

2024年04月29日

## 开立医疗 (300633.SZ)

买入 (首次覆盖)

—— 国产软镜龙头，产品线持续丰富打开成长天花板

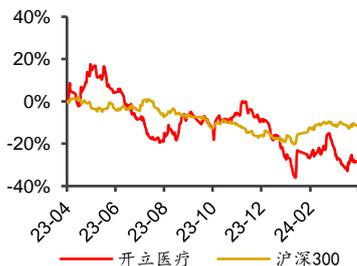
## 证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- **器械平台布局初步成形，产品高端化+出口持续打开公司成长天花板。**2002年公司成立，以医学超声设备起家，横向跨赛道布局内窥镜业务，打造第二增长曲线，目前形成超声稳健+软镜快速增长+微创外科和心血管介入初具规模的发展态势，积极打造医疗器械平台。近些年，公司在高端产品和高技术壁垒领域持续实现突破，国内竞争力快速提升，同时产品进入全球近170个国家和地区，尤其海外中高端市场逐步打开，长期有望在全球市场进一步提高营收天花板。
- **超声产品持续高端化，收入稳健增长可期。**2023年公司超声业务收入达到12.23亿元，同比增13.28%，主营业务稳健。国内外高端超声市场国产品牌渗透率仍处于较低水平，潜在替代空间大，公司是国内少有覆盖探头、台式彩超、便携彩超、AI算法全超声品类的厂家，持续加大超高端、高端等平台的研发投入，并相继推出P80/S80超高端系列和S60/P60等高端产品系列，在心脏、妇科等高端彩超的进口替代中夯实基础，并有望在全球市场争取更大份额。
- **软镜业务持续高增长，外科业务初具规模。**2023年公司内窥镜收入8.5亿元，同比增长39.02%，种子业务保持快速增长，随着HD-550产品逐步成熟，装机数量和质量并举，新一代HD-580极影系列和镜体的持续补充，逐渐实现产品高端化，公司软镜产品力和品牌力共振，或为持续高增提供助力。微创外科核心管理团队打造完成，股权激励激发人才队伍潜力，随着4K超高清硬镜系统上市推广，渠道+产品基础布局完成，有望成为中长期高速增长第三曲线。
- **盈利预测与估值：**基于公司在影像领域领先地位，内窥镜业务持续高速增长，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.81、7.56和9.84亿元，增速分别为27.84%、30.07%、30.19%。当前股价对应的PE分别为31、23、18倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、新品推广不及预期风险、国内政策变动风险、境外贸易冲突风险。

## 股票数据: 2024年4月26日

收盘价(元) 41.19  
一年内最高/最低(元) 62.62/31.61  
总市值(亿元) 177

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	1762.65	2120.25	2596.76	3289.64	4149.83
同比增长率(%)	22.02%	20.29%	22.47%	26.68%	26.15%
毛利率(%)	66.87%	69.41%	70.03%	70.12%	71.62%
归母净利润(百万元人民币)	369.81	454.44	580.97	755.65	983.79
同比增长率(%)	49.57%	22.88%	27.84%	30.07%	30.19%
每股收益(元人民币/股)	0.86	1.06	1.35	1.75	2.28
ROE(%)	13.50%	14.45%	15.94%	17.60%	19.16%
市盈率	48	39	31	23	18

## 投资案件

### 投资评级与估值

基于公司在影像领域领先地位，内窥镜业务持续高速增长，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.81、7.56 和 9.84 亿元，增速分别为 27.84%、30.07%、30.19%。当前股价对应的 PE 分别为 31、23、18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

- 1) 超声：基于国内招投标、海外采购持续恢复，公司产品力处于国内外领先水平，假设公司 2024-2026 年超声产线收入分别为 13.45、15.47、17.33 亿元，同比增速分别为 10.00%、15.00%、12.00%；
- 2) 内窥镜：考虑到公司 HD-550 产品逐步成熟，新品 HD-580 有助于高端市场打开，镜体逐步补充完善，假设公司 2024-2026 年内镜产线收入分别为 11.90、16.78、23.50 亿元，同比增速分别为 40.00%、41.00%、40.00%。

### 投资逻辑要点

开立医疗是国内外领先的医学影像设备公司，核心超声产品市占率处于全球前列，内窥镜产品逐步成熟，通过几年的市场教育和产品迭代，产线逐步进入放量期，双轮驱动引领公司持续发展。

国内政策具有不确定性，公司通过多年的海外耕耘，产品、渠道和品牌均较为成熟，有望随着海外复苏，在新一轮采购周期中受益。随着医疗设备板块景气度持续提升，公司各个业务板块国内外竞争力凸显，当前估值水平下股价具备较大向上空间。

### 核心风险提示

行业竞争加剧风险、新品推广不及预期风险、政策变动风险、境外贸易冲突风险。

## 目录

---

1.开立医疗：快速成长中的全球化器械平台.....	5
2.软镜国产替代空间大，硬镜初具规模.....	7
3.超声产品持续高端化，收入稳健增长可期.....	10
4.盈利预测及估值 .....	11

## 图表目录

图 1: 公司产品布局.....	5
图 2: 2018-2023 年公司营业收入 (百万元) .....	5
图 3: 2018-2023 年公司海外收入 (百万元) .....	6
图 4: 2018-2023 年公司净利润 (百万元) 及净利率 (右轴) .....	6
图 5: 2018-2023 年公司费用率变化 (%) .....	6
图 6: 2015-2025E 国内软镜市场规模(亿元).....	7
图 7: 2011-2019 全球软镜市场规模 (亿美元) .....	7
图 8: 2023H1 国内软镜市场竞争格局.....	7
图 9: 2018 年全球软镜市场竞争格局.....	7
图 10: 公司消化内镜产品系列 (主机+镜体) .....	8
图 11: 2015-2023 年公司内窥镜业务收入 (百万元) .....	8
图 12: 2015-2024E 国内外硬镜市场规模.....	9
图 13: 2021 年国内硬镜市场竞争格局.....	9
图 14: 开立 2023 年股权激励目标.....	9
图 15: 2018-2023 国际超声市场规模 (亿美元, 右轴增速) .....	10
图 16: 2017-2030E 国内超声市场规模 (亿元, 右轴增速) .....	10
图 17: 公司超声产品系列.....	10
图 18: 2015-2023 年公司超声业务收入 (百万元) .....	11
图 19: 2024-2026 年开立医疗收入预测 (百万元) .....	11
图 20: 可比公司估值情况.....	12
图 21: 开立医疗合并利润表 (百万元) .....	13
图 22: 开立医疗合并现金流量表 (百万元) .....	13
图 23: 开立医疗合并资产负债表 (百万元) .....	14

## 1. 开立医疗：快速成长中的全球化器械平台

开立医疗成立于 2002 年，以超声产品起家，2004 年推出中国第一台具有自主知识产权的全数字彩超，2012 年布局内窥镜领域，并于 2016 年推出首台高清电子内镜产品，2021 年推出微创外科硬镜，开启外科元年，经过二十余年发展，公司已逐渐形成“诊断+治疗”、“设备+耗材”多元化的医疗器械平台。

公司目前产品包括超声、消化与呼吸内镜、微创外科、心血管介入，由单一超声产品，转型多元化产品矩阵，初见成效。

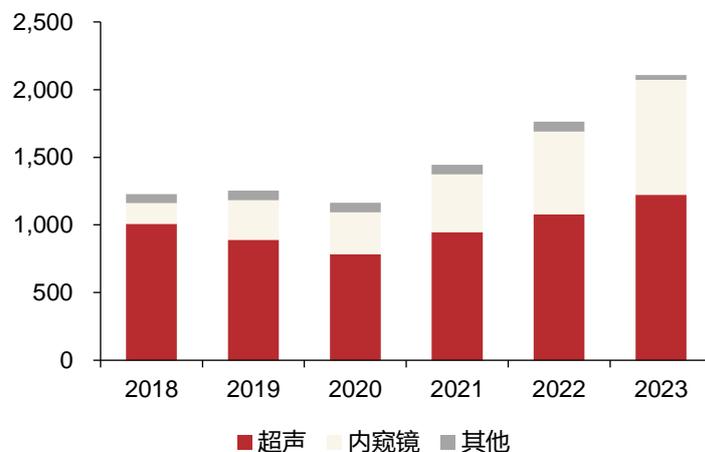
图 1：公司产品布局



资料来源：开立医疗官网，华源证券研究

2023 年公司收入 21.21 亿元，同比增长 20.29%，其中内窥镜业务收入 8.50 亿元，增长接近 40%；超声业务收入 12.23 亿元，增长超过 13%。

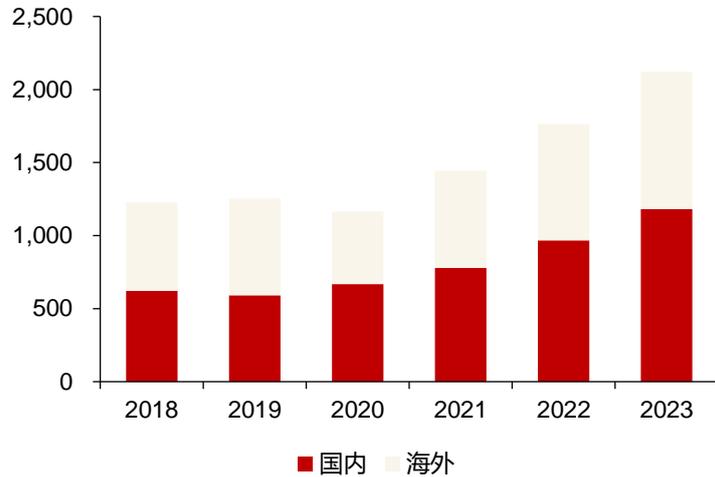
图 2：2018-2023 年公司营业收入（百万元）



资料来源：ifind，华源证券研究

分区域看，公司近几年持续加强海外本地化建设，加快产品推广，在 170 多个国家和地区设立销售和维护网点。2023 年海外业务收入达到 9.39 亿元，同比增长 18.24%，占公司整体收入的 44.31%。

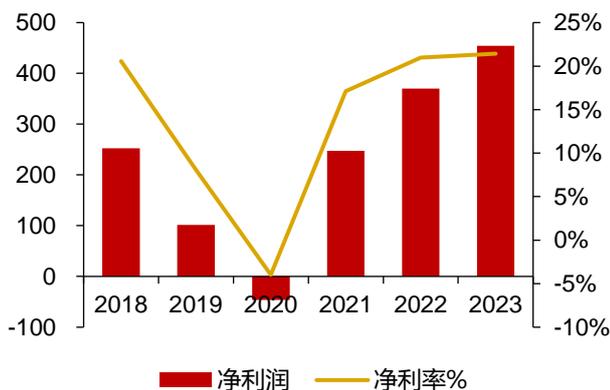
图 3：2018-2023 年公司海外收入（百万元）



资料来源：ifind，华源证券研究

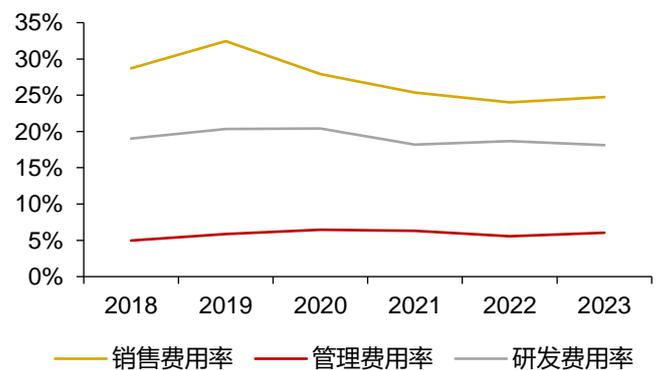
得益于超声业务的恢复以及内窥镜业务的高速增长，以及公司内部的营销体系优化，近三年公司盈利能力显著提升。2021 年公司净利率水平显著改善，达到 17.12%，2022-2023 年进一步提升，分别为 20.98%和 21.43%。

图 4：2018-2023 年公司净利润（百万元）及净利率（右轴）



资料来源：ifind，华源证券研究

图 5：2018-2023 年公司费用率变化 (%)

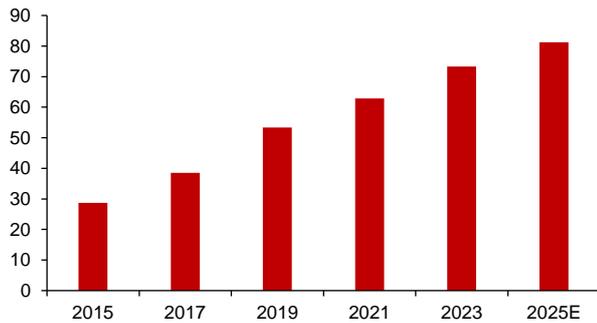


资料来源：ifind，华源证券研究

## 2. 软镜国产替代空间大，硬镜初具规模

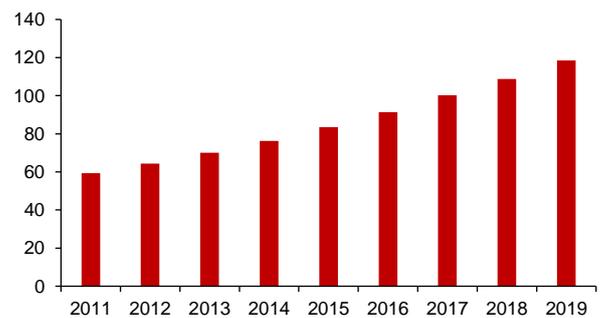
2023 年国内软镜市场规模约为 73.3 亿元，预计 2025 年有望达到 81.2 亿元，2015-2025 年复合增长率为 10.96%。全球市场规模有望在 2024 年达到 184 亿美元。

图 6：2015-2025E 国内软镜市场规模(亿元)



资料来源：澳华内镜招股书，华源证券研究

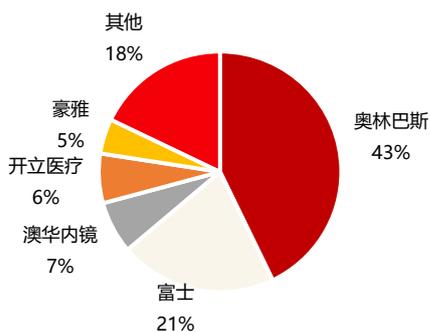
图 7：2011-2019 全球软镜市场规模(亿美元)



资料来源：澳华内镜招股书，华源证券研究

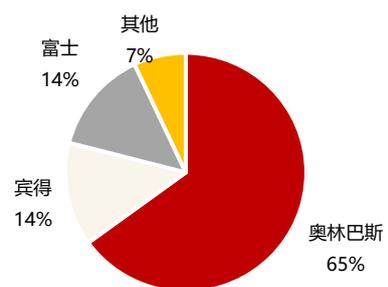
国内竞争格局以日系品牌为主导，结合 23H1 公开中标数据情况来看，开立医疗国内软镜市占率约为 6.65%，与澳华内镜相近，仅次于奥林巴斯和富士。全球层面仍以奥林巴斯、宾得、富士三家为主导。

图 8：2023H1 国内软镜市场竞争格局



资料来源：众成数科，华源证券研究

图 9：2018 年全球软镜市场竞争格局



资料来源：澳华内镜招股书，华源证券研究

公司 2012 年开始布局内窥镜领域，2016 年推出首台高清电子消化内镜 HD-500 系列，2018 年全高清电子消化内镜 HD-550 上市，2023 年再次推出升级内镜 HD-580 极影系列。目前公司消化内镜产品线丰富，镜体包括消化道镜、结肠镜、支气管镜、光学放大内镜、超细胃肠镜、刚度可调肠镜、十二指肠镜等。

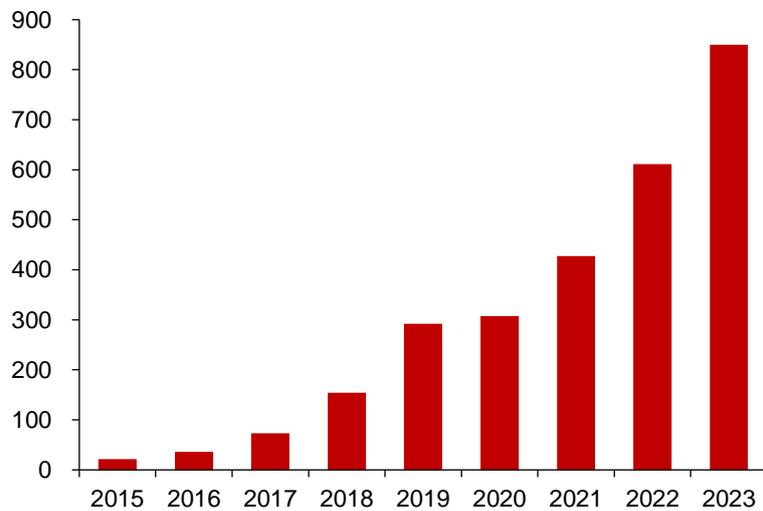
图 10: 公司消化内镜产品系列 (主机+镜体)



资料来源: 开立医疗官网, 开立医疗公众号, 华源证券研究

2023 年公司内镜业务收入达到 8.50 亿元, 2015-2023 年收入复合增长率超过 58.09%, 持续维持高速增长。

图 11: 2015-2023 年公司内镜业务收入 (百万元)



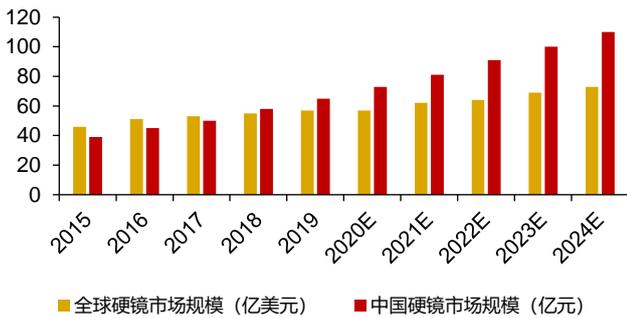
资料来源: ifind, 华源证券研究

结合众成数科公开数据 (图 8), 国内软镜市场进口占比超过 85%, 国内品牌已经平稳度过技术磨合阶段, 产品性能满足临床检查要求。开立经过多年产品迭代, 装机数量稳定提升, 镜体种类不断丰富, 局部技术形成行业领先优势, 有望为公司内镜产线收入高速增长提供动能。

外科方面，2021 年公司进入市场规模超百亿的硬式内窥镜领域，产品包括白光内窥镜、荧光内窥镜等。预计 2024 年，国内外硬镜市场分别为 110 亿元和 73 亿美元，2015-2024 年国内外复合增速分别为 12.21%和 5.27%。

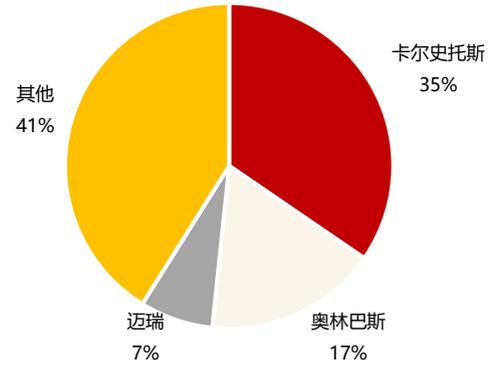
国内硬镜市场以卡尔史托斯、奥林巴斯主导，合计占比超过 50%。

图 12: 2015-2024E 国内外硬镜市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，前瞻产业研究院，华源证券研究

图 13: 2021 年国内硬镜市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，前瞻产业研究院，华源证券研究

2023 年，开立医疗引进行业知名企业前高管 YANG MEI 女士作为微创外科业务的负责人，强势组建微创外科销售团队，并于同年 8 月 22 日，发布《2023 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向激励对象授予 329.4 万股，占总股本的 0.76%。激励对象共计 34 人，主要为公司微创外科业务团队员工（包含外籍员工）及董事会认为应当激励的其他人员。该股权激励有望鼓舞公司微创外科团队，促进微创外科业务快速发展。具体考核指标见下表：

图 14: 开立 2023 年股权激励目标

归属期	业绩考核目标 A 公司归属系数 100%	业绩考核目标 B 公司归属系数 80%
第一个归属期	2023 年度公司在中国大陆地区外科业务总收入不低于 1 亿元	2023 年度公司在中国大陆地区外科业务总收入不低于 0.8 亿元
第二个归属期	2024 年度公司在中国大陆地区外科业务总收入不低于 1.45 亿元	2024 年度公司在中国大陆地区外科业务总收入不低于 1.16 亿元
第三个归属期	2025 年度公司在中国大陆地区外科业务总收入不低于 2.5 亿元	2025 年度公司在中国大陆地区外科业务总收入不低于 2 亿元
第四个归属期	2026 年度公司在中国大陆地区外科业务总收入不低于 4 亿元	2026 年度公司在中国大陆地区外科业务总收入不低于 3.2 亿元

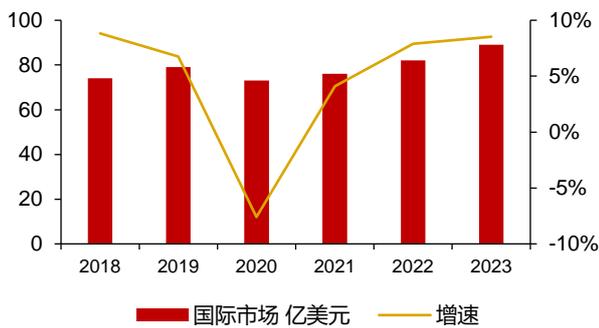
资料来源：开立医疗公告，华源证券研究

公司硬镜团队虽然处于磨合阶段，核心高管的任职，以及公司品牌、渠道端的持续赋能，有望将微创产线打造为种子业务，成为中长期高速增长第三曲线。

### 3. 超声产品持续高端化，收入稳健增长可期

2023 年国际超声市场规模约为 89 亿元，较 2020-2021 年需求有所回暖，同比增速为 8.54%。预计 2024 年国内超声市场规模为 143.9 亿元，2030 年有望达到 216.2 亿元，2024-2030 年复合增长率为 7.02%。

图 15: 2018-2023 国际超声市场规模 (亿美元, 右轴增速)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华源证券研究

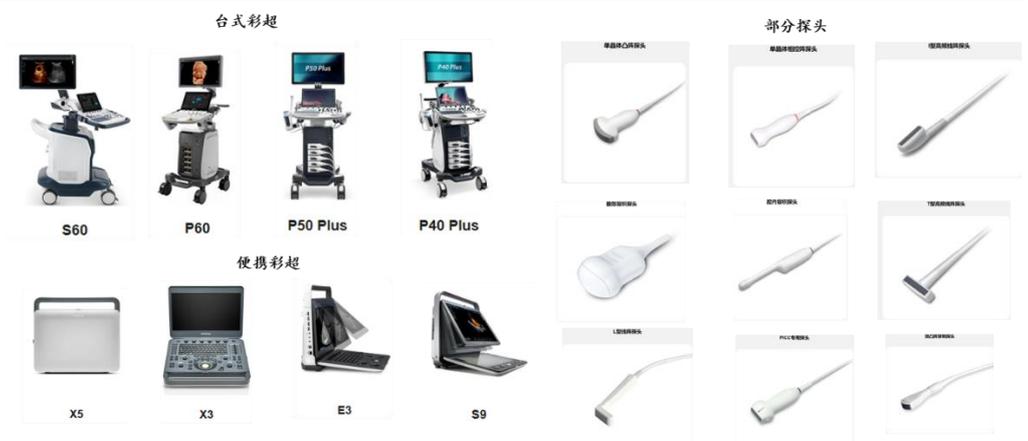
图 16: 2017-2030E 国内超声市场规模 (亿元, 右轴增速)



资料来源: 灼识咨询, 华源证券研究

开立以超声产品起家，通过产品全链条的打磨，形成台式彩超+便携彩超+各类探头的产品矩阵。在中低端通用超声市场，开立凭借性价比优势，以及医疗新基建、设备贴息等政策支持，逐步提高国产化率。近年来，公司先后推出 S60、P60 系列高端彩超、S80/P80 系列新一代超高端彩超，在妇产、全身介入应用等进口品牌主导的领域，引导进口替代。

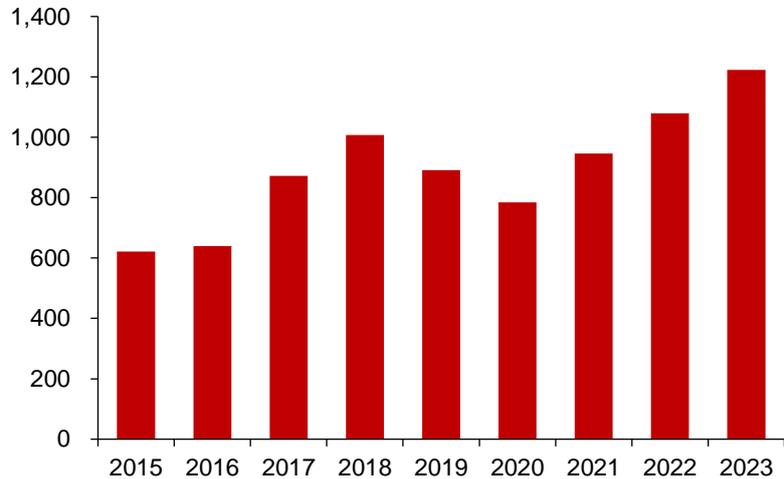
图 17: 公司超声产品系列



资料来源: 开立医疗官网, 华源证券研究

2023 年公司超声业务收入达到 12.23 亿元,2015-2023 年收入复合增长率超过 8.82%, 主营业务稳健。

图 18: 2015-2023 年公司超声业务收入 (百万元)



资料来源: ifind, 华源证券研究

作为开立的标志产品, 公司持续加大超高端、高端等平台的研发投入, 并相继推出 P80/S80 超高端系列和 S60/P60 等高端产品系列, 在头部医疗机构的进口替代中扮演重要角色, 并有望在全球市场争取更大份额。

## 4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 25.97/32.90/41.50 亿元, 同比增长 22.47%/26.68%/26.15%, 关键假设如下:

1) 超声: 基于国内招投标、海外采购持续恢复, 公司产品力处于国内外领先水平, 假设公司 2024-2026 年超声产线收入分别为 13.45、15.47、17.33 亿元, 同比增速分别为 10.00%、15.00%、12.00%;

2) 内窥镜: 考虑到公司 HD-550 产品逐步成熟, 新品 HD-580 有助于高端市场打开, 镜体逐步补充完善, 假设公司 2024-2026 年内镜产线收入分别为 11.90、16.78、23.50 亿元, 同比增速分别为 40.00%、41.00%、40.00%。

图 19: 2024-2026 年开立医疗收入预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收合计	1762.65	2120.25	2596.76	3289.64	4149.83

yoy	22.02%	20.29%	22.47%	26.68%	26.15%
毛利率	66.87%	69.41%	70.03%	70.12%	71.62%
<b>超声-营收</b>	1079.53	1222.94	1345.23	1547.02	1732.66
yoy	14.14%	13.28%	10.00%	15.00%	12.00%
毛利率	65.67%	65.88%	65.26%	64.87%	64.87%
<b>内镜-营收</b>	611.6	850.23	1190.32	1678.35	2349.70
yoy	42.98%	39.02%	40.00%	41.00%	40.00%
毛利率	69.57%	74.42%	74.44%	74.57%	74.61%
<b>其他-营收</b>	71.52	47.08	61.20	64.26	67.48
yoy	0.69%	-43.36%	30.00%	5.00%	5.00%
毛利率	59.17%	70.65%	67.33%	67.24%	67.24%

资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.81、7.56 和 9.84 亿元，增速分别为 27.84%、30.07%、30.19%。当前股价对应的 PE 分别为 31、23、18 倍。选取澳华内镜、海泰新光作为内窥镜可比公司，迈瑞医疗作为硬镜、超声可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 38 倍，基于公司在影像领域领先地位，内窥镜业务持续高速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 20：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688212.SH	澳华内镜	74	0.84	1.35	2.08	66	41	27
300760.SZ	迈瑞医疗	3,502	11.56	13.92	-	25	21	-
688677.SH	海泰新光	53	1.85	2.40	3.03	23	18	14
	平均值		4.75	5.89	-	38	27	-
300633.SZ	开立医疗	177	1.35	1.75	2.28	31	23	18

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除开立医疗外，可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2024/4/26；

#### 风险提示：

- 1) 行业竞争加剧风险：国内外影像产品持续增加，对于部分价格导向区域，可能对销售额产生影响；
- 2) 新品推广不及预期风险：超声、内镜等新品，存在客户磨合的导入期，市场推广效果存在不确定性，可能会导致整体销售不及预期；
- 3) 政策变动风险：区域集采及其他医疗相关政策，或对公司在部分区域推广造成影响；

- 4) 境外贸易冲突风险：国际各国冲突存在不确定性，对于公司境外业务开展有可能造成干扰，进一步影响海外营收。

**图 21：开立医疗合并利润表（百万元）**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1762.65	2120.25	2596.67	3289.46	4149.66
营业成本	584.04	648.55	778.22	982.89	1177.67
营业税金及附加	15.22	24.44	24.35	30.85	38.92
营业费用	423.16	524.36	584.77	731.25	917.90
管理费用	98.00	128.33	144.37	174.34	226.57
财务费用	328.96	384.26	452.08	546.71	692.16
资产减值损失	-29.89	-44.68	-4.73	-7.34	-10.64
公允价值变动收益	-3.93	-0.18	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.25	-12.67	2.81	2.81	2.81
<b>营业利润</b>	382.43	474.81	588.67	769.37	1005.38
营业外净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	381.94	473.83	601.03	781.73	1017.74
所得税	12.13	19.39	20.05	26.08	33.96
<b>净利润</b>	369.81	454.44	580.97	755.65	983.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	369.81	454.44	580.97	755.65	983.79

资料来源：Wind，华源证券研究

**图 22：开立医疗合现金流量表（百万元）**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	369.81	454.44	479.42	654.10	882.24
折旧与摊销	57.51	68.99	178.48	214.97	227.76
财务费用	-29.89	-44.68	-4.73	-7.34	-10.64
投资损失	-9.25	12.67	-2.81	-2.81	-2.81
营运资金变动	-46.53	-153.14	-56.08	-83.68	-100.97
其他经营现金流	131.61	151.19	102.91	105.36	105.36
<b>经营性现金净流量</b>	473.26	489.47	697.20	880.59	1100.94
资本支出	202.44	182.06	254.00	127.00	66.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-231.61	368.23	-1.00	-1.00	-1.00
<b>投资性现金净流量</b>	-434.06	186.17	-255.00	-128.00	-67.00
短期借款	152.43	-157.35	-23.63	0.00	0.00
长期借款	-42.23	6.92	-4.03	-11.54	-14.12
普通股增加	-1.91	2.79	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	26.36	81.18	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	3.78	-275.52	-105.40	-111.48	-143.15
<b>现金流量净额</b>	54.38	403.08	336.79	641.11	890.79

资料来源：Wind，华源证券研究

**图 23：开立医疗合并资产负债表（百万元）**

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1337.21	1774.62	2111.41	2752.52	3643.31
应收票据及账款	200.05	174.22	295.25	374.02	471.82
预付账款	11.96	55.33	38.80	49.15	62.00
其他应收款	17.04	11.57	36.31	46.00	58.03
存货	514.38	531.48	683.56	863.34	1034.42
其他流动资产	433.67	78.17	75.85	82.37	90.47
<b>流动资产总计</b>	<b>2514.31</b>	<b>2625.40</b>	<b>3241.18</b>	<b>4167.40</b>	<b>5360.06</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	413.26	465.69	510.68	582.70	538.95
在建工程	181.30	254.20	338.84	232.97	160.10
无形资产	169.37	164.85	119.71	74.56	29.42
长期待摊费用	13.75	17.93	8.96	0.00	0.00
其他非流动资产	252.23	243.34	245.79	245.79	245.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>1029.91</b>	<b>1146.02</b>	<b>1223.99</b>	<b>1136.02</b>	<b>974.26</b>
<b>资产总计</b>	<b>3544.22</b>	<b>3771.42</b>	<b>4465.16</b>	<b>5303.42</b>	<b>6334.33</b>
短期借款	180.97	23.63	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	231.43	186.15	304.70	384.84	461.10
其他流动负债	337.01	358.85	463.21	584.50	709.14
<b>流动负债合计</b>	<b>749.42</b>	<b>568.62</b>	<b>767.91</b>	<b>969.34</b>	<b>1170.25</b>
长期借款	27.09	34.01	29.98	18.45	4.33
其他非流动负债	27.90	22.83	22.83	22.83	22.83
<b>非流动负债合计</b>	<b>55.00</b>	<b>56.84</b>	<b>52.81</b>	<b>41.28</b>	<b>27.16</b>
<b>负债合计</b>	<b>804.41</b>	<b>625.46</b>	<b>820.72</b>	<b>1010.61</b>	<b>1197.41</b>
股本	427.86	430.65	430.65	430.65	430.65
资本公积	1037.81	1118.99	1118.99	1118.99	1118.99
留存收益	1274.13	1596.31	2094.80	2743.16	3587.28
归属母公司权益	2739.80	3145.95	3644.44	4292.81	5136.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2739.80</b>	<b>3145.95</b>	<b>3644.44</b>	<b>4292.81</b>	<b>5136.92</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3544.22</b>	<b>3771.42</b>	<b>4465.16</b>	<b>5303.42</b>	<b>6334.33</b>

资料来源：Wind，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com  
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数