医药生物 | 医疗器械

非金融|首次覆盖报告

2025 年 01 月 17 日

海泰新光(688677.SH)

——深耕内镜上游，整机业务打开成长空间

投资评级：买入（首次）

证券分析师

刘闯

SAC：S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

林海霖

SAC：S1350524050002

linhailin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：

基本数据	2025 年 01 月 16 日
收盘价（元）	38.70
一年内最高/最低（元）	58.00/25.48
总市值（百万元）	4,667.76
流通市值（百万元）	4,667.76
总股本（百万股）	120.61
资产负债率（%）	8.24
每股净资产（元/股）	10.46

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **光学业务为基石，绑定大客户深化产业链布局。**海泰新光 2003 年成立，聚焦医用内窥镜和光学产品业务，经过多年探索，形成光学技术、精密机械技术、数字图像技术和电子技术等四大技术平台，与全球头部器械品牌史赛克深度合作，提供高清荧光内窥镜、摄像适配镜头和荧光光源模组等，基于核心原器件的积累，公司布局整机业务，纵向拓展产业链。

- **外科微创化促进硬镜普及，荧光技术迭代引领变革。**硬镜主要用于普外科、耳鼻喉科、泌尿外科、骨科等科室，随着外科手术微创化趋势明显，各类硬镜在临床应用逐步普及，弗若斯特沙利文数据显示，2024 年，全球及国内硬镜市场分别为 72 亿美元和 110 亿元，其中荧光硬镜分别为 39 亿美元和 35 亿元，荧光硬镜因具备更深层显影、术中显影效率高等优势，国内外均对原有成熟白光技术进行替代。

- **技术积累深度绑定头部客户，境外库存压力缓解业务重回正轨。**公司基于四大技术平台，在光学镀膜、光学装配、精密光学加工、ISP 图像处理等工艺/技术中持续打磨，奠定供应链上游领先位置，与史赛克合作程度不断深化，参与 2008 年以来历代内窥镜系统核心光学部件的研发和量产，并作为多个组件唯一设计、生产供应商。2017-2023 年，公司与史赛克销售自 1.19 亿增长至 2.79 亿，销售占比稳定在 60%左右水平，随着境外库存的逐步出清，公司有望随史赛克全球推广步伐加快，实现收入端快速增长。

- **盈利预测与评级：**我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 4.32/5.86/7.37 亿元，同比增长-8.20%/35.67%/25.75%；2024-2026 年归母净利润分别为 1.15/2.07/2.71 亿元，增速分别为-20.83%/79.50%/30.84%，当前股价对应的 PE 分别为 40x、23x、17x。选取同为内窥镜赛道公司的开立医疗、澳华内镜，以及医疗器械上游供应商美好医疗作为可比公司。基于公司在内镜上游组件积累丰富，整机产品持续打磨成型，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示。单一客户占比过高风险、新产品推广不及预期、市场竞争加剧风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	477	471	432	586	737
同比增长率（%）	53.97%	-1.31%	-8.20%	35.67%	25.75%
归母净利润（百万元）	183	146	115	207	271
同比增长率（%）	55.07%	-20.19%	-20.83%	79.50%	30.84%
每股收益（元/股）	1.51	1.21	0.96	1.72	2.25
ROE（%）	14.97%	11.27%	8.46%	13.87%	16.31%
市盈率（P/E）	25.57	32.03	40.46	22.54	17.23

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 4.32/5.86/7.37 亿元，同比增长-8.20%/35.67%/25.75%；2024-2026 年归母净利润分别为 1.15/2.07/2.71 亿元，增速分别为-20.83%/79.50%/30.84%，当前股价对应的 PE 分别为 40x、23x、17x。

选取同为内窥镜赛道公司的开立医疗、澳华内镜，以及医疗器械上游供应商美好医疗作为可比公司。基于公司在内镜上游组件积累丰富，整机产品持续打磨成型。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1）医疗器件：境外库存问题基本出清，下游采购恢复常态，新品带来增量业务，整机业务有望受益于国内医疗设备更新。预计 2024-2026 年医疗器件收入增速分别为-8.00%、40.00%、25.00%；

2）光学器件：可及领域持续丰富，包括体外诊断、生物识别等，并与细分领域头部用户建立长期合作关系。预计 2024-2026 年光学器件收入增速分别为-20.00%、10.00%、10.00%。

投资逻辑要点

海泰新光是国内领先的内窥镜上游原器件供应商，高清荧光内窥镜、摄像适配镜头和荧光光源模组等产品打磨成熟，深度绑定全球头部内窥镜制造厂商史赛克，受境外库存影响，下游客户采购周期波动，2023-2024 年公司收入端承压，随着 2024 年 3 季度以来境外库存逐步出清，公司核心业务有望恢复常态。

核心风险提示

单一客户占比过高风险、新产品推广不及预期、市场竞争加剧风险。

内容目录

1. 深耕内窥镜，赋能全球硬镜巨头 5
2. 荧光技术引领行业变革，积累丰富待行业回暖 7
2.1. 国内外荧光硬镜快速增长 7
2.2. 底层技术打造核心竞争力，深度绑定客户共同成长 8
2.3. 境外降库存充分，采购需求逐步回暖 9
3. 盈利预测与评级 9
4. 风险提示 10

图表目录

图表 1： 海泰新光主要产品 5
图表 2： 2017-2024Q1-Q3 公司收入(百万元)及增速(%) 5
图表 3： 2017-2024Q1-Q3 公司归母净利润(百万元)及增速(%) 5
图表 4： 2017-2024H1 公司主营业务构成（百万元） 6
图表 5： 2017-2024H1 公司区域收入构成(百万元) 6
图表 6： 2017-2024Q1-Q3 公司毛利率及净利率 6
图表 7： 2017-2024Q1-Q3 公司费用率变化 6
图表 8： 技术原理示意图 7
图表 9： 白光/荧光硬镜对比 7
图表 10： 2015-2024 年全球硬镜市场(十亿美元) 8
图表 11： 2015-2024 年国内硬镜市场(十亿元) 8
图表 12： 公司四大技术平台 8
图表 13： 2017-2023 年公司第一大客户销售额及占比(百万元) 9
图表 14： 2022.1-2024.11 内窥镜美国地区出口数量变化(台) 9
图表 15： 2024-2026 年海泰新光收入预测（百万元） 10
图表 16： 可比公司估值情况 10

1. 深耕内窥镜，赋能全球硬镜巨头

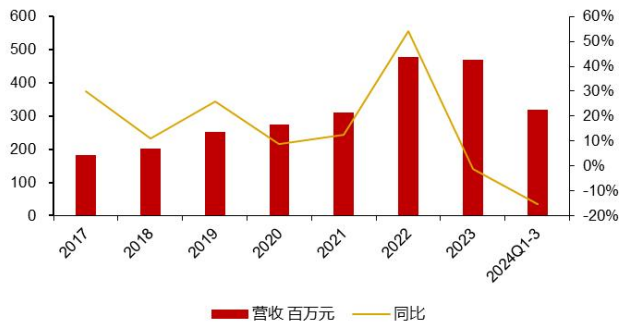
青岛海泰新光科技股份有限公司成立于 2003 年，主要从事医用内窥镜器械和光学产品业务，以光学技术为核心，形成高清荧光、白光内窥镜，光源模组，摄像适配器/镜头等产品，与全球头部医疗器械制造商形成稳定合作，并持续拓展光学器件可及领域，丰富在工业、激光、生物识别等场景的应用。

图表 1：海泰新光主要产品

资料来源：海泰新光官网，华源证券研究所

2024 年前三季度公司收入 3.19 亿元，同比下滑 15.30%，主要受美国大客户持续降库存影响，采购进度放缓，整机业务延续上半年增长态势；同期归母净利润 0.97 亿元，同比下滑 17.60%，一方面收入端承压，另一方面公司加大研发、销售环节资源投入，使得利润阶段性有所影响，其中 2024 年 3 季度，归母净利润 0.27 亿元，同比下滑 7.00%，较收入降幅更窄，主要因产品结构变动，高毛利产品发货增加。

图表 2：2017-2024Q1-Q3 公司收入(百万元)及增速(%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

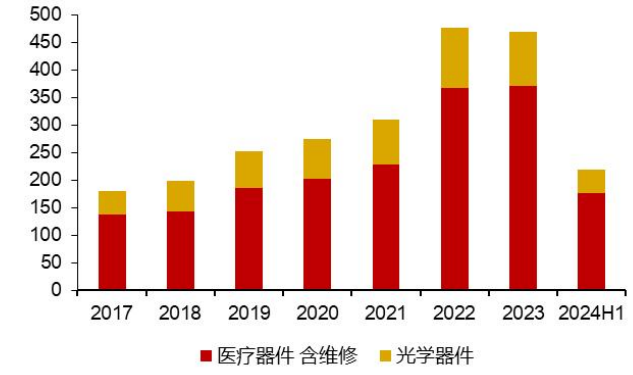
图表 3：2017-2024Q1-Q3 公司归母净利润(百万元)及增速(%)

资料来源：ifind，华源证券研究所

公司核心业务为医疗器件及维修，包括高清荧光、白光内窥镜器械相关组件，2023、2024H1，该业务营收分别为 3.71、1.76 亿元，分别同比增长 1%及下滑 17%，主要与下游客户采购需求波动有关。

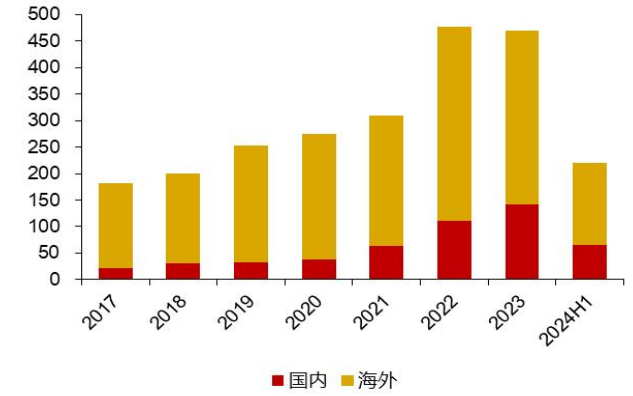
区域端，2024 上半年，公司国内外收入分别为 0.66、1.54 亿元，分别同比下滑 15%、18%，其中美国收入 1.30 亿元，占国际业务 84%，同比下滑 24%。公司以出口业务导向，其中美国区收入占比较高，核心区域的下滑，是业务波动主要因素。

图表 4：2017-2024H1 公司主营业务构成（百万元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 5：2017-2024H1 公司区域收入构成(百万元)

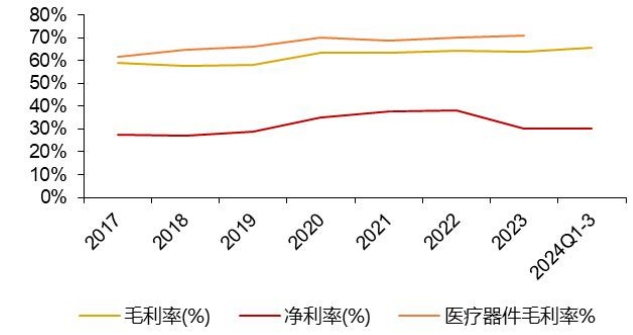


资料来源：ifind，华源证券研究所

2017-2023 年，公司整体毛利率稳步有升，自 59.03%提升至 63.72%，2024 年前三季度进一步提升至 65.74%，主要与医疗器件毛利率提升有关，高毛利产品销售提升，带动业务结构优化；同期净利率处于 27%-38%水平，其中 2022 年达到峰值 38.11%，主要与当年新产品推出，国内外客户需求增长，促进收入快速增长有关。

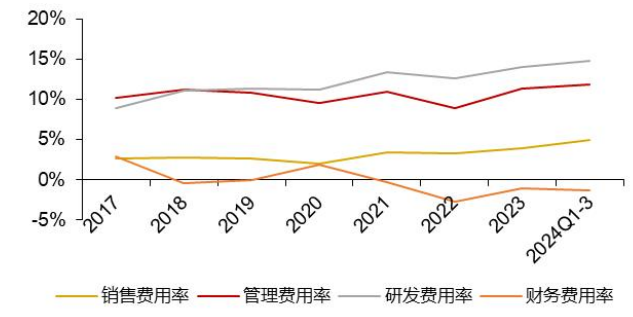
费用端，因公司业务模式特点，销售费用相对占比较少，2017-2023 年，基本维持在 4%以内，研发费用在 2023、2024Q1-3 有所增长，主要系针对客户需求和自身业务发展，新产品布局所致。

图表 6：2017-2024Q1-Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 7：2017-2024Q1-Q3 公司费用率变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

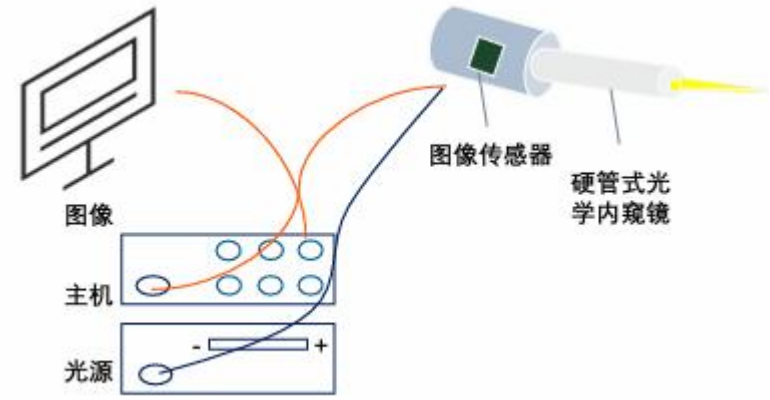
2. 荧光技术引领行业变革，积累丰富待行业回暖

2.1. 国内外荧光硬镜快速增长

硬性内窥镜系统主要由内窥镜、光源、摄像系统和配套组件构成，其中镜体、导光束接口、目镜罩是内窥镜核心原器件。

硬镜经人体无菌组织、器官或者经外科切口进入人体无菌腔室，借助光源的高亮度照射，以摄像适配镜头传导，实现图像外部显示。

图表 8：技术原理示意图



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

按工作光谱范围，硬镜可以分为白光和荧光内窥镜，白光基于 400-700nm 光谱，荧光内窥镜基于 400-900nm 光谱，相较白光能显示表层以下组织的荧光显影，术中显影效率高，有效克服白光内窥镜在观察、手术操作的局限性。

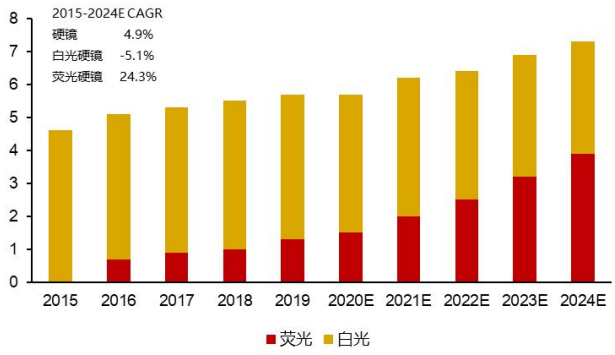
图表 9：白光/荧光硬镜对比

类别	光谱范围	透镜数量 片	单面反射率	应用场景
白光硬镜	400-700mm	30-35	0.5%以内	人体组织表层的图像
荧光硬镜	400-900mm	45-50 特殊光学结构设计	0.3%以内	表层以下组织的荧光显影，如胆囊管、淋巴管和血管显影

资料来源：海泰新光招股书，华源证券研究所

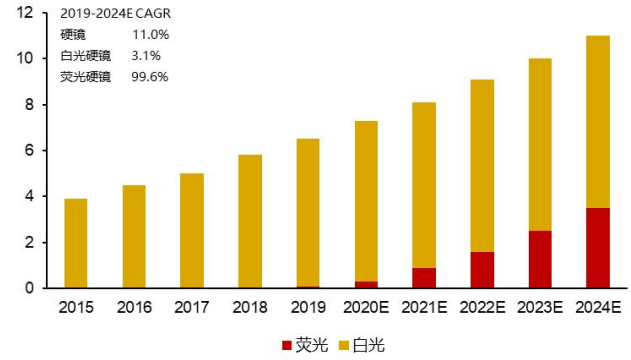
根据弗若斯特沙利文数据预测，2015-2024 年，全球硬镜市场自 46 亿美元增长至 72 亿美元，2019-2024 年复合增速为 4.9%，同期荧光硬镜市场增速为 24.3%，快速替代白光硬镜，预计 2024 年市场达到 39 亿美元。2024 年，国内硬镜市场容量约为 110 亿元，2019-2024 年复合增速为 11.0%，其中白光硬镜为 75 亿元，荧光硬镜产品仍处于快速普及阶段，行业快速增长。

图表 10：2015-2024 年全球硬镜市场(十亿美元)



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 11：2015-2024 年国内硬镜市场(十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

2.2. 底层技术打造核心竞争力，深度绑定客户共同成长

公司基于多年内镜行业积累，形成光学技术、精密机械技术、数字图像技术和电子技术等底层技术平台，并在光学镀膜、光学装配、精密光学加工、ISP 图像处理等工艺/技术中持续打磨，奠定供应链上游领先位置。

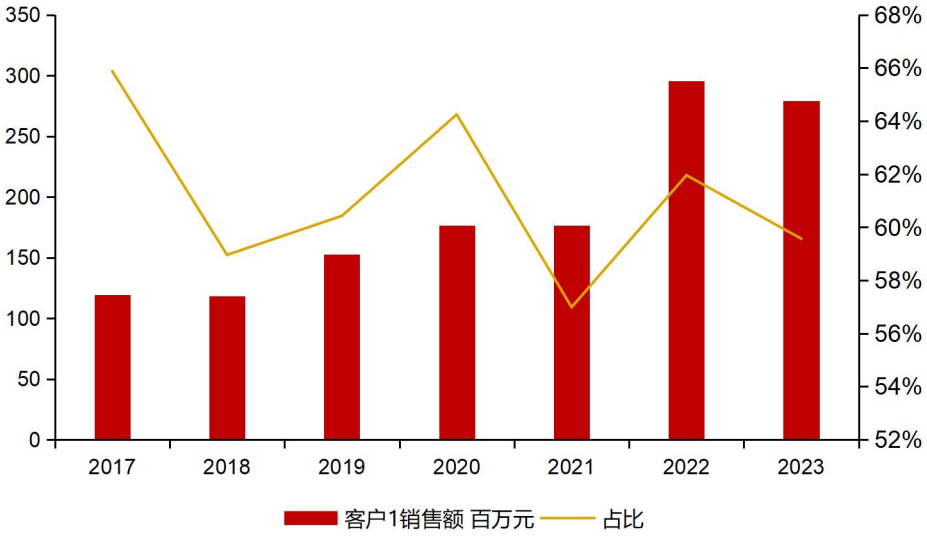
图表 12：公司四大技术平台

资料来源：海泰新光官网，华源证券研究所

以技术突破，稳定交付，公司赢得下游核心客户认可，实现从部分组件供应，到共同开发新型号仪器，公司参与了 2008 年以来史赛克历代内窥镜系统核心光学部件的研发和量产，包括历代整机中的光学模组、荧光腹腔镜及适配镜头，其中高清荧光内窥镜、摄像适配镜头和荧光光源模组是史赛克唯一设计及生产供应商，深度绑定大客户。

2017-2023 年，公司与史赛克销售额自 1.19 亿增长至 2.79 亿，销售占比稳定在 60%左右水平，并有望随着史赛克全球影响力增加，实现收入快速增长。

图表 13：2017-2023 年公司第一大客户销售额及占比(百万元)

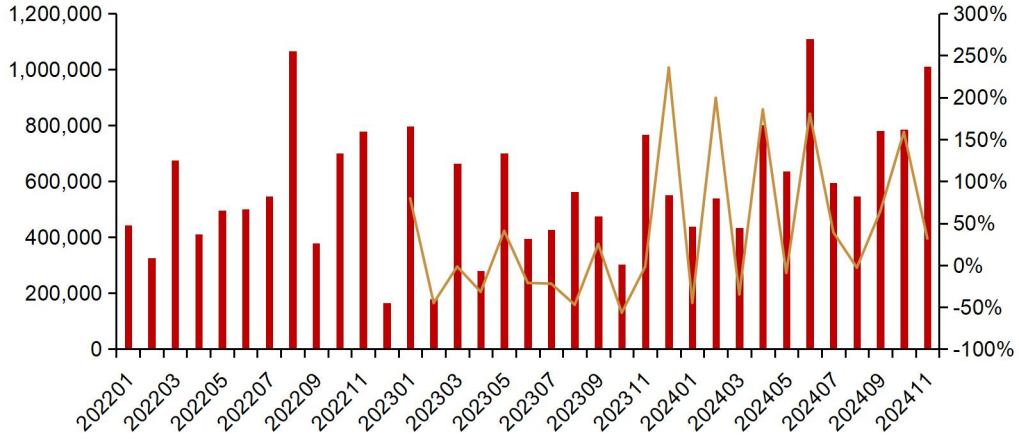


资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：客户 1 为美国史赛克

2.3. 境外降库存充分，采购需求逐步回暖

2022 年，销往美国地区内窥镜产品较多，使得 2023 年月度出口波动较大，部分月份出口同比下滑显著，2024 年美国内窥镜产品采购需求恢复，1-11 月份累计销往美国地区内窥镜数量同比增长 38.3%，境外库存问题基本解决，常规采购需求恢复。

图表 14：2022.1-2024.11 内窥镜美国地区出口数量变化(台)



资料来源：海关总署，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 4.32/5.86/7.37 亿元，同比增长-8.20%/35.67%/25.75%，关键假设如下：

1）医疗器件：境外库存问题基本出清，下游采购恢复常态，新品带来增量业务，整机业务有望受益于国内医疗设备更新。预计 2024-2026 年医疗器件收入增速分别为-8.00%、40.00%、25.00%；

2）光学器件：可及领域持续丰富，包括体外诊断、生物识别等，并与细分领域头部用户建立长期合作关系。预计 2024-2026 年光学器件收入增速分别为-20.00%、10.00%、10.00%。

图表 15：2024-2026 年海泰新光收入预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收合计	476.82	470.60	432.02	586.11	737.06
yoy	53.97%	-1.31%	-8.20%	35.67%	25.75%
毛利率	64.35%	63.72%	64.50%	65.00%	65.00%
医疗器件	366.11	335.08	308.27	431.58	539.47
yoy	60.78%	-8.48%	-8.00%	40.00%	25.00%
毛利率	70.18%	70.84%	68.50%	68.00%	68.00%
光学器件	109.98	97.18	77.74	85.52	94.07
yoy	34.28%	-11.63%	-20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	45.34%	36.47%	38.50%	39.00%	39.00%
其他	0.73	38.34	46.01	69.01	103.51
yoy	1116.67%	5151.86%	20.00%	50.00%	50.00%

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.15/2.07/2.71 亿元，增速分别为-20.83%/79.50%/30.84%。选取同为内窥镜赛道公司的开立医疗、澳华内镜，以及医疗器械上游供应商美好医疗作为可比公司。基于公司在内镜上游组件积累丰富，整机产品持续打磨成型，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 16：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
300633.SZ	开立医疗	118	0.78	1.25	1.63	35	22	17
301363.SZ	美好医疗	133	0.96	1.20	1.50	34	27	22
688212.SH	澳华内镜	57	0.49	0.91	1.45	86	46	29
	平均值		0.74	1.12	1.53	52	32	23
688677.SH	海泰新光	48	0.96	1.72	2.25	40	22	17

资料来源：Wind，华源证券研究
注：除海泰新光外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2025/1/16

4. 风险提示

1）单一客户占比过高风险：2017-2023 年，史赛克占公司收入比例基本稳定在 60%左右，单一大客户订单对公司收入影响较大；

2)新产品推广不及预期：公司 4K 荧光系统，销售端规划、推广进度、外部环境等因素均可能使新品收入不及预期

3)市场竞争加剧风险：国内获批荧光硬镜产品逐步增加，或导致市场竞争加剧，盈利能力下降。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	592	715	779	878
应收票据及账款	94	97	132	166
预付账款	3	4	6	7
其他应收款	1	1	1	1
存货	171	123	164	206
其他流动资产	43	45	47	49
流动资产总计	**905**	**984**	**1,129**	**1,308**
长期股权投资	14	11	8	6
固定资产	399	377	357	339
在建工程	15	22	28	33
无形资产	31	34	44	59
长期待摊费用	3	2	2	1
其他非流动资产	30	57	81	102
非流动资产合计	**490**	**503**	**519**	**541**
资产总计	**1,395**	**1,487**	**1,648**	**1,849**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	40	43	58	73
其他流动负债	45	65	86	107
流动负债合计	**85**	**108**	**143**	**180**
长期借款	4	3	3	2
其他非流动负债	13	13	13	13
非流动负债合计	**17**	**16**	**16**	**15**
负债合计	**102**	**124**	**159**	**195**
股本	122	121	121	121
资本公积	656	657	657	657
留存收益	515	587	715	883
归属母公司权益	1,293	1,364	1,493	1,661
少数股东权益	0	-1	-4	-7
股东权益合计	**1,293**	**1,363**	**1,489**	**1,654**
负债和股东权益合计	**1,395**	**1,487**	**1,648**	**1,849**

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**471**	**432**	**586**	**737**
营业成本	**171**	**153**	**205**	**258**
税金及附加	6	5	7	8
销售费用	18	21	23	27
管理费用	53	55	62	70
研发费用	66	68	78	92
财务费用	-5	-2	-2	-3
资产减值损失	-5	-3	-5	-6
信用减值损失	1	0	0	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-4	1	11	12
公允价值变动损益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	7	1	13	14
营业利润	**161**	**130**	**232**	**304**
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**160**	**129**	**232**	**303**
所得税	18	15	27	35
净利润	**142**	**114**	**205**	**268**
少数股东损益	-4	-1	-2	-3
归属母公司股东净利润	**146**	**115**	**207**	**271**
EPS(元)	1.21	0.96	1.72	2.25

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	142	113	184	245
折旧与摊销	24	28	29	30
财务费用	-5	-2	-2	-3
投资损失	4	-1	-11	-12
营运资金变动	-26	65	-45	-44
其他经营现金流	19	1	23	25
经营性现金净流量	**158**	**204**	**178**	**242**
投资性现金净流量	**-93**	**-40**	**-37**	**-42**
筹资性现金净流量	**-110**	**-42**	**-77**	**-100**
现金流量净额	**-44**	**122**	**64**	**99**

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-1.31%	-8.20%	35.67%	25.75%
营业利润增长率	-21.98%	-19.34%	79.04%	30.74%
归母净利润增长率	-20.19%	-20.83%	79.50%	30.84%
经营现金流增长率	51.50%	29.32%	-13.02%	35.94%
盈利能力				
毛利率	63.72%	64.50%	65.00%	65.00%
净利率	30.21%	26.40%	34.93%	36.34%
ROE	11.27%	8.46%	13.87%	16.31%
ROA	10.45%	7.76%	12.56%	14.65%
估值倍数				
P/E	32.03	40.46	22.54	17.23
P/S	9.92	10.80	7.96	6.33
P/B	3.61	3.42	3.13	2.81
股息率	1.42%	0.94%	1.68%	2.20%
EV/EBITDA	33	26	16	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（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。
本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。
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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。