

2024年05月18日

迪瑞医疗 (300396.SZ)

—— 华润入主，产品结构持续优化

买入 (首次覆盖)

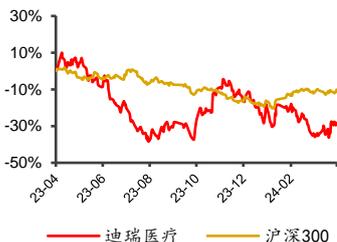
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **深耕体外诊断，剑指平台型 IVD 公司。**自 1994 年成立以来，迪瑞医疗深耕体外诊断领域，实现研发、生产、营销、体系全链条闭环，产品从尿液检测和生化检测系统，进一步拓展至其他 IVD 品类，目前产品覆盖检验科 80% 以上检测项目，主要包括尿液分析、生化分析、化学发光免疫分析、妇科分泌物分析、血细胞分析、凝血分析、整体化实验室七大系列，为实验室提供整体化解决方案，长期定位平台型 IVD 公司。
- **华润入主，业务赋能初见成效。**2020 年华润入主，迪瑞成为华润体系唯一体外诊断品牌，基于十四五战略导向，产品端打造多元化发展，发光、妇科、流水线等新品竞争力持续提升；渠道端国内外全面赋能，国内华润集团旗下华润医疗、华润健康助力迪瑞各系列产品快速入院，海外本地化管理进入 2.0 时代，聚焦重点国家，营销、仓储、售后有序推进本地化进程。业务赋能成效逐步呈现，步入快速发展阶段。
- **设备稳定增长，试剂有望进入放量期。**公司 2023 年实现营收 13.78 亿元，同比增长 12.95%，归母净利润 2.76 亿元，同比增长 5.30%，其中设备端营收 8.21 亿元，同比增长 19.89%，持续稳健增长；试剂端 5.50 亿元，同比增长 4.62%，处于新装机爬坡阶段，随生化集采逐步落地，发光产品收入占比提升，流水线存量装机增长，试剂端收入有望进入放量周期。
- **盈利预测与估值。**我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 24.11、28.38、34.10 亿元，增速分别为 74.97%、17.71%、20.14%；2024-2026 年归母净利润分别为 4.51、5.80、7.20 亿元，增速分别为 63.62%、28.66%、24.12%。当前股价对应的 PE 分别为 15x、12x、10x，选取迈瑞医疗、新产业、安图生物作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 25 倍，基于公司化学发光、流水线业务布局逐步成熟，试剂稳步增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧风险、国内政策风险、收并购不及预期风险。

股票数据: 2024年5月17日

收盘价(元)	25.28
一年内最高/最低(元)	38.00/21.01
总市值(亿元)	69

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	1220.01	1378.06	2411.20	2838.18	3409.88
同比增长率(%)	34.69%	12.95%	74.97%	17.71%	20.14%
毛利率(%)	51.99%	50.53%	50.21%	50.66%	51.23%
归母净利润(百万元人民币)	261.72	275.59	450.92	580.17	720.11
同比增长率(%)	24.66%	5.30%	63.62%	28.66%	24.12%
每股收益(元人民币/股)	0.95	1.00	1.64	2.11	2.62
ROE(%)	13.63%	13.51%	19.91%	22.70%	24.69%
市盈率	27	25	15	12	10

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.51、5.80、7.20 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 15x、12x、10x。

选取迈瑞医疗、新产业、安图生物作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 25 倍，基于公司化学发光、流水线业务布局逐步成熟，试剂稳步增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 仪器：公司体外诊断产线持续丰富，发光等品种处于开拓阶段，设备推广需求持续存在，假设公司 2024-2026 年设备端收入分别为 10.27、11.09、11.98 亿元，同比增速分别为 25.00%、8.00%、8.00%；

2) 试剂：2022-2023 年销售仪器，预计逐步产生试剂收入，集采落地对于中标厂家产品采购具有正向带动作用，假设公司 2024-2026 年试剂端收入分别为 13.76、17.20、22.02 亿元，同比增速分别为 150.00%、25.00%、28.00%。

投资逻辑要点

迪瑞医疗是国内传统体外诊断公司，尿机、生化产品性能处于业内领先，华润成为公司股东后，积极拓展产品多元化发展，开拓化学发光免疫、妇科分析、整体化实验室等自动化、智能化产品，向平台型公司发展。

2022-2023 年，公司设备端收入高速增长，装机量提升明显，对于公司整体毛利率有阶段性干扰，随着新系统在用户端磨合成熟，试剂爬坡阶段平稳过渡，有望带动长期试剂端高速增长，产品结构优化，盈利能力有望持续提升。

核心风险提示

行业竞争加剧风险、国内政策风险、收并购不及预期风险。

目录

1. 迪瑞医疗：老牌体外诊断公司扬帆再起	5
2. 体外诊断全方位布局，产品结构持续优化	7
2.1 高速生化迭代，份额有望提升	8
2.2 发光逐步成型，试剂增长潜力大	9
2.3 流水线积累丰富，引领战略增长	10
3. 盈利预测及估值	12

图表目录

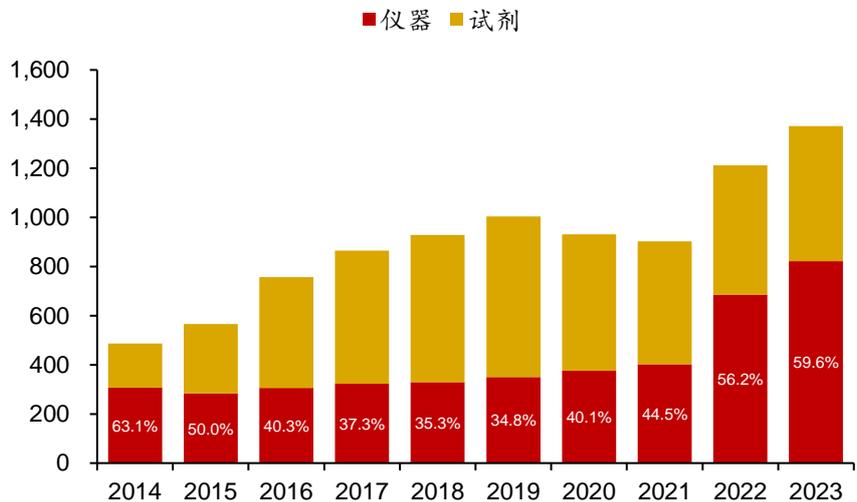
图表 1: 2014-2023 年公司营业收入及占比 (百万元)	5
图表 2: 2014-2023 年公司海外收入及占比 (百万元)	6
图表 3: 2014-2023 年公司整体及产线毛利率变化(%).....	6
图表 4: 2018-2023 年公司费用率变化(%)	6
图表 5: 2024Q1 迪瑞医疗股权结构	7
图表 6: 2018-2028E 全球 IVD 市场容量 (亿美元)	7
图表 7: 2022 年全球 IVD 竞争格局.....	7
图表 8: 2017-2022 年国内 IVD 市场容量(亿元)	8
图表 9: 2017-2023 国内生化市场容量 (亿元)	8
图表 10: 2023 年国内生化竞争格局	8
图表 11: 公司生化系列系统.....	9
图表 12: 2023 年江西肾功和心肌酶项目联盟集采报量结果占比	9
图表 13: 2022 年江西肝功项目联盟集采报量结果占比	9
图表 14: 2015-2024E 国内化学发光市场容量(亿元)	10
图表 15: 公司化学发光系列系统	10
图表 16: 2021-2027E 全球实验室自动化流水线市场容量 (亿美元)	11
图表 17: 公司检验流水线系列系统.....	11
图表 18: 部分公司流水线中标信息	11
图表 19: 2024-2026 年迪瑞医疗收入预测 (百万元)	12
图表 20: 可比公司估值情况	13
图表 21: 迪瑞医疗合并利润表 (百万元)	13
图表 22: 迪瑞医疗合并现金流量表 (百万元)	14
图表 23: 迪瑞医疗合并资产负债表 (百万元)	14

1. 迪瑞医疗：老牌体外诊断公司扬帆再起

自 1994 年成立以来,迪瑞医疗深耕体外诊断领域,产品覆盖检验科 80%以上检测项目,主要包括尿液分析、生化分析、化学发光免疫分析、妇科分泌物分析、血细胞分析、凝血分析、整体化实验室七大系列,为实验室提供整体化解决方案。仪器产品均为自主研发,把握核心技术,实现研发、生产、营销、体系全链条闭环,竞争优势明显。

2023 年公司收入 13.78 亿元,同比增长 12.95%,其中仪器收入 8.21 亿元,增长近 20%;试剂收入 5.50 亿元,增长超过 4%。公司产品结构调整,整体推广处于设备先行,引导试剂上量阶段。

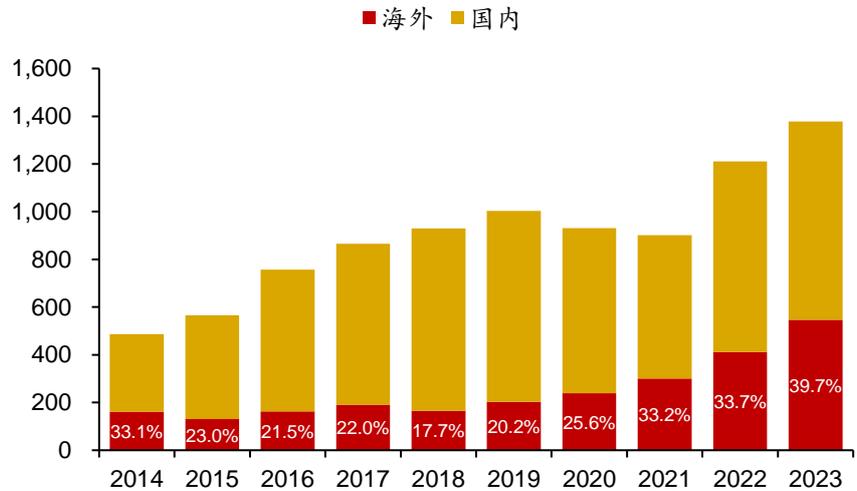
图表 1: 2014-2023 年公司营业收入及占比 (百万元)



资料来源: ifind, 华源证券研究

公司发展出口业务超过 20 年,累计进入 120 多个国家和地区,目前国际化进入 2.0 时代,聚焦重点市场,发展仪器和试剂生产本地化,推进海外仓储物流中心。2023 年海外业务收入达到 5.47 亿元,同比增长 33.0%,占公司整体收入的 39.7%。

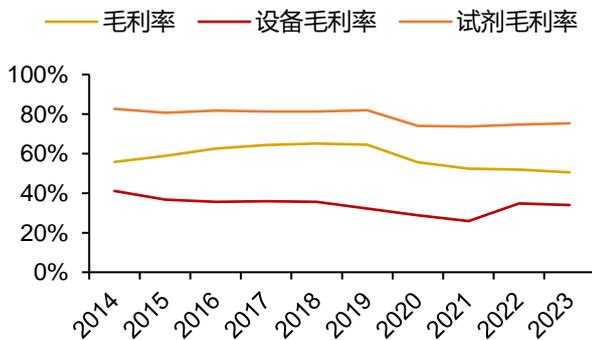
图表 2：2014-2023 年公司海外收入及占比（百万元）



资料来源：ifind，华源证券研究

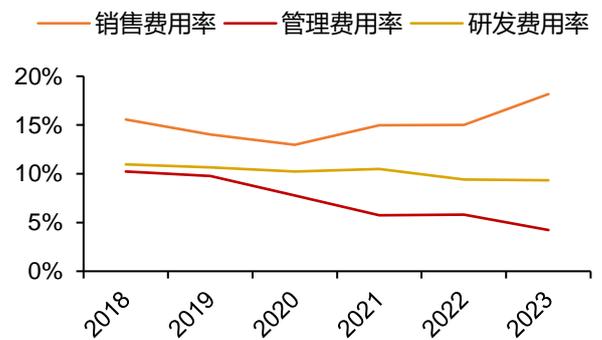
公司整体毛利率处于 50%以上，2021 年，因公司推广重心转移到设备端，使得整体毛利率有所下滑。公司销售费用率，随着产品推广类型丰富有所上升，2023 年为 18%，与之对应的是管理费用率持续优化，2023 年 4.23%为 10 年新低。

图表 3：2014-2023 年公司整体及产线毛利率变化(%)



资料来源：ifind，华源证券研究

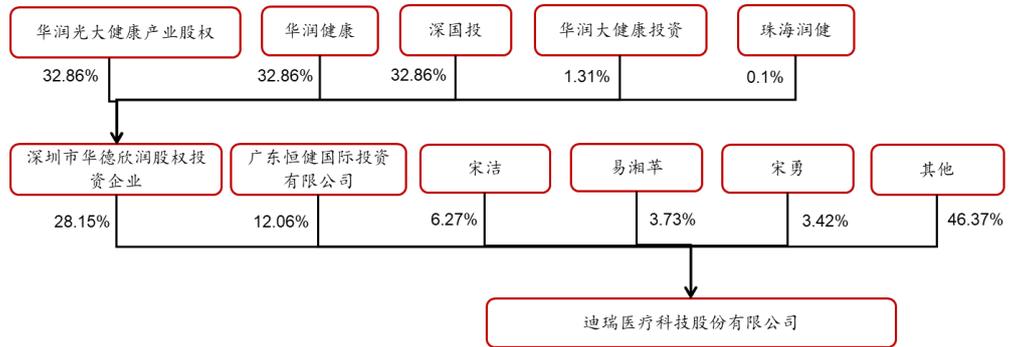
图表 4：2018-2023 年公司费用率变化(%)



资料来源：ifind，华源证券研究

2020 年华润入主，公司的控股股东由晋江瑞发变更为华德欣润，后者持有迪瑞医疗 28.12%股份，实际控制人变更为中国华润有限公司。华润入主后，在以尿液和生化分析两大产线为基础上积极发挥仪器多元化优势，加速培育化学发光免疫、妇科分析、整体化实验室等自动化、智能化产品，助力公司发挥产品多元化优势。

图表 5：2024Q1 迪瑞医疗股权结构

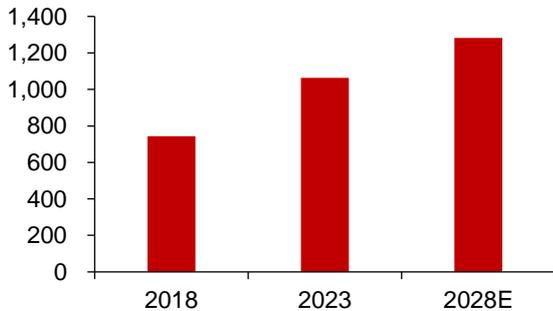


资料来源：ifind，华源证券研究

2. 体外诊断全方位布局，产品结构持续优化

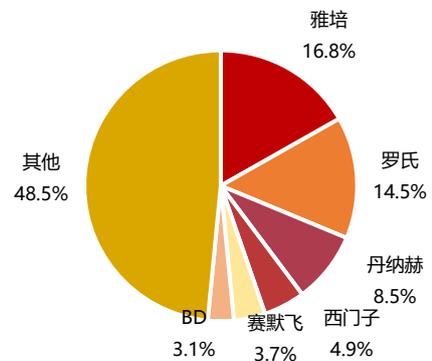
全球体外诊断市场发展处于成熟阶段，其市场空间从 2018 年的 743 亿美元增长至 2023 年的 1063 亿美元，年复合增速为 7.41%。2023-2028E 市场空间年复合增速为 3.83%。雅培、罗氏在全球竞争力较强，2022 年占比分别为 16.8% 和 14.5%，其次为丹纳赫、西门子、赛默飞等。

图表 6：2018-2028E 全球 IVD 市场容量（亿美元）



资料来源：Kalorama，华源证券研究

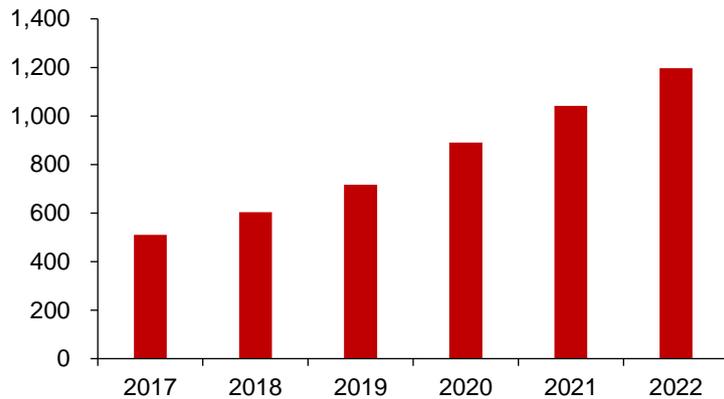
图表 7：2022 年全球 IVD 竞争格局



资料来源：Kalorama，各公司年报，华源证券研究整理

2017-2022 年，国内体外诊断市场从 510 亿增长至 1197 亿，年复合增速为 18.61%，受核酸检测类产品基数影响，2022 年同比增速放缓至 14.88%。

图表 8：2017-2022 年国内 IVD 市场容量(亿元)



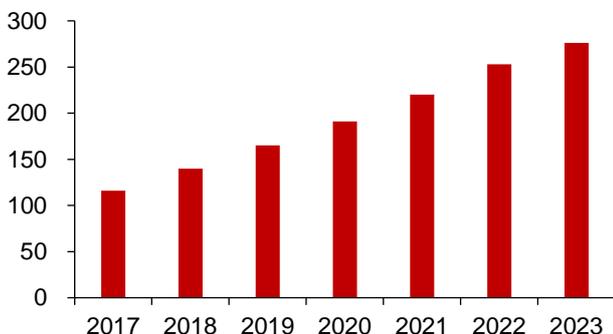
资料来源：《中国医疗器械蓝皮书(2023)》，医械汇，华源证券研究

2.1 高速生化迭代，份额有望提升

预计 2023 年国内生化市场规模约为 276 亿元,2017-2023 年复合增速达到 15.54%。生化试剂是国内最为成熟的细分应用，产品性能处于国际持平、甚至领先的状态。根据 IQVIA 艾昆纬报告，随着江西省生化联盟集采落地，2023 年国产厂家份额预计进一步扩大至 46.8%。

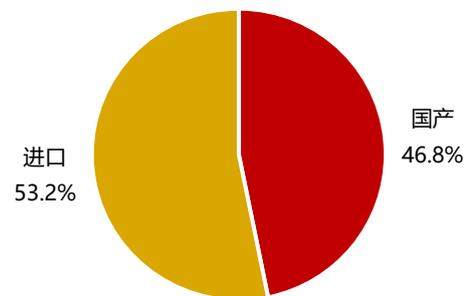
而在三级、尤其是三甲医院，因检测样本量较大，对于 1000 速以上高速生化设备要求相对严格，主流仪器仍然为日立、东芝等日系产品，国产设备处于追赶状态。

图表 9：2017-2023 国内生化市场容量（亿元）



资料来源：中商情报网，华源证券研究

图表 10：2023 年国内生化竞争格局



资料来源：IQVIA 艾昆纬，华源证券研究

迪瑞具有 15 年以上生化系统自研经验，产品布局覆盖低中高速，其中 CS-2000 测试速度达到 2000 测试每小时，业内处于领先位置。

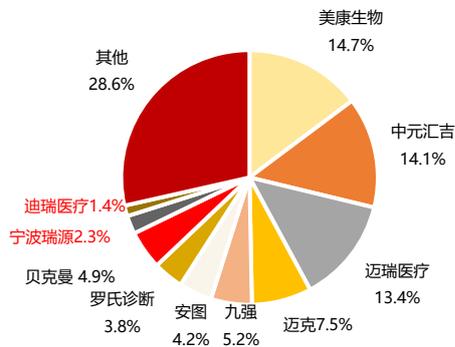
图表 11：公司生化系列系统



资料来源：迪瑞医疗官网，华源证券研究

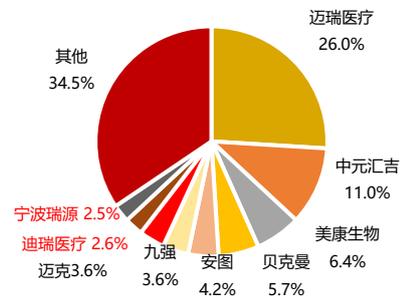
2022 及 2023 年，江西省先后牵头肝功、肾功和心肌酶项目联盟集采，预计占生化整体 70%左右。迪瑞在两次集采中报量结果突出，肝功集采占比 2.6%，肾功、心肌酶占比 1.4%，加上子公司宁波瑞源的报量，有望在集采周期中加速进口替代。

图表 12：2023 年江西肾功和心肌酶项目联盟集采报量结果占比



资料来源：江西医保局，华源证券研究

图表 13：2022 年江西肝功项目联盟集采报量结果占比

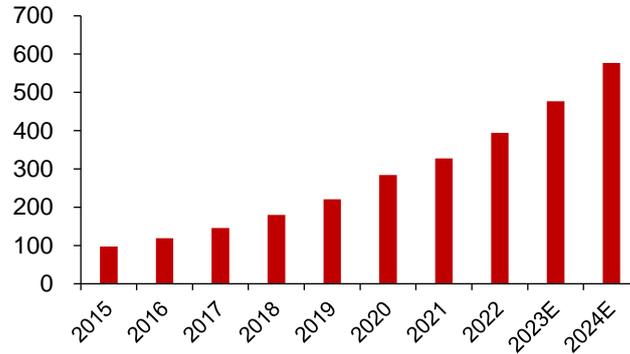


资料来源：江西医保局，华源证券研究

2.2 发光逐步成型，试剂增长潜力大

根据《中国医疗器械蓝皮书》数据，2024 年国内化学发光市场容量预计达到 577 亿元，是体外诊断中细分占比最大的产品，2015-2024E 年复合增长率为 21.87%。罗氏、雅培、贝克曼、西门子等进口四大家占据领先主要市场份额，合计接近 70%，进口替代空间较大。

图表 14: 2015-2024E 国内化学发光市场容量(亿元)



资料来源: 中国医疗器械蓝皮书, 华经产业研究, 华源证券研究

公司布局免疫化学发光产品多年, 形成 CM-180、CM-320、CM-640 和生化免疫流水线 CSM-8000 梯度产品, 其中 CM-640 定位高速机, 测速最高可达 640 样本/小时, 媲美一线设备。试剂端, 公司已经覆盖甲状腺、传染病、性激素、肿瘤标志物、糖代谢、心肌标志物等主流和特色检测项目, 合计共 94 项。

图表 15: 公司化学发光系列系统



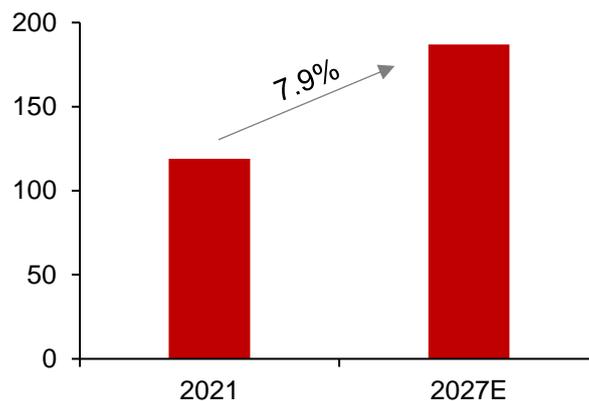
资料来源: 迪瑞医疗官网, 华源证券研究

我们预计 2023 年迪瑞医疗发光产品收入占比超过 20%, 跃居各产线第一, 2022-2023 年快速装机设备, 试剂爬坡期陆续过渡完成, 单机产出或迎来阶梯式提升, 带动公司免疫发光试剂收入。

2.3 流水线积累丰富，引领战略增长

体外诊断流水线，能将不同的检验单机模块、前后处理模块，通过轨道进行物理串联，提升非检测部分的自动化程度，改善整体 workflow。2021 年全球实验室自动化流水线市场为 119 亿美元，预计到 2027 年市场达到 187 亿美元，2021-2027 年 CAGR 为 7.9%，国内检验流水线产品相比发达国家处于发展阶段。

图表 16：2021-2027E 全球实验室自动化流水线市场容量（亿美元）



资料来源：BCC，华源证券研究

迪瑞是国内为数不多具备流水线自研能力的品牌，LA-60 可以灵活组合公司不同诊断产品，更新升级产品 LA-60SE、LA-90 全自动样品处理系统已取得注册备案，加上 CSM-6000/8000 的级联组合，潜在客户群体从三级，进一步下沉。

图表 17：公司检验流水线系列系统



资料来源：迪瑞医疗官网，华源证券研究

部分公开招投标信息显示，迪瑞流水线陆续中标。在集采趋势不变背景下，流水线的装机，对于后续医疗机构报量意义重大，有望成为迪瑞战略增长重要组成。

图表 18：部分公司流水线中标信息

时间	医疗机构	招标预算	设备需求
2023 年 7 月	尚义县中医院检验科	120 万	全自动尿液成分分析系统 1 套、尿液化学分析仪 1 台、全自动生化分析仪 1 台、全自动化学发光免疫分析仪 1 台
2023 年 7 月	临漳县中医院	555 万	全自动生化流水线、自动化尿液分析流水线等
2023 年 1 月	辽宁省金秋医院	840 万	生化免疫自动化流水线
2023 年 12 月	伊宁县人民医院医共体分院	728 万	全自动生化分析仪 9 台、全自动电解质分析仪 1 台、全自动尿液分析仪 3 台、全自动血流变分析仪 1 台、血气生化分析仪 2 台

资料来源：中国政府采购网，华源证券研究

3. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 24.11/28.38/34.10 亿元，同比增长 74.97%/17.71%/20.14%，关键假设如下：

1) 仪器：公司体外诊断产线持续丰富，发光等品种处于开拓阶段，设备推广需求持续存在，假设公司 2024-2026 年设备端收入分别为 10.27、11.09、11.98 亿元，同比增速分别为 25.00%、8.00%、8.00%；

2) 试剂：2022-2023 年销售仪器，预计逐步产生试剂收入，集采落地对于中标厂家产品采购具有正向带动作用，假设公司 2024-2026 年试剂端收入分别为 13.76、17.20、22.02 亿元，同比增速分别为 150.00%、25.00%、28.00%。

图表 19：2024-2026 年迪瑞医疗收入预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收合计	1220.01	1378.06	2411.20	2838.18	3409.88
yoy	34.69%	12.96%	74.97%	17.71%	20.14%
毛利率	51.99%	50.53%	50.21%	50.66%	51.23%
仪器-营收	685.19	821.45	1026.81	1108.96	1197.67
yoy	70.11%	19.89%	25.00%	8.00%	8.00%
毛利率	34.81%	33.99%	34.36%	34.99%	35.12%
试剂-营收	526.11	550.4	1376.00	1720.00	2201.60
yoy	5.40%	4.62%	150.00%	25.00%	28.00%
毛利率	74.77%	75.42%	75.23%	76.39%	76.42%
其他-营收	8.71	6.21	8.38	9.22	10.61
yoy	119.95%	-28.70%	35.00%	10.00%	15.00%
毛利率	42.30%	27.22%	30.22%	30.22%	30.22%

资料来源：ifind，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 4.51、5.80 和 7.20 亿元，增速分别为 63.62%、28.66%、24.12%。当前股价对应的 PE 分别为 15、12、10 倍。选取同为体外诊断行业的新产业、安图生物，具有体外诊断业务的医疗器械头部公司迈瑞医疗，作为可比公司。可比公司 2024 年平均 PE 为 25 倍，基于公司在体外诊断的全范围布局，试剂进入放量周期。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 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
300760.SZ	迈瑞医疗	3,746.44	11.51	13.85	16.60	26.84	22.30	18.61
300832.SZ	新产业	582.53	2.65	3.37	4.25	28.01	22.02	17.45
603658.SH	安图生物	307.21	2.64	3.22	3.91	19.88	16.26	13.39
	平均值		5.60	6.81	8.25	24.91	20.19	16.48
300396.SZ	迪瑞医疗	69.41	1.64	2.11	2.62	15.39	11.96	9.64

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除迪瑞医疗外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2024/5/17；

风险提示：

- 1) 行业竞争加剧风险：国内外体外诊断产品持续增加，可能影响公司产线竞争格局，对销售额或产生影响；
- 2) 国内政策风险：国内带量采购政策，对于集采周期内采购的产品数量，公司价格体系或造成影响，可能会导致销售不及预期；
- 3) 收并购不及预期风险：并购标的的选择，以及并购过程潜在的事件，对于公司实现横向业务拓展可能造成影响。

图表 21：迪瑞医疗合并利润表（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,220.01	1,378.06	2,411.20	2,838.18	3,409.88
营业成本	585.74	681.68	1,200.53	1,400.36	1,663.00
营业税金及附加	13.22	14.74	26.20	30.84	37.05
销售费用	182.96	250.46	423.52	474.67	563.13
管理费用	70.94	58.27	97.13	114.34	137.03
研发费用	114.82	128.63	198.53	210.42	242.57
财务费用	-14.65	-12.35	9.35	8.04	3.14
资产减值损失	-11.82	-9.05	-15.27	-17.97	-21.59
公允价值变动收益	4.82	0.78	0.00	0.00	0.00
其他	16.20	25.44	19.87	19.87	19.87
营业利润	292.18	296.87	474.76	612.40	768.88

营业外净收益	0.00	0.00	18.90	22.52	19.00
利润总额	291.44	296.20	492.85	634.12	787.07
所得税	29.73	20.62	41.95	53.97	66.99
净利润	261.71	275.57	450.90	580.15	720.08
少数股东损益	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
归属于母公司净利润	261.72	275.59	450.92	580.17	720.11

资料来源：ifind，华源证券研究

图表 22：迪瑞医疗合并现金流量表（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	261.71	275.57	450.90	580.15	720.08
折旧摊销	37.91	44.70	120.51	151.10	159.88
财务费用	-14.65	-12.35	9.35	8.04	3.14
营运资金变动	-258.69	-84.06	-155.05	-72.88	-97.75
其它	41.79	33.36	122.39	51.53	51.53
经营活动现金流	40.92	224.50	451.12	617.63	739.81
资本支出	16.82	34.08	254.00	127.00	66.00
长期投资	250.00	29.94	0.00	0.00	0.00
其他	39.75	3.44	18.68	21.99	18.77
投资活动现金流	272.93	-0.70	-235.32	-105.01	-47.23
短期借款	148.15	-28.05	10.68	-62.26	-122.64
长期借款	49.89	-47.66	6.07	-3.37	-7.37
普通股增加	-0.69	-0.51	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-26.31	-2.28	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-129.96	-100.52	-234.36	-297.54	-362.48
筹资性现金净流量	41.08	-179.03	-217.61	-363.17	-492.48
现金流量净额	361.13	42.52	-1.81	149.44	200.09

资料来源：ifind，华源证券研究

图表 23：迪瑞医疗合并资产负债表（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	838.14	845.73	843.92	993.36	1,193.46
应收账款+票据	345.33	432.89	594.02	699.21	840.06
预付账款	27.94	25.98	47.83	56.30	67.64
存货	375.90	572.94	813.08	948.41	1,126.29
其他	235.57	161.79	153.60	180.77	217.15
流动资产合计	1,828.45	2,043.75	2,483.42	2,914.51	3,488.38
长期股权投资	423.96	452.37	479.15	505.92	532.70
固定资产	183.68	194.99	240.62	319.91	290.07
在建工程	0.00	0.00	127.00	63.50	33.00
无形资产	75.28	66.02	46.91	27.06	6.46
其他非流动资产	407.84	549.47	465.66	452.71	439.77

非流动资产合计	1,096.81	1,277.01	1,366.42	1,369.10	1,302.00
资产总计	2,925.26	3,320.76	3,849.84	4,283.61	4,790.38
短期借款	298.15	270.10	280.78	218.51	95.87
应付账款+票据	415.97	556.84	751.85	876.99	1,041.48
其他	192.64	404.90	496.32	579.94	691.48
流动负债合计	906.77	1,231.84	1,528.95	1,675.45	1,828.84
长期带息负债	415.97	556.84	751.85	876.99	1,041.48
其他	192.64	404.90	496.32	579.94	691.48
非流动负债合计	98.67	49.61	55.68	52.31	44.94
负债合计	1,005.44	1,281.45	1,584.63	1,727.76	1,873.78
少数股东权益	0.05	0.03	0.02	0.00	-0.03
股本	275.21	274.70	274.70	274.70	274.70
资本公积	261.33	259.05	259.05	259.05	259.05
留存收益	1,383.24	1,505.54	1,731.45	2,022.11	2,382.88
股东权益合计	1,919.82	2,039.31	2,265.21	2,555.85	2,916.60
负债和股东权益总计	2,925.26	3,320.76	3,849.84	4,283.61	4,790.38

资料来源：ifind，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 wangziqiao@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