

昌红科技 (300151.SZ)

精密模具国产先锋，医疗+半导体耗材拓宽成长边界

精密模具制造国产先锋，横向拓展医疗、半导体领域，打开成长天花板。

昌红科技深耕精密模具制造领域二十余年，致力于为客户提供从产品设计、模具制造、成型生产到组装的一站式服务，业务横向拓展至医疗及半导体耗材领域，逐步打开成长边界。公司模具产品具备制造周期短、精度高、寿命长等优势，凭借精湛的技术、良好的产品质量、高效的客户服务机制，已成功打入一众海内外巨头客户产业链。2023 年受医疗器械市场需求减少、OA 业务搬迁等多因素影响，公司业绩存在阶段性波动，随着医疗领域项目产能逐步释放，及半导体领域大订单逐渐交付，看好未来业绩的恢复性增长。

上游卖铲人充分受益于医疗器械市场扩容，新老客户纵深合作加速订单兑现。我国医疗器械行业持续扩容，2022 年市场规模已达 9830 亿元 (2016-2022 年 CAGR 达 17.59%)，公司医疗耗材业务涵盖生命科学实验室、体外诊断、基因测序、辅助生殖四大领域，作为上游卖铲人充分受益于快速增长的下游需求。2023-2024 年，公司进一步切入 CGM 零部件及胰岛素泵等糖尿病领域，产品矩阵持续丰富。公司持续深化新老客户的纵深合作，2015 年与罗氏诊断开始项目合作，2021 年双方成为战略合作伙伴，逐渐成为国际巨头向国内产能转移的重要承接方，订单有望加速兑现。

海外本土化运营持续推进，海外市场未来可期。公司积极开拓全球市场，业务遍及全球多个国家和地区，2017 年以来海外收入占比维持在 65% 以上。2017 年菲律宾和越南基地投产，2023 年在瑞士设立欧洲柏明胜作为欧洲市场营销中心，海外本土化运营持续深化。2023 年 12 月公司向越南昌红增资 2000 万美元，用于扩建越南昌红生产基地，为海外市场提供充足产能保证。同时公司计划在欧美地区配套建设生产基地，加快国际化产业布局进程，海外市场潜力无限。

半导体耗材业务进展顺利，开始步入收获期。国内 FOUP、FOSB、CMP 等设备耗材由英特格、信越等美日厂商垄断供应，国产替代空间广阔。2022 年公司成立鼎龙柏蔚，正式切入半导体晶圆载具领域，自主研发并掌握了上游关键的材料及部件的核心制备技术，助力打破进口垄断格局。2024 年鼎龙柏蔚 FOUP 已获得某国内主流晶圆厂商的数百万元采购订单，FOSB 等其他几款产品也研制成功，处于客户验证阶段。随着产品的落地量产及订单的逐步交付，半导体业务有望带来新的业绩增量。

盈利预测与估值：我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 10.42、12.43、14.55 亿元，分别同比增长 11.9%、19.3%、17.0%；归母净利润分别为 1.13、1.61、2.17 亿元，分别同比增长 256.3%、42.9%、34.8%，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业政策风险，国际贸易摩擦风险，市场竞争加剧风险，数据滞后风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,228	931	1,042	1,243	1,455
增长率 yoy (%)	9.0	-24.2	11.9	19.3	17.0
归母净利润 (百万元)	128	32	113	161	217
增长率 yoy (%)	14.6	-75.3	256.3	42.9	34.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.24	0.06	0.21	0.30	0.41
净资产收益率 (%)	9.3	1.0	5.5	7.2	8.8
P/E (倍)	68.4	276.9	77.7	54.4	40.3
P/B (倍)	7.3	5.6	5.3	5.1	4.7

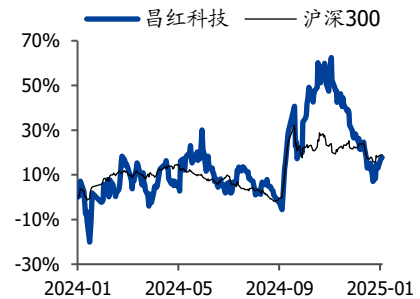
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 01 月 21 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	专用设备
01 月 21 日收盘价 (元)	16.46
总市值 (百万元)	8,765.09
总股本 (百万股)	532.51
其中自由流通股 (%)	69.24
30 日日均成交量 (百万股)	7.14

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjinyang@gszq.com

分析师 张一鸣

执业证书编号: S0680522070009

邮箱: zhangyiming@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号: S0680522030002

邮箱: yangfang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1160	1335	1401	1300	1433
现金	513	700	544	484	387
应收票据及应收账款	296	217	357	327	473
其他应收款	9	8	11	12	15
预付账款	7	8	8	12	12
存货	189	145	225	208	290
其他流动资产	146	256	256	256	256
非流动资产	1075	1221	1235	1283	1329
长期投资	9	8	6	4	2
固定资产	344	495	550	618	674
无形资产	86	112	123	136	151
其他非流动资产	636	606	556	525	501
资产总计	2235	2555	2636	2583	2762
流动负债	314	304	412	400	580
短期借款	54	74	74	74	182
应付票据及应付账款	151	114	180	164	231
其他流动负债	109	116	158	162	167
非流动负债	572	561	464	376	287
长期借款	498	504	407	319	230
其他非流动负债	74	58	58	58	58
负债合计	886	865	876	776	867
少数股东权益	54	49	32	1	-50
股本	503	533	533	533	533
资本公积	134	532	532	532	532
留存收益	513	444	467	494	528
归属母公司股东权益	1295	1642	1728	1805	1944
负债和股东权益	2235	2555	2636	2583	2762

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	218	193	14	241	104
净利润	126	18	96	130	166
折旧摊销	56	61	80	96	115
财务费用	-7	9	-2	-8	-12
投资损失	-2	-4	-4	-3	-3
营运资金变动	-40	31	-156	27	-162
其他经营现金流	86	80	-1	0	0
投资活动现金流	-346	-308	-90	-141	-157
资本支出	352	233	16	50	48
长期投资	0	1	2	2	2
其他投资现金流	5	-74	-72	-89	-108
筹资活动现金流	75	317	-80	-160	-152
短期借款	54	20	0	0	0
长期借款	65	6	-97	-88	-89
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	24	398	0	0	0
其他筹资现金流	-68	-137	17	-72	-63
现金净增加额	-41	205	-157	-59	-205

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1228	931	1042	1243	1455
营业成本	882	683	757	886	1018
营业税金及附加	7	4	4	6	7
营业费用	28	21	24	28	32
管理费用	112	118	110	128	143
研发费用	59	60	52	61	70
财务费用	-7	9	-2	-8	-12
资产减值损失	-15	-13	-9	-12	-15
其他收益	10	15	13	13	13
公允价值变动收益	1	0	1	1	1
投资净收益	2	4	4	3	3
资产处置收益	-3	0	0	0	-1
营业利润	142	37	123	171	227
营业外收入	1	1	2	1	1
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	141	36	123	170	227
所得税	15	18	27	40	61
净利润	126	18	96	130	166
少数股东损益	-2	-14	-17	-31	-51
归属母公司净利润	128	32	113	161	217
EBITDA	218	113	203	268	345
EPS (元)	0.24	0.06	0.21	0.30	0.41

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	9.0	-24.2	11.9	19.3	17.0
营业利润(%)	8.1	-74.2	235.3	39.3	33.0
归属于母公司净利润(%)	14.6	-75.3	256.3	42.9	34.8
获利能力					
毛利率(%)	28.2	26.7	27.3	28.7	30.0
净利率(%)	10.4	3.4	10.8	13.0	14.9
ROE(%)	9.3	1.0	5.5	7.2	8.8
ROIC(%)	7.4	1.1	4.1	5.6	6.7
偿债能力					
资产负债率(%)	39.6	33.8	33.2	30.1	31.4
净负债比率(%)	10.2	-0.6	5.1	3.6	9.7
流动比率	3.7	4.4	3.4	3.2	2.5
速动比率	3.0	3.7	2.7	2.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	4.5	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	6.1	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.06	0.21	0.30	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.36	0.03	0.45	0.20
每股净资产(最新摊薄)	2.27	2.92	3.08	3.22	3.48
估值比率					
P/E	68.4	276.9	77.7	54.4	40.3
P/B	7.3	5.6	5.3	5.1	4.7
EV/EBITDA	40.5	76.1	42.7	32.2	25.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 01 月 21 日收盘价

内容目录

1. 精密模具国产领航者，跨界进入医疗及半导体耗材领域	4
1.1 精密塑料“一站式”供应商，业务边界持续拓宽	4
1.2 多因素导致业绩短期承压，产能释放+订单交付有望推动经营改善	5
2. 精密模具地位领先，布局半导体耗材突破进口垄断	9
3. 下游市场空间广阔，医疗器械卖铲人未来可期	14
4. 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测与关键假设	18
4.2 可比公司估值与投资评级	20
风险提示	22

图表目录

图表 1: 昌红科技发展历程	4
图表 2: 公司股权结构（截至 2024Q3）	5
图表 3: 2017-2024Q3 公司营业收入及同比增速	5
图表 4: 2017-2024Q3 公司归母净利润及同比增速	5
图表 5: 2018-2024Q3 公司毛利率及净利率	6
图表 6: 2018-2024Q3 公司期间费用率	6
图表 7: 2017-2023 年公司海内外收入情况（百万元）	6
图表 8: 2017-2023 年公司海内外毛利率情况	6
图表 9: 昌红科技全球化布局情况	7
图表 10: 公司获得了海内外头部企业客户的高度认可	8
图表 11: 模具按成型方法、成型材料、加工精度可分为各种类型	9
图表 12: 2016-2022 年中国模具行业市场规模及同比增速	10
图表 13: 注塑、吸塑和吹塑工艺的特点和应用领域	10
图表 14: 2017-2021 年中国注塑品市场规模及同比增速	11
图表 15: 2017-2021 年中国塑料制品市场规模及同比增速	11
图表 16: OA 覆盖的主要领域与产品	11
图表 17: 2014-2023E 中国 OA 设备市场规模及同比增速	12
图表 18: 公司精密模具及 OA 产品情况	12
图表 19: 2017-2024H1 公司 OA 及模具业务收入情况（百万元）	13
图表 20: 2017-2024H1 公司 OA 及模具业务毛利率情况	13
图表 21: 公司在半导体领域的布局	13
图表 22: 2016-2022 年全球医疗器械市场规模及增速	14
图表 23: 2016-2022 年中国医疗器械市场规模及增速	14
图表 24: 2014-2021 年全球一次性生物实验耗材市场规模及增速	14
图表 25: 2014-2021 年中国一次性生物实验耗材市场规模及增速	14
图表 26: IVD 产业链一览	15
图表 27: 2018-2023E 全球 IVD 市场规模（亿美元）	15
图表 28: 2016-2023 年中国 IVD 市场规模（左轴：亿元；右轴：%）	15
图表 29: 2007-2023 年我国不孕率	16
图表 30: 2019-2026E 中国辅助生殖市场规模及同比增速	16
图表 31: 2015-2021 年中国基因测序市场规模及同比增速	16
图表 32: 公司医疗器械及高分子塑料耗材业务产品概况	17
图表 33: 2017-2024H1 公司医疗器械业务收入及同比增速	17
图表 34: 2017-2024H1 公司医疗器械业务毛利率情况	17
图表 35: 2018-2026E 公司收入拆分	19
图表 36: 2021-2026E 公司期间费用率及预测	20
图表 37: 可比公司估值情况	21

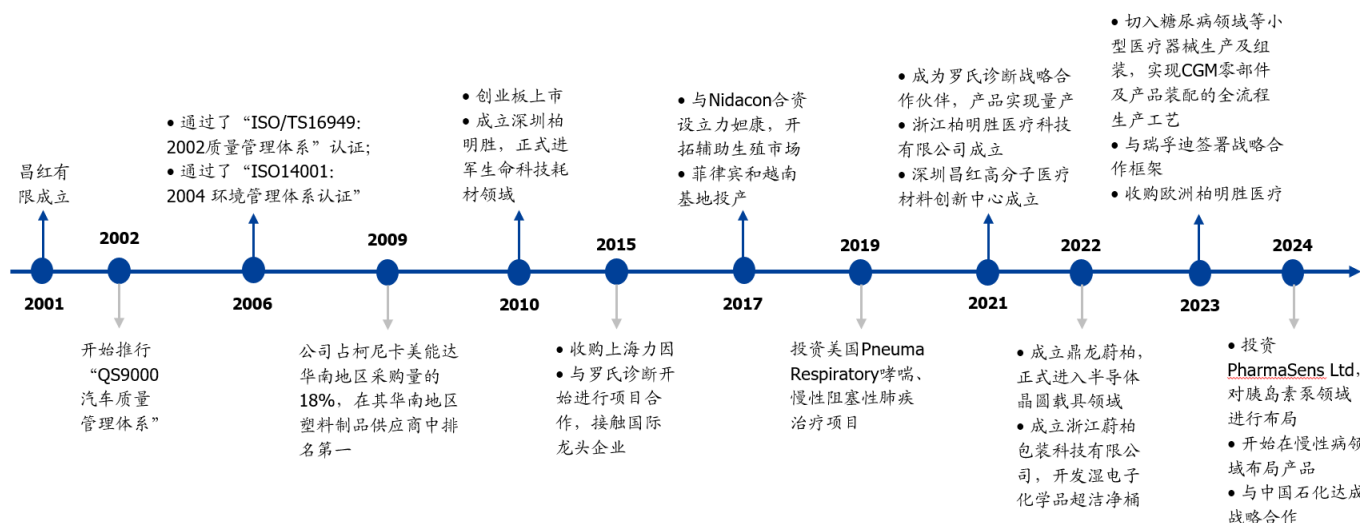
1. 精密模具国产领航者，跨界进入医疗及半导体耗材领域

1.1 精密塑料“一站式”供应商，业务边界持续拓宽

二十余载深耕聚焦模具与注塑业务，横向拓展至医疗及半导体领域，成长边界持续开拓。昌红科技成立于 2001 年，业务涵盖医疗器械及高分子塑料耗材、办公自动化（OA）设备、半导体耗材三大领域，致力于为客户提供从产品设计、精密模具智能化制造、自动化集成、多样化注塑成型的“一站式”服务。公司发展经历如下三个阶段：

- **积累沉淀期（2001-2009）：**聚焦精密模具业务，提升技术实力并积累行业资源，2009 年公司占柯尼卡美能达华南地区采购量的 18%。
- **横向拓展期（2010-2022）：**2010 年公司成立深圳柏明胜，正式进军生命科技耗材领域；2015 年与罗氏诊断合作，打开与国际龙头合作的新局面；2017 年与 Nidacon 合资设立力坦康，开拓辅助生殖市场；2021 年与罗氏诊断成为战略合作伙伴；2022 年成立鼎龙蔚柏，进军半导体晶圆载具领域，自此公司完成了医疗、半导体两大业务的横向布局。
- **业务边界持续拓宽（2023 年-未来）：**2023 年公司切入糖尿病领域，实现 CGM 零部件及产品装配的全流程生产工艺，2024 年进一步布局胰岛素及慢性病领域，业务边界持续开拓。

图表1：昌红科技发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

股权结构清晰稳定，子公司分工明确、高效协同。董事长李焕昌与其妻子王国红为公司实际控制人、一致行动人，截至 2024Q3，二人分别持有公司 38.06%、0.05%的股份，二人合计持有公司 38.11%的股份。公司旗下共有 20 余家子公司，涵盖医疗耗材、器械、模具及 OA 设备的生产，昌红科技与旗下子公司分工明确、运作高效，引领公司长期稳健发展。

图表2: 公司股权结构 (截至 2024Q3)

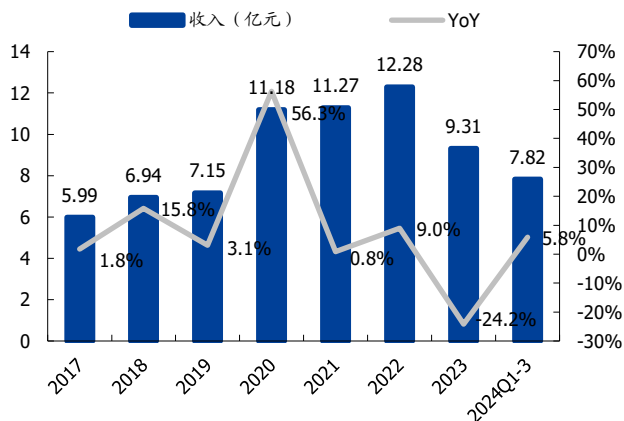


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 多因素导致业绩短期承压, 产能释放+订单交付有望推动经营改善

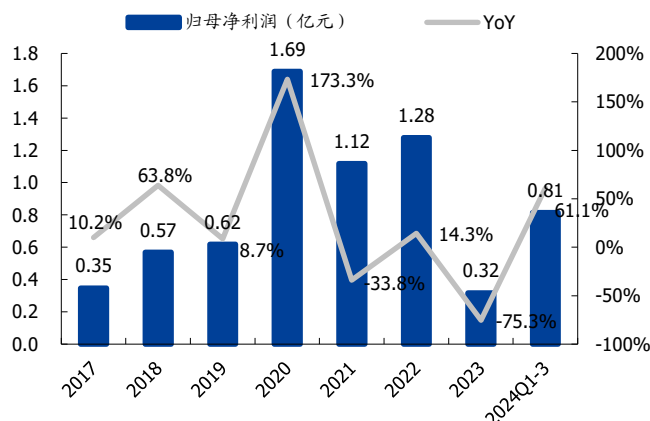
多因素导致业绩短期波动, 产能释放及大订单逐渐交付有望推动业绩改善。2017-2020 年公司业绩稳健增长, 收入由 5.99 亿元增至 11.18 亿元 (CAGR 为 23.1%), 归母净利润由 0.35 亿元增至 1.69 亿元 (CAGR 为 69.5%)。2021-2022 年收入端维持稳健增长, 利润端受突发公共卫生事件及研发投入的影响存在一定波动。2023 年公司实现收入 9.31 亿元 (同比-24.2%), 实现归母净利润 0.32 亿元 (同比-75.3%), 主要受医疗器械市场需求减少、OA 业务搬迁、浙江柏明胜和鼎龙蔚柏投入产出失衡等因素影响。随着医疗领域的项目产能逐步释放, 及半导体领域逐步实现对国内晶圆大厂的批量订单交付, 2024Q1-Q3 公司实现收入 7.82 亿元 (同比+5.8%), 实现归母净利润 0.81 亿元 (同比+61.1%), 看好公司未来业绩的稳健增长。

图表3: 2017-2024Q3 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

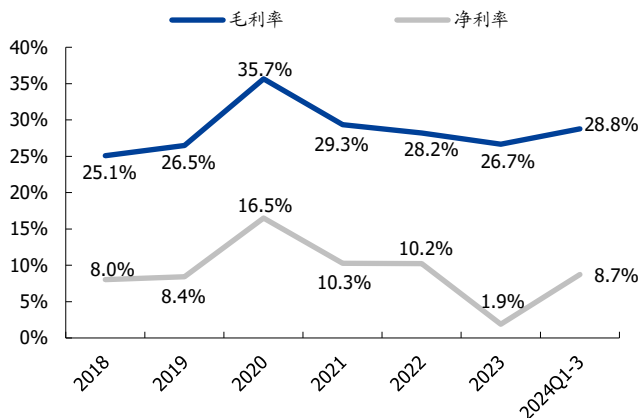
图表4: 2017-2024Q3 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

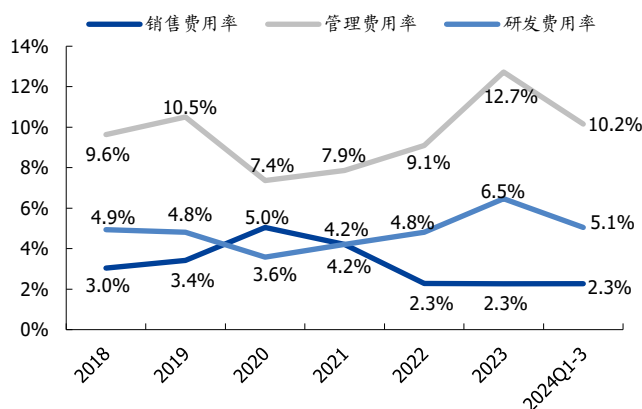
2021 年以来毛利率维持相对稳定，收入规模提升及精细化管理有望驱动期间费用率改善。2020 年受突发公共卫生事件影响，高毛利应急采购产品收入占比提升驱动整体毛利率提升至 35.7%，此后毛利率维持相对稳定。在毛利率提升的带动下，净利率亦由 2018 年的 8.0% 提升至 2020 年的 16.5%，此后在 2021-2022 年回落至 10% 左右。2020-2022 年公司期间费用率维持在 16% 左右，2023 年受折旧摊销和股权激励费用等因素影响，管理费用率和研发费用率有所增长，期间费用率增至 21.5%，导致净利率下滑至 1.9%。随着公司持续升级信息化建设，提升精细化管理水平，销售费用率由 2020 年的 5.0% 下降至 2023 年的 2.3%。

图表5: 2018-2024Q3 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

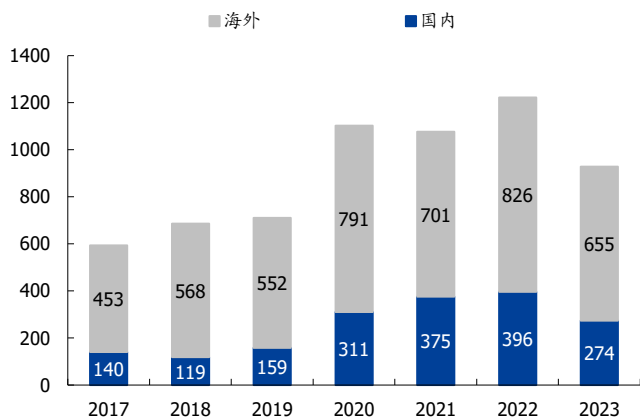
图表6: 2018-2024Q3 公司期间费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

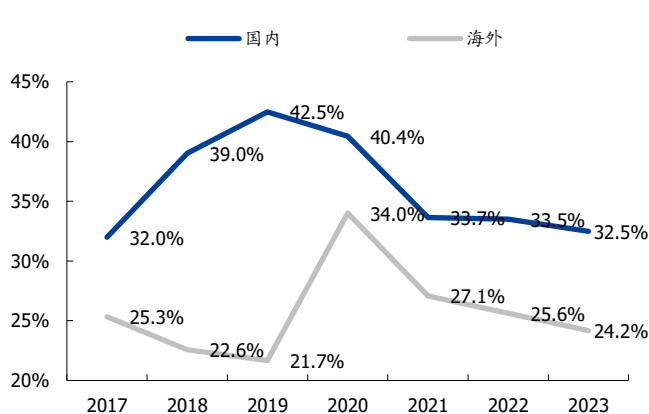
海内外双擎驱动增长，海外业务收入占比自 2017 年以来维持 65% 以上。海外业务是公司主要的收入来源，2017 年以来海外收入占比维持在 65% 以上，国内收入自 2018 年以来快速增长，国内收入占比由 2018 年的 17.3% 提升至 2023 年的 29.5%。海外业务毛利率较国内更低，主要系：1) 高毛利的医疗器械产品在海外收入中占比较低；2) 海外注塑产品、模具产品毛利率更低，是由于海外注塑业务客户产品的附加值更低，同时海外工厂产能利用率更低、原料成本更高。

图表7: 2017-2023 年公司海内外收入情况 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 2017-2023 年公司海内外毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

不断完善全球化供应链建设，为海外各区域提供稳定产能保障。公司总部设在中国深圳，在越南、菲律宾、塞舌尔、香港、瑞士设有 5 家境外子公司，在国内设有 17 家子公司，产品生产主要集中在深圳、河源、浙江、上海、越南和菲律宾的生产基地。公司持续加码生产基地的升级改造，加速国际化产业布局进程：

- 总部华南基地：2023 年 9 月，公司向特定对象发行股票，用于高端医疗器械及耗材华南基地建设项目及总部基地改造升级项目，总部华南基地生产总面积约 4.5 万平

方米。本次项目建设主要用于公司提高华南地区的场地面积，并进一步推动总部研发职能中心的作用；

- 越南昌红二厂: 2023 年 12 月, 通过子公司德盛投资向越南昌红增资 2000 万美元, 用于扩建越南昌红生产基地, 越南昌红二厂将充分保障海外产能, 实现产能布局全球化;
- 欧美生产基地: 公司计划未来 3-5 年内在欧美地区配套建设生产基地, 为全球各区域市场提供稳定的产能保障。

图表9: 昌红科技全球化布局情况



资料来源: 昌红科技公众号, 国盛证券研究所

与多家行业头部企业开展战略合作, 产品服务遍及全球。公司客户已横跨 OA、医疗、半导体等行业, 并与罗氏、迈瑞、赛默飞世尔、西门子、Vitrolife、柯尼卡美能达、理光、斑马等国内外知名品牌客户形成了战略合作关系。公司大力发展医疗耗材业务, 2015 年开始与罗氏诊断进行项目合作, 2021 年双方成为战略合作伙伴, 客户粘性持续加强。

图表10: 公司获得了海内外头部企业客户的高度认可



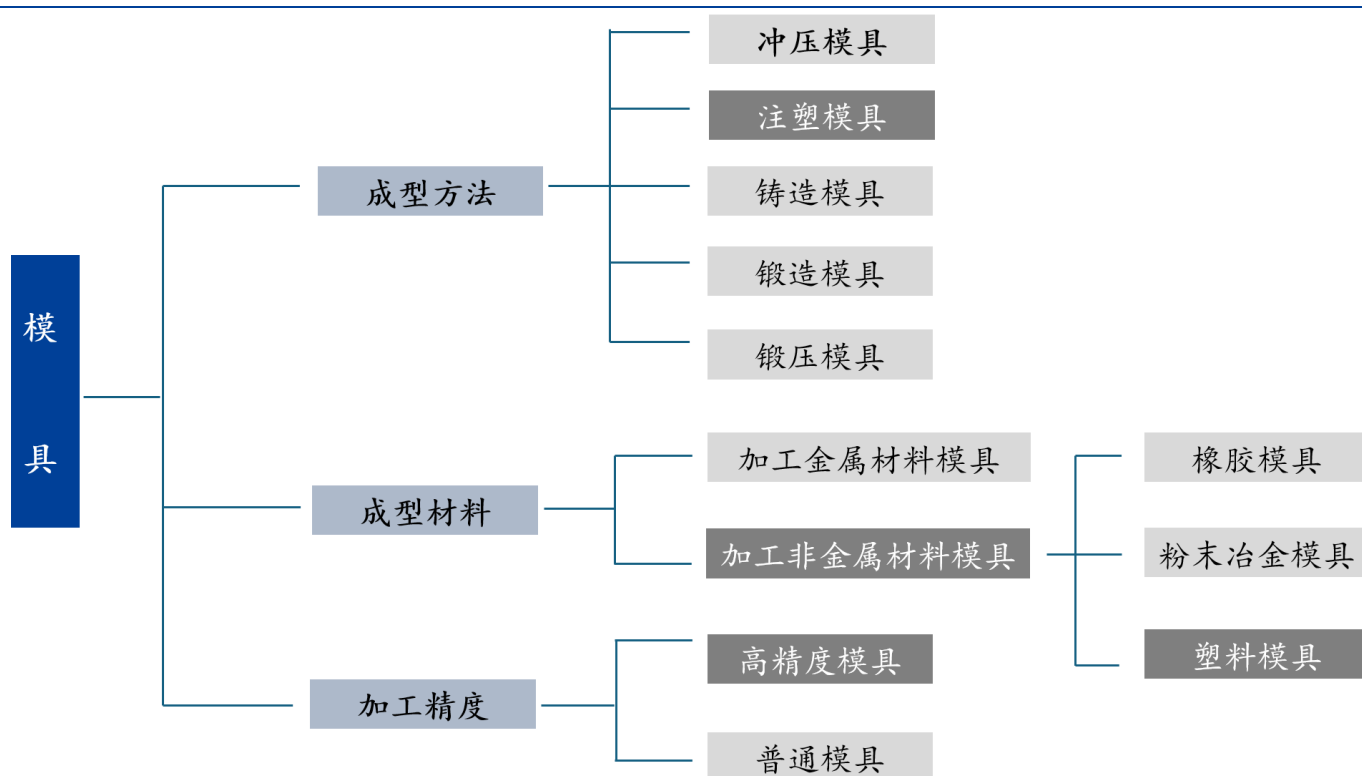
资料来源: 昌红科技公众号, 国盛证券研究所

2. 精密模具地位领先，布局半导体耗材突破进口垄断

模具是“工业之母”，广泛应用于各行各业。模具通常是指在工业生产中通过注塑、吹塑、挤出、压铸或锻压成型、冶炼、冲压等工艺得到所需产品的各种工具，在军工制造、电子制造、汽车制造、建材加工、医疗用品制造、航空航天、轻工、能源等行业中有超过 60%-80% 的零部件都需要依靠模具加工成型，因此模具也被称为“工业之母”。模具种类多样，公司主要的模具产品为加工非金属材料塑料模具，主要采用注塑成型工艺。

- 按成型方法分类：模具可分为冲压模具、注塑模具、铸造模具、锻造模具和锻压模具等；
- 按成型材料分类：模具可分为加工金属材料的模具和加工非金属材料的模具（如橡胶模具、粉末冶金模具和塑料模具等）；
- 按加工精度分类：模具还可分为高精度模具和普通模具，一般认为，模具误差在 $\pm 2\mu\text{m}$ 内的即可称为精密模具。

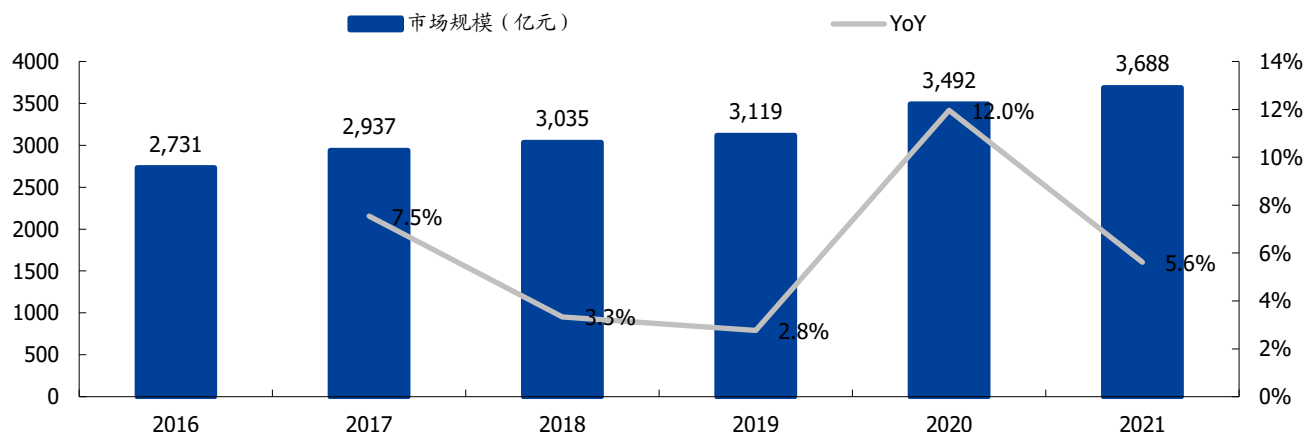
图表11：模具按成型方法、成型材料、加工精度可分为各种类型



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

中国是全球模具产值最大的国家，预计 2026 年模具市场规模达 4445 亿元。20 世纪八九十年代之前，国内没有建立起专门的模具工业门类，模具产能分散在下游工厂的工具厂，专业化水平非常低。九十年代以后，专业的模具厂开始出现，后逐渐涌现出一批较强竞争力的模具企业。随着数控机床技术的大量引进，CAD、CAE 和 CAM 在模具制造中得到推广应用，极大提高了我国模具的生产效率，截至 2023H1 我国已经成为全球模具产值最大的国家。受下游电子设备、家电或汽车等行业改款和更新驱动，模具市场需求庞大。根据智研咨询显示，中国模具市场规模由 2016 年的 2731 亿元增至 2021 年的 3688 亿元（CAGR 为 6.19%）。

图表12: 2016-2022 年中国模具行业市场规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

精密注塑件制造有注塑、吸塑、吹塑三种不同的工艺，注塑工艺具备结构复杂、强度高、精度较高等优势。公司精密注塑件业务主要集中在办公自动化（OA）领域和医疗耗材领域。精密塑料件的制造在将塑胶材料加热为半固态后，可通过注塑、吸塑、吹塑等不同成型工艺加工成特定尺寸的产品。其中，使用注塑工艺的产品具有结构复杂、强度高、精度较高等优势。

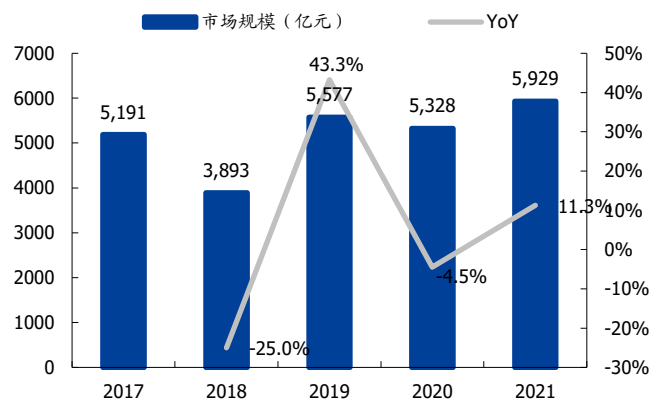
图表13: 注塑、吸塑和吹塑工艺的特点和应用领域

工艺名称	工艺简介及其主要特点	应用领域
注塑	注塑是将塑胶材料熔融，然后将其注入模具，成型冷却；其产品具有结构复杂、强度高、精度较高等特点	消费电子外壳、汽车内饰、医疗注塑配件等
吸塑	吸塑是将平展的塑料硬片材加热后，采用真空吸附于模具表面，成型冷却；其产品具有透明性好、质量轻便、壁厚均匀的特点	玩具包装、广告灯箱等
吹塑	吹塑是将塑胶材料趁热置于对开模具中，通入压缩空气后成型冷却；其产品具有透明性好、密封性好、质量轻便、壁厚均匀等特点	饮料瓶、化工桶、仓库托盘等

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

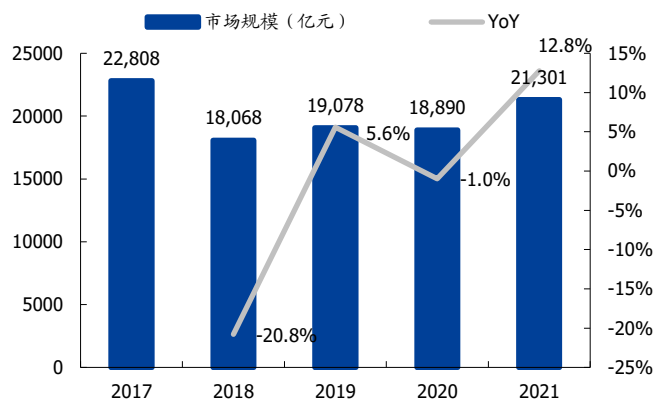
下游需求持续增长，千亿注塑制品行业不断扩容。近年来，由于汽车、建筑、家用电器、食品、医药等产业对注塑制品的需求日益增长，注塑制品在塑料制品中的比重逐年上升，注塑成型技术水平也得到了逐步发展和提高，根据公司公告数据，2017 年中国注塑制品行业和塑料制品行业市场规模为 5191 亿元和 22808 亿元，至 2021 年分别达 5929 亿元和 21301 亿元，注塑品在塑料制品中的占比由 2017 年的 22.76% 提升至 2021 年的 27.83%。

图表14: 2017-2021 年中国注塑品市场规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表15: 2017-2021 年中国塑料制品市场规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

OA 覆盖信息复制、信息处理等多领域，OA 设备中塑料结构件与外观件比重达 55%。办公自动化（OA）是将现代化办公和计算机网络功能结合起来的一种新型的办公方式，办公自动化设备主要包括打印机、复印机、扫描仪、传真机、计算机等，一般由塑料件、五金件和芯片等组成，其中塑料制品主要包括外观件和结构件，其成形方法一般为注塑成形。目前，OA 设备中塑料结构件与外观件的比重已经占到了 55%，并且呈现出逐渐增大趋势，有力推动了精密塑料模具行业的发展。

图表16: OA 覆盖的主要领域与产品

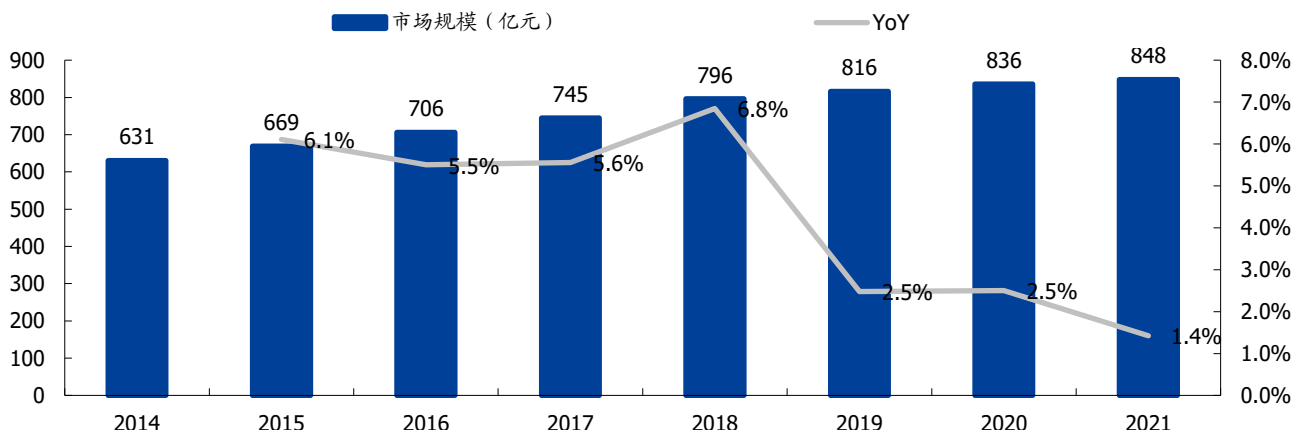
信息复制设备 ➢ 复印机 ➢ 誊影机 ➢ 速印机 ➢ 胶印机 ➢ 电子排版轻印刷系统 ➢ 其他	信息处理设备 ➢ 文字处理机电 ➢ 打字机 ➢ 计算机终端设 ➢ 计算机外部设备 ➢ 光学文字识别设备 ➢ 图形图象处理设备其他	信息传输设备 ➢ 电话 ➢ 传真机电传机 ➢ 信号调制解调器 ➢ 多路控制台局域通信网 ➢ 服务器 ➢ 电传报文设备 ➢ 综合业务通信设备 ➢ 其他
信息储存设备 ➢ 如缩微胶片系 ➢ 光盘文档存取系统 ➢ 视盘存储设备等 ➢ 其他	信息保密设备 ➢ 信号辐射干扰器 ➢ 加密机 ➢ 文件粉碎机 ➢ 其他	办公辅助设备 ➢ 空调机 ➢ 稳压电源 ➢ 电源 ➢ 负离子发生器 ➢ 其他

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中国 OA 设备及耗材市场增长稳健，2021 年市场规模达 848 亿元。中国已经是 OA 设备及耗材的主要生产国，60%以上的复印设备、40%以上的影像打印设备在中国制造，近年来，中国移动设备销售量不断增长，包括手机、移动互联网设备、上网本、便携式消费电子设备等，并且世界 OA 设备主要厂商在中国大量采购部件均使得 OA 设备模具

发展迅速,根据头豹研究院数据,中国 OA 设备市场规模由 2014 年的 631 亿元增至 2021 年的 848 亿元 (CAGR 为 4.32%)。

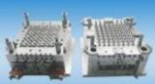
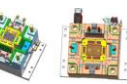
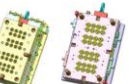
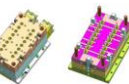
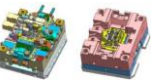
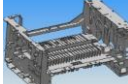
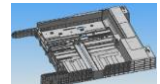
图表17: 2014-2023E 中国 OA 设备市场规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司精密模具研发设计已达行业领先水平, 产品矩阵较为丰富。公司精密模具业务为客户提供从产品设计、模具制造、成型生产到组装的一站式服务, 主要产品涵盖医疗类 64 穴存储试管、中托 (96 孔) 模具、反应杯模具、采血管模具等。OA 业务可提供打印机、复印机等设备的核心精密结构件、引擎部件以及整机组装的专业机械设计和智能制造集成解决方案, 主要产品涵盖打印机主体支架、打印机底座等。

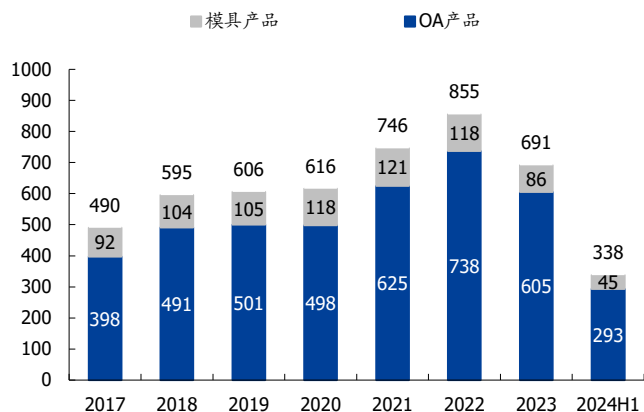
图表18: 公司精密模具及 OA 产品情况

精密模具及OA产品								
精密模具					办公自动化 (OA) 设备			
医疗类64穴存储试管	中托 (96 孔) 模具	反应杯模具	采血管模具	OA打印机主体支架类模具	打印机主体支架	打印机底座	商用打印机给纸托盘	
								
实验室液体存储	医疗耗材包装	医疗耗材	医疗耗材	OA打印机主体支撑	主体支撑	外观与保护主体	商用多种打印纸装纸器	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

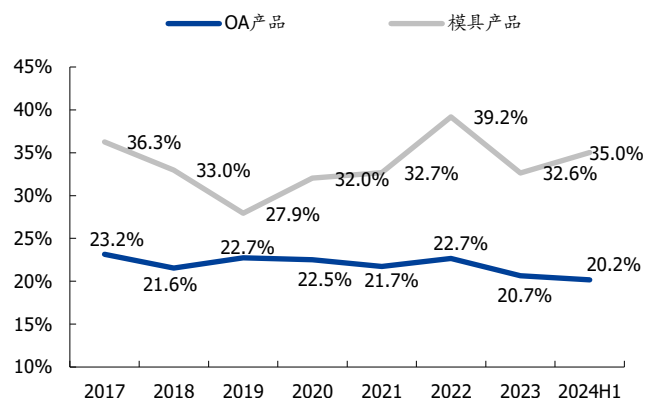
OA 业务是公司的基石业务, 2021 年以来收入占比在 55%以上。OA 产品是公司的基石业务, 2017-2019 年收入占比在 70%左右, 此后随着医疗器械与耗材业务收入的快速增长, OA 业务收入占比逐渐下降, 2024H1 降低至 60.8%。OA 业务毛利率较为稳定, 2017 年以来维持在 20.0%-23.5%之间。

图表19: 2017-2024H1 公司 OA 及模具业务收入情况 (百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

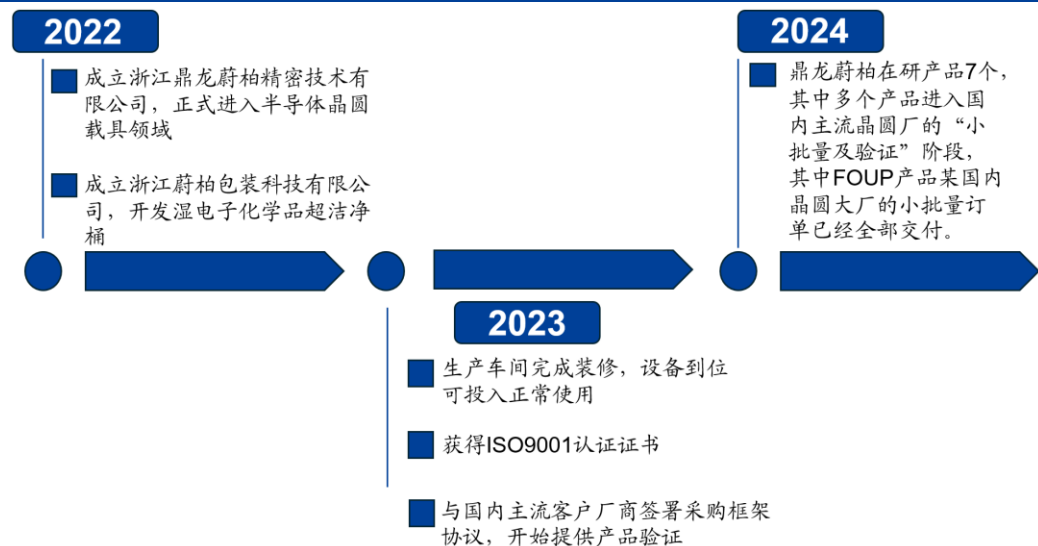
图表20: 2017-2024H1 公司 OA 及模具业务毛利率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

与鼎龙股份联手布局半导体领域，**FOUP** 已获国内晶圆大厂的采购订单。国内 FOUP、FOSB、CMP 等设备耗材由英特格、信越等美日厂商垄断供应，国产替代空间广阔。2022 年公司成立鼎龙柏蔚，正式切入半导体晶圆载具领域，自主研发并掌握了 FOUP、FOSB、CMP 设备耗材等半导体产业链上游关键的材料及部件的核心制备技术。截至 2024H1，公司在研产品 7 个，其中多个产品已进入国内主流晶圆厂的“小批量及验证”阶段，在现有产线全面投产后，年产能将达到 9 万个 12 寸晶圆载具。2024 年鼎龙柏蔚 FOUP 已获得某国内主流晶圆厂商的数百万元采购订单，FOSB 等其他几款产品也研制成功，处于客户验证阶段。随着产品的落地量产及订单的逐步交付，半导体业务有望带来新的业绩增量。

图表21: 公司在半导体领域的布局

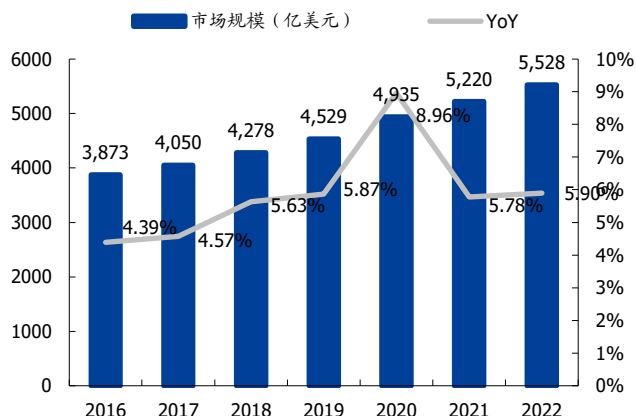


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 下游市场空间广阔，医疗器械卖铲人未来可期

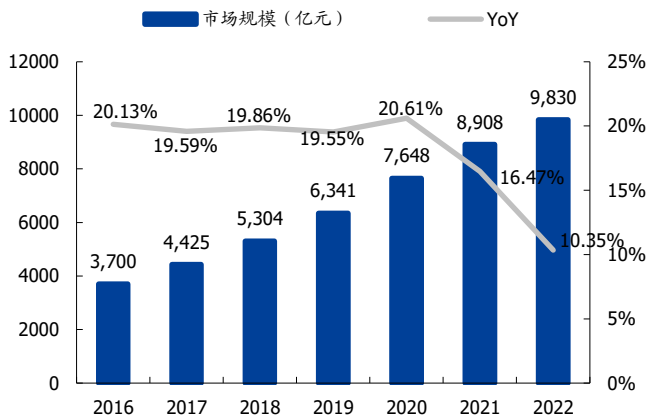
医疗器械市场持续扩容，2022 年中国医疗器械市场达 9830 亿元。随着人口老龄化及慢性病患者数的持续增加，全球医疗器械市场持续扩容，2016-2022 年全球医疗器械市场规模由 3873 亿美元增至 5528 亿美元（CAGR 为 6.11%）。中国医疗器械市场高速增长，2016-2022 年市场规模由 3700 亿元增至 9830 亿元（CAGR 为 17.69%）。从药械比角度看，2023 年中国药械比水平仅为 2.9，与全球 1.4 的平均水平仍有一定差距，中国医疗器械市场仍有较大发展潜力。

图表22: 2016-2022 年全球医疗器械市场规模及增速



资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2023版)》,国盛证券研究所

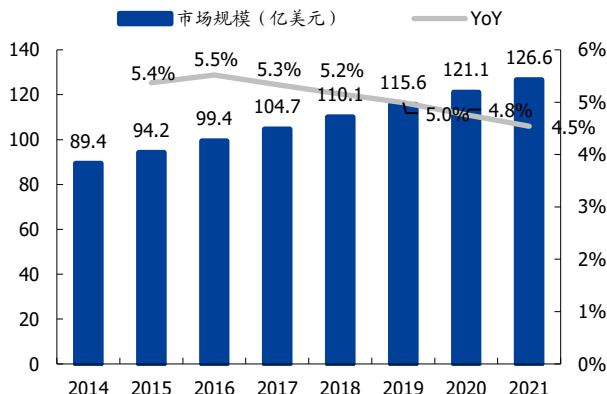
图表23: 2016-2022 年中国医疗器械市场规模及增速



资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2023版)》,国盛证券研究所

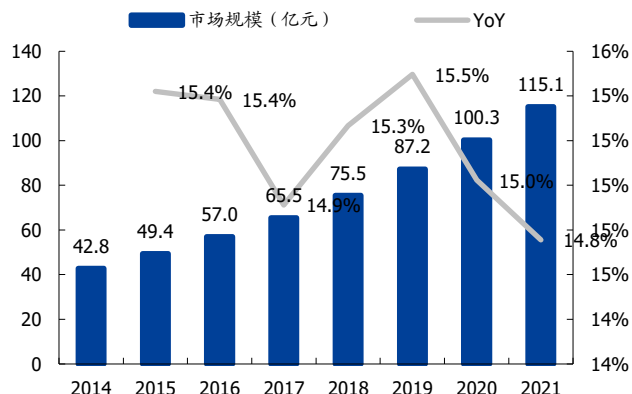
百亿国内一次性塑料生物实验耗材市场高速增长，2014-2021 年 CAGR 达 15.18%。在生命科学研究重视度逐渐提升的背景下，根据观研天下数据显示，全球一次性塑料生物实验耗材的需求日渐增长，市场规模由 2014 年的 89.4 亿美元增至 2021 年的 126.6 亿美元（CAGR 为 5.10%）。中国生命科学领域研究相对欧美国家起步较晚，国内一次性塑料生物实验耗材在全球市场中占比较小，但由于庞大的人口基数与快速增长的生物医药需求，中国生物实验耗材市场高速增长，2014-2021 年市场规模由 42.8 亿元增至 115.1 亿元（CAGR 为 15.18%）。中国一次性塑料生物实验耗材市场基本被进口产品垄断，截至 2020 年底，进口品牌占据市场 90% 以上份额，国产替代空间广阔。

图表24: 2014-2021 年全球一次性生物实验耗材市场规模及增速



资料来源:观研天下,国盛证券研究所

图表25: 2014-2021 年中国一次性生物实验耗材市场规模及增速

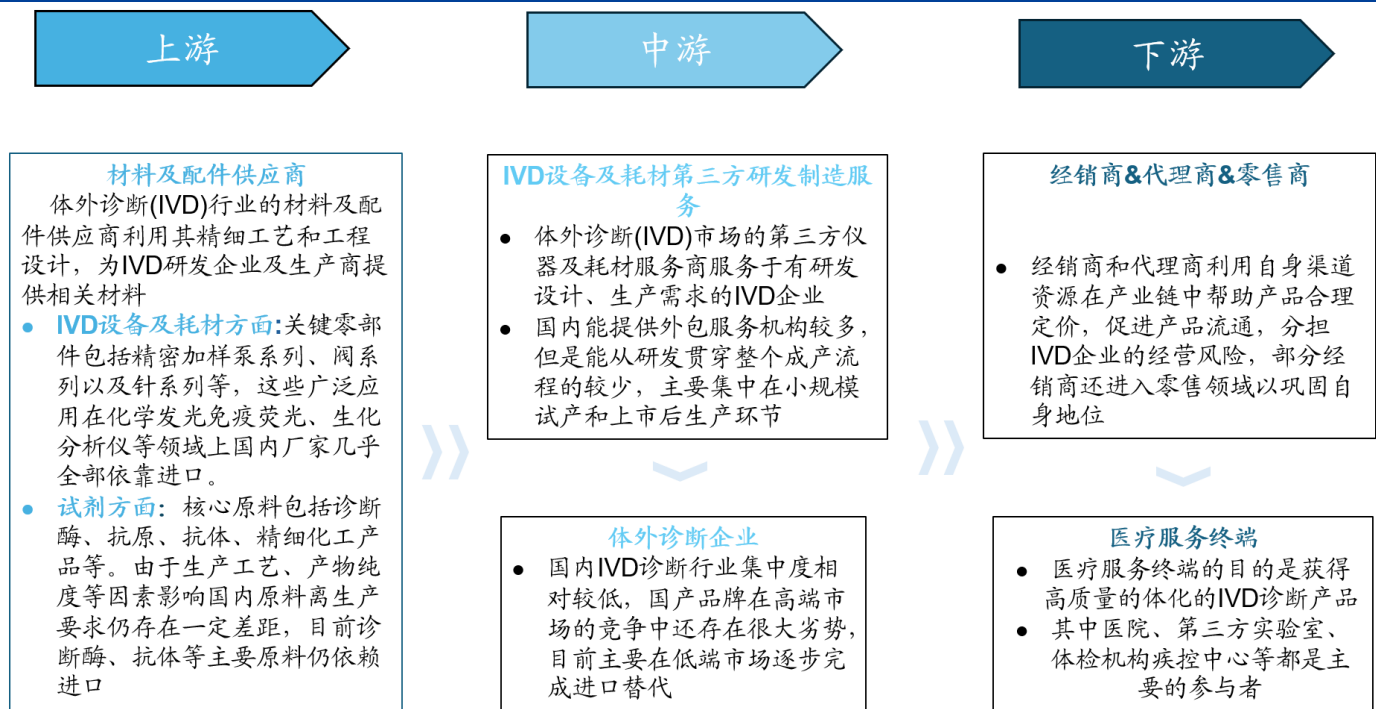


资料来源:观研天下,国盛证券研究所

公司医疗器械及耗材产品涵盖 IVD 上游领域，为 IVD 研发企业提供相关材料。我国体外诊断行业起步于 20 世纪 80 年代，经过近 40 年的发展，逐步建立了完整的产业链，并实现了技术突破。随着我国人口老龄化进程加速、经济水平提升、人民健康意识增强，

对医疗卫生服务的需求大幅提升，为体外诊断行业带来了良好发展机遇。体外诊断产业链上游主要为材料及配件供应商，提供设备的关键零部件及试剂的核心原材料等，产业链中游主要为设备及耗材制造商，产业链下游为经销商医疗服务终端。公司体外诊断相关产品处于产业链上游，包括 PCR8 联管、化学发光反应杯等。

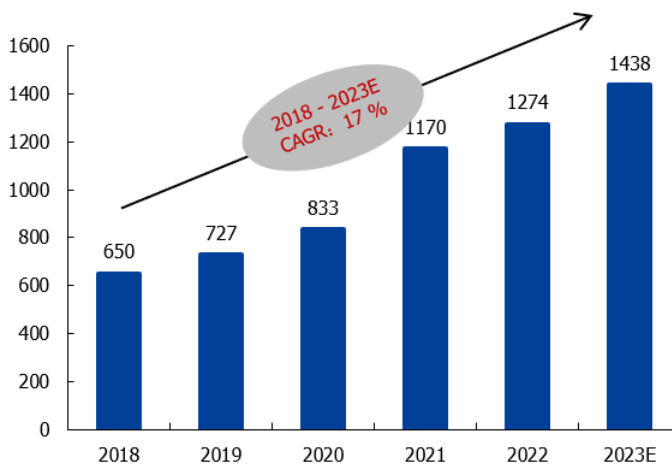
图表26: IVD 产业链一览



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

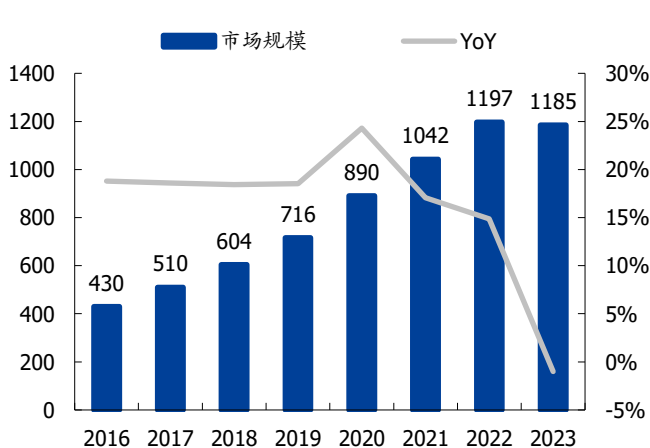
全球体外诊断市场规模已达千亿美元，国内体外诊断市场高速增长，**2016-2023 年 CAGR 达 15.58%**。Kalorama Information 数据显示，受检测需求激增的影响，2021 年起全球体外诊断市场规模显著增长，2022 年已达 1274 亿美元，2018-2023 年 CAGR 为 17.21%。受益于中国人口老龄化、卫生支出费用上升、创新标志物发现、诊断技术更迭、突发性公共卫生事件拉动检测需求等因素驱动，中国体外诊断行业亦保持高速增长。2016-2022 年，中国 IVD 市场规模从 430 亿元增至 1197 亿元，期间复合增速高达 18.61%，千亿市场高速增长。2023 年受医疗行业整顿等因素影响，市场规模下滑至 1185 亿元(同比下滑 1.00%)。随着行业整顿进入常态化，以及医疗设备更新逐步落地，国内 IVD 行业有望恢复高增长态势。

图表27: 2018-2023E 全球 IVD 市场规模 (亿美元)



资料来源: Kalorama Information, 中商产业研究院, 国盛证券研究所

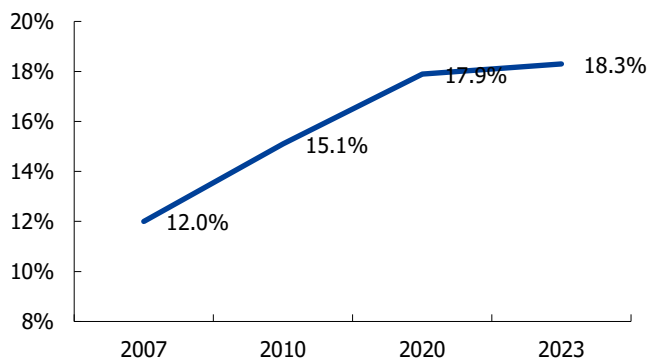
图表28: 2016-2023 年中国 IVD 市场规模 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: 《中国医疗器械蓝皮书》, Eshare 医械汇, 国盛证券研究所

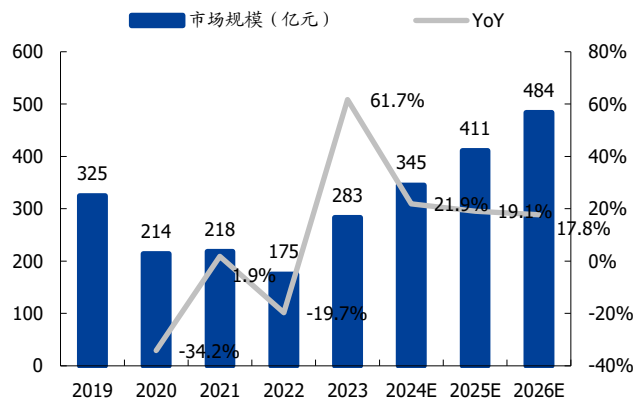
国内出生人口持续下滑，晚婚晚育等因素使得越来越多的家庭面临生育困扰，辅助生殖需求逐渐增大。我国出生人口自 2016 年开始出现持续下滑，2023 年出生人口为 902 万，较 2016 年减少 49%。面对日益严峻的人口形势，我国在 2011-2015 年完成了从放开“双独二孩”到完全放开二孩的政策转变，又在 2021 年放开了生育三胎的限制。人口下滑的重要因素之一是生育力下降，晚婚晚育等因素使得越来越多的家庭面临生育困扰，辅助生殖的需求逐渐增大。根据观研天下数据显示，2023 年中国辅助生殖市场规模达 283 亿元，预计 2026 年将达到 484 亿元，2023-2026 年 CAGR 为 19.59%。

图表29: 2007-2023 年我国不孕率



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

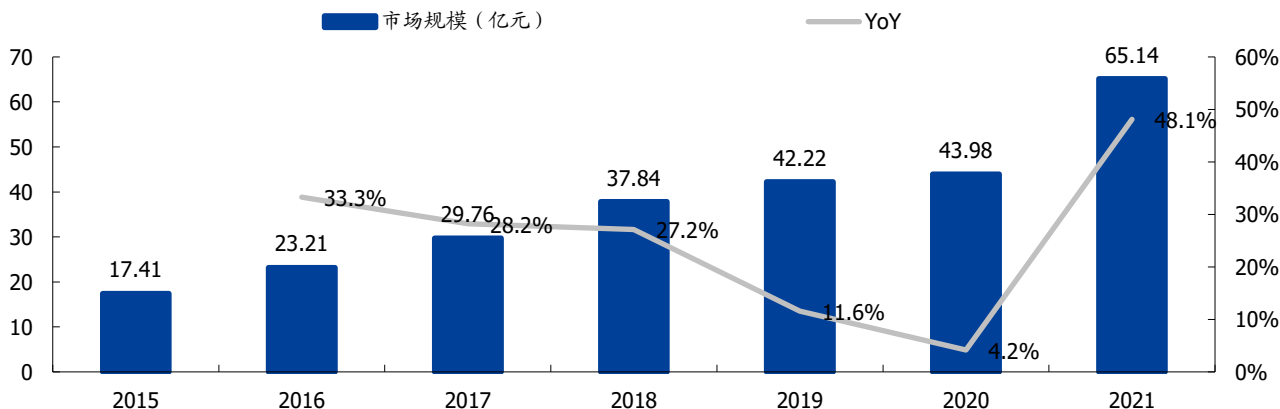
图表30: 2019-2026E 中国辅助生殖市场规模及同比增速



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

基因测序市场高速增长，预计 2030 年市场规模达 303.94 亿元。基因测序的产业链上游是测序仪器、耗材以及试剂供应商，其中试剂和耗材构成了上游供应商的核心利润来源。由于设备、试剂和耗材成本占比较高，因此产业链上游厂商的整体议价能力较强，大部分国内行业中游企业的发展一定程度上受制于国外上游企业。在应用场景不断拓宽、测序能力持续增强等因素的驱动下，公司公告数据显示，中国基因测序市场规模由 2015 年的 17.41 亿元增至 2021 年的 65.14 亿元（CAGR 为 24.60%）。

图表31: 2015-2021 年中国基因测序市场规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司医疗器械耗材业务涵盖生命科学实验室、体外诊断、基因测序、辅助生殖四大领域，已发展成为具有“一站式”服务能力的医疗器械及耗材供应商：

- 在耗材方面，主要为客户提供基因测序全产业链耗材、生命科学实验室耗材、辅助生殖耗材及试剂、体外诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统服务、血液透析耗材；
- 在医疗器械方面，为糖尿病领域客户通过检测、治疗器械等小型医疗器械生产及组装服务，也为试管婴儿、微流控、微创手术机器人等领域的客户提供有关的产品及服务。

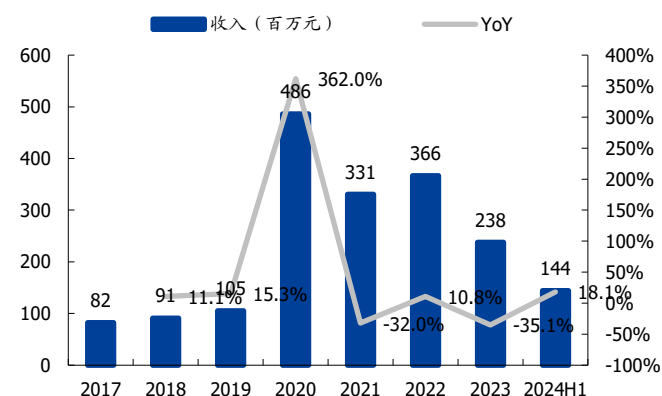
图表32: 公司医疗器械及高分子塑料耗材业务产品概况

基因测序类			医疗器械及高分子塑料耗材				
移液吸头 (Tip)	深孔板	基因存储板	细胞筛	接种环	生命科学实验室类 分子扩散器	PETG培养基瓶	HDPE试剂瓶
用于移液器的一次性适配吸头	用于进行高通量筛选、组合分析等实验	可广泛适用于ELISA实验中的载体	用于实验室细胞培养、杂质过滤、细胞分散、分样等	细菌培养时常用的一种接种工具	用于在琼脂平板表面涂布菌液	适用于长期和低温储存	适用于低温存储
辅助生殖类		辅助生殖显微操作针	体外诊断类		标本采集&处理系统		
培养皿类全系列			PCR8联管	化学发光反应杯	真空采血管	病毒保存管	
捡卵皿、多用途培养皿、胚胎解冻皿、显微操作皿等		剥卵针、持卵针、爆浆内注射针等	主要用于实验室离心过程的液体取样	主要用于临床化学发光分析仪	血清采样管、促凝管、血沉管、血常规管等	主要用于标本的收集、运输、处理和储存等	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

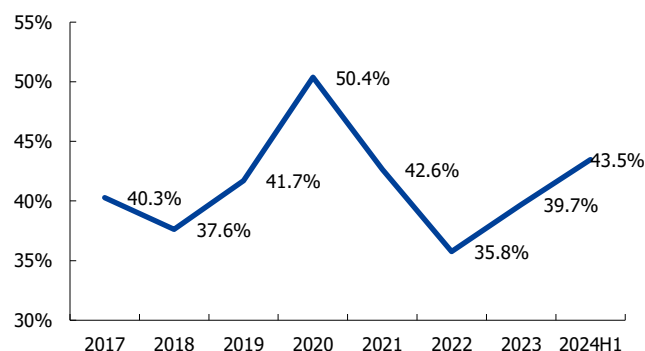
医疗器械业务收入占比持续提升, 2024H1 已达 29.9%。医疗器械业务收入占比由 2017 年的 14.2% 提升至 2024H1 的 29.9%, 2020 年受突发性公共卫生事件影响, 高毛利应急采购产品放量带动医疗器械业务毛利率提升至 50.4%, 此后随着相关影响消退, 毛利率下降至 2022 年的 35.8%。2023 年以来, 受医疗自动线设备毛利率较高、部分产品销售价提升推动, 医疗器械业务毛利率提升至 2024H1 的 43.5%。

图表33: 2017-2024H1 公司医疗器械业务收入及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表34: 2017-2024H1 公司医疗器械业务毛利率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测与关键假设

1、OA 产品与模具业务：受宏观经济环境影响，2024 年 OA、模具业务仍受一定影响，2024H1 二者收入分别同比下滑 12.13%、21.77%，随着 2025 年宏观经济环境改善，两项业务有望恢复稳健增长。我们预计 OA 业务 2024-2026 年的收入增速分别为 5.5%、8.0%、9.4%，毛利率分别为 20.5%、20.8%、21.0%；模具业务 2024-2026 年的收入增速分别为-15.0%、5.4%、5.3%，毛利率分别为 33.6%、34.1%、34.5%。

2、医疗器械：公司医疗器械及耗材业务覆盖生命科学实验室、体外诊断、辅助生殖、基因测序四大领域，2023 年在全球医疗耗材需求萎缩影响下业绩存在短期波动，在医疗行业需求逐步恢复、公司持续开拓医疗客户订单的驱动下，医疗器械业务有望稳健增长。我们预计医疗器械业务 2024-2026 年的收入增速分别为 30.0%、28.0%、26.0%，毛利率分别为 40.2%、40.7%、41.3%。

3、半导体：2024 年半导体业务已产生收入增量，鼎龙蔚柏 FOUP 已获得某国内主流晶圆厂商的数百万元采购订单，FOSB 等其他几款产品也研制成功。随着相关订单逐步兑现，半导体业务有望稳步发展。参考富创精密等可比公司半导体毛利率水平，同时随着产能爬坡和产品放量，毛利率有望逐步抬升。我们预计半导体业务 2024-2026 年的收入分别为 0.20 亿元、0.80 亿元、1.20 亿元，毛利率分别为 24.0%、32.0%、37.0%。

4、其他：其他业务收入占比较低，对公司业绩影响较小。我们预计其他业务 2024-2026 年的收入增速分别为-50.0%、-30.0%、-20.0%，毛利率维持在 35.0%。

图表35: 2018-2026E 公司收入拆分

(除特殊说明外均为人民币百万元)		Historical						Projected		
		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入		694	715	1,118	1,127	1,228	931	1,042	1,243	1,455
	YoY	15.8%	3.1%	56.3%	0.8%	9.0%	-24.2%	11.9%	19.3%	17.0%
成本		520	526	719	797	882	683	757	886	1,018
	YoY	18.4%	1.2%	36.8%	10.7%	10.7%	-22.5%	10.8%	17.1%	14.8%
毛利额		174	189	399	331	347	248	285	357	437
毛利率		25.1%	26.5%	35.7%	29.3%	28.2%	26.7%	27.3%	28.7%	30.0%
1、OA 产品										
收入		491	501	498	625	738	605	639	690	755
	YoY	23.4%	2.0%	-0.5%	25.5%	18.0%	-17.9%	5.5%	8.0%	9.4%
占总收入比例		70.8%	70.0%	44.6%	55.4%	60.0%	65.0%	61.3%	55.5%	51.9%
成本		385	387	386	489	570	480	508	546	596
毛利额		106	114	112	136	167	125	131	143	158
毛利率		21.6%	22.7%	22.5%	21.7%	22.7%	20.6%	20.5%	20.8%	21.0%
2、模具业务										
收入		104	105	118	121	118	86	73	77	81
	YoY	13.4%	0.4%	12.2%	2.8%	-2.8%	-27.3%	-15.0%	5.4%	5.3%
占总收入比例		15.1%	14.7%	10.5%	10.7%	9.6%	9.2%	7.0%	6.2%	5.5%
成本		70	76	80	81	72	58	48	50	53
毛利额		34	29	38	40	46	28	24	26	28
毛利率		33.0%	27.9%	32.0%	32.7%	39.2%	32.6%	33.6%	34.1%	34.5%
3、医疗器械										
收入		91	105	486	331	366	238	309	396	498
	YoY	11.1%	15.3%	362.0%	-32.0%	10.8%	-35.1%	30.0%	28.0%	26.0%
占总收入比例		13.2%	14.7%	43.5%	29.3%	29.8%	25.5%	29.7%	31.8%	34.3%
成本		57	61	241	190	235	143	185	235	293
毛利额		34	44	245	141	131	94	124	161	206
毛利率		37.6%	41.7%	50.4%	42.6%	35.8%	39.7%	40.2%	40.7%	41.3%
4、半导体										
收入								20	80	120
	YoY								300.0%	50.0%
占总收入比例								1.9%	6.4%	8.3%
成本								15	54	76
毛利额								5	26	44
毛利率								24.0%	32.0%	37.0%
5、其他										
收入		7	5	16	51	7	3	1	1	1
	YoY	34.3%	-35.4%	254.0%	215.0%	-86.8%	-61.8%	-50.0%	-30.0%	-20.0%
占总收入比例		1.0%	0.6%	1.4%	4.5%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%
成本		8	2	12	36	4	1	1	1	0
毛利额		-1	2	4	15	2	1	0	0	0
毛利率		-8.7%	52.0%	24.1%	28.7%	34.3%	42.1%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

销售费用率：公司积极拓展海外市场，业务遍及全球多个国家和地区，2023 年设立欧洲柏明胜作为欧洲市场营销中心，海外本土化工作进展顺利。未来公司仍将不断完善全球营销渠道网络，提高国际客户售后服务响应速度，销售投入仍将保持在一定水平，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 2.27%、2.25%、2.23%。

管理费用率：管理费用率将随人员薪酬变化而波动，随着销售收入增长，规模效应下管理费用率有望逐渐改善。同时公司推进信息化建设全面升级，提升精细化管理水平，有望推动管理费用率持续改善。预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 10.60%、10.30%、9.80%。

研发费用率：公司聚焦主业核心技术研发，多项在研产品进入国内主流晶圆厂验证阶段，研发投入未来仍将保持在一定水平。预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 5.00%、4.90%、4.80%。

图表 36: 2021-2026E 公司期间费用率及预测

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4.21%	2.28%	2.27%	2.27%	2.25%	2.23%
管理费用率	7.86%	9.10%	12.72%	10.60%	10.30%	9.80%
研发费用率	4.21%	4.81%	6.47%	5.00%	4.90%	4.80%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

4.2 可比公司估值与投资评级

根据盈利预测模型，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 10.42、12.43、14.55 亿元，对应增速为 11.9%、19.3%、17.0%；归母净利润为 1.13、1.61、2.17 亿元，对应增速为 256.3%、42.9%、34.8%。

公司聚焦精密模具制造，业务横向开拓至医疗高分子耗材及半导体塑料耗材领域，不断打开成长边界。我们选取具备 OA 领域的春秋电子、半导体零部件领域的富创精密、具备实验室一次性塑料耗材业务的洁特生物、IVD 定制化及医用一次性塑料耗材领域的拱东医疗作为可比公司进行分析。

2024-2026 年可比公司平均 PE 为 35X、25X、19X，我们收入拆分模型计算得到昌红科技对应 PE 分别为 78X、54X、40X。

我们认为：

- 1) 公司是国内精密模具制造领域领航者，业务覆盖办公自动化设备、医疗器械及耗材、半导体晶圆载具三大领域。2023 年公司业绩受医疗器械市场需求减少、OA 业务搬迁等多因素影响存在阶段性波动，随着医疗领域项目产能逐步释放，及半导体领域大订单逐渐交付，未来业绩有望实现放量。
- 2) 公司已成为具备“一站式”服务能力的医用耗材供应商，涵盖生命科学实验室耗材、体外诊断、基因测序、辅助生殖四大领域，有望充分受益于医疗行业的快速扩容。2021 年公司成为罗氏诊断的战略合作伙伴，同年浙江柏明胜生产基地落地，2023-2024 年进一步切入 CGM、胰岛素泵等糖尿病领域，公司医疗器械业务前景可期。
- 3) 2022 年公司成立鼎龙柏蔚，正式切入半导体晶圆载具领域，目前子公司已具备批量生产条件。公司多个产品已进入国内主流晶圆厂“小批量及验证阶段”，FOUP 已获得某

国内主流晶圆厂商的数百万元采购订单，FOSB 等其他几款产品也研制成功，正在客户验证过程中。随着产品的落地量产及订单的逐步交付，半导体业务有望打开公司成长边界。

综上，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表37: 可比公司估值情况

证券简称	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603890.SH	春秋电子	55	1.59	2.48	3.57	35	22	15
688409.SH	富创精密	161	2.93	4.35	5.81	55	37	28
688026.SH	洁特生物	19	0.73	0.93	1.17	26	20	16
605369.SH	拱东医疗	46	1.86	2.36	2.96	25	20	16
可比公司算数平均值						35	25	19
300151.SZ	昌红科技	88	1.13	1.61	2.17	78	54	40

资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 数据截至 2025 年 1 月 21 日, 盈利预测来自 Wind 一致预期。

风险提示

行业政策风险：随着医药卫生体制改革的进一步深化，国家相关部门陆续在行业标准、招投标、价格形成机制、流通体系等领域出台了一系列的政策和法规，对医用耗材行业产生了深远影响。如果未来法律法规和行业政策发生重大变化，可能对医疗耗材领域的供求、价格等因素造成影响，获将影响公司业绩。

国际贸易摩擦风险：公司境外收入占比较高，2017 年以来海外收入占比始终维持在 65% 以上。2023 年设立欧洲柏明胜作为欧洲市场营销中心，持续推进海外本土化工作。若海外国家出台加关税等贸易保护政策，将对公司的产品出口造成不利影响。

市场竞争加剧风险：精密模具和注塑制品行业具备较高的市场成熟度，市场竞争较为充分。医疗器械及耗材、半导体晶圆载具市场前景较好，或将吸引更多新玩家加入市场，市场竞争获将愈发激烈，可能对公司业绩造成负面影响。

数据滞后风险：鉴于部分细分领域数据的可得性，报告中模具行业规模、OA 设备规模等数据及其他可能存在滞后的数据仅用于历史复盘，相关预测数据仅供参考，请投资者注意数据滞后的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com