

海外器械龙头解读系列四：2025年一季度报总结

直觉外科 ISRG.O

25Q1业绩双位增长，重点推进数字化布局

西南证券研究院
2025年4月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

联系人：雷瑞
邮箱：leir@swsc.com.cn

直觉外科：25Q1收入和利润均呈双位增长，25年重点靶向数字化布局

业绩概况：

25Q1营业收入23亿美元(+19%)，净利润7.0亿美元(+28%)。2024年营业收入为84亿美元(+17%)，净利润为23亿美元(+29%)。按地区看，25Q1年美国市场收入15亿美元(+24%)，占整体营收68%。非美国市场收入7亿美元(+10%)，占比32%。2024年美国市场收入56亿美元(+19%)，占整体营收67%。非美国市场收入28亿美元(+13%)，占比33%。

2025年业绩指引偏保守

2025年毛利率65~66.5%，运营费用+10~14%，资本支出6.5~7.5亿美元。年手术量+13~16%。

按业务看

直觉外科是系统+耗材+服务的“剃须刀”商业模式，按业务看，2024年系统、耗材和服务的收入占比约为2：6：2。

系统：25Q1收入5亿元，同比增长25%。系统业务收入主要包括达芬奇腔镜手术机器人系列和Ion支气管导航操作控制系统。25Q1年达芬奇系统新增装机367台(+17%)，全球达芬奇系统保有量达10189台，其中达芬奇5装机509台。Ion系统新增装机49台(-30%)，全球Ion系统保有量达853台。

耗材（仪器和配件）：25Q1收入14亿元，同比增长18%，主要驱动力来源于手术量增长。2024年利用达芬奇系统完成外科手术总量达268万例，同比增长17%，一方面受益于装机存量的稳步提升，另一方面机器人手术渗透率持续提高。从单台手术量来看，美国达芬奇手术机器人利用率更高，主要因市场教育成熟以及医疗支付条件完善。美国：2024年美国实施达芬奇手术176万台，平均单台仪器手术量达303台。OUS（非美国地区）：2024年OUS实施达芬奇手术93万台，平均单台仪器手术量达226台。从增速来看，海外地区的手术增速更快，2024年美国手术量同比+15%，普通外科手术增长，但减重手术受GLP-1药物影响增长缓慢。而OUS地区手术量同比+23%，尤其是印度、巴西、西班牙等国家表现强劲，欧洲受到政府预算压力，德国英国等国部署受到阻碍，亚太国家中日本支出延迟，韩国受医生罢工影响，中国国内医保费用压力下增长略缓。

服务：25Q1收入4亿元，同比增长16%。服务包括每年的设备维修保养、操作指导、后续数据分析等，取决于客户基础系统配置的选择，服务年费在10~22.5万美元区间。25Q1年公司服务收入4亿美元(+16%)，占整体营收16.1%，单台设备年均服务费用为13.2万美元。

风险提示：行业竞争风险；法规和监管风险；产品研发失败的风险；关税风险；产品召回风险。

公司概况

- 直觉外科 (Intuitive Surgical, 股票代码为ISRG.O) 总部位于美国加利福尼亚州, 是全球机器人辅助微创手术的先驱和技术领导者。公司核心产品为Da Vinci手术系统和Ion支气管导航操作控制系统, 截至25Q1全球保有量分别为10189、853台。
- **Da Vinci 手术系统**: 通过微创的方法实施复杂的外科手术, 可应用于泌尿外科、妇科、心外科等**70+**代表性临床手术领域, 最新一代产品Da Vinci 5于2024.3.14获批FDA。
- **Ion支气管导航操作控制系统**: 针对肺小结节诊疗的机器人平台, 是采用形状感知技术经自然腔道的支气管镜控制系统, 用于机器人辅助支气管镜肺穿刺活检和肺癌的早期诊疗。

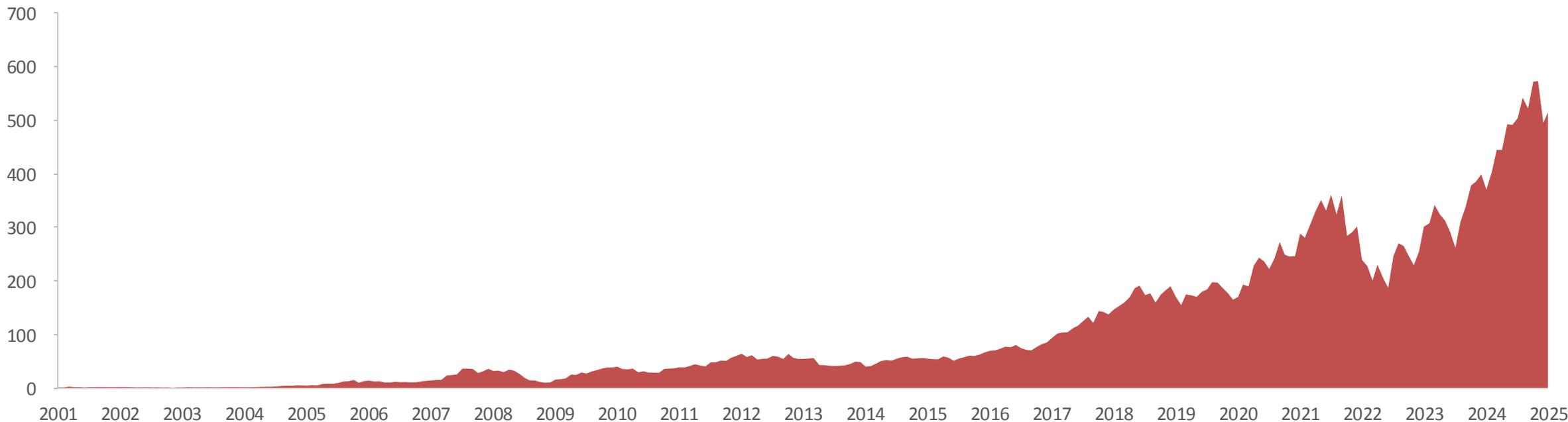
直觉外科产品Da Vinci及Ion



公司股价复盘

- **产品迭代升级节点是股价的核心驱动力。**达芬奇产品迭代时间一般为3~5年，一代达芬奇获批时间为2000年7月，二代达芬奇S获批时间为2006年1月，三代达芬奇Si获批时间为2009年2月，四代达芬奇Xi和X系列为目前市场主流产品类型，机械臂更改为悬挂式。2018年推出单臂手术机器人，适用于窄通路、取出和切除手术。2024年3月，最新的五代机器人达芬奇5面世，是直觉外科目前性能最优异的系列产品。

公司股价回顾（美元）



美元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收/亿美元	2	4	6	9	11	14	18	22	23	21	24	27	23	26	31	44	57	62	71	84	23
毛利率	67.6%	66.5%	69.0%	71.0%	71.4%	72.9%	72.5%	72.1%	70.4%	66.3%	66.2%	69.9%	70.1%	69.9%	69.4%	65.6%	69.3%	67.4%	66.4%	67.5%	64.7%
PE	-	37.6	103.7	24.5	56.3	29.9	38.8	30.8	21.5	43.8	37.4	34.0	45.3	69.0	52.0	91.3	76.0	68.0	78.3	82.9	74.5
股价	13.0	10.7	35.9	14.1	33.7	28.6	51.4	54.5	42.7	58.8	60.7	70.5	121.6	159.6	197.1	272.7	359.3	265.4	337.4	522.0	514.6

数据来源：Wind，西南证券整理；注：股价和PE均以本年度12.31为准，2025年股价为2025/4/27，业绩为25Q1

业绩概览：25Q1业绩增长强劲，25指引偏保守

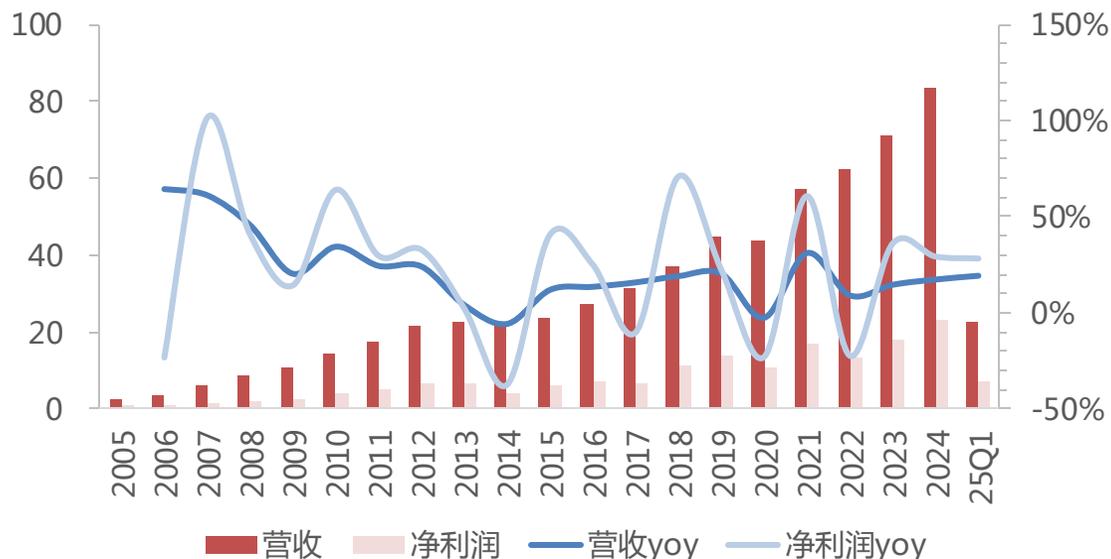
2025Q1总结：

✓ 25Q1营业收入23亿美元(+19%)，净利润7.0亿美元(+28%)。2024年营业收入为84亿美元(+17%)，净利润为23亿美元(+29%)。

2025指引：

- ✓ 2025毛利率指引预期下滑1~2.5pp，原因包括：**1) 关税**：2024年公司98%机器人系统在美国生产，70%内窥镜在欧洲生产，80%器械及配件在墨西哥生产。预期关税影响=50%中美双边贸易+40%欧洲进口内窥镜+10%其他地区。**2) 资本支出增加**：2025年资本支出预计在6.5-8亿美元，用于加州、德国、保加利亚新建工厂等。**3) 费用增加**：法律诉讼费用和研发投入增加。**4) 达芬奇5/SP类收入提升，毛利率低于均值。**
- ✓ 25年达芬奇手术量增速指引为13~16%，预测偏保守，原因包括中国增长疲软、欧洲资本支出限制以及减重手术下滑等。

公司历年业绩表现（亿美元）



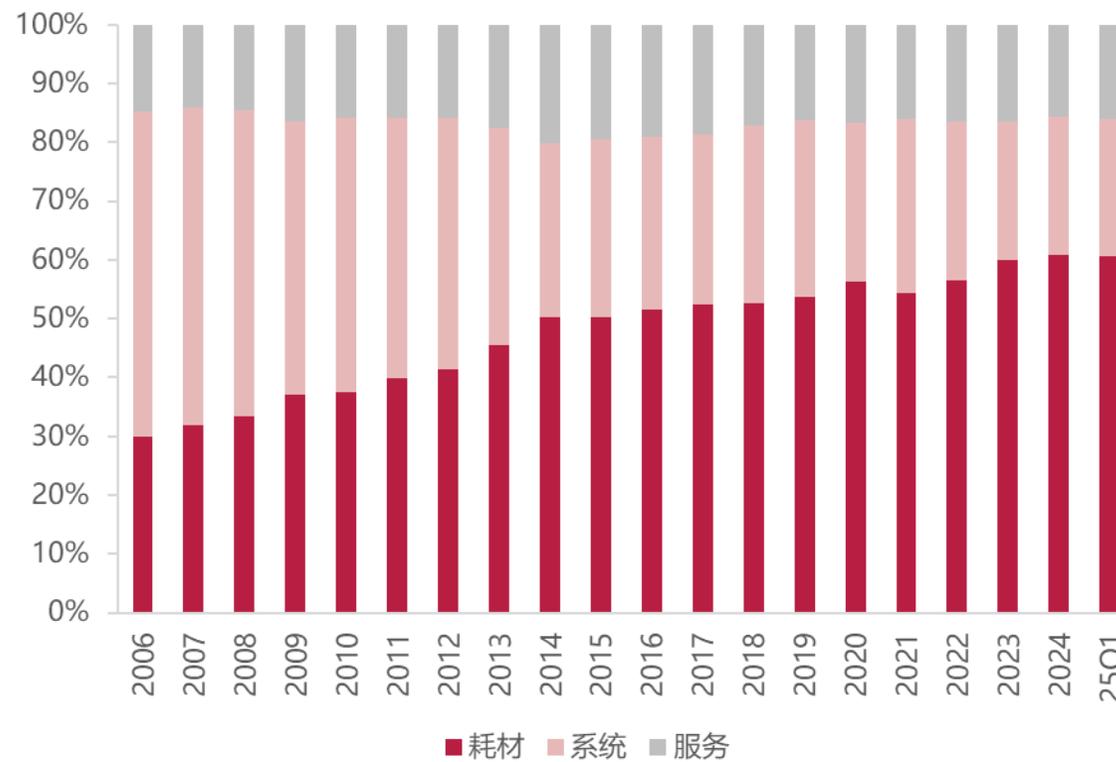
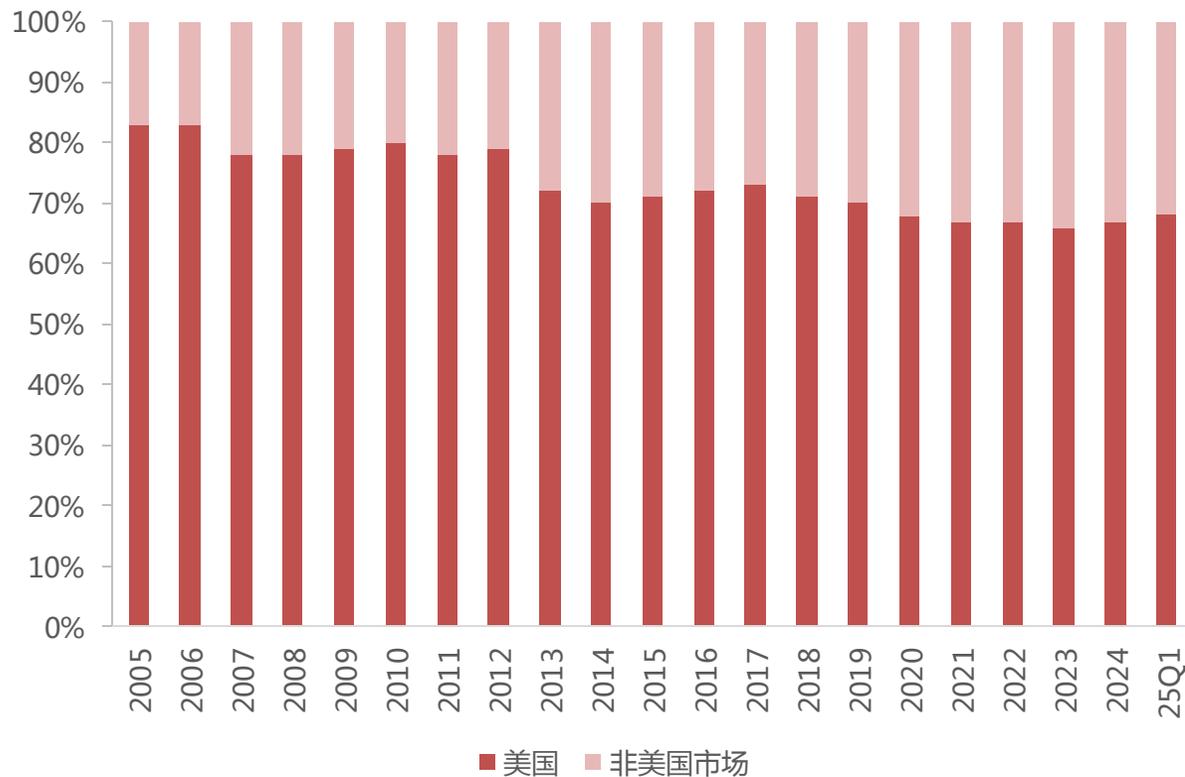
2025业绩和财务指引

	毛利率	运营费用	资本支出 (亿美元)	年手术量 (万例)	累计手术量 yoy
24E	69%	+10%	3.1	268	+17%
24A	67.5%	+11%			
25E	65~66.5%	+10~14%	6.5~7.5	348~429	+13~16%

业绩回顾

- **业绩回顾**：2025Q1 营业收入23亿美元(+19%)，净利润7.0亿美元(+28%)。
- **按地区分**，2025Q1年美国市场收入15亿美元(+24%)，占整体营收68%。非美国市场收入7亿美元(+10%)，占比32%。
- **按业务分**，**仪器和配件**收入14亿元(+18%)，占比61%；**系统**收入5亿元(+25%)，占比23%；**服务**收入4亿元(+16%)，占比16%。

直觉外科业绩表现（按地区和业务）



1 系统 (Da Vinci system、 Ion system)

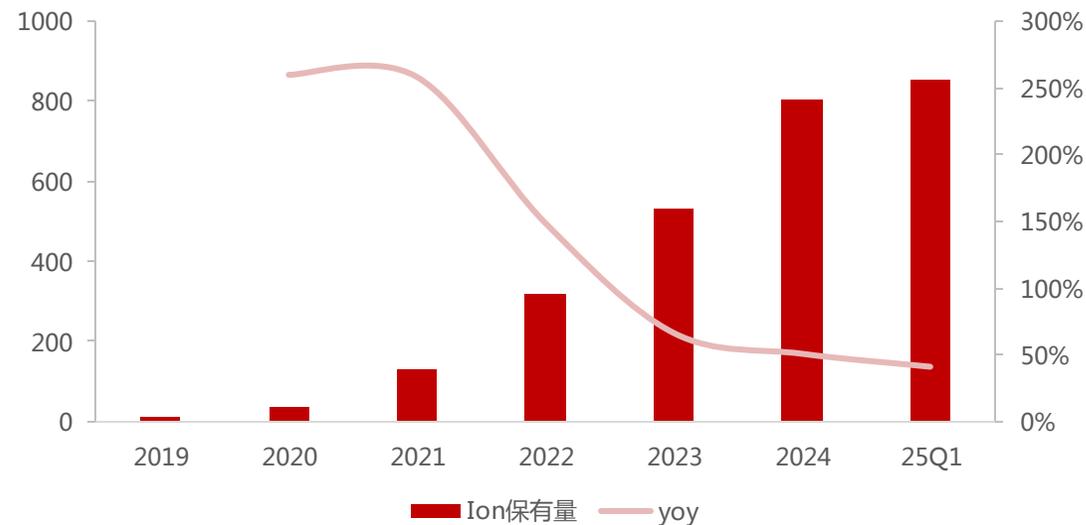
系统业务

- **系统收入**：2025Q1系统业务收入为5亿元（+25%），占总营收的23%，系统业务收入主要包括达芬奇系列和Ion系列。
- **达芬奇腔镜手术机器人系统**：2025Q1年达芬奇系统新增装机367台（+17%），全球达芬奇系统保有量达10189台，其中包括达芬奇5系统保有量509台。
- **Ion支气管导航操作控制系统**：2025Q1年Ion系统新增装机49台（-30%），全球Ion系统保有量达853台。

直觉外科公司系统收入（百万美元）



系统累计保有量/台

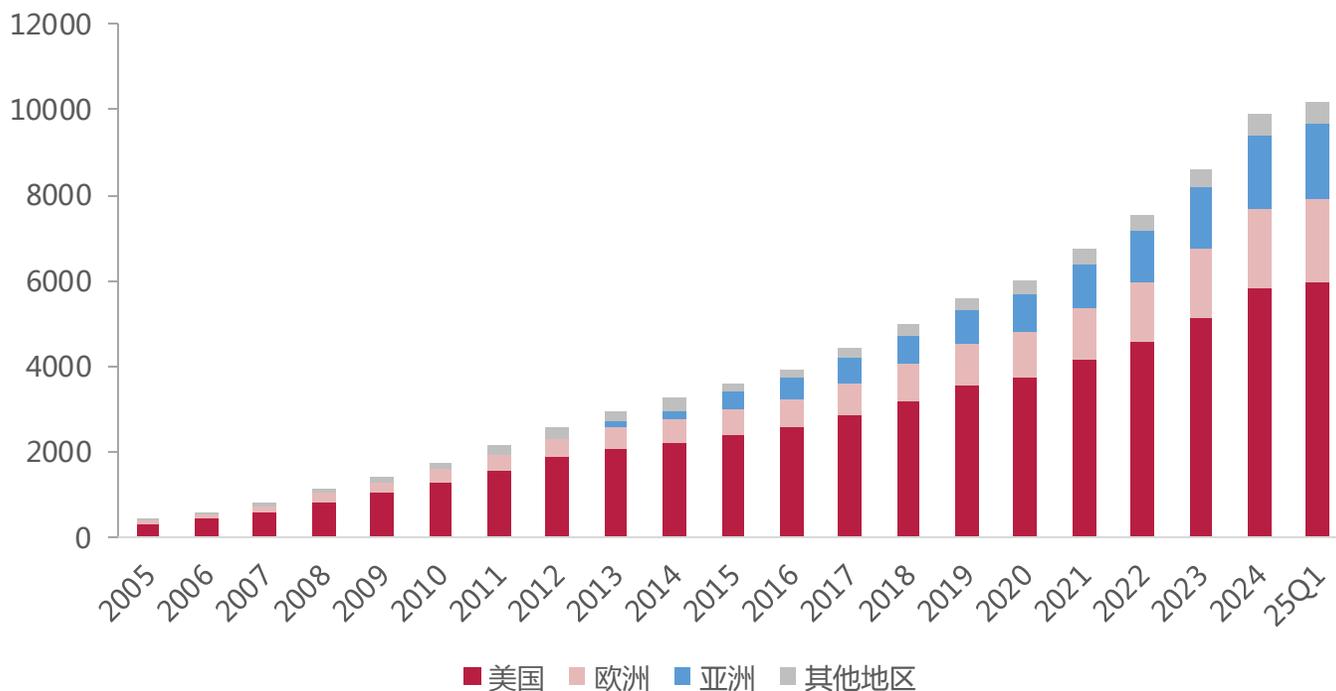


按地区分，欧美是主战场

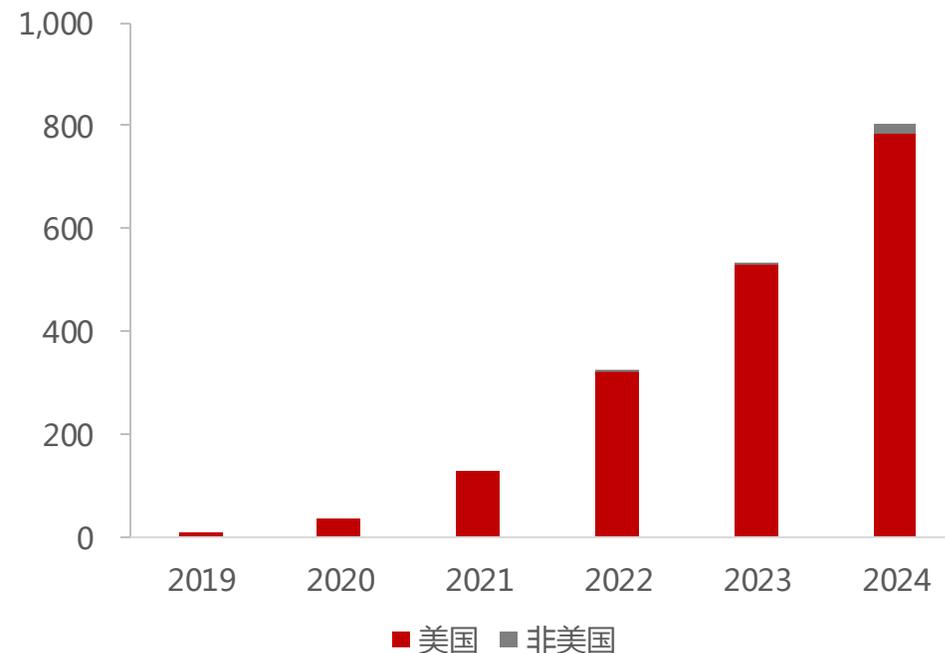
达芬奇系统：截至2025Q1，达芬奇系统全球保有量累计10189台，其中美国装机5957台（占比全部装机量59%，下同），欧洲1937台（19%），亚洲1790台（18%）以及其他505台（5%），欧美地区合计占比达78%。

Ion系统：截至2024年末，Ion系统全球保有量累计805台，其中美国装机784台（97%），其他21台（3%）。Ion系统售价在50~82万美元区间。

达芬奇安装总量（分地区，台）



Ion安装总量（分地区，台）



➤ **持续迭代升级，创新筑就高壁垒。**达芬奇机器人由患者手术平台、图像台车和医生控制台组成。医生通过图像台车获得患者体内视觉，利用控制台操作手术平台的机械臂对患者进行手术自2000年至今，达芬奇系统已经历5代产品的优化迭代，公司在全球已拥有5300项+有效专利和2400项+待审专利。

	第一代	第二代	第三代	第四代			第五代
							
产品名称	Da Vinci	Da Vinci S	Da Vinci Si	Da Vinci Xi	Da Vinci X	Da Vinci SP	Da Vinci 5
获批时间 (FDA)	2000.7	2006.1	2009.2	2014.3	2017.5	2018.5	2024.3
机械臂数量	3	4 (第4条臂设计优化, 活动范围增大)	4	4, 悬挂式	4, 体积偏小	1 (1内窥镜和3关节集成在一个套管里)	4, 悬挂式
内窥镜成像	3D成像	1280*768像素	1440*900像素, 引入Firefly荧光成像技术	3D HD成像系统			下一代3D显示和图像处理技术, 4倍像素
控制台			双医生控制台, 主操作手的走线改为内部, 脚踏优化	集成的工作台运动			头戴式控制台, 首创力反馈技术, 可选器械
适用范围				广泛	适用于较小的手术	适用窄通路、取出/切除术式、通路手术	广泛
特点		简化术前调整步骤, 手术台车轻巧, 分布式电源和控制系统	集成了视觉和控制系统	震颤滤过和直观运动技术	单切口、仪器体积小、价格低、简化的设置和端口放置	单孔技术	目前性能最优异的系列

达芬奇 5：2024年3月推出的最新一代手术机器人系统，相比前代Xi产品有150+项更新优化，主要体现在：

1) 首次引入力反馈技术：医生可实时观察系统在在组织上施加的微小力，使用该技术后施加在组织上的力降幅达43%，对组织创伤更小；**2) 3D 成像和图像处理技术：**提供更清晰、逼真的手术视野；**3) 控制界面优化和功能集成：**集成功能可兼容第三方，eg气腹机（改善镜头起雾）；**4) 计算能力和数据处理能力强化：**计算能力是Xi的10000x，可与My Intuitive应用程序、Intuitive Hub视频平台、SimNow虚拟现实模拟器和Case Insights集成；**5) 控制台设计人性化：**能够调整位姿。

仍然有待加强的方向：1) **视觉感知：**允许1.4x放大，分辨率受到入体的物理空间的限制；2) **荧光功能：**沿用德国雪力的荧光方案，仅有荧光浓度和荧光背景亮度设置；3) **数字化：**预计2025年推出算力升级和数字功能（eg 3D建模用于术前计划和术中指导），重点打造数字工具。

达芬奇5



- **直觉外科为全球手术机器人龙头。** 直觉外科的达芬奇初代系统1999年获得CE批准认证，利用20多年时间积累了充足的市场认可和专利壁垒，从累计装机量和手术量来看都已成为垄断性的手术机器人龙头。

全球主要腔镜机器人公司及产品

公司	国家	上市/收并购	产品	获批上市时间	累计保有量（台）
直觉外科	美国	Nasdaq : ISRG	da Vinci	CE(1999), FDA(2000), NMPA(2006)等	10189 (2025Q1)
Asensus Surgical	美国	2024.8被卡尔史托斯并购	Senhance	CE(2012), FDA(2017), 日本(2019)	60 (2023年)
Meere Company	韩国	KOSDAQ : 049950	Reco-I	韩国(2018)	-
CMR Surgical	英国	2023.10完成1.3亿英镑D+轮融资	Versius	CE(2019)	-
Avatera Medical	德国	2020.8 融资1亿欧元	Avatera	CE(2019)	-
美敦力	美国	2018收购骨科Mazor, 2019年神外Stealth 获批FDA, 2921年腔镜Hugo获批	Hugo RAS	CE(2021)	-
威高外科	中国	威高集团旗下子公司	妙手S	NMPA(2021)	-
微创机器人	中国	2252.HK	图迈	NMPA(2022)	-

FDA召回：根据对人体可能造成的伤害程度及风险，FDA召回分为三级。一级为最高级别召回，指使用或接触违规产品很可能会导致严重不良健康后果或死亡；二级属于次严重级别召回，指可能会导致暂时的不良后果或带来严重后果的可能性很小；三级召回产品造成不良健康后果的可能性较低。

召回风险可控，公司响应及时。截至2025年3月，达芬奇系列产品累计面对185次2级召回和1次3级召回，包括零部件不合格、设备过程控制、软件系统不兼容等问题。面对FDA召回要求时，公司响应积极，部分事件系主动召回。

部分FDA召回事件

时间	产品型号	产品问题	召回等级	涉及数量
2025.2	达芬奇 5	脚踏板弹簧故障导致踏板持续按压的投诉量增加	二级	439台
2024.3	达芬奇SP	器械臂连杆2处顶部或底部皮带焊接不当	二级	53
2023.2	达芬奇 Xi/X	USM*托架松动	二级	1225个USM
2022.9	达芬奇 Xi/X	软件设计变更导致部分操作变动	二级	162
2021.9	达芬奇SP	软件系统错误，产生轻微延迟或能量无法输送	二级	46
2019.9	达芬奇 Xi/X	USM产生摩擦导致故障，尖端出现阻力	二级	270个USM
2019.7	达芬奇 Xi/X/SP	推车上安装的电路版存在缺陷	二级	52
2018.1	达芬奇 Xi/X	USM优化导致手术期间报错或功能丧失	二级	74个USM
2016.3	达芬奇SP	使用规定以外的心脏消融抓钳会产生微小金属颗粒	二级	248
2008.6	达芬奇S	软件芯片有缺陷，导致系统故障	二级	112
2006.4	达芬奇 S	脊柱针可能会限制手臂的机械运动,导致系统故障	二级	24

Ion支气管镜机器人系统：采用形状感知技术经自然腔道的支气管镜控制系统，用于机器人辅助支气管镜肺穿刺活检和肺癌的早期诊疗。全球范围内，肺癌死亡率远超其他癌症，每年约 180 万人因肺癌丧生，位居癌症死因首位。早期发现对肺癌患者预后意义重大，支气管镜检查是高效的肺癌诊断手段，能直接观察病变并采集标本做细胞学、病理学检查。

获证节点：2019年获FDA批准上市，标志着直觉外科从手术领域向诊断性内镜介入市场的重要延伸。作为首个获批用于肺部微创活检的机器人辅助平台，Ion系统填补了传统支气管镜在周围型肺结节取样中的技术空白。截至2025Q1，Ion系统全球保有量累计853台，以美国市场为主。

技术“组合拳”：超窄管径、灵活转向与精准操控。1) 导管直径仅3.5mm，支持180度全向主动转向，可到达全肺18个肺段，并搭载视觉探头，实时观察气管。2) 精准操控，临床医生可以通过操作台上的滚轮和轨迹球操控机械臂和导管头端的弯曲，快速、精准直达靶点。3) 为精准活检提供稳定性，提高活检准确性与安全性，有效解决传统手段难以获取微小隐匿病变组织样本的难题。

Ion系统



Ion系统联合移动锥形束CT用于肺活检的前瞻性、多中心评估

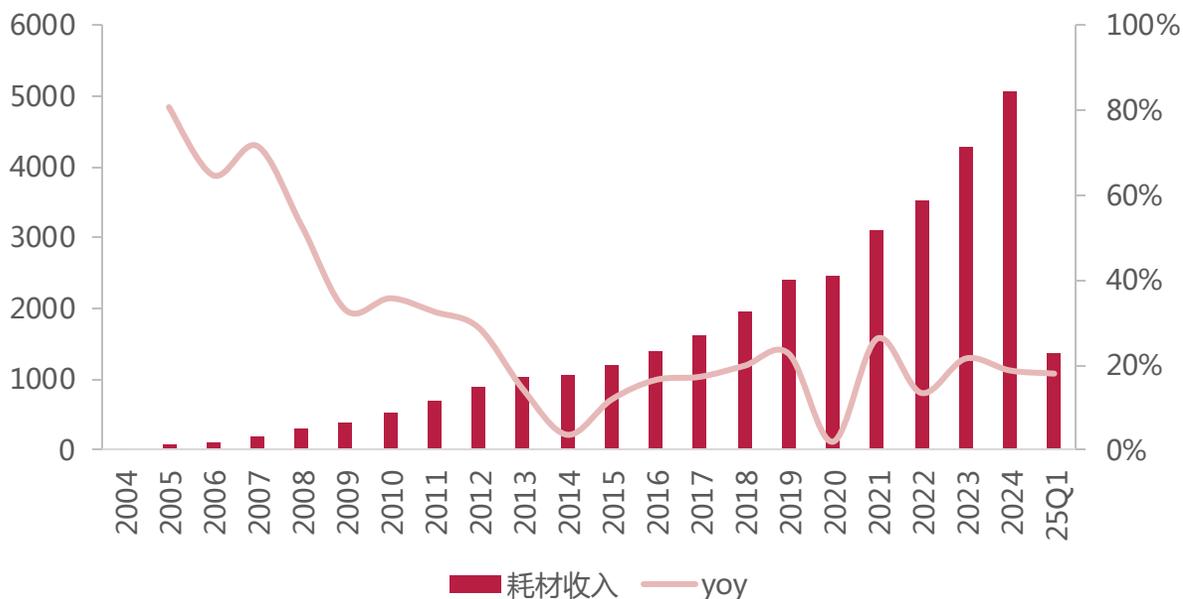
公司	国家
入试者	155人
入试时间	2023年2-12月
随访时间	12个月
肺部外周结节大小	≤20 mm
严格诊断率	89% (138/155)
中级诊断率为	91% (141/155)
5 - 13.9mm 结节的诊断率	91% (70/77)
14 - 20mm 结节的诊断率	91% (71/78)
结节中位直径	14mm
术中出血 (纳什维尔分级≥3)	1.3% (2/155)
结节距胸膜的中位距离	8.2mm
气道的中位分级	7级

2 耗材 (Instruments and accessories)

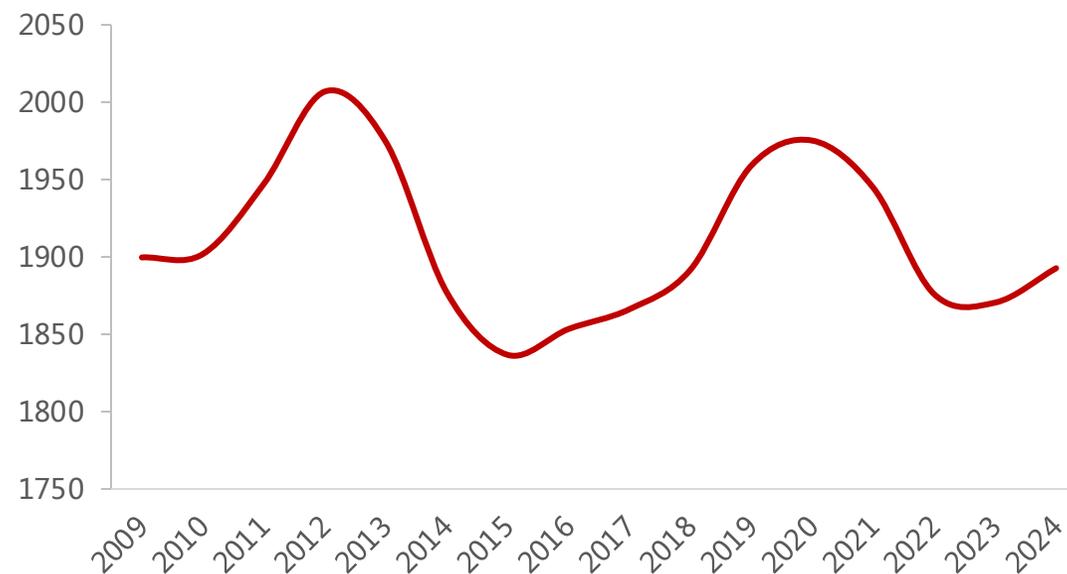
手术机器人属于“剃须刀”商业模式，设备+耗材+服务构筑高壁垒。初期收入以系统为主，系统收入是靠增量系统销售贡献，随着保有量提升，收入增速放缓，占比逐渐下降。随着手术量提升耗材占比大幅提升，2013年耗材收入占比首次超过系统收入，并长期保持主要收入贡献地位，2025Q1耗材占比达61%。而服务收入和存量仪器有关，占比较为稳定，基本稳定在15-20%。

耗材：达芬奇系统分为一次性专用耗材和多次性专用器械耗材，一次性专用耗材533美元/套（包括机械臂罩、套管密封盖等）。多次性专用器械400~1000美元/件/次，机械臂耗材使用一定次数（一般是10次）需要强制性更换，根据临床使用情况，每例手术需专用器械3-7把，**平均每例手术耗材费用约为0.5万美元。**

直觉外科耗材收入 (百万美元)



平均单台手术耗材费用 (美元)

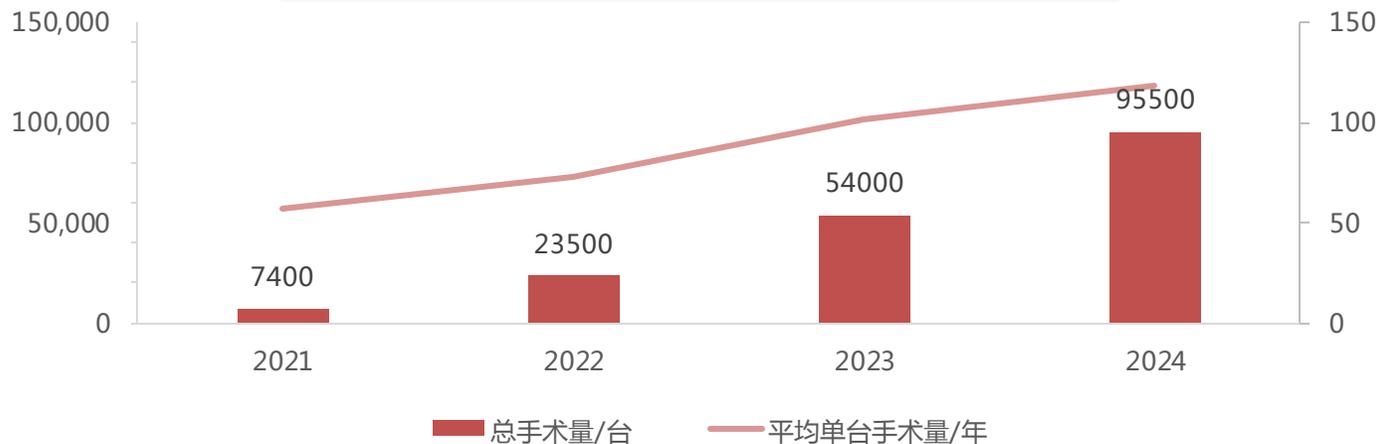


装机与手术量双优，稳固市场地位

美国达芬奇单台手术量303例/年，海外地区手术增长强劲。 2024 年利用达芬奇系统完成外科手术总量达268万例，同比增长17%，一方面受益于装机存量的稳步提升，另一方面机器人手术渗透率持续提高。从单台手术量来看，美国达芬奇手术机器人利用率更高，主要因市场教育成熟以及医疗支付条件完善。**美国**：2024年美国实施达芬奇手术176万台，平均单台仪器手术量达303台。**OUS（非美国地区）**：2024年OUS实施达芬奇手术93万台，平均单台仪器手术量达226台。从增速来看，海外地区的手术增速更快，2024年美国手术量同比+15%，普通外科手术增长，但减重手术受GLP-1药物影响增长缓慢。而OUS地区手术量同比+23%，尤其是印度、巴西、西班牙等国家表现强劲，欧洲受到政府预算压力，德国英国等国部署受到阻碍，亚太国家中日本支出延迟，韩国受医生罢工影响，中国国内医保费用压力下增长略缓。

Ion系统：Ion系统2019年开始商业化装机，市场存量累计，手术量正在快速放量期，2024年手术量95500台，平均单台119手术量/年。

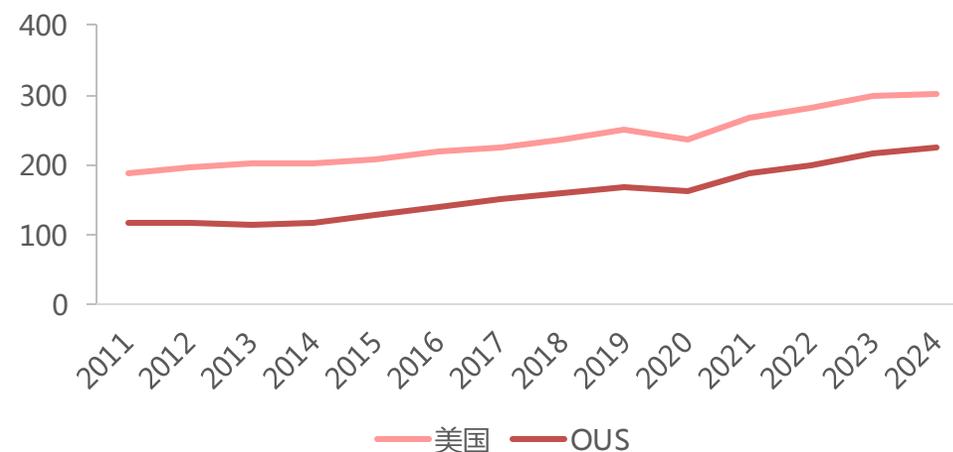
Ion单台系统年手术量（例）



达芬奇机器人全球手术量



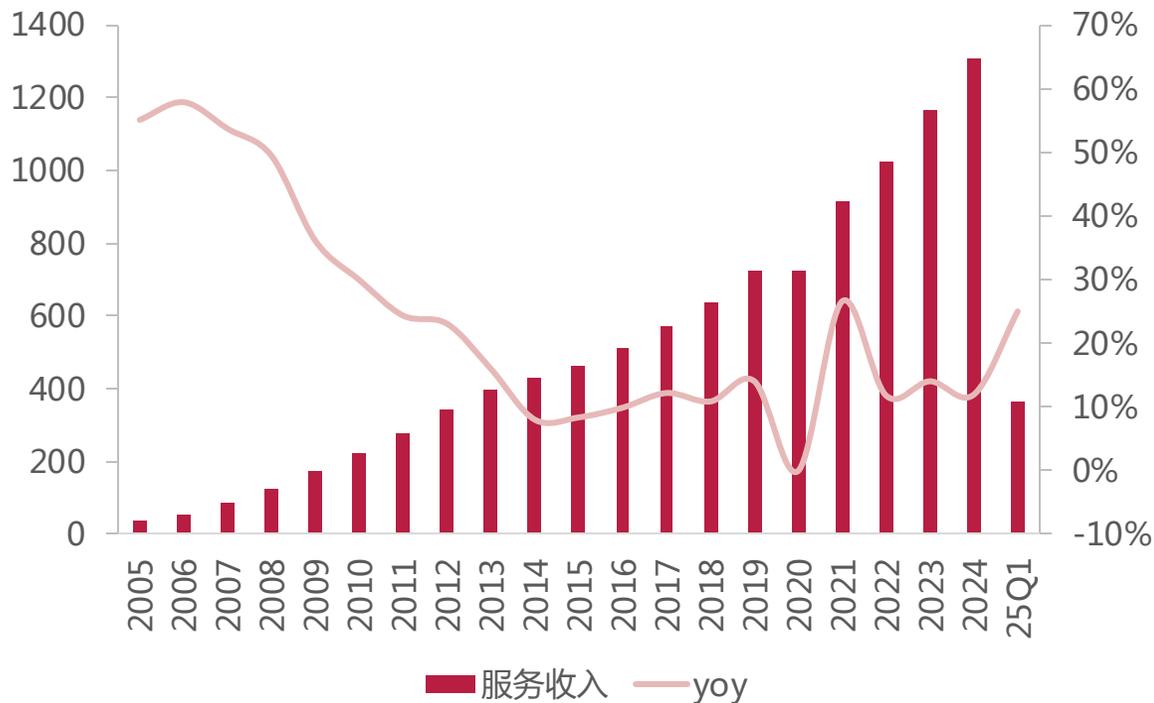
达芬奇机器人单台系统年手术量（例）



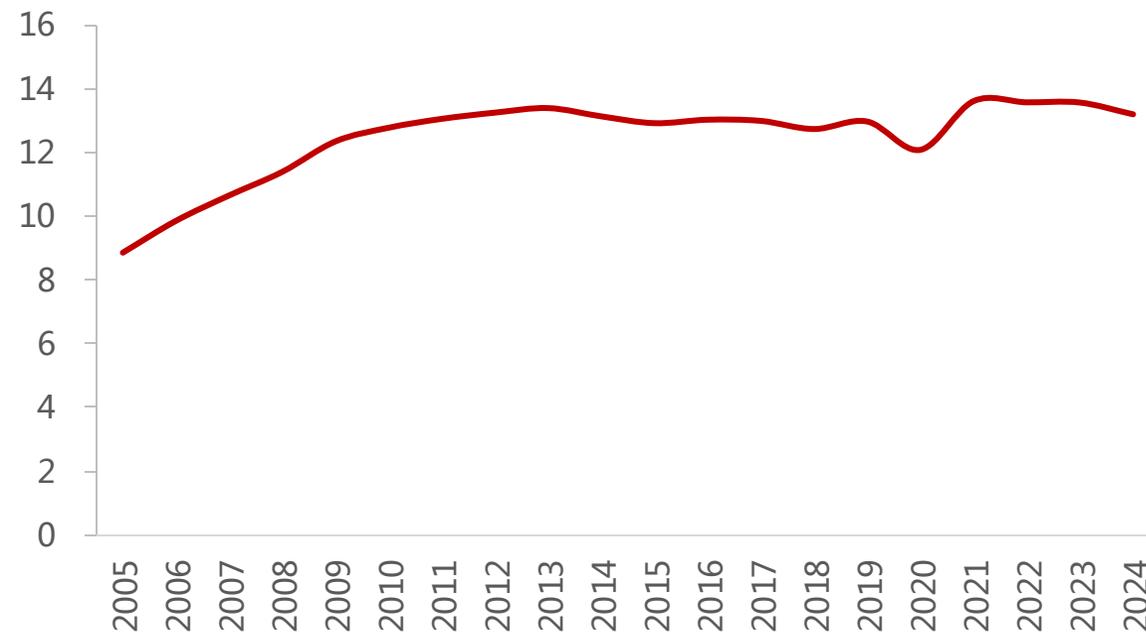
3 服务 (Service)

服务：包括每年的设备维修保养、操作指导、后续数据分析等，取决于客户基础系统配置的选择，服务年费在10~22.5万美元区间。2024年公司服务收入13亿美元（+12%），占整体营收15.6%，单台设备年均服务费用为13.2万美元。25Q1公司服务收入4亿美元（+25%），占整体营收16.1%。

全球达芬奇机器人服务收入（百万美元）



单台设备年均服务费（万美元）



机器人手术在商保覆盖范围，商保报销比例为70%以上。以最基本的术式，诊断时进行细胞清洗为例，美国ion平均手术费为2235美元，2025年美国报销费用为1724美元，保险比例为77%。

美国Ion检查报销费用

项目	适应症	门诊支付分类 APC	2025年美国 平均支付费用 /美元
支气管镜检查 +荧光引导	诊断时进行细胞清洗（单独程序）	5153	1724
	刷检	5153	1724
	支气管肺泡灌洗	5153	1724
	放置纤维标记	5155	6922
	图像引导导航	-	打包
	经支气管肺单叶活检	5154	3687
	针吸活检	5154	3687
	当进行诊断，细胞清洗时（单独程序）	5153	1724
	当进行刷检或保护刷检时	5153	1724
当进行支气管肺泡灌洗时	5153	1724	

美国Ion检查+治疗报销费用

项目	门诊支付分类 APC	2025年美国 平均支付费用 /美元
支气管镜+穿刺活检，气管镜+肺活检	5155	6922
支气管镜检查伴3+淋巴结取样，支气管镜检查+肺活检		
支气管镜3+淋巴结取样，支气管镜+穿刺活检		
支气管镜+肺活检，支气管镜+1-2个淋巴结取样		

美国对机器人手术支付体系和报销较为成熟。各类机器人手术支付费用约为1~2万美元，Medicare可报销额度较高。

术式/美元	平均固定费用			平均变动费用				2018年总费用	报销额度2021
	设备采购	服务	总固定费用	da Vinci 耗材	非da Vinci 耗材	医护人员费用	总变动费用		
减重手术 (加权平均)	693	291	984	3729	7109	1750	12588	13572	10261-19675
减重手术				3729	7109	1750	12588	13572	10343-31175
结直肠手术 (加权平均)				1635	6645	3406	11687	12671	
结肠切除术				1644	5804	2826	10274	11258	
直肠切除术				1601	9802	5583	16986	17970	
普通外科 (加权平均)				1283	1981	1484	4748	5732	
胆囊切除术-MP				1153	763	1408	3325	4309	9141-23303
胆囊切除术-SS				892	2977	964	4843	5817	
胃底折叠术				1710	4632	2468	8810	9794	10705-34565
腹股沟疝				1439	1352	1350	4141	5125	7089-15763
腹壁疝				1408	1417	1626	4451	5435	8736-19334
妇科 (加权平均)				1694	3639	1866	7198	8182	7278-24564
子宫内膜异位症				1300	2633	1690	5622	6606	6395-21093
良性子宫肌瘤切除术				1772	3548	1860	7180	8164	
子宫平滑肌瘤切除术				1351	3274	2467	7092	8076	
骶骨阴道固定术				1946	6611	2574	11130	12114	
卵巢切除术				1505	4028	1411	6943	7927	
卵巢囊肿切除术				1242	2445	2049	5735	6719	
妇科肿瘤 (加权平均)				2274	7051	2881	12206	13190	
恶性肿瘤切除术				2274	7051	2881	12206	13190	
泌尿外科 (加权平均)				2149	4864	3867	10880	11864	
腹腔镜手术				2102	6110	3605	11818	12802	
前列腺切除术				2238	4399	3954	10591	11574	
部分肾切除术				1664	5900	3716	11280	12264	
胸外科 (加权平均)				1644	5902	3181	10727	11711	12267-31877
肺叶切除术				1739	6365	3351	11455	12439	
楔形切除术				1407	4745	2756	8908	9892	
所有案例类型 (加权平均)				1756	3974	2297	8025	9019	

中国手术机器人的支付费用和报销体系仍在探索阶段。 仅有部分省市出台了机器人辅助手术的收费规定，目前只有上海和北京将机器人手术纳入医保覆盖范围，其他省市暂无明确的定价和报销规定，主要原因仍是中国机器人市场仍在起步阶段，2024年底中国腔镜手术机器人存量接近500台，各省市装机量有限，对该术式的定价和报销仍在探索阶段。

中国手术机器人支付和报销体系

省市	报销项目	支付费用	报销比例	时间
上海	前列腺癌根治术、肾部分切除术、子宫全切术和直肠癌根治术	手术费用3w元	医保支付80%	2021年
北京	机器人辅助骨科手术	机器人使用费8k元/次，一次性机器人专用器械获得北京乙类医保支付	使用费甲类，全额纳入医保；耗材乙类，报销70%	2021年
湖南	导航定位类	加收40%，加收2k元封顶	-	2022年
	机器人辅助手术完成部分核心步骤	加收80%		
	机器人辅助手术完成全部核心步骤	加收300%		

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
	汪艺	高级销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	资深销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lZR@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn				