



公司研究 | 深度报告 | 瑞迈特 (301367.SZ)

# 家用呼吸机龙头公司

## 报告要点

公司历经 2022-2024 年海外去库存，2025 年海外回到正常增长的节奏，叠加海外推出无噪音棉呼吸机的新品，迎来份额提升的阶段，海外未来维持较高的增速增长。在国内市场，家用呼吸机等家用医疗器械产品在 2025 年纳入国家补贴，补贴比例为 30%，在国补政策下，迎来家用呼吸机渗透率提升的时期；叠加瑞迈特自身渠道的变化将在 2025 年由部分经销转为直销，出厂价和毛利率提升，国内市场有望加快增长。因此未来 3 年公司迎来高速增速的黄金时期，估值有望重估。

## 分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005

SFC: BUZ392



徐晓欣

SAC: S0490522120001

瑞迈特 (301367.SZ)

2025-07-28

## 家用呼吸机龙头公司

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

### 家用呼吸机行业全球增速稳健，瑞迈特份额全球第二

家用呼吸机主要适用于呼吸和睡眠疾病人群，目前患病人数高、诊断率低、治疗率低。呼吸和睡眠疾病主要包括慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 和睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSA)。家用呼吸机由呼吸机主机、呼吸面罩和连接主机和面罩的呼吸管路构成。2020 年全球家用无创呼吸机市场达到约 27.1 亿美元。2020 年中国家用无创呼吸机市场规模达到约 12.3 亿元；2020 年全球通气面罩市场规模 16.2 亿美金，2016-2020 年年复合增长率 9.7%；中国通气面罩市场规模 1.9 亿元，5 年复合增长率 28.7%。

**全球家用呼吸机竞争格局集中，瑞迈特寡头垄断。**家用无创呼吸机厂家主要包括瑞迈特、飞利浦、费雪派克、律维施泰因 (万曼)、德百世、瑞迈特 (怡和嘉业)、鱼跃医疗。在呼吸机主机市场，2020 年全球市场瑞迈特占比 40.3%；中国市场瑞迈特占比 26.6%。在面罩市场，2020 年全球市场瑞迈特占比 64.7%；中国市场瑞迈特占比 37.7% 第一。

### 产品线齐全，全球份额持续提升

公司主要产品包括呼吸健康领域医疗设备与耗材产品，产品涵盖单水平呼吸机、双水平呼吸机、医用呼吸机、睡眠检测仪和高流量湿化氧疗仪，提供全产品线呼吸健康慢病管理服务。公司在美国、德国、中国均有诉讼，其中美国 6 件、德国 3 件、中国 13 件案件，但最终结构均是怡和胜诉，涉及的产品主要包括 G2S 呼吸机、G2 呼吸机、G3 呼吸机、高流量湿化氧疗仪、面罩等。

**瑞迈特产品在同类产品中展现性能优异，新款无噪音棉呼吸机有望成为抢占海外市场的有利产品。**从家用呼吸机的各项性能参数，包括呼吸暂停、低通气、气流受限、呼吸影响觉醒情况、漏气等多维度参数上看，瑞迈特的 G3 A20 和头部公司瑞迈特的 AirSense 11 相比处于同一水平线上。公司新推出无噪音棉呼吸机正在海外市场推广，无噪音棉呼吸机与传统家用呼吸机相比没有噪音棉但能实现降噪的效果，相比过去的家用呼吸机安全又有效，海外份额有望提升。

### 中国市场以旧换新政策和渠道的变化迎来加速期

2024 年 12 月将家用呼吸机、制氧机、轮椅等家用医疗器械加入补贴名单，家用呼吸机最高可享受 30% 的国家补贴，“国补”政策降低了购买的价格门槛，为家用呼吸机市场增长提供助力。公司之前的渠道主要是经销为主，通过多层级的经销商进入零售终端，下半年预计将渠道收回来，以经销变为直销的模式，客单价提高，有望带来业绩的增长。

**盈利预测：**公司是全球家用医疗器械龙头公司，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.55、3.32 和 4.33 亿元，对应的 PE 分别为 31.30、23.99 和 18.40，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1、海外销售不及预期风险；
- 2、新产品研发进度不及预期风险；
- 3、市场竞争加剧风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

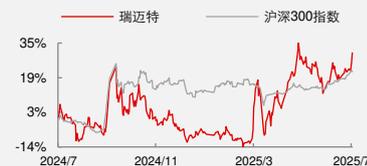
请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价(元)	88.99
总股本(万股)	8,960
流通A股/B股(万股)	5,652/0
每股净资产(元)	32.35
近12月最高/最低价(元)	95.75/58.43

注：股价为 2025 年 7 月 25 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

瑞迈特：海外库存周期结束进入快速增长期 .....	6
家用呼吸机：全球增速稳健 .....	9
产品线齐全，全球份额持续提升 .....	13
掌握核心技术，注重研发创新 .....	15
海外市场：新品无噪音呼吸机有望助力份额提升 .....	18
中国市场：国补+渠道整合迎来快速增长期 .....	20
风险提示 .....	22

## 图表目录

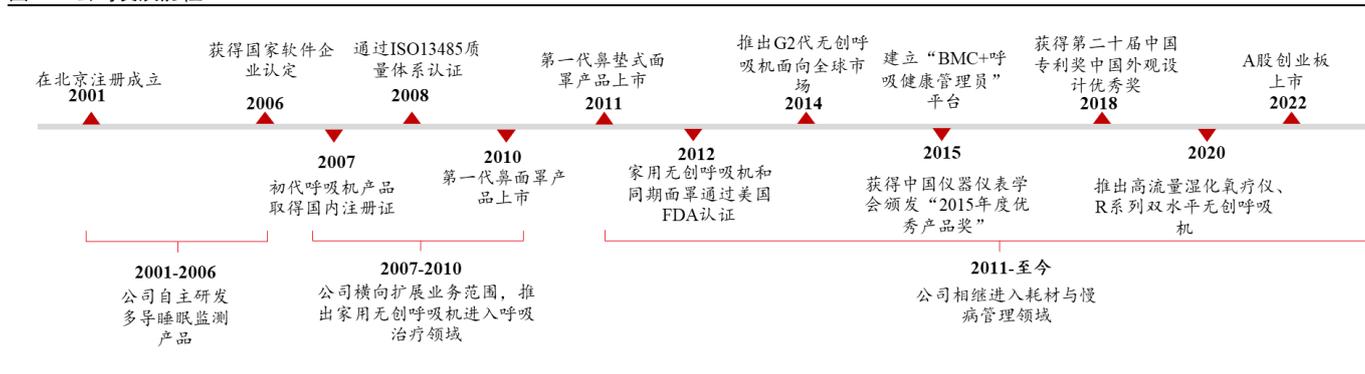
图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司产品线图 .....	6
图 3：公司股权结构 .....	7
图 4：2018-2025Q1 公司营业收入及增速 .....	7
图 5：2018-2025Q1 公司归母净利润及增速 .....	7
图 6：2018-2025Q1 公司毛利率和净利率 .....	8
图 7：2018-2024 年公司分产品线收入（亿元）及增速（%） .....	8
图 8：2018-2024 年公司分产品线收入占比及毛利率（%） .....	8
图 9：2018-2024 年公司海外收入、增速和毛利率 .....	9
图 10：2018-2021 年海外各个区域营业收入（亿元） .....	9
图 11：家用呼吸机结构拆解 .....	10
图 12：呼吸机核心部件图 .....	10
图 13：COPD 中国和美国患病人数、诊断人数和控制人数（百万人） .....	11
图 14：2016-2025E 中国 COPD 患病人数和增速（百万人） .....	11
图 15：OSA 中国和美国诊断率 .....	11
图 16：2016-2025 年 E 中国 30-69 岁 OSA 中国患病人数和增速 .....	11
图 17：2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模（出厂价口径） .....	12
图 18：2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模（出厂价口径） .....	12
图 19：2016-2025E 全球通气面罩市场规模（出场价口径） .....	12
图 20：2016-2025E 中国通气面罩市场规模（出场价口径） .....	12
图 21：2020 年全球家用无创呼吸机竞争格局（按销售额） .....	13
图 22：2020 年中国家用无创呼吸机竞争格局（按销售额） .....	13
图 23：2020 年全球通气面罩竞争格局（按销售额） .....	13
图 24：2020 年中国通气面罩竞争格局（按销售额） .....	13
图 25：2019-2025Q1 公司研发费用及增速 .....	15
图 26：2019-2025Q1 公司研发费用及研发费用率 .....	15
图 27：公司与瑞思迈专利官司时间线 .....	18
图 28：不同产品型号家用呼吸机对比 .....	19
图 29：G3 X 的压力反应，准确识别 100% 的中枢性呼吸暂停等 .....	20

图 30: G3 X 在阻塞性低通气的情况.....	20
图 31: G3 X 在中枢性呼吸暂停反应的情况.....	20
图 32: G3 X 在 Cheyne-Stokes 呼吸反应的情况 .....	20
图 33: 2025 年家用医疗器械纳入国家补贴 .....	21
图 34: 家用呼吸机厂家的渠道图解.....	21
表 1: 单水平和双水平呼吸机对比.....	9
表 2: 无创和有创呼吸机对标.....	9
表 3: 公司产品线梳理.....	13
表 4: 家用呼吸机不同产品的性能对比 .....	15
表 5: 通气面罩不同产品性能对比.....	16
表 6: 睡眠呼吸检测仪不同产品性能对比.....	17
表 7: 飞利浦召回事件梳理 .....	18
表 8: 公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元） .....	22

## 瑞迈特：海外库存周期结束进入快速增长期

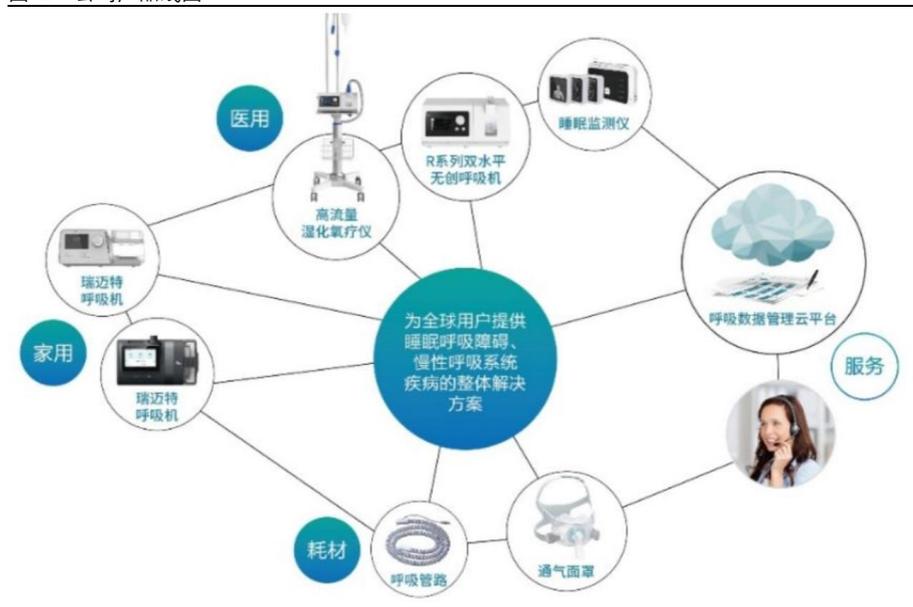
公司于2001年成立，以睡眠检测仪和睡眠记录器起家；2007年公司以“瑞迈特”为品牌的G1代单水平无创呼吸机研发成功标志业务由睡眠呼吸监测领域进入呼吸治疗领域。2012年公司生产的家用呼吸机获得美国FDA认证，进入美国市场；2014年公司向全球推出G2代无创呼吸机；2019年推出G3代单水平无创呼吸机；2020年公司进一步完善医用呼吸诊疗产品线，推出高流量湿化氧疗仪、R系列双水平无创呼吸机。目前公司产品线齐全，包括家用呼吸机、医用呼吸机、呼吸机相关耗材和睡眠检测仪等。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司招股说明书，长江证券研究所

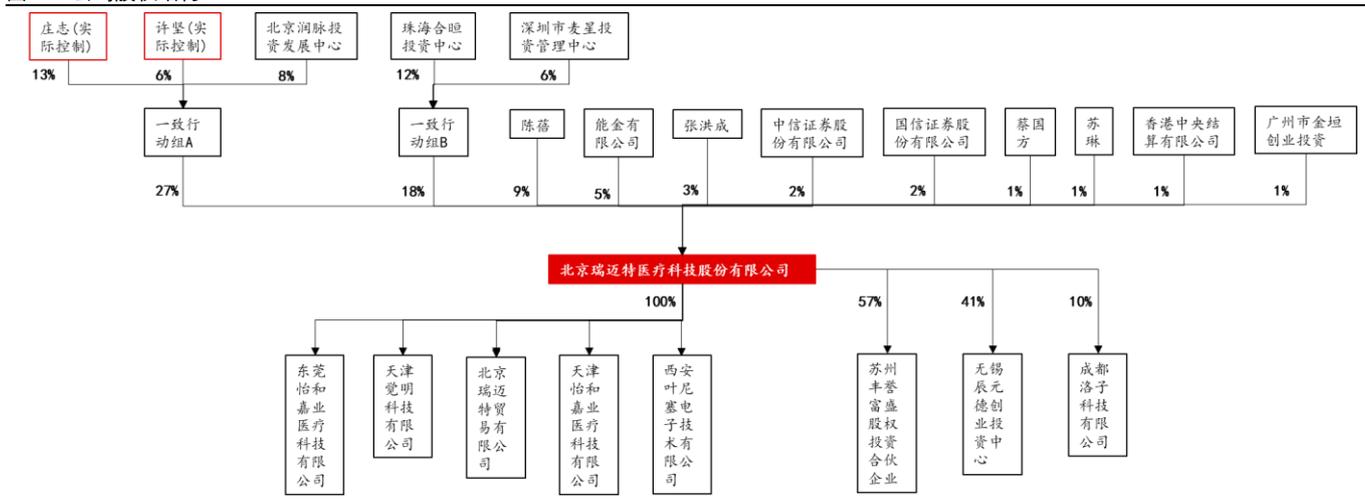
图 2：公司产品线图



资料来源：2024 年公司年报，长江证券研究所

**实际控制人直接持股 19.48%**。截至 2024 年底公司实际控制人为庄志和许坚，其中庄志直接持股 13.1%，许坚直接持股 6.38%；全资控股 4 家子公司，包括天津怡和、天津觉明、天津亿诺和叶尼塞。

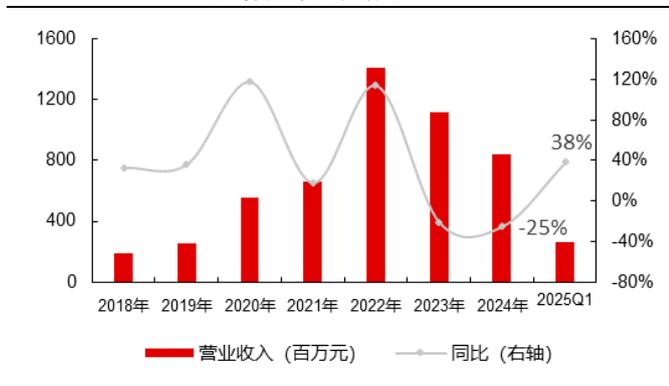
图 3：公司股权结构



资料来源：iFinD，长江证券研究所（备注：截至 2025Q1）

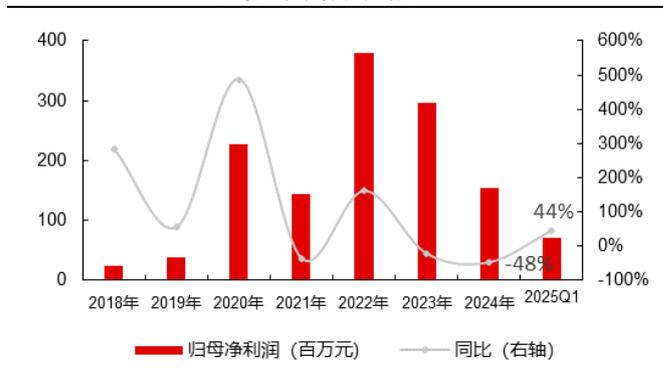
业绩维持稳健增长，北美去库存周期结束进入放量阶段。2020 年新冠全球呼吸机紧缺，公司受新冠疫情的影响，实现收入 5.6 亿元同比增长 117.29%，2021 年公司扣除新冠相关产品收入为 5.51 亿元，同比增长 109.59%。2022 年公司受益于飞利浦产品召回，业绩迎来快速增长；2023-2024 年北美市场进入去库存周期公司业绩有所下滑，2024Q4 开始恢复正常增长。

图 4：2018-2025Q1 公司营业收入及增速



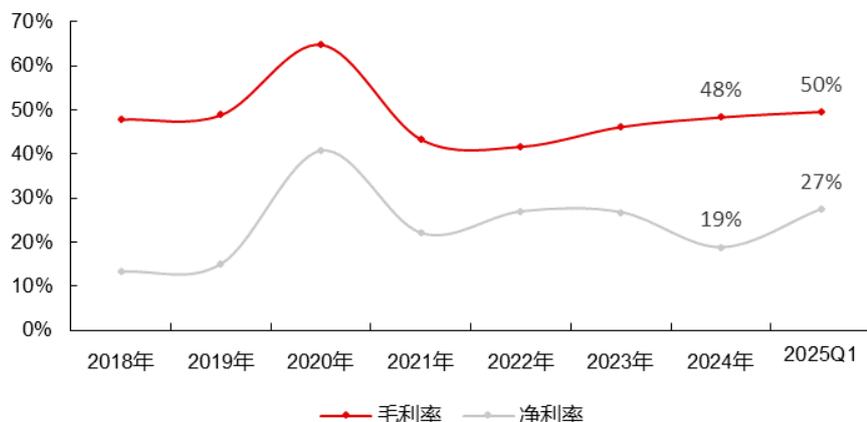
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 5：2018-2025Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

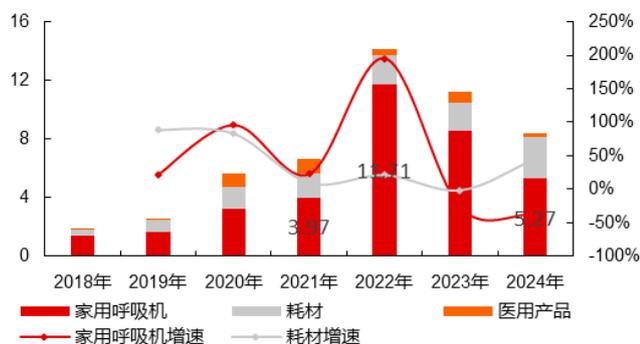
图 6：2018-2025Q1 公司毛利率和净利率



资料来源：iFinD，长江证券研究所

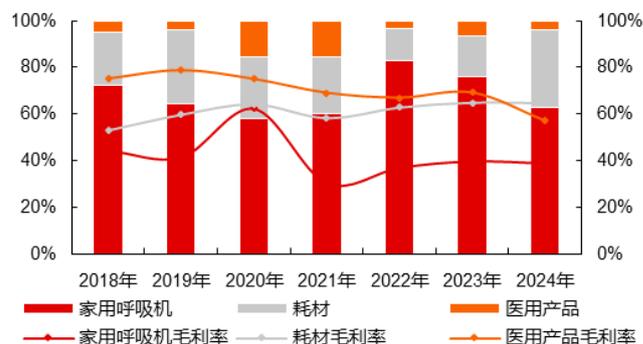
呼吸机为主要增长点，未来增长点主要来源于耗材。公司主要产品包括家用呼吸机、医用呼吸机和面罩等呼吸机相关配套耗材，其中呼吸机的使用年限平均在 5 年，面罩每半年更换一次。目前公司以家用呼吸机销售为主。

图 7：2018-2024 年公司分产品线收入（亿元）及增速（%）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

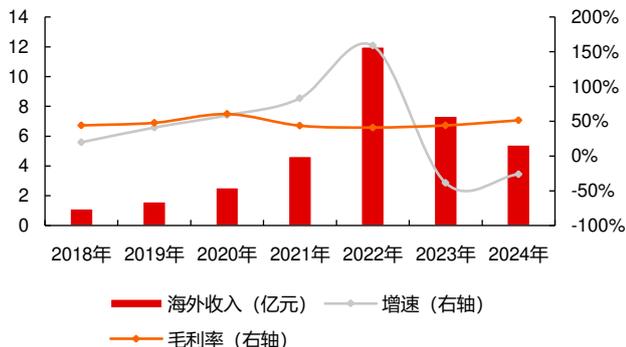
图 8：2018-2024 年公司分产品线收入占比及毛利率（%）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

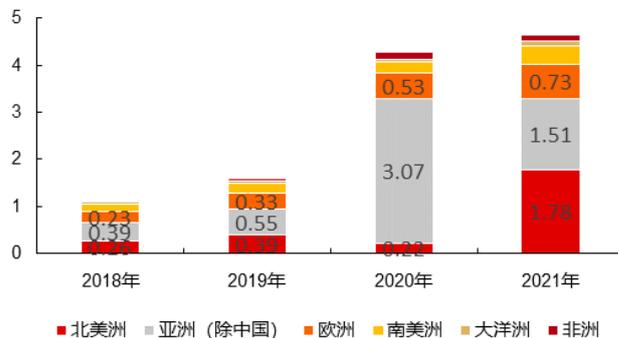
公司以海外收入为主，北美市场占比逐年提升，2021 年海外销售收入 4.64 亿元，同比增长 83.02%，占比 69.97%，其中北美市场收入 1.78 亿元，占比 26.91%，同比增长 706.14%。

图 9：2018-2024 年公司海外收入、增速和毛利率



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 10：2018-2021 年海外各个区域营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

## 家用呼吸机：全球增速稳健

家用呼吸机是一种通气机，用以代替、控制或改变人的正常生理呼吸，增加肺通气量，改善呼吸功能，减轻呼吸功能消耗的装置。根据连接方式可分为有创呼吸机和无创呼吸机，根据技术特点可分为单水平呼吸机和双水平呼吸机。

表 1：单水平和双水平呼吸机对比

	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	主要用于治疗睡眠呼吸暂停综合征主要用于治疗因阻塞型睡眠呼吸暂停和呼吸功能不征，向患者的气道输入稳定、连全症引起的慢性呼吸衰竭，减缓患者呼吸困难症状持续的加压气流，以防止气道塌陷并恢复其正常呼吸频率和心律，提升患者血氧饱和和引起呼吸暂停事件
用途		度值，降低二氧化碳滞留，改善血液 PH 值

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

表 2：无创和有创呼吸机对标

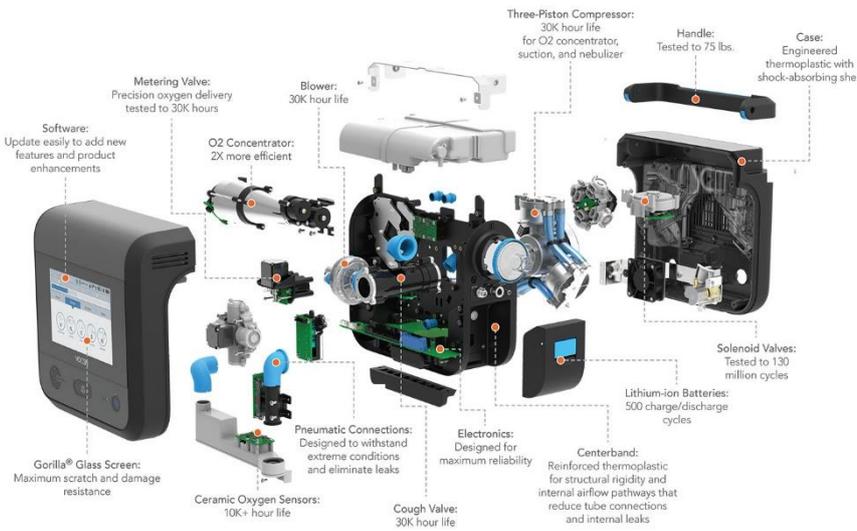
	无创呼吸机	有创呼吸机
定义	通过鼻、面罩、接口器等相对无创方式与呼吸机连接或无需建立人工气道的通气方式	通过气管插管或气管切开建立有创人工气道进行机械通气的方式
适应症	阻塞性睡眠呼吸暂停综合征 用于尚不必施行有创通气的急、慢性呼吸衰竭的治疗；撤离有创机械通气的过程中；肺水肿的治疗	经无创呼吸机治疗后患者病情无改善或更加恶化；意识障碍，气道保护能力差；重的脏器功能不全；呼吸形式严重异常；呼吸节律异常；严重通气（或）氧合障碍
通气模式	持续气道正压通气（CPAP） 双水平气道正压通气（Bi Level）	压力支持通气（PSV）；同步间歇性指令通气（SIMV）；容量控制通气（VCV）；压力控制呼吸模式（PCV）
应用场景	专业医疗机构的重症监护或普通病房、家庭护理环境	专业医疗机构的重症监护病房
企业代表	瑞思迈、飞利浦伟康、费雪派克、瑞迈特、鱼跃医疗等	洁定集团、哈美顿、德尔格、GE 医疗、迈瑞医疗等
优势	患者保持正常生理功能；痛苦小、易耐受；避免有创机械通气的并发症；避免或减少镇静剂的应用；医疗费用较低	管路密闭性好，人体配合好；有空氧混合气、可准确设置吸入氧浓度；气道管理容易保证；通气参数和报警设置完善，能够保证精确通气，并及时发现问题
劣势	气道密闭性差，容易漏气；监测报警设置简单；无法精确设置吸入氧浓度；气体加	容易导致面部损伤；管路复杂、体积大；无法保留患者正常的生理功能；病人耐受性

温加湿不充分；不利于气道分泌物引流，死腔较大，容易导致面部损伤等。差，需经常应用镇静、肌松药；机械通气相关并发症常见（口鼻粘膜和声带的损伤、呼吸机相关肺炎、呼吸机相关肺损伤等），部分患者容易导致呼吸机依赖；医疗费用昂贵

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

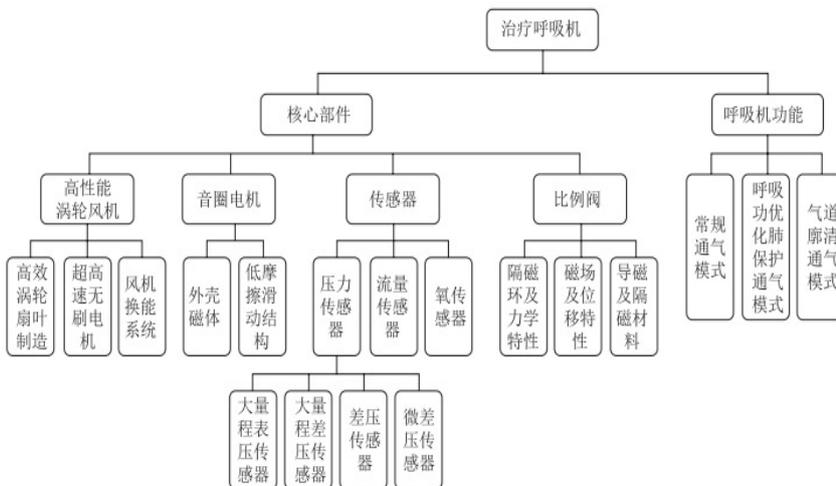
家用呼吸机组件主要材料是液态硅胶和塑胶。家用呼吸机由呼吸机主机、呼吸面罩和连接主机和面罩的呼吸管路构成。呼吸机主机的组成部件主要包括压缩机、涡轮风机、湿化器、传感器、芯片、电路板、过滤器、阀门、显示器件等。呼吸面罩属于消耗品，使用 3-6 月需要更换。

图 11：家用呼吸机结构拆解



资料来源：Ventec Life System，长江证券研究所

图 12：呼吸机核心部件图

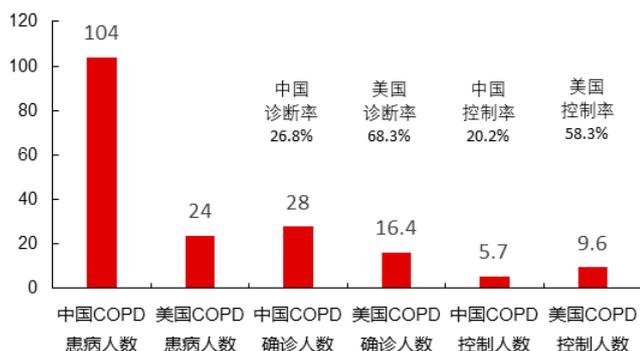


资料来源：《浅谈新冠疫情下我国呼吸机发展现状》，周学良，长江证券研究所

家用呼吸机主要适用于呼吸和睡眠疾病人群，目前患病人数高、诊断率低、治疗率低。呼吸和睡眠疾病主要包括慢性阻塞性肺疾病（COPD）和睡眠呼吸暂停低通气综合征

(OSA)。慢性阻塞性肺疾病是以气流受限为特点的常见呼吸系统疾病,具有患病率高、致残致死率高、病程及治疗周期长、急性加重期住院率高等特征,主要治疗策略包括药物治疗与非药物治疗,非药物治疗包括机械通气支持、氧疗、外科治疗、康复治疗等,其中家用双水平呼吸机是非药物治疗的首选治疗方案。2020 年全球 COPD 患者人数达 4.7 亿人,其中中国 COPD 患病人数高达 1.05 亿人,诊断率仅有 26.8%,控制率仅为 20.2%。

图 13: COPD 中国和美国患病人数、诊断人数和控制人数 (百万人)



资料来源:弗若斯特沙利文分析,公司招股说明书,长江证券研究所

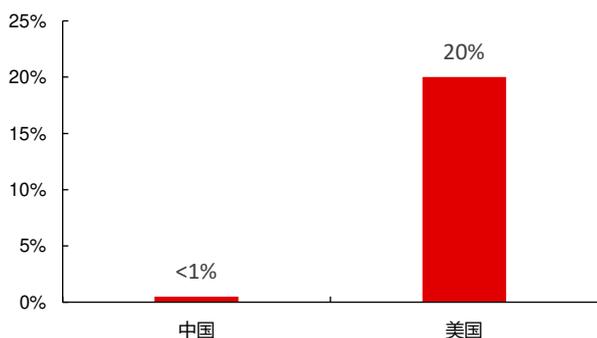
图 14: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数和增速 (百万人)



资料来源:弗若斯特沙利文分析,公司招股说明书,长江证券研究所

睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSA) 是在睡眠状态下反复出现呼吸暂停和低通气、睡眠中断等现象的呼吸性疾病,可引发冠状动脉粥样硬化性心脏病、心力衰竭等并发症,多发于肥胖及中老年人群。OSA 患者的治疗方案主要包括非药物治疗、药物治疗和一般治疗,其中无创呼吸机治疗是成人 OSA 患者的首选治疗手段。2020 年全球 30-60 岁的 OSA 患病人数 10.7 亿人,中国 30-60 岁的患病人群 2 亿人。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。

图 15: OSA 中国和美国诊断率



资料来源:弗若斯特沙利文分析,公司招股说明书,长江证券研究所

图 16: 2016-2025 年 E 中国 30-69 岁 OSA 中国患病人数和增速



资料来源:弗若斯特沙利文分析,公司招股说明书,长江证券研究所

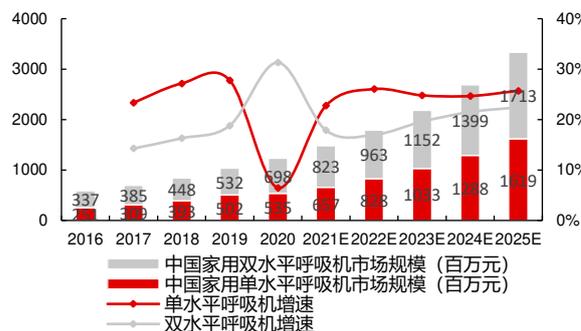
2020 年全球家用无创呼吸机市场达到约 27.1 亿美元。2020 年中国家用无创呼吸机市场规模达到约 12.3 亿元,其中单水平家用无创呼吸机市场规模约为 5.3 亿元,双水平家用无创呼吸机市场规模达到约 7.0 亿元。

图 17: 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模 (出厂价口径)



资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 公司招股说明书, 长江证券研究所

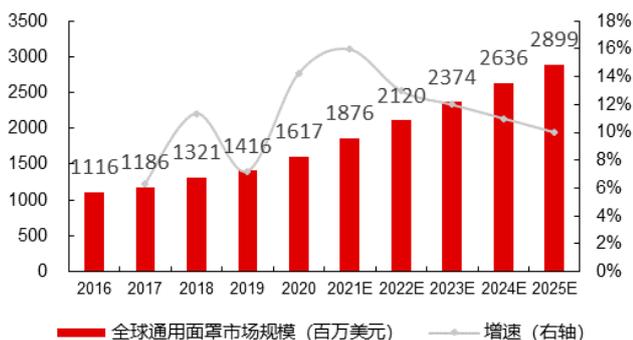
图 18: 2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模 (出厂价口径)



资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 公司招股说明书, 长江证券研究所

2020 年全球通气面罩市场规模 16.2 亿美金, 2016-2020 年年复合增长率 9.7%; 中国通气面罩市场规模 1.9 亿元, 5 年复合增长率 28.7%。未来随着 COPD 和 OSA 为主的睡眠健康领域相关疾病患者人数持续增长, 对家用无创呼吸机的需求也逐年增长。

图 19: 2016-2025E 全球通气面罩市场规模 (出厂价口径)



资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 公司招股说明书, 长江证券研究所

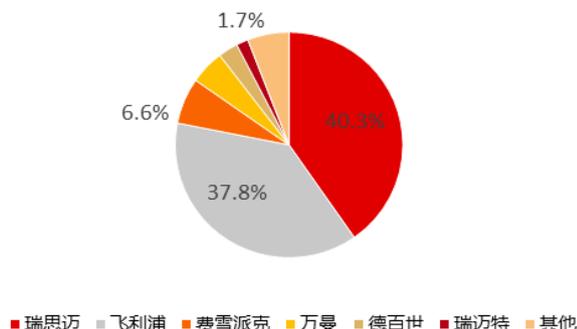
图 20: 2016-2025E 中国通气面罩市场规模 (出厂价口径)



资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 公司招股说明书, 长江证券研究所

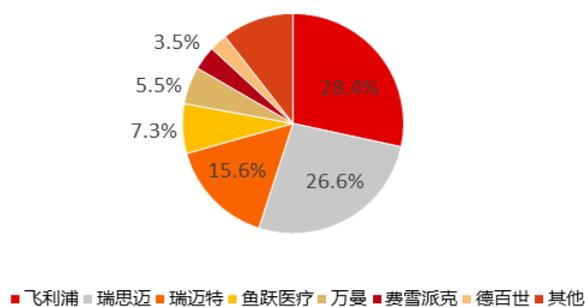
**全球家用呼吸机竞争格局集中, 瑞思迈寡头垄断。**家用无创呼吸机厂家主要包括瑞思迈、飞利浦、费雪派克、万曼、德百世、瑞迈特和鱼跃医疗。在呼吸机主机市场, 2020 年全球市场瑞思迈和飞利浦分别占比 40.3% 和 37.8%; 中国市场飞利浦和瑞思迈分别占比分别占比 28.4% 和 26.6%, 目前飞利浦已经退出美国市场。在面罩市场, 2020 年全球市场瑞思迈和飞利浦分别占比 64.7% 和 26.2%; 中国市场瑞迈特占比 37.7% 第一, 飞利浦和瑞思迈分别占比 23.4% 和 20.2%。

图 21: 2020 年全球家用无创呼吸机竞争格局 (按销售额)



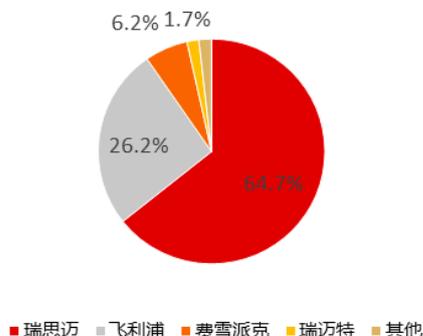
资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 22: 2020 年中国家用无创呼吸机竞争格局 (按销售额)



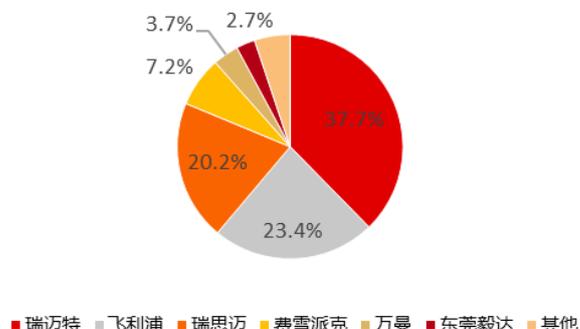
资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 23: 2020 年全球通气面罩竞争格局 (按销售额)



资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 24: 2020 年中国通气面罩竞争格局 (按销售额)



资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 公司招股说明书, 长江证券研究所

## 产品线齐全, 全球份额持续提升

公司主要产品包括呼吸健康领域医疗设备与耗材产品, 产品涵盖单水平呼吸机、双水平呼吸机、医用呼吸机、睡眠检测仪和高流量湿化氧疗仪, 提供全产品线呼吸健康慢病管理服务。

表 3: 公司产品线梳理

产品线	产品类别	产品简介与功能	用途	实物图片
家用无创呼吸机	单水平睡眠呼吸机	该产品应用自动漏气补偿、自动开关机、呼气减压, 延时升压、自动温湿度控制等技术, 配备一体式加湿化器和一体式加热管路, 能够在吸气和呼气时提供相同的治疗压力, 用于打开气道。	适用于鼾症、以 OSA 为主的 SAHS 患者的治疗	
	双水平睡眠呼吸机	该产品具备双水平自动调压功能, 应用自动漏气补偿、自动开关机、呼气减压、延时升压、吸气时间控制等技术, 配备一体式加湿化器, 可实现 8 个档位的呼吸触发灵敏度调节, 能够在患者呼气时, 输出低压力气流; 患者吸气时, 输出高压气流, 使患者的上呼吸道保持通畅状态。	适用于以 OSA 为主的 SAHS、严重鼾症的患者的治疗	

双水平肺病呼吸机	<p>该产品可实现无创呼吸机基础模式全覆盖，应用自动漏气补偿、自动开关机、呼气减压、延时升压、潮气量实时监测与设定、自动加湿、吸气时间控制等技术，配备一体式加湿湿化器，可实现 8 个档位的呼吸触发灵敏度调节，能够实时显示呼吸波形，通过吸气压和呼气压之间的差值增加呼吸功能不全患者的通气量，使呼吸功能不全的患者有效缓解二氧化碳潴留，从而最终改善患者的呼吸功能。</p>	适用于以 COPD 为主的呼吸功能不全患者的治疗	
E5 系列单水平睡眠呼吸机	<p>E5 外壳结合了亚光磨砂质感与丝带设计。采用了自动漏气补偿、自动开关机、呼气减压、延时升压、以及自动温湿度控制等核心技术，旨在为用户提供最优的治疗体验。同时配备了一体式加湿湿化器和 15mm 一体式加热管路，通过温湿度传感器和温湿度算法，确保用户整夜舒适。</p>	适用于鼾症、以 OSA 为主的 SAHS 患者的治疗	
E5 系列双水平睡眠呼吸机	<p>E5 系列呼吸机具备双水平自动调压功能，专为提供个性化呼吸支持而设计。该产品应用了自动漏气补偿、自动开关机、延时升压、吸气时间控制、压力上升时间控制等先进技术，优化患者的呼吸体验。同时配备的一体式加湿湿化器，不仅确保舒适的湿度调节。还支持 8 个档位的呼吸触发灵敏度调节。在患者呼气时，E5 输出呼气压，减少呼气阻力；而在患者吸气时，E5 则提供吸气压，有效保持上通道的通畅，确保治疗过程的高效与舒适。</p>	适用于以 OSA 为主的 SAHS、严重鼾症的患者治疗	
P5 系列单水平睡眠呼吸机	<p>P5 系列单水平呼吸机可探测多种睡眠呼吸事件。通过水量检测功能确保湿化器水位不足时及时提醒。增加的传感器能够精确监测环境温度变化，保证用户感受到的气流温度和湿度稳定。升级的低噪设计有效减少动、静态噪音，帮助用户获得更宁静的睡眠。通过云端数据管理平台，医生和患者可以在不同端口查看或管理治疗数据，帮助医生实现数据分析。</p>	适用于以 OSA 为主的 SAHS、严重鼾症的患者治疗	
P5 系列双水平睡眠呼吸机	<p>产品支持自定义吸气和呼气灵敏度，能够在吸气和呼气的不同阶段调整压力，并且可调节压力上升时间，组合后可提供更加舒适的定制治疗体验。根据不同用户的吸气和呼气习惯与体征，设备可以高度自定义，确保在用户的每一次呼吸都能实现压力支持，提升治疗的个性化和舒适度。</p>	适用于鼾症、以 OSA 为主的 SAHS 患者的治疗	
全脸面罩	<p>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。</p>	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	<p>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。</p>	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	<p>仅鼻垫，采用人体工学设计，结构较为轻盈。</p>	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	
睡眠呼吸初筛仪	<p>腕表式睡眠呼吸初筛仪，能够实时监测血氧、脉率、口鼻气流、鼾声、胸腹呼吸、体位等数据，支持蓝牙数据传输。</p>	通过检测睡眠呼吸事件，用于 SAHS 的筛查	
睡眠监测仪	<p>多导睡眠呼吸监测仪，支持全模式呼吸机压力滴定、音视频同步监测、平板电脑蓝牙连接、导联指引辅助功能，并具备数据分析功能。</p>	用于监测受检者睡眠过程中的血氧饱和度生理参数并可显示呼吸机输出的 CPAP 压力，辅助医生对 SAHS 进行诊断	
H-80 系列高流量湿化氧疗仪	<p>自动/手动混氧，可设置目标氧浓度与目标温度，可调节 7 档湿度补偿，最高 80L/min 稳定流量输出，可根据患者呼吸实际情况实时调整流量。采用免消毒设计，具备热待机、耗材自动提醒、数据回顾、报警提示等功能。</p>	适用于有自主呼吸的患者，通过提供一定流量、加温湿化的呼吸气体进行有效的治疗。	

高流量 湿化氧 疗仪	HT 系列高 流量湿化 氧疗仪	自动/手动混氧，可设置目标氧浓度和温度，可调节 7 档湿度补偿，最高 90L/min 稳定流量输出，拥有 AutoFlow 和 SmartFlow 智能模式。具备双重防护、多套快捷应用方案、ROX 指数实时监测、8 寸触摸屏、高低压氧源接口、配套中央护士站管理系统，可实现多达 64 床设备的无线数据传输和集中管理等功能。	适用于有自主呼吸的患者，通过提供一定流量、加温湿化的呼吸气体进行有效的治疗。	
医用双 水平无 创呼吸 机	R 系列双 水平无创 呼吸机	拥有高流量功能的双水平无创呼吸机，采用双界面设计。无创呼吸机功能：最大治疗压力 50hPa，涵盖所有基础模式，可设置潮气量、氧浓度、吸气时间、温度、呼吸触发灵敏度等参数，具备自动混氧功能。高流量功能：最高 80L/min 稳定流量输出，可设置氧浓度与温度，调节 7 档湿度补偿，并能根据患者呼吸实际情况实时调整流量。采用免消毒设计，具备自动混氧、热待机、耗材自动提醒、数据回顾、报警提示等功能。	适用于以 OSA 为主的 SAHS、严重打鼾以及以 COPD 为主的呼吸功能不全患者的治疗	

资料来源：公司年报，长江证券研究所

## 掌握核心技术，注重研发创新

公司注重研发创新，建立了一支由清华大学、中科院、西安交大等高校毕业生为核心成员的高技术研发团队，并且牵头承担和参与了多个国家科技部重点专项中的研究项目，建立了科学有效的产学研医合作创新机制，与多家知名高校、医院建立合作关系。截至 2024 年底，公司拥有 633 项国内专利，国际专利 202 项，其中包括美国专利 39 项、欧洲专利 30 项。

图 25：2019-2025Q1 公司研发费用及增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 26：2019-2025Q1 公司研发费用及研发费用率



资料来源：iFinD，长江证券研究所

## 产品可媲美进口

公司的家用呼吸机在压力调节范围、呼气减压功能等主要性能与进口厂商没有明显的差异，但在噪音方面稍高于瑞思迈，并且肺泡通气量功能还在研发中。

表 4：家用呼吸机不同产品的性能对比

产品类型	项目	瑞迈特 (怡和嘉业)	瑞思迈	飞利浦伟康	费雪派克	技术指标、核心参数、性能差异情况
单水平呼吸机	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 单水平睡眠呼吸机系列 AirCurveTM 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 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
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	/	/
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	/	/	无明显差异
双水平呼吸机 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

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司通气面罩相比于进口更优，噪音方面声功率和声压没有明显差异，在气流阻力方面相比于进口厂商产品数值较小，面罩佩戴更为舒适。

表 5：通气面罩不同产品性能对比

产品类型	项目	瑞迈特	瑞思迈	飞利浦伟康	费雪派克	技术指标、核心参数、性能差异情况
	代表性产品型号	五系全脸面罩	AirFitTM F20	Amara	SimplusTM	/
全脸面罩	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: 0.6 cmH2O 100L/min: 1.5 cmH2O	50L/min: 0.17 ± 0.1 cmH2O 100L/min: 0.64 ± 0.1 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 dBA 声压: 20 dBA	声功率: 28.8 dBA ± 2.5 dBA 声压: 17.8 dBA ± 2.5 dBA	无明显差异
	代表性产品型号	五系鼻面罩	AirFitTM N20	Pico Traditional Nasal Mask	EsonTM (with Diffuser)	/
鼻面罩	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: 0.4 cmH2O 100L/min: 1.4 cmH2O	50L/min: 0.14 ± 0.1 cmH2O 100L/min: 0.65 ± 0.1 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: 24 dBA ± 3 dBA 声压: 15 dBA ± 3 dBA	声功率: 27 dBA 声压: 19 dBA	声功率: 30 dBA ± 2.5 dBA 声压: 22 dBA ± 2.5 dBA	无明显差异
	代表性产品型号	P2	AirFitTM P10	Nuance Pro gel pillows mask (Small)	BrevidaTM (XS-S mask with Diffuser)	/
鼻垫式面罩	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: 1.4 cmH2O 100L/min: 5.5 cmH2O	50L/min: 1.7 cmH2O ± 10% 100L/min: 6.3 cmH2O ± 11%	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: 27 dBA 声压: 19 dBA	声功率: 25.4 dBA ± 2.5 dBA 声压: 17.5 dBA ± 2.5 dBA	无明显差异

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

睡眠呼吸检测仪为公司起家产品，目前在血氧保护度精度略低于竞品，其他参数与进口没有显著差异。医用呼吸机为公司高管起步产品，公司在温度和流量设置方面扩大范围，产品的压力误差较低，可以实现基本的国产替代。

表 6：睡眠呼吸检测仪不同产品性能对比

产品类型	项目	瑞迈特	飞利浦伟康	费雪派克	技术指标、核心参数、性能差异情况
睡眠呼吸检测仪	代表性产品型号	H2 系列	Alice PDx	/	/
	脑电、眼动电、颌肌电、心电 1	支持	支持	/	无明显差异
	血氧饱和度显示范围	0-100%	0-100%	/	无明显差异
	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	/	MyAIRVOTM 2	/
	湿度性能	在目标温度 37℃ 条件下，具有不少于 33 mg/L 的湿化系统输出能力	/	在目标设定温度为 37℃ 条件下，具有 > 33 mg/L 的湿化系统输出能力	无明显差异
	氧浓度调节方式	自动/手动调节	/	手动调节	公司产品增加了自动调节氧浓度的方式
	氧浓度设置	21% ~ 100%	/	/	公司产品增加了自动调节氧浓度的设备，可进行氧浓度设置
高流量湿化氧疗仪	温度设置	29℃ ~ 37℃ (9 档可调)	/	37℃、34℃、31℃ (3 档可调)	公司产品增加了温度范围和挡位数量
	流量设置	2-80 L/min	/	2-60 L/min	公司产品流量范围更广

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

## 与瑞思迈专利官司多场胜诉

公司在美国、德国、中国均有诉讼，其中美国 6 件、德国 3 件、中国 13 件案件，但最终结果均是怡和胜诉，涉及的产品主要包括 G2S 呼吸机、G2 呼吸机、G3 呼吸机、高流量湿化氧疗仪、面罩等。

公司在与瑞思迈的纠纷中涉诉怡和专利只有 1 项发明专利，专利保护的是用户在夜间使用呼吸机产品时的照明功能，不是呼吸机产品的核心专利。涉及瑞思迈的专利技术主要是结构设计的技术：1.呼吸机方面，呼吸机加热底板的结构设计方式，加湿器进排气口相关结构设计以及密封方式等结构设计领域；2.面罩方面，框架、弯管可插拔、排气孔和衬垫等的结构方式。

图 27：公司与瑞思迈专利官司时间线



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

## 海外市场：新品无噪音呼吸机有望助力份额提升

飞利浦产品已经退出美国市场。2021 年开始，飞利浦呼吸机召回事件持续发酵。2021 年 4 月，公司首次承认其呼吸机产品可能存在安全问题；6 月，其宣布在全球范围内召回呼吸机和 CPAP 呼吸设备。

表 7：飞利浦召回事件梳理

公告时间	产品型号	涉及地区和国家	召回级别	召回原因简述
2021/4/14	BiPAP A30、BiPAP A40	中国、美国、日本、巴西	二级	可能含有不合格的塑料材料聚酯基聚氨酯（PE-PUR）泡沫，导致设备在使用过程中突然或立即发生故障。
2021/4/15	V60	美国	二级	发现部分备用电池在生产过程中出现了问题并发送给了客户。
2021/6/16	BiPAP autoSV, BiPAP autoSV Advanced System One 等	全球	二级	呼吸机中使用的 PE-PUR 消音泡沫可能会降解出颗粒被用户吸入、可能会挥发出某些有机化合物。
2021/6/16	Trilogy 100, BiPAP A30, BiPAP A40 等	全球	二级	
2022/6/16	V60、V60 Plus	全球	一级	发现 V60 呼吸机设备存在影响呼吸机内部电路的问题，在某些小概率情况下，可能导致呼吸机停止运行。没有解决导致最大系统压力的问题

资料来源：飞利浦官网，长江证券研究所

瑞迈特产品在同类产品中展现性能优异，从家用呼吸机的各项性能参数，包括呼吸暂停、低通气、气流受限、呼吸影响觉醒情况、漏气等多维度参数上看，瑞思迈的 G3 A20 和头部公司瑞思迈的 AirSense 11 相比处于同一水平线上。

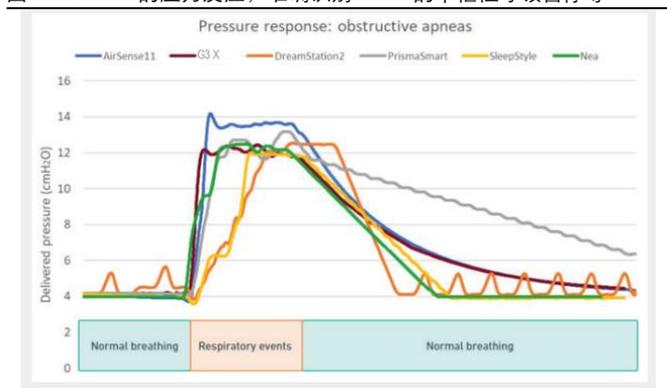
图 28：不同产品型号家用呼吸机对比

	AirSense 11 <i>Rescan</i>	Dream Station 2 <i>COE</i>	Nea Sefam <i>Analyze</i>	Prisma Smart max <i>PrismaTS</i>	SleepStyle <i>Oscar</i>	G3 A20 <i>PAP Link</i>
Nature of apneas	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Nature of hypopneas	✗	✗	✓	✓	✗	✓
Flow limitation	✓ Pattern index	! <i>In theory, but not observed during our tests</i>	✓ Events	✓ Duration and % of time with flow limitation	✓ Events	✓ Events with intensity (IFL, mild, moderate, severe)
RERA	✓ RERA index and events	✓ RERA index and events	✗	✓ RERA index and events	✗	✓ RERA events
Snoring	✓ Snoring index	✓ Vibrational snoring	✓ Snoring breaths	✓ Vibrational snoring	✗	! <i>In theory, but not observed during the tests</i>
CSR	✓ % of time with CSR	! <i>In theory (Periodic Respiration) but not seen during the tests</i>	✗	✓ Event and duration of Periodic Breathing	✗	✓ Event and duration of Periodic Breathing
High leak	! Unidentified events when leaks are high Red line at 24 L/min	✓ Time and % in large leaks Red box on high leaks	✓ Time and % in large leaks	✓ % of time in large leaks Alerts on critical leaks	✓ Gray boxes with high leaks periods	✓ Time and % in large leaks

资料来源：KerNel Biomedical，长江证券研究所

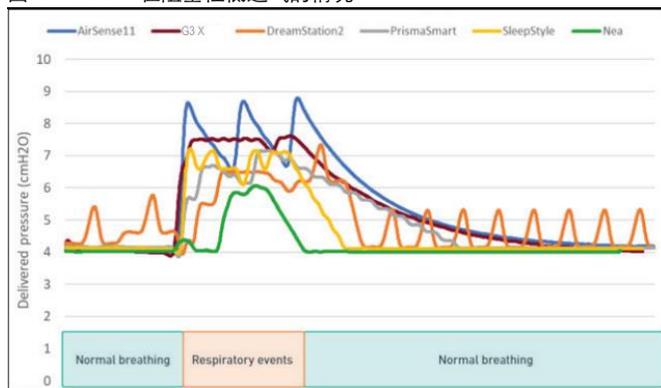
**新款无噪音棉呼吸机有望成为抢占海外市场的有利产品。**公司新推出无噪音棉呼吸机正在海外市场推广，无噪音棉呼吸机与传统家用呼吸机相比没有噪音棉但能实现降噪的效果，相比过去的家用呼吸机安全又有效，海外份额有望持续提升。

图 29: G3 X 的压力反应, 准确识别 100% 的中枢性呼吸暂停等



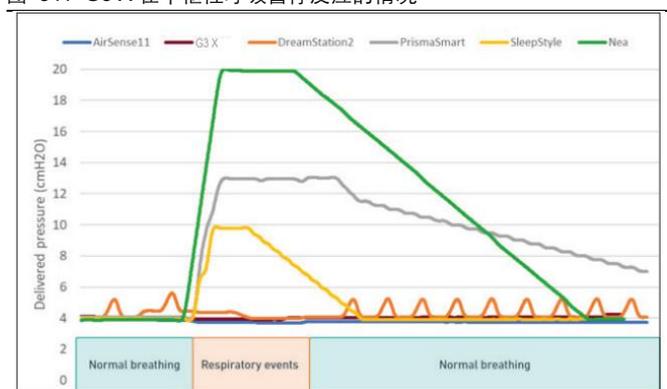
资料来源: React Health, 长江证券研究所

图 30: G3 X 在阻塞性低通气的情况



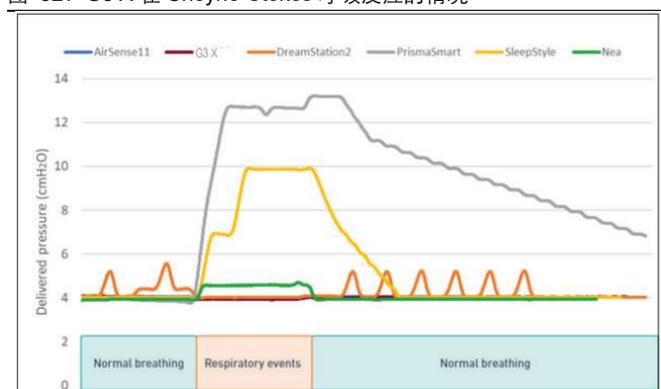
资料来源: React Health, 长江证券研究所

图 31: G3 X 在中枢性呼吸暂停反应的情况



资料来源: React Health, 长江证券研究所

图 32: G3 X 在 Cheyne-Stokes 呼吸反应的情况



资料来源: React Health, 长江证券研究所

## 中国市场: 国补+渠道整合迎来快速增长期

2025 年家用医疗器械国家补贴政策落地, 家用呼吸机最高可享受 30% 的国家补贴。“国补”政策降低了购买的价格门槛, 为家用呼吸机市场增长提供助力。根据弗若斯特沙利文的 2024 年 8 月数据, 瑞迈特 2023 年在中国家用无创呼吸机市场的占有率达到 30.6%。

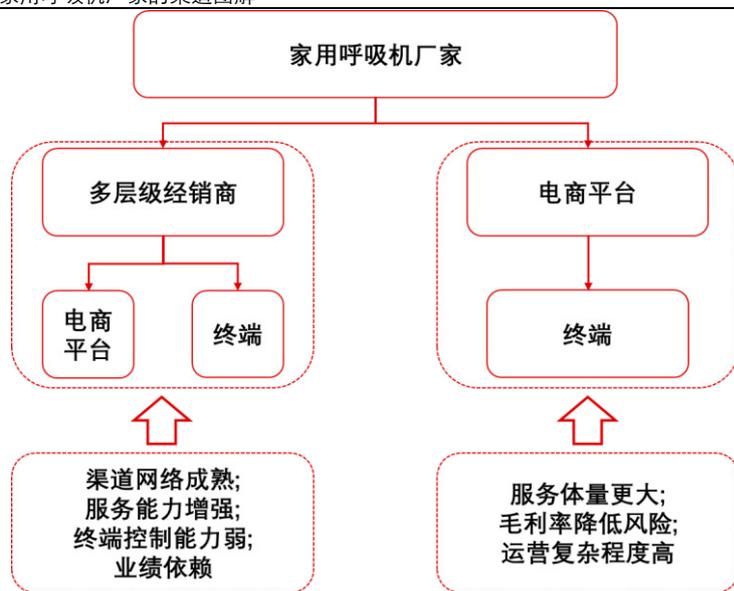
图 33：2025 年家用医疗器械纳入国家补贴



资料来源：美致惠健康大药房微信公众号，长江证券研究所

电商新渠道有望带来业绩较快增长。过去中国家用无创呼吸机以经销渠道为主，通过多层级的经销商进入零售终端。近几年电商渠道面临着平台合作分成、促销活动压低价格，导致公司毛利率降低，对于品牌影响力和运营能力要求更高。瑞迈特在渠道上将有所调整，有望带动毛利率提升和业绩的增长。

图 34：家用呼吸机厂家的渠道图解



资料来源：动脉网，长江证券研究所

## 风险提示

- 1、海外销售不及预期风险：**海外市场销售存在关税、库存等不确定因素，销售不及预期或影响公司的业绩。
- 2、新产品研发进度不及预期风险：**新产品研发进度不及预期可能影响公司中长期产品迭代，影响公司中长期业绩。
- 3、市场竞争加剧风险：**家用呼吸机国厂厂家数量未来或快速增长，市场竞争或加剧，产品价格或下降，或影响公司业绩。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险，**则盈利预测和估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期等。悲观假设下，我们假设公司国内和海外收入增速不及预期，基于上述假设，预测 2025-2026 年公司营收分别为 10.51 和 12.09 亿元；预计 2025-2026 年归母净利润分别为 2.17 和 2.53 亿元。

表 8：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

	基准情形				悲观情形			
	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	11.22	8.43	11.10	14.39	11.22	8.43	10.51	12.09
yoy	-21%	-25%	32%	30%	-21%	-25%	25%	15%
归母净利润	2.97	1.55	2.55	3.32	2.97	1.55	2.17	2.53
yoy	-22%	-48%	64%	31%	-22%	-48%	39%	17%

资料来源：iFinD，长江证券研究所

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>843</b>	<b>1110</b>	<b>1439</b>	<b>1809</b>	货币资金	525	681	996	1328
营业成本	436	572	739	913	交易性金融资产	2286	2286	2286	2286
<b>毛利</b>	<b>408</b>	<b>537</b>	<b>700</b>	<b>896</b>	应收账款	186	183	296	307
%营业收入	48%	48%	49%	50%	存货	102	184	186	271
营业税金及附加	8	10	13	16	预付账款	12	14	18	23
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	24	45	33	56
销售费用	113	109	142	181	<b>流动资产合计</b>	<b>3136</b>	<b>3393</b>	<b>3815</b>	<b>4270</b>
%营业收入	13%	10%	10%	10%	长期股权投资	157	157	157	157
管理费用	61	55	72	90	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	7%	5%	5%	5%	固定资产合计	30	23	17	10
研发费用	125	111	144	181	无形资产	6	6	6	6
%营业收入	15%	10%	10%	10%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-14	-12	-15	-22	递延所得税资产	6	6	6	6
%营业收入	-2%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	90	90	90	90
加: 资产减值损失	-15	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>3425</b>	<b>3675</b>	<b>4091</b>	<b>4538</b>
信用减值损失	-3	0	0	0	短期贷款	385	385	385	385
公允价值变动收益	10	0	0	0	应付款项	86	73	132	121
投资收益	50	6	7	9	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>178</b>	<b>286</b>	<b>373</b>	<b>486</b>	应付职工薪酬	28	33	42	52
%营业收入	21%	26%	26%	27%	应交税费	5	6	7	9
营业外收支	-2	0	0	0	其他流动负债	75	83	96	111
<b>利润总额</b>	<b>176</b>	<b>286</b>	<b>373</b>	<b>486</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>579</b>	<b>579</b>	<b>662</b>	<b>678</b>
%营业收入	21%	26%	26%	27%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	18	31	41	53	应付债券	0	0	0	0
净利润	159	255	332	433	递延所得税负债	1	1	1	1
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>155</b>	<b>255</b>	<b>332</b>	<b>433</b>	其他非流动负债	8	6	5	4
少数股东损益	3	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>587</b>	<b>585</b>	<b>668</b>	<b>683</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.74</b>	<b>2.84</b>	<b>3.71</b>	<b>4.84</b>	归属于母公司所有者权益	2828	3081	3413	3847
					少数股东权益	9	9	9	9
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>2838</b>	<b>3090</b>	<b>3423</b>	<b>3856</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>3425</b>	<b>3675</b>	<b>4091</b>	<b>4538</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>154</b>	<b>155</b>	<b>309</b>	<b>324</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	52	6	7	9		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-144	0	0	0	每股收益	1.74	2.84	3.71	4.84
资本性支出	-15	0	0	0	每股经营现金流	1.72	1.73	3.45	3.62
其他	-494	0	0	0	市盈率	36.21	31.30	23.99	18.40
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-601</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	市净率	2.00	2.59	2.34	2.07
债券融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	41.31	27.92	20.63	15.26
股权融资	0	-2	0	0	总资产收益率	4.5%	6.9%	8.1%	9.5%
银行贷款增加 (减少)	385	0	0	0	净资产收益率	5.5%	8.3%	9.7%	11.3%
筹资成本	-67	0	0	0	净利率	18.4%	23.0%	23.1%	23.9%
其他	-77	-2	-1	-1	资产负债率	17.1%	15.9%	16.3%	15.0%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>240</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	总资产周转率	0.27	0.31	0.37	0.42
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-207</b>	<b>156</b>	<b>315</b>	<b>332</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 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。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。