

雪迪龙 (002658.SZ)

环境监测龙头企业, 碳监测+科学仪器扶摇直上

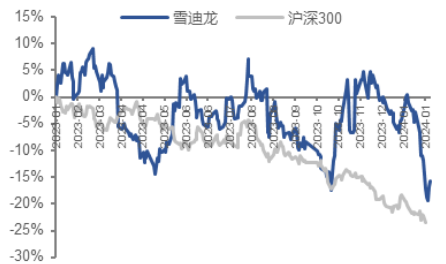
买入(首次评级)

当前价格: 7.08 元
 目标价格: 9.56 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	636/358
总市值/流通市值 (百万元)	4501/2537
每股净资产 (元)	3.89
资产负债率 (%)	23.88
一年内最高/最低 (元)	9.73/6.44

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊
 执业证书编号: S0210523030001
 邮箱: wl30040@hfzq.com.cn

投资要点:

➤ **环境监测为基本盘, 拓展多领域应用场景。** 公司是国内环境监测和分析仪器市场先入者之一, 深耕分析仪器制造领域20余年, 主营业务为环境监测, 目前已形成光谱学、色谱学、质谱学、能谱学、传感器学五大核心技术平台, 拥有综合平台优势, 在多领域已有5万余套成功应用经验。公司21-23H1环境监测系统营收占比均超50%, 为公司的核心业务。2022年, 公司实现营收15.05亿元, 同比+8.97%; 归母净利润2.84亿元, 同比+27.89%。

➤ **政策驱动碳监测试点, 有望成为公司新增增长点。** 从2021年9月开始, 生态环境部启动开展二氧化碳在线监测评估试点工作。公司环境监测产品包括大气、水、土壤环境监测和污染源排放监测系统等, 在碳排放及温室气体监测业务过程中具有先天客户群体优势。公司非常重视碳监测业务, 参与了火电、钢铁、水泥等行业的碳排放监测试点应用。随着国内碳监测相关政策的不断推进, 对在线监测法的支持力度提升以及正式应用逐步落地, 公司碳监测业务有望持续放量, 成为新的业绩增长点, 助力碳排放数据准确性的提升。

➤ **海外并购兼自主研发, 助力科学仪器国产化。** 公司近年通过收购海外子公司ORTHODYNE和KORE, 分别开拓色谱仪、质谱仪等科学仪器相关业务。收购英国KORE后, 公司将其质谱技术应用于环境监测领域。比利时ORTHODYNE公司可为半导体制造商提供过程气体分析一站式解决方案, 满足半导体制造过程中各种气体及杂质进行在线实时监测的需求。公司未来有望充分发挥公司的质谱技术优势, 拓展质谱产品新应用, 助力科学仪器国产替代。

➤ **盈利预测与投资建议:** 我们预测2023-2025年公司的营业收入分别为15.10、18.12、21.47亿元, 2023-2025年归母净利润分别为2.26、3.04、4.01亿元, 对应PE分别为19.88、14.82、11.22倍, 结合可比公司情况, 给予2024年20倍PE估值, 目标价9.56元/股。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示:** 政策推进不及预期; 科学仪器业务发展进度不及预期; 应收账款回收风险; 市场竞争加剧的风险

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	13.81	15.05	15.10	18.12	21.47
增长率	13.9%	9.0%	0.3%	20.0%	18.5%
净利润 (亿元)	2.22	2.84	2.26	3.04	4.01
增长率	48%	28%	-20%	34%	32%
EPS (元/股)	0.35	0.45	0.36	0.48	0.63
市盈率 (P/E)	20.29	15.87	19.88	14.82	11.22
市净率 (P/B)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

相关报告

投资要件

关键变量

变量 1：环境监测业务占比最大，是公司利润的基本盘，近年业务整体趋势都在稳定发展，其中碳监测业务的需求也有望放量，并且随着公司科学仪器技术转移的推动助力，吸引更多客户并促进销售增长，有望带动降本增效，因此我们预计 23-25 年业务营收分别为 8.35/9.88/10.85 亿元，毛利率分别为 46.59%/48.16%/50.20%。

我们区别于市场的观点

市场认为环境检测行业内的企业趋于同质化，差异化竞争能力较弱。我们则认为公司旗下子公司自主研发的多项科学仪器技术应用在各项业务领域上，助力科学仪器国产化攻坚战，有望在国内高端科学仪器设备产业内加速发展，提升区别于同行的竞争力。

股价上涨的催化因素

科学仪器国产化进度高于预期；碳监测业务扩张进度高于预期；相关行业利好政策的出台。

估值和目标价格

我们预测 2023-2025 年公司的营业收入分别为 15.10、18.12、21.47 亿元，2023-2025 年归母净利润分别为 2.26、3.04、4.01 亿元，对应 PE 分别为 19.88、14.82、11.22 倍，结合可比公司情况，给予 2024 年 20 倍 PE 估值，目标价 9.56 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

政策推进不及预期；科学仪器业务发展进度不及预期；应收账款回收不及预期；市场竞争加剧的风险

正文目录

1	环境监测龙头，产销稳定+专注研发成长性高	5
1.1	“硬件+软件”并行环保监测，提供一站式解决方案	5
1.2	业务多领域积极拓展，人均创收+现金流提升保障发展	7
1.3	产销情况较为稳定，产能足够支撑快速发展	10
2	“十四五”推动生态环境监测发展，碳监测需求放量在即	11
2.1	政策驱动行业增速，多应用领域有望齐放量	11
2.2	碳监测市场空间即将释放，成为公司新业绩增长点	15
3	科学仪器：海外并购引入质谱、色谱，国产需求下静待花开	19
4	盈利预测与投资建议	22
5	风险提示	23

图表目录

图表 1:	公司重要发展历程	5
图表 2:	“端+云+服务”模式助力各行业数字化转型	6
图表 3:	核心业务——环境监测系统产品系列	7
图表 4:	22 年营收实现 15.05 亿元 (+8.97%)	7
图表 5:	22 年归母净利润实现 2.84 亿元 (+27.89%)	7
图表 6:	20-22 年毛利率呈稳增趋势	8
图表 7:	23H1 经营性现金流大幅改善	8
图表 8:	22 年环境监测系统营收占比达 57.20%	8
图表 9:	20-22 年环境监测系统毛利率均高于 40%	8
图表 10:	18-23H1 公司期间费用率情况	9
图表 11:	18-23H1 公司研发费用情况	9
图表 12:	22 年公司人均创收达 77.21 万元 (同比+12.95%)	9
图表 13:	截至 23H1 公司应收账款为 5.74 亿元	10
图表 14:	截至 23H1 公司 1 年内应收账款占 60%	10
图表 15:	公司 19-22 年的产能较稳定	10
图表 16:	18-22 年公司系统/设备/备件产销量情况	11
图表 17:	18-22 年公司三类系统/设备产品平均销售单价	11
图表 18:	“十四五”生态环境监测规划概括	12
图表 19:	17-21 年中国环境监测产品销量 (万台)	13
图表 20:	17-21 年中国环境监测产品营收 (亿元)	13
图表 21:	2014 年我国环境污染治理投资到达 9575 亿元的高点	14
图表 22:	火电厂大气污染物排放标准 VS.燃煤电厂超低排放标准	14
图表 23:	2021 年国内废气治理投资占工业污染治理投资总额占比达 66%	15
图表 24:	碳监测评估在“双碳”目标中的战略价值	16
图表 25:	碳监测评估政策体系及要求	16
图表 26:	美国碳排放自动检测与碳排放核算关系图	17
图表 27:	企业碳核算流程	17
图表 28:	排放因子法 (核算法) VS.在线监测法	18
图表 29:	上海天空地一体化碳监测体系示意图	18
图表 30:	公司碳排放综合分析平台	19
图表 31:	飞行时间质谱仪系列产品	20
图表 32:	公司色谱仪产品在半导体行业检出限达 ppb 级	21
图表 33:	2017-2021 年我国 50 多家头部分析仪器企业收入整体增长速度	21

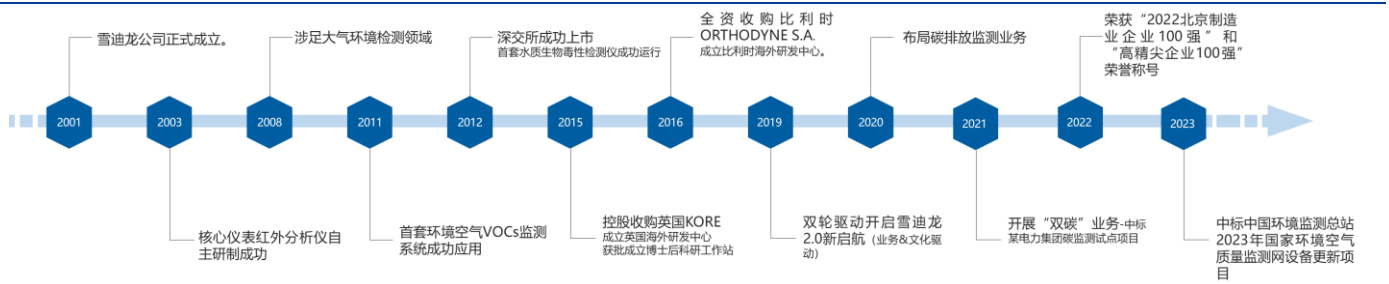
图表 34: 雪迪龙收入预测 (亿元)	23
图表 35: 雪迪龙可比公司情况	23
图表 36: 财务预测摘要	25

1 环境监测龙头，产销稳定+专注研发成长性高

1.1 “硬件+软件”并行环保监测，提供一站式解决方案

公司创立于 2001 年，2012 年于深交所上市，以 CEMS 分析系统技术产品起家，深耕分析仪器制造领域 20 余年，将技术研发作为核心发展战略，是集研发、设计、生产、销售、服务于一体的高新技术企业。目前公司已形成光谱学、色谱学、质谱学、能谱学、传感器学五大核心技术平台，并开发完成两个基础软件平台：数据采集子站、仪器物联网。近年通过收购海外子公司 ORTHODYNE 和 KORE，分别开拓色谱仪、质谱仪等科学仪器的相关业务。2023 年 8 月，公司被认定为国家级专精特新“小巨人”企业。

图表 1：公司重要发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

商业模式：“端+云+服务”一站式服务。公司的业务模式主要分为三大步骤，助力各行业数字化建设、改造升级及创新应用：首先通过设备仪器（监测设备、分析仪器等）作为感知层终端，获得真、准、全的监测数据，随后运用两个基础软件平台（数据采集子站和仪器物联网）作为网络层，实现数据快速、可靠、安全地采集、传输、存储、计算、分析等，再通过数据挖掘、数据分析、数据增值等方式，助推应用层各类解决方案的精准实施，为客户提供一站式服务。

图表 2：“端+云+服务”模式助力各行业数字化转型



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司业务以环境监测系统为主，划分为五大板块。

环境监测系统：环境监测产品包括废气污染物排放监测系统、废水污染物排放监测系统；大气、水、土壤、环境质量监测系统和噪声监测系统等。

公司碳排放及温室气体监测相关业务包括污染源碳排放监测系列产品、大气环境温室气体监测系列产品、高精度智能碳排放计量系统和碳账户管理平台。

工业过程分析系统：安装在工业现场、对工业生产过程中的物质成分进行分析或浓度实时连续监测，产品包括石油化工、钢铁冶金、水泥建材、空分/天然气、半导体、热处理、生物质发电及氢能/核电等新能源领域过程分析系统。

气体分析仪及配件：向原有客户提供各种分析系统的主机、备件或易耗品，保障客户现场的公司产品持续稳定运行。

系统改造及运营维护服务：该业务为公司仪器产品产业链的延伸，提供环保运营维护服务和系统改造服务等。目前公司在全国设有 120 余处技术服务中心，运维近万套（站）相关设备，并通过信息化手段实现服务体系的持续优化。

节能环保工程：主要围绕工业水处理、节水与废水资源化利用、工业废弃物的资源化利用、料场封闭、VOCs 治理等领域开展项目建设及运营。

图表 3：核心业务——环境监测系统产品系列

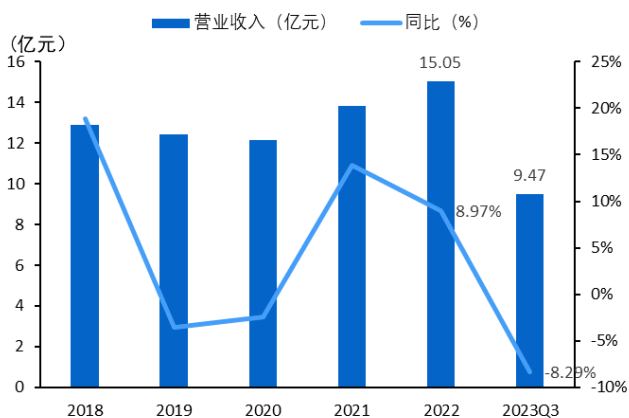
环境监测	污染源排放监测	超低排放连续监测系统系列、VOCs 排放连续监测系统系列、垃圾焚烧排放连续监测系统系列、重金属连续监测系统系列、碳排放监测系列
	大气环境监测	环境空气标准站系列、环境空气网格化监测系列、环境空气 VOCs 检测系列、环境空气温室气体监测系列
	水环境监测	地表水自动监测系列、污染源水质自动监测站系列、水质特征因子在线分析仪系列
	碳排放温室气体监测	污染源碳排放监测、大气温室气体浓度监测、碳通量监测、碳轨迹与过程分析、碳排放综合管理平台等
	应急监测	便携式烟气分析仪、便携式环境空气分析仪、便携式标准气发生器、便携式土壤重金属分析仪

数据来源：公司官网，华福证券研究所

1.2 业务多领域积极拓展，人均创收+现金流提升保障发展

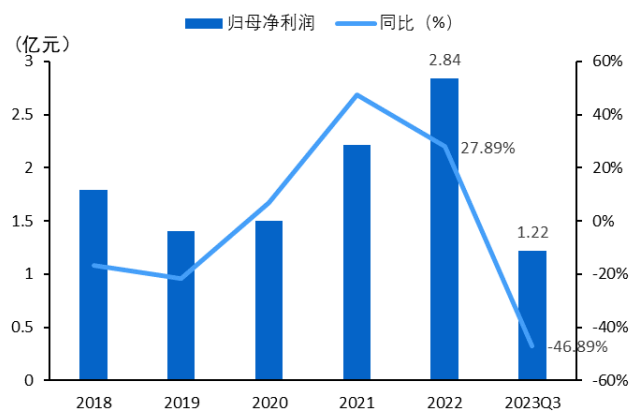
积极拓展多领域业务，22 年业绩保持增长。2022 年，公司在污染源业务持续增长，集团型客户领域持续发力，中标多个大型综合项目；碳监测业务不断完善产品，中标华能、大唐等试点项目；环境监测业务，开拓多项水环境监测系统市场；工业过程分析业务新签合同增长明显。22 全年实现营收 15.05 亿，同比+8.97%；归母净利润 2.84 亿，同比+27.89%，呈增长趋势。23 年 Q1-Q3，公司实现营收 9.47 亿，归母净利润 1.22 亿，受短期内国内市场需求偏弱+竞争加剧影响，业绩较去年同期相对承压。

图表 4：22 年营收实现 15.05 亿元 (+8.97%)



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 5：22 年归母净利润实现 2.84 亿元 (+27.89%)

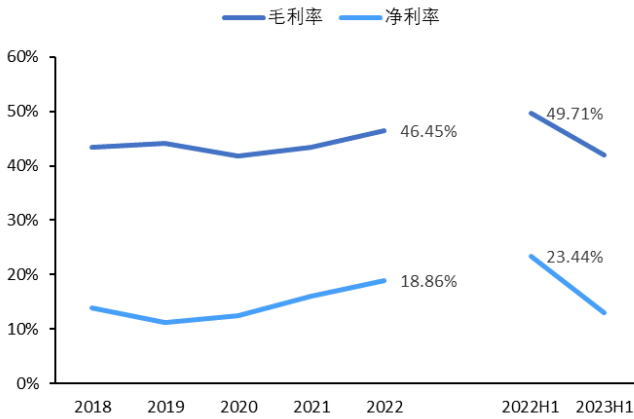


数据来源：Wind，华福证券研究所

22 年毛利率保持稳增，23H1 现金流大幅改善。2022 年，公司毛利率 46.45%，

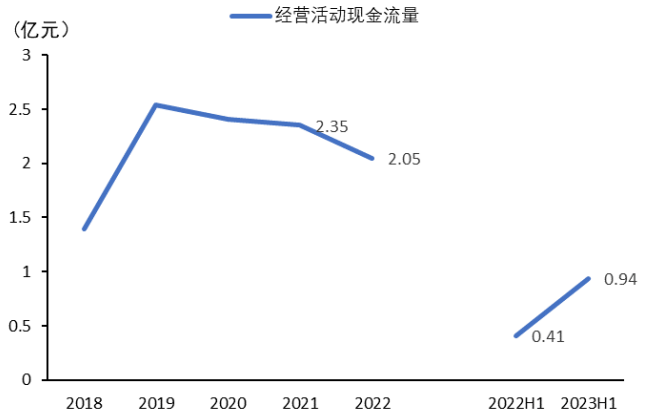
同比+3.03pct；净利率 18.86%，同比+2.87pct，近三年保持稳增趋势。23H1，毛利率和净利率下滑至 41.92%和 12.91%，主要原因是系统和气体分析仪及配件产品毛利率下滑；经营活动产生的现金流净额实现 9378.41 万元，同比+129.48%，主要原因是客户回款增加所致，公司良好的现金流为后续投入发展起到有利支撑。

图表 6：20-22 年毛利率呈稳增趋势



数据来源：Wind，华福证券研究所

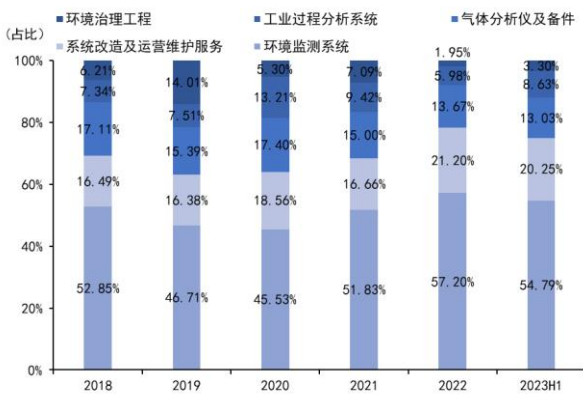
图表 7：23H1 经营性现金流大幅改善



数据来源：Wind，华福证券研究所

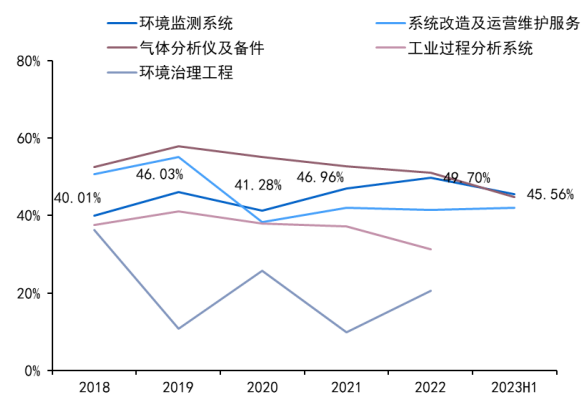
环境监测系统为基本盘，工业过程分析收入大幅增长。分行业来看，公司环境监测系统 21-23H1 营收占比均超 50%，为公司的核心业务。23H1，公司环境监测系统、系统改造及运维服务、气体分析仪及配件分别实现销售收入 3.49、1.29、0.83 亿元，分别同比-11.16%、-11.33%、-18.05%；其中工业过程分析由于在石化化工等行业的项目收入较多，实现销售收入 5486 万元，同比+111.52%。毛利率方面，环境监测系统 20-22 年均维持在 40%以上，得益于公司增加自产设备比例，降低采购成本影响。此外公司也在增强合同质量考核，预计未来随着各业务方面积极拓展应用场景，毛利率将有望继续提升。

图表 8：22 年环境监测系统营收占比达 57.20%



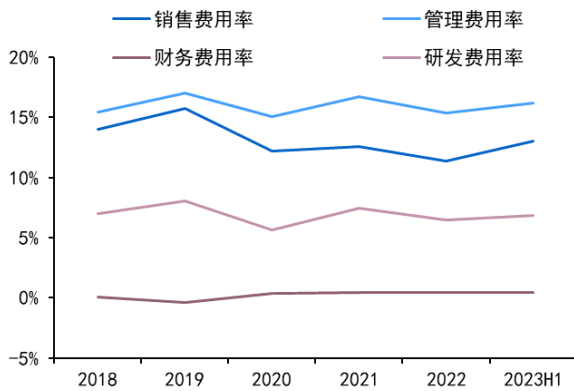
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：20-22 年环境监测系统毛利率均高于 40%

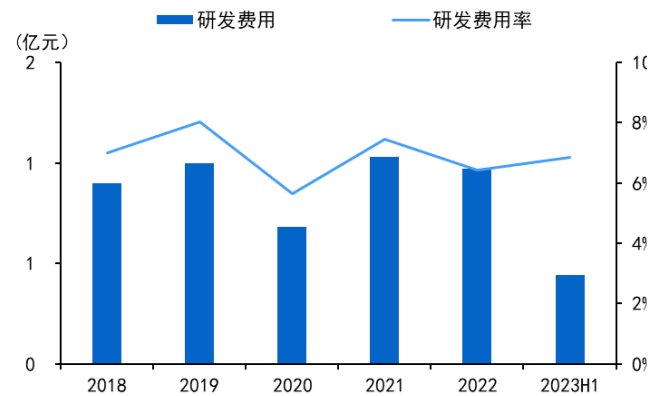


数据来源：Wind，华福证券研究所

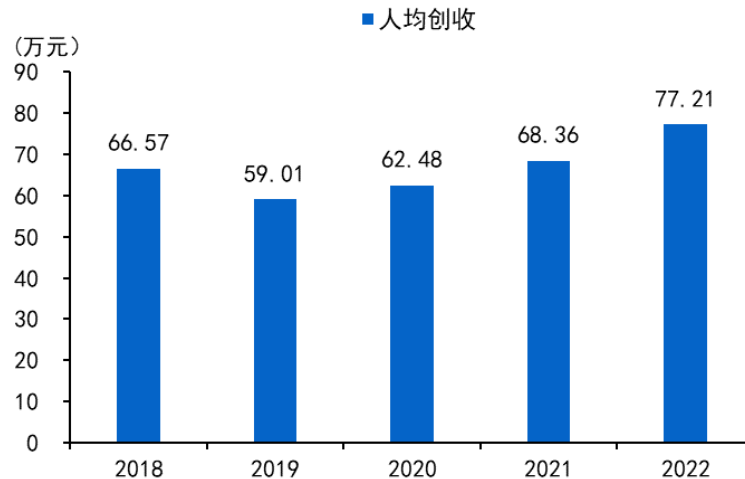
公司费控能力较强，研发投入维持高位，人均产出不断提升。23H1，公司期间费用率维持在 30%左右，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 13%、16.2%、0.41%、6.85%。2022 年，公司研发投入为 0.97 亿，维持在高水平。近年，公司不断提升员工效率，截至 22 年公司人均创收达 77 万元，同比大幅提升。

图表 10: 18-23H1 公司期间费用率情况


数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 11: 18-23H1 公司研发费用情况


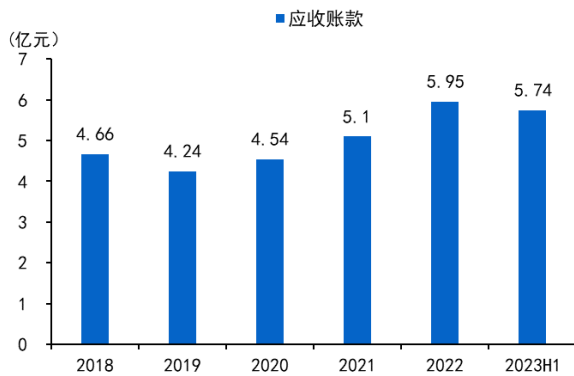
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 12: 22 年公司人均创收达 77.21 万元 (同比+12.95%)


数据来源: Wind, 华福证券研究所

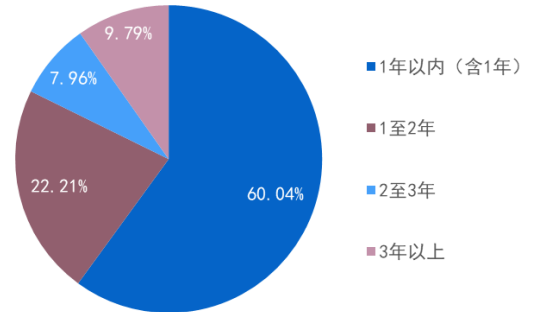
整体回款进度加快。2023H1，公司应收账款账面价值为 5.74 亿，其中根据披露账龄来看，1 年以内（含 1 年）应收账款在 60.04%，比 22 年+1.75pct。公司在企业端业务占比较高，项目执行周期相对更短，整体回款情况较好。此外，根据公司公告，23 年将更加注重合同质量，加大回款催收力度，并抓紧项目执行，预计后续坏账准备计提的不利影响有望下降。

图表 13: 截至 23H1 公司应收账款为 5.74 亿元



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 14: 截至 23H1 公司 1 年内应收账款占 60%

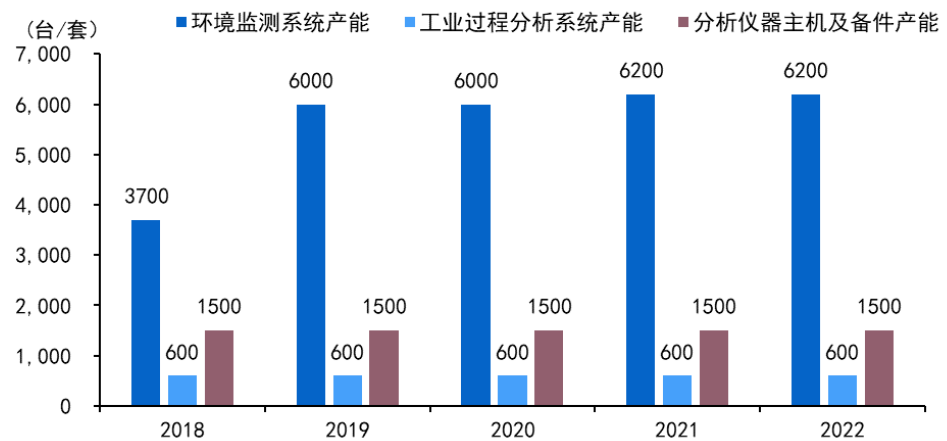


数据来源: Wind, 华福证券研究所

1.3 产销情况较为稳定, 产能足够支撑快速发展

22 年设备产能情况稳定。2022 年, 公司环境监测系统、工业过程分析系统、分析仪器主机及备件产能分别为 6200、600、1500 套每年。其中环境监测系统产能于 2021 年扩增 200 套至 6200 套/年, 系新增 VOCs 设备产线投产所致。工业过程分析系统和分析仪器主机及备件产能一直保持稳定。

图表 15: 公司 19-22 年的产能较稳定



数据来源: 2017 年北京雪迪龙科技股份有限公司可转换公司债券跟踪评级报告, 华福证券研究所

公司实际产量具备一定弹性。公司主要采取“以销定产”模式, 因此不同产品装备人员之间可根据生产需要调配, 较于稳定的产能, 公司实际产量具备弹性。其中, 工业过程分析系统属于定制化流程, 单套系统中使用部件及分析仪器的差异导致每套设备价格差异较大, 项目周期也有所差距, 导致产量与销量之间比例有所错配。22 年, 环境监测系统、工业过程分析系统、分析仪器主机及备件销量分别为 4714、541、343 套, 其中两类系统产量均较 22 年有所增长, 工业过程分析系统产

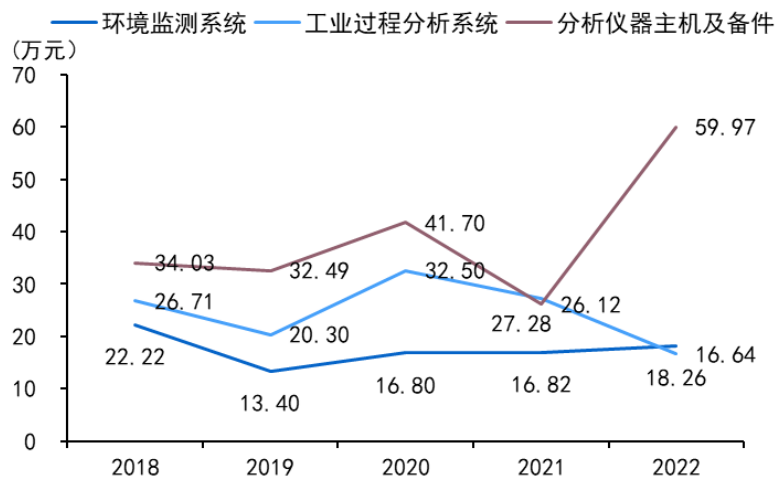
销率达到 205.70%，原因系当年产量有所减少。产品单价方面，22 年分析仪器主机及备件的平均销售单价大幅增长，原因系当年主机销量增长带动平均单价提升。

图表 16：18-22 年公司系统/设备/备件产销量情况

项目	2018	2019	2020	2021	2022	
环境监测系统	产能 (台/套)	3,700	6,000	6,000	6,200	6,200
	产量 (台/套)	3,224	5,193	3,546	4,135	5,217
	产能利用率	87.14%	86.55%	59.10%	66.69%	84.15%
	销量 (台)	3,065	4,334	3,288	4,254	4,714
	产销率	95.07%	83.46%	92.72%	102.88%	90.36%
工业过程分析系统	产能 (台/套)	600	600	600	600	600
	产量 (台/套)	391	617	562	754	263
	产能利用率	65.17%	102.83%	93.67%	125.67%	43.83%
	销量 (台)	354	460	493	477	541
	产销率	90.54%	74.55%	87.72%	63.26%	205.70%
分析仪器主机及备件	产能 (台/套)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
	产量 (台/套)	907	591	550	638	436
	产能利用率	60.47%	39.40%	36.67%	42.53%	29.07%
	销量 (台)	648	589	506	793	343
	自用 (台)	2,009	3,734	3,192	2,146	3,083
	产销率	71.44%	99.66%	92.00%	124.29%	78.67%

数据来源：2017 年北京雪迪龙科技股份有限公司可转换公司债券跟踪评级报告，华福证券研究所

图表 17：18-22 年公司三类系统/设备产品平均销售单价



数据来源：2017 年北京雪迪龙科技股份有限公司可转换公司债券跟踪评级报告，Wind，华福证券研究所

2 “十四五”推动生态环境监测发展，碳监测需求放量在即

2.1 政策驱动行业增速，多应用领域有望齐放量

“十四五”更新环境监测目标。近年，国家发布了一系列政策保护生态环境，在环境监测方面十分重视。2022 年 1 月，生态环境部颁布了《“十四五”生态环境

监测规划》，目标到 2025 年，完善高质量监测网络，基本形成以排污许可制为核心的固定污染源监测监管体系，健全与生态环境保护相适应的监测评价制度，要求数据真实准确，监测技术应用能力增强。我们预计政策的鼓励和推进将会带动环境监测行业的投资提速。

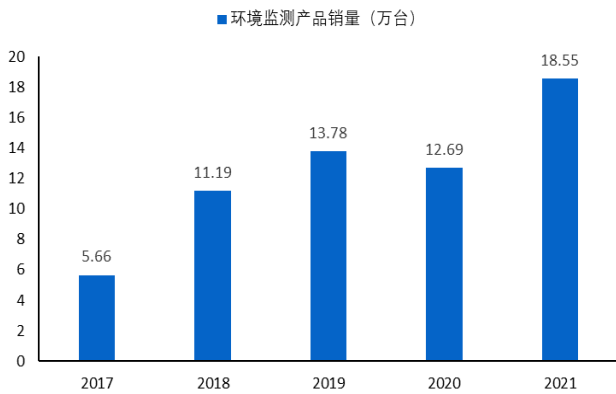
图表 18：“十四五”生态环境监测规划概括

“十四五”生态环境监测规划概要	
规划背景	“十三五”期间，检测网络更加完善，体制机制更加顺畅，数据质量更加可靠，作用发挥更加突出。“十四五”时期，监测服务供给仍不充分，监测改革成效仍需巩固，基础能力发展不平衡。
规划目标	“一张网”智慧感知、“一套数”真实准确、“一体化”综合评估、“一盘棋”顺畅高效：到 2025 年，政府主导、部门协同、企业履责、社会参与、公众监督的“大监测”格局更加成熟定型，高质量监测网络更加完善，以排污许可制为核心的固定污染源监测监管体系基本形成，与生态环境保护相适应的监测评价制度不断健全，监测数据真实、准确、全面得到有效保证，新技术融合应用能力显著增强，生态环境监测现代化建设取得新成效。
碳监测评估	<p>推进碳监测评估试点：制定并落实《碳监测评估试点工作方案》，组织火电、钢铁、石油天然气开采、煤炭开采、废弃物处理等重点行业企业开展二氧化碳、甲烷等温室气体排放监测试点工作，推进碳排放实测技术发展和信息化水平提升。</p> <p>补齐碳监测技术短板：加快推动大气碳监测相关卫星研制发射，统筹运用现有遥感监测资源，提高天空地海一体化碳监测水平。</p> <p>积极开展其他履约监测：按照国际公约履约成效评估要求，开展持久性有机污染物（POPs）、汞、消耗臭氧层物质（ODS）和氢氟碳化物（HFCs）等背景区域定位监测。</p>
大气环境监测	巩固城市空气质量监测，加强 PM2.5 和 O3 协同控制监测，拓展大气污染监控监测，提升空气质量预测预报水平。
水生态环境监测	优化水环境质量监测，完善水生态监测评价，拓展水污染溯源监测，加强长江、黄河等重点流域监测。
土壤和地下水环境监测	优化土壤环境监测，布局地下水环境监测，推动农村环境监测。
海洋生态环境监测	构建陆海统筹、河海联动的海洋生态环境监测体系，以近岸海域为重点，覆盖管辖海域，逐步向极地大洋拓展。完善海洋环境质量监测，加强海洋生态监测，开展海洋专项监测。
声、辐射和新污染物监测	健全声环境监测、加强辐射环境监测、重视新污染物监测、探索生态环境健康风险监测评估。
生态质量监测	构建生态质量监测体系、规范生态质量评价、服务生态保护监管。
污染源和应急监测	规范排污单位自行监测、加强污染源执法监测、健全环境应急监测体系。
监测数据智慧应用	健全监测质量管理体系、加强监测质量监督检查、提升大数据监测水平、强化数据挖掘与综合评价。
产学研用创新优势	发挥标准引领作用、加强监测科研与国际合作、推进遥感监测技术应用、支持监测装备自主研发、激发产学研用创新活力。
生态环境监测现代化	完善法规制度、细分监测事权、优化运行机制、增强地方监测能力、培育人才队伍。

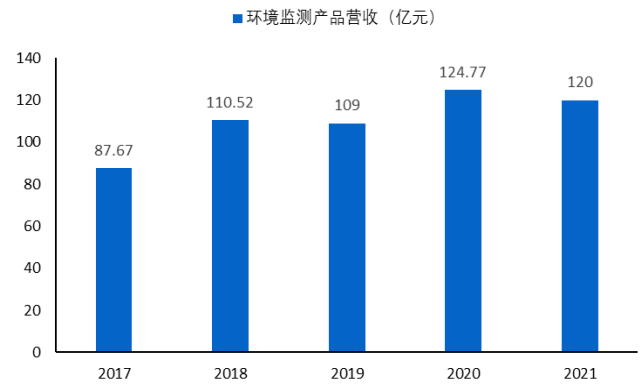
数据来源：生态环境部，华福证券研究所

预计环境监测产品需求将持续增长。根据中国环境保护产业协会统计数据，2017-2021 年我国环境监测仪器及相关产品的销量整体上升，2020 年环保项目受疫情影响很大，建设周期有所延长，一定程度上影响到产品销量。2021 年，环境监测

产品销量大幅增长至 18.55 万台。营收方面，2017-2021 年环境监测仪器及相关产品营收稳步增加，2021 年，产品营收总额达到 120 亿元。随着临时性停工停产的复工，环保项目有望恢复建设进度，在“十四五”“有力支持生态环境质量持续改善和减污降碳协同增效”方针下，环境监测产品需求将有望持续放量。

图表 19：17-21 年中国环境监测产品销量（万台）


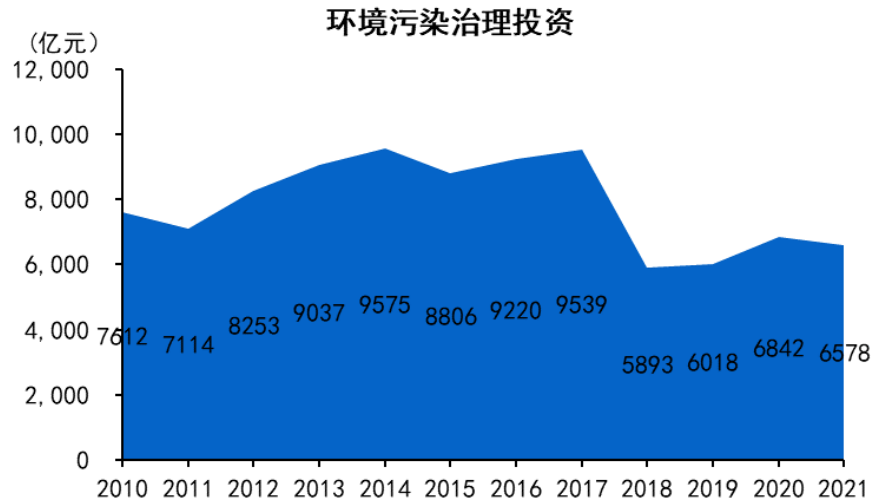
数据来源：中国环境保护产业协会，中商情报网，华福证券研究所

图表 20：17-21 年中国环境监测产品营收（亿元）


数据来源：中国环境保护产业协会，中商情报网，华福证券研究所

环境污染治理投资有望恢复增长。自 2007 年，我国政府将环保支出科目正式纳入国家财政预算后，国务院先后发布了一系列政策法规促进环境污染治理行业的发展，随后我国用于环境污染治理的投资总额曾保持震荡上升的趋势，2006 年至 2017 年 CAGR 达到了 12.67%，其中 2014 年达到了 9575 亿元的高点。2021 年，全国环境污染治理投资为 6578 亿元，随着同年发布的《“十四五”生态环境监测规划》落地，将对涉 VOCs 排放企业和生活垃圾焚烧发电企业将持续加大执法监测力度，完善排污单位自动监控系统等，并强化污染治理等设施运行情况和污染排放联合监控，预计未来相关投资有望呈增长趋势，环境监测设备市场空间广阔。

图表 21：2014 年我国环境污染治理投资到达 9575 亿元的高点



数据来源：生态环境部，CEIC，华福证券研究所

超低排放：1) 十三五火电烟气监测需求放量。除了挥发性有机物 (VOCs) 监测需求放量，针对大气污染物排放浓度的监测也值得关注。2011 年国内颁布的《火电厂大气污染物排放标准》(GB13223-2011)，严苛的规定了火电厂内包括燃煤锅炉的大气污染物排放标准。随后在 2015 年，“燃煤电厂超低排放与节能改造”被提升为国家专项行动，燃煤电厂超低排放标准下，要求全国有条件的新建燃煤发电机组在基准含氧量 6%条件下，烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度不高于 10、35、50mg/m³，限值大幅趋严，目标到 2020 年全国实施煤电超低排放改造 5.8 亿千瓦。截至 21 年底，我国实现超低排放煤电机组已超过 10 亿千瓦，十三五火电超低排放逐步完成，期间带动火电烟气监测设备需求大幅增长。

图表 22：火电厂大气污染物排放标准 VS.燃煤电厂超低排放标准

	污染物项目	适用条件/地区	限值
火电厂燃煤锅炉 大气污染物排放 标准	烟尘 (mg/m ³)	全部	30
		重点地区	20
	SO ₂ (mg/m ³)	新建锅炉	100
		现有锅炉	200
		重点地区	50
NO _x (mg/m ³)	全部	100	
燃煤电厂超低排 放标准	烟尘 (mg/m ³)	全部	10
	SO ₂ (mg/m ³)		35
	NO _x (mg/m ³)		50

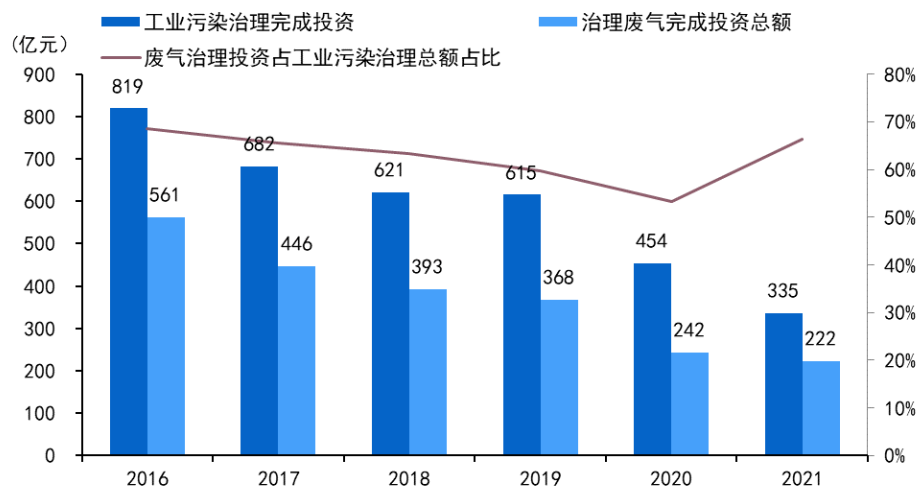
数据来源：环境保护局，华福证券研究所

2) 主战场逐步转移非电领域，相关政策持续推动。2019 年 4 月，政府部门联

合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，正式启动非电行业超低排放，目标到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造 60%左右产能完成改造；到 2025 年底前，80%以上产能完成改造。2021 年印发的《“十四五”节能减排综合工作方案》目标到 2025 年完成 5.3 亿吨钢铁产能超低排放。截至 2023 年 3 月，国内已完成 2.5 亿吨粗钢产能全流程超低排放改造，因此测算十四五期间钢铁行业仍有约 2.8 亿吨的改造空间。

此外，非电领域其他行业的超低排放改造也在加速进行，23 年 6 月印发的《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》，提出目标到 2025 年底前，重点区域 50%左右水泥熟料产能完成改造；2028 年底前 80%左右完成超低排放改造。预计后续非电行业有望成为监测设备的主力市场。

图表 23：2021 年国内废气治理投资占工业污染治理投资总额占比达 66%



数据来源：国家统计局，Wind，华福证券研究所

2.2 碳监测市场空间即将释放，成为公司新业绩增长点

碳监测评估是落实“双碳”目标的重要前提条件。碳监测是一种碳计量技术，碳监测评估是针对碳源碳汇的核查、监测、计算和评估工作，主要包括两方面内容：一是碳排放监测评估，二是生态系统碳汇监测评估。碳监测评估信息化发展成为必然趋势，需要利用信息技术赋能碳监测评估高质量发展，提升效率和管理水平，支持节能、减排行动计划。此外，做好碳汇监测评估有利于促进碳交易市场规范发展，因此，碳监测评估对于实现“双碳”目标具有重要的战略意义和价值。

图表 24：碳监测评估在“双碳”目标中的战略价值



数据来源：《碳监测评估信息化的体系架构与应用探索》-刘刚，华福证券研究所

碳监测评估尚处于起步阶段。2021年9月开始，生态环境部启动开展二氧化碳在线监测评估试点工作。22年1月，生态环境部《“十四五”生态环境监测规划》提出，提升大数据监测水平，开展生态环境智慧监测试点，打造智慧监测平台。目前碳监测评估政策普遍强调加强大数据监测能力建设，提升行业信息化水平。基本导向主要体现在以下方面：一是推动能耗型企业，特别是化石能源使用比例较高的企业建立能耗在线监测系统，提升碳监测能力。二是建立行业层面的碳排放监测平台，加强碳排放基础统计核算。三是强化区域层面的交互贯通智能监测体系建设，实现自下而上与自上而下碳监测评估融合，提升监督管理效率。

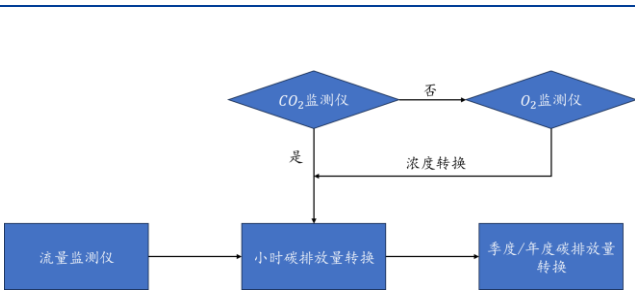
图表 25：碳监测评估政策体系及要求

发布时间	政策文件	政策要点
2021年9月23日	生态环境部发布《碳监测评估试点工作方案》	1.探索建立碳监测评估技术方法体系,形成业务化运作模式 2.聚焦区域、城市和重点行业,开展碳监测评估试点 3.形成业务化的运行模式
2021年10月24日	国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》	1.建立生态系统碳汇监测核算体系 2.提高节能管理信息化水平,完善重点用能单位能耗在线监测系统,推动高耗能企业建立能源管理中心
2022年1月18日	国务院发布《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	1.研究制定交通运输领域碳排放统计方法和核算规则,加强碳排放基础统计核算 2.建立交通运输碳排放监测平台
2022年1月22日	生态环境部发布《“十四五”生态环境监测规划》	1.系统谋划覆盖点源、城市、区域等不同尺度的碳监测评估业务,提升碳监测技术水平,逐步纳入常规监测体系统筹实施 2.提升大数据监测水平。开展全国生态环境智慧监测试点,打造国家一省一市一县交互贯通的会商系统和智慧监测平台,“一张图”展示全国生态环境质量状况

数据来源：生态环境部，国务院，华福证券研究所

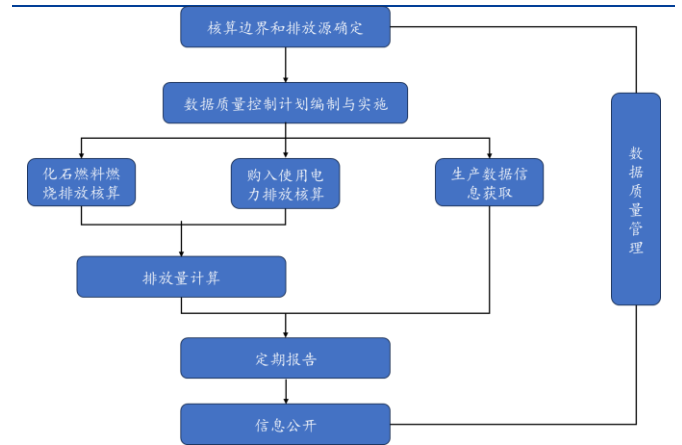
排放因子法为国内主流碳核算应用方法。目前，我国在发展碳计量方法时，主要参照 IPCC 的指导方针。《IPCC 指南》在很大程度上是针对制定国家和地区温室气体清单而制定的，也提出了排放因子法作为碳排放估算方法。当前，美国采用的是较灵活的碳排放管理政策，采用安装 CEMS 设备进行碳排放监测的方式普及率较高。较高的碳排放自动监测普及率为科学、准确核算碳排放量提供了数据、技术支持。我国碳监测开展较晚，国内企业碳核算应用最广泛的仍是核算方法中的排放因子法，生态环境部根据一致性、透明性和准确性等核算原则制定了企业碳核算步骤。

图表 26：美国碳排放自动检测与碳排放核算关系图



数据来源：《碳排放监测技术发展现状及提升对策》-张娟，华福证券研究所

图表 27：企业碳核算流程



数据来源：生态环境部，IIGF，华福证券研究所

在线监测法可提高精准性，有望服务城市碳排放核算。目前国内市场关注度较高的碳测量方法，除了传统的排放因子法，还有先进的在线监测法。排放因子法属于离线监测法，虽然目前是国内最广泛应用的方法，但存在数据误差性较大的缺点，适用于宏观核算层面。碳交易的基础是高质量的碳排放数据，因此测量方法对提高排放数据准确性、建立可靠的监测制度至关重要。碳排放在线监测法由烟气在线监测系统衍生而来，可实现实时监控和监测，提供更加精确的数据，适用于地方随时掌握不同地区、不同行业、不同排污单位的碳排放现状，因此在线监测法在精准性、实效性等方面有独特优势。

图表 28: 排放因子法 (核算法) VS.在线监测法

	原理	核算方式	适用范围	优缺点
排放因子法	基本思路是依照碳排放清单列表, 针对每一种排放源构造活动数据与排放因子, 以投入的能源使用量和排放因子的乘积作为该排放项目的碳排放量估算值	根据IPCC提供的碳核算基本方程: 温室气体 (GHG) 排放=活动数据 (AD) ×排放因子 (EF)	适用于国家、省份、城市等较为宏观的核算层面	<p>优点: 适用范围广、应用普遍、测量方便</p> <p>缺点: 1.排放因子会变动 2.人为干扰较多, 误差较大, 效率较低, 时效性严重滞后</p>
在线监测法	以碳在线自动监测设备为核心, 综合利用数据传输技术、计算机技术、传感技术等, 实现对烟尘、二氧化硫及氮氧化物等污染物浓度、排放总量的实时监控和监测	CEMS 系统按照测量方式主要可以分为两种, 抽取式监测系统和现场监测系统 抽取式监测系统: 从管道或烟囱中捕获样品, 通过调节样品做预处理, 再将样品运送到环保区的分析仪中测量 现场监测系统: 分析仪位于烟囱或管道中的系统, 废气在流经烟囱或管道中的取样位置时进行现场测量	适于计量有组织排放源的碳排放, 如发电机碳排放监测统计	<p>优点: 实时化、精准化和自动化</p> <p>缺点: 受设备成本和技术管理条件限制</p>

数据来源: IPCC, 中国信息报, 中国节能协会碳中和专业委员会, 云南省能源研究院, 华福证券研究所

碳监测试点全国覆盖密度持续增高。2021年9月, 生态环境部印发《碳监测评估试点工作方案》, 目前已全面完成了第一阶段试点任务, 初步组建了碳监测网络, 5个试点行业共建成93台在线监测设备; 建成63个高精度、95个中精度城市监测站点范围。23年5月, 生态环境部声明将启动碳监测评估第二阶段试点工作, 扩大行业试点。总体看来, 我国碳排放监测网络建设完善, 政策引导示范项目加快推进, 预计碳监测渗透率将持续增长。

图表 29: 上海天空地一体化碳监测体系示意图

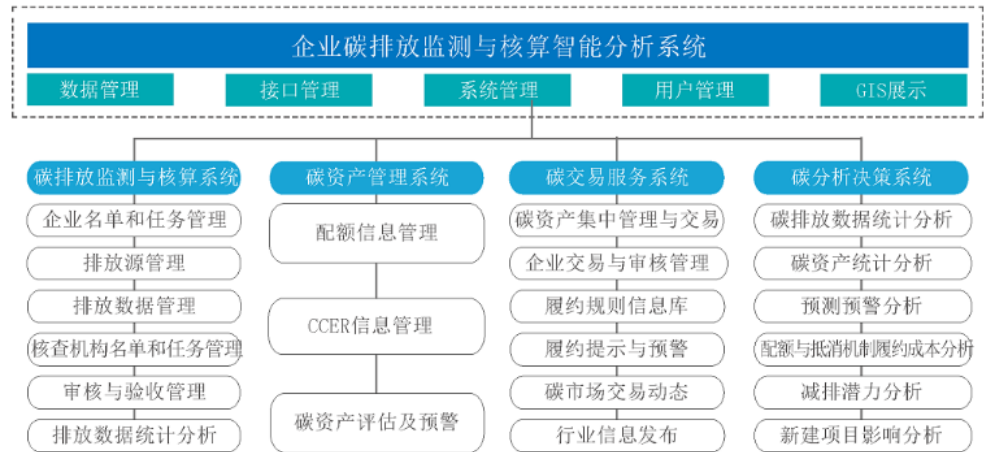


数据来源: 友绿科技, 华福证券研究所

公司拥有全套碳监测解决方案, 且具客户优势。根据《碳排放权交易管理办法(试行)》[部令第19号](2021年)的定义, 温室气体主要包括二氧化碳(CO₂)、甲烷(CH₄)、氧化亚氮(N₂O)、氢氟碳化物(HFCs)、全氟化碳(PFCs)、六氟化

硫 (SF₆) 和三氟化氮 (NF₃)。公司在气体分析领域多年积累，整合出全套碳排放综合分析平台为企业客户参与全国碳市场履约与交易辅助决策支持，积极布局国内碳市场相关业务。此外，公司主要客户群体覆盖电力、建材、钢铁、石化、化工等领域，这些领域同时也是碳监测需求主体，因此公司在碳监测业务具有一定先天客户优势。

图表 30：公司碳排放综合分析平台



数据来源：公司官网，华福证券研究所

3 科学仪器：海外并购引入质谱、色谱，国产需求下静待花开

控股公司 KORE 拥有飞行时间质谱仪。公司收购 KORE 公司 74% 股权，掌握了质谱仪的高端技术和生产能力，完善雪迪龙的产品体系，并将 KORE 设立为公司的海外研发中心，利用 KORE 强大的研发力量研发适合中国市场的质谱仪产品，从而提升公司的技术实力、研发水平和核心竞争力。在国内，通过雪迪龙销售网络和售后服务力量，拓展质谱仪产品的各种应用领域，除质谱仪在环保领域的应用外，也将拓展质谱仪在其他领域如食品安全、生命科学、工业过程监控等领域的应用，实现公司在监测领域的综合布局。

图表 31：飞行时间质谱仪系列产品

产品	产品图	应用范围	产品特点
PTR-TOF 质子转移反应飞行时间质谱仪		环境空气质量的连续实时监测 (VOCs/SVOCs) ; 发动机 VOCs/SVOCs 排放的在线监测 (如机动车的尾气排放) ; 工业生产流程中 VOCs/SVOCs 的实时监控 (如化工厂、半导体产业等) ; 化工厂区 VOCs/SVOCs 的定点或走航监测 ; 实验室分析 (如进行烟雾箱中 VOCs/SVOCs 及二次产物光化学过程观测等) ; 气味源监测 (如恶臭化合物的侦查识别包括有机硫化物、胺类物质等) ; 食品、香料、烟草等行业特征气味的组分识别与检测 ; 常规爆炸物检测与识别 (如 TNT、NG 等) ; 食品/药品安全 (细菌/异味/溶剂残留) 监测 ; 医疗诊断 (呼吸分析) 检测	实时在线监测, 无需样品收集和预处理 ; 高灵敏度, 检出限低至 pptv 量级, 可检测痕量污染物 ; 响应速度快, 可在 (50~100)ms 内快速甄别污染物 ; 高质量分辨率, 可准确识别化学组分 ; 无需载气, 少耗材、维护成本低 ; 采用独特设计, 减少离子损失, 所需样品量少, 适合微环境监测。
MS-200 便携式飞行时间质谱仪		垃圾填埋场的 VOCs 排放监测/恶臭监测 ; 应急监测, 快速锁定污染排放源 ; 用于环境修复区的 VOCs, 通过现场 VOCs 浓度监测分析, 可快速、低成本地掌握修复进程 ; 泄漏检测, 如加油站、化工园区等 ; 土壤 VOCs 检测 ; 火灾现场调查分析 ; 防护设备干净度检测。	体积小, 集成度高, 不需钢瓶气等载气 ; 灵活的便携式设计, 实验室、车载随时测量 ; 电池驱动, 可维持长时间高频操作 (>6 小时), 保证现场监测的机动性 ; 开机 (3~5)min 预热, 预热速度快 ; 采样管直接进样, 无需连接 GC 系统, 大大节省分析时间 ; 对 ppm 级到百分比 (%) 浓度的样品 10s 内即可分析出结果, 对 ppb 级的样品通过膜浓缩在一分钟内完成检测 ; 混合物分析软件单次可支持上百种组分分析, 而实际应用在 15 种以下时效果为佳 ; 时间分辨率高, 在应急监测等应用中不会漏掉重要信息。

数据来源：公司官网，华福证券研究所

收购全资子公司 ORTHODYNE，进军半导体辅助设备领域。 比利时 ORTHODYNE 成立于 1923 年，是欧洲在检测器、色谱分析仪和整体分析工程解决方案等行业的领航者，在中国及欧洲有多年市场经验和广泛的客户，其产品广泛应用于半导体工业、气体分离、食品饮料、医学及制药、航天、电子及冶金等领域。公司收购 ORTHODYNE 后，将进一步完善监测技术，研发适用于我国环保领域的高端色谱分析仪器装备并产业化，以满足我国环境监测市场的需求。

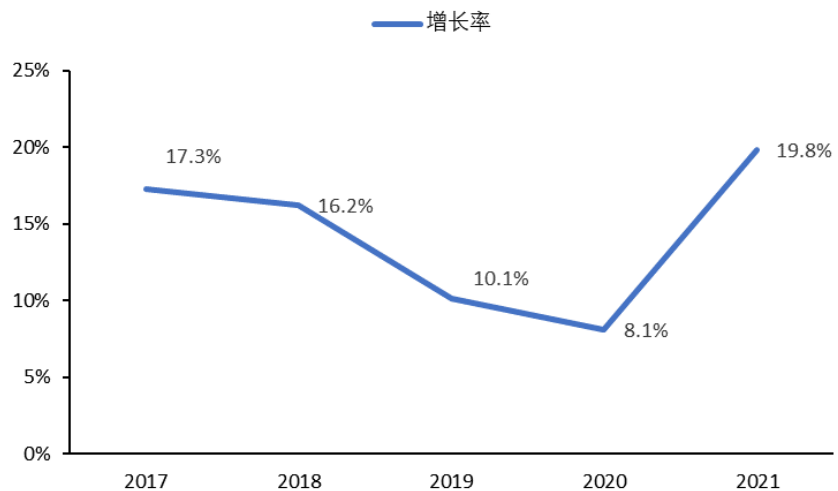
图表 32: 公司色谱仪产品在半导体行业检出限达 ppb 级

Gas/Comp.	H2	O2+Ar	Ar	N2	CH4	CO	CO2	NMHC
ARGON	< 0.5ppb	NA	NA	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb
HELIUM	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb
HYDROGEN	NA	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb
NITROGEN	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	NA	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb
OXYGEN	< 0.5ppb	NA	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb	< 0.5ppb

数据来源: ORTHODYNE 官网, 华福证券研究所

科学仪器国产替代初现。仪器设备是高校进行教学和科研工作的重要工具, 其发展水平决定着高校教学科研水平的高低, 对国家自主创新能力产生重大影响。根据中国仪器仪表行业协会, 2021 年我国实验分析仪器制造实现主营业务收入 346.50 亿元, 同比+17.49%。中国仪器仪表学会分析仪器分会通过连续跟踪国内 50 多家领军分析仪器企业的年度收入发现, 除了 2020 年因受新冠疫情影响, 整体增速低至 8.1%, 但前后增速均高于 10%, 2021 年甚至反弹到 19.8%。

图表 33: 2017-2021 年我国 50 多家头部分析仪器企业收入整体增长速度



数据来源: 中国仪器仪表学会分析仪器分会, 《我国分析仪器现状调研及发展趋势分析》-吴爱华, 华福证券研究所

国家项目推动下, 国内高端通用科学仪器积极发展中。高端科学仪器发展是国家创新能力的重要标志之一。目前我国高端科学仪器产业链发展面临多方困难, 国内企业大多生产较为低端的科学仪器, 实验室技术成果产业化相对困难, 难以满足国内科研的需要。以上的情况基本围绕高端科学仪器的高制造成本这一因素, 这也使得国内对高端科学仪器的投入相对缺乏。2022 年 11 月, 基金委公布了国家重大科研仪器研制项目评审结果, 国内多所高校、科研院所宣布获批立项, 国家重大科

研仪器研制项目所带来资助经费，有望提升国内高端科学仪器发展速度。

4 盈利预测与投资建议

核心变量：基于公司各项业务过往发展情况及设备/系统销售情况，结合环境监测行业的政策发展和科学仪器国产化趋势，我们对公司经营做出了如下假设：

环境监测系统收入：环境监测业务占比最大，是公司利润的基本盘，随着国内新增火电带动监测需求，非电领域超低排放的积极布局下，我们预计 23-25 年业务营收分别为 8.56/10.04/11.78 亿元，23 年主要受市场竞争影响，我们预计全年业务毛利率有所下滑。随着公司注重合同质量，科学仪器技术应用提升环境监测系统的性能，同时加快提升产品竞争力，我们预计 24-25 年毛利率将稳步提升，因此 23-25 年毛利率分别为 46.59%/48.16%/50.20%。

工业过程分析系统：公司 23 年上半年业务收入占比有所提升，因此我们预计 23-25 年业务营收分别为 1.06/1.23/1.37 亿元。23 年主要受市场竞争影响，我们预计全年业务毛利率有所下滑。随着公司加大工业过程分析系统中核心仪表的研发投入，形成更多的自主产品和更高的国产化率，以期实现降本增效，我们预计 24-25 年毛利率将稳步提升，因此 23-25 年毛利率分别为 26.82%/31.65%/36.81%。

气体分析仪及备件：业务近年营收和毛利率有所下滑，我们预计未来分析仪器需求放量带动销量增长，有望提升备件销售，因此 24-25 年总体营收和毛利率将稳步增长。因此我们预计 23-25 年营收分别为 1.95/2.89/3.74 亿元，毛利率分别为 45.08%/47.23%/49.82%。

系统改造及运营维护服务：我们认为随着未来公司系统主业的稳定增长，改造和运维服务将同步提升，因此我们预计业务 23-25 年营收分别为 3.03/3.33/3.83 亿元，毛利率分别为 42.5%/43%/43.5%。

节能环保工程：公司该业务 22 年执行项目较少，23 年上半年业务收入占比有所提升，我们预计 23-25 年工程订单也将呈稳定增长趋势，因此 23-25 年营收分别为 0.50/0.62/0.75 亿，毛利率分别为 21.71%/22.03%/22.89%。

图表 34：雪迪龙收入预测（亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12.13	13.81	15.05	15.10	18.12	21.47
YoY	-2.45%	13.86%	8.97%	0.34%	20.00%	18.51%
营业总成本	7.05	7.81	8.06	8.55	9.96	11.35
YoY	1.33%	10.79%	3.14%	6.11%	16.45%	14.02%
毛利率	41.86%	43.42%	46.45%	43.37%	45.04%	47.13%
环境检测系统收入	5.52	7.16	8.61	8.56	10.04	11.78
增长率 YoY	-4.91%	29.60%	20.27%	-0.58%	17.30%	17.30%
毛利率	41.28%	46.96%	49.70%	46.59%	48.16%	50.20%
工业过程分析系统收入	1.60	1.30	0.90	1.06	1.23	1.37
增长率 YoY	71.59%	-18.80%	-30.83%	17.50%	16.60%	11.30%
毛利率	37.84%	37.22%	31.21%	26.82%	31.65%	36.81%
气体分析仪及备件收入	2.11	2.07	2.06	1.95	2.89	3.74
增长率 YoY	10.27%	-1.84%	-0.69%	-5.00%	47.90%	29.54%
毛利率	55.08%	52.65%	50.96%	45.08%	47.23%	49.82%
系统改造及运营维护服务收入	2.25	2.30	3.19	3.03	3.33	3.83
增长率 YoY	10.54%	2.21%	38.67%	-5.00%	10.00%	15.00%
毛利率	38.33%	41.90%	41.46%	42.50%	43.00%	43.50%
节能环保工程收入	0.64	0.98	0.29	0.50	0.62	0.75
增长率 YoY	-63.11%	52.43%	-70.08%	70.00%	25.00%	20.00%
毛利率	25.74%	9.88%	20.47%	21.71%	22.03%	22.89%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

可比公司估值：我们选择以检测监测业务为主的华测检测、国检集团、钢研纳克、皖仪科技、聚光科技作为可比公司。可比公司 2023-2025 年 PE 调整后平均估值分别为 22.15、20.66、16.51 倍，高于公司估值水平，因此给予公司 24 年 PE20 倍估值，对应目标价 9.56 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 35：雪迪龙可比公司情况

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300012.SZ	华测检测	12.58	0.54	0.59	0.71	0.86	21.60	21.25	17.72	14.70
603060.SH	国检集团	8.11	0.35	0.38	0.47	0.57	26.15	21.20	17.26	14.17
300797.SZ	钢研纳克	11.80	0.45	0.35	0.44	0.53	37.25	33.71	27.02	22.13
688600.SH	皖仪科技	15.35	0.36	0.64	0.97	1.36	51.22	23.98	15.82	11.27
300203.SZ	聚光科技	14.86	-0.83	-0.11	0.43	0.72	-15.10	-132.21	34.27	20.68
	调整后平均						28.33	22.15	20.66	16.51
002658.SZ	雪迪龙	7.08	0.45	0.36	0.48	0.63	15.87	19.88	14.82	11.22

数据来源：Wind，华福证券研究所注：股价取自 2024 年 1 月 26 日，未覆盖的公司取自 wind 一致预测* 去掉一个最高、一个最低的调整后均值

5 风险提示

政策推进不及预期：公司业务业绩的快速增长得益于国家相关政策的鼓励与支持，如若政策推进力度不及时，将会影响公司产品的市场需求，从而对公司业绩造成一定的影响。

科学仪器业务发展进度不及预期：公司在海外子公司的技术转移、国内客户开

发不及预期，将会对公司业绩造成一定影响。

应收账款回收风险：受外部环境及宏观经济影响，政府投入及市场需求有所放缓，因此垫资周期长的项目或带来一定回款风险，可能对公司经营带来一定风险。

市场竞争加剧的风险：随着环境监测行业的快速发展，其行业壁垒低的特性逐渐显现，更多的市场竞争者进入行业，市场竞争加剧。若公司在业务扩张进度方面，不能持续保持竞争优势，可能对公司业绩造成一定影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn