

2025 年 08 月 26 日

# 锦波生物(832982.BJ)

投资评级：买入（维持）

——2025H1 公司营利双增，期待凝胶新品和功能性护肤品放量

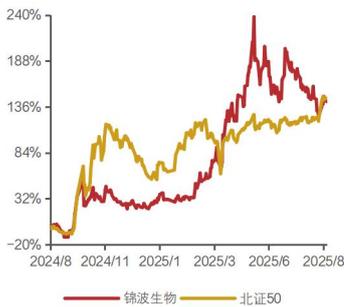
## 投资要点：

### 证券分析师

赵昊  
SAC: S1350524110004  
zhaohao@huayuanstock.com  
丁一  
SAC: S1350524040003  
dingyi@huayuanstock.com  
王宇璇  
SAC: S1350525050003  
wangyuxuan@huayuanstock.com

### 联系人

### 市场表现：



### 基本数据 2025 年 08 月 25 日

收盘价(元)	316.46
一年内最高/最低(元)	589.98/150.10
总市值(百万元)	36,413.58
流通市值(百万元)	18,879.50
总股本(百万股)	115.07
资产负债率(%)	25.77
每股净资产(元/股)	15.31

资料来源：聚源数据

- **2020-2024 年营收和归母净利润持续增长。**公司营收从 2020 年 1.61 亿元快速增长至 2024 年 14.43 亿元，复合增速为 72.9%，同期归母净利润与营业收入同步增长，2024 年达到 7.32 亿元，2020-2024 年复合增长率为 118.8%。公司毛利率也持续处于高位，2020-2024 年基本维持在 80%以上，研发费用率和管理费用率整体呈现下降趋势，净利率呈上升趋势。2025H1 实现营业收入 8.59 亿元 (yoy+42.43%)；实现归母净利润 3.92 亿元 (yoy+26.65%)；2025Q2 实现营业收入 4.92 亿元 (yoy+30.44%)；实现归母净利润 2.24 亿元 (yoy+7.36%)。2025 半年度，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元(含税)，派发现金红利共计 115,065,340 元。
- **公司围绕 A 型重组人源化胶原蛋白为核心成分的终端产品，持续进行技术升级。**2025 年上半年，公司**医疗器械业务**合计实现收入 7.08 亿元，同比增长 33.41%，毛利率为 95.04%。其中**单一材料医疗器械**实现收入 6.45 亿元，同比增长 34.70%，毛利率为 96.83%，销售增长主要来自于单一材料医疗器械产品的销售增长，其中重点产品是以 A 型重组人源化胶原蛋白为核心成分的植入剂产品（三类医疗器械）；**复合材料医疗器械**实现收入 6,297.62 万元，同比增长 21.52%，毛利率为 76.67%。公司**功能性护肤品业务**合计实现收入 1.21 亿元，同比增长 152.39%，毛利率为 70.78%，该业务的增长主要系公司“重源”、“ProtYouth”等自有品牌收入增长所致。其中**单一成分功能性护肤品**实现收入 1,896.75 万元，同比增长 59.76%；**复合成分功能性护肤品**实现收入 1.02 亿元，同比增长 182.85%。公司**原料及其他业务**实现收入 2,677.34 万元，同比增长 12.40%。公司持续转化核心技术，2025 年上半年新取得发明专利授权 14 项，其中取得国际发明专利授权 4 项，完成人体胶原蛋白原子结构解析 1 项。
- **公司持续拓展销售渠道，旗下“薇旻美”品牌产品已覆盖终端医疗机构超过 4000 家。**随着“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶”的获批，后续机构的覆盖会持续扩大，销售团队也会进一步扩大。2025 上半年，公司在境内各地区营业收入较上年同期均有所增加，主要系 A 型重组人源化胶原蛋白为核心成分的植入剂产品营业收入增长所致，而境外业务增长主要系原料业务增长所致。公司运营策略多维度协同推进，**产品研发方面**：公司于 2025 年 4 月获批“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶”三类医疗器械注册证，该产品通过自组装、自交联技术合成，实现了在制造方式和作用机制上的创新突破。**产能布局方面**：为新产品上市做准备，公司投资建设的注射用重组人源化胶原蛋白凝胶生产车间已于 5 月试投产。**品牌营销方面**：公司的 HiveCOL“蜂巢”胶原组织网技术发布会于第 78 届戛纳电影节“2025 芭莎戛纳之夜”成功举办，强化品牌建设。**国际化布局方面**：2025 上半年内，公司重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维获得泰国医疗器械注册许可，功能性护肤品获得美国和沙特阿拉伯的认证或备案，同时原料产品已与欧莱雅集团进行合作。
- **定增引入战略投资者养生堂，有望在研发、销售等方面赋能公司。**2025 年公司拟向特定对象发行股票募集资金 20 亿元，募集资金拟用于人源化胶原蛋白 FAST 数据库

与产品开发平台项目以及补充流动资金，发行对象为养生堂。养生堂或为公司在产品研发、工业化生产、商业化推广、市场战略和经营管理等多方面进行赋能，在原材料、食品饮料添加、化妆品添加、药品开发、现有产品的商业化转化及大规模工业化生产人源化胶原蛋白等多个领域形成合作，从而帮助公司突破产能建设、产品商业化、市场渠道建设和管理等瓶颈。通过与养生堂的研发合作，可助力公司加快研发速度，拓宽产品类型，加快公司研发的胶原蛋白生物新材料在护肤品、食品、药品等领域的应用转化，高效研发新品。目前公司或将展开大规模生产方面的布局，通过与农夫山泉和万泰生物之间的合作，可协同公司实现消费品等快速布局，为未来大规模生产项目进行保驾护航。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.18、14.10、18.33 亿元，2025/8/25 收盘价对应 PE 分别为 36、26、20 倍。我们看好公司凝胶新品上市后的销售表现以及在功能性护肤品赛道的快速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：核心技术人员流失风险、医疗美容行业相关风险、医疗器械及化妆品产品政策变动风险**

盈利预测与估值（人民币）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	780	1,443	2,098	2,845	3,710
同比增长率（%）	99.96%	84.92%	45.40%	35.60%	30.40%
归母净利润（百万元）	300	732	1,018	1,410	1,833
同比增长率（%）	174.60%	144.27%	38.98%	38.52%	30.05%
每股收益（元/股）	2.61	6.36	8.84	12.25	15.93
ROE（%）	31.44%	47.70%	46.60%	45.73%	43.13%
市盈率（P/E）	121.46	49.72	35.78	25.83	19.86

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 1. 重组人源化胶原蛋白领域领先者，引入战投养生堂有望多方面赋能

公司基于生命科学，应用结构生物学、蛋白质理性设计等前沿技术，系统性从事功能蛋白结构解析、功能发现、创新设计、规模化产业化及应用研究。根据公司年报，公司被评为国家级专精特新“小巨人”企业、山西省重点产业链合成生物产业链“链主”企业。公司的核心业务为以 A 型重组人源化胶原蛋白为核心原材料制备的高端植入级医疗器械的研发、生产及销售。公司终端产品主要应用于注射类医学抗衰老、医疗美容整形领域；其次应用于妇科、外科、皮肤科、五官/口腔科、肛肠科等科室的修复性治疗；此外，也少量用于抗衰修复类护肤领域。

图 1：公司营收来源为医疗器械、功能性护肤品、原料及其他

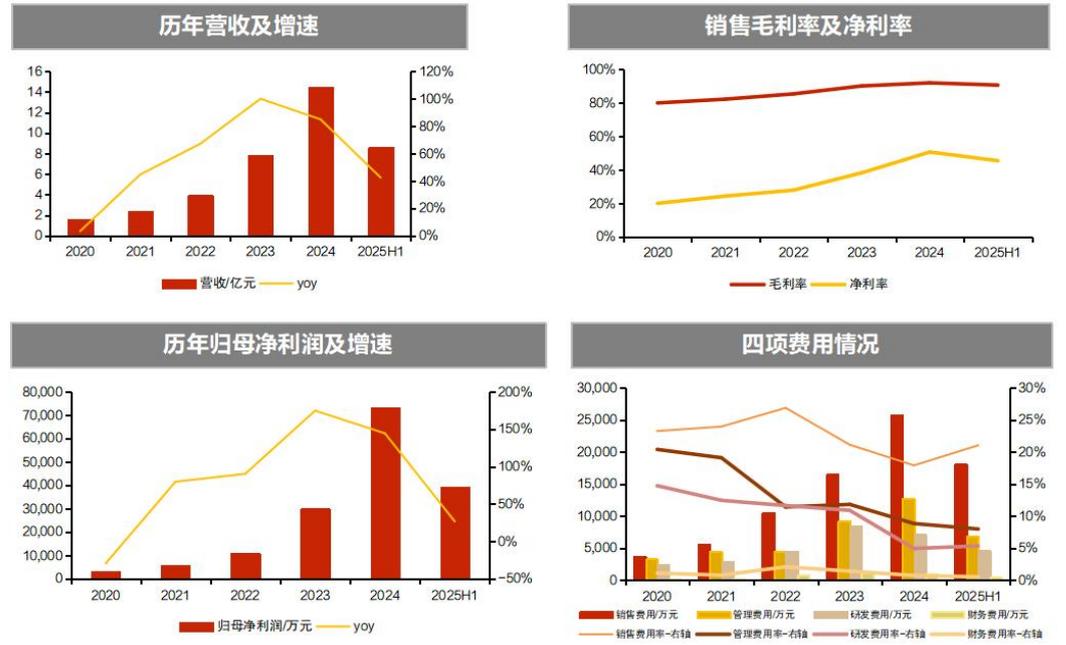


资料来源：锦波生物公告、华源证券研究所 注：图中数据为 2025H1 分业务营收占比

2020-2024 年，公司营业收入持续增长，从 2020 年 1.61 亿元快速增长至 2024 年 14.43 亿元，复合增速为 72.9%，同期归母净利润与营业收入同步增长，2024 年达到 7.32 亿元，2020-2024 年复合增长率为 118.8%。公司毛利率也持续处于高位，2020-2024 年基本维持在 80% 以上，研发费用率和管理费用率整体呈现下降趋势，净利率呈上升趋势。

公司 2025H1 营业收入为 8.59 亿元，较上年同期增加 42.43%，主要系医疗器械和功能性护肤品收入增长所致。医疗器械的增长主要系以 A 型重组人源化胶原蛋白为核心成分的植入剂产品（三类医疗器械）收入增长；功能性护肤品的增长主要系“重源”、“ProtYouth”等公司自有品牌收入增长。2025H1 归母净利润为 3.92 亿元，同比增长 26.65%，销售费用同比增加 67.77%，主要系本期公司销售人员数量及薪酬增加，同时公司持续投入品牌推广，相应会议展览等线下宣传推广费用、线上推广费用增加所致。

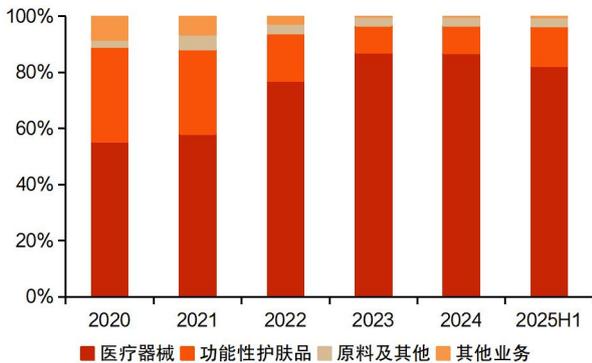
图表 2: 2025H1 公司营收为 8.59 亿元 (yoy+42.43%)



资料来源: iFind、华源证券研究所

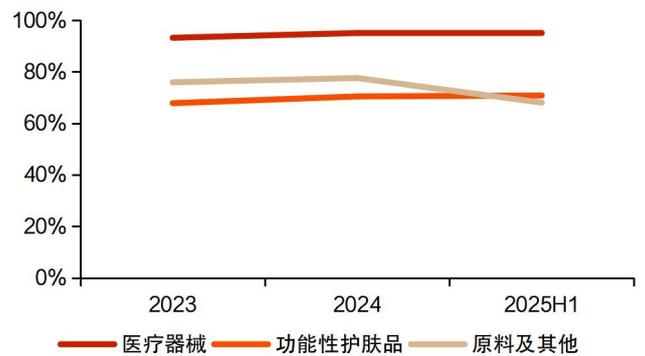
医疗器械是公司营收的主要来源, 2024 年营收同比增长 84.4%, 占总营收 86.9%, 毛利率 95.0% (yoy+1.9pcts); 功能性护肤品营收同比增长 86.8%, 2024 年占总营收 9.8%, 毛利率 70.4% (yoy+2.6pcts); 原料及其他 2024 年占总营收 3.2%。2025H1 医疗器械营收占比较 2024 年略有下降, 占比为 82.45%, 营收同比增长 33.4%, 毛利率持续处于高位, 2025H1 为 95.04%; 功能性护肤品占比提升, 营收同比增长 152.4%, 业绩增长较快, 规模效应显著。公司产品重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维聚焦纠正眼周鱼尾纹、眉间纹、额头纹, 推广自主品牌“薇旖美”, 并持续丰富产品体系, 强化品牌建设, 截至 2025H1, 已覆盖终端医疗机构超 4000 家。

图表 3: 2025H1 医疗器械销售占比达 82.45%



资料来源: 锦波生物公告、iFind、华源证券研究所  
注: 2020-2022 年数据来自公司招股书分类, 其中“原料及其他”占比为“原料”+“卫生用品”占比之和

图表 4: 2025H1 医疗器械毛利率为 95.04%



资料来源: 锦波生物公告、iFind、华源证券研究所

三类医疗器械注册证是胶原蛋白进入医美注射市场的准入壁垒，锦波生物独揽 3 张重组胶原蛋白“械三”证。根据国家药监局数据，截至 2025 年 8 月，锦波生物是国内唯一拥有重组胶原蛋白三类医疗器械注册证的企业。该公司已成功获批三款产品：2021 年获批的“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”、2023 年获批的“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液”，以及 2025 年最新获批的“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶”，产品形态和适用范围不断升级。当前市场上的其他合规胶原蛋白注射剂，如双美生物和斐缦的产品，均为动物源（猪源或牛源）胶原蛋白。2025 上半年，公司重组人源化胶原蛋白三类医疗器械全球化布局取得了重要进展，获得了泰国医疗器械注册许可。

图表 5：国内已上市和开发阶段胶原蛋白填充剂（三类医疗器械）梳理

公司	产品名称	注册证号	主要组成成分	适用范围	批准日期
锦波生物	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	国械准注 20213130488	为白色海绵状固体，由重组 III 型人源化胶原蛋白组成	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）	2021/6/28
	注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液	国械准注 20233131245	为无色或类白色液体，由重组 III 型人源化胶原蛋白（A 型）和 0.9% 的生理盐水组成，胶原蛋白浓度 2mg/ml	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）	2023/8/28
	注射用重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶	国械准注 20253130751	由重组 III 型人源化胶原蛋白和 0.9% 生理盐水组成，胶原蛋白浓度 16.00mg/ml	适用于注射到中面部皮下至骨膜上层，以矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷。	2025/4/9
斐缦医药	医用胶原填充剂	国械准注 20163131609	为 3.5% 牛胶原蛋白及 0.3% 盐酸利多卡因的生理盐水悬浮液	用于面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	2021/11/3
双美生物	含利多卡因胶原蛋白植入剂	国械注许 20193130003	由 SPF 猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白 35mg/mL 及含有 0.3% 利多卡因的磷酸盐缓冲液构成	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	2023/4/13
	胶原蛋白植入剂	国械注许 20193130064	由猪皮纯化而成的 I 型胶原蛋白经过滤除菌及无菌操作方式分散于磷酸生理食盐缓冲溶液构成	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等)	2023/4/7
	胶原蛋白植入剂	国械注许 20173130007	由猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白及磷酸盐缓冲生理盐水构成	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	2021/3/8
珂瑞康	注射用面部胶原蛋白植入剂	国械准注 20253131017	由预灌封注射器、一次性使用无菌注射针和分散于生理盐水中的胶原蛋白组成	适用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）	2025/5/27

资料来源：国家药品监督管理局、华源证券研究所

研发方面，公司将继续深化重组 III 型人源化胶原蛋白的应用开发（最早产业化、商业化的材料级产品），拓展了包括皮肤科、妇科、泌尿科、骨科、心血管科等领域研发；同时，公司开展其他型别胶原蛋白（包括重组 X VII 型人源化胶原蛋白、重组 V 型人源化胶原蛋白等）的功能发现、结构解析、产品设计、小试、中试、临床前研究，较为成熟的包括重组 X VII 型人源化胶原蛋白、重组 V 型人源化胶原蛋白等，根据公司 2024 年年报，部分产品已进入临床实验阶段。公司持续转化核心技术，2025 年上半年新取得发明专利授权 14 项，其中取得国际发明专利授权 4 项，完成人体胶原蛋白原子结构解析 1 项（9UFG）。

**图表 6：公司积极开展其他型别胶原蛋白研发项目**

研发项目名称	所处阶段/项目进展	预计对公司未来发展的影响
重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品研发项目	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白项目、重组XⅦ型人源化胶原蛋白项目、重组V型人源化胶原蛋白项目等已完成功能发现、结构解析、产品设计、小试、中试、临床前研究，部分产品已进入临床实验	重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品的研发是基于现有技术和产品进行扩展，研发成功将促进创新成果加速产业化转化，进一步增强公司在重组人源化胶原蛋白领域研发的持续领先优势，对公司收入及利润将产生积极影响
广谱抗冠状病毒新 药研发项目	用于治疗新型冠状病毒感染的多中心临床试验已完成并取得总结报告	产品如研发成功，将是公司在一类新药领域的第一款产品及公司在抗病毒领域的一个突破，有望为冠状病毒感染提供一种全新的治疗手段

资料来源：锦波生物 2024 年年报、华源证券研究所

根据公司公告，2025 年公司拟向特定对象发行股票募集资金 20 亿元，拟发行不超过 7,175,660 股股票，占本次发行前公司总股本的 6.24%，发行价格为 278.72 元/股。募集资金拟用于人源化胶原蛋白 FAST 数据库与产品开发平台项目以及补充流动资金，发行对象为养生堂，养生堂于 2025 年 6 月 26 日与公司签订了《山西锦波生物医药股份有限公司向特定对象发行股票之附条件生效的股份认购暨战略合作协议》。

公司或与养生堂在研发、规模化生产、品牌推广等多个方面深入合作。根据公司公告，养生堂有望为公司在产品研发、工业化生产、商业化推广、市场战略和经营管理等多方面进行赋能，在原材料、食品饮料添加、化妆品添加、药品开发、现有产品的商业化转化及大规模工业化生产人源化胶原蛋白等多个领域形成合作，从而帮助上市公司突破产能建设、产品商业化、市场渠道建设和管理等瓶颈。通过与养生堂的研发合作，可助力公司加快研发速度，拓宽产品类型，加快公司研发的胶原蛋白生物新材料在护肤品、食品、药品等领域的应用转化，高效研发新品。目前公司或将展开大规模生产方面的布局，通过与农夫山泉和万泰生物之间的合作，可协同公司实现消费品等快速布局，为未来大规模生产项目进行保驾护航。

**图表 7：2025 年公司拟向特定对象发行股票募集资金 20 亿元**

募集资金投资项目	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入额占比
人源化胶原蛋白 FAST 数据库与产品开发平台项目	115,000	57.50%
补充流动资金	85,000	42.50%
合计	200,000	100.00%

资料来源：锦波生物公告、华源证券研究所

## 2. 风险提示

**核心技术人员流失风险：**核心技术人员是公司生存和发展的关键，是公司重要的核心竞争力。公司的行业背景，对研发人员的技术水平和工作经验有着较高的要求，稳定和扩大科技人才队伍对公司的生存和发展十分重要。公司制定了关于核心技术人员的约束和激励机制，但若未来公司相应机制不能吸引新的或不能留住现有的技术人才，将对公司研发、生产造成不利影响，进而影响公司的整体经营状况。

**医疗美容行业相关风险：**医疗美容机构为公司重要的销售终端之一，该领域相关的风险包括：产品质量风险、注射剂产品冷链仓储运输不当风险、医疗事故风险、下游机构无合规证照从事医疗美容活动的风险、下游医疗美容机构经营不合规的风险、市场相关主体夸大宣传和过度营销的风险、市场假货风险。

**医疗器械及化妆品产品政策变动风险：**公司主营业务收入主要来源于各类医疗器械及功能性护肤品产品的销售。目前，相关监督管理部门对二类及三类医疗器械的生产、经营及流通等多环节提出了严格的要求，同时对化妆品生产经营的各个环节制定了严格的行为规范提高了化妆品行业整体的准入门槛。未来，随着医疗器械及化妆品行业的发展，相关部门可能进一步出台更加严格的举措，对企业生产经营、执业许可、质量标准等方面提出更高的要求。如果公司不能满足监督管理部门所制定的有关规定和政策要求，则存在被相关部门处罚的风险，可能会给公司生产经营带来不利影响。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	941	1,437	2,266	3,394
应收票据及账款	195	260	337	420
预付账款	38	52	66	81
其他应收款	9	13	18	23
存货	97	152	207	281
其他流动资产	18	29	45	52
<b>流动资产总计</b>	<b>1,298</b>	<b>1,944</b>	<b>2,940</b>	<b>4,252</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	551	591	580	597
在建工程	19	63	83	77
无形资产	23	32	43	52
长期待摊费用	19	23	23	22
其他非流动资产	146	149	144	132
<b>非流动资产合计</b>	<b>758</b>	<b>859</b>	<b>873</b>	<b>880</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,056</b>	<b>2,802</b>	<b>3,813</b>	<b>5,132</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	52	77	102	130
其他流动负债	241	328	454	619
<b>流动负债合计</b>	<b>292</b>	<b>406</b>	<b>556</b>	<b>749</b>
长期借款	173	159	122	83
其他非流动负债	60	60	60	60
<b>非流动负债合计</b>	<b>233</b>	<b>218</b>	<b>181</b>	<b>143</b>
<b>负债合计</b>	<b>525</b>	<b>624</b>	<b>738</b>	<b>892</b>
股本	89	115	115	115
资本公积	316	290	290	290
留存收益	1,130	1,779	2,678	3,846
归属母公司权益	1,535	2,184	3,082	4,251
少数股东权益	-4	-6	-8	-11
<b>股东权益合计</b>	<b>1,531</b>	<b>2,178</b>	<b>3,075</b>	<b>4,241</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,056</b>	<b>2,802</b>	<b>3,813</b>	<b>5,132</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	731	995	1,386	1,809
折旧与摊销	66	80	89	102
财务费用	10	4	0	-5
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-47	-37	-17	9
其他经营现金流	8	25	26	26
<b>经营性现金净流量</b>	<b>767</b>	<b>1,066</b>	<b>1,483</b>	<b>1,939</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-154</b>	<b>-183</b>	<b>-106</b>	<b>-112</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-190</b>	<b>-387</b>	<b>-548</b>	<b>-699</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>423</b>	<b>496</b>	<b>829</b>	<b>1,128</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>1,443</b>	<b>2,098</b>	<b>2,845</b>	<b>3,710</b>
<b>营业成本</b>	<b>115</b>	<b>188</b>	<b>266</b>	<b>380</b>
税金及附加	11	26	29	37
销售费用	259	420	532	668
管理费用	127	168	223	284
研发费用	71	105	140	184
财务费用	10	4	0	-5
资产减值损失	-14	-12	-18	-27
信用减值损失	-4	-9	-12	-14
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	22	22	22	22
<b>营业利润</b>	<b>854</b>	<b>1,189</b>	<b>1,648</b>	<b>2,144</b>
营业外收入	6	4	5	5
营业外支出	3	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>857</b>	<b>1,192</b>	<b>1,651</b>	<b>2,147</b>
所得税	126	175	243	316
<b>净利润</b>	<b>731</b>	<b>1,016</b>	<b>1,408</b>	<b>1,831</b>
少数股东损益	-1	-2	-2	-3
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>732</b>	<b>1,018</b>	<b>1,410</b>	<b>1,833</b>
EPS(元)	6.36	8.84	12.25	15.93

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	84.92%	45.40%	35.60%	30.40%
营业利润增长率	145.35%	39.23%	38.55%	30.10%
归母净利润增长率	144.27%	38.98%	38.52%	30.05%
经营现金流增长率	159.55%	38.96%	39.12%	30.71%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	92.02%	91.02%	90.66%	89.76%
净利率	50.68%	48.44%	49.48%	49.35%
ROE	47.70%	46.60%	45.73%	43.13%
ROA	35.62%	36.32%	36.98%	35.72%
<b>估值倍数</b>				
P/E	49.72	35.78	25.83	19.86
P/S	25.24	17.36	12.80	9.82
P/B	23.72	16.67	11.81	8.57
股息率	0.73%	1.01%	1.40%	1.83%
EV/EBITDA	19	28	20	15

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）。