

公司深度

维力医疗 (603309.SH)

医药生物 | 医疗器械

医用导管龙头，营销变革踏征程

2023年12月26日

评级 **增持**

评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	13.47
52周价格区间(元)	11.89-22.64
总市值(百万)	3948.87
流通市值(百万)	3920.75
总股本(万股)	29316.10
流通股(万股)	29107.30

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
维力医疗	-9.60	6.65	-28.47
医疗器械	-3.27	1.92	-11.07

龙靖宁

分析师

执业证书编号:S0530523120001  
longjingning@hncasing.com

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	1,118.6	1,363.4	1,384.6	1,710.1	2,069.1
归母净利润(百万元)	106.09	166.57	180.42	240.67	298.93
每股收益(元)	0.36	0.57	0.62	0.82	1.02
每股净资产(元)	5.38	5.88	6.23	6.69	7.26
P/E	37.22	23.71	21.89	16.41	13.21
P/B	2.50	2.29	2.16	2.01	1.85

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **低值耗材：市场空间广阔，未来仍有增长空间。**2016年全球低值耗材市场规模约为528.07亿美元，2023年国内低值耗材市场规模约为1550亿元，预计2025年将达到2213亿元。国内市场高度分散，2021年行业CR5仅为15.7%。随着技术的升级、医疗需求的提高、行业监管的加强以及市场竞争的加剧等因素，低值医用耗材市场将优胜劣汰，头部企业凭借其自身产品、研发及渠道等优势有望更多的抢占市场份额，从而促使行业集中度逐步提升。
- **公司为国内医药导管龙头，实力雄厚。**公司是国内医用导管行业龙头企业。公司业务包括麻醉、导尿、泌尿外科、护理、血液透析、呼吸等领域，导尿领域和麻醉领域市场占有率位居行业前列。在国内市场，公司已覆盖全国超过4000家医院，其中超过1000家三甲医院，并建立专业的学术推广队伍。在海外市场，公司已进入欧盟、北美、日韩等主流市场，产品远销90多个国家或地区，与上百家国外医疗器械经销商、数十家国内出口贸易商进行业务合作。
- **产品升级与营销改革双轮驱动，业绩有望迈上新台阶。**产品端深耕细作，公司推出了BIP导尿管、亲水性导尿管包等创新产品，进一步丰富产品线，同时新产品的高毛利率特性，打开新的增长空间；营销端启动全面改革，聚焦于国内产品的分线管理策略，同时积极参与各类学术推广活动，通过专业渠道提升品牌影响力。在应对集采方面，公司专门成立了集采小组，以确保在激烈的市场竞争中保持竞争优势。
- **投资建议：**公司作为国内医用导管龙头企业，重磅产品相继放量有望带动整体业绩增长，我们预计公司2023-2025年营收分别为13.85、17.10、20.69亿元，同比增速分别为1.56%、23.51%、20.99%，归母净利润分别为1.80、2.41、2.99亿元，同比增速分别为8.31%、33.39%、24.21%，对应EPS分别为0.62、0.82、1.02元，参考可比公司拱东医疗、昌红科技、三鑫医疗、康德莱估值水平，给予公司24年20-25倍PE，首次覆盖，予以“增持”评级。
- **风险提示：**集采等行业管理政策变化风险，新品推广不及预期，地缘

---

摩擦、贸易摩擦风险，商誉减值风险等。

## 内容目录

<b>1 行业分析</b> .....	<b>5</b>
1.1 千亿空间，市场集中度低.....	5
1.2 多因素驱动下，行业增长空间广阔.....	7
<b>2 公司分析</b> .....	<b>9</b>
2.1 国内医用导管龙头企业，产品丰富，实力强劲.....	9
2.2 多条产品线，推高营收增长.....	12
2.3 产品迭代升级，进一步提升竞争力.....	17
2.4 深化营销改革，聚焦专科，精耕终端.....	20
<b>3 盈利预测与估值</b> .....	<b>21</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1：2015-2025 年国内低值耗材市场规模（亿元）.....	6
图 2：2013-2022 年中国医用导管行业市场规模（亿元）.....	6
图 3：我国低值耗材各领域市场份额占比情况.....	7
图 4：2021 年中国低值医用耗材市场竞争格局.....	7
图 5：2008-2022 年我国老龄人口数及比重.....	7
图 6：2004-2021 年我国住院病人手术人次.....	7
图 7：2019 年全球导尿管市场竞争格局.....	9
图 8：2019 年国内导尿管市场竞争格局.....	9
图 9：2015-2022 年公司海内外业务占比情况.....	11
图 10：2015-2023 前三季度公司营收及增速（亿元）.....	12
图 11：2015-2023 前三季度公司净利润及增速（亿元）.....	12
图 12：2015-2023 前三季度公司毛利率及净利率.....	12
图 13：2015-2023 前三季度公司费用率情况.....	12
图 14：公司导尿领域主要产品.....	13
图 15：2016-2022 导尿业务营收及业务占比（亿元）.....	13
图 16：2016-2022 导尿业务毛利率.....	13
图 17：公司麻醉领域主要产品.....	14
图 18：2016-2022 麻醉业务营收及业务占比（亿元）.....	14
图 19：2016-2022 麻醉业务毛利率.....	14
图 20：公司泌尿外科领域主要产品.....	15
图 21：2017-2022 泌尿外科业务营收及业务占比（亿元）.....	15
图 22：2017-2022 泌尿外科业务毛利率.....	15
图 23：公司护理领域主要产品.....	15
图 24：2017-2022 护理业务营收及业务占比（亿元）.....	16
图 25：2017-2022 护理业务毛利率.....	16
图 26：2016-2022 呼吸业务营收及业务占比（亿元）.....	16
图 27：2016-2022 呼吸业务毛利率.....	16
图 28：2015-2022 血透业务营收及业务占比（亿元）.....	17
图 29：2015-2022 血透业务毛利率.....	17
图 30：不同类型患者尿路感染率对比.....	18
图 31：留置时间对患者尿路感染率的影响情况.....	18

---

图 32: BIP 合金导尿管产品结构图.....	19
图 33: 一次性负压清石鞘产品结构图 .....	20
表 1: 低值医用耗材详细分类.....	5
表 2: 低值医用耗材品牌情况.....	8
表 3: 公司发展历程.....	10
表 4: 公司主要产品及其用途.....	10
表 5: 导尿管分类及特点.....	17
表 6: BIP 合金导尿管竞争优势.....	19
表 7: 可比公司估值.....	21

# 1 行业分析

## 1.1 千亿空间，市场集中度低

**低值医用耗材**是指临床多学科普遍应用的价值较低的一次性医用材料，如纱布、棉签、手套、注射器等。根据临床用途的不同，低值医用耗材可以分为医用卫生材料及敷料类、注射穿刺类、医用高分子材料类、医用消毒类、麻醉耗材类、手术室耗材类、医技耗材类等。

**表 1：低值医用耗材详细分类**

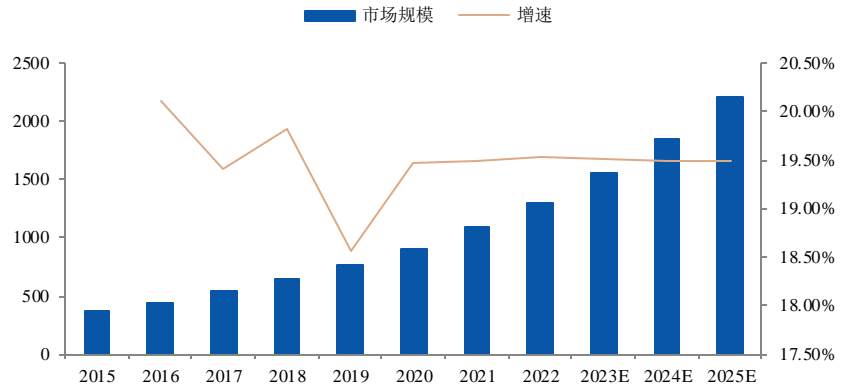
分类	产品
医用卫生材料及敷料类	医用胶布、绷带、纱布、帽子、口罩、棉签、敷贴、海绵、夹板，一次性压舌板、床单、被套、枕套、鞋套、防护服、手术衣、洞巾、垫巾、牵引带等
注射穿刺类	一次性注射器、注射针、输液针、留置针、穿刺针、输液器、输血器、血袋、采血针等
医用高分子材料类	血液成分分离器材、连接管路、血液滤网、药液过滤滤膜、空气过滤滤膜、血液过滤器、引流管、导尿管、肠道插管、医用手套、集尿袋、引流袋等
医用消毒类	医用酒精、医用消毒液、消毒剂、消毒包装袋、指示卡、指示胶带等
麻醉耗材类	一次性麻醉包、持续给药输液泵、微量化疗泵、喉罩、麻醉面罩、通气管、动脉插管、静脉插管、气管插管、气管导管、硬膜外麻醉导管、中心静脉导管、牙垫、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	一次性手术包、灌注器、医用缝合针、缝合线、可吸收缝线、灭菌线束、灭菌线团、电刀、电凝镊、手术刀、手术刀片、医用备皮刀、医用胶、电极、穿刺器、吸引头等
医技耗材类	B 超打印纸、耦合剂、导电膏、心电电极、脑电图纸、心电图纸、监护仪纸、尿液分析仪打印纸、生化打印纸、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：中国医疗器械蓝皮书，财信证券

**国内低值耗材市场空间广阔，预计 2025 年市场规模将达到 2213 亿元。**

随着医疗技术的不断革新和卫生事业的深入发展，医用耗材在现代医疗体系中的地位日益显著。低值医用耗材在提升诊疗安全性、阻断疾病传播路径方面发挥着不可替代的作用，近年来发展势头强劲，尤其是疫情后需求呈现爆发态势，市场规模快速增长，据《Global Medical Devices Report Q2 2017》数据，2016 年全球低值耗材市场规模约为 528.07 亿美元，2023 年国内低值耗材市场规模约为 1550 亿元，预计 2025 年将达到 2213 亿元。

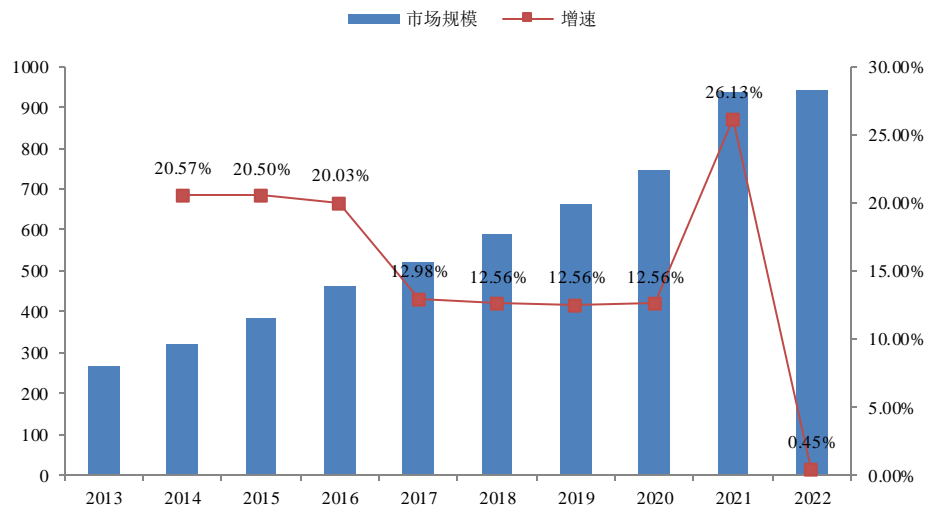
图 1：2015-2025 年国内低值耗材市场规模（亿元）



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》，中国医药报，Magna Information Centre，IBM 报告，财信证券

**国内低值耗材行业增速快于全球增速。**随着我国药械消费结构的调整、医疗条件的改善、医疗保费覆盖率上升、居民支付能力提升，低值耗材行业随之快速发展，增速高于全球整体增速。以医用导管市场为例，医用导管属于基础性医疗器械产品，在诊断、治疗、监护、急救、引流、灌流、气体输送、血液输送、康复中被广泛应用。据 MarketResearchFuture 预测，全球医用导管市场在 2017-2022 年间以 6.14% 的复合增速增长至 468 亿美元。而 2019 年我国医用导管市场规模为 661.5 亿元，同比增长 12.56%，预计国内医用导管市场将以 12.56% 的复合增速增至 2022 年的 943.40 亿元，增速远超全球平均水平。

图 2：2013-2022 年中国医用导管行业市场规模（亿元）



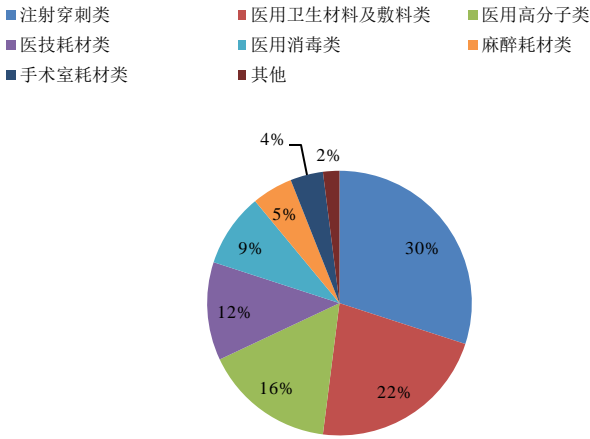
资料来源：公司公告，财信证券

**注射穿刺+医用卫生材料及辅料类，市场份额占比过半。**据医械研究院数据，我国低值耗材市场中，注射穿刺类占比最大，市场份额高达 30%，其次为医用卫生材料及敷料类，市场份额达 22%，医用高分子材料类、医技耗材类、医用消毒类、麻醉耗材类占比

分别为 16%、12%、9%、5%。

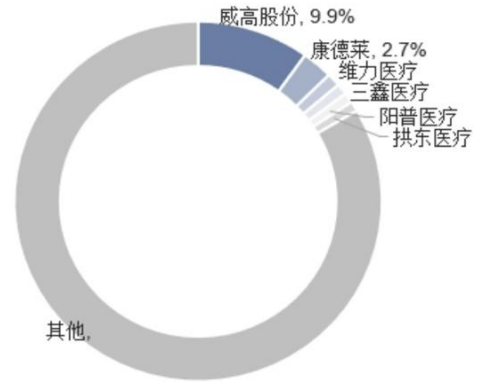
行业竞争格局分散。由于低值耗材细分种类繁多，进入门槛低，所需研发水平以及研发投入偏低，因此国内生产企业数量众多，国内市场高度分散，2021 年行业 CR5 仅为 15.7%。

图 3：我国低值耗材各领域市场份额占比情况



资料来源：中国医疗器械蓝皮书，财信证券

图 4：2021 年中国低值医用耗材市场竞争格局



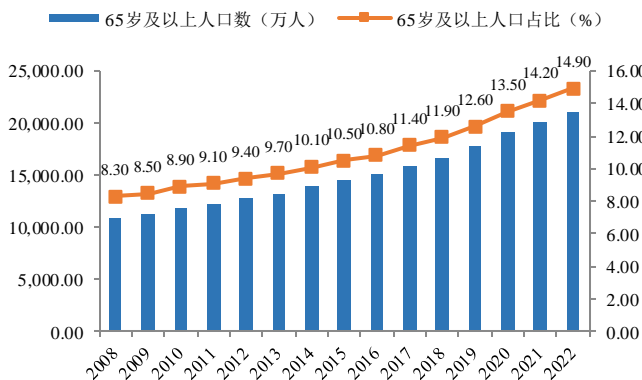
资料来源：华经产业研究院，财信证券

## 1.2 多因素驱动下，行业增长空间广阔

### 驱动因素一：老龄化趋势下，住院人数不断增长

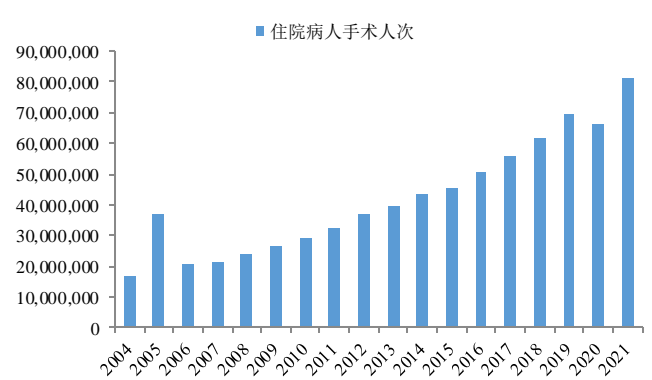
随着人口老龄化加剧，老年人口比例持续上升。2022 年，我国 65 岁及以上人口达到 2.10 亿，占总人口的 14.90%。由于身体机能下降和抵抗力减弱，老年人更容易患病，尤其是高血压、糖尿病、心血管疾病等慢性病较为常见。因此，住院治疗成为他们的重要选择。我国住院病人数量快速增长，2021 年国内总住院人数达 8103.11 万人次，2004-2021 复合增速达 9.56%，在老龄化趋势的推动下，预计未来住院人数仍将保持增长态势。

图 5：2008-2022 年我国老龄人口数及比重



资料来源：同花顺，财信证券

图 6：2004-2021 年我国住院病人手术人次



资料来源：同花顺，财信证券



## 驱动因素二：国产替代率提升空间广阔

凭借着低廉的劳动力成本和高速发展的技术水平，我国低值耗材产业发展迅速。虽然国产低值耗材生产企业数量众多，但大中型企业较少，小受到材料技术和工艺水平受到限制，目前仍以低端产品为主，在高端低值耗材市场中进口产品仍然占据主要地位，例如医用敷料，高端敷料产品往往采用了先进的材料和制造技术，具备更好的吸收性能、透气性、抗菌性能等特点，能够更好地满足临床需求。然而，目前国内市场上的高端敷料产品主要来自进口品牌，3M、强生、史密斯医疗等海外品牌仍然占据主导地位。

近年来，我国低值医用耗材行业快速发展，国产产品门类齐全，且与进口产品的差距不断缩小，性价比优势凸显。以维力医疗为代表的国内企业已成为 Cardinal、Medline 等全球知名医疗器械品牌运营商的主要供应商，在国际市场占据了一定的市场份额。随着国内企业在技术研发和产业应用方面的不断突破，国内产品将凭借价格、服务等优势进一步扩大国内市场份额，国产替代进程将不断推进。

表 2：低值医用耗材品牌情况

市场	进口品牌	国产品牌
医用卫生材料及敷料类	3M、泰尔茂	威高、振德医疗
注射穿刺类	泰尔茂、BD、贝朗、百特、尼普诺	威高、双鸽、江西 3L、康莱德、三鑫医疗、江西洪达、山东侨牌
医用高分子材料类	泰尔茂、百特	威高、蓝帆医疗、德尔、百多安、江西 3L、维力医疗
医用消毒类	3M	欧洁、利尔康
麻醉耗材类	泰尔茂、BD、百特、贝朗	驼人、威高、维力医疗、海宁绿健、浙江苏嘉
手术室耗材类	强生、贝朗	新华、威高
医技耗材类	美国伊士曼柯达、日本富士、日本柯尼卡、索尼	爱克发、富明威

资料来源：中国医疗器械蓝皮书，财信证券

## 驱动因素三：产品升级换代需求持续

在医用耗材市场中，低值耗材一直占据着重要的位置。这类产品，如吸氧管、吸痰管等，因其常规性和大量使用性，被视为医疗机构日常运营的必需品。然而，随着医疗技术的不断进步和临床需求的日益提升，低值耗材产品也面临着升级换代的迫切需求。

首先，从临床需求的角度来看，患者对于医疗服务的舒适性和安全性要求越来越高。传统的低值耗材虽然在功能上能够满足基本需求，但在使用体验、材料安全性以及环保性等方面往往存在不足。因此，医疗机构对于品质更高、性能更稳定的低值耗材产品的需求日益增强。

其次，从医疗技术的发展趋势来看，智能化、精准化已经成为医疗行业的新方向。低值耗材作为与患者直接接触的医疗器械，其精准度和可靠性对于治疗效果有着重要影响。因此，低值耗材产品也需要不断进行技术升级和改造，以适应新的治疗技术和手术方法。



此外，随着医疗行业的竞争加剧和成本控制压力的增大，医疗机构对于低值耗材的采购也更加注重性价比和长期效益。那些能够通过技术创新和工艺改进降低生产成本、提高生产效率的低值耗材产品，将在市场竞争中占据更有利的位置。

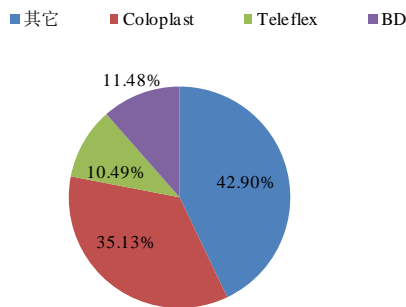
综上所述，“低值耗材产品升级换代需求持续”不仅是医疗市场发展的必然趋势，也是满足患者需求、提升医疗服务水平以及促进行业健康发展的重要举措。

#### 驱动因素四：集中度提升，行业出清，龙头企业市场份额提升

**行业集中度加快提升。**低值医用耗材，往往是临床多学科普遍应用的价值较低的一次性医用材料，相较于医疗器械其他领域，技术含量和行业门槛较低，因此多年以来参与企业众多，竞争激烈。大多数中小企业缺乏技术创新和研发能力，单纯依靠仿制和外购器械零件组装来运营，只有极少数大中型企业具有完整产业链生产研发能力。随着技术的发展、医疗需求的提高以及市场竞争的加剧，行业必将面临优胜劣汰的过程，市场将逐渐集中在具有核心竞争力的企业手中。

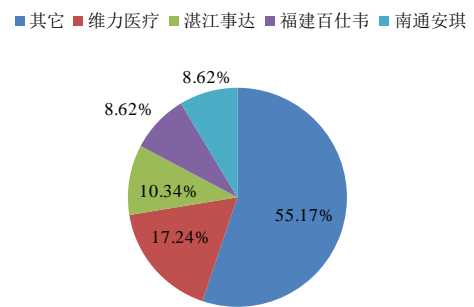
**马太效应，龙头企业市占率将进一步提升。**以导尿管市场为例，2019 年全球导尿管市场 CR3 达到 57.10%，仅 Coloplast 市占率便达到了 35.13%，而国内 CR3 仅为 36.20%，维力医疗市占率约 17.24%，国内排名第一，与 Coloplast 市占率相差 17.89pcts，相较行业其他企业，公司在业内拥有较高的品牌知名度，相继推出差异化产品亲水涂层超滑导尿管、BIP 抗菌导尿管、无菌测温型硅胶导尿管等，促进导尿产品的升级换代和市场竞争力的进一步提升，未来市占率有望进一步提升。

图 7：2019 年全球导尿管市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，财信证券

图 8：2019 年国内导尿管市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，财信证券

## 2 公司分析

### 2.1 国内医用导管龙头企业，产品丰富，实力强劲

公司成立于 2004 年，于 2015 年上交所上市，主要从事医用导管的研发、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，在全球取得各类注册证超 300 个。目前参股 2 家国外公司，下设 8 家子公司，5 个生产基地，分布在广州番禺、江苏张家港、江苏苏州、海南海口、江西吉安等地。

**产品品类齐全，具备较高品牌知名度。**公司业务覆盖麻醉、导尿、泌尿外科、重症护理、血液透析、呼吸等多个领域，品类齐全；导尿领域和麻醉领域，公司市场占有率位居行业前列，在业内拥有较高的品牌知名度。公司曾参与起草 7 个产品行业标准、17 个团体标准。

**表 3：公司发展历程**

时间	内容
2004 年	公司前身广州市韦士泰医疗器械有限公司成立
2007 年	通过加拿大 CMDCA 认证，进入加拿大市场
2010 年	控股张家港沙工医疗，进军血透耗材领域
2011 年	完成股份制改革，公司整体变更为广州维力医疗器械股份有限公司；子公司海南维力医疗科技开发有限公司成立，通过 FDA 工厂检查
2015 年	上交所主板上市
2016 年	通过韩国 KFDA 审核
2017 年	荣获“番禺区创新科技企业 30 强”称号；IPD 试点项目启动会顺利开展
2018 年	第三次顺利通过美国 FDA 工厂检查；狼和医疗成为维力医疗全资子公司；认定为“第十七批广东省省级企业技术中心”
2019 年	通过国家级“两化融合管理体系”认证；通过 KFDA 审核
2021 年	麦德迅成为公司控股子公司，新增疼痛和输注管理产品线

资料来源：公司官网，财信证券

**表 4：公司主要产品及其用途**

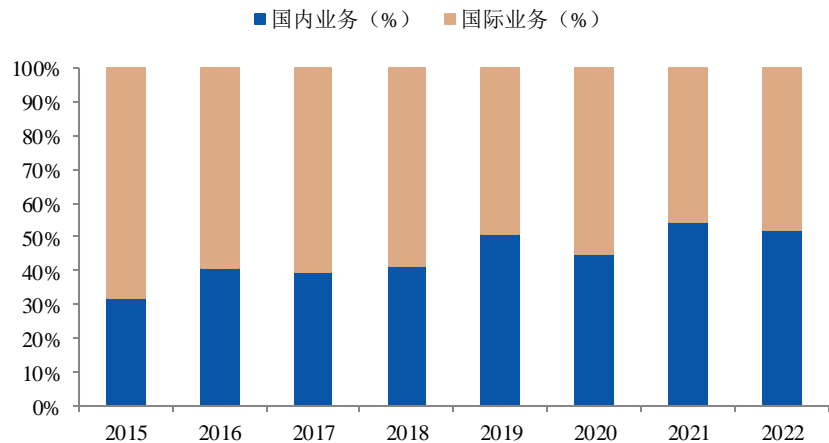
产品领域	主要产品	产品用途
麻醉	气管插管、喉罩、支气管插管、可视支气管插管、气管切开插管、麻醉面罩、人工鼻、麻醉呼吸管路、电子镇痛泵	和麻醉呼吸机相配套使用，用于各种吸入全麻手术、预防和处理呼吸道梗阻、呼吸功能不全以及急救时建立人工通气道；术后镇痛、分娩镇痛、癌痛镇痛、肿瘤化疗等临床治疗中药液的精确输注和监测
导尿	导尿管、导尿包、抗菌导尿管、测温导尿管、引流袋、男用导尿套	主要用于手术及病房护理时对病人进行尿液引流
泌尿外科	包皮环切缝合器、清石鞘、微创扩张引流套件、导丝、球囊扩张导管、输尿管扩张器、输尿管导引鞘、取石篮、输尿管支架、输尿管导管	包皮环切缝合器主要用于泌尿外科包皮环切手术；其他产品和内窥镜等配套使用，用于泌尿系统手术通道建立和结石清除，适用于肾结石、输尿管结石和膀胱结石的病人，尿失禁、输尿管狭窄等泌尿系统异常病人的微创手术治疗
护理	杨克引流管、口护吸痰管、排泄物管理器	主要用于临床病人的伤口或分泌物清理引流以及重症病人的口腔及排泄物护理
呼吸	氧气面罩、氧浓度可调面罩、药物吸入雾化器	主要适用于病人输氧用、各种呼吸系统疾病给药时使用
血液透析	血液净化体外循环管路	主要是和血液透析机等配套使用，用于终末期肾病患者血液透析治疗，以及急性药物或毒物中毒、难治性充血性心力衰竭与急性肺水肿的急救

资料来源：公司公告，财信证券

**技术领先铸优势，制造先进显实力。**公司持续通过高新技术企业资格复审并先后被认定为省级和市级企业技术中心，拥有 265 项专利，其中已获授权的发明专利 23 项，拥有独特的原料配方、领先的抗微生物粘附技术、亲水涂层技术、基于监控功能的可视、测温及测压等传感技术；具备国内领先的医用导管生产产能，同时拥有强大的柔性制造能力、非标自动化、智能化设备等自动化生产工艺以及先进的粘接技术、焊接技术、导管尖端成型技术等。

**国内销售网络广阔，国际运营经验丰富。**在国内市场，公司已有效覆盖全国所有省份，产品进入超 5000 家医院，其中三甲医院超过 1000 家，并已建立专业的学术推广队伍，坚持以学术引领、学术推广赋能销售发展，举办“超能天使”、“金石微开”等各类学术比赛，开展“维力中国行”、“BIP 沙龙会”、“聚焦手术室”、“结石沙龙会”等多种学术性活动；海外业务蓬勃发展，通过多年国际化运营的积累，公司产品已进入欧盟、北美、日韩等主流市场，公司产品已在 90 余个国家或地区形成销售，产品先后获得 ISO13485 质量体系认证、MDSAP 认证（适用美国、日本、加拿大、巴西、澳大利亚等五个国家），先后 3 次通过美国 FDA 工厂检查，截至 2023H1，公司已取得美国 FDA 注册 22 项、CE 产品认证 102 项、加拿大产品认证 29 项、德国注册登记 92 项，具备业内领先的国际化运营能力，2022 年海外业务占比达 47.38%。

图 9：2015-2022 年公司海内外业务占比情况

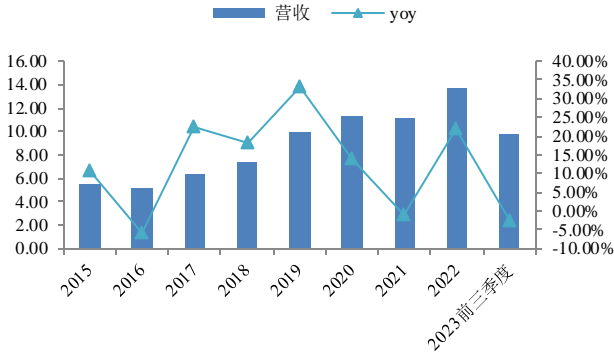


资料来源：wind，财信证券

**上市以来，公司营收稳中有升。**公司的收入和利润在 2016 年有所下滑，主要原因系美联储加息、英国脱欧、拉美货币贬值等影响，海外需求受到一定抑制。2017 年，公司营收恢复了 20% 以上的增长，但利润仍然下滑，主要原因是原材料价格上升和汇率的影响。2018 年，由于控股子公司广东韦士泰的亏损和收购狼和医疗的高中介费用，公司利润增长慢于收入。2019 至 2020 年，公司的收入和利润均实现稳健增长。2021 年，因防护产品口罩业务收入下滑，公司营收略有下降，但剔除防护用品后，公司营收实现双位数增长，利润下滑幅度大于收入，主要原因是防护产品收入和毛利率的显著下降，以及营销模式调整带来的销售费用率上升。2022 年，公司面临国内外市场多方面的挑战和压力，不断提升公司综合竞争力，实现了业务的较快增长。

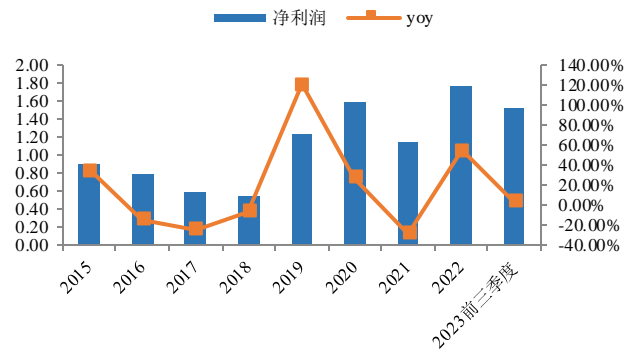
盈利水平提升，整体毛利率提高。受益于国内收入占比的提升和产品结构的升级，公司毛利率不断提升，2023 前三季度毛利率达 45.39%。在费用方面，公司通过不断降本增效，管理费用率有所降低；销售费用率上升，主要系公司营销改革后营销团队扩大和学术推广有所加强。财务费用率保持稳定。综合来看，公司的费用率虽然有所提升，但得到了较好的控制，从而推动了公司净利率的整体提升。

图 10：2015-2023 前三季度公司营收及增速（亿元）



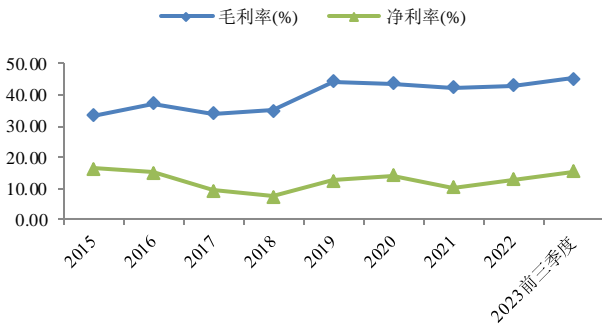
资料来源：wind，财信证券

图 11：2015-2023 前三季度公司净利润及增速（亿元）



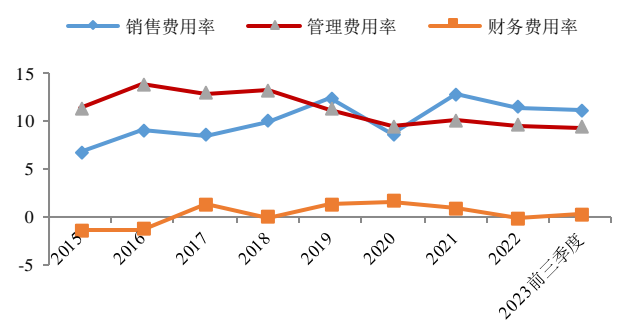
资料来源：wind，财信证券

图 12：2015-2023 前三季度公司毛利率及净利率



资料来源：wind，财信证券

图 13：2015-2023 前三季度公司费用率情况



资料来源：wind，财信证券

## 2.2 多条产品线，推高营收增长

### 导尿业务：国内龙头，国际一流

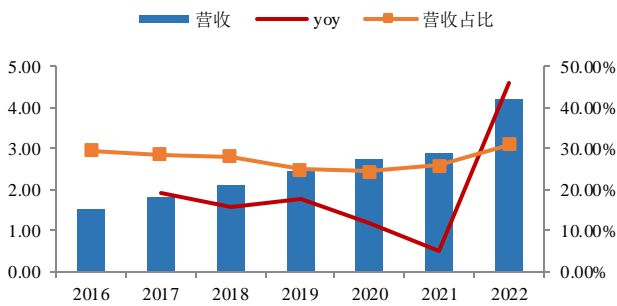
公司导尿领域产品技术和业务体量均是国内行业龙头，并处于国际领先地位。近年来公司继续保持和巩固导尿管行业龙头地位，依靠品牌优势、质量优势和产能优势争取最大化市场覆盖，同时推出差异化产品亲水涂层超滑导尿管、BIP 抗菌导尿管、无菌测温型硅胶导尿管等，促进导尿产品的升级换代和市场竞争力的进一步提升。随着高毛利新产品销售的放量，导尿产品的综合毛利率和盈利能力不断提升，2022 年导尿业务实现营收 4.24 亿元，同比增长 46.21%，毛利率达 28.05%。

图 14：公司导尿领域主要产品



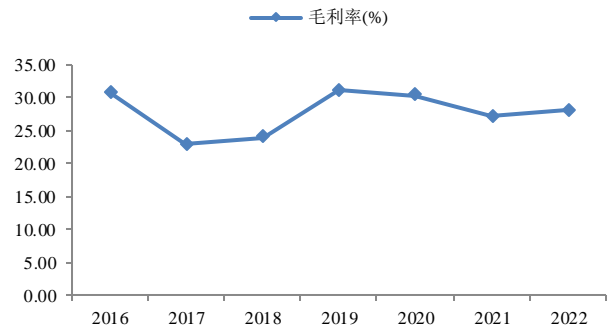
资料来源：公司公告，财信证券

图 15：2016-2022 导尿业务营收及业务占比（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 16：2016-2022 导尿业务毛利率



资料来源：wind，财信证券

### 麻醉业务：品项齐全，业内领先

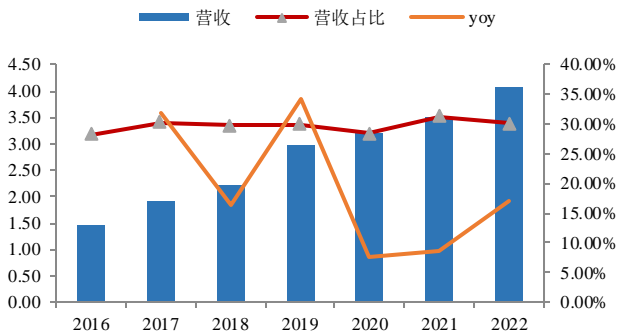
公司麻醉业务线主要包括全麻气道管理耗材和电子镇痛泵。麻醉耗材国内市场格局分散，公司品项齐全，市场占有率业内领先，已覆盖国内超 3000 家医院。公司近年持续推进产品性能升级与功能扩充，在产品性能方面进行了无菌、柔性性能的升级，在功能方面新增了带吸痰腔与可视两大功能，推出了可视双腔支气管插管、加强型柔性气管插管、带吸痰腔气管插管等产品，竞争力持续提升。《2020 版中国麻醉学指南与专家共识》明确指出双腔支气管导管应该在纤维支气管镜下或直接使用可视双腔管准确定位。公司的可视双腔气管插管在开胸手术单肺通气麻醉中具有定位时间短、定位准确、易于术中管理等优势，已获得市场和专家广泛认可，在国内多家三甲医院成为标杆产品。近年来在优势产品的带动下，公司全麻气道管理产品在国内品牌知名度和市场占有率逐年提升，带动麻醉业务营收快速增长，2022 年公司麻醉业务收入达 4.09 亿元，同比增长 17.19%，毛利率逐年提升，2022 年达 54.81%。

图 17：公司麻醉领域主要产品



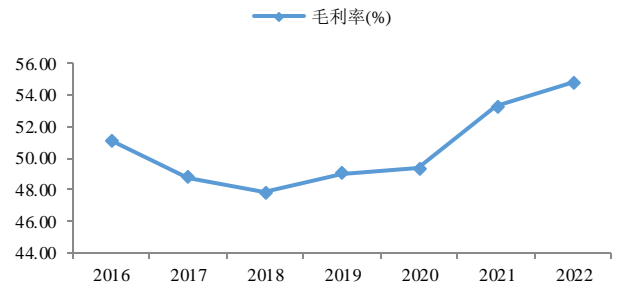
资料来源：公司公告，财信证券

图 18：2016-2022 麻醉业务营收及业务占比（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 19：2016-2022 麻醉业务毛利率



资料来源：wind，财信证券

泌尿外科业务：重点布局，盈利能力稳步提升

主要包括泌尿外科结石手术耗材类产品和包皮环切缝合器。一次性包皮环切缝合器属于国内细分行业龙头，产品已覆盖国内 4000 多家医院以及全球 20 多个国家或地区。公司在结石管理领域拥有全系列产品，其中一次性负压清石鞘是公司在泌尿外科结石领域革命性的创新产品，已获得 FDA、NMPA、CE、加拿大认证在内的多个产品注册证，具有确切临床价值，能够提高清石率，降低手术时间，减少手术并发症，已受到市场和专家广泛认可。公司通过加大优势产品负压清石鞘的学术推广，逐步带动泌尿外科其他产品销售，2022 年营收达 1.96 亿元，2017-2022 年营收复合增速高达 59.48%，同时毛利率稳步提升，2022 年达 80.15%。

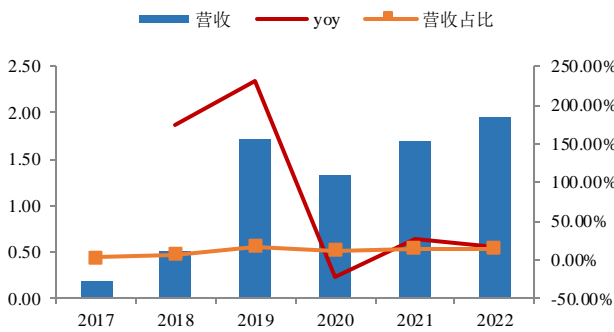


图 20：公司泌尿外科领域主要产品



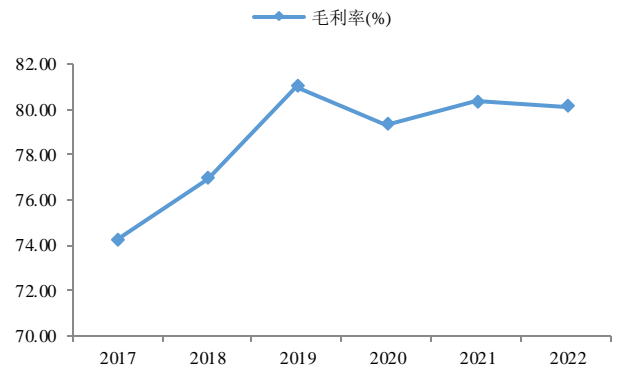
资料来源：公司公告，财信证券

图 21：2017-2022 泌尿外科业务营收及业务占比（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 22：2017-2022 泌尿外科业务毛利率



资料来源：wind，财信证券

护理业务：精细化推广下，产品普及度提升

公司护理产品主要包括吸引连接管、口护吸痰管和排泄物管理系统。吸引连接管以出口为主，属于国外大客户定制项目，公司凭借稳定的质量和优良的服务，赢得了客户的长期信赖；口护吸痰管和排泄物管理器属于临床通用护理产品，随着公司内销团队深入医院终端进行精细化推广，产品逐步在临床得到普及，取得了较好的销售效果。2022 年护理业务营收达 1.59 亿元，营收占比达 11.69%。

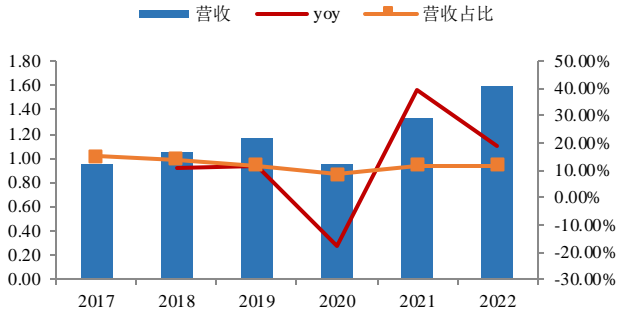
图 23：公司护理领域主要产品



资料来源：公司公告，财信证券

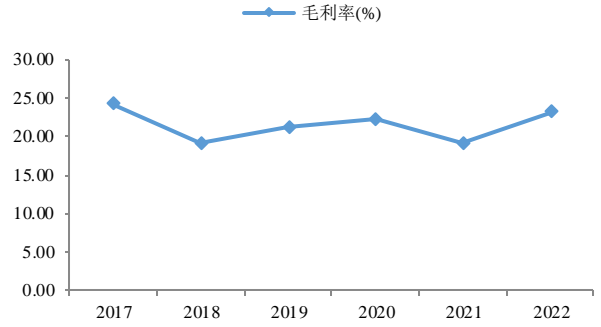


图 24：2017-2022 护理业务营收及业务占比（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 25：2017-2022 护理业务毛利率

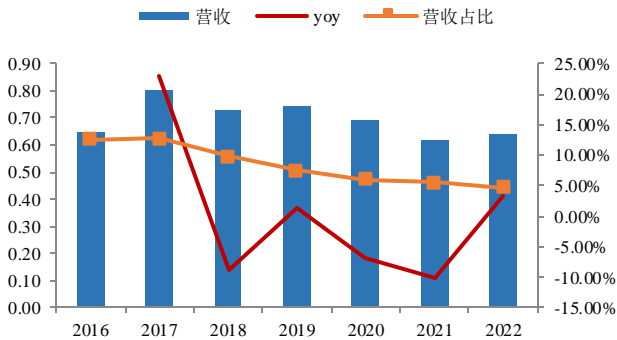


资料来源：wind，财信证券

### 呼吸业务：业务稳步增长

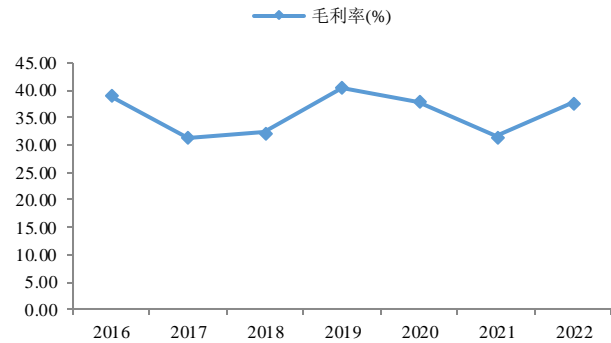
公司呼吸领域产品主要是药物吸入雾化器和氧气面罩。凭借产品质量的稳定性、良好的品牌知名度和灵活的市场策略，公司呼吸产品近年来在政府省、市级集采中竞争优势明显，集采中标率高，维持稳步增长态势，2022 年呼吸业务实现营收 0.64 亿元，毛利率同比提升 6.11pcts 至 37.69%。

图 26：2016-2022 呼吸业务营收及业务占比（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 27：2016-2022 呼吸业务毛利率

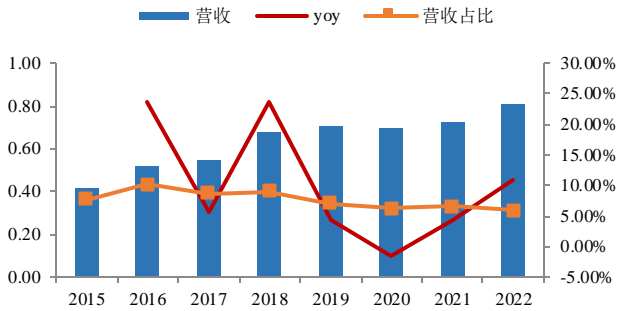


资料来源：wind，财信证券

### 血液透析业务：行业发展空间广阔

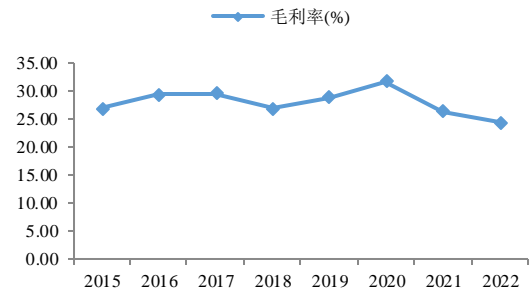
公司血透领域产品主要是血透管路。子公司沙工医疗是国内最早一批获得血透管路注册证的企业之一，产品质量稳定，拥有良好的品牌知名度。据国家肾脏病医疗质量控制中心统计的数据，2019 年在院透析人数为 63.3 万人，预计到 2023 年，我国终末期肾病患者人数将突破 400 万人，2019 年我国血透管路需求量约为 8400 万根，以年增速 10% 估算，预计 2023 年需求可达到 1.23 亿支，需求庞大；近年随着各省市逐渐完善血透医保政策，血透需求逐渐得以释放；公司在 2021 年开始进行血透管路生产线的扩产建设，一期扩产项目已于 2022 年投产，并开始逐步量产爬坡。随着公司血透管路自动化产能升级、生产效率的提升和单位成本的下降，产品市场竞争力进一步得到提升。2022 年公司实现血透产品收入 0.81 亿元，同比增长 10.96%。

图 28：2015-2022 血透业务营收及业务占比（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 29：2015-2022 血透业务毛利率



资料来源：wind，财信证券

### 2.3 产品迭代升级，进一步提升竞争力

公司以往产品技术相对简单，工艺成熟，产品毛利较低。随着公司业务规模的扩大，公司不断谋求新的发展和新的利润增长点，通过提高产品技术水平，开拓传统低端产品的升级替代市场。目前推出数个具有明显技术优势的高端产品，逐步形成技术壁垒，提高产品溢价空间，进而拉高毛利率，提升公司盈利能力。

#### （1）BIP 合金涂层导尿管：

##### 导尿管分类：

**按留置时长分类：**置导尿管和临时用导尿管，留置导尿管主要指带球囊、多腔道、膀胱内固定、可较长时间留置持续引流尿液的导尿管。

**按原材料分类：**主要包括 PVC、硅胶和乳胶三类。PVC 价格低廉，产量庞大，使得 PVC 导尿管价格受到欢迎，但是可留置时间短，安全危险较大。乳胶导尿管产品柔软，生物相容性好，病人感觉舒适，表面光洁度高，刺激性很小，价格适宜，多为气囊产品，留置操作方便质地柔软难以顺利插入膀胱，内径狭窄且内腔容易沉钙堵塞，有细胞毒性反应。

**留置导尿管市场规模仍有增长空间。**在国内市场中，留置导尿管在近年的销售量逐年上升。由于实际手术量需求、使用习惯、收费政策等影响，我国留置导尿管市场的消费量占全球比例较低，考虑到中国人口基数庞大，医疗保健水平不断上升，市场需求将逐渐得到释放，我国留置导尿管市场仍有较大的上升空间。

表 5：导尿管分类及特点

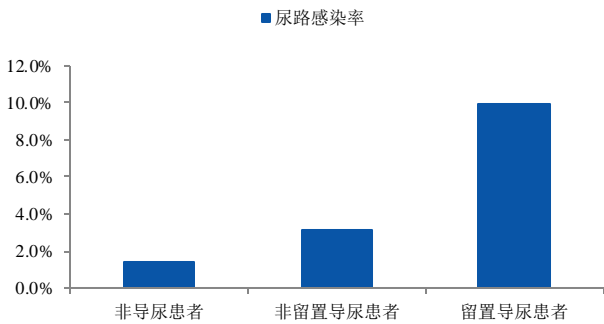
类别	产品	特点
材料	聚氯乙烯（PVC）	产品较硬，刺激性较大，异物感强烈，价格低廉，多为无气囊产品，生物相容性差，易发生粘连，可留置时间短。
	干胶	产品较软，刺激性较大，长期使用容易导致黏膜发炎，价格低廉，多为无气囊产品。
	乳胶	产品柔软，生物相容性好，病人感觉舒适，表面光洁度高，刺激性很小，价格适宜，多为气囊产品，留置操作方便，但质地柔软难以顺利插入膀胱，内径狭窄且内腔易发生沉钙堵塞，有细胞毒性反应。

	硅胶	WHO 认可的可留置人体材料，生物相容性好，异物感轻，硅胶导尿管内径宽阔，内腔道不会形成结钙沉淀，适宜于中长期留置导尿管，避免多次插管，可以减少病人的痛苦和尿路感染，但成形过程表面不易保持光洁，成本高，多为无气囊产品。
结构	单腔导尿管	通常无气囊，只有一个通道，不易固定，留置时间短。
	双腔导尿管	有两个腔道，注水孔、出液口，可固定，主要用于留置导尿管。
	三腔导尿管	三个腔，注水腔、注药腔、排液腔，主要用于短期留置导尿管、膀胱内药液滴注、冲洗、引流等。

资料来源：华经产业研究院，公司公告，财信证券

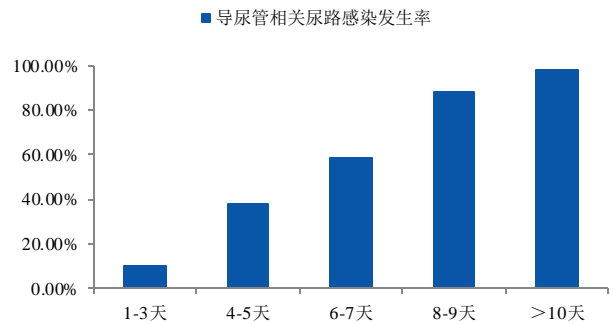
**导尿管相关尿路感染（CAUTI）**可显著增加住院患者的死亡率、住院费用及住院时间。医院内感染约 40%与泌尿系统有关，其中 70-80%与留置导尿管相关，CAUTI 使得患者平均住院时间延长 2-4 天，引发不必要的抗菌药物使用。留置导尿管患者的尿路感染临床约为非留置、非导尿管患者的 3、7 倍，导尿管患者菌血症发生率是非导尿管患者的 5.8 倍，约 2%-4%的带管患者发生菌血症和败血症，死亡率高达 13%-30%。

图 30：不同类型患者尿路感染率对比



资料来源：华经产业研究院，财信证券

图 31：留置时间对患者尿路感染率的影响情况



资料来源：华经产业研究院，财信证券

**独家涂层可抑制细菌粘附和定植，有效预防感染。**BIP 导尿管的涂层（由金、银、钯组成的合金涂层）通过释放微电流阻止细菌的粘附和定植，可减少细菌的粘附和生长，阻断逆行感染通路，无毒且非药物，相较于传统涂层技术主要是通过银离子、氯己定、抗生素等物质杀灭活菌并发症更少。本产品是公司同瑞典上市医疗企业 Bactiguard 技术合作的研发成果，为全球首创金银钯合金涂层技术，具有国际专利和国内发明专利，合金涂层技术在美国、欧洲等国家和地区具有超过 20 年的临床应用，安全有效，占有美国涂层导尿管 98%市场份额。国外临床案例验证了该合金涂层技术可以有效预防院内感染，减少抗生素使用，降低医疗成本。

图 32：BIP 合金导尿管产品结构图

合金涂层抗感染  
导尿管 (BIP)  
闪电抗菌 滑而不染



有效预防CAUTI | 解决院感难题

资料来源：公司公众号，财信证券

表 6：BIP 合金导尿管竞争优势

产品	一次性合金涂层抗感染导尿管	普通导尿管
特点	金银钯合金抗感染涂层，独特的微电流物理抗感染机理抑制细菌粘附和定植	无抗感染涂层
优势	1.保留了普通乳胶导尿管所有的功能和良好性能；2.涂层技术成熟，产品合格率高，涂层过程中基本无样品损耗；3.可减少微生物在导管表面的聚集和粘附，预防减少 CAUTI 的发生；4.亲水涂层经过激活后，表面亲水润滑，能降低插管过程中抗感染导尿管表面与尿道黏膜的摩擦，提高患者舒适度；5.生物相容性好，涂层牢固不易脱落，保证 30 天内的有效使用	工艺成熟且稳定，成本较低，安全性良好
劣势	涂层浸渍工艺及检验流程复杂，对生产控制和检验过程控制要求高，生产成本较高	无抗感染功能

资料来源：华经产业研究院，公司公告，财信证券

## （2）一次性负压清石鞘

一次性负压清石鞘是公司推出的泌尿外科结石手术创新辅助耗材，适用于泌尿系统结石手术中建立手术通道，起扩张、支撑、引流、吸引的作用，当前已获得 FDA、NMPA、CE、加拿大认证在内的多个产品注册证。

产品紧贴临床需求，临床优势明显。

经皮肾取石术是处理上尿路大负荷结石的一线治疗方案，而传统的通道鞘不能主动足够降低腔内压力、不能阻止结石移动、不能清晰视野、碎石难以清除，而一次性负压清石鞘有效解决了这些难题，具备以下优势：

a) 有效降低腔内压力：持续性灌注于吸引同时进行，形成不间断的液体循环，降低腔内压力，使腔内保持低压状态，减少手术风险；

b) 彻底解决结石返流的问题：在负压吸引下避免结石返流，有效清除结石；

c) 保持视野清晰: 在持续性灌注与负压吸引下, 脓液、血凝块、碎石末可迅速清除, 使手术操作在清晰视野下进行;

d) 增加手术效率, 提高结石清石率: 结石被负压吸引清除;

e) 减少取石器械的使用: 无需使用套石篮、取石钳、封堵器等器械, 结石在负压下往吸引方向自动逸出

对于肾脏结石负荷较大的患者, 术中负压清石鞘的采用, 起到了保持视野清晰、有效降低腔内压力、提高手术效率及结石清石率等作用, 临床价值明显。

**产品支撑数据丰富, 受到广泛认可。**公司与各国医生合作, 持续致力于肾内压力、温度等学术研究, 多次组织国际性学术研讨会, 目前已发表超 10 篇循证研究学术论文, 为产品提供坚实的理论支撑。一次性负压清石鞘产品已在美国、加拿大、欧洲、日本等世界范围内超过 30 个国家使用, 其中包括多家世界知名医院及知名泌外医生, 凭借优秀的临床效果获得了广泛认可。

图 33: 一次性负压清石鞘产品结构图



资料来源: 公司公众号, 财信证券

## 2.4 深化营销改革, 聚焦专科, 精耕终端

**国内产品分线发展, 整合优化, 专业化运作。**鉴于产品特点和市场渠道的差异性, 公司整合市场渠道和销售人员, 将产品分线发展, 维力健益负责集中精力发展麻醉业务; 业务一部负责运营护理、导尿和呼吸产品业务, 同时积极拓展新的销售模式; 国内业务二部、狼和医疗进行泌尿外科线的资源整合优化; 沙工医疗继续专注血透管路产品。

**深化“聚焦专科、精耕终端”战略:**一方面, 将公司业务聚焦在麻醉、泌尿、护理、呼吸、血液透析这五大专科领域, 提升业务集中度, 另一方面“精耕终端”, 公司将渠道下沉, 逐渐摆脱以往单一依靠代理经销商的模式, 组建公司专业营销团队, 营销团队统一管理, 建立省区营销网络, 直面医院、医疗机构, 有针对性地进行精准营销推广, 与医院终端实现高效的对接以及信息交流, 增强可控性, 及时取得终端和消费者的反馈,



精耕终端医疗机构。

**组建招标小组，积极应对集采。**针对目前全国各地形式多样的带量采购，公司成立了集采招标领导小组，邀请行业政策专家顾问指导，针对全国各地不同地区集采政策，提前做好政策解析和应对准备。公司积极参与省、市级带量采购，采取灵活的价格策略，发挥公司产品高性价比的优势，成功集采中标多次，其中三明“两省十七市”联盟集采、安徽省集采和重庆市南岸区集采均中标雾化器小组第一名，大大提升了中标产品的区域市场占有率。同时公司扩充各产品线专业销售团队，并加强销售人员的专业培训和能力建设，进一步深入终端市场，做好终端服务，适应以集采为主流的国内市场形势。

### 3 盈利预测与估值

**核心假设：**BIP 导尿管、双腔可视喉罩等重点产线的新产品陆续上市并顺利进院销售，销量稳步攀升，进而推动整个产线实现快速增长；新产品的毛利率较高，有望对公司主要产品线的整体毛利率产生积极的提升作用；营销改革顺利推进，营销团队的建设营销策略的改革有望为产品的销售增长提供有力支持；海外业务方面，定制化项目销售稳步增长，大客户数量逐步增加。

**可比公司：**考虑到公司主营产品属性，我们选取和公司业务相近的低值耗材行业公司拱东医疗、三鑫医疗、康德莱、昌红科技作为可比公司。

表 7：可比公司估值

证券简称	市值（亿元）	PE(TTM)	2023 预测 PE	2024 预测 PE	2025 预测 PE
拱东医疗	59.69	56.39	36.19	19.44	14.83
三鑫医疗	38.71	21.09	19.40	15.89	12.85
康德莱	40.84	16.84	13.99	11.42	9.28
昌红科技	94.04	157.79	93.19	37.65	26.74

资料来源：wind，财信证券

注：数据截至 2023 年 12 月 26 日

**盈利预测：**预计公司 2023-2025 年营收分别为 13.85、17.10、20.69 亿元，同比增速分别为 1.56%、23.51%、20.99%，归母净利润分别为 1.80、2.41、2.99 亿元，同比增速分别为 8.31%、33.39%、24.21%，对应 EPS 分别为 0.62、0.82、1.02 元，参考可比公司拱东医疗、昌红科技、三鑫医疗、康德莱估值水平，给予公司 24 年 20-25 倍 PE，首次覆盖，予以“增持”评级。

### 4 风险提示

**(1) 集采等行业管理政策变化风险：**若公司产品在某地区的集中采购中未能中标或降价幅度大超预期，将影响该地区的产品销售，同时，随着医疗卫生体制及医药行业管理体制改革的进一步深入，新的医药管理、医疗保障政策、医疗器械行业监管政策等将陆续出台，这些政策的变化可能导致公司在行业监管、地区等方面受到限制，将可能对公司经营造成影响。

**(2) 新品推广不及预期：**随着行业竞争加剧，重磅产品入院速度、销售放量可能不及预期；

**(2) 地缘摩擦、贸易摩擦风险：**公司产品销往全球多国家或地区，海外销售面临贸易摩擦、汇率波动、代理商信誉等风险。部分国家或地区局势稳定性和经济发展前景不明朗，公司面临区域市场销售波动风险、海外销售管理风险、战争风险等。

**(3) 商誉资产减值风险：**若狼和医疗和沙工医疗经营业绩达不到预期，公司将存在较大的商誉资产减值风险，商誉减值将直接减少相应会计年度当期损益。



报表预测(单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,118.57	1,363.35	1,384.62	1,710.14	2,069.11	营业收入	1,118.57	1,363.35	1,384.62	1,710.14	2,069.11
减: 营业成本	644.73	774.50	782.90	953.33	1,145.24	增长率(%)	-1.07	21.88	1.56	23.51	20.99
营业税金及附加	10.83	14.09	14.12	17.44	21.10	归属母公司股东净利润	106.09	166.57	180.42	240.67	298.93
营业费用	142.94	156.02	155.08	188.12	227.60	增长率(%)	-30.71	57.00	8.31	33.39	24.21
管理费用	112.97	130.45	124.62	153.91	186.22	每股收益(EPS)	0.36	0.57	0.62	0.82	1.02
研发费用	55.03	82.07	85.85	102.61	124.15	每股股利(DPS)	0.14	0.34	0.27	0.36	0.45
财务费用	9.57	-2.57	6.70	1.72	-1.00	每股经营现金流	0.61	1.30	1.09	1.39	1.58
减值损失	-7.73	-17.52	-6.92	-8.55	-10.35	销售毛利率	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45
加: 投资收益	-1.02	4.06	5.04	5.04	5.04	销售净利率	0.10	0.13	0.14	0.15	0.15
公允价值变动损益	0.19	1.94	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.07	0.10	0.10	0.12	0.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.11	0.14	0.14	0.20	0.27
营业利润	142.72	206.65	222.92	298.95	369.94	市盈率(P/E)	37.22	23.71	21.89	16.41	13.21
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	2.50	2.29	2.16	2.01	1.85
利润总额	140.22	205.65	222.07	298.10	369.09	股息率(分红/股价)	0.01	0.03	0.02	0.03	0.03
减: 所得税	25.55	27.90	30.13	40.44	50.07	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	114.67	177.75	191.94	257.65	319.01	收益率					
减: 少数股东损益	8.58	11.18	11.52	16.98	20.08	毛利率	42.36%	43.19%	43.46%	44.25%	44.65%
归属母公司股东净利润	106.09	166.57	180.42	240.67	298.93	三费/销售收入	23.73%	21.20%	20.68%	20.10%	20.05%
资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT/销售收入	13.39%	14.90%	16.52%	17.53%	17.79%
货币资金	604.58	393.02	474.23	742.19	1,043.70	EBITDA/销售收入	17.95%	19.22%	26.58%	25.84%	24.30%
交易性金融资产	30.19	310.94	310.94	310.94	310.94	销售净利率	10.25%	13.04%	13.86%	15.07%	15.42%
应收和预付款项	151.61	104.26	105.88	130.78	158.23	资产获利率					
其他应收款(合计)	9.92	9.74	9.89	12.21	14.78	ROE	6.72%	9.66%	9.88%	12.27%	14.04%
存货	168.31	163.03	177.82	216.53	260.12	ROA	4.98%	6.99%	7.70%	9.49%	10.75%
其他流动资产	9.93	13.13	13.33	16.47	19.92	ROIC	10.91%	14.33%	14.13%	20.25%	27.40%
长期股权投资	15.58	110.14	110.14	110.14	110.14	资本结构					
金融资产投资	33.34	20.24	20.24	20.24	20.24	资产负债率	25.36%	27.01%	20.90%	20.97%	21.13%
投资性房地产	24.31	159.42	138.24	117.06	95.88	投资资本/总资产	57.18%	58.93%	54.81%	45.87%	37.84%
固定资产和在建工程	581.78	594.29	515.31	433.51	348.88	带息债务/总负债	34.03%	39.27%	20.00%	11.44%	4.59%
无形资产和开发支出	475.42	465.53	436.69	407.86	379.03	流动比率	2.28	2.08	3.02	3.24	3.40
其他非流动资产	27.39	39.89	29.61	19.33	19.33	速动比率	1.83	1.70	2.47	2.69	2.85
资产总计	2,132.36	2,383.61	2,342.33	2,537.26	2,781.20	股利支付率	37.34%	59.87%	43.72%	43.72%	43.72%
短期借款	91.99	115.82	0.00	0.00	0.00	收益留存率	62.66%	40.13%	56.28%	56.28%	56.28%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	243.24	305.92	270.22	329.05	395.29	总资产周转率	0.52	0.57	0.59	0.67	0.74
长期借款	92.06	137.03	97.92	60.87	26.95	固定资产周转率	2.28	2.80	3.26	4.73	7.02
其他负债	113.58	85.09	121.37	142.10	165.40	应收账款周转率	8.42	14.59	14.59	14.59	14.59
负债合计	540.87	643.85	489.51	532.02	587.64	存货周转率	3.83	4.75	4.40	4.40	4.40
股本	293.42	293.32	293.32	293.32	293.32	估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	633.04	651.73	651.73	651.73	651.73	EBIT	149.80	203.08	228.77	299.82	368.09
留存收益	652.02	778.82	880.35	1,015.79	1,184.02	EBITDA	200.74	262.03	368.03	441.91	502.73
归属母公司股东权益	1,578.48	1,723.87	1,825.40	1,960.84	2,129.07	NOPLAT	124.81	174.69	198.50	259.91	318.92
少数股东权益	13.01	15.89	27.41	44.40	64.48	归母净利润	106.09	166.57	180.42	240.67	298.93
股东权益合计	1,591.49	1,739.76	1,852.82	2,005.24	2,193.55	EPS	0.36	0.57	0.62	0.82	1.02
负债和股东权益合计	2,132.36	2,383.61	2,342.33	2,537.26	2,781.20	BPS	5.38	5.88	6.23	6.69	7.26
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE	37.22	23.71	21.89	16.41	13.21
经营性现金净流量	178.86	381.93	318.44	408.69	461.86	PEG	-1.21	0.42	2.63	0.49	0.55
投资性现金净流量	-156.34	-559.93	3.28	3.28	3.28	PB	2.50	2.29	2.16	2.01	1.85
筹资性现金净流量	413.88	-46.91	-240.51	-144.00	-163.62	PS	3.53	2.90	2.85	2.31	1.91
现金流量净额	434.29	-222.33	81.20	267.96	301.51	PCF	22.08	10.34	12.40	9.66	8.55

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438