

医疗器械

报告日期：2023年06月04日

# 手术动力系统第一股，西山科技上市

## ——医疗器械专题报告

### 投资要点

2023年5月31日，西山科技发布《首次公开发行股票并在科创板上市发行结果公告》，发行数量为1325.0367万股，发行价格为135.80元/股，国产手术动力系统龙头企业科创板上市。

#### □ 手术动力系统行业：渗透率提升下市场高增长

传统手术动力系统市场规模CAGR16%，其中整机CAGR7%，耗材CAGR40%。

(1) 2020-2025年整机市场规模CAGR7%。传统科室指神经外科、耳鼻喉科、骨科，按照公司招股书数据，每家医院配置数量为神经外科1台、耳鼻喉科1台，创伤关节1台，脊柱1台，受益于医院数量及渗透率的增长，对应手术动力装置市场规模由2020年的18.2亿元提升至25.5亿元，对应市场规模CAGR7%；(2) 2020-2025年一次性耗材市场规模CAGR40%。按照公司招股书数据，随医疗水平的提升以及多地医保局陆续将一次性耗材纳入医保，一次性耗材渗透率快速提升，2021年传统科室一次性耗材渗透率20%，我们按照一次性耗材渗透率提升节奏，假设2025年一次性耗材渗透率48%，对应2025年传统科室一次性耗材市场规模23.3亿元，对应2020-2025年耗材市场规模CAGR40%。另外，根据公司招股书数据，配件市场规模约为整机的20%，综上，2020-2025年传统手术动力系统市场规模有望由26.2亿元提升至53.9亿元，对应CAGR16%。

乳腺旋切市场规模CAGR15%，其中整机CAGR39%，耗材CAGR7%。(1) 2020-2025年整机市场规模CAGR39%。乳腺外科为新兴科室，根据公司招股书数据，2021年乳房病灶旋切式活检系统国内仅招标80台，正处于渗透率快速提升的阶段。根据公司招股书测算，2020至2025年，三级医院渗透率有望从40%提升至100%；二级医院渗透率有望从10%提升至50%，对应整机市场规模CAGR39%；(2) 2020-2025年耗材市场规模CAGR7%。根据公司招股书数据，乳腺旋切活检针基本均采用一次性耗材，在终端渗透率不变的情况下，按照患者增速，2020-2025年相关耗材市场规模CAGR约为7%。另外，根据公司招股书数据，配件市场规模约为整机的20%，综上，乳腺旋切活检系统2020-2025年市场规模有望由5.5亿元提升至10.9亿元，对应市场规模CAGR15%。

#### □ 西山科技：创新技术壁垒，步入上行周期

专注手术动力系统，乳房旋切系统新品加速放量。公司主要专注于手术动力系统，其中：(1) 以产品类型看，使用量提升拉动耗材收入占比加速增长。耗材收入占比由2019年的35%提升至2022年的66%。公司耗材搭配整机使用，主要为一次性使用耗材（公司整机使用寿命一般为5年），随临床一次性耗材对重复性耗材的替换，公司耗材快速放量，2019-2022年耗材收入由0.26亿元提升至1.69亿元，对应CAGR86%，随手术需求的增长以及一次性耗材临床接受度的进一步提升持续放量；(2) 从应用场景看，公司新产品（乳房病灶旋切式活检系统）收入占比快速增长。2019-2022年，公司整体手术动力系统收入由0.75亿元提升至2.55亿元，对应CAGR50%，主要增长拉动来源于2020年上市的新产品——乳房病灶旋切式活检系统（含耗材），收入由2019年的3.2百万元提升至2022年的93.9百万元，对应CAGR210%。随人们对早期乳腺癌的预防/筛查重视度提升，新品形成了强收入拉动、收入占比持续提升。

创新技术优势，步入上行周期。公司技术优势鲜明，截至2022年末，公司拥有境内专利941项（其中发明专利67项，52项用于主营业务），获得中国专利优秀奖3项，并牵头起草了7项手术动力装置相关国家医药行业标准，在细分领域中处于龙头地位，自主掌握从研发设计到生产组装的全产业链技术，并具备完善的销售渠道，全产业链优势助力公司产品快速创新迭代，2020年公司乳房病灶旋切式活检系统上市，2021-2022年公司腹腔镜内窥镜、双极射频刀头、高频手术设备、超

### 行业评级：看好(维持)

分析师：孙建  
执业证书号：S1230520080006  
02180105933  
sunjian@stocke.com.cn

研究助理：司清蕊  
siqingrui@stocke.com.cn

### 相关报告

- 《内镜板块，上行周期》  
2023.05.11
- 《二代测序，应用加速》  
2023.03.20
- 《从定量到定性，更重市场化竞争——IVD行业政策点评》  
2022.11.01

声骨刀等新产品获批，2023年公司等离子手术设备获批，涵盖手术动力装置、内窥镜系统和能量手术设备三大领域。另外，从公司经营情况看，公司正处于盈利能力上行、存货周转率提升的上行周期。2020-2022年，规模效应下公司净利率由11%提升至29%，盈利能力持续提升，并处于行业较高水平；2020-2022年，随公司耗材收入占比持续提升，存货周转率呈提升趋势（由1.18提升至1.46），正处于产品放量拉动收入利润增长、存货周转率提升的上行周期。

**产品渗透率提升叠加进口替代，收入持续高增长。**2019-2022年，公司收入CAGR47%，分析公司的成长驱动，我们认为主要有以下几点：（1）一次性耗材渗透率提升。随医疗水平的提升以及多地医保局陆续将一次性耗材纳入医保，一次性耗材渗透率快速提升，公司作为存量设备市占率最高的国产企业，并持续进行耗材的创新迭代，随一次性耗材渗透率提升打开整体市场空间，公司收入实现高增长；（2）乳腺外科等新品渗透率提升。2020年公司乳房病灶旋切式活检系统上市后，2019-2022年收入CAGR210%，拉动收入快速增长，2022年内窥镜、双极射频刀头、2023年等离子手术设备等陆续获批，公司为手术动力系统国产龙头企业，依托现有产品渠道，新品加速放量；（3）国产化率稳步提升。国产支持政策叠加医保压力下国产产品性价比优势，2019-2021年，我国手术动力装置国产化率由17%提升至30%，正处于国产化率快速提升期，公司作为国产龙头企业，政策利好叠加产品力提升，实现收入高增长。

#### □ 风险提示

一次性耗材渗透率提升不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；政策变动的风险。

## 正文目录

<b>1 手术动力系统行业：渗透率提升下市场高增长</b> .....	<b>5</b>
1.1 市场空间：2020-2025 年市场规模 CAGR15%.....	5
1.2 竞争格局：政策驱动叠加产品力提升，国产化率快速提升.....	6
<b>2 西山科技：国产手术动力系统龙头企业</b> .....	<b>7</b>
2.1 主营业务：专注手术动力系统，乳房旋切系统新品加速放量。.....	7
2.2 发展历程：创新技术壁垒，细分领域龙头.....	8
2.3 成长驱动：产品渗透率提升叠加国产替代，实现收入高增长.....	9
2.4 可比公司：公司依托强创新能力，步入上行周期.....	10
<b>3 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图表目录

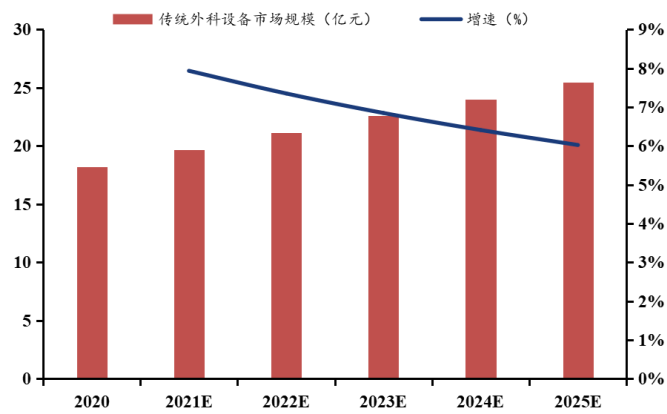
图 1: 2020-2025E 年我国传统手术动力系统整机存量市场规模 .....	5
图 2: 2020-2025E 年我国传统手术动力系统耗材市场规模 .....	5
图 3: 2020-2025E 年我国乳腺旋切整机存量市场规模 .....	6
图 4: 2020-2025E 年我国乳腺旋切耗材市场规模 .....	6
图 5: 2019-2021 年我国手术动力装置中标数量 (台) .....	6
图 6: 2019-2021 年手术动力装置中标国产化占比 .....	6
图 7: 2019-2021 年我国传统手术动力装置中标量分布 .....	7
图 8: 2021 年我国乳腺旋切手术动力装置中标量分布 .....	7
图 9: 2019-2022 年公司主营业务收入 (百万元) .....	7
图 10: 2019-2022 年公司手术动力系统收入结构 (按产品类型) .....	7
图 11: 2019-2022 年公司手术动力系统收入结构 (按应用场景) .....	8
图 12: 2020-2022 年公司经销占比 .....	8
图 13: 公司发展历程图 .....	8
图 14: 2020-2022 年公司研发费用及研发费用率 .....	9
图 15: 2020-2022 年公司销售费用及销售费用率 .....	9
图 16: 2020-2022 年公司毛利率与净利率 .....	9
图 17: 2020-2022 年公司存货周转率 .....	9
图 18: 2019-2022 年公司及其可比公司收入增速 .....	11
图 19: 2019-2022 年公司及其可比公司毛利率比较 .....	11
图 20: 2019-2022 年公司及其可比公司净利率比较 .....	11
图 21: 2019-2022 年公司及其可比公司销售费用率比较 .....	11
图 22: 2019-2022 年公司及其可比公司研发费用率比较 .....	11
图 23: 2019-2022 年公司及其可比公司存货周转率比较 .....	11
表 1: 公司在研项目及进展 .....	10

## 1 手术动力系统行业：渗透率提升下市场高增长

### 1.1 市场空间：2020-2025 年市场规模 CAGR15%

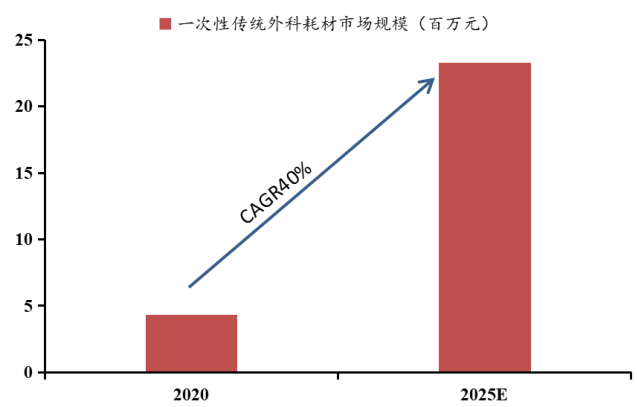
传统手术动力系统市场规模 CAGR16%，其中整机 CAGR7%，耗材 CAGR40%。(1) 2020-2025 年整机市场规模 CAGR7%。传统科室指神经外科、耳鼻喉科、骨科，按照公司招股书数据，每家医院配置数量为神经外科 1 台、耳鼻喉科 1 台，创伤关节 1 台，脊柱 1 台，受益于医院数量及渗透率的增长，对应手术动力装置市场规模由 2020 年的 18.2 亿元提升至 25.5 亿元，对应市场规模 CAGR7%；(2) 2020-2025 年一次性耗材市场规模 CAGR40%。按照公司招股书数据，随医疗水平的提升以及多地医保局陆续将一次性耗材纳入医保，一次性耗材渗透率快速提升，2021 年传统科室一次性耗材渗透率 20%，我们按照一次性耗材渗透率提升节奏，假设 2025 年一次性耗材渗透率 48%，对应 2025 年传统科室一次性耗材市场规模 23.3 亿元，对应 2020-2025 年耗材市场规模 CAGR40%。另外，根据公司招股书数据，配件市场规模约为整机的 20%，综上，2020-2025 年传统手术动力系统市场规模有望由 26.2 亿元提升至 53.9 亿元，对应 CAGR16%。

图1： 2020-2025E 年我国传统手术动力系统整机存量市场规模



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

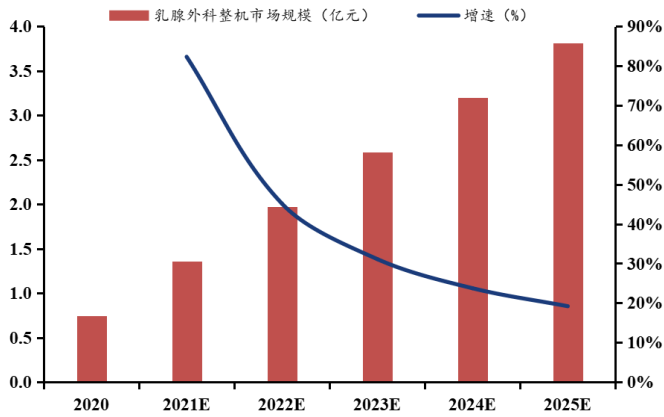
图2： 2020-2025E 年我国传统手术动力系统耗材市场规模



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

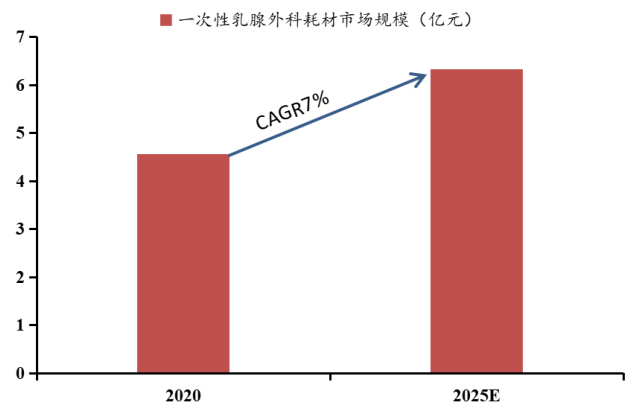
乳腺旋切市场规模 CAGR15%，其中整机 CAGR39%，耗材 CAGR7%。(1) 2020-2025 年整机市场规模 CAGR39%。乳腺外科为新兴科室，根据公司招股书数据，2021 年乳房病灶旋切式活检系统国内仅招标 80 台，正处于渗透率快速提升的阶段。根据公司招股书测算，2020 至 2025 年，三级医院渗透率有望从 40% 提升至 100%；二级医院渗透率有望从 10% 提升至 50%，对应整机市场规模 CAGR39%；(2) 2020-2025 年耗材市场规模 CAGR7%。根据公司招股书数据，乳腺旋切活检针基本均采用一次性耗材，在终端渗透率不变的情况下，按照患者增速，2020-2025 年相关耗材市场规模 CAGR 约为 7%。另外，根据公司招股书数据，配件市场规模约为整机的 20%，综上，乳腺旋切活检系统 2020-2025 年市场规模有望由 5.5 亿元提升至 10.9 亿元，对应市场规模 CAGR15%。

图3: 2020-2025E 年我国乳腺旋切整机存量市场规模



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图4: 2020-2025E 年我国乳腺旋切耗材市场规模



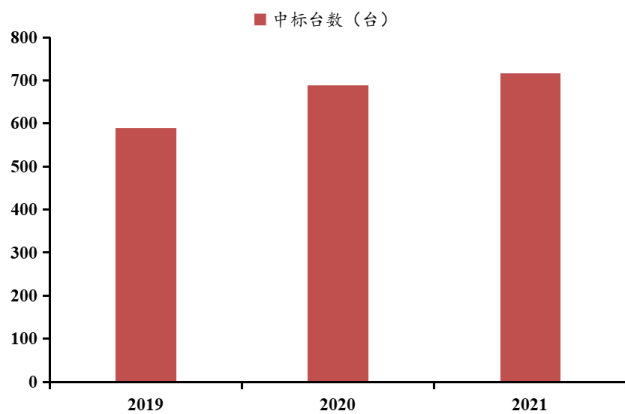
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

综上, 微创外科手术动力系统 (包含传统外科与乳腺外科) 2020-2025 年整体市场规模有望由 31.6 亿元提升至 64.8 亿元, 对应整体市场规模 CAGR15%。

### 1.2 竞争格局: 政策驱动叠加产品力提升, 国产化率快速提升

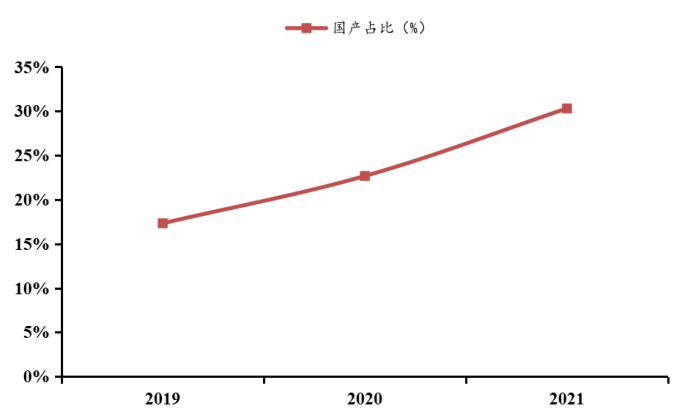
国产化率由 17% 提升至 30%。国产支持政策叠加医保压力下国产产品性价比优势, 国产化率快速提升。从 2015 年的“鼓励国产”到 2016 年的“优先国产”, 到 2017 年的“限制进口, 采购国产”, 国产政策支持驱动我国医疗设备国产化率提升; 另外, DRG 政策改革下器械耗材成本有望下降, 也驱动医院对性价比较高的国产产品接受度提升。政策驱动叠加国产器械产品力的逐步提升, 以 2019-2021 年中标分布来看, 我国手术动力装置国产化率由 17% 提升至 30%, 正处于国产化率快速提升期。

图5: 2019-2021 年我国手术动力装置中标数量 (台)



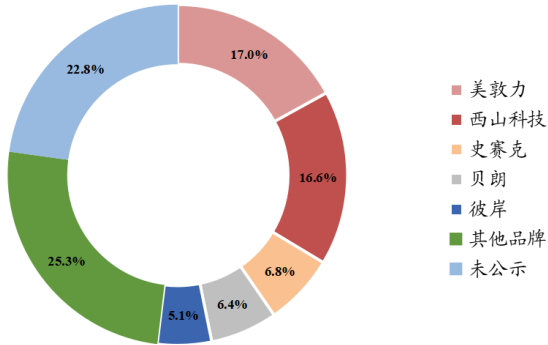
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图6: 2019-2021 年手术动力装置中标国产化占比



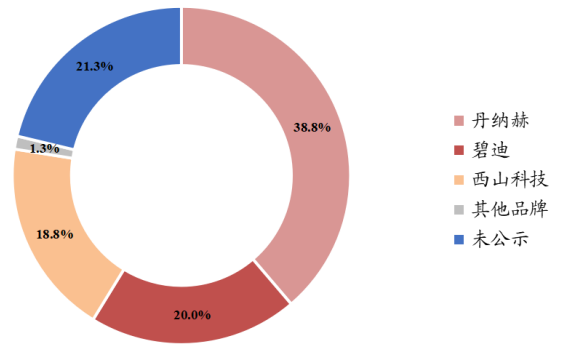
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图7： 2019-2021 年我国传统手术动力装置中标量分布



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图8： 2021 年我国乳腺旋切手术动力装置中标量分布



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

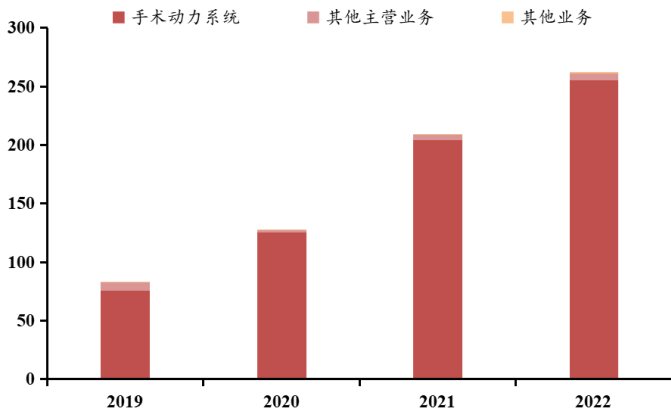
## 2 西山科技：国产手术动力系统龙头企业

西山科技成立于1999年，主要从事手术动力装置整机、耗材及配件的生产与销售，为国家专精特新“小巨人”企业，其产品主要用于微创外科手术中对骨组织、软组织的切、磨、刨、锯、铣、修整等。

### 2.1 主营业务：专注手术动力系统，乳房旋切系统新品加速放量。

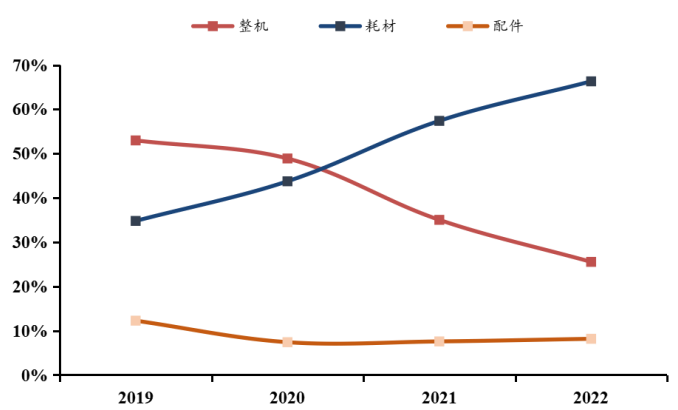
**专注手术动力系统，乳房旋切系统新品加速放量。**公司主要专注于手术动力系统，其中：  
 (1) 以产品类型看，使用量提升拉动耗材收入占比加速增长。耗材收入占比由2019年的35%提升至2022年的66%。公司耗材搭配整机使用，主要为一次性使用耗材（公司整机使用寿命一般为5年），随临床一次性耗材对重复性耗材的替换，公司耗材快速放量，2019-2022年耗材收入由0.26亿元提升至1.69亿元，对应CAGR86%，随手术需求的增长以及一次性耗材临床接受度的提升持续放量；  
 (2) 从应用场景看，公司新产品（乳房病灶旋切式活检系统）收入占比快速增长。2019-2022年，公司整体手术动力系统收入由0.75亿元提升至2.55亿元，对应CAGR50%，主要增长拉动来源于2020年上市的新产品——乳房病灶旋切式活检系统（含耗材），收入由2019年的3.2百万元提升至2022年的93.9百万元，对应CAGR210%。随人们对早期乳腺癌的预防/筛查重视度提升，新品形成了强收入拉动、收入占比持续提升。

图9： 2019-2022 年公司主营业务收入（百万元）



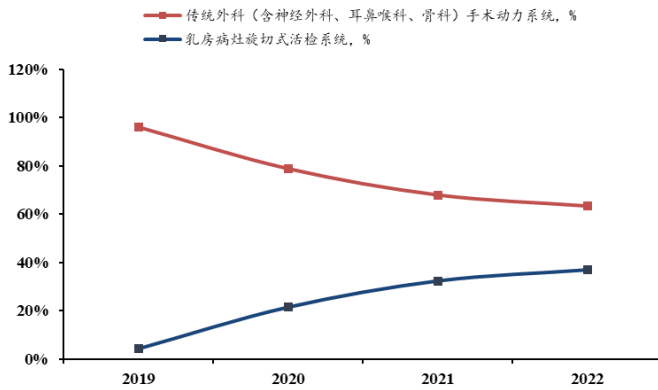
资料来源：wind，浙商证券研究所

图10： 2019-2022 年公司手术动力系统收入结构（按产品类型）



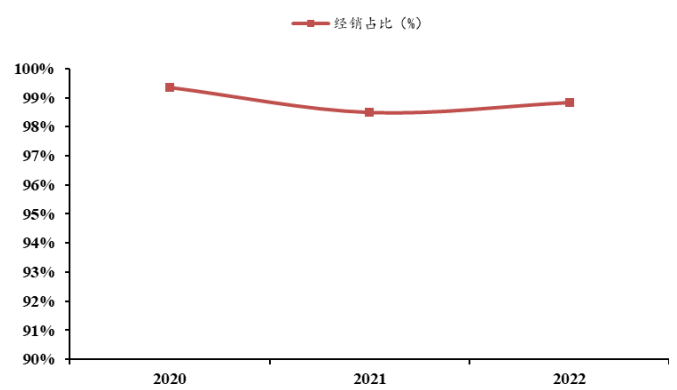
资料来源：wind，浙商证券研究所

图11: 2019-2022 年公司手术动力系统收入结构(按应用场景)



资料来源: wind, 公司招股书, 浙商证券研究所

图12: 2020-2022 年公司经销占比

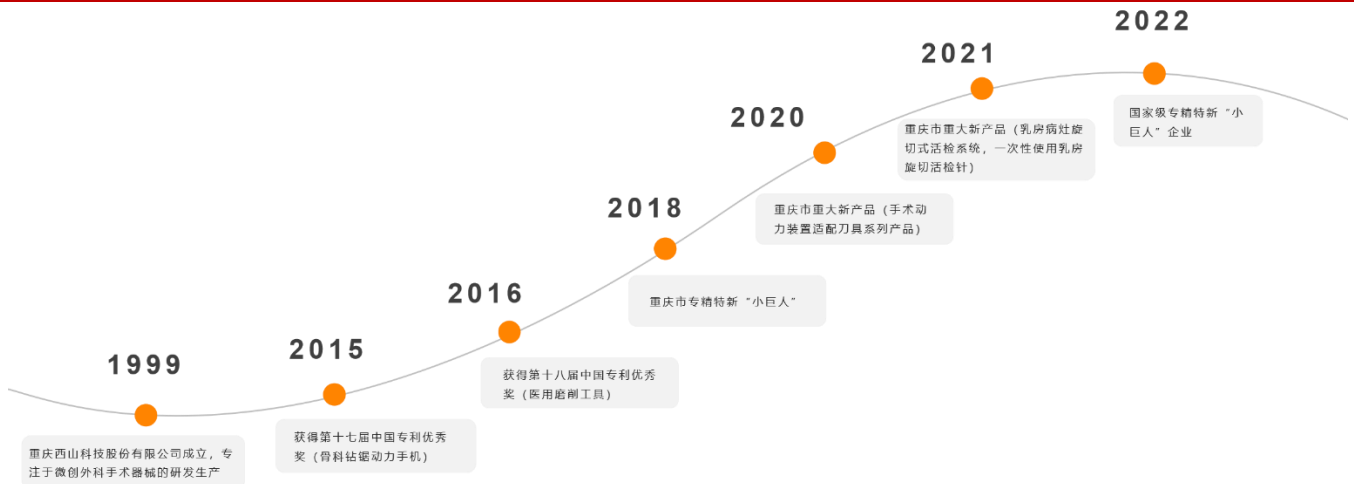


资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

## 2.2 发展历程: 创新技术壁垒, 细分领域龙头

廿载创新, 正处于新品加速放量期。公司成立于1999年, 主要从事手术动力装置整机、耗材及配件的生产与销售, 其产品包括神经外科、耳鼻喉科、骨科等传统科室的手术动力装置, 2020年公司面向乳腺外科新兴市场, 推出乳房病灶旋切式活检系统, 新品放量拉动收入利润高增长。

图13: 公司发展历程图



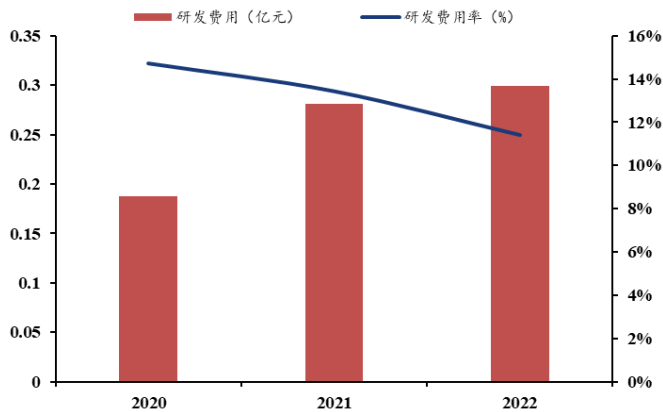
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

研发投入稳定增长, 67款发明专利, 起草多项行业标准, 细分领域龙头。公司研发费用稳定增长, 由2020年的0.19亿元增长至2022年的0.30亿元, 但规模效应下, 研发费用率略有下降 (由2020年的15%降至11%)。截至2022年12月31日, 公司拥有境内专利941项 (其中发明专利67项, 52项用于主营业务)、境外发明专利17项, 获得中国专利优秀奖3项, 并牵头起草了7项手术动力装置相关国家医药行业标准, 在细分领域中处于龙头地位, 研发投入与技术的积累构筑公司收入高增长基石。

规模效应下, 净利率稳步提升, 高盈利能力已现。2020-2022年, 公司收入高增长下, 各项费用率均有所下降, 净利率持续提升。净利率由2020年的11%提升至2022年的29%, 盈利能力持续提升。

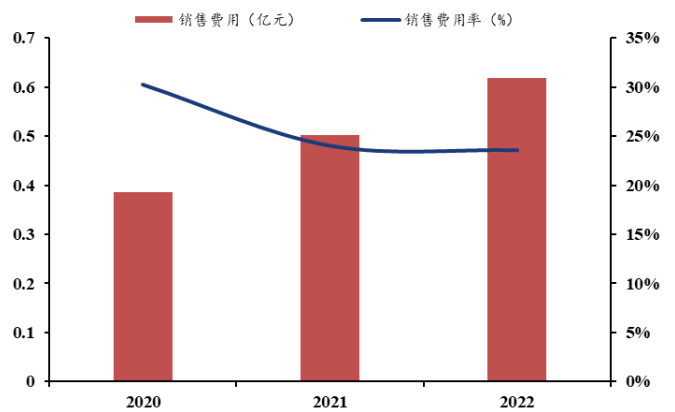


图14: 2020-2022 年公司研发费用及研发费用率



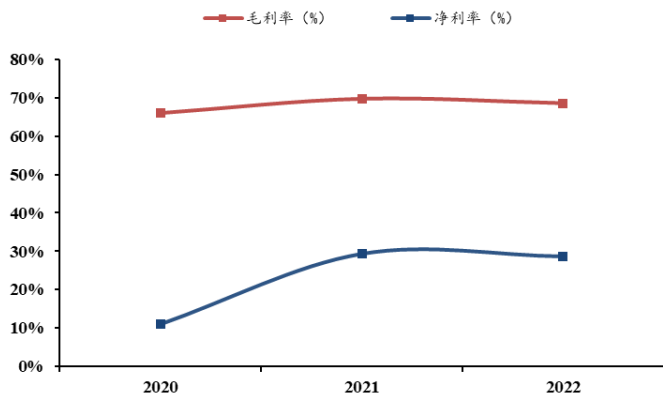
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图15: 2020-2022 年公司销售费用及销售费用率



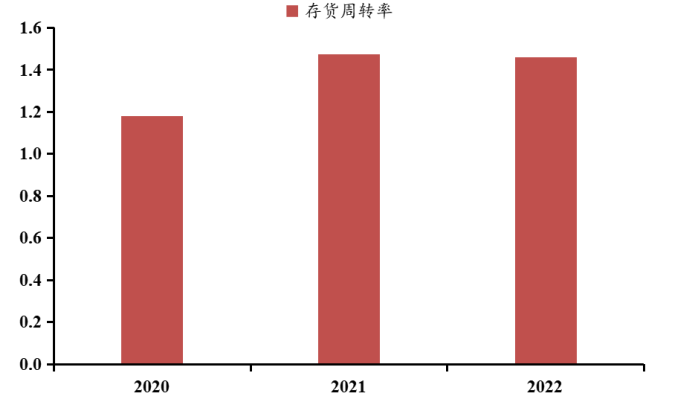
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图16: 2020-2022 年公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图17: 2020-2022 年公司存货周转率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 2.3 成长驱动: 产品渗透率提升叠加国产替代, 实现收入高增长

产品渗透率提升叠加进口替代, 收入持续高增长。2019-2022 年, 公司收入 CAGR47%, 分析公司的成长驱动, 我们认为主要有以下几点: (1) 一次性耗材渗透率提升。随医疗水平的提升以及多地医保局陆续将一次性耗材纳入医保, 一次性耗材渗透率快速提升, 公司作为存量设备市占率最高的国产企业, 并持续进行耗材的创新迭代, 随一次性耗材渗透率提升打开整体市场空间, 公司收入实现高增长; (2) 乳腺外科等新品渗透率提升。2020 年公司乳房病灶旋切式活检系统上市后, 2019-2022 年收入 CAGR210%, 拉动收入快速增长, 2022 年内窥镜、双极射频刀头、2023 年等离子手术设备等陆续获批, 公司为手术动力系统国产龙头企业, 依托现有产品渠道, 新品加速放量; (3) 国产化率稳步提升。国产支持政策叠加医保压力下国产产品性价比优势, 2019-2021 年, 我国手术动力装置国产化率由 17% 提升至 30%, 正处于国产化率快速提升期, 公司作为国产龙头企业, 政策利好叠加产品力提升, 实现收入高增长。

表1: 公司在研项目及进展

序号	项目	所处阶段及进展情况	已取得发明专利数量(项)	经费预算(万元)
1	手术动力装置改进升级	医用电气设备强制标准变更注册项目处于注册检验阶段; 乳房病灶微创活检系统、微电机、手柄、外观造型改进等项目处于设计阶段	3	1,000.00
2	一次性耗材改进升级	一次性无菌磨头、金刚石磨头、器械包、一次性使用乳房旋切活检针材料变更、新型号刨削刀头已取证; 新型号一次性使用铣刀/磨头/颅骨钻头/鼻刨刀/骨锯片/微创脊柱钻头均在设计阶段; 乳房旋切穿刺针及附件注册处于注册检验阶段; 新型号磨头处于注册审评阶段	3	610.00
3	内窥镜摄像系统、冷光源	内窥镜摄像系统升级处于注册检验阶段; 电子腹腔镜处于设计阶段	4	700.00
4	硬管内窥镜	腹腔镜内窥镜已取证; 鼻窦镜改进、宫腔内窥镜处于小批试产阶段; 荧光腹腔镜处于设计阶段	4	390.00
5	超声切割止血刀系统	超声切割止血刀系统及一次性无菌超声切割止血刀处于注册检验阶段	10	400.00
6	等离子手术设备	等离子手术设备整机(耳鼻喉科/关节)已取证, 一次性使用无菌等离子手术电极处于小批试产阶段	2	200.00
7	高频手术系统	高频手术系统整机及一次性使用双极射频手术刀头已取证, 一次性使用双极射频手术刀头的适配性变更已取证	2	100.00
8	超声骨刀系统	超声骨刀系统整机及一次性无菌超声骨刀已取证	13	200.00
9	超声吸引刀系统	设计阶段	12	400.00

资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

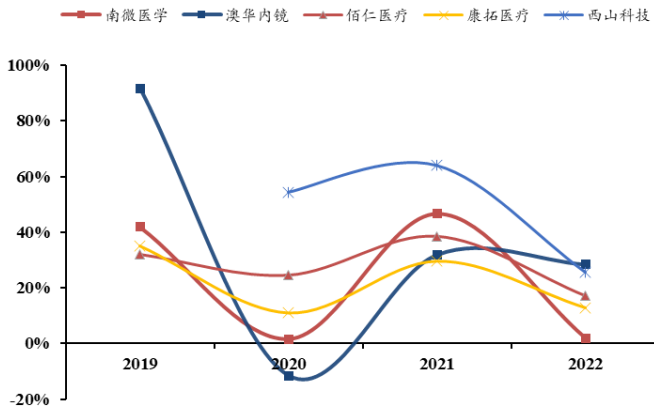
## 2.4 可比公司: 公司依托强创新能力, 步入上行周期

**公司优势分析: (1) 全产业链优势。**公司拥有境内专利 941 项(其中发明专利 67 项, 52 项用于主营业务), 研发能力优越, 自主掌握从研发设计到生产组装的全产业链技术, 具备完善的销售渠道, 全产业链优势有助于公司产品可以根据市场反馈更加快速升级迭代。

**(2) 持续创新迭代能力。**2020 年公司乳房病灶旋切式活检系统上市, 2021-2022 年公司腹腔镜内窥镜、双极射频刀头、高频手术设备、超声骨刀等新产品获批, 2023 年公司等离子手术设备获批, 涵盖手术动力装置、内窥镜系统和能量手术设备三大领域, 正处于产品逐步完善、新品商业化加速期。

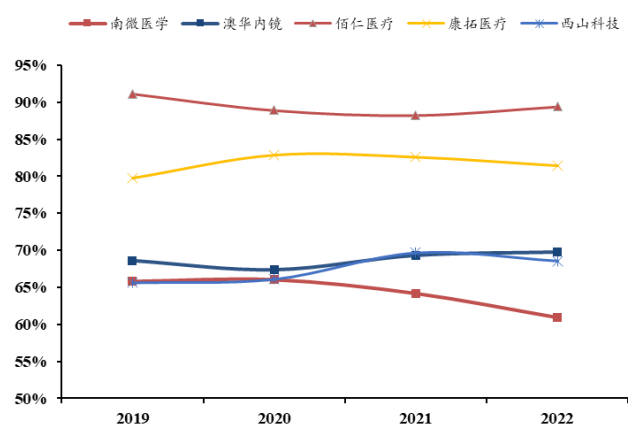
**规模优势下, 公司逐步进入上行周期。**(1) 盈利能力上行。2020-2022 年, 规模效应下公司各项费用率均有所下降, 净利率由 2020 年的 11% 提升至 2022 年的 29%, 盈利能力持续提升, 并处于行业较高水平。(2) 存货周转率提升。2020-2022 年, 随一次性耗材渗透率增长, 公司耗材收入占比持续提升, 存货周转率呈提升趋势, 2020-2022 年公司存货周转率由 1.18 提升至 1.46, 提升趋势明显, 正处于产品放量拉动收入利润增长、存货周转率提升的上行周期。

图18: 2019-2022 年公司 & 可比公司收入增速



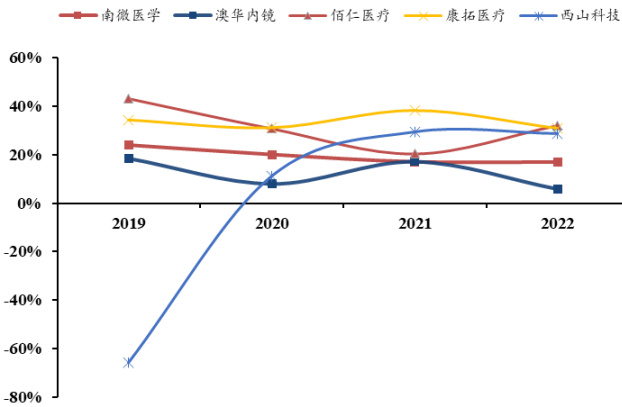
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图19: 2019-2022 年公司 & 可比公司毛利率比较



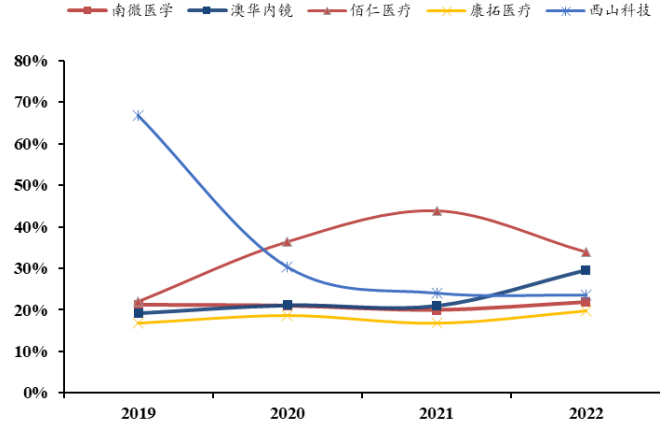
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图20: 2019-2022 年公司 & 可比公司净利率比较



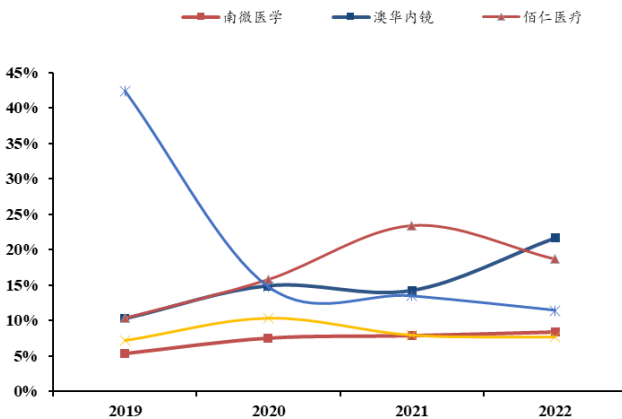
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图21: 2019-2022 年公司 & 可比公司销售费用率比较



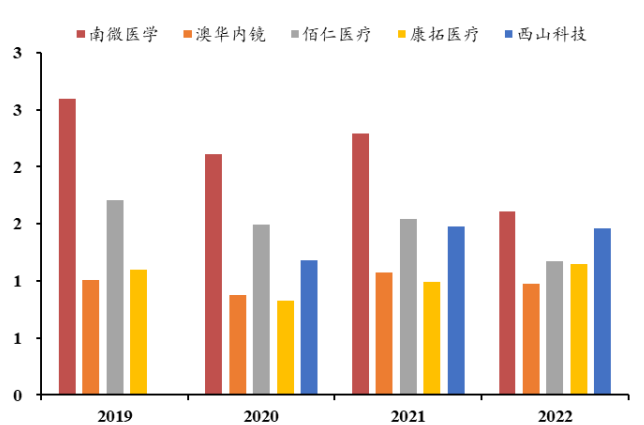
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图22: 2019-2022 年公司 & 可比公司研发费用率比较



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图23: 2019-2022 年公司 & 可比公司存货周转率比较



资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 3 风险提示

一次性耗材渗透率提升不及预期的风险。一次性耗材渗透率的提升为手术动力系统行业高增长的驱动，若渗透率不及预期，将影响行业空间。

**市场竞争加剧的风险。**我国手术动力系统主要以进口品牌为主，国产品牌逐步加速替代，若市场竞争加剧，或有进一步降价的风险，或将对行业规模及国产厂商规模造成不利影响。

**政策变动的风险。**医疗器械板块受国内政策影响较大，若国内政策波动，或将影响产品的国产替代进程、价位、需求等，从而影响行业空间。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>