



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

增持 (首次)

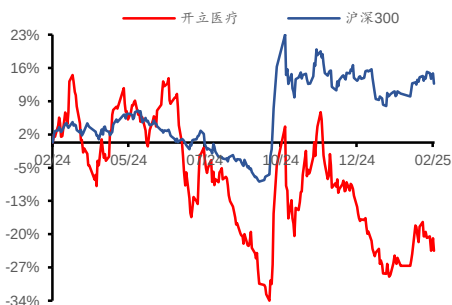
行业: 医药生物
日期: 2025年03月02日

分析师: 尤靖宜
Tel: 021-53686160
E-mail: youjingyi@shzq.com
SAC 编号: S0870524090004

基本数据

最新收盘价 (元)	29.24
12mth A 股价格区间 (元)	25.11-44.10
总股本 (百万股)	432.71
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	126.53

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

“硬核”创新频出，多元化战略成型

——开立医疗 (300633.SZ) 深度报告

■ 投资摘要

多产品线格局初步形成，超声、内镜等产品在细分行业地位稳固。**超声：**公司在整个超声行业具有深厚的技术积累及较好的技术领先优势，是国内少数推出超高端、高端彩超的厂家之一；近年来，公司陆续推出 S60/P60/S80/P80 系列，妇产、全身介入应用方面陆续取得突破，三甲医院的装机量及市占率不断提升。2023 年，公司在全球超声行业排名前十，国内第四。同年，公司海外超声业务在新产品推广、全球学术互动、本地化建设等方面取得较大进步，欧美市场收入实现快速增长。**内镜：**近年公司推出的消化与呼吸内镜产品强势崛起，取得超越部分进口品牌的市场排名；据医招采数据，按销售金额看，2023 年公司软镜市占率达 11.80%，位列国产第一。公司推出的特殊镜种及高端镜种多款为国产首发，填补相关技术领域国内空白。新品 HD-580 系列相较 HD-550 大幅提升图像质量和临床细节表现，已步入持续放量阶段。**外科：**积极开拓产品矩阵，引进经验丰富新团队；提供支持超腹联合、双镜联合、多镜联合等一站式的解决方案，成为公司独特竞争优势。**IVUS：**产品临床效果比肩国际品牌，一经推出即中选省际联盟集采；同时公司正稳步拓展新的心血管相关产品。我们认为，未来在持续高强度的研发投入支持下，公司各产品线竞争力在各自赛道都有望跻身国际前列。

设备更新项目进展如火如荼，趁政策东风开立业绩修复可期。2024 上半年国内医疗设备市场显著承压，大部分领域受反腐影响招投标放缓，医院存在“采购犹豫”情况；据医装数胜，按院端口口径，2024H1 我国医学影像设备及内窥镜市场规模同比下滑均超 30%。2024 年 3 月，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，全国各地纷纷响应，截至 2025 年 1 月 19 日，我国医疗领域设备更新招标公告已披露的预算总金额达 95 亿元，且有逐渐加速的趋势。从各省份采购产品类别情况来看，截至 2025 年 1 月 5 日，采购频率最高的五类产品分别是：超声、CT、MR、DR 和消化道内镜。2023 年，开立彩超和内窥镜及镜下治疗器具两大业务板块收入合计占营收比例超 95%，我们认为，有望充分受益于本次设备更新政策，未来随着大量财政专项资金落实完毕以及设备更新招标项目进展火热，看好市场复苏下公司业绩的持续修复及释放。

■ 投资建议

结合公司 2024 年业绩预告，我们预计公司 2024-2026 年营业收入同比增速分别为-2.10%/20.20%/21.14%；归母净利润同比增速分别为-64.27%/95.71%/51.70%，2025 年 2 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 78/40/26 倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

汇率波动风险；市场竞争风险；新增固定资产折旧风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2120	2076	2495	3023
年增长率	20.3%	-2.1%	20.2%	21.1%
归母净利润	454	162	318	482
年增长率	22.9%	-64.3%	95.7%	51.7%
每股收益（元）	1.05	0.38	0.73	1.11
市盈率（X）	27.84	77.92	39.81	26.24
市净率（X）	4.02	4.09	3.82	3.44

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 02 月 28 日收盘价）

目 录

1. 横纵并拓，多点开花.....	5
1.1 超声+内镜双轮驱动，海内外携手并进.....	5
1.2 业绩短期承压，研发、销售维持高投入.....	6
2. 多线并起，产品版图持续焕新.....	8
2.1 超声：推陈出新，更高端、更专业.....	8
2.2 内镜：撕开重围，全面突破.....	11
2.3 微创外科：步入正轨，开辟第三增长曲线可期.....	16
2.4 IVUS：长期培育，蓄势突破.....	17
3. 盈利预测.....	19
4. 风险提示.....	21

图

图 1：近十年公司发展历程.....	5
图 2：2020~2024H1 公司海外收入、增速及其占比（单位：亿元、%）.....	6
图 3：公司全球七大研发中心布局.....	6
图 4：2020~2024Q1-3 公司营业收入及增速（单位：亿元、%）.....	6
图 5：2020~2024Q1-3 公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）.....	6
图 6：2020~2024H1 公司彩超、内窥镜及镜下治疗器具两大业务收入及增速（单位：亿元、%）.....	7
图 7：2020~2024H1 公司各项业务板块收入占比（单位：%）.....	7
图 8：2020~2024Q1-3 公司销售毛利率及净利率（单位：%）.....	7
图 9：2020~2024Q1-3 公司销售、管理、财务费用率（单位：%）.....	7
图 10：2020~2024Q1-3 公司研发费用及增速（单位：亿元、%）.....	8
图 11：2020~2024H1 公司历年新增医疗器械注册证数量（单位：个）.....	8
图 12：2017~2030E 我国超声设备市场规模及增速（单位：亿元、%）.....	9
图 13：2023 年我国彩超品牌市占率，按销售金额看（单位：%）.....	9
图 14：2024 年第 14 周（4.1 日）至 2025 年第 3 周（1.19 日）我国设备更新招标情况.....	10
图 15：公司超声医学影像产品布局.....	10
图 16：2022 年我国前十大恶性肿瘤发病情况估计——男女合计发病顺位（单位：万例）.....	12

图 17: 日本食管癌、胃癌不同临床分期的五年生存率 (单位: %)

图 18: 2025~2030E 全球各区域软镜市场规模增速

图 19: 2023 年我国软镜系统品牌销售金额市占率%

图 20: 公司内镜诊疗产品布局

图 21: 2019~2024E 我国超声内镜市场规模及增速 (单位: 亿元、%)

图 22: 2019~2024H1 国内超声内镜市场竞争格局变化, 按销售额 (单位: %)

图 23: 2022~2030E 我国微创外科手术量变化

图 24: 2024Q3 我国各品牌硬镜市场份额占比%

图 25: 公司超腹联合产品

图 26: 2023 年公司限制性股票激励计划业绩考核

图 27: 2017~2030E 我国血管内超声 (IVUS) 市场规模 (单位: 亿元)

图 28: 开立 50MHz 单晶宽频 IVUS VS 40/60MHz 传统陶瓷材料 IVUS

图 29: 60MHz 以下冠脉 IVUS 诊断导管省际联盟集采项目中选结果

表

表 1: 开立软镜系统与其竞品部分性能指标对比

表 2: 收入拆分与预测

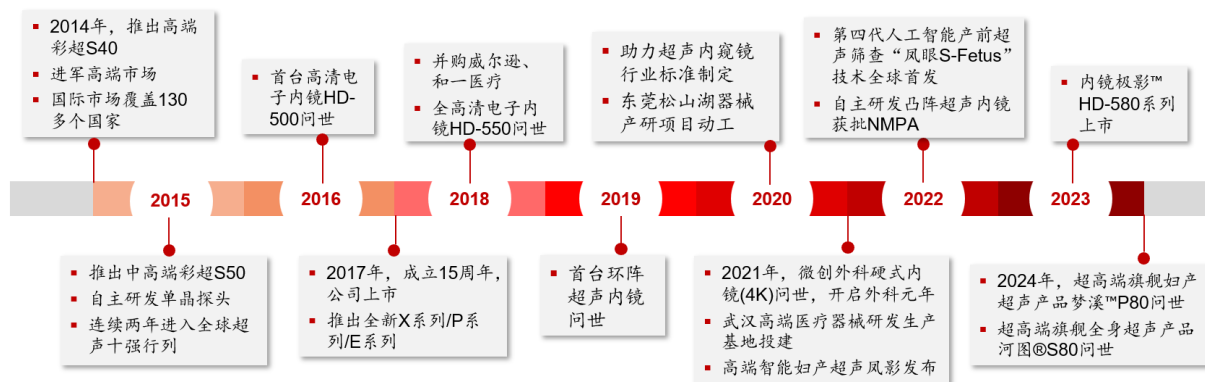
表 3: 可比公司估值比较

1. 横纵并拓，多点开花

1.1 超声+内镜双轮驱动，海内外携手并进

国产超声、软镜龙头，多产品线布局初见雏形。公司2002年成立，致力于研发具备独立自主知识产权、技术水平全球领先的高端医疗器械。经过多年发展，公司已在全球范围内的超声、消化内镜领域已经具备较强的品牌影响力及核心竞争力，并逐渐在微创外科、心血管介入领域崭露头角；产品线逐渐实现从内科到“内科+外科”，从诊断到“诊断+治疗”，从设备到“设备+耗材”的扩张，多产品线发展格局初步形成。

图 1：近十年公司发展历程

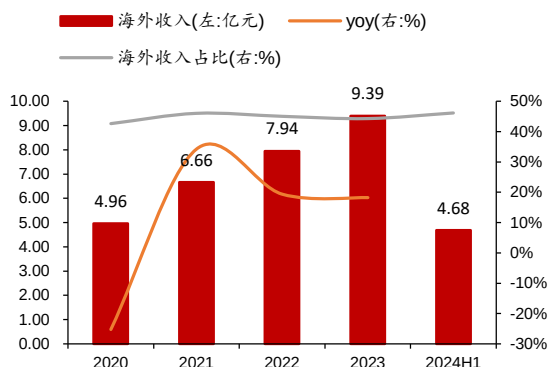


资料来源：公司官网，上海证券研究所

实控人行业经验丰富，股权较为集中。董事长陈志强和总经理吴坤祥为公司的实际控制人及一致行动人；截至2024Q3，两人合计持有公司44.24%的股份，股权较为集中。陈志强和吴坤祥此前均在汕头超声仪器研究所从业数十年，我们认为两人有着深厚的技术积累和敏锐的市场嗅觉，能前瞻性地把握行业的发展方向并制定公司产品发展战略。

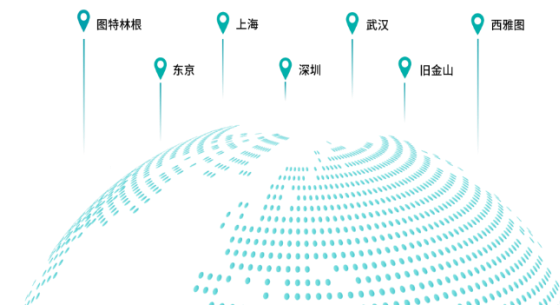
扎根全球，深耕细作。公司自2004年起亮剑海外，截至2023年，公司在国际市场建立了覆盖全球近170个国家和地区的营销网络；并持续加强本地化运营，在海外多地成立分子公司，打造常驻海外的营销和售后服务团队，为产品在海外的销售和推广提供重要支撑，国际营销体系也朝更专业化、体系化的方向不断迈进。近年来，公司海外业务收入保持连续增长，2020-2023年CAGR达23.71%，海外收入占公司总收入的比重接近一半。此外，动物医疗市场作为全球新兴市场，公司针对性的推出动物专用超声产品ProPet系列机型和动物专用一体化内镜产品V-2000，为海外业务的持续增长开辟了新的增长路径。

图 2：2020~2024H1 公司海外收入、增速及其占比
(单位：亿元、%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：公司全球七大研发中心布局

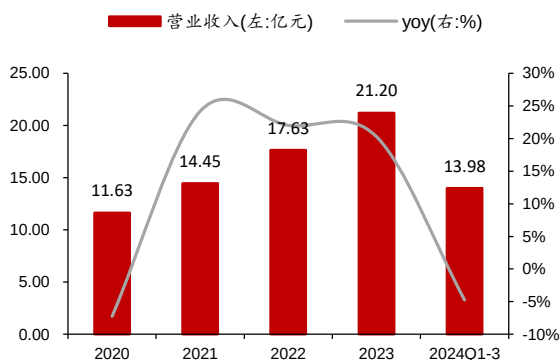


资料来源：公司公众号，上海证券研究所

1.2 业绩短期承压，研发、销售维持高投入

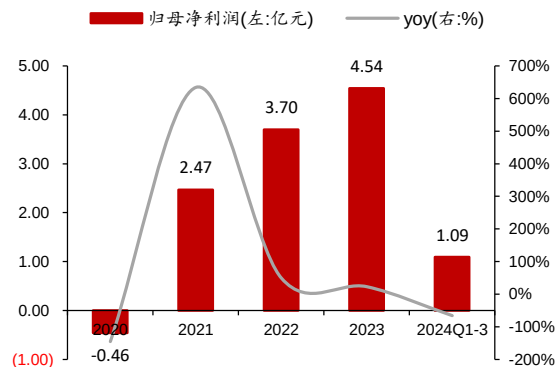
收入、利润双承压，静待设备招采恢复业绩改善。2023 年，公司业绩迈上新台阶；营收首次突破 20 亿元，同比增长 20.29%，归母净利润创历史新高，实现 4.54 亿元，同比增长 22.88%。各项业务细分看，均表现亮眼；其中超声业务平稳增长，内镜业务保持较高增速，外科业务完成整合步入快车道，心血管介入产品 IVUS 中标省际联盟集采。2024 年前三季度，医疗行业整顿及部分医院等待设备更新项目政策落地导致终端医院采购延迟，医疗设备招标活动同比明显减少；据医装数胜数据，2024H1 我国超声设备采购数量同比下滑 20.62%。在此大环境下，公司仍保持战略投入，引进各类研发、销售人才；2024H1 公司新增近三百名员工，相关费用亦有所增长，致使短期利润表现不佳。2024Q1-3 公司实现营业收入 13.98 亿元，同比下降 4.74%；归母净利润 1.09 亿元，同比下降 66.01%。从市场角度看，超声、内镜的诊疗需求并没有减少，医院采购放缓是短期现象；我们认为未来随着设备更新项目落地以及医院采购回归常态化，公司各项业务有望逐步恢复。

图 4：2020~2024Q1-3 公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

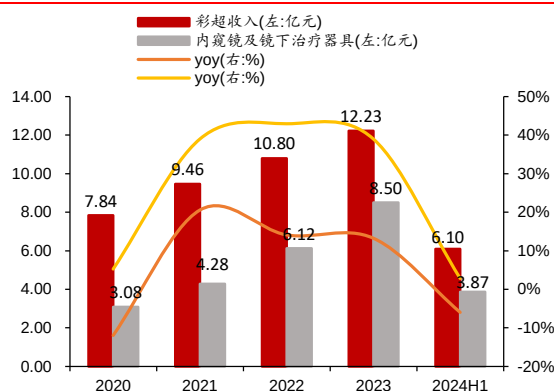
图 5：2020~2024Q1-3 公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

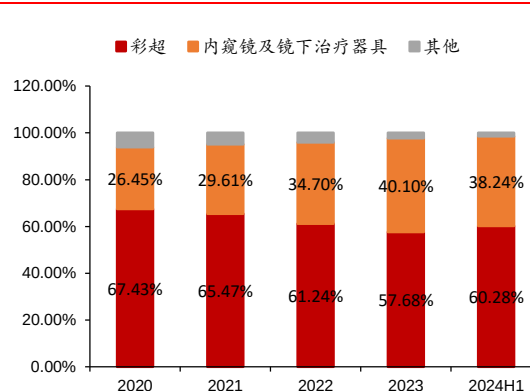
超声稳健，内镜高增。公司是国内较早研发并掌握彩超设备和探头核心技术的企业，彩超技术在国内同行业中处于领先地位，超声产品市场表现突出；作为第一大收入来源，2020-2023年公司超声业务收入CAGR为15.98%，增速稳定。公司2012年切入电子内镜领域，十几年间发展迅速，成为公司业绩增长的关键支柱；2024H1公司在国内消化内镜市场市占排名第三，仅次于奥林巴斯和富士，且市占率还在不断提升。2020-2023年公司内窥镜及镜下治疗器具业务收入CAGR达40.27%，表现亮眼；2024H1其占公司总收入的比重为38.24%，较2020年提升11.79个百分点。

图 6：2020~2024H1 公司彩超、内窥镜及镜下治疗器具两大业务收入及增速（单位：亿元、%）



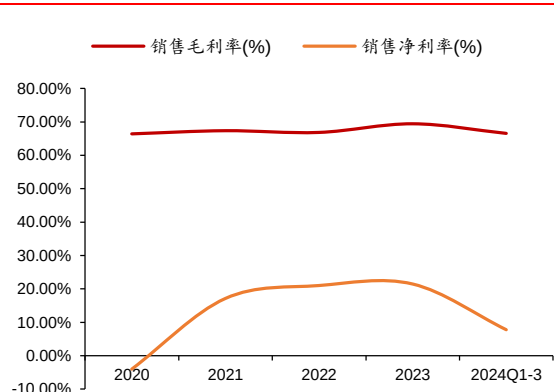
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：2020~2024H1 公司各项业务板块收入占比（单位：%）



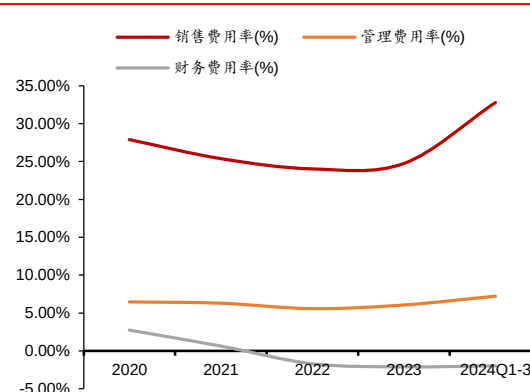
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：2020~2024Q1-3 公司销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：2020~2024Q1-3 公司销售、管理、财务费用率（单位：%）



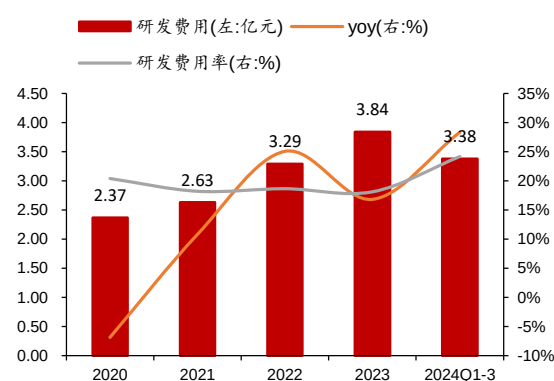
资料来源：Wind，上海证券研究所

费用支出同比大幅增长影响净利率。2020-2023年，公司三费管控得当，毛利率较为稳定，净利率呈现逐步攀升态势。2024Q1-3公司毛利率为66.59%，同比下降2.13个百分点；净利率为7.79%，同比下降14.05个百分点。盈利能力短期显著下滑我们认为主要系公司在行业低谷、收入承压期仍引进各类研发、销售人才，继续

保持对微创外科、心血管介入等新产品线的投入，相关费用支出较高所致。2024Q1-3公司销售费用率和研发费用率分别同比增长8.78个百分点及6.24个百分点。

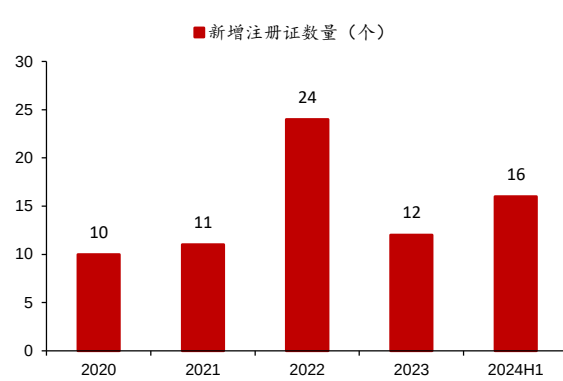
融合全球领先技术资源，持续不断研发投入，保持核心技术优势。公司重视技术创新，建立以产品研发为导向的企业文化，多年来坚持高比例研发投入，在超声和内镜领域取得累累硕果；截至2023年末，公司及子公司共拥有925件境内外已授权专利，同比增长20.44%。2024Q1-3公司研发费用为3.38亿元，同比增长28.33%，研发费用率达24.20%。此外，公司在创立之初即同步布局海外研发中心，目前已经在全球各地设立七大研发中心。

图 10：2020~2024Q1-3 公司研发费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 11：2020~2024H1 公司历年新增医疗器械注册证数量（单位：个）

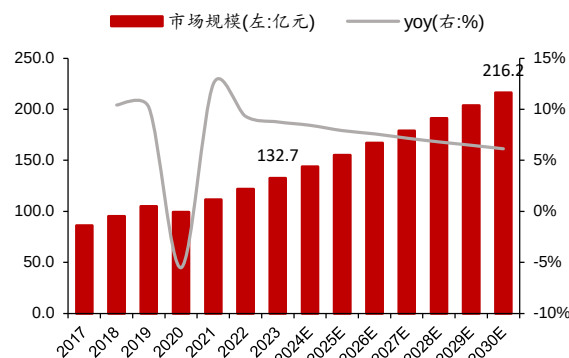


资料来源：公司历年年报，半年报，上海证券研究所（注：仅统计在NMPA、FDA、CE的注册信息）

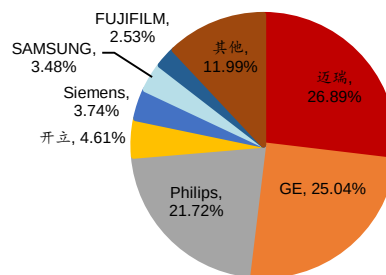
2. 多线并起，产品版图持续焕新

2.1 超声：推陈出新，更高端、更专业

基层扩容与进口替代并行，驱动我国超声市场稳步增长。从全球范围内来看，超声属于一种较为成熟的基础诊断医疗设备，在终端医疗机构装机数量巨大，行业增长较为平稳；据Fortune Business Insights预计，2032年全球超声设备市场规模将增长至175.5亿美元，2024-2032年CAGR为7.3%。在国内，经过几十年的发展，我国超声产品的普及率较高，市场已发展至成熟期，处于增速较为稳定的阶段；据大象研究院预计，2030年我国超声设备市场规模将达到216.2亿元，2023-2030年CAGR为7.22%。未来国内超声市场在高端领域主要是国产企业产品迭代逐步实现进口替代，中低端市场则主要是分级诊疗、医疗新基建等政策下，新医院或新科室扩建带来的需求。

图 12：2017~2030E 我国超声设备市场规模及增速
 （单位：亿元、%）


资料来源：大象研究院，上海证券研究所

图 13：2023 年我国彩超品牌市占率，按销售金额看
 （单位：%）


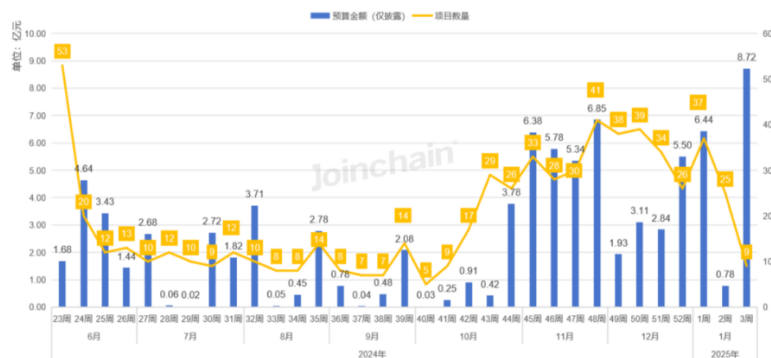
资料来源：医招采，上海证券研究所

开立超声全球前十，国内第四。国际品牌GE、飞利浦、西门子等凭借早期技术积累，在国内市场尤其是中高端超声设备领域占据主导地位；近年来国内企业技术持续进步，在中低端领域市场份额较大，部分头部企业如迈瑞、开立逐步向高端市场发展。2024H1，公司在全球超声行业排名前十，在国内市占排名第四，并不断巩固自身行业地位。

设备更新招标规模持续维持高位，超声、内镜相关企业有望充分受益。自2024年3月国家发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》以来，全国各地纷纷响应；在经过项目审批、采购意向等多个环节，大量设备更新项目开始进入招投标环节。据众成数科，从第40周起设备更新招标项目数量呈现明显上扬态势，并在第44周招标预算金额环比高涨581.03%，此后已连续四周金额突破6亿元；第48周招投标规模再创新高，预算金额高达6.82亿元。2025年首周，设备更新招投标迎开门红，新增招标项目数40个，其中28个项目披露金额，达7.37亿元；截至2025年1月19日，我国医疗领域设备更新招标公告已披露的预算总金额达95亿元。从各省份采购产品类别情况来看，截至2025年1月5日，采购频率最高的五类产品分别是：超声、CT、MR、DR和消化道内镜。

2023年，开立彩超和内镜及镜下治疗器具两大业务板块收入合计占营收比例超95%，有望充分受益于本次设备更新政策。我们认为，未来随着大量财政专项资金落实完毕以及设备更新招标项目进展火热，看好市场复苏下公司业绩的持续修复及释放。

图 14：2024 年第 14 周（4.1 日）至 2025 年第 3 周（1.19 日）我国设备更新招标情况



资料来源：众成数科，上海证券研究所

三年一迭代，产品不断步入更高端。公司超声产品经过20余年的研发及技术突破，在超声产品层面已形成完备的超高、高、中、低不同产品档次。在高端台式超声方面，公司近年来已先后推出S60、P60系列高端彩超，在妇产、全身介入应用方面不断取得突破，三甲医院的装机量及市场占有率不断提升；2023年公司新一代超高端彩超平台S80/P80系列正式小规模推向市场，相比上一代60平台，新平台在通道数、多波束、平面波、单晶探头配置方面有较大进步，具备剪切波弹性成像等高端软件功能，进一步夯实产品竞争力。在便携超声方面，上市的包括X/E系列及S9系列；此外公司已完成高端便携的产品工程化研发，预计2024年推向市场。在兽用超声方面，近年公司已发布S9V/X3V/E3V/E1V系列兽用便携超。

“设备+AI”技术引领革新。2023年公司搭载第五代人工智能（AI）产前超声筛查技术凤眼S-Fetus 5.0完成临床验证，该技术是全球首款基于动态图像对标准切面自动抓取的人工智能技术；基于权威标准切面大数据，可实时全自动精确识别30+切面，一键快速获取13个项目的自动智能测量。

图 15：公司超声医学影像产品布局

■ 台式超声家族



■ 便携式超声家族



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

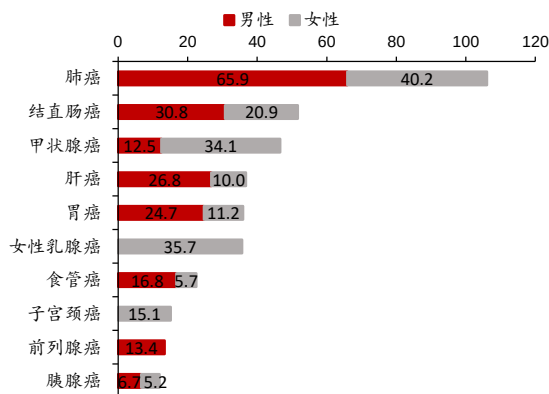
公司单晶探头技术处于国际先进水平。超声探头技术是决定超声系统性能的核心技术之一；目前公司具有国产超声设备厂家最为丰富的超声探头类型，包括线阵、凸阵、相控阵、容积探头、经食道、术中探头、腹腔镜探头等，生产的医用超声探头超过60个型号，具有高密度、高灵敏度、宽频带等特点，临床应用基本覆盖了人体全身各部位器官。在当今超声领域最高端的单晶探头技术方面，公司已经跻身国际一流水平。

高端机型装机海外，加速本土化步伐。2023年公司海外超声业务在新产品推广、全球学术互动、本地化建设等方面取得较大进步。便携超声X系列、E系列，通过多元化渠道扩大了市场空间、用户群体和适用科室，销售额持续增长。搭载全方位AI前沿技术的中高端超声产品进行了迭代升级并全球发布，重磅推出全新的Cupid系列超声解决方案，为公司在海外中高端超声市场、基础医疗市场建立更多的机会。同时公司聚焦超声业界的学术标杆会议，制定了与全球多个专业协会的深度合作计划，国际市场会议推广整体往专业学术化，平台高端化，资源联动转型。并通过加深本地化子公司建设、扩大本地化团队规模、快速导入智能超声新产品等方式，在欧美市场取得快速增长。2024H1，公司多台高端彩超产品进驻西班牙、波兰、德国、意大利等欧盟国家公立医院，覆盖产筛中心、乳腺科、消化内科、重症监护、肌骨科等科室。

2.2 内镜：撕开重围，全面突破

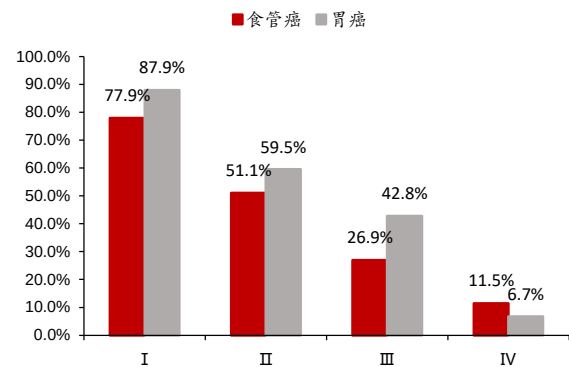
我国消化道肿瘤高发，内镜取活检是确诊的“金标准”。我国消化道肿瘤呈现较高的发病和死亡水平；据国家癌症中心数据，2022年我国消化道肿瘤中的胃癌、结直肠癌和食管癌的发病人数为124.35万人，占我国新发恶性肿瘤病例的比例为25.77%。据中华肿瘤杂志数据，2022年我国恶性肿瘤死亡顺位中，消化道肿瘤在大多数地区居死亡前5位。消化系恶性肿瘤发展进程缓慢，早筛窗口期长、可行性强，而内镜取活检是确诊的“金标准”。以胃癌早筛为例，据《中国胃癌筛查与早诊早治指南(2022,北京)》，胃癌患者的生存时间与其临床诊断发现的早晚密切相关；胃癌早期症状不明显，多数患者在确诊时已处于中晚期，即使接受手术治疗的患者5年生存率仍<30%，而早期患者经过及时治疗5年生存率可>90%。

图 16：2022 年我国前十大恶性肿瘤发病情况估计——男女合计发病顺位（单位：万例）



资料来源：中华肿瘤杂志，上海证券研究所

图 17：日本食管癌、胃癌不同临床分期的五年生存率（单位：%）

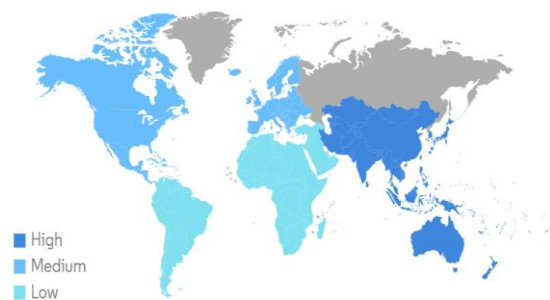


资料来源：立鼎产业研究网，上海证券研究所

肿瘤早诊早治渐成共识，释放内镜诊疗需求。受益于消化系统疾病高发及肿瘤早期筛查逐渐普及，软镜市场规模持续增长。据Future Market Insights数据，2023年全球医用软镜市场规模为89.8亿美元，预计2033年将增长至167.3亿美元，2023-2033年CAGR为6.42%。我国软镜市场受需求与内镜制造技术发展的双轮驱动，已步入快速发展时期。2023年我国医用软镜市场规模为6.3亿美元，预计2033年将达到13.9亿美元，2023-2033年CAGR为8.25%。

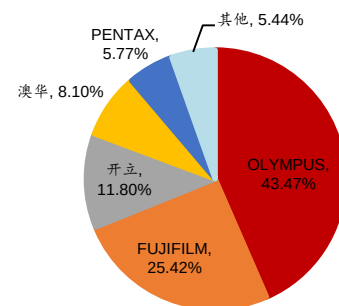
开立突破外资封锁，市占率提升显著。奥林巴斯、富士和宾得三家日企凭借技术及渠道等优势长期垄断国内软镜市场；其中奥林巴斯一家独大，据医招采数据，按销售金额看，2023年其市占率达43.47%。近年来，国产软镜厂商在持续进行技术研发创新及政策扶持下实现零的突破，据医招采数据，2023年开立医疗与澳华内镜的市占率分别为11.80%和8.10%，位列三四。按销售数量看，2023年开立的消化内镜市占率较2021年提升5.69个百分点。

图 18：2025~2030E 全球各区域软镜市场规模增速



资料来源：Mordor Intelligence，上海证券研究所

图 19：2023 年我国软镜系统品牌销售金额市占率%



资料来源：医招采，上海证券研究所

在内镜业务上，公司拥有覆盖多科室应用，满足高端、中端、低端等多层次用户需求的产品系列，并率先提出比较完善的科室综合解决方案。公司于2016年推出高清内镜HD-500系列；于2018年推出全高清内镜HD-550，HD-550在镜体操控与成像方面不输于部分进口品牌，是公司目前在售的主流产品；2022年，HD-550获得FDA批准，公司内镜国际竞争力持续增强；2024年5月，HD-550已进入国内超过400家三级医院，临床评价较高。2023年，公司推出HD-580系列及国内首款支气管内窥镜用超声探头UM-1720；HD-580相对HD-550大幅提升了图像质量和临床细节表现；而UM-1720的突破性则在于其插入部最小外径仅1.4mm，可深入靠近病灶，且该产品还适配市场上常规1.4mm以上钳道支气管镜、外周支气管引导活检等，探头转速更是高达900转/分钟，可呈现更多病变细节。

HD-580系列具有更为优异的性能和临床表现，有望成为新的旗舰内镜产品。对比传统高清内窥镜，HD-580实现：1）超高清图像显示，能够提供更高的分辨率，显示出更为清晰、细腻图像；2）远景亮度的提升，进一步优化了内镜视野；3）通过AI图像降噪技术，有效减少了噪点和颗粒；4）应用六种不同的染色模式，使病灶更易被发现；5）与放大内镜、超声内镜、十二指肠镜以及超声小探头等产品都能够兼容。国内目前有约3000家三级医院，公司仅进入10%左右，未来进步空间较大，我们认为HD-580有望带领公司软镜业务持续增长。

图 20：公司内镜诊疗产品布局



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

自研多LED冷光源+双染色图像处理技术，筑牢产品护城河。对于内镜来说，光源的光谱自由度、稳定性、耐久性关乎产品性能的关键要素之一。开立相继推出了VLS-50系列双波长LED光源及VLS-55系列四波长LED光源，具有更高的光谱自由度和更长

的光源使用寿命（平均使用寿命大于20000小时）。在图像处理技术上，公司于2019年推出了两种自主研发的特殊光成像技术——SFI（聚谱成像）和VIST（光电复合染色成像）技术，让HD-550的图像清晰度及光学染色功能达到了新高度，开立也成为国内首家拥有双染色技术的内窥镜企业。

高端多镜种突破，填补国产空白区。此前国产软镜与进口品牌的技术差距主要体现在光学技术、镜体操纵性与视野范围三个方面，分别对应光学放大、可变硬度与视场角等性能指标。开立历经多年研发，在多个关键技术上实现突破。2022年，公司在消化科推出超细胃肠镜、光学放大胃肠镜、刚度可调结肠镜、超声内镜等特殊镜种和高端镜种，其中多款产品为国产首发，填补相关技术领域国内空白。其可变焦内镜EG-550Z可实现85倍的图像放大倍率，能对3mm物距内的病灶细节进行放大观察。超细结肠镜EC-P550S外径仅有9.5mm（普通结肠镜外径12.5mm），对于肠腔良性狭窄或恶性肿瘤所致的狭窄的患者具有明显优势。2023年，公司对以上高端产品进行了打磨升级和量产化，尤其是光学放大内镜、超声内镜，产品稳定性和供应量快速提升。

表 1：开立软镜系统与其竞品部分性能指标对比

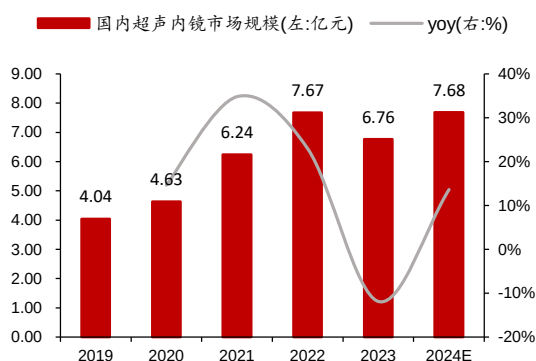
性能指标	说明	奥林巴斯	澳华内镜	开立医疗
光学放大	可将病灶区图像进行无像素损失的放大，对于医生的筛查诊断具有重要意义	EC 内窥镜拥有 520 倍光学放大，可实现细胞水平的体观察	4K 超高清放大内镜可以在不需要缩放的情况下呈现达到 500 万像素的真实有效图像	2022 年推出可变焦内镜 EG-550Z，具备光学放大功能，实现对 3mm 物距内的病灶细节进行放大观察及 85 倍的图像放大倍率
可变硬度	通过旋转内镜软硬度调节环提升软镜灵活性，以适应不同病人的病理需求并满足医生的不同操作偏好	智能弯曲技术、可变硬度技术运用到镜体上，将柔软度大大升级	AQ-300 搭载了可变硬度肠镜	2022 年推出国内首条带有刚度可调和精确传导功能的 EC-P560 系列电子下消化道内窥镜
视场角	视场角的大小决定了光学仪器的视野范围，视场角越大，视野就越宽阔	170 度宽视野角度已应用于 EVIS LUCERA ELITE 290 系列所有结肠镜；宽视野角度内镜可点亮图像周边及 30 度更宽视野	AQ-300 标配有 170 度超大广角肠镜	与 HD-580 系列主机（2023 年获批上市）一同推出的全新系列内镜，胃镜视野角可达 145 度，肠镜具有 170 度视野角大视野
钳径比	大钳道与操控性、灵活性有强关联性；小直径则与患者舒适性及手术方案选择息息相关；钳道越大，镜身越细，钳径比就越优越	推出多款电子支气管镜，并具有不同尺寸的外径与钳道内镜参数，其中 BF-MP290F 在 3.0mm 的外径之下搭配了 1.7mm 的钳道，性能出色，钳径比极高，应用场景灵活	支气管镜 VBC-T50 参数十分亮眼，仅 4.9mm 的外径下搭载了 3.0mm 的大钳道，钳径比高达 61%	与普通结肠镜 12.5mm 的外径比较，推出的超细结肠镜 EC-P550S 外径仅有 9.5mm；对于肠腔良性狭窄或恶性肿瘤所致的狭窄的患者，具有明显优势

资料来源：立鼎产业研究网，澳华内镜公众号，澳华内镜投资者关系活动记录表，开立医疗产品注册获批公告，思宇 MedTech，奥林巴斯中国公众号，真不同医疗器械，上海证券研究所

全球第四，国内首家；2024H1开立超声内镜市占率跻身前三。

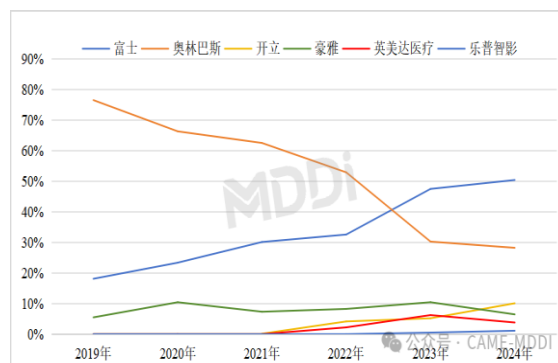
超声内镜结合光学内窥与超声成像，既可观察黏膜表面形态，又可获取体腔各层结构特征；其伸入体腔探测，声回路短、声衰减小，提升了细小病灶发现能力，已成为消化道、呼吸道及肝胆病变诊疗的重要工具。据医装数胜预计，2024年我国超声内镜市场规模将达到7.68亿元，2019-2024年CAGR达13.7%；消化道内镜中超声内镜销售额占比约为7%-8%。目前，公司环阵超声内镜EG-UR5及凸阵超声内镜EG-UC5T均已获得NMPA和CE批准，产品综合性能达到同类产品国际先进水平；是继奥林巴斯、富士与宾得日本三大内镜厂商之后，全球第四家掌握超声内镜关键技术的企业。公司两款产品各有不同的功能优势，EG-UR5的管状结构可以在体内进行360度的查看；而EG-UC5T则主要具备穿刺、造影的功能。据医装数胜数据，2024H1公司在国内超声内镜市场占有率超过豪雅，首次跻身前三；此外，公司超声内镜在海外推广三年以来，截至2023年已取得25+国家的销售和装机。

图 21：2019~2024E 我国超声内镜市场规模及增速
(单位：亿元、%)



资料来源：医装数胜，上海证券研究所

图 22：2019~2024H1 国内超声内镜市场竞争格局变化，按销售额 (单位：%)



资料来源：医装数胜，上海证券研究所

软镜4K大势所趋，开立相关产品上市在即。即使是高达百万级别的医学影像成像，在面对临床内镜下取活检、精度要求高的手术等情况时，仍然呈现较大的局限性；在硬镜4K已是标配的情况下，软镜4K可谓是大势所趋。2020年4月，奥林巴斯宣布推出EVIS X1内窥镜系统（欧洲与亚洲部分区域上市）；2023年5月，EVIS X1和其他两款兼容的胃肠道内窥镜获得FDA批准；根据奥林巴斯2025财年一季报，EVIS X1销售势头强劲，在北美实现62%的增长。2022年11月，澳华内镜上市了全新一代4K超高清内镜系统AQ-300，成为国内首家推出4K软镜的企业，2023年澳华营业收入同比增长52.29%。开立计划于2025H1发布全新4K超高清内镜系统，搭载更多先进内镜成像功能，适配多款全新一代自研高操控

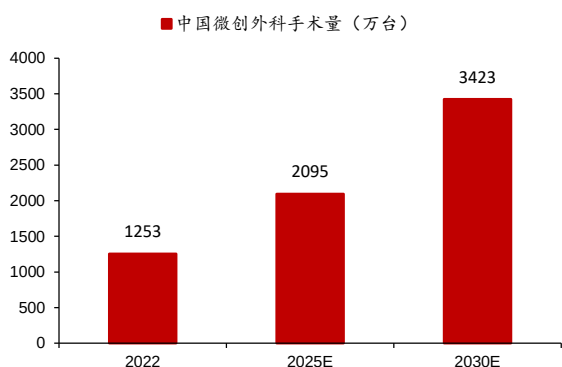
请务必阅读尾页重要声明

性胃肠镜和超细支气管镜，并全面兼容550系列内镜。

2.3 微创外科：步入正轨，开辟第三增长曲线可期

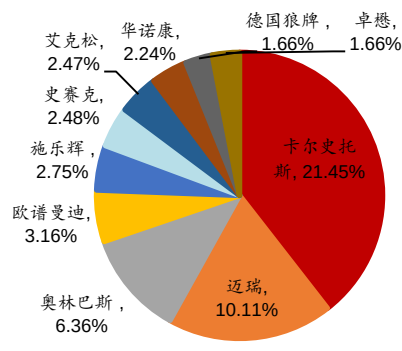
全球微创外科市场规模超百亿美元，微创外科业务也是医疗器械巨头业务中的核心板块。微创外科手术（MIS）被公认为外科发展的里程碑，通过较小切口或自然腔道建立手术通道，借助医用硬镜、操作手术器械，对病变部位实施手术治疗。据弗若斯特沙利文预计，2030年我国微创外科手术量将增长至约3423万台，2025-2030年CAGR为10.3%。据蛋壳研究院综合专家访谈、行业公开数据测算，2024年美国MIS渗透率超80%，而同期我国渗透率超40%，仍存在一定差距。长期以来，在国内外科腔镜领域，德国、日本和美国的老牌硬镜厂家稳居行业前列，目前市场格局已有所变化，部分国产硬镜品牌的市场份额增长较快，呈现出赶超进口品牌的趋势。

图 23：2022~2030E 我国微创外科手术量变化



资料来源：沙利文，上海证券研究所

图 24：2024Q3 我国各品牌硬镜市场份额占比%



资料来源：MDCLOUD，上海证券研究所

硬镜摄像系统技术壁垒较高，公司产品出新速度快，性能优越。外科硬镜摄像系统是“光、机、电、软、算”等多种技术的综合体现。2019年，公司凭借在消化内镜领域的技术积累，快速推出第一款全高清腔镜摄像系统SV-M2K30。此后，公司的硬镜摄像系统以每年一款新产品的速度稳健发展，相继推出SV-M4K30超高清白光摄像系统、SV-M4K40超高清近红外荧光摄像系统，这些产品已覆盖腔镜市场的主流产品类别；其4K近红外荧光摄像系统能够在白光与荧光成像模式之间反复切换而不虚焦，荧光显影效果自然，使得在荧光模式下进行长时间手术也不产生视觉疲劳。2023年，公司再次展现创新实力，推出了SV-M4K100系列4K超高清多模态摄像系统和精卫II系列全高清软硬镜一体摄像系统；这两款摄像系统的推出不仅将外科平台的兼容性从单一的硬镜扩展到兼容软镜信号管理，而且为多模态综合解决方案奠定坚实的基础。

公司预计将于2025H1发布新一代高端腔镜摄像系统，支持4K超高清白光成像、荧光成像和3D成像，进一步提升腔镜手术治疗精准度和手术效率。

三重竞争优势有望促进公司微创外科业务快速发展、占据领先地位。1) **产品种类齐全**：已推出2K、4K白光硬镜系统、4K荧光硬镜系统，硬镜产品在国产品牌中性能突出；硬镜镜体、微创外科配套产品系列正在不断丰富，自主研发的10mm胸腹腔镜、国内首款流量高达52L/min气腹机等产品已获批上市并实现量产销售；截至2024H1，还有多个外科周边设备、外科手术器械产品处于研发管线中，通过多种产品组合，打造外科手术室的整体解决方案。2) **一站式的解决方案**：作为国内唯一一家同时具备腔镜、超声和内镜完全自主研发实力的公司，可提供支持超腹联合、双镜联合、多镜联合等一站式的解决方案，成为公司在微创外科领域的独特竞争优势。3) **强强联合**：公司于2023年引进具有丰富外科营销和运营经验的团队，新团队对外科产品的临床需求具有深刻理解；同年公司为微创外科业务团队员工制定股权激励计划，设定业绩考核目标A，24-26年公司在中国大陆地区外科业务总收入分别不低于1.45/2.50/4.00亿元。2023年，公司硬镜产品收入增速不高，但在医院端装机情况良好，临床接受度较高。

图 25：公司超腹联合产品



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

图 26：2023 年公司限制性股票激励计划业绩考核

归属期	业绩考核目标A	业绩考核目标B
	公司归属系数100%	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

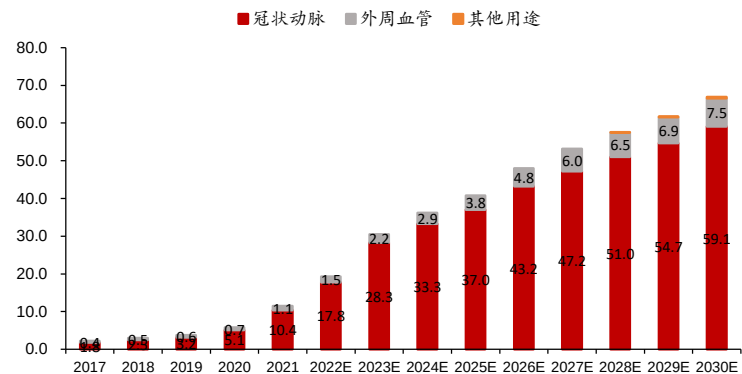
资料来源：2023 年公司限制性股票激励计划，上海证券研究所

2.4 IVUS：长期培育，蓄势突破

IVUS成为精准介入的“金标准”，我国PCI中IVUS的渗透率显著攀升。目前我国心血管病死亡占城乡居民总死亡原因的首位，PCI是当前缺血性冠心病患者的主流治疗方法。IVUS指导的支架置入能够降低主要不良心血管事件，改善预后，在复杂病变介入治疗中优势尤为明显，获得欧美和中国权威临床医学指南推荐。日本在PCI中应用IVUS的比例接近90%，韩国应用比例超过80%，其中以冠脉介入治疗闻名全球的韩国Asan医学中心在左主干治疗

中IVUS渗透率已接近100%。我国IVUS在PCI介入手术中的渗透率近年来显著攀升，2022年达到15%，但仍存在较大的提升空间。据弗若斯特沙利文预计，我国IVUS市场规模有望从2021年约11.5亿元增长至2030年约66.9亿元，CAGR为21.6%。目前国内IVUS市场仍由进口产品所主导，包括波士顿科学、飞利浦，国产厂商的产品在2022年逐渐实现获批上市。

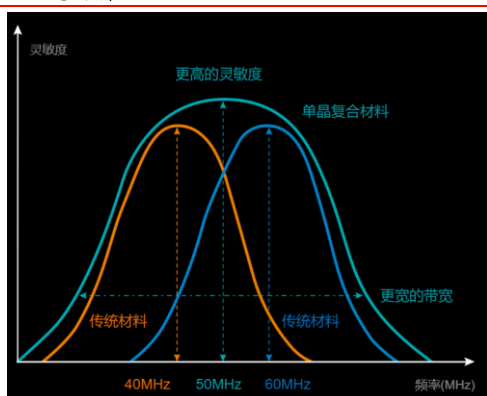
图 27：2017~2030E 我国血管内超声（IVUS）市场规模（单位：亿元）



资料来源：国家药监局官网，北芯生命官网、年报及招股书，弗若斯特沙利文，上海证券研究所

精准、稳定、高效，开立IVUS产品临床效果比肩国际品牌。公司成功研制出行业内首款超宽频单晶换能材料IVUS，实现对进口产品的代际超越；2022年获得国内注册证，2023年正式上市销售，上市后在超百家医院开展临床应用。公司IVUS产品具有多重竞争优势：**1）国内分辨率最高：**独家采用单晶复合材料换能器，覆盖20-80MHz行业最宽频率范围，优异分辨率在洞悉纤细结构的同时也能保证充足的穿透深度；**2）国内外径最小IVUS导管：**头端全锥型设计及远端润滑涂层处理，可实现更优异的病变通过性，即使在细小扭曲的侧支血管中通过性表现也极佳；**3）业界领先的一键式自动解决方案：**一键可自动精确识别测量血管，自动给出斑块负荷、面积狭窄率指标，更好辅助医生决策，缩短手术时间。

中标联盟集采，终端加速渗透。2024年1月，IVUS导管省际联盟集采中标结果公布，较历史价平均降幅约53%，开立TJ001以高于行业同类产品的价格成功中选。IVUS导管是集采的新面孔，在本轮采购报量中，波士顿科学约占75.2%，火山公司约占15.8%，国产占比不足10%。本轮集采后，开立凭借产品的先进技术、优异性能和过硬品质，有望加速其在终端的渗透，实现市占率较快提升。IVUS为公司进入心血管领域的种子业务，属于长期培育的项目，未来公司将以IVUS为基础，稳步拓展新的心血管相关产品，建立其在心血管领域的竞争力。

图 28：开立 50MHz 单晶宽频 IVUS VS 40/60MHz 传统陶瓷材料 IVUS


资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 29：60MHz 以下冠脉 IVUS 诊断导管省际联盟集采项目中选结果

产品类别	医疗器械注册人	中选价格（元）	中选排名
60MHz 以下的冠脉 IVUS 诊断导管	火山公司 Volcano Corporation	4143	1
	深圳北芯生命科技股份有限公司	4280	2
	波士顿科学公司 Boston Scientific Corporation	4420	3
	全景恒升（北京）科学技术有限公司	4497	4
	上海爱声生物医疗科技有限公司(开立全资子公司)	4575	5
	天津恒宇医疗科技有限公司	4750	6

资料来源：广东省医保局，上海证券研究所

3. 盈利预测

彩超业务：超声是公司业务的基本盘，产品线不断向着更高端、更专业的方向发展。2024 年公司全新一代高端彩超 S80/P80 系列全面上市推广，进一步增强产品竞争力，对拓展国内三级医院市场提供巨大助力。国内政策因素短期影响院端超声设备采购节奏，致使其 24 年收入增速有所下滑，长期来看公司超声业务有望维持稳定增长。我们预计 2024-2026 年公司彩超收入同比增速分别为 -6.50%/13.00%/11.00%。

内窥镜及镜下治疗器具业务：软镜是公司目前主要的业务增长点，在内镜高端主机平台研发方面，2023 年公司推出的 HD-550 升级款 HD-580 系统获得良好的市场反馈，已进入持续放量阶段。外科与 IVUS 是公司的中期储备业务，3-5 年后有望为公司业绩持续增长提供良好的支撑；外科领域计划构建一体化手术室平台，IVUS 产品根据临床反馈和市场需求快速升级和迭代，技术性能有望继续加强。我们认为未来公司内窥镜及镜下治疗器具业务有望保持相对较高的增速，预计 2024-2026 年收入同比增速分别为 5.00%/30.00%/33.00%。

营业收入&毛利率：我们预计 2024-2026 年公司营收同比增速分别为 -2.10%/20.20%/21.14%。毛利率虽 2024 年有所下滑，但未来随着高端产品 HD-580 及 S80/P80 系列销量占比提升，毛利率有望呈现稳中有升态势；预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 66.64%/67.58%/68.49%。

表 2：收入拆分与预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1444.60	1762.65	2120.25	2075.79	2495.14	3022.63
yoy（%）	24.20%	22.02%	20.29%	-2.10%	20.20%	21.14%
毛利率（%）	67.38%	66.87%	69.41%	66.64%	67.58%	68.49%
营业成本（百万元）	471.21	584.04	648.55	692.52	808.99	952.40
彩超收入（百万元）	945.80	1079.53	1222.94	1143.45	1292.10	1434.23
yoy（%）	20.61%	14.14%	13.28%	-6.50%	13.00%	11.00%
毛利率（%）	66.73%	65.67%	65.88%	62.05%	63.00%	63.55%
彩超成本（百万元）	314.70	370.63	417.22	433.94	478.08	522.78
内窥镜及镜下治疗器具收入（百万元）	427.77	611.6	850.23	892.74	1160.56	1543.55
yoy（%）	39.03%	42.98%	39.02%	5.00%	30.00%	33.00%
毛利率（%）	68.68%	69.57%	74.42%	72.55%	72.75%	73.15%
内窥镜及镜下治疗器具成本（百万元）	133.97	186.09	217.53	245.06	316.25	414.44
配件及其他收入（百万元）	61.76	60.79	34.43	28.40	29.82	31.32
yoy（%）	-0.49%	-1.57%	-43.36%	-17.50%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	66.74%	59.17%	70.65%	65.00%	64.00%	64.50%
配件及其他成本（百万元）	20.54	24.82	10.10	9.94	10.74	11.12
其他业务收入（百万元）	9.27	10.73	12.65	11.20	12.65	13.54
yoy（%）	1.63%	15.80%	17.89%	-11.50%	13.00%	7.00%
毛利率（%）	78.46%	76.71%	70.76%	68.00%	69.00%	70.00%
其他业务成本（百万元）	2.00	2.50	3.70	3.58	3.92	4.06

资料来源：Wind，上海证券研究所

我们采用P/E作为估值指标，选取A股业务相似的医疗器械企业海泰新光 and 迈瑞医疗作为可比公司。开立在全球范围内的超声、消化内镜领域已经具备较强的品牌影响力及核心竞争力；且作为国内唯一一家同时具备腔镜、超声和内镜完全自主研发实力的公司，在微创外科的产品组合上发展潜力十分可观，有望发展为第三增长曲线。根据可比公司PE值，开立短期销售费用率、研发费用率较高，考虑到其未来业绩的成长性，我们认为可给予公司一定的估值溢价；首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值比较

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (X)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688677.SH	海泰新光	38.26	46.15	1.20	1.12	1.65	2.06	31.88	34.16	23.19	18.57
300760.SZ	迈瑞医疗	252.91	3,066.39	9.56	10.90	12.92	15.32	26.46	23.21	19.57	16.51
	平均							29.17	28.69	21.38	17.54
300633.SZ	开立医疗	29.24	126.53	1.05	0.38	0.73	1.11	27.84	77.92	39.81	26.24

资料来源：Wind，上海证券研究所（注：2024-2026 年可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期，收盘价日期为 250228）

4.风险提示

汇率波动风险：随着公司对未来海外市场的进一步拓展，以及国际经济环境的变化，欧元、美元等货币对人民币汇率的波动可能会导致汇兑净损失，削弱公司出口产品的成本优势，对公司国际业务发展带来不利影响。

市场竞争风险：国际贸易一体化、国际大型医疗器械厂商不断的本土化、新的竞争者加入，都将会导致行业竞争更加激烈。如果公司不能在未来的市场竞争中保持并提升现有优势，则将逐渐被市场淘汰。

新增固定资产折旧风险：医疗器械产业基地建设项目已于 2022 年正式投入使用；松山湖器械产研项目、武汉高端医疗器械研发生产基地项目将在未来几年陆续完成，完成后公司固定资产规模较目前将有大幅度增加，每年新增固定资产折旧额也将大幅提高。如果未来市场环境、技术发展等方面发生重大不利变化而导致公司新增产能不能获得预期的市场销售规模，新增固定资产折旧将对公司未来经营业绩产生一定影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1775	1593	1667	1854
应收票据及应收账款	174	204	219	256
存货	531	580	662	775
其他流动资产	145	340	305	276
流动资产合计	2625	2717	2853	3162
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	420	618	765	877
在建工程	254	202	148	124
无形资产	165	189	198	210
其他非流动资产	307	375	396	421
非流动资产合计	1146	1384	1508	1632
资产总计	3771	4101	4361	4793
短期借款	24	274	224	154
应付票据及应付账款	186	248	275	321
合同负债	45	74	85	98
其他流动负债	314	314	364	434
流动负债合计	569	909	948	1006
长期借款	0	40	40	40
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	57	61	64	66
非流动负债合计	57	101	104	106
负债合计	625	1010	1052	1112
股本	431	433	433	433
资本公积	1119	1178	1178	1178
留存收益	1633	1605	1823	2195
归属母公司股东权益	3146	3091	3309	3681
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3146	3091	3309	3681
负债和股东权益合计	3771	4101	4361	4793

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	489	282	418	578
净利润	454	162	318	482
折旧摊销	69	95	108	122
营运资金变动	-112	-8	-48	-63
其他	78	33	41	37
投资活动现金流量	186	-530	-183	-201
资本支出	-177	-308	-239	-252
投资变动	0	-198	51	51
其他	363	-24	5	0
筹资活动现金流量	-276	106	-181	-210
债权融资	-158	294	-46	-68
股权融资	43	-30	0	0
其他	-161	-158	-135	-142
现金净流量	403	-142	55	167

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2120	2076	2495	3023
营业成本	649	693	809	952
营业税金及附加	24	20	25	31
销售费用	524	680	742	863
管理费用	128	149	171	192
研发费用	384	503	563	665
财务费用	-45	-43	-35	-40
资产减值损失	-51	-15	-10	-7
投资收益	-13	-4	0	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	475	169	330	501
营业外收支净额	-1	0	-1	-1
利润总额	474	168	330	501
所得税	19	6	12	19
净利润	454	162	318	482
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	454	162	318	482

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	69.4%	66.6%	67.6%	68.5%
净利率	21.4%	7.8%	12.7%	15.9%
净资产收益率	14.4%	5.3%	9.6%	13.1%
资产回报率	12.0%	4.0%	7.3%	10.1%
投资回报率	13.7%	3.5%	7.8%	11.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	20.3%	-2.1%	20.2%	21.1%
EBIT 增长率	31.7%	-72.6%	134.6%	56.2%
归母净利润增长率	22.9%	-64.3%	95.7%	51.7%
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	0.38	0.73	1.11
每股净资产	7.27	7.14	7.65	8.51
每股经营现金流	1.13	0.65	0.97	1.34
每股股利	0.32	0.62	0.50	0.54
营运能力指标				
总资产周转率	0.58	0.53	0.59	0.66
应收账款周转率	11.37	11.00	11.84	12.76
存货周转率	1.24	1.25	1.30	1.32
偿债能力指标				
资产负债率	16.6%	24.6%	24.1%	23.2%
流动比率	4.62	2.99	3.01	3.14
速动比率	3.54	2.28	2.22	2.27
估值指标				
P/E	27.84	77.92	39.81	26.24
P/B	4.02	4.09	3.82	3.44
EV/EBITDA	35.40	51.87	28.05	18.97

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	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	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。