

开立医疗 (300633.SZ)

规模效应持续体现，整体经营持续向好

公司评级	买入
当前价格	54.92 元
合理价值	66.49 元
报告日期	2022-11-02

核心观点:

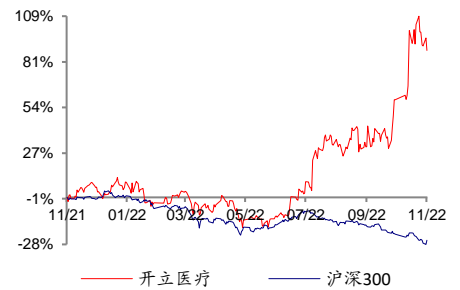
- Q3 收入高增长，利润端向上趋势不改。**公司发布 22Q3 季报，报告期内公司实现收入 12.51 亿元 (YOY+33.10%)，实现归母净利润 2.45 亿元 (YOY+76.09%)；单季度实现收入 4.16 亿元 (YOY+39.80%)，单季度归母净利润 7056 万元 (YOY+132.80%)。22Q1-3 销售毛利率达 64.72%，同比下降 1.21pp，环比下降 0.5pp。净利率增长明显，达 19.61%，同比上升 4.79pp，环比下降 1.32pp。
- 规模效应持续凸显，费率稳中有降。**22Q1-3 整体费率均有不同程度的改善，销售费率同比下降 5.18pp，管理费率同比下降 1.23pp，研发费率同比下降 1.05pp，主要系超声和内窥镜业务营业收入增加所致。
- 产品多点开花，超声稳定增长，内镜高速增长。**(1) **超声方面**，公司海外业务逐步恢复，受益 60 平台的认可度提升及交付能力优势，增长较快。根据公司披露，新一代超声产品预计今年底或明年初推出，助力公司攻克高端市场。医疗设备贴息贷款政策加速落地，促进各级医疗机构设备采购需求提升；(2) **内镜方面**，软镜镜体产品矩阵涵盖各层次，根据公司披露，明年注册十二指肠镜，年初获批的光学放大等产品已经实现少量销售。硬镜产品线基本完成构建，预计今年底或明年初推出荧光硬镜，并在明年推出下一代硬镜平台。未来，公司有望依托自身超声优势，推出“超腹联合”的临床解决方案，更好的满足临床需求，实现厂家、医生的共同提升，建立公司在硬镜领域的独特竞争优势。
- 盈利预测与投资建议。**预计 22-24 年公司归母净利润分别为 3.34 亿元，4.48 亿元和 5.69 亿元。对应 EPS 为 0.78 元/股、1.02 元/股和 1.33 元/股。综合考虑公司行业地位及业务成长性，给予公司 23 年 PE65X，对应合理价值为 66.49 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。**海外推广不及预期、销售推广不及预期；核心产品市场竞争加剧等风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,163	1,445	1,869	2,390	3,036
增长率 (%)	-7.2	24.2	29.4	27.9	27.0
EBITDA (百万元)	205	305	377	473	591
归母净利润 (百万元)	-46	247	334	438	569
增长率 (%)	-145.6	634.4	35.2	30.9	30.1
EPS (元/股)	-0.11	0.58	0.78	1.02	1.33
市盈率 (P/E)	-	55.50	70.29	53.69	41.28
ROE (%)	-3.4	10.5	12.4	14.0	15.4
EV/EBITDA	50.36	38.31	54.93	43.41	34.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

朱新彦



SAC 执证号: S0260522070003



021-38003671



gfzhexinyan@gf.com.cn

请注意，朱新彦并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、整体经营质量提升，超声内镜双业务持续向上.....	4
二、盈利预测与投资建议.....	6
五、风险提示.....	7

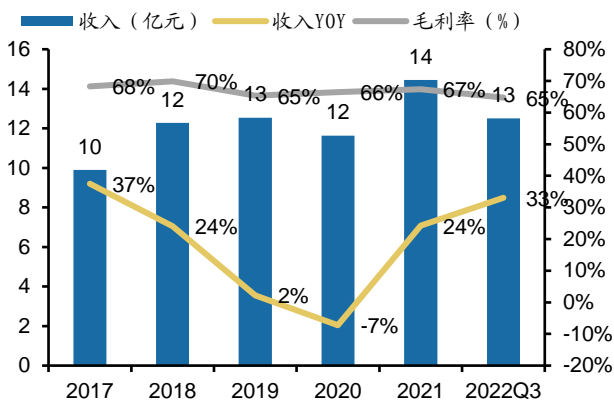
图表索引

图 1: 2017-2022Q3 公司收入及毛利率情况	4
图 2: 2017-2022Q3 公司期间费率情况	4
图 3: 2017-2022H1 超声业务收入及毛利率情况	5
图 4: 2017-2022H1 内镜业务收入及毛利率情况	5
表 1: 各公司最新主机设备型号比较	5
表 2: 公司收入拆分 (单位:万元)	6
表 3: 开立医疗 PE 估值情况可比 (截止 2022.10.30 收盘)	7

一、整体经营质量提升，超声内镜双业务持续向上

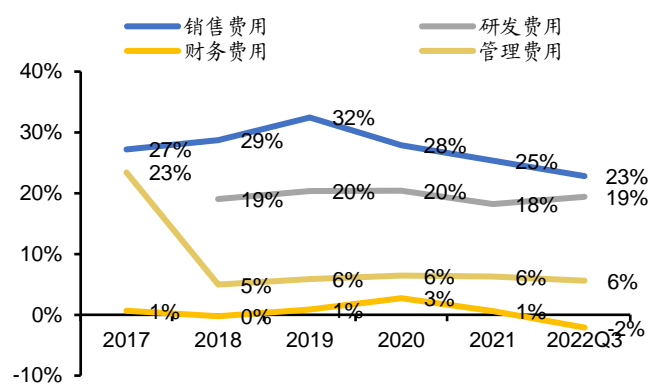
Q3收入高增长，利润端向上趋势不改。过去公司受疫情、行政处罚等影响，收入增速有所放缓。2021年业绩回暖，公司经营层面整体良好，营业收入达14.45亿元，同比增长24%，扣非归母净利润达1.67亿元，同比增长2.86%。2022Q1-3维持2021年水平，实现营业收入12.51亿元，同比增长33.10%；实现扣非归母净利润2.45亿元，同比增长76.09%。综合毛利率64.72%，同比下降1.21pp。单季度实现收入4.16亿元（YOY+39.80%），归母净利润7056万元（YOY+132.80%）。公司现金流情况持续改善，2022年Q1-3经营性现金流净额2.4亿元，同比增长194.89%。

图 1：2017-2022Q3公司收入及毛利率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2017-2022Q3 公司期间费率情况

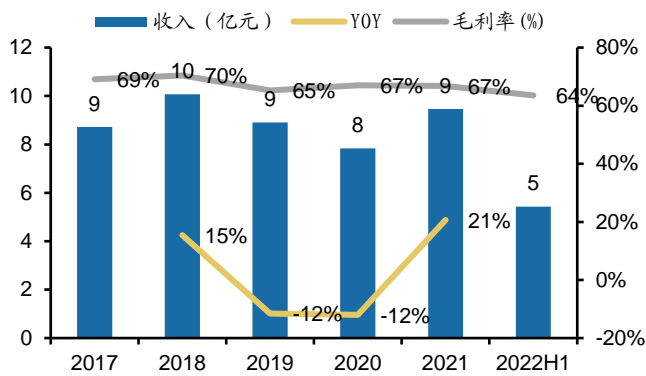


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

控费有度体现规模效应，经营现金流持续改善。经过多年的经营起伏，公司收入体量逐渐扩大，借助内镜业务进入发展的高速通道。在各项期间费用的绝对额提高的前提下，公司费率下降趋势明显。2021年销售、管理、财务费用率分别为25%，25%，1%，同比下降3pp，2pp，2pp。2022Q1-3进一步证实公司的规模效应，销售、管理、财务费率分别为22%，5.6%，-2.1%，呈现稳定向下的趋势。

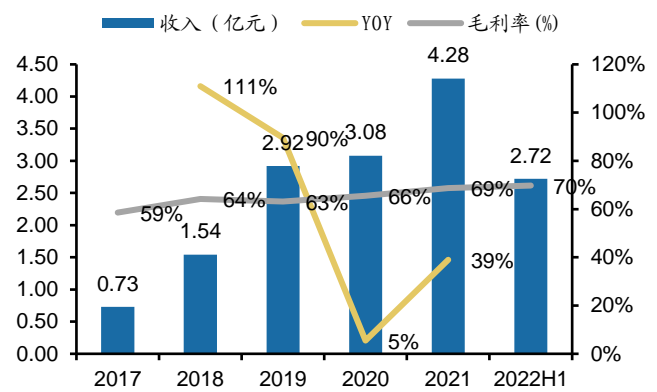
重视研发投入占比高于行业平均，持续提升销售营销质量。公司一直以来是产品研发和市场推广两手抓，投入了大量的人力物力和资本。**研发上**，为保持核心优势，公司全球设立七大全球研发中心，研发投入占比稳定在收入的18-20%左右，高于同行业公司水平。截至目前，公司新获批8张医疗器械注册证，包括具有国产突破意义的光学放大内镜，可变硬度肠镜等。根据公司披露，其他在研产品进展顺利，证书注册有序推进，其中血管内超声已经进入技术审评阶段，预计年内将会上市。**销售上**，国内方面公司积极改革营销策略，目前已经取得一定成效。通过细化市场分类，不同市场对接不同的销售团队，使得产品的推广销售更加精准，有效和专业。同时完善与经销商的生态链，增加与各地区渠道上的交流，提高销售效率。根据公司披露，目前的销售团队规模已基本满足现阶段需要，短期内销售人员数量不会有大的增加，以调结构、提升人员素质为主。**国际方面**，目前公司在欧洲、南美洲等多地设立了办事处和营销团队。今年4月，公司内镜产品获得美国FDA批准上市，有望打开美国市场。此外，公司在积极进行高端产品学术推广，以此带动国内产品进入三级医院。

图 3: 2017-2022H1 超声业务收入及毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 2017-2022H1 内镜业务收入及毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分品类来看，超声业务处国产头部梯队，海外市场回暖+高端产品推出打开公司新增量。公司以超声设备及周边产品的研发销售发家致富，其占据公司的主要收入。在市场上处于国产头部梯队，仅次于迈瑞。2018-2020年受多方因素影响，板块业绩有所下滑。一是受到政策疫情冲击，终端需求减少；二是收入来源受阻，国内需求冷淡。随着疫情常态化、军委业务处罚到期及国内超声采购市场进入上行周期，公司业绩有所恢复。2021年超声业务营业收入为9.45亿元，同比增长20.16%。2022年上半年海外市场回暖，加之公司高端彩超P50、S60系列的逐渐获得三级医院认可，顺利入院放量，超声业务收入达5.43亿元，同比增长25.59%，毛利率达到63.52%，与去年相差不大。超声市场相对成熟，三级医院的高端产品需求和医疗新基建的建设需求是未来的关键增量。产品方面，预计新一代超声平台和血管超声有望在下半年取证。我们认为，公司凭借深厚的研发基础、领先的S60、P60等高端产品和优质的品牌形象，在全球常规诊疗恢复，各地需求回暖的背景下，有望稳固国产第二市场地位，并深化全球布局，从而全年可达到超行业平均水平的增长。

内镜业务维持高增速，位居国产第一。2012年正式进军内窥镜行业，可观的研发投入让公司短短几年在内窥镜染色成像技术上取得重大突破。2015-2021年内镜业务收入复合增长率达到42.44%。公司2022年上半年继续维持高增长，收入达2.72亿元，同比增长51.47%，毛利率达69.76%。

表1: 各公司最新主机设备型号比较

	开立	澳华	奥林巴斯	宾得	富士
产品型号	HD-550	AQ-200	CV-1500	EPK-i7000	ELUXEO 7000
分辨率	HD1080p	HD1080p	HD1080p	HD1080p	HD1080p
光源	多 LED	300W 氙灯	多 LED	300W 氙灯	多 LED
图像传感器	CMOS	CMOS	CCD	CCD	CMOS
边缘染色技术	VIST、SFI	CBI Plus	NBI、AFI、TXI、RDI	I-SCAN	BLI、LCI、FICE
光学变焦功能	有	无	有	有	有
射水系统	有	有	有	有	有
可兼容镜体种类	胃镜、结肠镜、 电子支气管、超 声内镜	胃镜、肠镜、鼻咽喉镜、 支气管镜	胃镜、结肠镜、十二指 肠镜、超声内镜等	胃镜、肠镜、支气管镜 等	胃镜、肠镜、十二指 肠镜、支气管镜等

其他特殊功能	部分具备光学变焦	画中画功能、射频卡定制	光学变焦、EDOF 电子景深功能、ENDO-AID CAdE AI 辅助	光学变焦、画中画功能、亮度矫正	光学变焦、网络 DICOM 功能
--------	----------	-------------	--------------------------------------	-----------------	------------------

数据来源：开立募集资金说明书，各产品说明书，广发证券发展研究中心

内镜技术密度高，国内潜在市场大。内镜是临床检查治疗过程中常见、有效的一种医疗器械。其工艺壁垒包括图像传感器、图像处理技术及光学放大技术等，涉及光学、人体工程学、机械设计等多个交叉学科。过去全球仅有奥林巴斯、富士和宾得具备相关工艺，今年来国产厂商逐步崛起，公司作为国产内镜龙头，已经拿下了众多高端功能关卡，其推出的HD-550系列内镜，产品技术水平已媲美部分进口产品，加之大量的学术推广，品牌知名度、市场认可度快速提高。同时光学放大内镜、可变硬度肠镜等多个高端功能镜种获批，标志着国产企业在高端镜种研发生产的突破。国内内镜诊断市场庞大，增速较快，根据沙利文估计，未来5年国内内窥镜（包括硬镜）市场复合增速达到14.5%。我们认为，随着超声内镜和十二指肠镜的逐步取证，公司在内镜产品的镜种及高端功能的短板逐步补齐，在国产替代政策的加持下，产品将具备更强竞争力，在三级医院的占比将稳步提高。

二、盈利预测与投资建议

随着公司产品的持续丰富与超声内镜两大板块的双轮驱动，未来几年业绩有望实现快速增长，预计2022-2024年对应的营业收入分别为18.87亿元、24.18亿元、30.74亿元，对应增速为30.7%，28.1%，27.1%；随着超声与内镜两大板块的占比逐渐稳定，加之内镜产品放量拉动毛利率提升，预计2022-2024年对应毛利率稳中有升，分别为65.2%，65.5%，65.8%。具体拆分情况为：

（1）超声业务：上半年海外常规诊疗恢复，以及公司60系列高端产品的持续入院，临床认可度提升，拉动海外业绩。预计随着基层医院贴息贷款的进一步落实，下游需求的逐渐恢复并得到发掘。加之公司年底内即将推出的高端超声产品，预计超声板块将持续增长。预计公司2022-2024年的业务增速可达25.9%，20.8%，18.3%。

（2）内镜业务：国内方面，随着高端镜体种类的完善和多方学术推广，预计将对550平台的销量及价格形成支撑。国际方面，随着疫情的缓和，医院采购需求逐渐恢复。年内获批的高端镜种已经开始产生销售，预计未来将会进一步放量。新的高端产品也上市在即。随着镜体种类的补齐，临床的认可提升，预计公司2022-2024业务增速可达56.5%，42.0%，40.5%。

表2：公司收入拆分（单位：万元）

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入		1,253.85	1,163	1,445	1,887	2,418	3,074
增速			-7.2%	24.2%	30.7%	28.1%	27.1%
毛利率		65.3%	66.4%	67.4%	65.2%	65.5%	65.8%
超声诊断设备合计	收入	891	784	866	1,090	1,316	1,557
	增速		-12.0%	10.4%	25.9%	20.8%	18.3%
医用内窥镜	收入	292.66	308	457	714	1,014	1,424

	增速		5.1%	48.4%	56.5%	42.0%	40.5%
配件及其他	收入	59.72	62	67	71	76	80
	增速		3.9%	8.6%	6.0%	6.0%	6.0%
其他业务	收入	11.02	9	11	11	12	13
	增速		-17.3%	20.0%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源：广发证券发展研究中心

公司在超声及内镜领域均处于国内头部梯队，具备较好的市场口碑积累及影响力。超声领域，公司深耕多年，在中高端彩超技术已有一定积累，60平台高端彩超技术竞争力加大；软镜领域，作为后起之秀快速追赶，产品持续迭代，高端产品HD-550具有高性价比优势，且镜种品种持续扩充，已经陆续注册通过支气管镜、光学放大内镜、超声内镜、刚度可调内镜及细镜等，竞争力明显提升。辅以宏观环境的国产替代，医疗新基建及贴息贷款政策，我们认为，在这个背景下，公司作为超声和内镜的双领域龙头，有望获得更多业绩增长。综合考虑行业情况及公司地位，给予公司23年PE65X，对应合理价值为66.49元/股，给予“买入”评级。

表3：开立医疗PE估值情况可比（截止2022.11.1收盘）

代码	名称	市值	归母净利润		PE	
			2022	2023	2022	2023
688212.SH	澳华内镜	96	97	0.5	0.9	185.0
688677.SH	海泰新光	114	115	1.8	2.5	63.5

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

*盈利预测来自于wind一致预期

三、风险提示

（一）销售推广不及预期风险

近期国内疫情反复，多地出现确诊病例，可能会对产品的落地推广及医生教育实施造成一定的不利影响。同时，内镜更看重临床效果和诊断能力，国外公司有多年使用基础和权威背书，因此在终端医院选择上可能会对产品的销售造成一定影响。

（二）核心产品市场竞争加剧风险

目前，公司在内镜及超声领域上均有一定领先优势。内镜上是国内首个推出光学放大内镜，可变硬度内镜对医生的操作要求门槛肠镜，超声内镜等高端功能产品的企业，目前国产中并未有同类竞品。若后续竞争对手研发成功，类似产品上市，将导致竞争加剧，可能对公司市场份额造成不利影响。

（三）海外业务推进不及预期风险

海外疫情仍有冲击，国际形势变幻莫测。公司在海外有本土团队运作，业务推广可能会受到当地政策及疫情状况的影响，其销售渠道的拓宽和产品的运输可能会受到

一定的影响，对公司的业务造成不利冲击。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,491	2,132	2,496	3,085	3,843
货币资金	544	1,269	1,308	1,487	1,831
应收及预付	263	227	250	320	402
存货	311	441	544	705	903
其他流动资产	373	195	393	573	707
非流动资产	761	888	1,006	1,047	1,079
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	68	70	188	214	232
在建工程	255	373	389	417	444
无形资产	177	179	180	181	182
其他长期资产	261	265	249	235	222
资产总计	2,252	3,020	3,501	4,131	4,922
流动负债	828	556	709	907	1,134
短期借款	384	29	0	0	0
应付及预收	135	232	279	379	462
其他流动负债	308	296	431	528	672
非流动负债	79	109	104	99	94
长期借款	43	43	44	44	45
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	36	66	61	55	50
负债合计	907	665	814	1,006	1,228
股本	404	430	428	428	428
资本公积	298	1,011	1,011	1,011	1,011
留存收益	692	939	1,273	1,711	2,280
归属母公司股东权益	1,345	2,355	2,687	3,125	3,694
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,252	3,020	3,501	4,131	4,922

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	271	303	452	447	581
净利润	-46	247	334	438	569
折旧摊销	33	58	63	75	84
营运资金变动	43	-101	-14	-135	-143
其它	242	99	70	70	70
投资活动现金流	208	72	-375	-259	-228
资本支出	-155	-152	-171	-108	-110
投资变动	0	0	-210	-159	-127
其他	363	224	6	7	9
筹资活动现金流	-77	357	-39	-8	-8
银行借款	552	29	-28	0	0
股权融资	0	772	-2	0	0
其他	-628	-443	-9	-9	-9
现金净增加额	390	724	38	179	344
期初现金余额	154	544	1,269	1,308	1,487
期末现金余额	544	1,268	1,308	1,487	1,831

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-7.2%	24.2%	29.4%	27.9%	27.0%
营业利润增长	-141.4%	588.2%	56.6%	30.9%	30.0%
归母净利润增长	-145.6%	634.4%	35.2%	30.9%	30.1%
获利能力					
毛利率	66.4%	67.4%	65.2%	65.5%	65.8%
净利率	-4.0%	17.1%	17.9%	18.3%	18.7%
ROE	-3.4%	10.5%	12.4%	14.0%	15.4%
ROIC	10.0%	9.7%	11.3%	12.3%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	22.0%	23.2%	24.4%	24.9%
净负债比率	67.4%	28.2%	30.3%	32.2%	33.2%
流动比率	1.80	3.84	3.52	3.40	3.39
速动比率	1.40	3.00	2.71	2.58	2.56
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.48	0.53	0.58	0.62
应收账款周转率	4.72	6.93	8.48	8.40	8.53
存货周转率	3.74	3.28	3.43	3.39	3.36
每股指标 (元)					
每股收益	-0.11	0.58	0.78	1.02	1.33
每股经营现金流	1	1	1	1	1
每股净资产	3.33	5.48	6.28	7.31	8.64
估值比率					
P/E	-	55.50	70.29	53.69	41.28
P/B	7.76	5.83	8.74	7.52	6.36
EV/EBITDA	50.36	38.31	54.93	43.41	34.17

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,163	1,445	1,869	2,390	3,036
营业成本	390	471	650	824	1,039
营业税金及附加	11	12	17	20	24
销售费用	324	367	428	547	698
管理费用	75	91	105	134	170
研发费用	237	263	355	466	598
财务费用	32	9	7	5	2
资产减值损失	-232	-99	-61	-63	-65
公允价值变动收益	4	3	0	0	0
投资净收益	24	12	5	7	8
营业利润	-44	216	338	442	575
营业外收支	0	39	0	0	0
利润总额	-45	254	338	442	575
所得税	2	7	3	5	6
净利润	-46	247	334	438	569
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-46	247	334	438	569
EBITDA	205	305	377	473	591
EPS (元)	-0.11	0.58	0.78	1.02	1.33

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：高级分析师，南加州大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 朱新彦：高级分析师，香港中文大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李桢桐：高级研究员，复旦大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 田鑫：高级研究员，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员

的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。