

三星医疗 (601567.SH)

双主业经营稳健，智能配用电加速出海

公司经过二十余年发展，形成了智能配用电和医疗服务双主业。在国内配用电领域，聚焦电网、发电等央企客户，市场份额领先且较稳定。海外配用电高景气，公司近几年重点拓展欧洲、中东、拉美等市场，深化本地化经营，海外收入占比预计持续提升。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **配用电和医疗服务双轮驱动。**公司成立于2007年，前身为创建于1991年的宁波三星仪表厂，在电能表领域深耕30余年。公司2001年进军配电行业，2015年通过收购跨界康复医疗，形成配用电和医疗服务双主业。创始人兼董事长郑坚江系公司实控人，直接和通过奥克斯集团间接持股超40%。
- **海外配用电需求高景气。**用电方面，部分欧洲国家及新兴市场智能电表渗透率仅10-20%，提升空间较大。德国通过了一揽子法案，计划2030年底将智能电表安装率提升至95%以上，其他国家也有相关政策支持。配电方面，发达国家电网老旧，随着新能源渗透率提升，电网承载能力普遍不足，亟需现代化改造。25年12月，欧盟发布《欧洲电网一揽子计划》，到2040年电网投资1.2万亿欧元，其中7300亿用于配电网建设，新项目审批缩短至2年。
- **公司海外渠道完善，配电出海成为新增长动力。**公司在欧洲、中东等市场深耕电表行业10余年，建立了高效全面的营销和运营体系，拥有5大生产基地和11个销售中心，辐射70多个国家和地区，并持续拓展新区新客。基于用电业务积累的电网客户资源，公司积极推进配电、新能源业务出海。截至25Q3，海外配电在手订单21.7亿元，同比+125%，增长动力强劲。
- **国内配用电份额领先，整体保持稳健。**配用电市场竞争格局分散，公司电网招标份额基本保持在TOP3-5。电表和配电产品价格正在回暖，公司也通过降本增效来保持竞争力。中长期配用电业务有望受益配网改造。网外业务方面，在新能源国企客户之外积极储备石油化工、数据中心等新场景客户。
- **康复医疗蓝海市场，公司布局深入。**在老龄化及心脑血管重疾早发等趋势下，国内康复医疗需求持续增长。社会资本响应政策号召积极布局，公司为其中领先企业。截至25H1，公司下属康复医院达32家，总床位数超万张。
- **投资建议。**海外配用电需求景气，公司渠道布局深入，尤其欧洲市场可能有较大爆发力，随着海外收入占比提升，公司盈利水平也将逐渐修复。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内配用电投资不及预期、海外配电拓展不及预期、竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11463	14600	15988	18226	21506
同比增长	26%	27%	9%	14%	18%
营业利润(百万元)	2270	2585	2145	2341	3008
同比增长	97%	14%	-17%	9%	28%
归母净利润(百万元)	1904	2260	1851	2017	2576
同比增长	101%	19%	-18%	9%	28%
每股收益(元)	1.35	1.61	1.32	1.44	1.83
PE	19.7	16.6	20.3	18.6	14.6
PB	3.4	3.1	2.9	2.7	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (首次)

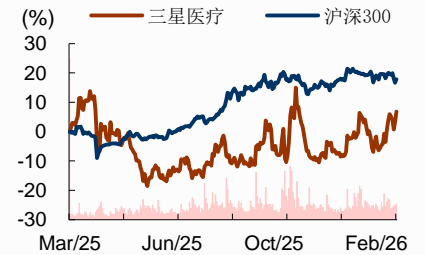
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：26.74元

基础数据

总股本(百万股)	1405
已上市流通股(百万股)	1405
总市值(十亿元)	37.6
流通市值(十亿元)	37.6
每股净资产(MRQ)	8.8
ROE(TTM)	15.9
资产负债率	47.6%
主要股东	奥克斯集团有限公司
主要股东持股比例	32.57%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	20	1
相对表现	9	16	-18



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
- 胡佳怡 S1090525080002
hujayi1@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司概况	4
1、股权结构	4
2、主营业务	5
3、销售模式、客户结构、供应链	6
4、注重精细化管理，经营指标良好	6
二、海外配用电需求旺盛，公司加速布局	8
1、海外电表渗透率仍有提升空间	8
2、海外配电需求旺盛，出口持续景气	10
3、公司深入本土布局，订单持续突破	13
三、国内配网建设有望加速，公司积累深厚	14
1、电表升级趋势明确，静待价格企稳	14
2、中国配网投资加速箭在弦上	15
3、公司在国内配用电市场份额领先	16
四、康复医疗蓝海市场，公司布局深入	18
1、国内康复医疗行业稳健增长，民营机构是重要力量	18
2、公司专注重症康复，服务网络持续拓展	19
五、盈利预测	20
六、风险提示	20

图表目录

图 1、公司股权结构及子公司情况（截至 2025 年中报）	4
图 2、公司智能配用电产品图谱	5
图 3、中国电表出口金额及增速	9
图 4、电表出口不同市场的结构（单位：亿元）	9
图 5、2025 年全球电网投资将超过 4000 亿美元	10
图 6、E.on 能源网络领域资本开支情况	11
图 7、德国 TSO 与 DSO 的电网投资（单位：亿欧元）	11
图 8、美国电力基础设施每年资本开支情况	11
图 9、美国配电基础设施相关项目每年资本开支情况	11

图 10、国网电表招标金额及增速	14
图 11、国网电能表招标均价	14
图 12、2024 年国网电能表中标份额	15
图 13、2025 年 1 批国网电能表中标份额	15
图 14、中国和美国配网投资占比	16
图 15、全国康复医院数量	18
图 16、全国医院康复医学科床位数量	18
图 17、公司康复医院全国布局情况	19
图 18、公司康复医院扩张情况	19
表 1: 历次股权激励目标完成度	4
表 2: 公司销售收入结构	6
表 3: 人均贡献及费用率	7
表 4: 公司负债情况	7
表 5: 公司现金流情况	7
表 6: 公司资产回报率情况	7
表 7: 全球电表渗透率及升级计划	8
表 8: 中国电表出口海外市场的增速	9
表 9: 新兴市场电网基础设施现状及未来投资规划	11
表 10: 中国变压器出口结构及金额 (单位: 亿元)	12
表 11: 中国变压器出口地区及金额 (单位: 亿元)	12
表 12: 可比公司海外布局及 2024 年海外收入占比、毛利率情况	13
表 13: 海外配电中标情况	14
表 14: 《分布式光伏发电开发建设管理办法》要求	15
表 15: 近年来国内配网相关政策	16
表 16: 国网配电变压器中标份额及排名	17
表 17: 收入结构	20
附: 财务预测表	21

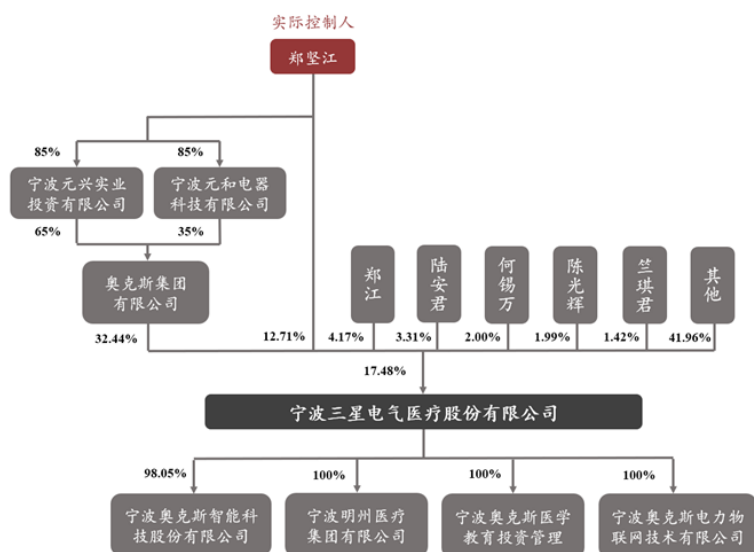
一、公司概况

智能配用电和医疗服务双主业。公司成立于 2007 年，前身为创建于 1991 年的宁波三星仪表有限公司，在电能表领域深耕 30 余年，成为行业龙头。2001 年进军配电网，2007 年改制为宁波三星电气股份有限公司，2011 年于上交所上市，2015 年收购宁波明州医院，跨界康复医疗领域，更名为三星医疗。

1、股权结构

公司股权较为集中。公司创始人兼董事长郑坚江系公司实控人，截至 25H1，其直接持股 12.71%，通过奥克斯集团间接持股 27.57%，合计持股 40.28%。

图 1、公司股权结构及子公司情况（截至 2025 年中报）



资料来源：公司公告、招商证券

重视员工激励，业绩考核目标彰显发展信心。公司曾于 2014 年、2015 年、2018 年、2021 年、2022 年相继实施五次股权激励计划。2024 年 2 月公司实施核心团队持股计划，对智能配用电扣非净利润设定目标，要求 2024-2026 年分别达 17.9/23.2/30.2 亿元，触发值为当年目标值的 80%。

表 1：历次股权激励目标完成度

年度	期次	公司业绩考核目标及触发值	实际完成情况
2014 年	第一期	2014-2016 年收入同比增长 10%/20%/30%，净利润同比增长 15%/25%/35%	解锁完成
2015 年	第二期	2017 年扣非净利润比 2014 年增长不低于 100%，下属子公司宁波明州医院有限公司 2017 年的扣非净利不低于 9375 万元	解锁完成
2018 年	第三期	2018-2020 年智能配用电净利润分别达到 4.33/5.59/7.04 亿元	2018 年 8 月公告终止，系证券市场环境变化，股票价格在二级市场发生了较大波动，原激励计划已较难达到预期的激励效果。

2021年	第四期	2022-2024年医疗服务营收14.55/18.7/22.4亿元，新增项目医院数每年均达到8家	解锁完成
2022年	第五期	2022-2024年智能配用电业务净利润分别达到4.73/6.18/8.0亿元	解锁完成
2024年	核心团队持股计划	2024-2026年智能配用电业务扣非归母净利润分别达17.85/23.21/30.17亿元。触发值分别14.28/18.57/24.14亿元	2024年实现18.2亿元，第一个考核年度目标达成，2025年5月完成首次归属（60%份额）

资料来源：公司公告、招商证券

2、主营业务

智能配用电是公司支柱业务，收入占比约80%。公司智能配用电产品分为三大类，分别是智能用电产品及系统、智能配电产品及系统、新能源产品。围绕国内外客户智慧能源管理需求，公司已形成一体化的整体解决方案。2022年以来，智能配用电业务收入保持20-30%增速，占比从75%提升至80%左右。国内份额保持领先，同时出海动能强劲。

医疗服务业务通过投资并购实现扩张。公司通过子公司明州医疗集团持续布局长三角、珠三角等重点区域，打造以重症康复为特色，神经康复与功能康复为核心，老年康复为基础的高品质康复连锁专科。截至25H1，公司下属医院已达38家，其中康复医院32家，总床位数已超万张。

图2、公司智能配用电产品图谱

智能用电产品及系统	智能配电产品及系统	新能源产品
智能电表	变压器	光伏箱变
高端关口表	环网柜/环保气体柜	风电箱变
智能终端	智能配电终端	光伏预制舱
电力箱	一二次融合成套设备	逆变器
通信模块	高低压开关成套设备	充电桩
AMI/MDM等系统集成解决方案和总包服务	智能化预装式变电站	储能产品及系统

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 公司销售收入结构

单位: 亿元	2020	2021	2022	2023	2024	占比	2025H1
总收入	71	70	91	115	146	100%	79.7
智能配用电	53.1	53.8	68.1	84.4	111.2	76.2%	63.5
医疗服务	13.8	13.7	20.7	27.8	32.6	22.3%	15.3
租赁	3.03	1.58	0.65	0.42	0.06	0%	0.3
其他	0.98	1.12	1.59	2.02	2.16	1.5%	0.6
收入增长率	5%	-1%	30%	26%	27%		13.9%
智能配用电	12.0%	1.4%	26.5%	23.9%	31.8%		19.5%
医疗服务	-8.8%	-0.9%	50.7%	34.7%	17.1%		-3.0%
租赁	-29.0%	-47.9%	-58.7%	-35.7%	-85.7%		-20.3%
其他	74.3%	14.7%	41.4%	27.2%	6.9%		—
毛利率	28.7%	25.4%	28.9%	34.0%	34.7%		28.97%
智能配用电	29.4%	24.1%	28.6%	34.1%	34.8%		—
医疗服务	19.1%	20.7%	26.7%	31.7%	34.3%		—
其他	44.9%	48.2%	38.9%	—	—		—

资料来源: 公司公告、招商证券

3、销售模式、客户结构、供应链

公司下设智能配用电和医疗服务两个事业部。

销售模式: 智能配用电业务以直销为主, 收入占比约 90%。公司坚持技术营销, 国内外各办事处、销售中心均配有专业的技术、销售、售后人员, 围绕客户需求, 形成全周期“铁三角”模式(商务、交付、风控), 快速出具初步解决方案, 24 小时内抵达现场, 并全程跟踪闭环, 客户满意度保持行业领先水平。

客户结构: 公司长期服务国内外重点客户, 国内客户包括国家电网、南方电网、五大六小央国企等。国外客户包括瑞典 vattenfall 电力公司、欧洲 E.on 集团、巴西 Enel 电力公司、沙特 SEC 电力公司等。

供应链与数字化管理: 公司自主建设了工业互联网平台, 实现了从订单管理、设计、采购、生产到仓储、物流的数字化管理。通过数字化技术的应用, 实现配电装备生产自动化、智能化和网络化, 提升供应链协同管理效率和成本精细化管理能力, 保证产品质量安全而稳定。

医疗服务板块采用连锁扩张的经营模式。 在医院拓展、临床诊疗、学科建设、人才培养等方面积累了较为完善的单店模型。形成拓展准入、康复投资、人才招聘 3 大标准化模块, 建立基建装修、氧舱管理、标识标牌、药耗采购、人员配置、医疗质量、设备采购、医护带教、筹建筹开、患者服务等 10 项标准。

4、注重精细化管理, 经营指标良好

公司在管理上注重精细化, 费用控制得当。2022 年以来加强海外市场开拓, 人员扩张明显, 2023 费用率有所提升, 但随着收入体量提升, 2024 年以来费用率呈下降趋势。

在手现金充裕, 资产负债率保持正常水平。25H1 在手现金 27.6 亿元, 同比增长 8.9%, 环比下降 39%, 预计与偿还长期负债有关。近几年资产负债率处于 40-50%。

收现比基本在 1 左右, 经营现金净额与净利润总体匹配, 年中存在一定波动。

表 3: 人均贡献及费用率

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
人均产值 (万元)	121.45	106.84	111.9	106.81	116.63	—
人均创利 (万元)	16.37	10.5	11.66	17.74	18.05	—
人均薪酬 (万元)	16.89	16.51	19.97	22.08	19.59	—
管理费用率 (%)	4.32	4.77	6.04	6.99	6.22	5.05
销售费用率 (%)	6.52	7.33	7.12	7.42	6.96	6.82
研发费用率 (%)	4.41	4.19	3.59	4.11	3.58	3.22

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 公司负债情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (%)
负债率%	40.7	48.2	49.9	1.7	43.7	46.6	2.9
短期借款 (百万元)	323.1	0	0	—	0	498.5	—
一年内到期非流动负债 (百万元)	389.9	270.3	149.2	-44.8	404.8	1667.9	312.0
长期借款 (百万元)	150.0	2466.0	3184.3	29.1	564.0	548.5	-2.8
长期应付款 (百万元)	0	4.27	36.95	765.5	4.76	36.38	664.2
在手现金 (百万元)	2933	5453	4539	-16.8	2533	2758	8.9
交易性金融资产 (百万元)	27	54	830	1444.2	43	40	-5.9

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 公司现金流情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (%)
赊销比 (%)	27.04	21.02	23.15	2.13	46.64	49.55	2.92
存货/营收 (%)	19.81	28.41	27.92	-0.49	47.72	51.99	4.27
销售商品、劳务获现金/营收 (%)	96.17	103.35	106.28	2.93	79.11	73.87	-5.24
经营现金流净额/税后净利润 (%)	1.27	0.99	0.81	-0.18	0.23	-0.05	-0.27
经营性现金流净额 (百万元)	1223	1901	1836	-3.43	260	-59	-123
自由现金流 (百万元)	819	1348	793	-41.18	-127	-66	-48.30

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 公司资产回报率情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (%)
归母净利率 (%)	10.42	16.61	15.48	-1.13	16.43	15.43	-1.01
总资产周转率 (%)	0.59	0.61	0.63	0.03	0.34	0.33	0.00
权益乘数	1.69	1.84	1.99	0.08	1.88	1.97	0.05
ROE (%)	10.32	18.56	19.57	1.01	10.40	10.14	-0.26
ROA (%)	6.21	10.18	9.89	-0.29	5.55	5.09	-0.46
ROIC (%)	9.06	15.06	14.64	-0.42	8.34	7.63	-0.71

资料来源: 公司公告、招商证券

二、海外配用电需求旺盛，公司加速布局

1、海外电表渗透率仍有提升空间

欠发达地区智能电表渗透率有较大提升空间。截至 23 年，中亚、南美、非洲等地区智能电表渗透率不足 10%。随着电网基础设施建设加快有望提升渗透率。

欧洲各国渗透率差异较大，德国提升空间大。根据 JRC analysis，意大利、西班牙、丹麦等国家基本实现智能电表全覆盖。截至 23 年，比利时、希腊、匈牙利等国智能电表渗透率仍低于 10%，德国、波兰仍低于 20%，存在较大提升空间。

德国立法提升智能电表渗透率，路线图明确。根据 2023 年推出的《重启能源转型法数字化法案》，德国计划通过限制安装费用、引入动态电价、强制安装等一揽子政策，将 2030 年底将智能电表安装率提升至 95%以上。

高渗透率地区存在表计替换、升级需求。日本、美国等国家智能电表渗透率已经达到较高水平，存在替换、升级（即二次换表）的需求。

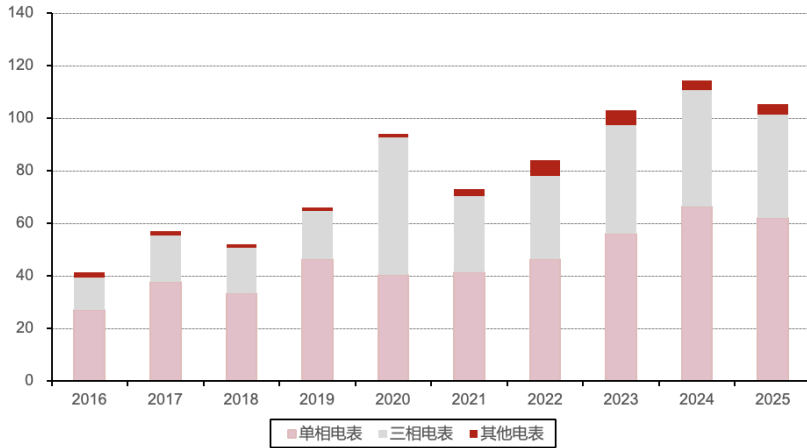
表 7：全球电表渗透率及升级计划

国家及地区	2023 年	计划
日本	80%	2025 年启动第二代智能电表更换，政府能源基本计划提出到 2030 年代初完成对既有电表的全面换代。
美国	80%+	根据 Berg Insight，2029 年美国智能电表渗透率提高至 94%，第二代智能电表将占出货量的 80%以上，进入第二代智能电表替换周期。
意大利、西班牙、丹麦	~100%	意大利：按照 ARERA 批准的 2G 投运计划（PMS2），各配电公司须每年向监管机构报送 2G 进度与绩效，替换周期延续至 2031 年。 西班牙：完成首轮全国替换后，重点转入存量运维与功能升级（费率灵活计量、数据接入与消费者权益保护等）。 丹麦：在全量覆盖基础上，持续推进 15 分钟结算与数据共享、零售侧市场化与需求响应。2023 年的行政令巩固了 DSOs 的装表义务与功能标准。
德国	14%	《重启能源转型法数字化法案》提出，在 2025 年前开始配置智能计量系统，2025 年底计量点装机率达到 20%以上，2028 年底达到 50%以上，2030 年底前达到 95%以上。
比利时、希腊、匈牙利	<10%	比利时：法兰德斯法规要求 2024 年底≥80%，2029 年 7 月前 100%。瓦隆规划在 2029 年底前完成将传统电表替换为智能电表。布鲁塞尔计划 2030 年末达到 80%智能表渗透率目标（2024 年显著提速安装）。 希腊：2025 年发布 276 万台二代智能表集中采购公告，目标 2030 年全国替换完成。 匈牙利：E. on 匈牙利在 2024 年宣布在西部与中部地区部署 165000 台。MVM 两家配电公司将于 2026 年 2 月前再新增 89103 台。
南美	<10%	巴西、墨西哥是主战场，哥斯达黎加目标 2035 年 100%，哥伦比亚/秘鲁处于政策与标准完善期。
中亚	<10%	乌兹别克斯坦推进最快，官方称约 93%用户已用“现代电表”，目标总量 740 万台左右。哈萨克斯坦/吉尔吉斯斯坦/塔吉克斯坦以项目化试点为主，正逐步导入 AMI 与结算体系。

资料来源：IEA、JRC analysis、Berg Insight、欧洲委员会、德国联邦议院等、招商证券

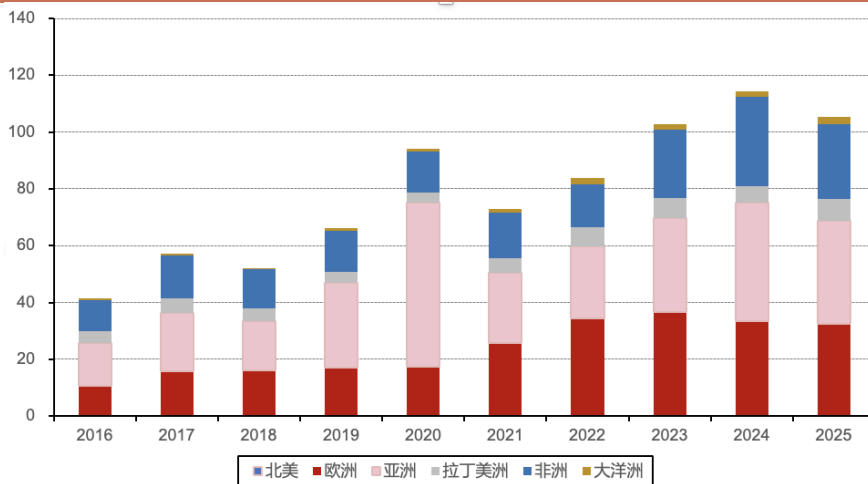
电表出口存在一定周期性。从近十年的电表出口数据来看，2017、2020 年出口增速较为显著，分别约 38%、42%。其中 2017 年高增主要系全球智能电网建设的推动和新兴市场智能电表需求提升，2020 年主要系沙特政府大力推动智能电表项目的实施。

图 3、中国电表出口金额（单位：亿元）



资料来源：海关总署、招商证券

图 4、电表出口不同市场的结构（单位：亿元）



资料来源：海关总署、招商证券

表 8：中国电表出口海外市场的增速

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
北美	67%	-40%	51%	59%	45%	-49%	79%	15%	12%	-37%
欧洲	11%	49%	2%	6%	1%	48%	35%	6%	-9%	-3%
亚洲	27%	36%	-16%	73%	93%	-57%	2%	30%	27%	-13%
拉美	-27%	29%	-17%	-12%	-1%	30%	33%	8%	-19%	32%
非洲	5%	38%	-8%	4%	0%	13%	-8%	60%	30%	-17%
大洋洲	-2%	-17%	-11%	88%	5%	23%	111%	-17%	-6%	51%

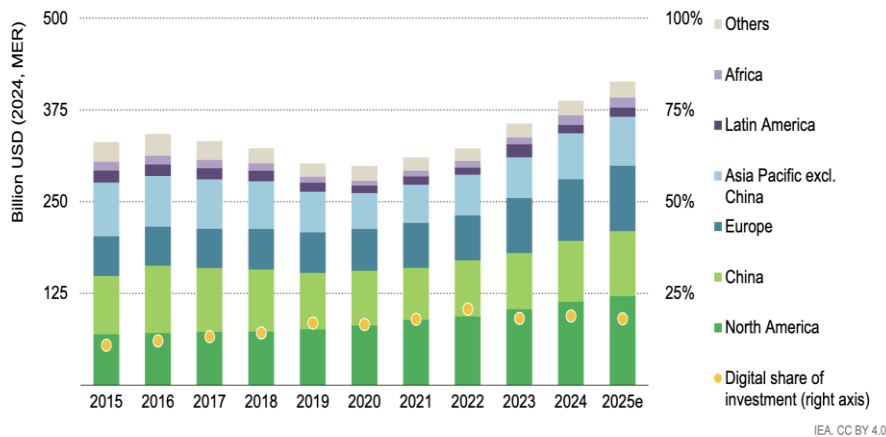
资料来源：海关总署、招商证券

2、海外配电需求旺盛，出口持续景气

欧美发达国家面临电网改造升级。发达国家的电网基础设施普遍面临老化问题，并且随着新能源加快渗透，现有电网消纳能力明显不足。根据 IEA，由于电网投资和许可延迟，截至 2024 年，全球超 1650GW 太阳能和风能等待并网。

2024 年全球电网投资同比增长约 9%，其中三分之二用于配电网。发达经济体和中国继续主导电网投资，占总投资的 80%。

图 5、2025 年全球电网投资将超过 4000 亿美元



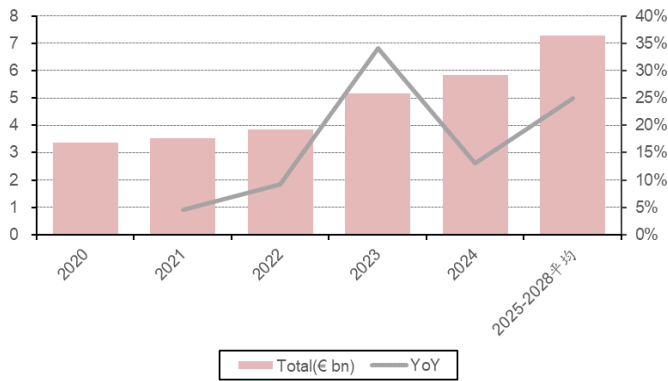
资料来源：IEA、招商证券

25 年 12 月，欧盟发布《欧洲电网一揽子计划》，到 2040 年电网投资 1.2 万亿欧元，其中 7300 亿用于配电网建设，新项目审批缩短至 2 年。

欧洲电网运营商资本开支计划积极。E.on 是欧洲最大的配网运营商，运营网络全长 160 万公里，在德国、瑞典、捷克共和国、匈牙利、罗马尼亚、波兰、斯洛伐克和土耳其拥有超过 2400 万客户。2025 年 2 月，E.on 将 2024–2028 总投资上调至 430 亿欧元，其中能源网络领域 350 亿欧元（重点是电网扩建以及现有基础设施的现代化和数字化），2025–2028 年年均投资额较 2024 年提升 25%。

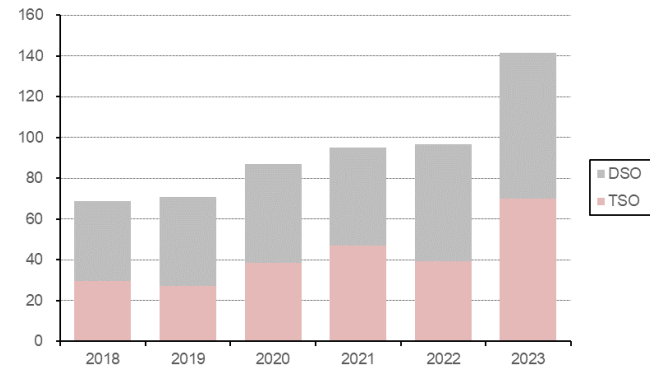
德国输配电投资增长明显。截至 2023 年底，德国拥有 4 家输电运营商，网络线路总长 3.77 万公里，815 家配电运营商，网络总线路长度约 190 万公里。2023 年 TSO、DSO 电网投资分别为 70、72 亿欧元，同比增长 78%、25%。

图 6、E.on 能源网络领域资本开支情况



资料来源：E.on 公告、招商证券

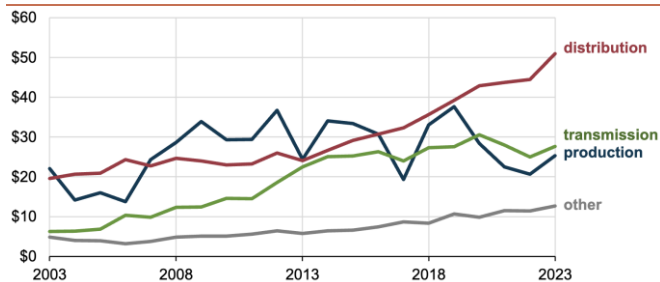
图 7、德国 TSO 与 DSO 的电网投资 (单位: 亿欧元)



资料来源：联邦网络局、招商证券

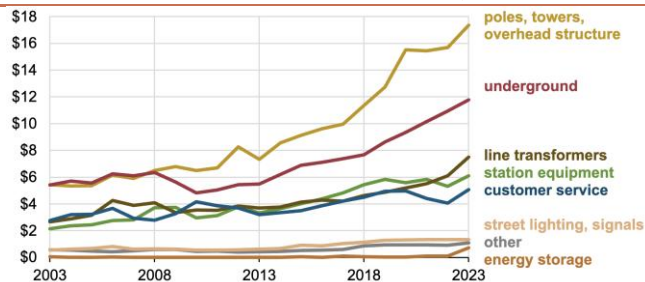
美国配电网投资提速。2023 年美国配电网投资 509 亿美元，同比增长约 15%，较此前 20 年年均 8% 左右的增长明显提速。主要系公用事业公司更换和升级老化的设备，安装新的线路、变压器和其他设备，以帮助社区电网抵御极端天气事件并管理可再生资源的间歇性。其中，线路变压器投资约 75 亿美元，同比增长 23%，配电变电站设备投资约 61 亿美元，同比增长 15%。

图 8、美国电力基础设施每年资本开支情况



资料来源：EIA、招商证券

图 9、美国配电基础设施相关项目每年资本开支情况



资料来源：EIA、招商证券

新兴市场电网基础设施建设迫切，中国参与度较高。随着城市化、工业化进程加快以及新能源快速发展，中东、拉美、印度等地区及国家的电网基础设施迎来快速发展。2021-2023 年，拉美电网投资接近翻倍，其中哥伦比亚、智利和巴西，2023 年同比翻倍。中国在拉美电网发展中发挥着越来越重要的作用，参与了巴西的多项输电拍卖，并扩大了在智利的业务。

表 9：新兴市场电网基础设施现状及未来投资规划

地区	国家	电网投资情况
中东非	—	2024 年中东非配电公用事业市场规模约 410 亿美元，预计 2025-2034 年以 7% CAGR 增长，致力于将可再生能源整合到配电网中。
拉美	智利	2024 年智利宣布计划建设迄今为止最长的输电线路，旨在到 2029 年弥合与可再生能源连接的差距。

资料来源：IEA、Dialogue Earth、招商证券

国内变压器出口增速保持强劲。2025 年国内变压器出口超 620 亿元, 同比+36%, 其中主变/配变增速分别 50%、27%。

表 10: 中国变压器出口结构及金额 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023	2024	2025
变压器出口金额	221	281	357	458	621
同比		27%	27%	28%	36%
主变出口(油, 按照>10MVA)	58	71	126	179	268
占比	26%	25%	35%	39%	43%
同比		24%	77%	42%	50%
配变出口(油、干)	164	210	231	279	353
占比	74%	75%	65%	61%	57%
同比		28%	10%	21%	27%
干变出口	145	170	149	158	175
同比		18%	-12%	6%	11%

资料来源: 海关总署、招商证券

表 11: 中国变压器出口地区及金额 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023	2024	2025
欧洲	8	18	61	72	111
同比		128%	229%	18%	54%
液体变压器	5	13	56	68	106
其他变压器	3	5	5	4	5
北美	3	9	21	37	48
同比		228%	139%	71%	31%
液体变压器	2	7	19	34	44
其他变压器	1	2	2	3	4
亚洲	57	73	88	144	220
同比		28%	21%	64%	52%
液体变压器	44	57	71	121	191
其他变压器	12	15	17	23	29
拉美	14	17	33	40	49
同比		22%	100%	21%	23%
液体变压器	12	14	32	38	46
其他变压器	1	3	2	2	3
非洲	13	19	26	38	54
同比		52%	38%	43%	43%
液体变压器	11	16	24	33	49
其他变压器	1	3	3	4	5

资料来源: 海关总署、招商证券

3、公司深入本土布局，订单持续突破

深耕海外用电多年，本地化布局日趋完善。公司电表 1993 年获得出口资格，经过多年布局，聚焦欧洲、中东、拉美、亚太、非洲五大区域市场，加大本地化生产及营销渠道建设。目前已经拥有巴西、印尼、波兰、德国、墨西哥 5 大生产基地及销售中心，并在瑞典、哥伦比亚、尼泊尔、秘鲁、孟加拉、尼日利亚 6 国设立销售中心，辐射 70 多个国家和地区。

欧洲逐步打开西欧市场。公司深耕欧洲市场十余年，业务已覆盖 16 个国家，成为行业内在欧洲市场覆盖国家数量最多的中国公司。公司此前主要聚焦北欧及东欧，而西欧倾向本土化品牌，壁垒较高。2023 年，公司通过收购本土公司 EasyMeter GmbH 进入德国市场，并在德国设立生产基地，逐步打开西欧核心市场，在德国智能电表渗透率提升的趋势下，公司欧洲业务预计有较大增长空间。

北美市场取得突破。2025 年，公司智能电表取得北美 UL 认证，并于 7 月取得美国智能电表首单突破。

目标市场及业务类型的差异导致国内表企出海毛利率分化。海兴电力及炬华科技海外业务模式为聚焦拉美、东南亚、非洲等电网基础设施薄弱的市场，提供 AMI 解决方案，利润率相对更高。公司前期布局以欧洲、中东等高端市场为主，提供电表硬件和通讯模块，毛利率相较整体解决方案较低。随着公司持续开拓新兴市场，AMI 业务占比有望提升。

表 12: 可比公司海外布局及 2024 年海外收入占比、毛利率情况

公司	电表业务毛利率	海外收入占比	海外毛利率	海外布局
三星医疗	未分开披露	18.9%	35.45%	巴西 (2015)、印尼 (2015)、波兰 (2021)、德国 (2023)、墨西哥 (2023) 五大生产基地。
海兴电力	智能用电产品 43.85% (23 年)	64.9%	42.87%	巴西、印尼、南非 3 个独资工厂，巴基斯坦、孟加拉、肯尼亚 3 个合资工厂。
林洋能源	电能表及终端产品 36.12%	17.2%	29.54%	中东欧市场通过全资子公司 ELGAMA 以本地化策略推动业务；中东市场与当地知名企业 ECC 设立合资公司。与兰吉尔合作扩大西欧和亚太市占率。
威胜控股	未分开披露	15.4%	31.56%	截至 2024 年末，公司已设立境外子公司及销售代表处 10 余家，沙特、印尼工厂正在建设中。
炬华科技	智慧计量与采集系统 51.15%	10%	36.84%	深耕欧洲市场 15 年，近年陆续开拓非洲、南美、东南亚、中亚等地区市场。

资料来源：公司公告、招商证券

配电出海订单持续突破。在欧洲、中东、拉美电网投资加速背景下，公司依托用电业务在当地积累的良好口碑和销售渠道，发挥协同优势，加速配电业务拓展。2023 年中标海外配电首单，2024-2025 年上半年，在希腊、墨西哥、匈牙利、罗马尼亚、吉尔吉斯斯坦等地区持续取得首单突破。截至 25Q3，海外配电在手订单 21.7 亿元，同比增长 125%。

表 13: 海外配电中标情况

时间	项目	金额(亿元)	意义
2023 年	沙特国家电力公司配网智能化改造项目-环网柜		海外配电首单
2024 年	希腊电力局HEDNO三相油浸式铜绕组变压器	4.66	顺利切入高壁垒的欧洲市场
2024 年	墨西哥配电变压器	0.8	
2025H1	匈牙利	2.67	首单突破
2025H1	罗马尼亚		首单突破
2025H1	吉尔吉斯斯坦	1.02	首单突破

资料来源: 公司公告、招商证券

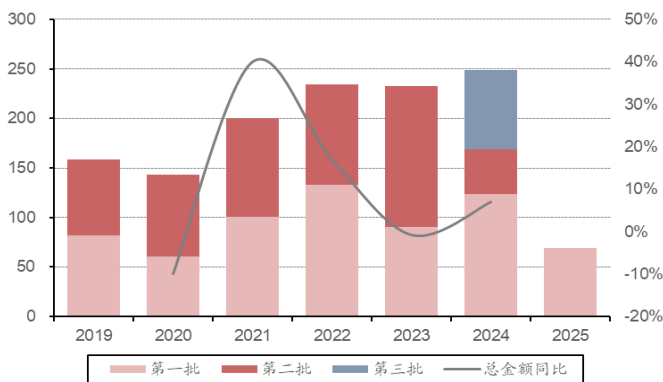
三、国内配网建设有望加速，公司积累深厚

1、电表升级趋势明确，价格有望企稳

国内电能表市场成熟，统招模式呈现一定周期性。国网智能电表招标上一轮周期高点在 2014-2015 年，单年度招标量超过 9 千万只。2020 年新版智能电表定型，2021-2024 年招标量整体保持增长（2023 年小幅下滑），2024 年从两批次增至三批次，总量接近 9 万只。

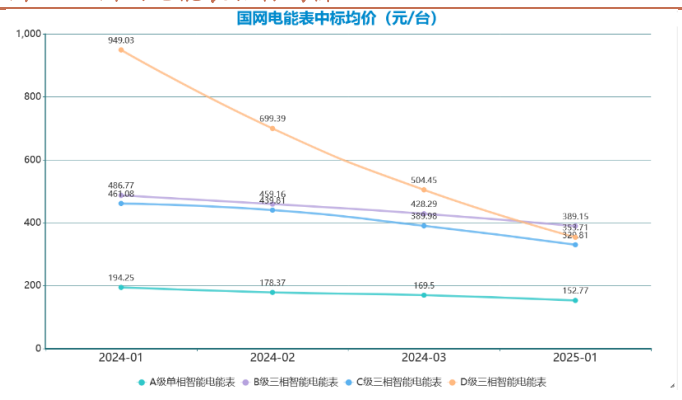
电能表产品价格有望回暖。2024 年以来国网电能表中标价格持续下行，随着新版产品占比提升，26 年整体价格预计回升。

图 10、国网电表招标金额（单位：亿元）及增速



资料来源: 国网电子商务平台、招商证券

图 11、国网电能表招标均价



资料来源: 中国仪器仪表行业协会统计、招商证券

电能表市场格局分散，头部企业份额较稳定。在近年国网电能表招标中，投标企业超过 100 家。TOP10 份额基本保持在 30-35%，公司份额在 2.5% 左右。

图 12、2024 年国网电能表中标份额

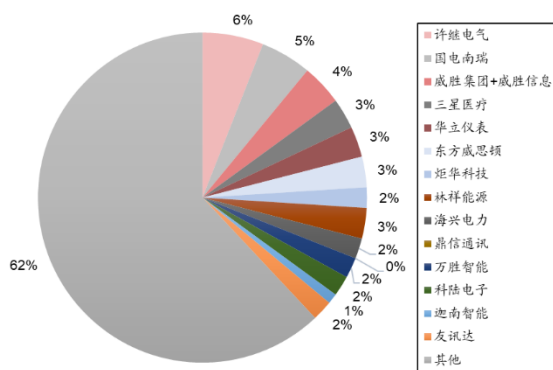
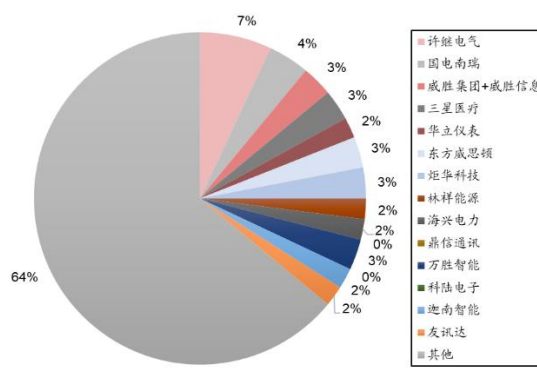


图 13、2025 年 1 批国网电能表中标份额



资料来源：国网电子商务平台、招商证券

资料来源：国网电子商务平台、招商证券

智能电表升级与物联表需求有望提升。2025 年 1 月，国家能源局发布《分布式光伏发电开发建设管理办法》，首次将“四可”作为并网技术标准，新建项目必须具备“可观、可测、可调、可控”能力，从源头提升电网承载力与调控能力，有望带动智能电表升级需求以及物联表需求提升。

表 14: 《分布式光伏发电开发建设管理办法》要求

要求	具体要求
可观	通过智能采控终端及 5G 融合通信设备保障调度指令响应。分布式光伏系统远动信息上传采用无线专网，实现独立安全通道；10 kV 及以上的系统，要求采用直采直控方式接入，达到秒级数据上传与远程监控。
可测	分布式光伏用户 15 分钟级负荷数据全采集，重要台区光伏用户及关键数据实现 1 分钟级采集，精准测量发电功率、电压电流等参数，支持故障诊断与预测。
可调	应用群调群控装置和分布式电源接入单元（如规约转换器）/智能物联电能表等产品方案，建立柔性调节能力，精准送出电网需要的电量。
可控	分布式电源系统支持远程开停机、限发以及调度命令快速响应，通过智能采控终端、断路器及 5G 融合通信设备保障调度指令响应和紧急切断，确保电网在故障、过载、或安全稳定运行需要时能直接干预。

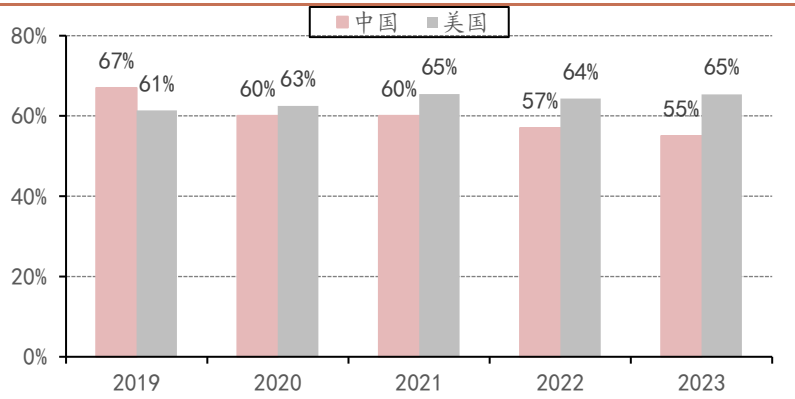
资料来源：国家能源局、招商证券

2、中国配网投资有望加速

中国配网投资占比下滑。2019-2023 年，国内配电网投资占比从 67% 降至 55% 左右，主要系西电东送拉动特高压等主网建设加快。相比主干网，配网长期以来都是我国电网系统的薄弱环节，背后原因包括投资主体单一、投资回报率低等。

欧美配网投资占比提升。美国配网投资占比保持 60% 以上，且近年来持续提升。欧洲近年来配网投资规模维持在 300 亿欧元/年以上，2022 年配网投资占比约 55.6%。根据规划，2030 年之前，欧洲配网年均投资额预计约 400 亿欧元。

图 14、中国和美国配网投资占比



资料来源：EEI、中电联、招商证券

分布式能源接入配网受阻，加大配网投资存在必要性。截至 2024 年底，国内分布式光伏累计装机达 370GW，占光伏总装机的 42%。由于变压器容量受限及配网智能监控与调度不足，2024 年以来，山东、河北、广东、福建、黑龙江等多地开始限制分布式光伏接网。《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》提出 2025 年配网具备 500GW 分布式新能源与 1200 万台充电桩的接入能力。

表 15: 近年来国内配网相关政策

政策	发布时间	发布单位	具体内容
《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》	2024.3.1	发改委与能源局	配电网从形态上将从“无源”单向网络向“有源”双向网络系统转变，从承载力与灵活性上至 2025 年将具备 500GW 分布式新能源与 1200 万台充电桩的接入能力。
《配电网高质量发展行动实施方案（2024~2027 年）》	2024.8.13	国家能源局	引导制定地方配网发展实施方案；强化新能源接入能力规划、公示、预警机制；加快分布式能源、电动汽车充电、储能等装置的接入能力建设；建立工程定额、成本控制与规范化建设体系。
《关于推进“人工智能+”能源高质量发展的实施意见》	2025.9.4	发改委与能源局	构建配电网实时感知、风险分析、智能决策等技术应用，全面提升配电网智慧控制能力和供电可靠性，加强配电网层面源网荷储协同调控。

资料来源：国家能源局、招商证券

3、公司在国内配用电市场份额领先

国内聚焦电网、发电等央国企客户，粘性较强。公司国内用电业务以电网客户为主，电表份额基本保持 TOP5。配电业务网内、网外各占一半，聚焦电网、发电等央国企客户。网内需求具有逆周期投资属性，增速较为稳定。网外与新能源投资建设周期有较高相关性。

网内配用电中标保持增长。2024 年公司在南方电网计量及配电产品招标中累计中标 12.87 亿元，同比增长 68.3%。在国家电网计量及配电产品招标中累计中标 23.74 亿元，同比增长 3.6%。

国网配电招标模式改革，格局重塑，份额向头部集中。2025 年国网配电招标改革，采用区域联采模式，首批集采价格大幅下降，中标企业数量锐减。过去 3 年公司保持前 3 份额，体现了公司在营销、研发、管理等方面的综合优势。

➤ 公司配电业务由控股子公司宁波奥克斯智能科技股份有限公司经营，该公司成立于 2001 年，已实现 35kV 及以下配电产品全覆盖，包括变压器、环网柜、环保气体柜、智能配电终端、一二次融合成套设备、高低压开关成套设备、智能化预装式变电站等。

26 年国网工作会议明确表示将推动配电、电表等环节价格提升，从低价竞争回归质量和技术导向，头部企业盈利有望改善。

表 16: 国网配电变压器中标份额及 TOP5 情况

公司	2023	2024	2025
宁波奥克斯智能科技股份有限公司	5.17% (1)	3.92% (3)	5.5% (1)
上海置信电气非晶有限公司	4.03% (2)	4.5% (1)	3.9% (2)
江苏南瑞帕威尔电气有限公司	3.13% (3)	3.97% (2)	—
江苏中天伯乐达变压器有限公司	3.10% (4)	3.32% (4)	3.7% (3)
杭州钱江电气集团股份有限公司	2.57% (5)	—	3.6% (4)
青岛特锐德电气股份有限公司	2.51% (6)	—	—
中标企业数量	259 家	208 家	156 家

资料来源：电力喵公众号、电网设备、电服通公众号等、招商证券

四、康复医疗蓝海市场，公司布局深入

1、国内康复医疗行业稳健增长，民营机构是重要力量

我国康复医疗行业尚处于发展早期，近年来需求持续增长。

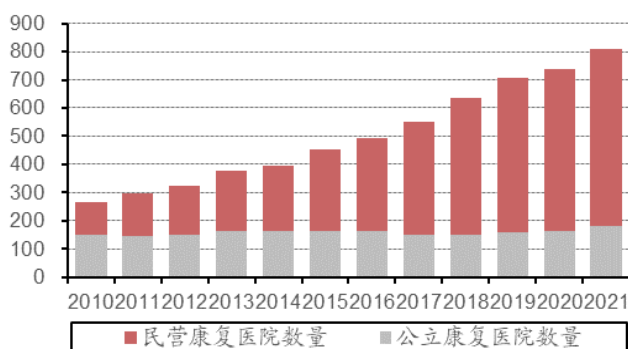
- **老龄化趋势显著。**根据国家统计局数据，2024 年末我国 65 岁以上人口超过 2.2 亿人，占全国人口的 15.6%。
- **心脑血管等重疾早发，康复需求难以满足。**根据国家心血管病中心 2024 年数据，中国 CVD 患病人数达 3.3 亿人，其中脑卒中患病人数约 1300 万，是疾病负担增长最快的病种之一。据研究表明，只有 11.5% 的中风患者在发病后的关键窗口期接受康复治疗，而 42% 患者完全没有接受康复治疗。
- **政策鼓励社会办医，提供优质康复服务。**2024 年国务院政府工作报告公布 16 项医疗重点任务，包含推动养老服务扩容提质、加强残疾预防和康复服务、放宽医疗服务业市场准入等。国务院办公厅《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》支持开展老年康复评定、康复指导等服务。
- **医保支付改革深化，医保基金监管趋严。**2021 年国家医疗保障局制定《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，持续推进医保支付方式改革工作，推动医疗服务从“量”向“质”转型，控制医疗费用不合理增长，提高医保基金使用效率，同时引导医疗机构优化诊疗行为。

我国康复医疗服务能力持续强化但仍有提升空间。根据《2023 年度国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，19.93% 的三级综合医院和 8.74% 的二级综合医院康复医学科床位数不足规定比例；55.56% 的三级康复医院康复专业床位数或占比也未达到国家标准。综合医院康复医学科及康复医院的设施规模与床位配置不足，康复医学科常处于超负荷运作状态。

在政策鼓励下，社会资本积极布局，与公立医疗体系形成有效互补。我国康复医院从 2010 年的 268 家增加至 2021 年的 810 家，CAGR 约 10.6%，其中民营康复医院从 118 家增加至 628 家，CAGR 约 16.4%，占比从 44% 提升至 77.5%。

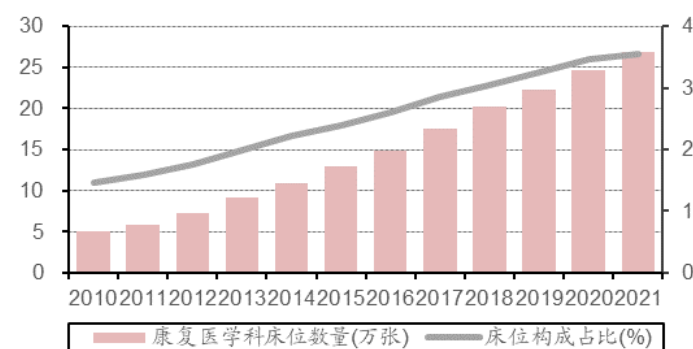
康复医疗行业相对分散，尚未出现全国连锁的康复龙头。公司是国内较早进入康复医疗领域的医疗集团，在康复医疗连锁专科布局上已形成了一定的先发优势与规模效应。

图 15、全国康复医院数量



资料来源：TRI、招商证券

图 16、全国医院康复医学科床位数



资料来源：TRI、招商证券

2、公司专注重症康复，服务网络持续拓展

公司围绕实体医疗机构的建设、运营、投资并购，持续布局长三角、珠三角等重点区域，打造以重症康复为特色，神经康复与功能康复为核心，老年康复为基础的高品质康复连锁专科，逐步形成行业领先的专业壁垒。

- **聚焦重症康复，树立行业示范。**公司依托宁波明州医院、浙江明州康复等核心机构，在卒中、脑外伤、心脏康复等重症康复方向持续深耕，打造了具有示范效应的学科品牌。这一差异化定位不仅满足了高难度康复的市场缺口，也使公司在细分领域建立了先发优势。截至 2023 年，公司康复医疗收入达到 13.11 亿元，同比增长 64.8%，显示出在重症康复领域的强劲增长动能。
- **丰富诊疗技术，广受行业认可。**公司下属部分医院与多家三甲医院签订医联体合作和康复联盟，并通过新技术、新诊疗等方式，丰富诊疗手段，满足患者更加多样化的康复需求。艾力彼排名连续 2 年稳居社会办医医院集团 7 强，旗下 2 家医院获社会办医康复医院 10 强，另 5 家医院获 30 强，9 家医院获社会办医单体医院 500 强，其中宁波明州医院获第 17 名。
- **标准化体系完善，保障高效扩张。**在连锁扩张过程中，公司形成了成熟的标准化管理体系，涵盖筹建、质量控制、设备采购、患者服务等全流程，确保新并购和新建医院迅速步入正轨。依托这一模式，公司康复医院数量从 2022 年的不足 20 家快速增长至 2025 年上半年的 32 家（总医院数 38 家），总床位数稳定保持在超万张规模，充分验证了其扩张的可复制性与高效性。

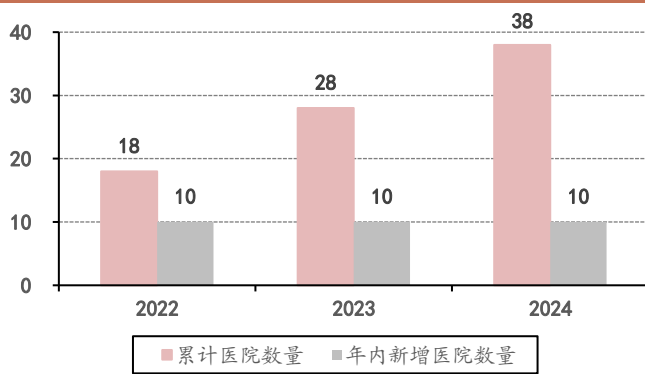
图 17、公司康复医院全国布局情况

全国布局·10省/23城/38院

浙江省(20家) 杭州 宁波 湖州 温州 绍兴 衢州 嘉兴 金华	江苏省(5家) 苏州 南京 常州 南通	上海市(2家) 湖北省(2家) 武汉 湖南省(1家) 长沙
安徽省(2家) 合肥 芜湖	福建省(1家) 泉州	山东省(1家) 临沂
江西省(2家) 南昌 抚州	广东省(2家) 广州 佛山	

资料来源：公司公告、招商证券

图 18、公司下属医院扩张情况



资料来源：公司公告、招商证券

五、盈利预测

海外配用电需求景气，公司渠道布局深入，尤其欧洲市场可能有较大爆发力，随着海外收入占比提升，公司盈利水平也将逐渐修复。

预计 25-27 年公司收入分别 160、182、215 亿元，同比+10%、+14%、+18%；毛利率分别 25.1%、25.5%、27%，归母净利润分别 18.5、20.2、25.8 亿元，同比-18%、+9%、+28%。

表 17: 收入结构

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 亿元	115	146	160	182	215
yoy	26%	27%	10%	14%	18%
毛利率	34.0%	34.7%	25.1%	25.5%	27%
智能配用电					
收入 亿元	84.4	111.2	123.7	143.1	171.7
yoy	23.9%	31.8%	11.3%	15.7%	20.0%
毛利率	34%	35%	26%	26%	27%
其中：海外收入 亿元	20	27	35	46	64
yoy	19.5%	38.4%	30.0%	31.0%	39.4%
占整体收入比例	17.1%	18.6%	22.0%	25.3%	30.0%
占配用电收入比例	23.7%	24.3%	28.5%	32.3%	37.5%
毛利率	32.9%	35.5%	25.9%	26.4%	28.1%
医疗业务					
收入 亿元	27.8	32.6	34.3	37.0	40.7
yoy	34.7%	17.1%	5.2%	8.0%	10.0%
毛利率	31.7%	34.3%	23.0%	23.5%	25.0%
其他					
收入 亿元	2.8	2.2	2.2	2.3	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

六、风险提示

- 1、国内电网投资不及预期。公司聚焦智能配用电行业，需求与国、南网公司的投资力度高度相关，也受国家行业政策变化的影响。
- 2、海外智能电表渗透率及配电业务拓展不及预期。公司加速海外市场开拓，若海外需求不及预期，对公司收入和盈利会产生较大影响。
- 3、行业竞争加剧及原材料价格上涨风险。
- 4、医疗业务不及预期。康复医疗需求增长存在一定不确定性，以及医院自身经营管理可能会影响医疗业务盈利。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12205	13800	16204	18330	21220
现金	5453	4539	6316	7087	8099
交易性投资	56	830	60	70	80
应收票据	200	309	339	386	456
应收款项	2209	3070	3362	3832	4522
其它应收款	111	138	151	172	203
存货	3257	4077	5029	5703	6594
其他	919	837	948	1079	1267
非流动资产	9308	10677	10589	10506	10426
长期股权投资	2429	2579	2579	2579	2579
固定资产	1428	1554	1781	1970	2126
无形资产商誉	1939	2023	1821	1638	1475
其他	3512	4521	4408	4318	4246
资产总计	21513	24476	26793	28835	31646
流动负债	6838	7810	9287	10225	11452
短期借款	0	0	200	200	200
应付账款	2650	3290	4191	4752	5495
预收账款	1383	1568	1970	2234	2583
其他	2805	2952	2925	3038	3174
长期负债	3522	4392	4392	4392	4392
长期借款	2466	3184	3184	3184	3184
其他	1056	1208	1208	1208	1208
负债合计	10360	12203	13679	14617	15845
股本	1412	1411	1405	1405	1405
资本公积金	3287	3016	3256	3256	3256
留存收益	6307	7655	8250	9342	10909
少数股东权益	148	192	203	216	231
归属于母公司所有者权益	11006	12082	12911	14003	15570
负债及权益合计	21513	24476	26793	28835	31646

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1901	1836	1820	1819	2271
净利润	1921	2273	1863	2030	2592
折旧摊销	307	348	585	582	578
财务费用	54	177	(128)	91	151
投资收益	(296)	(229)	(530)	(480)	(410)
营运资金变动	(62)	(550)	24	(410)	(647)
其它	(23)	(184)	6	6	8
投资活动现金流	(563)	(2027)	800	(30)	(100)
资本支出	(556)	(1045)	(500)	(500)	(500)
其他投资	(7)	(982)	1300	470	400
筹资活动现金流	1175	(629)	(843)	(1017)	(1159)
借款变动	1315	468	51	0	0
普通股增加	(1)	(1)	(6)	0	0
资本公积增加	61	(271)	240	0	0
股利分配	(494)	(918)	(1256)	(926)	(1009)
其他	293	92	128	(91)	(151)
现金净增加额	2513	(820)	1776	772	1012

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11463	14600	15988	18226	21506
营业成本	7566	9531	11975	13578	15700
营业税金及附加	84	95	104	118	140
营业费用	851	1017	959	1039	1161
管理费用	801	907	831	911	1032
研发费用	471	523	512	547	645
财务费用	(9)	159	(128)	91	151
资产减值损失	(25)	(88)	(120)	(80)	(80)
公允价值变动收益	117	(173)	150	100	80
其他收益	183	248	200	200	180
投资收益	296	229	180	180	150
营业利润	2270	2585	2145	2341	3008
营业外收入	12	122	40	40	40
营业外支出	21	35	25	25	25
利润总额	2262	2673	2160	2356	3023
所得税	341	399	297	326	431
少数股东损益	17	14	11	12	16
归属于母公司净利润	1904	2260	1851	2017	2576

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	26%	27%	9%	14%	18%
营业利润	97%	14%	-17%	9%	28%
归母净利润	101%	19%	-18%	9%	28%
获利能力					
毛利率	34.0%	34.7%	25.1%	25.5%	27.0%
净利率	16.6%	15.5%	11.6%	11.1%	12.0%
ROE	18.6%	19.6%	14.8%	15.0%	17.4%
ROIC	15.3%	15.6%	10.7%	12.1%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	48.2%	49.9%	51.1%	50.7%	50.1%
净负债比率	12.7%	13.6%	12.6%	11.7%	10.7%
流动比率	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.0	2.6	2.6	2.5	2.6
应收账款周转率	4.7	5.0	4.5	4.6	4.7
应付账款周转率	2.9	3.2	3.2	3.0	3.1
每股资料(元)					
EPS	1.35	1.61	1.32	1.44	1.83
每股经营净现金	1.35	1.31	1.30	1.29	1.62
每股净资产	7.83	8.60	9.19	9.96	11.08
每股股利	0.65	0.89	0.66	0.72	0.92
估值比率					
PE	19.7	16.6	20.3	18.6	14.6
PB	3.4	3.1	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	18.1	15.1	17.3	15.0	12.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。