

2026年02月03日

海圣医疗(920166.BJ): 麻醉监护医疗器械小巨人, 麻醉监护精准化矩阵驱动成长

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨(分析师)

车欣航(分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

chexinhang@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

证书编号: S0790525050001

● **海圣医疗: 麻醉、监护类医疗器械细分领域国家级专精特新“小巨人”**

海圣医疗是面向全球的麻醉、监护类医疗器械综合产品提供商, 为国内该细分领域头部企业, 获评国家级专精特新“小巨人”、浙江省隐形冠军企业等。公司产品广泛应用于麻醉科、ICU、急诊科等临床科室。技术研发上, 截至2025年6月30日, 公司已先后承担国家、省、市级重大科技项目十余项, 已累计获国家授权专利63项, 其中发明专利13项。经营层面, 2024年公司营收3.04亿元, 同比微降0.70%, 归母净利润7091.75万元; 2025年前三季度营收、归母净利润同比分别增长19.89%、26.70%, 增长态势向好。2024年公司麻醉、监护、手术及护理类耗材主营营收占比分别为52.60%、36.59%、10.47%。盈利方面, 2024年毛利率52.09%; 净利率23.35%。销售以境内经销为主, 境外以OEM模式拓展。

● **低值医用耗材2024年市场规模1852亿元, 同比增长**

医用耗材作为医疗器械重要分支, 涵盖一次性麻醉、监护等器械, 应用广泛且需求刚性。全球医疗器械行业呈稳步增长态势, 2023年市场规模达4793.6亿美元, 预计2028年将增至6379.6亿美元, 美欧日等发达地区占据主要市场份额。我国医疗器械市场发展迅猛, 2017-2024年市场规模从4403亿元增至11544亿元, 复合增长率14.76%, 远超全球同期水平, 预计2030年将突破1.66万亿元。行业呈现企业数量多、规模小、同质化明显、集中度低的特点, 高端领域仍由外资主导, 进口替代空间广阔。我国药械消费比仅为1:0.35, 远低于世界平均及发达国家水平, 市场增长潜力较大。2024年我国医疗仪器及器械进出口总额达322.58亿美元, 出口占比超六成。低值医用耗材市场表现亮眼, 2024年市场规模达1852亿元, 同比增长19.49%, 2015年以来复合增长率高达19.49%, 伴随人口老龄化、医疗投入增加等因素, 未来市场空间广阔。

● **公司优势: 有创血压传感器封装、生物电信号获取等技术引领行业进步**

海圣医疗已构建覆盖麻醉、监护、手术及护理三大品类的核心技术矩阵, 凭借14项核心技术构筑坚实技术壁垒, 其中有创血压传感器封装、生物电信号获取等技术引领行业进步, 有效解决了传统产品操作不便、交叉感染等痛点, 使公司产品在安全性、数据精度等方面具备显著优势, 适配复杂临床场景。技术转化与资质认证成果丰硕, 公司累计拥有53项境内医疗器械注册证/备案证(含11项III类注册证), 2项美国FDA注册及12项欧盟CE认证, 产品合规性覆盖全球主要市场。研发团队与投入持续强化, 截至2025年6月, 研发人员达53人, 占比10.58%, 硕博占比20.75%, 来自中科院研究生院、哈工大等知名院校。2024年研发费用1615.78万元, 占营收5.32%, 2025年前三季度研发费用同比增长21.67%, 持续夯实创新基础。市场布局方面, 公司产品进入超600家三甲医院, 包括北京协和、瑞金医院等知名机构, 市场份额名列前茅; 境外积极拓展, 与美敦力/柯惠医疗等国际巨头建立稳定合作, 成为重要发展战略。

● **风险提示: 新产品研发风险、欧盟MDR新规政策变动风险、新股破发风险**

相关研究报告

《新一轮北证50成分预计3月将迎来调整, 天工股份等3家公司或调入—北交所策略专题报告》-2026.2.2

《半导体芯片进入上行周期, 封装材料产业关注永志股份、科麦特科等—新三板掘金周报第八期》-2026.2.1

《PVC行业景气度触底反弹, 北交所相关标的有望受益—北交所策略专题报告》-2026.2.1

## 目 录

1、海圣医疗：专注麻醉、监护类医疗器械，已获专利 63 项.....	5
1.1、发展历程：麻醉、监护类医疗器械国家级专精特新“小巨人”.....	5
1.2、产品梳理：麻醉类产品与监护类产品占比相对较大.....	8
1.3、商业模式：境内经销为主，境外 OEM 模式销售.....	16
1.4、财务分析：2025 年前三季度归母净利润同比+27%.....	19
1.5、技术优势：深耕研发创新突破，掌握自主核心技术.....	22
1.6、品牌网络布局广泛、境内外市场口碑高，具备较强渠道和先发优势.....	24
2、行业：我国药械消费比较低，市场增长潜力较大.....	26
2.1、行业解析：医疗器械主要可分为医疗设备、诊断试剂和医用耗材.....	26
2.2、医疗器械：2030 年我国医疗器械市场容量有望增至超 1.66 万亿元.....	27
2.3、低值医用耗材：2024 年我国市场规模 1,852 亿元，同比增长 19.49%.....	30
2.4、竞争格局：海圣医疗业绩成长性表现在可比公司中占优.....	31
3、募投麻醉监护急救系列医疗器械升级扩产及自动化项目等.....	36
4、估值对比：可比公司 PE 2024 均值为 20X.....	37
5、风险提示.....	37

## 图表目录

图 1：公司为国家级专精特新“小巨人”企业、浙江省专精特新中小企业、浙江省隐形冠军企业.....	5
图 2：公司为国家级专精特新“小巨人”企业、浙江省专精特新中小企业、浙江省隐形冠军企业.....	5
图 3：公司实控人为黄海生与吴晓晔.....	6
图 4：公司产品可以分为麻醉类系列、监护类系列产品、手术及护理类系列产品.....	8
图 5：2024 年麻醉类产品与监护类产品占比相对较大.....	9
图 6：麻醉类产品营收 2022-2024 年保持逐年增长（万元）.....	9
图 7：2024 年，麻醉类产品产能利用率 95.53%，产销率 94.11%.....	10
图 8：2024 年，麻醉类产品收入中气道与呼吸管理系列营收占比最高，达到 78.11%.....	10
图 9：麻醉类产品中气道与呼吸管理系列产品营收占比较高、增速较快（万元）.....	11
图 10：2024 年气道与呼吸管理类单价 11.12 元/套.....	11
图 11：椎管及神经阻滞产品单价 2024 年为 26.14 元/套.....	11
图 12：2025H1 麻醉机用二氧化碳吸收剂平均单价回升.....	12
图 13：2024 年公司镇痛系列平均单价 15.91 元/套.....	12
图 14：2024 年公司监护类医疗器械产能利用率 91.08%，产销率 84.81%.....	12
图 15：2024 年公司生命信息监测系列平均单价 31.65 元/套.....	13
图 16：2024 年手术及护理类产品产能利用率 92.79%，产销率 96.46%.....	13
图 17：手术及护理类产品中动静脉通路系列产品占比较高，达到 49.92%.....	14
图 18：2023 年，动静脉通路系列营收达到高点 2086.71 万元（万元）.....	14
图 19：2024 年动静脉通路系列产品平均单价 6.02 元/套.....	15
图 20：2024 年电外科系列产品单价提升至 8.15 元/套.....	15
图 21：2024 年公司氧疗系列产品平均单价为 6.96 元/套.....	15
图 22：公司产品毛利率水平较为平稳.....	16
图 23：2024 年，公司研发人员占比 11.24%.....	16
图 24：2024 年，公司自产产品收入占比 91.57%.....	18

图 25: 2024 年, 公司经销业务收入占比 85.06% .....	18
图 26: 2024 年, 公司实现营收 3.04 亿元, 同比下滑 0.70% .....	19
图 27: 中国大陆收入占比较高, 2024 年达到 86.90% .....	20
图 28: 2024 年公司下半年收入占比较高 .....	20
图 29: 地域细分上, 公司营收来自华东地区的收入占比较高 .....	20
图 30: 2024 年, 公司毛利率、净利率分别为 52.09%、23.35% .....	20
图 31: 2024 年公司归母净利润 7,091.75 万元, 同比下滑 9.12% .....	21
图 32: 2024 年公司人均创收 59 万元 .....	21
图 33: 2024 年公司人均创利 14 万元 .....	21
图 34: 2024 年公司期间费用 7691 万元, 期间费用率 25.32% .....	21
图 35: 2024 年公司销售费用率 10.76% .....	22
图 36: 2024 年公司管理费用率 9.54% .....	22
图 37: 公司已形成面向麻醉、监护、手术及护理三大类主要产品的核心技术矩阵 .....	23
图 38: 2024 年, 公司投入研发费用 1,615.78 万元, 占营收比例 5.32% .....	24
图 39: 30 万元及以下规模经销商数量最多 (家) .....	25
图 40: 2022-24 年超 200 万规模经销商金额占比高 (万元) .....	25
图 41: 公司在华东大区的经销商数量较多, 2024 年达到 87 家 (家) .....	25
图 42: 2024 年, 公司在华东、华南覆盖的医疗终端分别达到 505 家、380 家 (家) .....	26
图 43: 2023 年医疗器械行业总规模达到 4,793.6 亿美元 .....	27
图 44: 美国为全球医疗器械最大的市场国家, 约占据全球医疗器械市场 45% .....	28
图 45: 2030 年我国医疗器械市场容量有望增长至超过 1.66 万亿元 .....	28
图 46: 与国际医疗器械市场相比, 我国医疗器械市场还有较大的成长空间 .....	29
图 47: 2024 年我国医疗仪器及器械出口金额 197 亿美元 .....	30
图 48: 2024 年我国医疗仪器及器械进口金额 125 亿美元 .....	30
图 49: 全球低值医用耗材市场有望重拾增长态势, 预计在 2030 年市场规模达到 1,298.20 亿美元 .....	30
图 50: 2024 年我国低值医用耗材市场规模已达到 1,852 亿元, 同比增长 19.49% .....	31
图 51: 海圣医疗境内专利授权数与天益医疗较接近 .....	33
图 52: 海圣医疗境内发明专利数与天益医疗较接近 .....	33
图 53: III 类医疗器械注册证上, 海圣医疗位列第二 .....	33
图 54: 海圣医疗 2022-2024 年营收 CAGR 在可比公司中位列第一 .....	34
图 55: 2025 年前三季度归母净利润同比增速最快的是海圣医疗 .....	34
图 56: 海圣医疗毛利率高于可比公司 .....	35
图 57: 海圣医疗 2022 年-2025Q1-Q3 净利率在可比公司中位列第一 .....	35
图 58: 2022 年-2025Q1-Q3 天益医疗研发费用率最高 .....	35
图 59: 2022 年-2025Q1-Q3 天益医疗管理费用率最高 .....	35
图 60: 维力医疗与海圣医疗销售费用率相对较高 .....	36
图 61: 海圣医疗、维力医疗、三鑫医疗财务费率较接近 .....	36
表 1: 公司共 2 家子公司 .....	6
表 2: 公司高管团队深耕相关领域 .....	6
表 3: 2024 年向前五大供应商采购金额合计 5376.64 万元, 占采购总额比例 51.3% .....	17
表 4: 公司对部分产品部分采用委托生产的形式对外采购 .....	17
表 5: 公司高度重视自主品牌建设与营销渠道布局 .....	18
表 6: 2024 年, 公司向五大客户销售金额 6581.71 万元, 占比营收比例 21.66% .....	19
表 7: 按照医疗器械的功能及作用, 医疗器械主要可分为医疗设备、诊断试剂和医用耗材三类 .....	26

表 8: 海圣医疗主要竞争对手 .....	31
表 9: 选择维力医疗、三鑫医疗、天益医疗等作为海圣医疗可比公司 .....	32
表 10: 公司拟使用募集资金 3.7 亿元投入三大项目 (万元) .....	36
表 11: 同行业可比公司的 PE 2024 均值为 20X .....	37

## 1、海圣医疗：专注麻醉、监护类医疗器械，已获专利 63 项

### 1.1、发展历程：麻醉、监护类医疗器械国家级专精特新“小巨人”

海圣医疗是面向全球的麻醉、监护类医疗器械综合产品提供商，主营业务为麻醉、监护类医疗器械产品的研发、生产和销售，产品已广泛应用于麻醉科、ICU 病房、急诊科等科室的终端临床需求。公司自成立以来，持续深耕麻醉和监护医用耗材的研发和制造，是我国较早从事麻醉和监护类医用耗材研发制造的科技型医疗器械生产企业之一，也是该细分领域的头部企业。

经过二十余年的潜心积累，公司已发展成为麻醉、监护医用耗材领域内产品系列齐全、营销渠道广泛、品牌实力较强的行业头部企业。

图1：公司为国家级专精特新“小巨人”企业、浙江省专精特新中小企业、浙江省隐形冠军企业



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司为国家级专精特新“小巨人”企业、浙江省专精特新中小企业、浙江省隐形冠军企业、国家知识产权优势和示范企业，公司研发中心被认定为“省级研究开发中心”、“省级企业技术中心”。截至 2025 年 6 月 30 日，公司已先后承担国家、省、市级重大科技项目十余项，已累计获国家授权专利 63 项，其中发明专利 13 项。

图2：公司为国家级专精特新“小巨人”企业、浙江省专精特新中小企业、浙江省隐形冠军企业

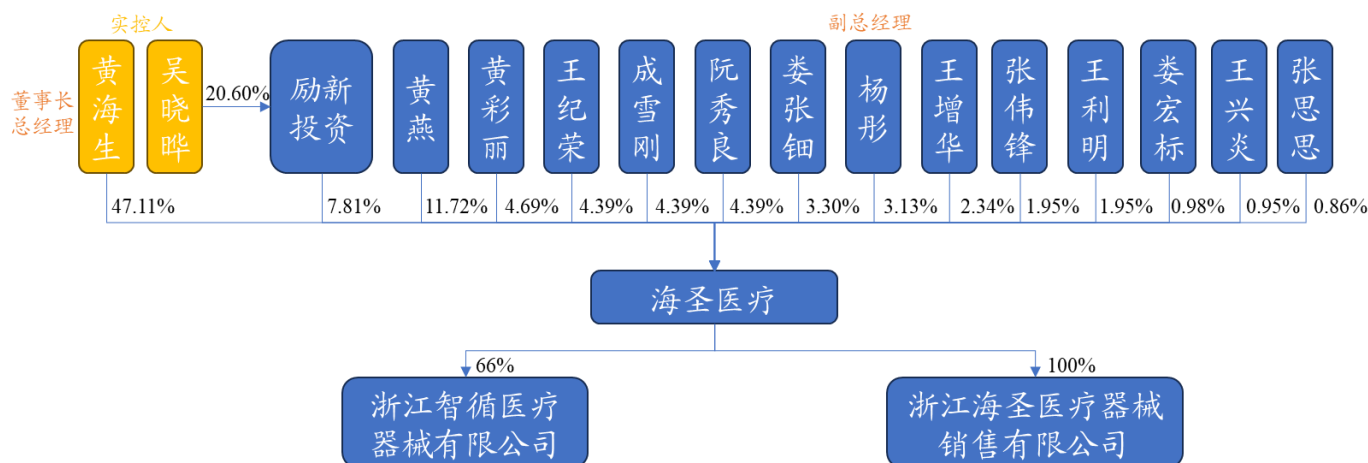


资料来源：公司官网

股权方面，公司实控人为黄海生与吴晓晔，截至 2025 年 11 月 13 日，董事长黄

海生直接持股 47.11%，吴晓晔通过励新投资间接持股海圣医疗。2025 年 10 月 30 日，实际控制人黄海生、吴晓晔与黄燕、黄彩丽、王纪荣、成雪刚、阮秀良、娄张钿、杨彤、王增华、张伟锋、王利明、娄宏标、王兴炎、张思思

图3：公司实控人为黄海生与吴晓晔



资料来源：公司招股书、开源证券研究所（数据截至 20251113）

参控股方面，公司共 2 家子公司，持有浙江智循 66% 股权；持有浙江海圣医疗器械销售 100% 的股权。

表1：公司共 2 家子公司

子公司名称	成立时间	业务
浙江海圣医疗器械销售有限公司	2010/8/31	医疗器械销售
浙江智循医疗器械有限公司	2024/1/15	医疗器械研发

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

表2：公司高管团队深耕相关领域

职务	姓名	简历
董事长、总经理	黄海生	男，1962 年 4 月，中国，硕士，1985 年 8 月至 1986 年 10 月，于南京军区总医院任军医；1986 年 11 月至 1993 年 6 月，于解放军 101 医院任军医；1993 年 7 月至 1996 年 4 月，于绍兴市人民医院任主治医师；1996 年 5 月至 2000 年 9 月，于绍兴第二医院任主治医师；2000 年 10 月至今，任公司董事长兼总经理；2020 年 4 月至 2021 年 9 月，于瑞云贸易任执行董事兼经理；此外还现任海圣控股执行董事。现公司董事长兼总经理、任海圣控股执行董事。
副总经理	胡俊斌	男，1978 年 4 月，中国，本科，1999 年 9 月至 2001 年 2 月，于湖北天荣现代农业股份有限公司任质量工程师；2001 年 3 月至 2002 年 2 月，于杭州顶津食品有限公司任质量工程师；2002 年 3 月至 2013 年 2 月，于泰尔茂医疗产品（杭州）有限公司任课长助理；2013 年 3 月至 2015 年 11 月，任公司副总经理；2015 年 12 月至 2017 年 8 月，于深圳八色餐饮管理有限公司任经理；2017 年 9 月至 2018 年 7 月，于杭州坦帕医疗科技有限公司任总监；2018 年 9 月至 2019 年 8 月，于智艾医疗器械（上海）有限公司任管理者代表；2019 年 9 月至今，任公司副总经理。现任公司副总经理。
副总经理	黄玮	男，1988 年 1 月，中国，本科，2011 年 7 月至 2014 年 6 月，于中国人寿保险股份有限公司杭州分公司任销售员；2014 年 7 月至 2014 年 10 月，于上海诺亚金融服务股份有限公司任理财师；2014 年 11 月至 2015 年 7 月，于四川信托有限公司任理财师；2015 年 8 月

职务	姓名	简历
		至今，任公司监事、董事兼副总经理；2023年12月至今，任海圣控股监事；2024年1月至今，任智循医疗执行董事。现任公司董事、副总经理，海圣控股监事、智循医疗执行董事。
副总经理	王利明	男，1969年3月，中国，博士，2000年10月至2003年2月，于江苏法尔胜研发中心有限公司任副主任；2003年3月至2005年12月，于江阴佩尔科技有限公司任管理者代表、经理；2006年1月至2008年5月，于江苏法尔胜研发中心有限公司、江阴泰伦镁金科技有限公司任副主任兼总经理；2008年6月至2009年5月，于江苏法尔胜研发中心有限公司任副主任；2009年6月至2011年9月，于法尔胜泓昇集团有限公司技术委员会办公室任主任；2011年10月至2015年9月，任公司副总经理；2015年10月至今，先后任公司副总经理、监事、董事。现任公司董事、副总经理。
副总经理	薛伟杰	男，1979年1月，中国，专科，2001年8月至2014年3月，于苏州三星电子家电有限公司任制造科长；2014年3月至2016年8月，于苏州三星电子电脑有限公司任制造部长；2016年10月至2018年12月，任公司生产总监；2019年8月至2020年8月，任公司监事。2021年1月至今，任公司副总经理。现任公司副总经理。
副总经理	杨彤	男，1968年7月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1991年8月至1992年12月，任成都铁路局重庆铁路分局广安铁路医院外科医生；1993年1月至1997年8月，任重庆铁路分局重庆铁路医院外科医生；1997年9月至2009年1月，历任强生（中国）医疗器材有限公司销售代表、地区经理、大区经理、全国销售经理；2009年2月至2011年9月，任杭州朗索医用消毒剂有限公司副总经理；2011年10月至今，任公司副总经理；2020年5月至今，任海圣销售经理；现任公司董事、副总经理，海圣销售经理。
副总经理	李建成	男，1975年12月，中国，本科，1997年8月至2003年6月，于浙江绍兴怡东仪表有限公司任会计；2003年7月至2007年12月，于延锋伟世通怡东汽车电子有限公司任财务核算科科长；2008年1月至2008年10月，于中国大地财产保险股份有限公司绍兴中心支公司任计财部经理；2008年11月至今，任公司财务部经理、财务总监。现任公司财务总监。
董秘	应铭	男，1984年12月，中国，硕士，2011年9月至2015年2月，于深圳玛丝菲尔时装股份有限公司任董事长助理；2015年3月至2017年10月，历任会稽山绍兴酒股份有限公司证券部职员、证券事务代表；2017年11月至2019年6月，于浙江华龙巨水科技股份有限公司任证券部经理；2019年7月至2020年12月，于浙江天和汇建筑科技有限公司任董事会秘书；2021年1月至今，任公司董事会秘书。现任公司董事会秘书。

资料来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、产品梳理：麻醉类产品与监护类产品占比相对较大

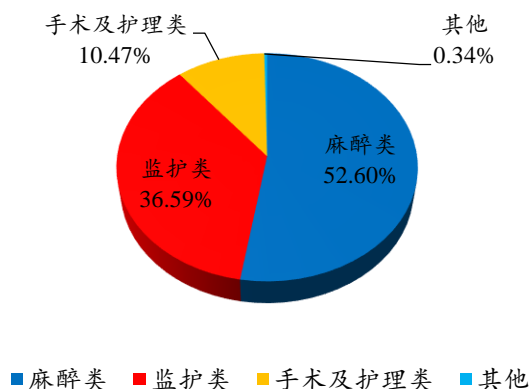
公司产品可以分为麻醉类系列、监护类系列产品、手术及护理类系列产品。

图4：公司产品可以分为麻醉类系列、监护类系列产品、手术及护理类系列产品



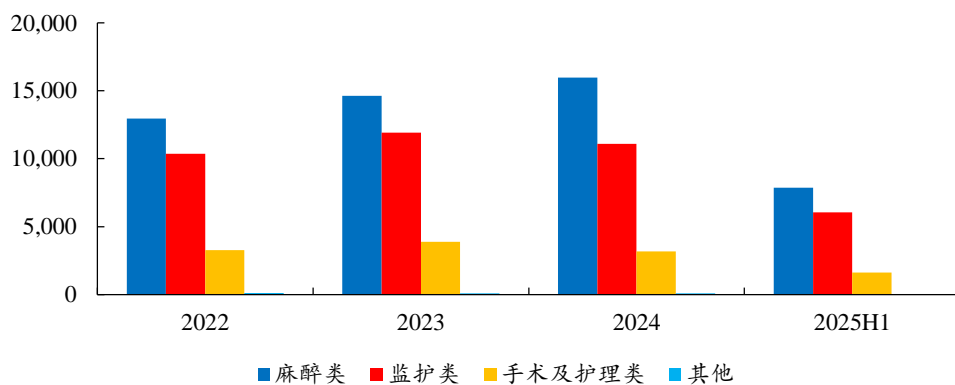
资料来源：公司招股书

营收上来看，麻醉类产品与监护类产品占比相对较大，2024年，麻醉类产品主营占比为52.60%，监护类占比36.59%，手术及护理类占比10.47%。

**图5：2024年麻醉类产品与监护类产品占比相对较大**


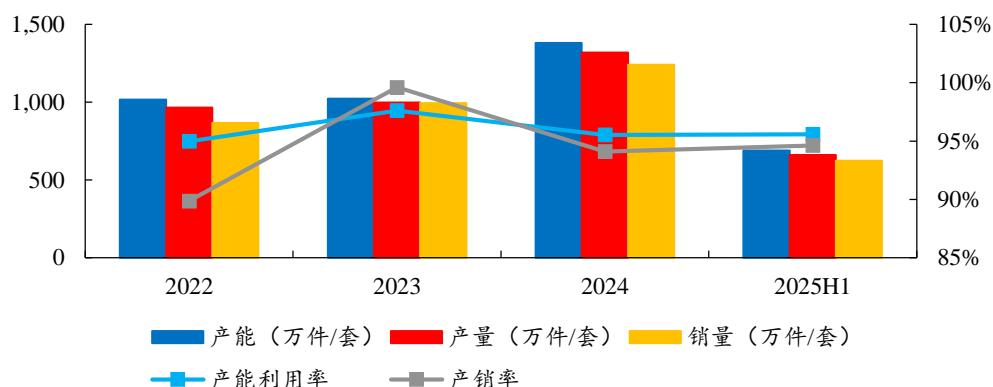
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

麻醉类产品营收在2022-2024年间保持逐年增长，自1.30亿元增长至1.60亿元，2025H1实现营收7872.21万元。监护类产品收入由2022年的1.04亿元，增长至2024年的1.11亿元，2025H1实现营收6043.16万元。手术及护理类产品营收在3500万元上下波动，2024年实现营收3178.06万元，2025H1实现营收1617.69万元。

**图6：麻醉类产品营收2022-2024年保持逐年增长（万元）**


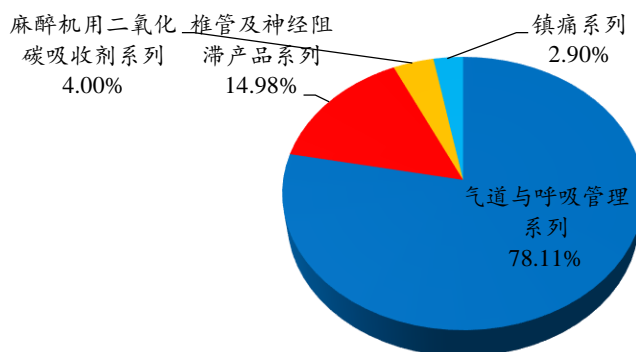
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

麻醉类产品产能利用率保持在95%上下，产销率自2022年的89.87%提升至2025H1的94.62%。2024年，麻醉类产品产能1381.27万件/套，产量1319.55万件/套，销量1241.82万件/套。

**图7：2024年，麻醉类产品产能利用率95.53%，产销率94.11%**


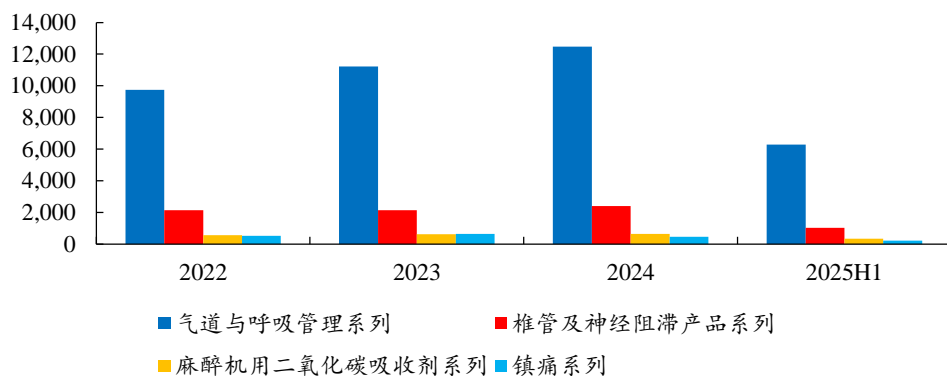
数据来源：公司招股书、开源证券研究所（销量部分已剔除委托生产产品销量，部分系列产品产销率略高于100%，主要由于消化库存）

麻醉类产品细分为气道与呼吸管理系列、椎管及神经阻滞产品系列、麻醉机用二氧化碳吸收剂系列、镇痛系列。2024年占比来看，气道与呼吸管理系列营收占比最高，达到78.11%。

**图8：2024年，麻醉类产品收入中气道与呼吸管理系列营收占比最高，达到78.11%**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

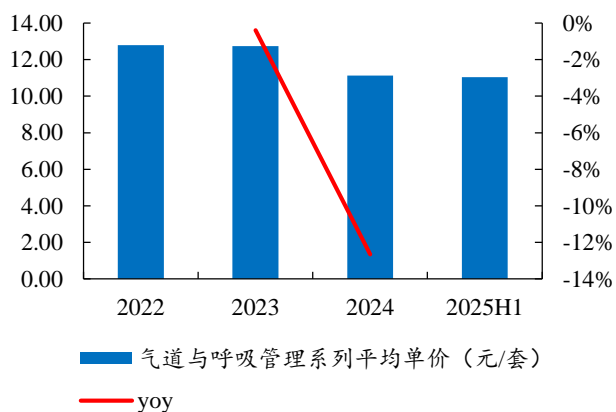
2022-2024年区间，气道与呼吸管理系列营收自9748.12万元增长至1.25亿元，CAGR达到13.10%；其次增速较快的为麻醉机用二氧化碳吸收剂系列，2022-2024年，营收从554.62万元增长至638.80万元，CAGR为7.32%。

**图9：麻醉类产品中气道与呼吸管理系列产品营收占比较高、增速较快（万元）**


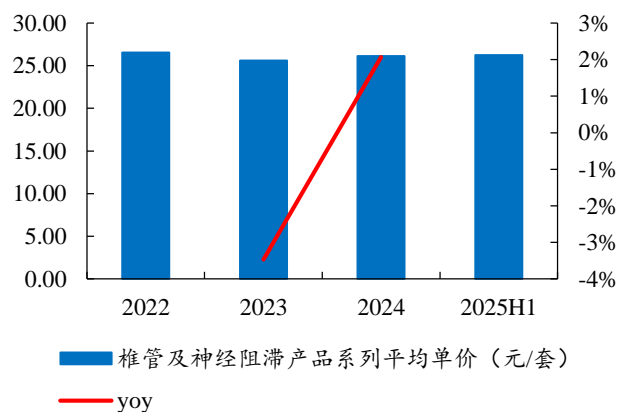
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

受到公司产品销售结构变动、产品规格变化、上游原材料价格波动、下游需求和终端价格变动以及国际汇率变动等多方面因素影响，公司主要产品平均销售单价存在一定幅度波动。

具体价格上，气道与呼吸管理系列 2024 年单价 11.12 元/套，略低于 2022 年的 12.78 元/套；2025H1 平均单价为 11.03 元/套。椎管及神经阻滞产品系列单价 2024 年为 26.14 元/套，同比增长 2.07%，2025H1 平均单价进一步增长至 26.24 元/套。

**图10：2024 年气道与呼吸管理类单价 11.12 元/套**


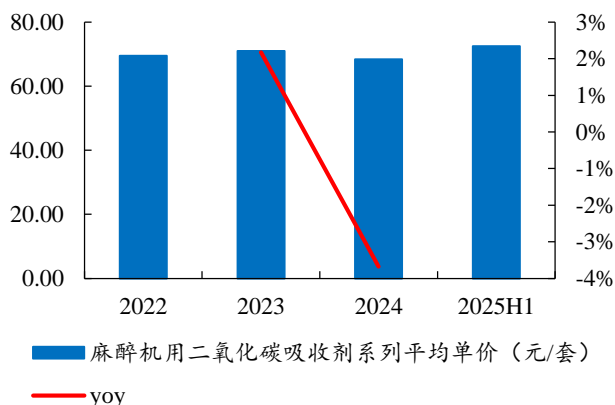
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**图11：椎管及神经阻滞产品单价 2024 年为 26.14 元/套**


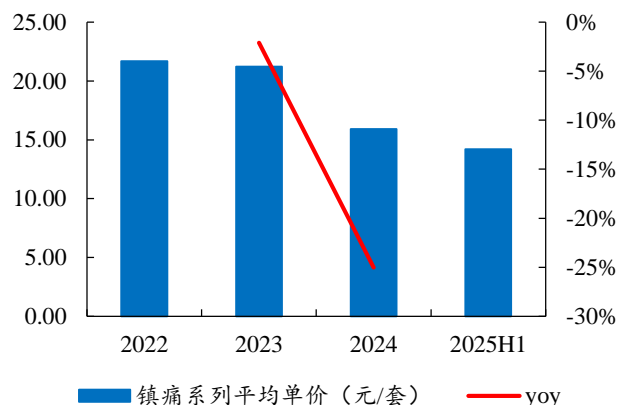
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2024 年，麻醉机用二氧化碳吸收剂系列产品平均单价 68.39 元/套，同比下滑 3.68%；2025H1 单价回升至 72.46 元/套。

2024 年与 2025 年上半年，公司镇痛系列销售单价下滑幅度较大，平均单价分别为 15.91 元/套、14.20 元/套，主要由于公司积极拓展有关产品的境外市场布局，并参与下游市场竞争等，但是产品系列营收占比较低，对公司整体毛利率影响较小。

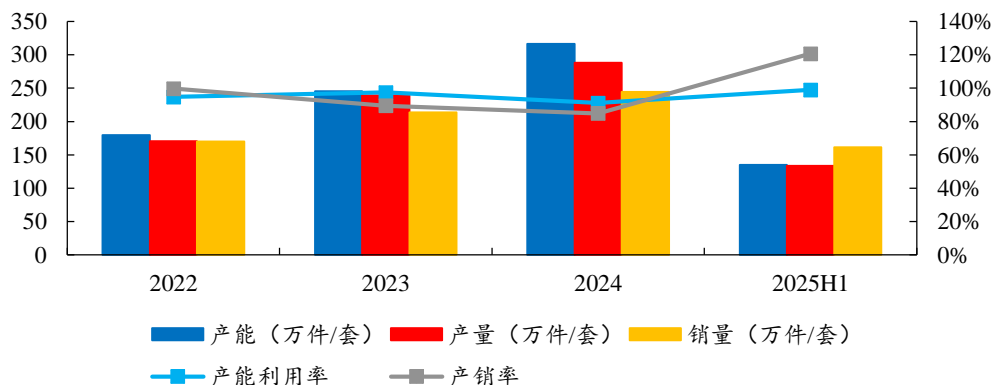
**图12：2025H1 麻醉机用二氧化碳吸收剂平均单价回升**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**图13：2024 年公司镇痛系列平均单价 15.91 元/套**


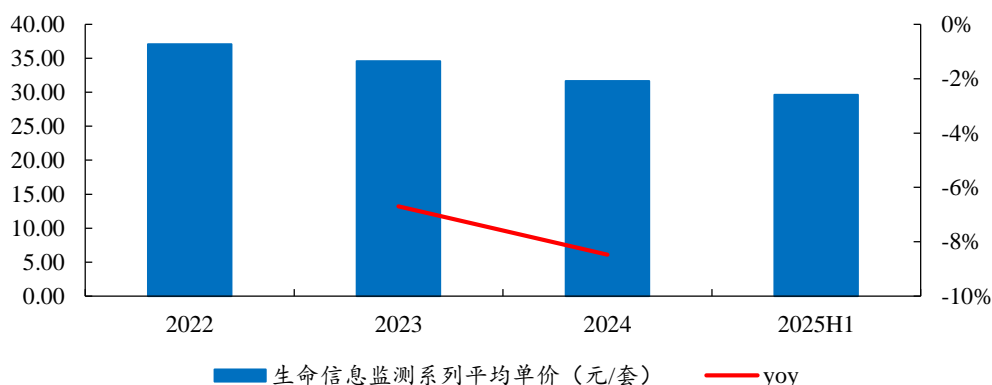
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

监护类医疗器械方面，2022-2024 年，产销率有所下降，主要由于公司根据市场需求提前扩充产能，导致产销量有所降低，但该类产品销售增长情况整体良好，产能利用率保持相对稳定。2024 年，公司监护类医疗器械产能 316.19 万件/套，产量 287.99 万件/套，销量 244.25 万件/套，产能利用率 91.08%，产销率 84.81%。2025H1，公司监护类医疗器械产能利用率、产销率分别达到 99.00%、120.63%。

**图14：2024 年公司监护类医疗器械产能利用率 91.08%，产销率 84.81%**


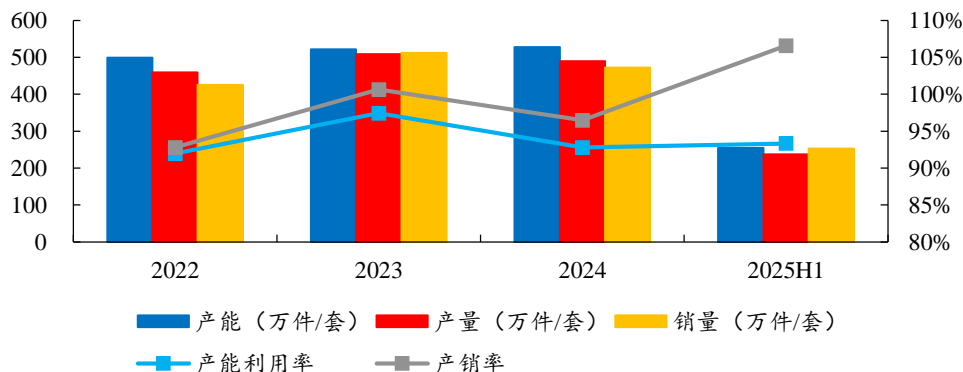
数据来源：公司招股书、开源证券研究所（销量部分已剔除委托生产产品销量，部分系列产品产销率略高于 100%，主要由于消化库存）

监护类医疗器械主要为生命信息监测系列，2024 年公司生命信息监测系列平均单价 31.65 元/套，相对 2022 年的 37.06 元/套有所下滑。2025H1，单价进一步下滑至 29.64 元/套。

**图15：2024 年公司生命信息监测系列平均单价 31.65 元/套**


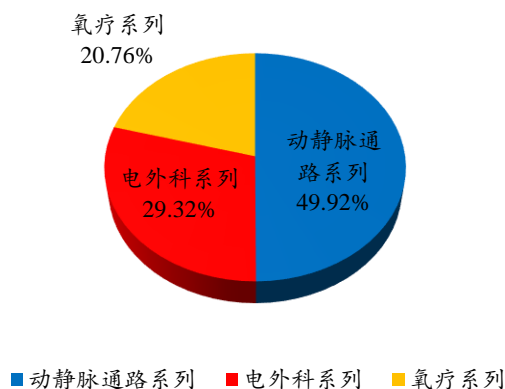
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

手术及护理类产品产销率波动提升，产销率较为稳定。2024 年，手术及护理类医疗器械产能 527.80 万件/套，产量 489.72 万件/套，产能利用率 92.79%，产销率 96.46%；2025H1 产能利用率与产销率分别为 93.33%、106.56%。

**图16：2024 年手术及护理类产品产能利用率 92.79%，产销率 96.46%**


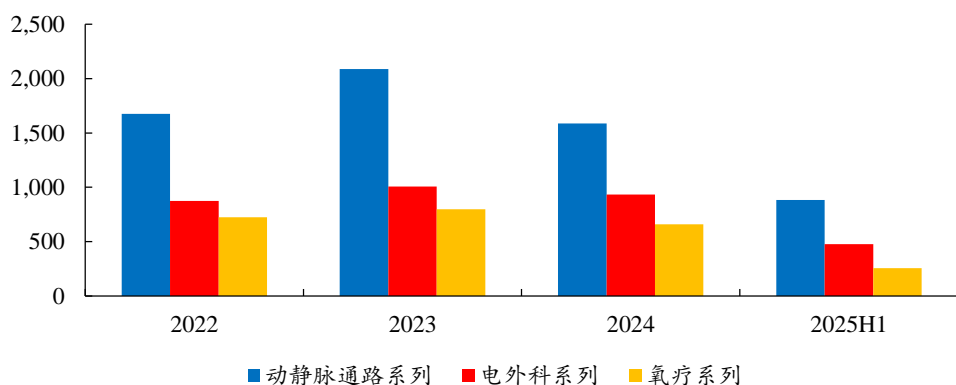
数据来源：公司招股书、开源证券研究所（销量部分已剔除委托生产产品销量，部分系列产品产销率略高于 100%，主要由于消化库存）

手术及护理类产品可以细分类为动静脉通路系列、电外科系列、氧疗系列。2024 年，动静脉通路系列产品占比较高，达到 49.92%；其次为电外科系列的 29.32%；氧疗系列产品收入在手术及护理类中占比 20.76%。

**图17：手术及护理类产品中动静脉通路系列产品占比较高，达到 49.92%**


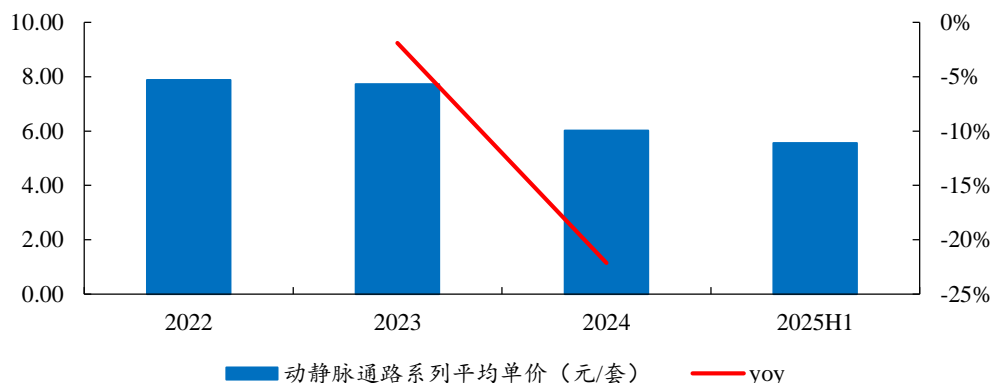
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2023 年，动静脉通路系列营收达到高点 2086.71 万元，2025H1 实现营收 883.22 万元；电外科系列营收在 900 万元上下波动，2025H1 实现营收 478.36 万元；氧疗系列营收稳定在 750 万元上下，2025H1 实现营收 256.11 万元。

**图18：2023 年，动静脉通路系列营收达到高点 2086.71 万元（万元）**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

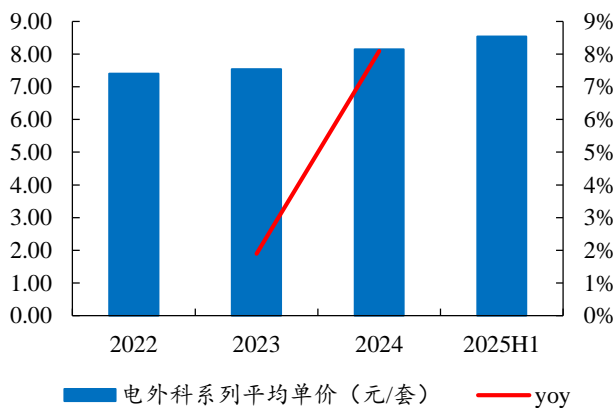
动静脉通路系列，受到公司积极拓展有关产品的境外市场布局，并参与下游市场竞争等影响，平均价格有所下滑。2024 年公司动静脉通路系列产品平均单价元/套，同比下滑 22.12%。

**图19：2024年动静脉通路系列产品平均单价 6.02 元/套**


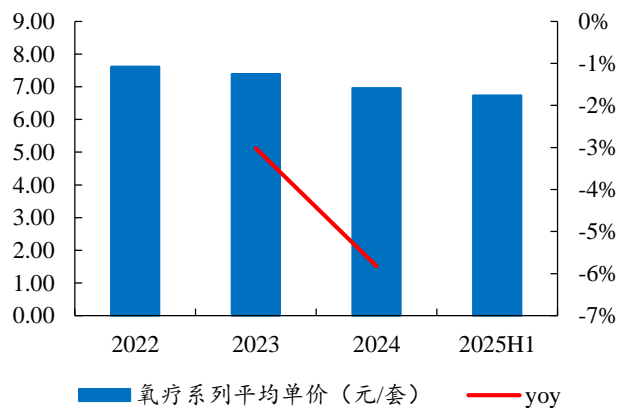
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2022年以来，公司电外科系列产品平均单价有所提升，2022年为7.40元/套，2024年提升至8.15元/套，同比增长8.09%。

公司氧疗系列产品平均单价有小幅下滑，2024年平均单价为6.96元/套，同比下滑5.82%。

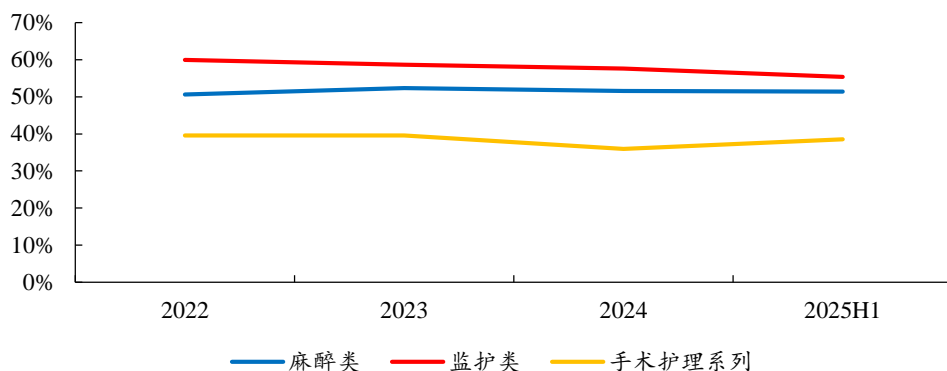
**图20：2024年电外科系列产品单价提升至 8.15 元/套**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**图21：2024年公司氧疗系列产品平均单价为 6.96 元/套**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**盈利能力方面，公司产品毛利率水平较为平稳。**其中，监护类产品毛利率相对较高，2024年毛利率为57.61%；其次为麻醉类产品，2024年毛利率为51.54%；手术及护理类耗材毛利率水平相对较低，2024年毛利率为35.91%。2024年，手术及护理类耗材因产品单价有所下降导致毛利率有所下降，其他产品均基本保持稳定。

**图22：公司产品毛利率水平较为平稳**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

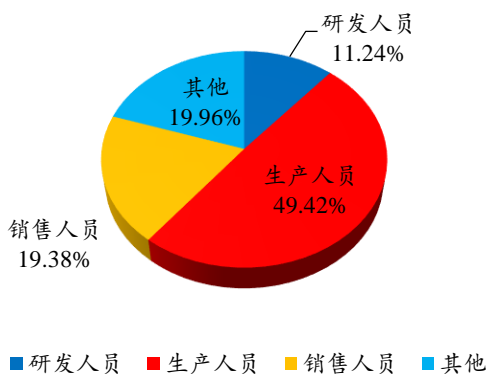
### 1.3、商业模式：境内经销为主，境外 OEM 模式销售

公司作为我国较早从事麻醉和监护医用耗材研发制造的科技型医疗器械生产企业之一，自成立以来始终专注于麻醉、监护领域医疗器械的研发、生产和销售，拥有独立完整的研发、采购、生产、销售和服务体系，并已实现从研发到售后的全流程质量管控，为终端客户提供质量上佳的产品解决方案。

研发方面，公司始终坚持以技术创新作为持续发展的源动力，构建有一套完整、独立、成熟的研究开发体系。公司日常生产经营过程中涉及的核心技术及专利均由公司自主研发取得，公司内部的技术团队参与麻醉相关医疗产品研发各阶段，一般包括项目立项、研发任务计划实施、工艺验证与试生产、注册申报四个阶段。

同时，公司结合自身产品和技术开发需要，充分利用外部社会资源，积极与外部高等院校展开产学研合作，充分利用外部专家资源构建合作创新机制，作为自身研发的有益补充。由公司与医疗器械上下游企业、高等院校等外部优质资源展开的合作，形成内外结合、优势互补的研发体系。

截至 2024 年 12 月 31 日，公司研发人员占比 11.24%，生产人员占比最高，达到 49.42%，其次为销售人员，占比 19.38%。

**图23：2024 年，公司研发人员占比 11.24%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

截至 2025 年 6 月 30 日，公司研发人员共 53 人，其中，硕博占比为 20.75%，公

司研发团队骨干人员包括毕业于中国科学院研究生院、哈尔滨工业大学、华中科技大学等知名院校的毕业生。公司研发人员学历结构不断改善，研发队伍年龄结构更趋年轻化，2024年研发人员平均年龄约35岁。

采购方面，公司采购的原材料品类繁多，主要类别包括塑料制品、电子配件、塑料颗粒、金属配件、包装材料等。为了提高存货管理的效率，公司原材料通常采取“以产定采”与“安全库存”相结合的采购模式。公司与主要供应商建立了较为长期、稳定的合作关系。同时，为有效避免供应商过度依赖风险，针对同类原材料公司一般选取两家及以上供应商进入合格供应商名录。

公司采购金额前五大供应商较稳定，2024年向前五大供应商采购金额合计5376.64万元，占采购总额比例51.3%。

**表3：2024年向前五大供应商采购金额合计5376.64万元，占采购总额比例51.3%**

年份	供应商	采购金额（万元）	占采购总额比例（%）
2024年	ElcamMedicalA.C.A.L.	1,599.59	15.26
	精量电子(深圳)有限公司	1,218.06	11.62
	深圳市艾美迪电子科技有限公司	1,082.44	10.33
	宁波中浩塑化有限公司	966.12	9.22
	深圳市默辉医疗器械有限公司	510.42	4.87
	合计	5,376.64	51.3
2023年	Elcam Medical A.C.A.L.Ltd	2,304.89	19.26
	精量电子(深圳)有限公司[注1<]>	1,811.53	15.13
	深圳市艾美迪电子科技有限公司	1,520.22	12.7
	宁波中浩塑化有限公司	730.86	6.11
	常州市双鹤医用包装科技有限公司	515.57	4.31
	合计	6,883.07	57.51

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司生产模式主要采用“以销定产、适当备货”的原则。生产计划部综合历史的销售数据统计以及销售部门的下游市场需求预测，并结合适当的安全库存备货量制定生产计划，同时将生产计划进行分解，根据生产车间设备运行情况、设备产能、库存商品数量、商品安全库存量、产品生产周期等要素，形成生产任务单。

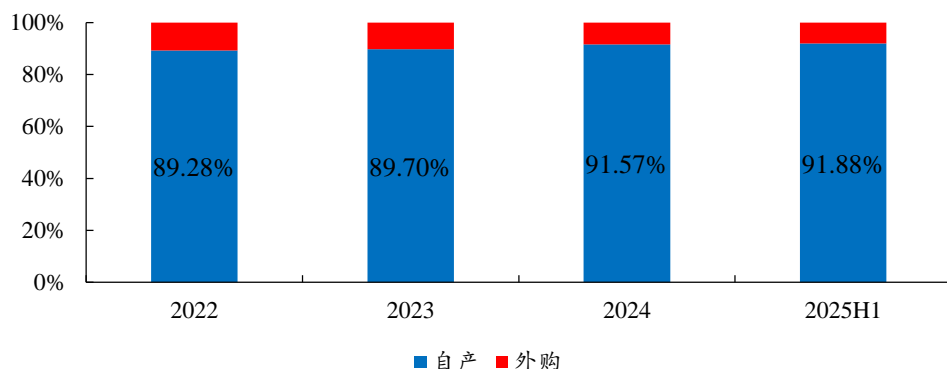
公司出于产能约束及经济性等方面因素的综合考虑，对一次性使用脉搏血氧饱和度传感器、二氧化碳吸收剂（钠石灰）和二氧化碳吸收剂（钙石灰）产品部分采用委托生产的形式对外采购。

**表4：公司对部分产品部分采用委托生产的形式对外采购**

产品	产品注册号/备案号	受托方名称	受托方生产许可/备案编号
一次性使用脉搏血氧饱和度传感器	浙械注准 20172070294	深圳市艾美迪电子科技有限公司	粤食药监械生产许可 20132490号
二氧化碳吸收剂（钠石灰）	浙绍械备 20190009号	龙智江苏医疗器械有限公司、上海纳辉干燥试剂厂	苏通食药监械生产备 20170008号、沪奉药监械生产备 20061437号
二氧化碳吸收剂（钙石灰）	浙绍械备 20190010号		

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司以自主生产为主，2022-2025H1，公司自产产品收入占比有逐年提升趋势，自2022年的89.28%提升至2025H1的91.88%。

**图24：2024年，公司自产产品收入占比91.57%**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

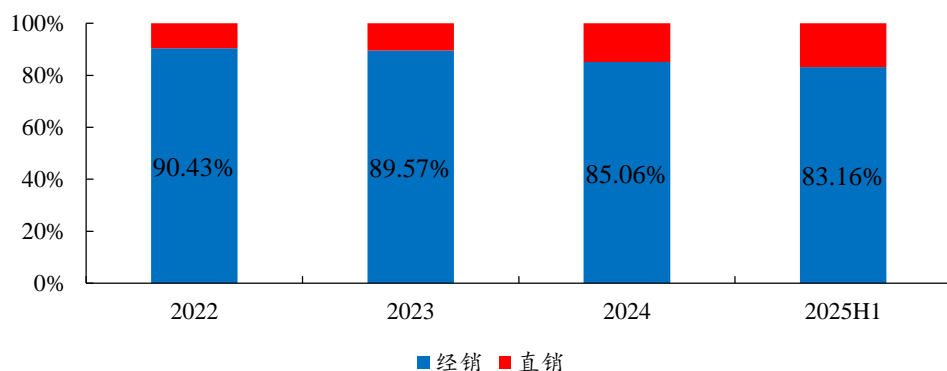
销售方面，公司高度重视自主品牌建设与营销渠道布局。公司在日常生产经营过程中结合自身业务发展特征和产品应用特点开展销售活动，销售市场主要分境外市场和境内市场。针对境内市场，公司主要以经销为主、直销为辅进行销售活动，境内销售均以公司自主品牌开展。针对境外市场，公司主要以OEM方式开展。

**表5：公司高度重视自主品牌建设与营销渠道布局**

地区	销售模式	具体途径
境内	经销为主	销售部门负责开拓并管理各区域内的经销商，经销商主要为全国各地的医疗器械流通企业，公司向经销商的销售均为买断式，公司将产品销售给经销商后，经销商根据当地市场情况自行销售，最终将公司产品销售至医院等终端医疗机构。
	直销为辅	直接将产品销售给医疗客户，由公司自行完成公司产品的销售推广服务及招投标等相关工作。
境外	OEM	公司根据境外客户的订单以及定制化要求进行生产，产品贴牌或中性包装后由客户在境外实现销售推广及销售。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司主要以境内经销业务为主，直销业务收入在2022-2025H1区间占比有所提升。2024年，公司经销业务收入占比85.06%。

**图25：2024年，公司经销业务收入占比85.06%**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

公司产品广泛应用于麻醉科、急诊科、ICU病房等科室的终端临床需求，境内

客户主要为经销商，产品最终销往国内各级医疗机构。公司前五大客户相对稳定，2024年，公司向前五大客户销售金额 6581.71 万元，占比营收比例为 21.66%。

**表6：2024年，公司向前五大客户销售金额 6581.71 万元，占比营收比例 21.66%**

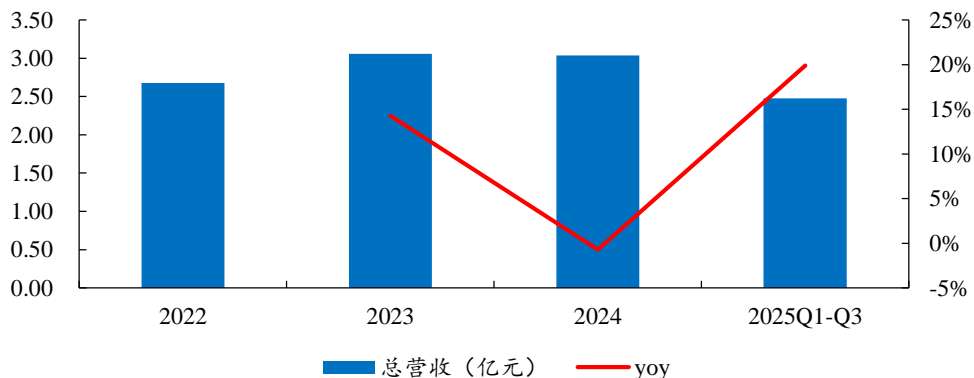
年份	客户	销售金额（万元）	占营收比例（%）
2024年	广州融盛医疗器械有限公司	2,078.26	6.84
	浙江百谷医疗科技有限公司	2,032.44	6.69
	山西锦旭通生物科技有限公司	1,082.63	3.56
	广西朱江医疗设备有限公司	814.34	2.68
	COVIDIEN JAPAN INC.	574.04	1.89
	合计	6,581.71	21.66
2023年	广州融盛医疗器械有限公司	2,599.99	8.5
	浙江百谷医疗科技有限公司	1,986.65	6.49
	山西锦旭通生物科技有限公司	914.86	2.99
	江苏美康商贸有限公司	717.69	2.35
	广西朱江医疗设备有限公司	698.44	2.28
	合计	6,917.64	22.61

资料来源：Wind、开源证券研究所

#### 1.4、财务分析：2025年前三季度归母净利润同比

公司主营业务收入主要由麻醉类耗材、监护类耗材、手术及护理类等医疗器械产品构成。2024年，公司实现营收 3.04 亿元，同比下滑 0.70%；2025年前三季度，公司实现营收 2.48 亿元，同比增长 19.89%。

**图26：2024年，公司实现营收 3.04 亿元，同比下滑 0.70%**

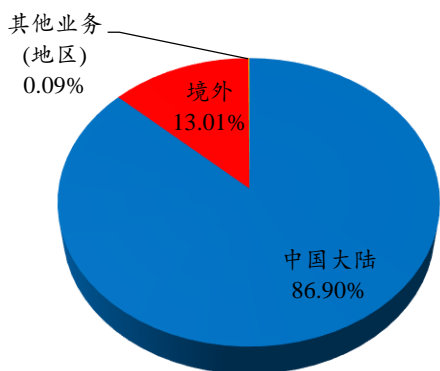


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司营业收入季节性较为明显，受到春节等因素影响，一季度收入占比较低，2024年Q1营收占全年营收比例仅为 17.22%；整体来看公司下半年收入占比较高，2024Q3、2024Q4 营收占比分别达到 26.22%、31.97%。

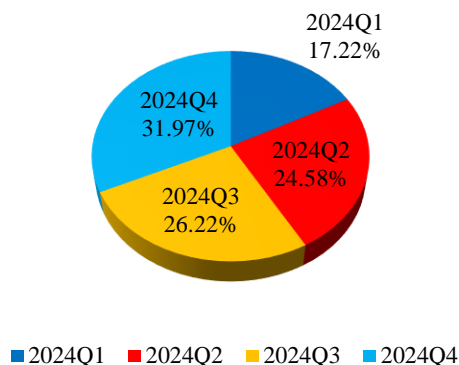
地域分布上，公司在中国大陆的收入占比较高，2024年达到 86.90%。2024年，外销业务部分，随着外销团队建设以及逐渐加大客户开拓力度，公司境外主营业务收入同比增长 38.70%，2025年 1-6 月外销业务部分营业收入同比增长 20.48%。内销业务部分，受到宏观调控以及集采制度逐渐深入的影响，部分产品价格下降，导致内销业务收入有所下降，整体销量保持一定增长，2025年 1-6 月，内销业务整体营业收入有所修复，较 2024 年同期增长 22.87%。

图27: 中国大陆收入占比较高, 2024年达到 86.90%



数据来源: Wind、开源证券研究所

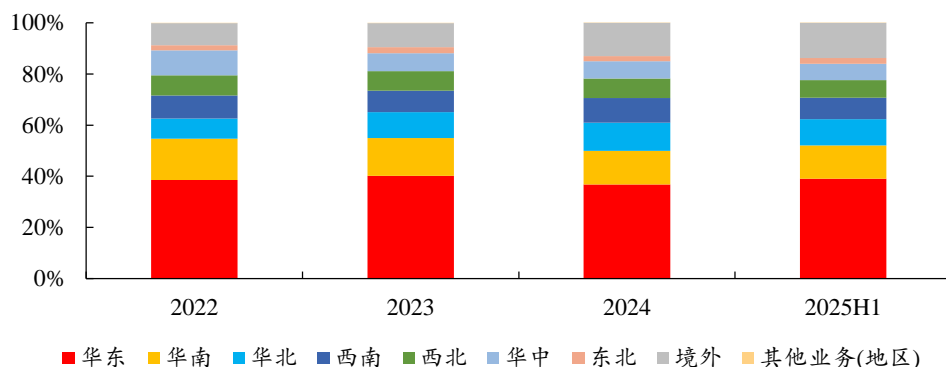
图28: 2024年公司下半年收入占比较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

地域细分上, 公司营收来自华东地区的收入占比较高, 占总营收比例接近 40%; 其次为华南地区; 华北地区的占比在 2022-2024 年有小幅提升。

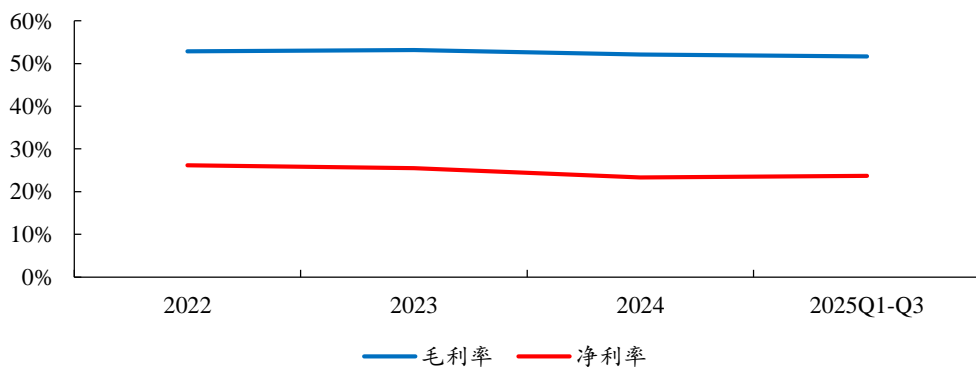
图29: 地域细分上, 公司营收来自华东地区的收入占比较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利能力上, 公司毛利率、净利率水平相对较为稳定。2024 年, 公司毛利率、净利率分别为 52.09%、23.35%; 2025 年前三季度, 公司毛利率、净利率分别为 51.64%、23.73%。

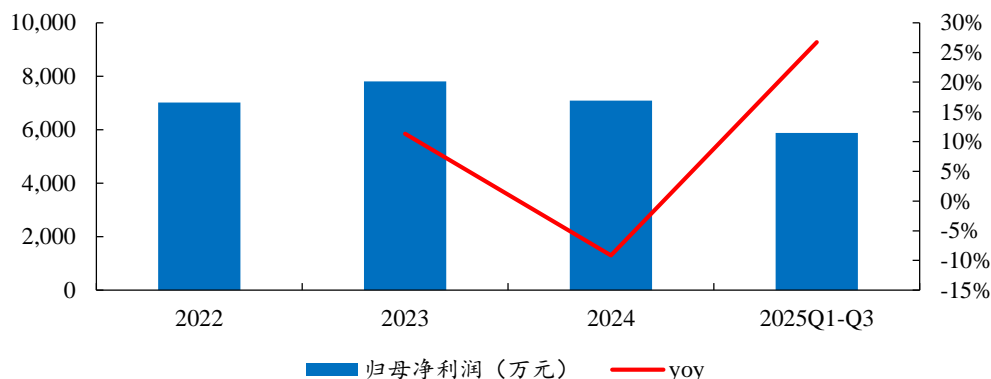
图30: 2024 年, 公司毛利率、净利率分别为 52.09%、23.35%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2024 年公司归母净利润 7,091.75 万元，同比下滑 9.12%；2025 年前三季度，公司归母净利润 5878.20 万元，同比增长 26.70%。

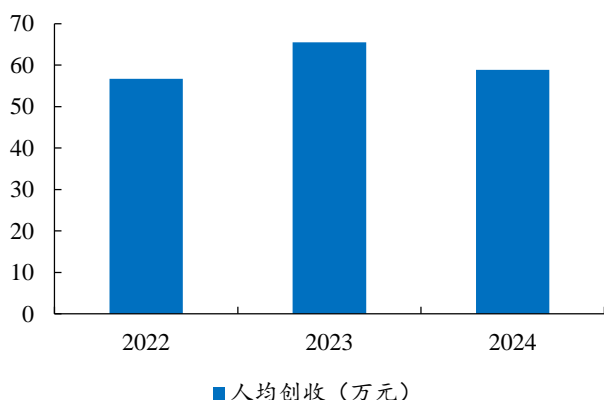
**图31：2024 年公司归母净利润 7,091.75 万元，同比下滑 9.12%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

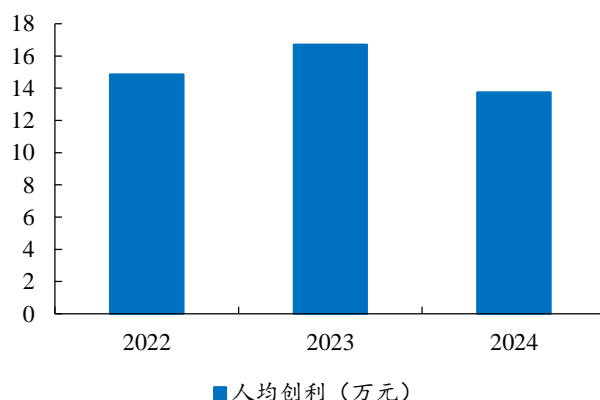
人均指标方面，公司 2024 年人均创收 59 万元，略低于 2023 年的 65 万元；2024 年公司人均创利 14 万元，略低于 2023 年的 17 万元。

**图32：2024 年公司人均创收 59 万元**



数据来源：Wind、开源证券研究所

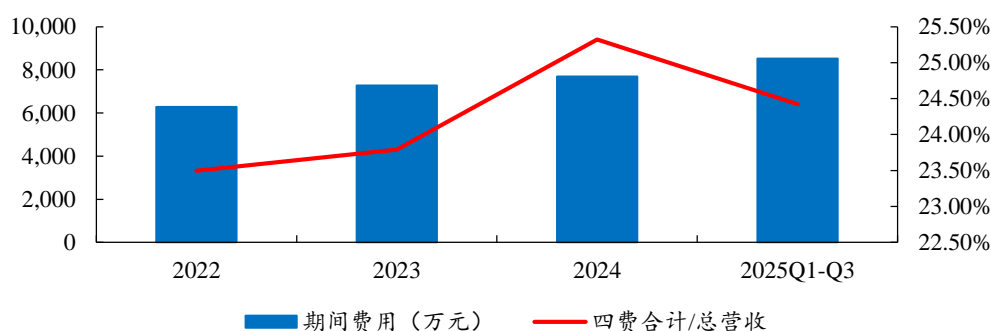
**图33：2024 年公司人均创利 14 万元**



数据来源：Wind、开源证券研究所

费用方面，公司 2022-2024 年期间费用有小幅上升，自 2022 年的 6291 万元上升至 2024 年的 7691 万元，对应期间费用率自 23.50% 提升至 25.32%。

**图34：2024 年公司期间费用 7691 万元，期间费用率 25.32%**



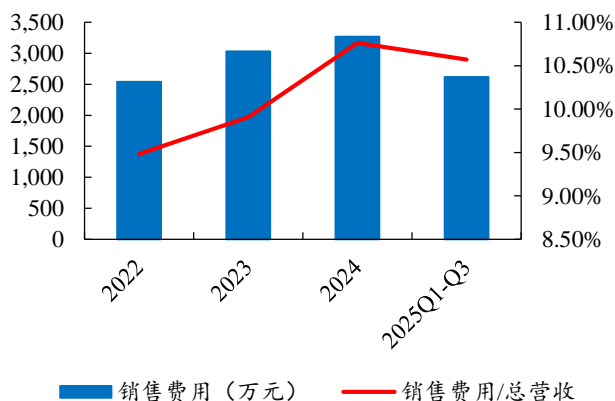
数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2024 年公司期间费用提升主要源于销售费用、管理费用有所增长。

公司在中国核心区域以及境外等地均建立了专业的销售服务团队，为客户提供专业、快速的技术支持，同时，公司海外业务仍处于前期市场开拓阶段，导致公司的销售费用率相对较高。2024 年度，随着公司公共卫生事件影响减少，公司加大力度参加各类境内外展会，推广自产产品，导致业务推广费有所增长。2024 年，公司销售费用 3,269 万元，同比增长 7.88%，占营收比例 10.76%；2025Q1-Q3，公司销售费用 2618 万元，同比增长 19.64%，占营收比例 10.57%。

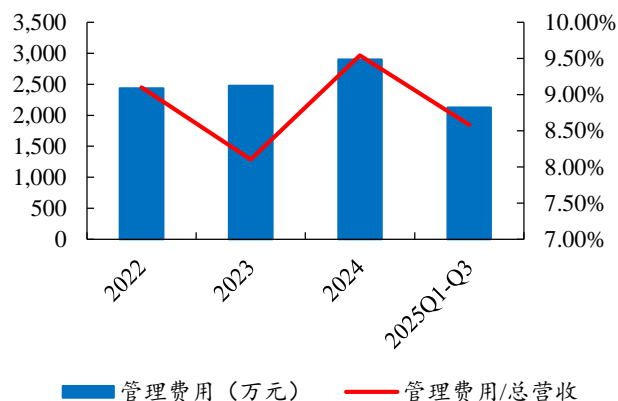
管理费用方面，公司管理费用主要由职工薪酬、折旧及摊销、办公费、中介机构服务费、检测费及物料领用费组成。2024 年公司管理费用 2899 万元，同比增长 16.93%，占营收比例 9.54%；2025 年前三季度，公司管理费用 2126 万元，同比增长 5.44%，占营收比例 8.58%。

图35：2024 年公司销售费用率 10.76%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2024 年公司管理费用率 9.54%



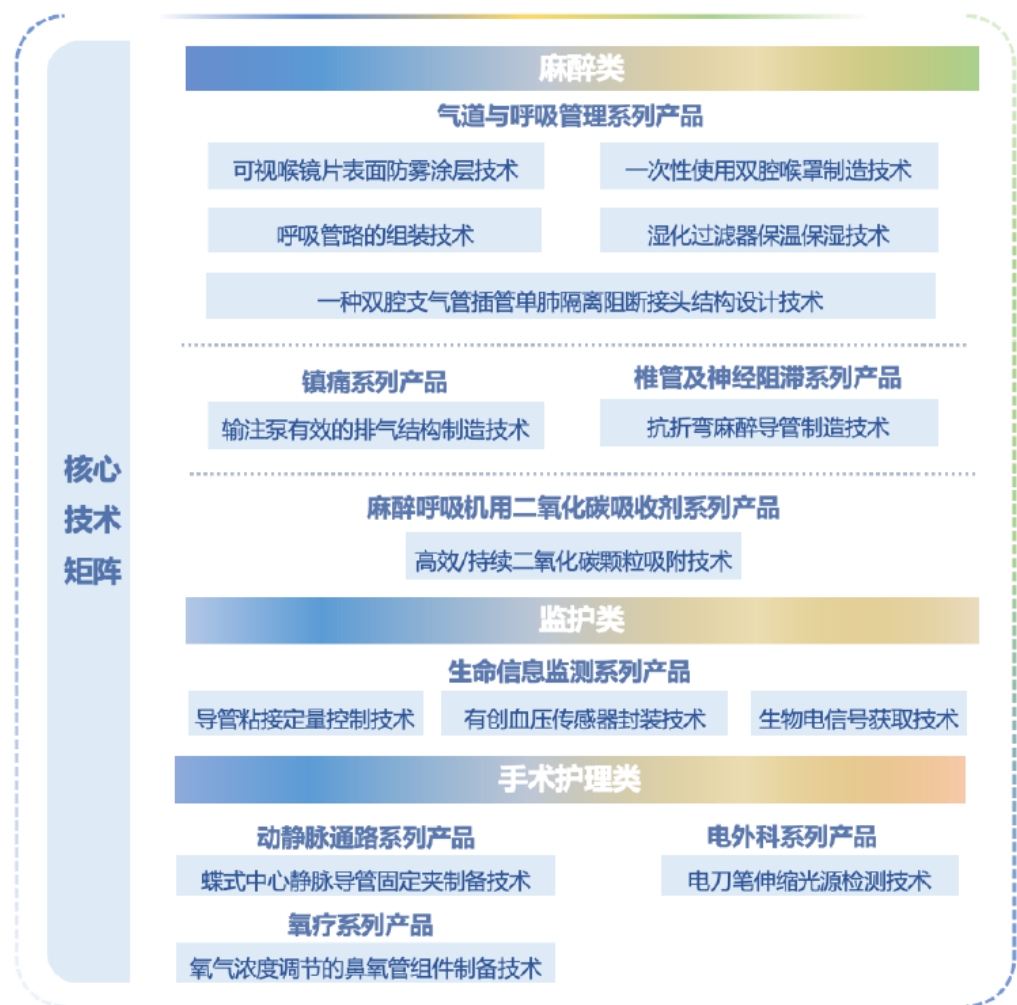
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.5、技术优势：深耕研发创新突破，掌握自主核心技术

在积极构建自主核心技术储备的发展过程中，公司已形成面向麻醉、监护、手术及护理三大类主要产品的核心技术矩阵。通过持续深入研发及核心技术积累，公司构筑了坚实的技术壁垒，提升公司产品核心竞争力，为公司产品矩阵构筑了较强的技术护城河。

公司所掌握的核心技术具体包括有创血压传感器封装、生物电信号获取、导管粘接定量控制、一次性使用双腔喉罩制造、湿化过滤器保温保湿、抗折弯麻醉导管制造、输注泵有效的排气结构制造等 14 项核心技术。其中，以有创血压传感器封装、生物电信号获取、导管粘接定量控制等为代表的公司核心技术引领行业技术进步。

公司核心技术的产业化应用，有效解决了传统医疗产品在使用过程中遇到的诸如操作不便、性能不佳、交叉感染等众多技术难题；并使得公司产品在安全性、小型化、数据精度以及用户体验方面具有行业优势，可适用于多种复杂的临床应用场景。

**图37：公司已形成面向麻醉、监护、手术及护理三大类主要产品的核心技术矩阵**


资料来源：公司招股书

截至 2025 年 6 月 30 日，公司共拥有 53 项境内医疗器械注册证和备案证，其中，三类医疗器械注册证 11 项，二类医疗器械注册证 40 项，一类医疗器械备案证 2 项。此外，公司拥有 2 项美国 FDA（510K）注册，一次性使用有创血压传感器、一次性使用脉搏血氧饱和度传感器等 12 项产品取得欧盟 CE 认证。公司自成立以来一直坚持“预研一代、注册一代、生产销售一代”的梯度化创新发展模式，在保持现有主营产品核心竞争力的基础上，探索开发具有技术创新的麻醉、监护设备，构建公司“耗材+设备”深度融合的研发和产业化模式，联合浙江大学、杭州电子科技大学等科研机构，积极布局麻醉、监护领域的“数智化”项目，持续拓宽产品品类和优化产品性能，为更多的病患提供质量可靠、技术先进的优质产品。

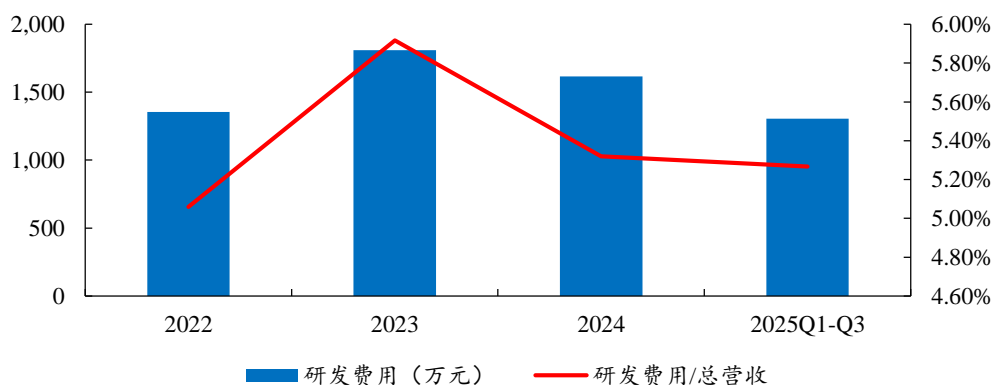
同时，除独立开展自主研发外，公司还与浙江大学、杭州电子科技大学等高校和临床医院建立了良好的合作关系，为公司保持持续创新发展提供可靠保障。公司作为行业代表企业已参与 6 项行业标准、2 项团体标准，将先进的行业技术和管理理念纳入标准制定中，及时掌握行业前沿发展方向，并提前进行技术开发与产业化布局，促进公司科技创新成果转化。（1）行业标准：公司已先后参与起草行业标准“YY 0451-2023 一次性使用便携式输注泵非电驱动”、“YY/T 1610-202X 麻醉和呼吸设备被动湿化器”、“YY/T 1543-202X 麻醉和呼吸设备氧疗用低流量鼻导管”、

“YY/T0490-202X 麻醉和呼吸设备气管支气管导管”，其中“YY 0451-2023 一次性使用便携式输注泵非电驱动”已发布，其余三项行业标准已送审。此外，公司 2025 年参与起草的“YY/T 0285.1—202X 血管内导管 一次性使用无菌导管第 1 部分：通用要求”、“YY 0600.4—202X 麻醉和呼吸设备人工复苏器”两项行业标准已完成征求意见；(2) 团体标准：公司作为牵头起草单位，参与起草的“T/ZZB 1990—2020 一次性使用压力传感器”、“T/ZZB 1991—2020 一次性使用呼吸过滤器”团体标准已发布实施。

此外，公司高度重视对研发团队的培养和建设，注重培植创新动力，着力建设高水平研发团队。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有 53 名研发人员，占公司总人员比重为 10.58%，其中，公司研发人员的硕博学历占比为 20.75%，包括毕业于中国科学院研究生院、哈尔滨工业大学、华中科技大学等知名院校的毕业生。公司研发人才队伍结构合理，研发人员学历结构不断改善，研发技术力量雄厚，已设立博士后工作站，并已建成了一支多专业交叉融合、专业互补的研发队伍，具有开展医疗器械领域应用基础研究、技术开发的综合攻关能力。

研发费用方面，2024 年，公司投入研发费用 1,615.78 万元，占营收比例 5.32%；2025 年前三季度，公司投入研发费用 1304.75 万元，同比增长 21.67%，占营收比例 5.27%。

**图38：2024 年，公司投入研发费用 1,615.78 万元，占营收比例 5.32%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.6、品牌网络布局广泛、境内外市场口碑高，具备较强渠道和先发优势

公司已建成遍布国内绝大多数省市地区的销售网络，主要产品已广泛应用于全国上千家三级医院及数千家医疗机构，其中，三甲医院已超 600 余家，并已覆盖包括中国医学科学院北京协和医院、上海交通大学医学院附属瑞金医院、浙江大学医学院附属第一医院、中山大学附属第一医院等在内的众多国内知名大型综合性医院，拥有良好的市场口碑和品牌知名度，获得客户高度评价。

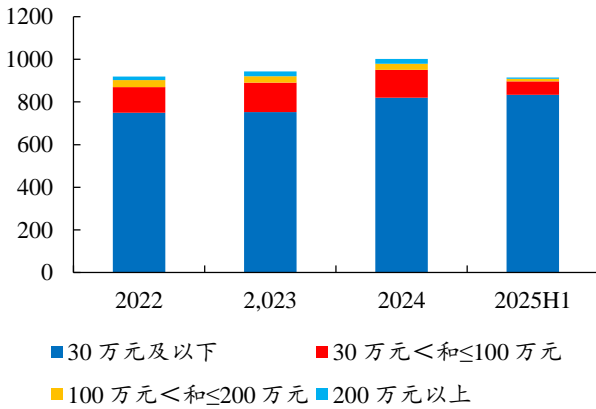
根据中国医疗器械行业协会出具的证明文件，公司在国内麻醉、监护类医用耗材市场的市场份额名列前茅，是行业内品牌优势明显、行业代表性强的头部企业。

近年来，公司积极拓展境外业务，与境外主要客户建立了较为稳定的合作关系，代表性境外客户包括 MEDTRONIC/COVIDIEN（美敦力/柯惠医疗公司）等在内的国

际知名医疗器械企业。拓展海外市场为公司未来重要的发展战略方向之一。

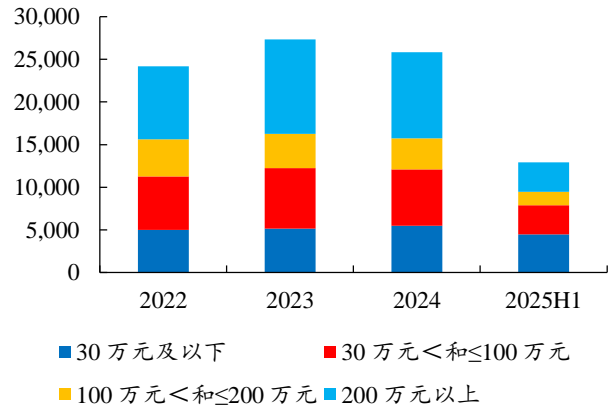
公司各收入区间的经销商的数量、销售收入及毛利占比总体相对稳定。公司 100 万元以上收入的经销商数量及收入占比总体分布稳定，2024 年，公司 30 万元及以下经销商占比较大，共 820 家，销售金额 5494.15 万元，占比 21.29%；金额占比最高的为 200 万元以上规模的经销商，共 22 家，销售金额 1.01 亿元，占比达到 39.03%；其次为 30 万元-100 万元规模的经销商，共 131 家，销售金额 6594.40 万元，占比达到 25.55%。公司产品的下游市场需求持续增长，经销商加大市场开拓，增加对公司产品的采购规模。

图39：30 万元及以下规模经销商数量最多（家）



数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

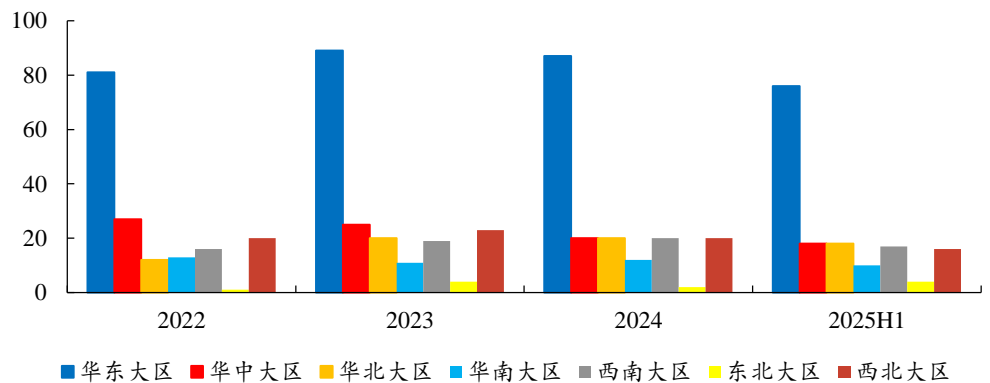
图40：2022-24年超200万规模经销商金额占比高(万元)



数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

在医疗资源相对更为丰富的华东、华南等地区终端临床产品需求相对更加充足，同时，公司销售资源投入也更为集中，公司经销商渠道分布也更为广泛。按照地域分布，公司在华东大区的经销商数量较多，2024 年达到 87 家，收入占比 47.21%。

图41：公司在华东大区的经销商数量较多，2024 年达到 87 家（家）



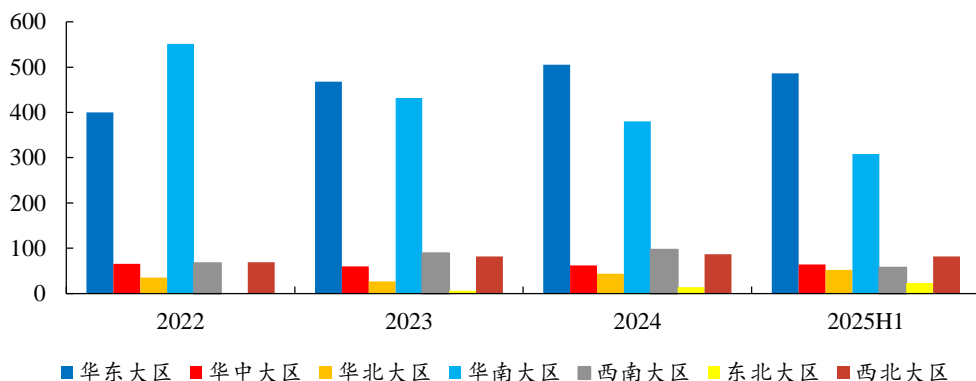
数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

终端医院分布情况上，目前，国内医疗器械行业的消费需求受到经济发展水平、人口密度和医疗机构分布等因素的影响，存在一定的区域性特征，经济发展较为发达的地区的大型终端医疗资源更为集中。同时，优质的终端客户资源，如大型三甲医院，对医用耗材产品的质量、安全性、有效性、产品使用服务等方面有着较高的要求，进入门槛相对较高。一旦公司的产品能够进入大型三甲医院，便能够形成较

强的示范性效应。

华东与华南等医疗资源相对更为丰富的区域公司覆盖的医疗终端数量较多，2024年分别达到505家、380家。

**图42：2024年，公司在华东、华南覆盖的医疗终端分别达到505家、380家（家）**



数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

## 2、行业：我国药械消费比较低，市场增长潜力较大

### 2.1、行业解析：医疗器械主要可分为医疗设备、诊断试剂和医用耗材

公司主要从事各类麻醉、监护类医疗器械产品的研发、生产和销售。根据《产业结构调整指导目录（2024年本）》，公司目前已实现产业化的产品，包括一次性使用麻醉呼吸管路、一次性使用压力传感器、一次性使用脉搏血氧饱和度传感器和一次性使用体温传感器等麻醉、监护类产品；以及在研的创新产品，包括麻醉深度监护仪、血流动力学监护仪等，均属于《产业结构调整指导目录（2024年本）》之“第一类鼓励类”之“十三、医药”之“4. 高端医疗器械创新发展”之“急危重症生命支持设备...等高端外科设备及耗材”，属于国家鼓励类产业。

按照医疗器械的功能及作用，医疗器械主要可分为医疗设备、诊断试剂和医用耗材三类。其中，医用耗材是指在临床诊断和护理、科研检测等过程中使用的一次性医用卫生材料，包括一次性使用的麻醉、监护、手术及护理三大麻醉相关医疗器械产品等，其品种型号繁多，应用广泛。基于价值角度，医疗器械行业内通常将医用耗材分为高值医用耗材和低值医用耗材，低值医用耗材通常指价格相对较低但临床应用最普遍的医用产品，而一次性医疗器械主要为低值医用耗材。

**表7：按照医疗器械的功能及作用，医疗器械主要可分为医疗设备、诊断试剂和医用耗材三类**

医疗器械分类	细分类	主要产品
医疗设备	诊断设备	监护仪、心电图仪、脑电图仪、CT、MRI、超声、内窥镜、DR
	治疗设备	麻醉设备、呼吸机
	辅助设备	制药设备
体外诊断	检验科	生化诊断、免疫诊断、血液诊断、分子诊断、血球分析
	非检验科	即时检验
高值医用耗材		植入器械、介入器械等对安全至关重要、生产使用必须严格控制且价格相对较高的消耗性医疗器械

医疗器械分类	细分类	主要产品
低耗医用耗材	麻醉耗材类	一次性麻醉包、输液泵、喉罩、面罩、通气管、动脉插管、静脉插管、插管、导管、麻醉穿刺针、穿刺包、术后催醒器、麻醉气体过滤器、麻醉气体净化器、传感器、检测电极片等
	手术室耗材类	手术室耗材类：一次性手术器、灌注器、医用缝合针、可吸收缝合线、灭菌线束、电刀、电凝镊、手术刀、医用胶、穿刺器、吸引头等
	注射穿刺类	一次性注射器、注射针、滞留针、输液器、血袋、采血针等
低耗医用耗材	医用卫生材料及敷料类	医用胶布、绷带、纱布、帽子、敷贴、海绵、一次性压舌板、防护服、手术衣、牵引带等
	医用高分子材料类	血液成分分离耗材、连接管路、空气过滤滤膜、引流管、导尿管、肠道插管、集尿管、引流袋等
	医用消毒类	医用酒精，消毒液、消毒包装袋、指示卡、指示胶带等
	医技耗材类	B超打印纸、耦合剂、导电膏、心电电极、脑心电图纸、尿液分析仪打印纸、高压注射器针筒、高压注射器针头、一次性造影连接管、医用X光胶片、医用CT（MR）胶片、激光胶片等

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

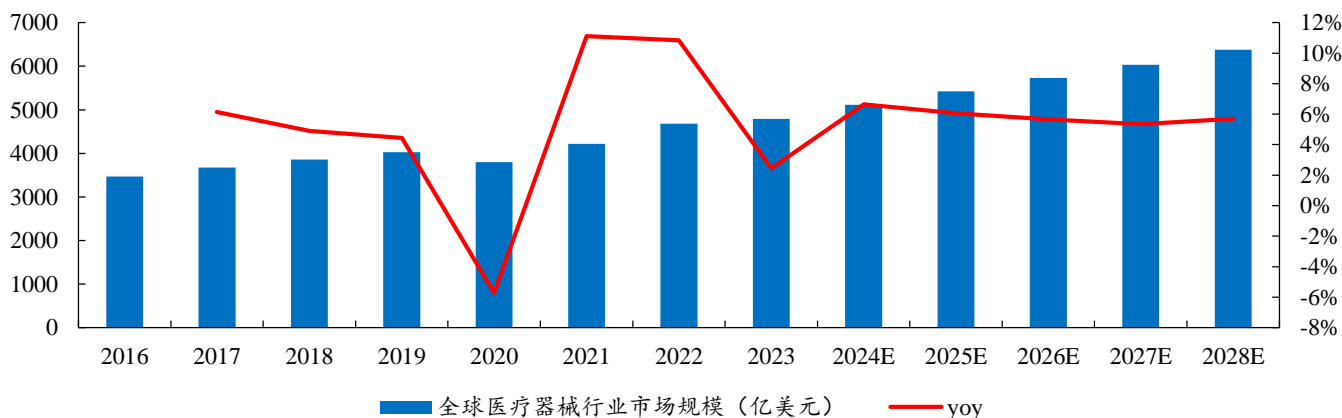
## 2.2、医疗器械：2030年我国医疗器械市场容量有望增至超1.66万亿元

医疗器械行业关系到人类健康和生命安全，是一个多学科、知识密集、资本密集的高科技产业。随着全球老龄化的持续发展、新兴医疗技术的不断突破以及全球人民健康需求的日益增长，作为医疗服务中重要组成部分的医疗器械行业多年以来始终保持高速增长。

根据医疗器械创新网发布的数据显示，在2016年至2019年的过程中，全球医疗器械产业表现出强劲的发展势头，年均复合增长率保持在5.15%的水平。然而，2020年的突发公共卫生事件对全球产业链产生了较大冲击，导致生产和供应链遭受严重干扰，产业规模略有下降。

2021年伴随着全球产业的逐渐恢复，医疗器械行业迎来了新一轮的增长浪潮，全球医疗器械产业再度展现了强大的复苏势头。2023年医疗器械行业总规模达到4,793.6亿美元，展望未来，预计在2023年之后，随着全球健康需求的不断增长，全球医疗器械产业将迎来更为坚实的增长势头，~~2028年~~总规模将达到6,379.6亿美元，为行业发展注入强劲发展动力。

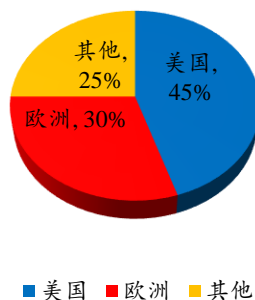
图43：2023年医疗器械行业总规模达到4,793.6亿美元



数据来源：公司招股书、医疗器械创新网、开源证券研究所

从全球来看，美国、欧洲、日本等发达国家地区的医疗器械产业发展时间较早，居民生活水平偏高，对医疗器械产品的技术水平和质量要求也相应较高，市场需求以最新产品的升级换代为主，市场规模庞大，需求增长稳定。从地区分布来看，根据中国产业信息网数据，美国为全球医疗器械最大的市场国家，约占据全球医疗器械市场约 45% 的市场份额；欧洲是全球医疗器械第二大市场，约占据全球医疗器械市场 30% 的市场份额；在亚太地区，日本医疗器械产业具有较大优势，我国为亚太地区另一大医疗器械市场，近年来市场规模快速增长。

**图44：美国为全球医疗器械最大的市场国家，约占据全球医疗器械市场 45%**

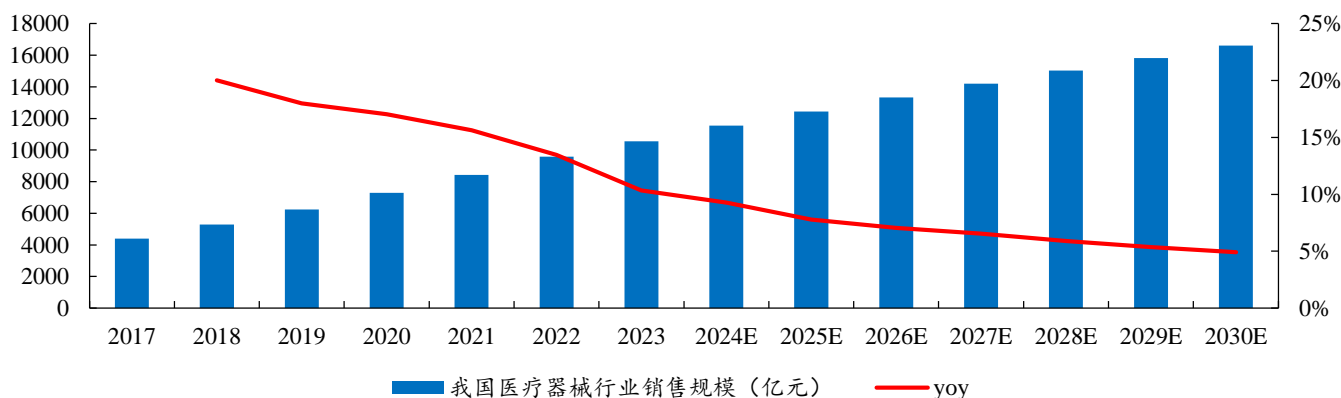


数据来源：公司招股书、中国产业信息网、开源证券研究所

医疗器械产业是我国重点支持的战略性新兴产业。随着国内经济的不断发展，人均可支配收入的逐步提高，公共卫生意识的不断提升，社会人口老龄化趋势的加剧，以及医疗器械产业的升级换代和政策支持，我国医疗器械行业正处于高速扩容的发展阶段。

根据弗若斯特沙利文发布的数据，与全球医疗器械市场相比，我国医疗器械市场发展更为迅速，2017年至2024年，我国医疗器械行业市场规模由4,403亿元增长至11,544亿元，期间复合增长率为14.76%，远超过全球医疗器械市场同期约4.82%的复合增速。同时，随着我国政府对国产医疗器械的支持力度逐步加大，以及国内居民人均医疗支出的持续增长，国内医疗器械市场将有望保持良好的增长态势，预计2025年我国医疗器械市场规模将增长至12,442亿元，到2030年我国医疗器械市场容量增长至超过1.66万亿元。

**图45：2030年我国医疗器械市场容量有望增长至超过1.66万亿元**

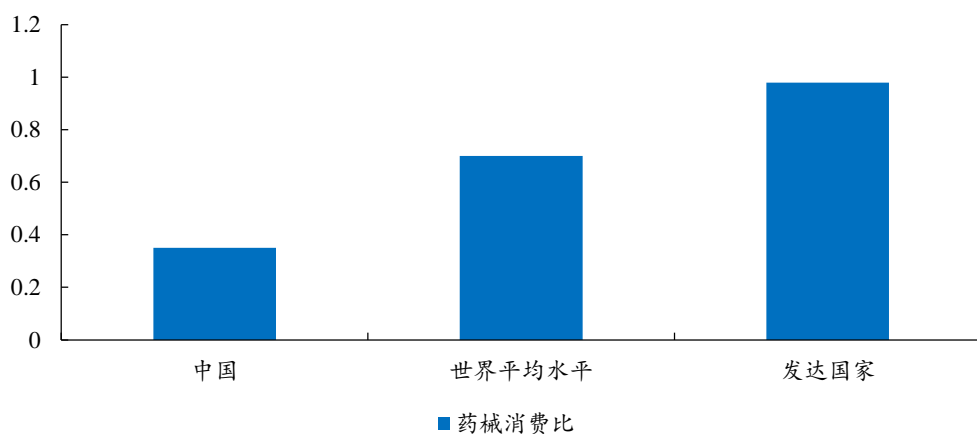


数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

目前，我国医疗器械行业市场规模虽呈现高速增长的发展趋势，但仍然具有行业内医疗器械企业数量众多、生产企业经营规模较小、产品同质化明显以及行业集中度低等特征，与境外发达国家相比我国医疗器械企业仍面临关键的行业发展机遇，具备较大的发展潜力。

与国际医疗器械市场相比，我国医疗器械市场还有较大的成长空间。目前，我国药械消费比仅为 1: 0.35，远低于 1: 0.7 的世界平均水平，更低于发达国家的 1: 0.98 的水平，未来还将有广阔的增长空间，为本项目扩增产能消化提供广阔的市场基础。

**图46：与国际医疗器械市场相比，我国医疗器械市场还有较大的成长空间**



数据来源：公司招股书、开源证券研究所（数据以药消费为 1）

我国医疗器械行业各细分领域进口替代程度不一，对研发投入及技术创新要求较高的高端医疗器械领域目前仍主要由国外大型进口医疗器械厂商主导，国内医疗器械公司亟需掌握更多高端医疗器械核心技术，不断进行产品创新，推动实现产业化，形成进口替代，最终实现国产医疗器械行业持续健康发展。

根据中国海关总署统计数据，近年来我国医疗仪器及器械进出口贸易额总体保持稳定增长趋势，自 2015 年以来进出口贸易额复合增长率超过接近 10%。2024 年度，我国医疗仪器及器械进出口总额 322.58 亿美元，其中出口贸易额为 197.38 亿美元，进口贸易额为 125.20 亿美元。2022 年度后我国医疗仪器及器械进出口总额相对有所下降，主要系受外需走弱以及国内公共卫生事件等综合因素影响，影响持续时间较短，预计我国医疗器械行业进出口规模未来将恢复稳定增长的态势。

图47：2024年我国医疗仪器及器械出口金额197亿美元

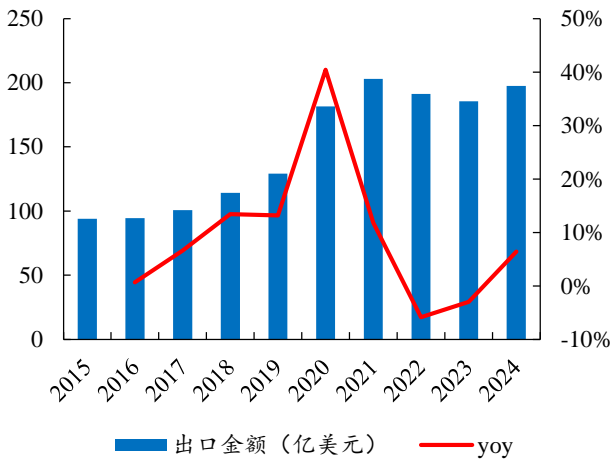
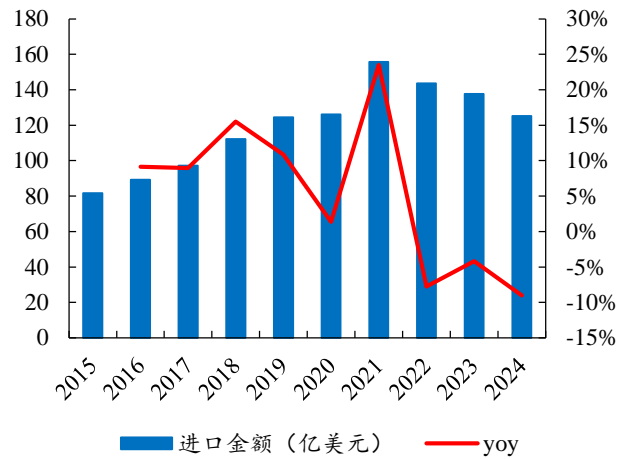


图48：2024年我国医疗仪器及器械进口金额125亿美元



数据来源：公司招股书、中国海关总署、Choice、开源证券研究所

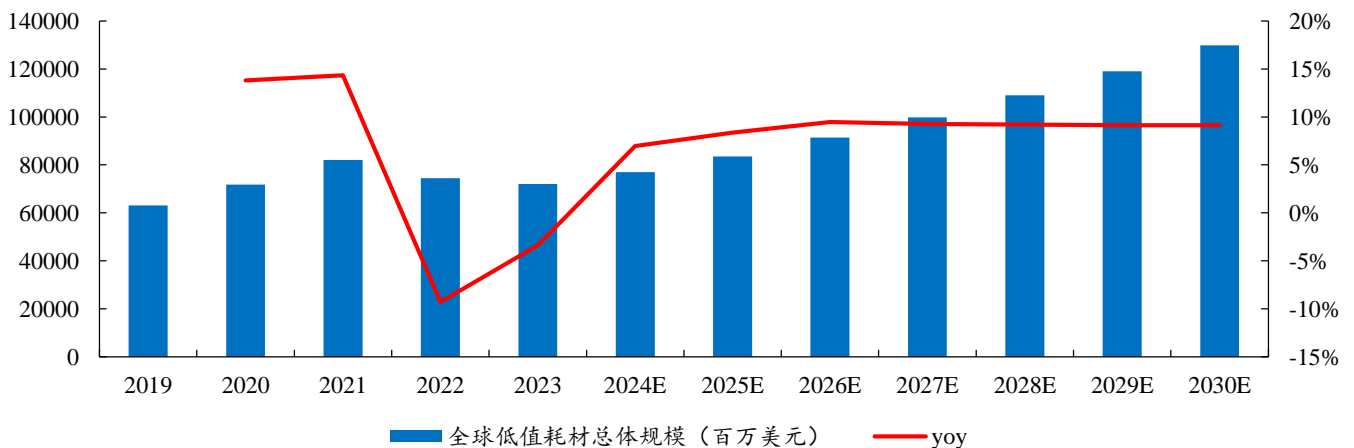
数据来源：公司招股书、中国海关总署、Choice、开源证券研究所

2024年，我国医疗器械行业市场规模已超10,000亿元，医疗器械生产厂商超过3.4万家，其中多数医疗器械生产企业营收规模在2,000万元以下，年产值过亿的生产厂商数量及占比较低。同时，我国医疗器械行业内营收规模较大的上市公司，如迈瑞医疗、新华医疗和威高股份等，与国际知名医疗器械龙头企业美敦力、强生和雅培等公司相比仍存在较大的差距。我国前20大医疗器械企业的行业集中度近年来虽有所提升，但与境外医疗器械成熟市场相比，行业集中度整体处于较低水平。

### 2.3、低值医用耗材：2024年我国市场规模1,852亿元，同比增长19.49%

根据YH Research整理研究数据，2019年至2021年，全球低值医用耗材市场规模呈现稳步增长态势，年均复合增长率为14.07%，增长态势良好。2022年与2023年市场规模略有下降，主要系受全球经济形势变化、公共卫生事件后需求调整等相关因素的影响，出现短期下滑。未来，随着全球人口老龄化的持续发展、医疗基础设施的不断完善以及人们健康需求的逐步提升，全球低值医用耗材市场有望重拾增长态势，预计在2030年市场规模达到1,298.20亿美元，低值医用耗材市场在未来仍具有广阔的发展空间。

图49：全球低值医用耗材市场有望重拾增长态势，预计在2030年市场规模达到1,298.20亿美元

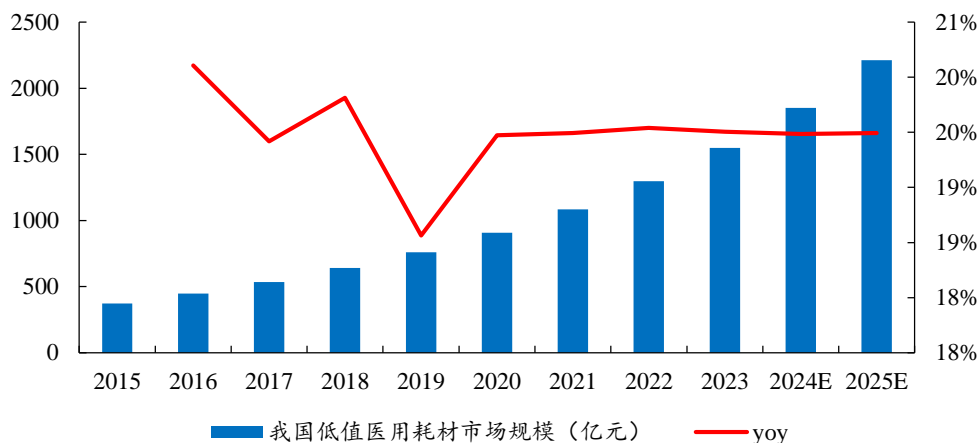


数据来源：公司招股书、YH Research、开源证券研究所

从全球分布来看，美国是全球最大的医疗器械市场，也是最大的低值医用耗材市场，其低值医用耗材产品销售额约占全球医用耗材市场销售额的 40%，欧洲则为全球第二大低值医用耗材市场。在美国、欧洲等发达国家和地区，低值医用耗材销售额占其医疗器械市场销售总额的比例已达到 45% 左右。

受经济高速增长、社会人口老龄化、人均寿命提高、生活方式改变以及手术量稳定增长等方面的综合影响，近年来我国公共卫生医疗方面的投入持续增加，国民医疗保险覆盖面不断扩大，低值医用耗材在终端医疗机构广泛应用于各个临床科室，市场规模持续保持高速增长。根据《中国医疗器械蓝皮书》等机构报告统计数据，2024 年我国低值医用耗材市场规模已达到 1,852 亿元，同比增长 19.49%，相比 2015 年度的 373 亿元，复合增长率高达 19.49%，我国低值医用耗材行业未来市场规模潜力较大。

图50：2024 年我国低值医用耗材市场规模已达到 1,852 亿元，同比增长 19.49%



数据来源：公司招股书、《中国医疗器械蓝皮书》、中国医药报、Magna Information Centre、IBM 报告、开源证券研究所

## 2.4、竞争格局：海圣医疗业绩成长性表现在可比公司中占优

公司产品广泛应用于麻醉科、ICU 病房、急诊科等临床科室。目前，我国麻醉类医疗器械行业市场具有总体规模大但行业参与者众多的特征，结合公司的主营业务及产品情况，公司国际主要竞争对手为 Edwards、ICU Medical、Teleflex 等，国内主要竞争对手为维力医疗 (SH.603309)、河南驼人、深圳益心达、浙江苏嘉、杭州坦帕。

表8：海圣医疗主要竞争对手

简称	基本情况介绍
Edwards	美国爱德华起始于 1958 年，纽约证券交易所标普 500 指数成分股上市公司，致力于结构性心脏病医疗创新、重症监护和外科监护领域的全球领导者，主要代表性产品包括心脏瓣膜、一次性使用压力传感器、导管等
ICU Medical	美国 ICU 医疗公司创立于 1984 年，纽约证券交易所上市公司，是一家应用于输液治疗、肿瘤科以及重症监护方面创新型医疗设备开发、生产和销售的全球领导企业，其于 2022 年完成对英国工业巨头史密斯集团旗下医疗业务 Smiths Medical 的收购
Teleflex	泰利福医疗诞生于 1943 年，纽约证券交易所上市公司，致力于为重症监护，泌尿科和外科手术的诊断和治疗提供产品，产品包括全身和局部麻醉、泌尿科、呼吸护理、心脏病护理和手术器械等方面

简称	基本情况介绍
维力医疗 (SH.603309)	广州维力医疗器械股份有限公司成立于 2004 年，主要从事麻醉、泌尿、呼吸、血液透析等领域医用导管的研究、生产和销售，产品在临床上广泛应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域
河南驼人	河南驼人医疗器械集团有限公司成立于 1993 年，是一家专业从事麻醉、疼痛、护理、检测、血液净化、微创介入、外科、电子智能、医用防护等一次性医疗器械的生产经营的现代化企业集团
深圳益心达	深圳市益心达医学新技术有限公司成立于 1996 年，是一家专业从事介入医学导管及相关医疗器械研发、生产、销售的高新技术企业，主要产品涵盖介入、麻醉、泌尿、妇产、影像、骨科、OEM 等七大系列业务板块
浙江苏嘉	浙江苏嘉医疗器械股份有限公司成立于 1992 年，是一家致力于一次性麻醉耗材研发、生产、销售及服务的公司，主要产品涵盖五大系列产品：麻醉类、护理类、妇产科类、内窥镜类、电子系列产品
杭州坦帕	杭州坦帕医疗科技有限公司成立于 2008 年，是一家主要从事麻醉、呼吸、重症监护、手术室等领域医用导管的研究、生产和销售的医疗企业，产品在临床上广泛应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域

资料来源：公司招股书、同行业可比公司招股书、年度报告、公司官网、开源证券研究所

公司所处细分行业为麻醉医疗器械领域，同行业上市公司中与公司细分产品领域和结构相同的可比公司较少。为客观反映公司与同行业可比公司的比较情况，结合细分业务、整体规模和销售模式的可比性以及主要财务经营数据的可获得性，选择维力医疗、三鑫医疗、天益医疗等与公司主要产品及业务相近或相似的可比公司进行综合比较分析。

**表9：选择维力医疗、三鑫医疗、天益医疗等作为海圣医疗可比公司**

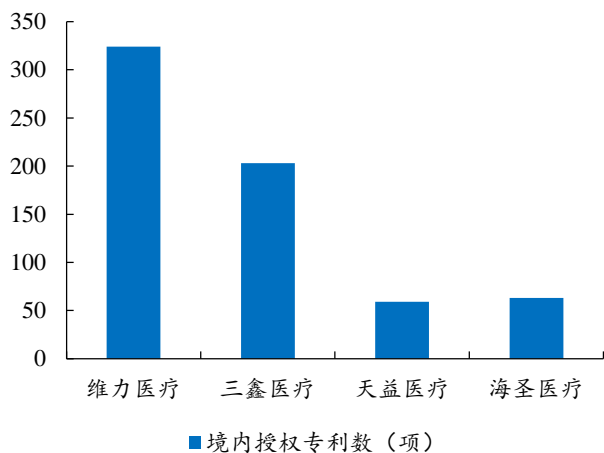
简称	代码	经营情况	技术实力
维力医疗	603309.SH	维力医疗主要从事麻醉、泌尿外科、导管、护理、呼吸、血液透析等领域医疗器械的研发、生产和销售，在临床上广泛应用于普通开放手术、微创手术，急救和护理等	维力医疗技术实力主要体现在：第一，独特原料配方技术：公司经过多年的实验，在天然乳胶、硅胶及医用级 PVC 材料方面研制出多种专用的原料配方用于公司产品，提高产品的生物相容性和物理性能，更好地满足了临床要求；第二，非标准化设备和装置：公司针对不同产品的材料及功能特点自主研发了近 200 台非标准化设备和装置，涵盖了导管成型、球囊(套囊)成型、导管尖端处理成型、导管表面处理等公司关键工艺技术；第三，自动化生产线：公司自成立以来一直注重自动化生产线的研制，在吸取国际先进技术的基础上成功自主研发了多条自动化生产线
三鑫医疗	300453.SZ	三鑫医疗是一家专注于医疗器械研发、制造、销售和服务的国家高新技术企业，主营业务及产品涵盖血液净化类、注射类、留置导管类、输液输血类、心胸外科类、防护类六大细分领域	三鑫医疗在持续的研发和生产活动中，通过集成创新及引进消化吸收再创新，积累了包括注塑模具优化技术、管类产品零部件机械化生产和流水线研发设计、生产工艺及产品检测方面的核心技术，同时公司已拥有江西省血液净化装备工程研究中心、省级企业技术中心、省级工程技术研究中心、省级院士工作站等研发平台，在血液净化领域已成为国内少数几家能够提供血液净化整体解决方案的企业之一
天益医疗	301097.SZ	天益医疗是一家主要从事血液净化及病房护理领域医用高分子耗材等医疗器械的研发、生产与销售的高新技术企业，主要产品应用于血液净化与病房护理等领域，具体包括血液净化装置的体外循环回路、一次性使用动静脉穿刺器、喂食器及喂液管等	天益医疗一直专注于医用高分子耗材等医疗器械的研发、生产与销售，坚持立足于技术创新，不断加大技术研发投入，作为起草单位之一参与国家行业标准的制定，经过 20 多年的研发投入和实践积累，公司已掌握包括泵管设计技术、测压配件设计技术、高速高精注塑工艺与技术、臭氧灭菌技术、特殊的进出口设计技术和微晶气泡发生装置技术等一系列核心技术
海圣医疗		公司是一家专业从事麻醉、监护类医疗器械产品研发、生产和销售的高新技术企业，主营业务涵盖麻醉、监护类医疗	公司是面向全球的麻醉、监护类医疗器械综合产品提供商，是我国较早从事麻醉和监护类医用耗材研发制造的科技型医疗器械生产企业之一，也是该细分领域的头部企业。公司产品线种类丰富，具有较强的市场和品牌影

简称	代码	经营情况	技术实力
		器械产品，产品广泛应用于麻醉科、ICU 重症监护病房、急诊科等科室的终端临床需求	响力，已搭建起麻醉类、监护类、手术及护理类三大类产品矩阵。在自主技术储备方面，公司已形成面向各系列及各品类主要产品的 14 项核心技术。公司为国家级专精特新“小巨人”企业、浙江省专精特新中小企业、浙江省隐形冠军企业、国家知识产权优势和示范企业，公司研发中心被认定为“省级研究开发中心”、“省级企业技术中心”

资料来源：公司招股书、同行业可比公司招股书、年度报告、公司官网、开源证券研究所

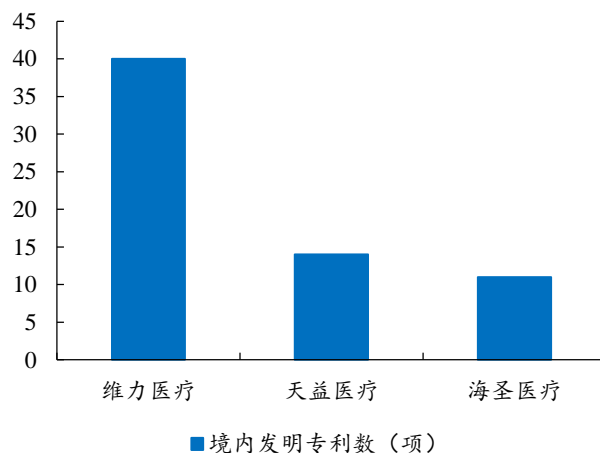
在知识产权方面，公司在专利授权数量、境内发明专利数等指标方面与天益医疗较为接近，具备较强的技术水平和研发实力。

图51：海圣医疗境内专利授权数与天益医疗较接近



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

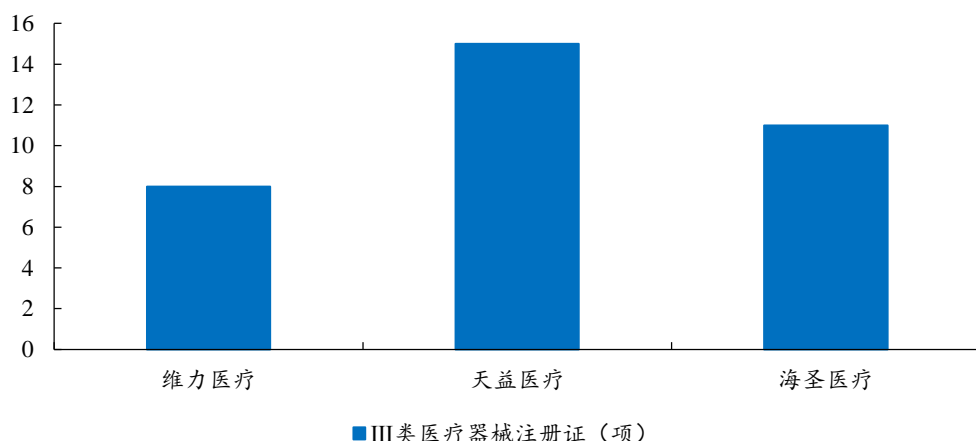
图52：海圣医疗境内发明专利数与天益医疗较接近



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

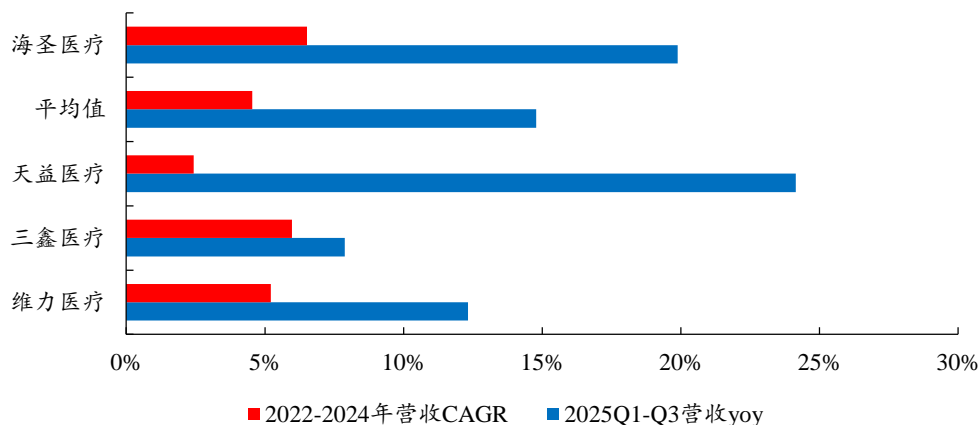
III 类医疗器械注册证上，海圣医疗位列第二，天益医疗数量最多，为 15 项，海圣医疗略低于天益医疗，为 11 项。

图53：III 类医疗器械注册证上，海圣医疗位列第二



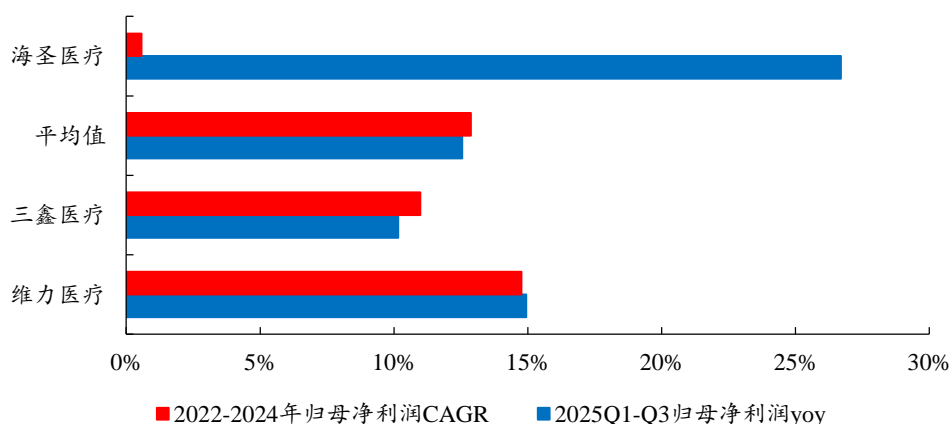
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

成长性方面，2025 年前三季度营收增速最高的为天益医疗，达到 24.14%，海圣医疗位列第二，达到 19.89%，高于可比公司均值；2022-2024 年营收 CAGR 上，海圣医疗位列可比公司中第一，达到 6.51%。

**图54：海圣医疗 2022-2024 年营收 CAGR 在可比公司中位列第一**


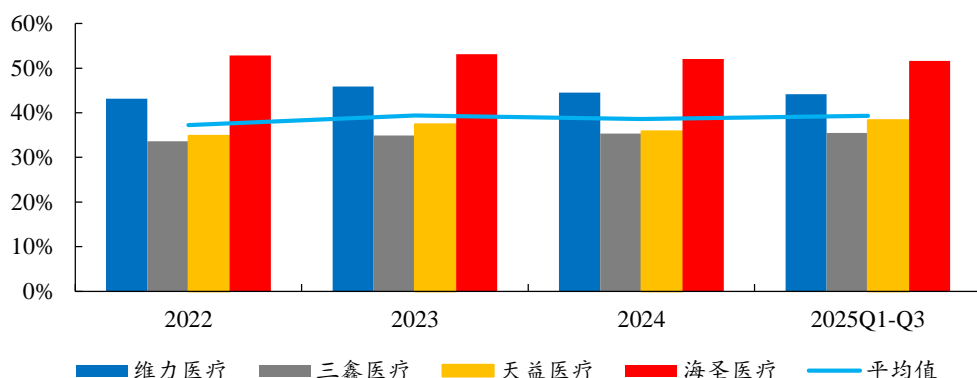
数据来源：Wind、开源证券研究所

归母净利润方面，剔除 2024 年亏损的天益医疗，海圣医疗 2025 年前三季度同比增长最快，达到 26.70%；2022-2024 年归母净利润复合增速最快的为维力医疗，达到 14.77%。

**图55：2025 年前三季度归母净利润同比增速最快的是海圣医疗**


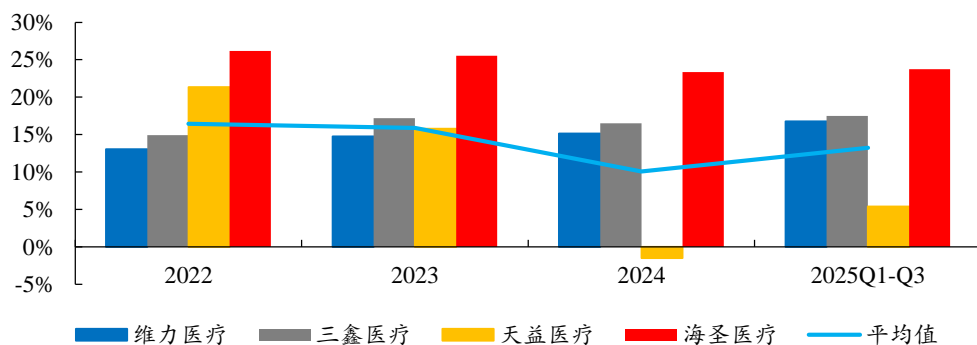
数据来源：Wind、开源证券研究所

海圣医疗整体毛利率保持基本稳定，与同行业公司相比，整体毛利率水平较高，主要源于产品应用领域差异，同行业可比公司整体以血液净化类产品等为主，相关产品毛利率较低，而海圣医疗的麻醉系列产品毛利率接近。

**图56：海圣医疗毛利率高于可比公司**


数据来源：Wind、开源证券研究所

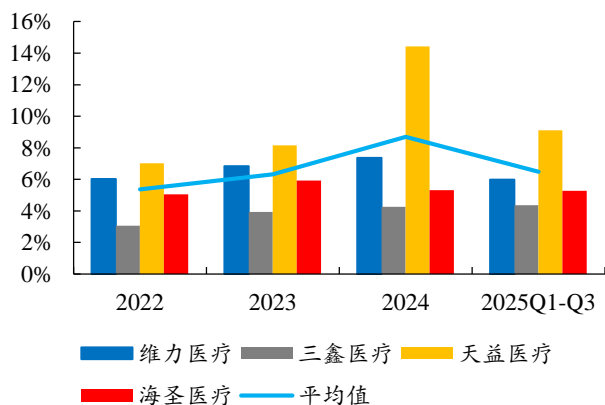
净利率方面，海圣医疗在2022年-2025Q1-Q3区间在可比公司中位列第一。

**图57：海圣医疗2022年-2025Q1-Q3净利率在可比公司中位列第一**


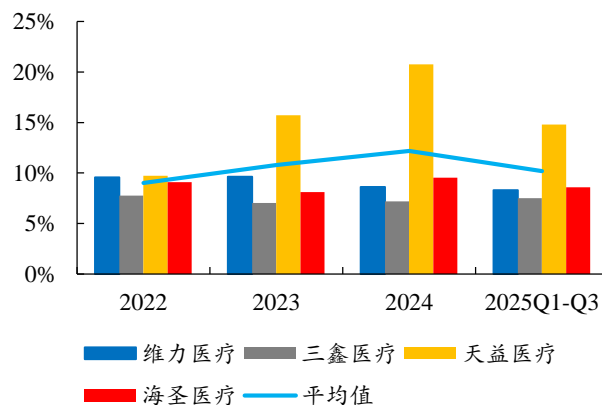
数据来源：Wind、开源证券研究所

研发费用方面，天益医疗研发费用率最高，海圣医疗略低于可比公司均值，与维力医疗水平较接近。

2022年-2025年前三季度，管理费用率水平最高的为天益医疗，海圣医疗略低于可比公司均值，与维力医疗水平相对较接近。

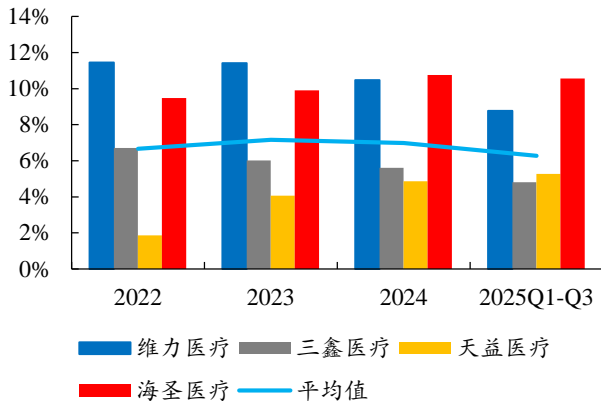
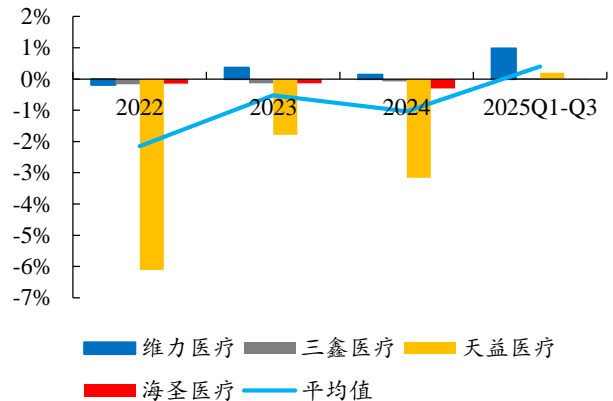
**图58：2022年-2025Q1-Q3天益医疗研发费用率最高**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图59：2022年-2025Q1-Q3天益医疗管理费用率最高**


数据来源：Wind、开源证券研究所

销售费用率方面，海圣医疗整体略高于可比公司，主要由于医疗器械行业公司的产品主要应用领域与细分市场存在差异，导致各公司销售模式、终端产品覆盖地区和客户集中度不同，维力医疗与海圣医疗销售费用率在可比公司中相对较高。

**图60：维力医疗与海圣医疗销售费用率相对较高**

**图61：海圣医疗、维力医疗、三鑫医疗财务费率较接近**


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、募投麻醉监护急救系列医疗器械升级扩产及自动化项目等

公司拟向不特定合格投资者公开发行人规模不超过 11,294,118 股人民币普通股(不考虑超额配售选择权的情况下)，拟使用募集资金 3.70 亿元，投入麻醉监护急救系列医疗器械升级扩产及自动化项目、研发检测中心项目、营销服务基地建设项目。

**表10：公司拟使用募集资金 3.7 亿元投入三大项目（万元）**

序号	项目名称	预计投资总额	拟用募集资金投入	项目备案情况	环评批复情况
1	麻醉监护急救系列医疗器械升级扩产及自动化项目	24,843.20	17,390.24	已备案（项目代码 2204-330602-07-02-547565）	绍市环越审〔2023〕7号
2	研发检测中心项目	17,671.81	13,897.30	已备案（项目代码 2204-330691-04-01-994159）	不纳入环评管理
3	营销服务基地建设项目	5,755.00	5,755.00	-	不纳入环评管理
合计		48,270.01	37,042.54	-	-

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

麻醉监护急救系列医疗器械升级扩产及自动化项目建设周期 3 年，总投资金额 2.48 亿元，拟投入募集资金 1.74 亿元。公司拟通过对现有厂房和生产车间进行装修升级改造，引入自动组装线、注塑机、挤出线、麻醉包生产线、超声波焊接机、全自动包装线等先进的自动化生产硬件设备，配套 MES/PLM 等智能数字化车间系统、注塑/挤出智能管理系统等软件，同时也通过对公司现有仓库进行装修改造，引进智能仓储设备，实现公司仓储系统的智能化升级。

研发检测中心项目建设周期 3 年，总投资金额 1.77 亿元，拟投入募集资金 1.39 亿元。本次研发检测中心项目是在整合公司现有研发资源的基础之上，通过扩大研发场所，购置先进研发软硬件设备，引进高端技术人才，最终建设成为集技术研发、功能实验、性能检测、人才培养为一体的研发平台，开展包括高分子耗材产品、传感器、监测技术、输注相关技术、可视相关技术、能量技术等相关产品和技术的研发。

营销服务基地建设项目，建设周期 3 年，总投资金额 5,755.00 万元，包括总部

营销中心工程建设、设备购置及安装、人员投入、差旅费支出、业务推广费支出。本次服务网络主要包括三个方面；首先，扩大销售团队，强化国内外市场的开拓力度；其次，建设总部品牌展示中心、会议培训中心等，加强总部对于市场开拓的支持力度；同时，建立客户管理系统，通过数字化手段，实现客户档案登记、客户关系维护以及销售信息收集的实时更新和共享。

#### 4、估值对比：可比公司 PE 2024 均值为 20X

海圣医疗有望通过本次募投项目提高公司的智能化、自动化水平，加强公司的规模化生产能力，满足下游市场麻醉监护急救系列医用耗材不断增加的需求，进一步扩大业务规模，提升盈利能力，整体上提高公司的核心竞争力，持续推动产品创新与技术创新，保持海圣医疗在行业内的市场竞争力。

表11：同行业可比公司的 PE 2024 均值为 20X

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	PE 2024	2022-2024 年营收 CAGR	2022-2024 年归母净利润 CAGR	2024 年毛利率	2024 年净利率
维力医疗	603309.SH	40.42	18.4	5.22%	14.77%	44.53%	15.14%
三鑫医疗	300453.SZ	47.67	21.0	5.98%	10.98%	35.33%	16.51%
天益医疗	301097.SZ	33.66		2.43%		35.88%	-1.49%
	均值	40.59	19.7	4.54%	12.87%	38.58%	10.05%
	中值	40.42	19.7	5.22%	12.87%	35.88%	15.14%
海圣医疗	920166.BJ			6.51%	0.57%	52.09%	23.35%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2026 年 2 月 2 日）

#### 5、风险提示

新产品研发和注册风险、欧盟 MDR 新规政策变动风险、新股破发风险

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn