04
平均水平							35.17	28.46	22.85
怡和嘉业*	301367.SZ	158.08	1.46	3.67	5.53	7.15	43.07	28.59	22.11

资料来源：IFind，华安证券研究所

注：**选取 2022 年 12 月 1 日收盘市值水平，标*号公司归母净利润取自华安证券研究报告，其他可比公司数据均取 IFIND 一致预测

5.2 公司投资建议

呼吸机设备及耗材市场发展前景好，进入壁垒高，市场集中度高。根据弗若斯特沙里文，以 COPD 和 OSA 为代表的呼吸健康疾病患者数量持续增长，预计 2019 年全球 COPD 患者人群达到 4.6 亿人，OSA 患者人群约 10 亿人，患者基数也仍在以复合增速 2-3% 增长。临床上除了药物治疗外，无创呼吸机治疗是 COPD 和 OSA 患者重要的非药物治疗方式，甚至是首选和初选的治疗方式。预计 2025 年全球无创呼吸机市场规模有望达到 55.8 亿美元，2020 年到 2025 年 CAGR 约 15.5%，而且瑞思迈和飞利浦合计占据了约 80% 的市场份额。通气面罩与呼吸机相配套，随使用频次、使命习惯而更换，质量好坏影响治疗效果，预计全球通气面罩市场规模将攀升至 29.0 亿美元，2020 年到 2025 年 CAGR 约 12.4%，其中瑞思迈和飞利浦占据了约 90% 的市场份额。市场较高的集中度，也是行业进入壁垒较高的一个佐证，如对高级呼吸事件的探测、呼吸气流分析及事件判断、湿化控制、高速风机控制、电磁兼容性设计及可用性设计等方面均需要有丰富的技术储备。

公司品牌价值初具，市场占有率有数倍提升空间。公司是国内的家用无创呼吸机及通气面罩龙头企业，产品涉及家用和医用两个方向。市场地位方面，根据沙利文的资料，按 2020 年家用无创呼吸机、通气面罩销售额计，公司在中国的市场份额分别位居全行业第三（15.6%）、第一（37.7%），在全部国产品牌中均排名第一。而且公司家用无创呼吸机与通气面罩产品均取得 FDA 认证、CE 认证并进入美国、德国、意大利、土耳其等国家医保市场，公司凭借质量优良、高性价比的产品、丰富的产品系列逐渐提升国际市场份额，我们预计 2024 年公司的家用呼吸机全球市场占有率将提升至 6.20%（2020 年占有率约 1.7%），通气面罩全球市场占有率将提升至 3.25%（2020 年占有率约 1.2%）。

公司研发实力突出，产品组合多样，产品不断升级，护城河持续加固。公司产品中组合“三纵两横”，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，各产品之间存在着明显的协同效应，满足患者全周期、多场景、系统化的健康需求。同时，公司不断加强研发投入，一方面为新产品围绕功能性、舒适性、易用性的迭代升级，如在研产品包括新一代无创

呼吸机 G3、新一代高流量湿化氧疗仪、R2 系列双水平无创呼吸机等，另一方面也积累技术为制氧机与雾化器等新领域拓展打下基础。公司实际控制人技术背景出身，公司研发部门设置于北京、天津、西安、深圳等地，为我国高校分布密集，研发创新人才活跃的地区，有利于公司招聘优质研发人员，帮助公司提升产品核心技术。截至 2021 年底，公司拥有 388 项国内专利，27 项国际专利以及 55 项软件著作权，专利网的布局也有利于公司顺利拓展海外市场。

我们预计 2022-2024 收入有望分别实现 14.60 亿元、20.50 亿元和 26.25 亿元，同比增速分别约 120.4%、40.4%和 28.1%，2022-2024 年归母净利润分别实现 3.67 亿元、5.53 亿元和 7.15 亿元，同比增速分别约 152.2%、50.6%和 29.2%。考虑到呼吸机治疗在以 COPD 和 OSA 为主的呼吸睡眠疾病领域的广泛应用空间以及公司作为中国品牌出海全球市场的潜力和性价比优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

- **知识产权风险：**与瑞思迈发生专利纠纷，耗费人力、财力，损害竞争优势，不利裁决影响公司业务和生产经营。
- **新冠疫情带来的短期业绩大幅上升，不可持续的风险：**部分产品因疫情需要出现业绩大幅上升，随着疫情缓解除除，业绩可能出现下降。
- **竞争对手快速返回市场风险。**

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	589	2613	2848	3245	
现金	114	1888	2139	2311	
应收账款	24	138	74	194	
其他应收款	1	12	4	15	
预付账款	5	15	21	25	
存货	117	216	269	345	
其他流动资产	328	343	341	355	
非流动资产	34	295	695	1125	
长期投资	5	5	5	5	
固定资产	14	273	671	1100	
无形资产	3	2	2	1	
其他非流动资产	13	15	17	19	
资产总计	624	2907	3543	4370	
流动负债	128	310	392	504	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	69	142	160	221	
其他流动负债	60	168	231	283	
非流动负债	4	4	4	4	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	4	4	4	4	
负债合计	132	314	396	508	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	48	64	64	64	
资本公积	51	1770	1770	1770	
留存收益	393	760	1314	2029	
归属母公司股东权	491	2594	3147	3862	
负债和股东权益	624	2907	3543	4370	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	104	330	736	752	
净利润	146	367	553	715	
折旧摊销	11	44	106	175	
财务费用	4	0	0	0	
投资损失	-8	-15	-20	-26	
营运资金变动	-47	-68	97	-113	
其他经营现金流	192	435	456	828	
投资活动现金流	-175	-290	-486	-580	
资本支出	-10	-305	-507	-606	
长期投资	-171	0	0	0	
其他投资现金流	6	15	20	26	
筹资活动现金流	-30	1735	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	16	0	0	
资本公积增加	0	1719	0	0	
其他筹资现金流	-30	0	0	0	
现金净增加额	-104	1774	250	172	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	663	1460	2050	2625	
营业成本	376	877	1216	1539	
营业税金及附加	4	9	12	16	
销售费用	70	88	123	157	
管理费用	27	36	51	66	
财务费用	1	-2	-38	-43	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	8	15	20	26	
营业利润	164	413	622	804	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	164	413	622	804	
所得税	18	46	69	89	
净利润	146	367	553	715	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	146	367	553	715	
EBITDA	167	441	671	911	
EPS (元)	3.04	5.74	8.65	11.17	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	18.2%	120.4%	40.4%	28.1%
营业利润	-38.2%	152.0%	50.6%	29.2%
归属于母公司净利	-36.1%	152.2%	50.6%	29.2%
获利能力				
毛利率 (%)	43.2%	39.9%	40.7%	41.4%
净利率 (%)	22.0%	25.2%	27.0%	27.2%
ROE (%)	29.7%	14.2%	17.6%	18.5%
ROIC (%)	28.1%	13.6%	15.9%	16.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	21.2%	10.8%	11.2%	11.6%
净负债比率 (%)	27.0%	12.1%	12.6%	13.2%
流动比率	4.59	8.43	7.27	6.44
速动比率	3.44	7.60	6.46	5.65
营运能力				
总资产周转率	1.22	0.83	0.64	0.66
应收账款周转率	25.49	17.95	19.34	19.62
应付账款周转率	7.71	8.33	8.05	8.08
每股指标 (元)				
每股收益	3.04	5.74	8.65	11.17
每股经营现金流	1.63	5.15	11.51	11.74
每股净资产	10.23	40.53	49.17	60.35
估值比率				
P/E	39.47	43.03	28.57	22.11
P/B	11.72	6.09	5.02	4.09
EV/EBITDA	33.79	31.59	20.39	14.82

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人: 李婵, 研究助理, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。