

行业评级：看好（维持）
证券研究报告 | 行业专题报告
医药生物
2025年8月11日



波士顿科学专题报告系列一之公司介绍篇：

——快速崛起的平台型器械公司

证券分析师
姓名：刘闯
资格编号：S1350524030002
邮箱：liuchuang@huayuanstock.com

联系人
姓名：梁裕
邮箱：liangyu@huayuanstock.com

并购家 免费行业报告网

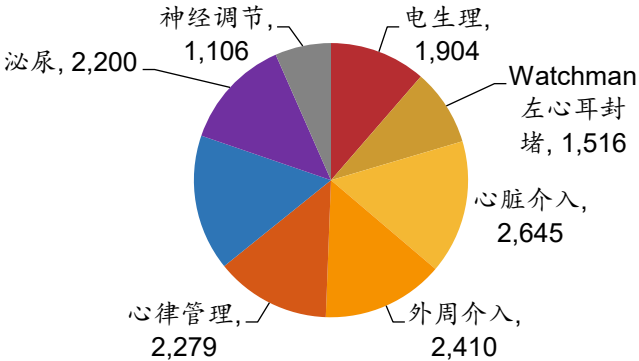
IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



- **波士顿科学：业绩快速增长的头部平台型器械公司。**波士顿科学为全球头部的医疗器械平台公司，历经40余年发展，如今形成电生理、左心耳封堵、心脏介入、外周介入、心律管理、内窥镜、泌尿及神经调节八大板块，近年业绩呈加速且高速增长态势，2024年实现收入167亿美元，同比+17.6%；调整后净利润为37.3亿美元，同比+23.2%，利润增长快于收入。
- **早期依赖单一业务，如今实现多元化发展**
 - **践行“必胜精神”，现任CEO Michael Mahoney带领公司重获新生。**现任CEO Micheal Mahoney曾担任强生医疗器械与诊断部门的全球主席、在GE Medical Systems有12年的工作及领导经历，同时拥有5年的创业经历。2011年出任波士顿科学CEO，通过进行产品结构、考核激励模式、组织架构、公司文化调整等多方面变革，帮助公司彻底摆脱早期对于单一业务的依赖，实现多元化发展，使整体收入重回高个位数-双位数增长轨道。
 - **重视创新+收购优质资产，业务向高增市场转移。**对于创新的重视以及成功的外延战略也是公司业绩重新提速的核心因素，公司研发费用率长期保持在约10%，2024年绝对金额超16亿美元。同时凭借收购优质资产，公司所处细分赛道持续向创新+高增市场调整，处于高增赛道的产品收入占比从2012年的10%提升至2024年的40%，预计在未来成为公司持续增长的主要驱动力。同时通过有效经营，使公司自身收入增速始终高于所布局产品所处的整体加权市场增速。
- **深耕潜力赛道，多个板块处于领先地位。**根据公司预测，其布局的八个赛道2023年的合计市场规模超500亿美元，并在左心耳封堵、内窥镜、泌尿/女性健康等领域均保有较多份额。同时，由于电生理业务2024年快速增长，市场份额有望实现较大提升。
- **风险提示：产品销售不及预期；管线产品临床数据/上市进展不及预期；竞争加剧风险。**

■ 波士頓科學最早成立於1979年，持續深耕微創醫療領域，歷經40余年的發展，如今已經成為全球頭部的平台型器械公司。業務包括電生理、左心耳封堵、心臟介入、外周介入、心律管理、內窺鏡、泌尿及神經調節八大板塊，在各個板塊均處於領先地位。

图：2024年公司各业务收入拆分（百万美元）



表：公司各业务情况

业务	电生理	Watchman左心耳封堵	心脏介入	外周介入	心律管理	内窥镜	泌尿	神经调节
19-24年收入复合增速	42%	22%（21-23年增速）	-1%	12%	3%	7%	9%	5%
24年收入占比	11%	9%	16%	14%	14%	16%	13%	7%
核心产品	• PFA: FARAPULSE、FARAWAVE、FARAWAVE Nav&FARAVIEW、FARAPOINT • 冷冻消融: POLARx FIT、POLARx • 射频消融: IntellaNav、IntellaTip MiFi 01 • OPAL HDx三维标测系统	• Watchman左心耳封堵系列 • VersaCross集成式射频房间隔穿刺 • WATCHMAN TruSteer可调弯导引鞘	• SYNERGY药物洗脱支架 • AGENT DCB球囊 • ROTAPRO旋转粥样硬化切除系统 • SENTAI导丝 • AVVIGO+多模式引导系统（提供实时的血管功能和结构信息） • COMET压力导丝 • ACURATE介入瓣 • SENTINEL脑保护器	• TheraSphere放射性栓塞产品 • Obsidio可塑性凝胶栓塞 • Embold系列（外周栓塞治疗） • 冷冻消融 • Eluvia药物洗脱支架 • Ranger药物涂层球囊 • Mustang球囊扩张导管 • AngioJet血栓清除系统 • EKOS超声辅助血栓溶解系统 • Varithena泡沫硬化剂（治疗大隐静脉曲张） • OPTICROSS HD血管内超声导管	• BodyGuardian AECG可穿戴的心电监测设备 • LUX-Dx II/II+植入式心脏监测系统 • Resonate系列（心脏再同步治疗除颤器（CRT-D）、起搏器） • EMBLEM S-ICD皮下植入式除颤器 • HeartLogic心衰监测	• EXALT Model D一次性使用十二指肠镜 • AXIOS吻合装置 • Captivator切除器 • Orbera胃内球囊 • OverStitch内镜缝合系统 • WalliFlex自膨式支架 • CRE气囊扩张导管 • MANTIS内镜夹具	• LithoVue Elite一次性输尿管镜 • MOSES激光碎石术 • SpaceOAR间隔器 • Rezūm水蒸气治疗术 • GreenLight激光治疗术 • Solyx经尿道前列腺激光汽化术 • Ultra经皮肾镜 • AMS人工阴茎	• WaveWriter Alpha脊髓刺激器 • G4射频消融系统 • Superion (Vertiflex) 手术（治疗中度退行性腰椎管狭窄） • Vercise Genus深部脑刺激
2025年增长引擎	PFA（FARAWAVE & FARAPOINT、OPAL HDx三维标测）	Watchman FLX Pro	AGENT DCB载药球囊、血管内超声AVVIGO+PCI导航	经颈动脉血管重建术、TheraSphere Y-90玻璃微球、栓塞治疗	EMBLEM S-ICD皮下除颤器、Empower无导线起搏器	AXIOS吻合装置	Axonics（骶神经刺激疗法）、StoneSmart平台	深部脑刺激DBS、Intracapt骨内神经消融系统

资料来源：波士頓科學官網，波士頓科學公開投資者交流材料，波士



1992-2005年

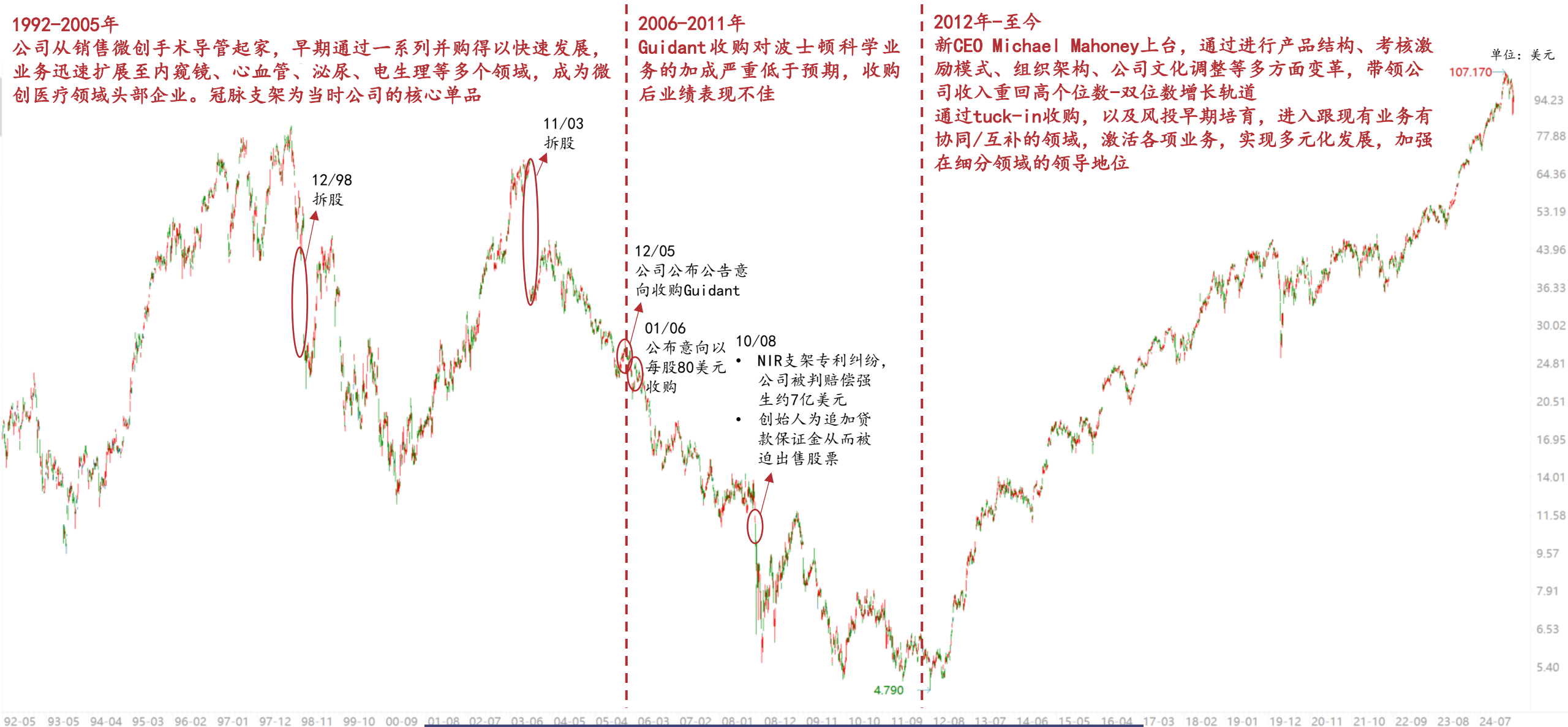
公司从销售微创手术导管起家，早期通过一系列并购得以快速发展，业务迅速扩展至内窥镜、心血管、泌尿、电生理等多个领域，成为微创医疗领域头部企业。冠脉支架为当时公司的核心单品

2006-2011年

Guidant收购对波士顿科学业务的加成严重低于预期，收购后业绩表现不佳

2012年-至今

新CEO Michael Mahoney上台，通过进行产品结构、考核激励模式、组织架构、公司文化调整等多方面变革，带领公司收入重回高个位数-双位数增长轨道
通过tuck-in收购，以及风投早期培育，进入跟现有业务有协同/互补的领域，激活各项业务，实现多元化发展，加强在细分领域的领导地位



表：公司高管团队介绍

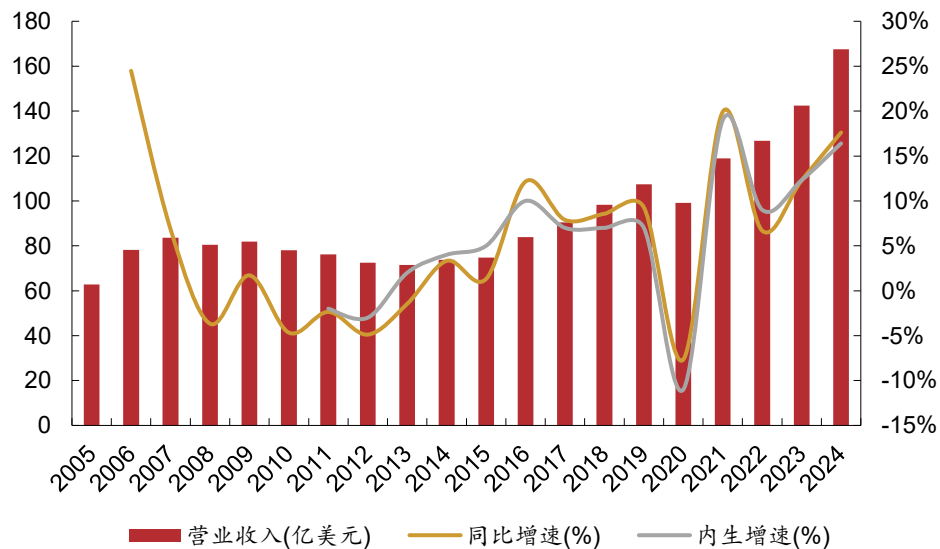
姓名	Michael F. Mahoney		Charlie Attlan	Lance Bates	Xavier Bertrand	Jon Monson	Vance R. Brown	Rosaleen Burke	Arthur Butcher	Jodi Eddy	Joseph M. Fitzgerald
职位	CEO、董事会主席		高级副总裁	高级副总裁兼介入性心脏病治疗事业部总裁	高级副总裁兼欧洲、中东和非洲（EMEA）地区总裁	执行副总裁兼首席财务官	高级副总裁、总法律顾问兼公司秘书	高级副总裁，负责全球质量与法规事务	执行副总裁兼MedSurg及亚太区集团总裁	高级副总裁兼首席信息与数字官	执行副总裁兼心脏病事业群总裁
加入公司时间	2011年		2010年	2015年	最早于2001年10月加入公司，2013年2月重新回到公司	1999年	2001年	1997年	1996年	2013年	1990年
学历	爱荷华大学金融学学士学位 维克森林大学工商管理硕士学位		普林斯顿经济学和数学双学士学位	芝加哥大学M. B. A. 辛辛那提大学的工业工程学士学位	法国KEDGE商学院金融硕士学位	圣十字学院经济学和会计学学士学位	西安大略大学的文学学士学位 哈佛法学院的法学博士学位	牛津布鲁克斯大学M. B. A.、爱尔兰国立高威大学生物技术理学硕士学位以及微生物与生物化学理学学士学位	宾夕法尼亚大学国际关系学士学位 哥伦比亚大学工商管理硕士学位	南康涅狄格州立大学计算机科学学士学位	印第安纳大学的工商管理学士学位 南伊利诺伊大学的工商管理硕士学位
履历	拥有丰富医疗器械、资本设备及医疗信息技术领域的经验。曾担任强生医疗器械与诊断部门（MD&D）的全球主席、Global Healthcare Exchange的总裁兼首席执行官、曾在GE担任多个领导职位，包括医疗信息技术业务的总经理		曾在瑞士信贷（Credit Suisse）担任高级副总裁等职位、BT Alex Brown公司担任分析师等职位	曾在强生旗下的DePuy Synthes担任销售管理职位、在GE担任放射信息公司INPHACT的首席运营官	曾在美敦力、ATS Medical、Biosensors等公司任职，曾担任结构性心脏病公司Symetis的全球总经理	曾在Arthur Andersen任职	曾在Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom律师事务所担任律师	-	1995-1996年曾担任Airborne Express地区销售经理	曾在GE任职18年，期间担任过多个信息系统相关的高级领导岗位，包括担任油气业务部门的商业首席信息官	曾在百威英博任职，负责多个销售、市场营销和培训方面的职务
姓名	Michael Jones	Jeff Mirviss	Stephen Morse	Mary Beth Moynihan	Paudie O’ Connor	Scott Olson	Miriam O’ Sullivan	Nicholas Spadea-Anello	Meghan Scanlon	Brad Sorenson	Kenneth Stein
职位	内窥镜业务的高级副总裁兼总裁	外周介入业务的执行副总裁兼总裁	亚太区的高级副总裁兼总裁	市场准入高级副总裁兼首席营销官	全球供应链高级副总裁	高级副总裁兼心律管理与诊断部门总裁	高级副总裁兼首席人力资源官	高级副总裁兼总裁	高级副总裁兼泌尿事业部总裁	执行副总裁	高级副总裁兼全球首席医疗官
加入公司时间	1995年	1997年	1998年	1997年	1998年	2005年	2012年	1999年	2014年	1996-1999年加入公司，2002年重新回到公司	2009年
学历	科罗拉多州立大学的商业学士学位	明尼苏达大学的学士学位 圣托马斯大学的MBA	密歇根州立大学的化学工程学士学位 科罗拉多州立大学的管理学MBA 伦敦大学的金融经济学硕士学位	宾夕法尼亚大学沃顿商学院运营管理MBA 威廉姆斯学院经济学和数学学士学位	都柏林三一学院的机械工程学士学位 都柏林大学学院的工业工程硕士学位	印第安纳大学布卢明顿分校的理学学士学位和工商管理硕士学位	爱尔兰利默里克大学的工商管理与法语本科学历学位	坦普尔大学会计与金融学学士学位	塔夫茨大学机械工程学士学位 麻省理工学院的工商管理硕士（M. B. A.）和机械工程硕士（M. S. M. E.）学位	古斯塔夫阿道夫学院的经济学士学位 明尼苏达大学的工商管理硕士（M. B. A.）学位	哈佛学院经济学专业
履历	曾在加洛酒业公司担任区域经理和销售代表	曾在多个公司工作，从一家尚未产生收入的风投支持的医疗设备初创公司，到道琼斯30家公司都有涉及	-	曾在德勤的战略部门Braxton Associates工作，还曾担任Digital Equipment的审计师和财务分析师	曾在爱尔兰航空、PRI Automation和Integer工作	于1998年加入Guidant（后被波科收购），担任过多个销售岗位	曾任比利时制药公司UCB Pharma人力资源总监	1993-1999年曾在强生旗下的Ethicon Endo Surgery担任多个商业领导职位	曾在强生医疗器械业务部门担任了近15年的领导职务，也曾任Gillette担任设计工程师	曾担任QRS Diagnostic的总裁兼首席运营官，并在Federal Cartridge公司担任制造管理职务	曾任威尔康奈尔医学中心临床心脏电生利副主任，以及康奈尔大学医学副教授

资料来源：波士顿科学官网，LinkedIn，华源证券研究

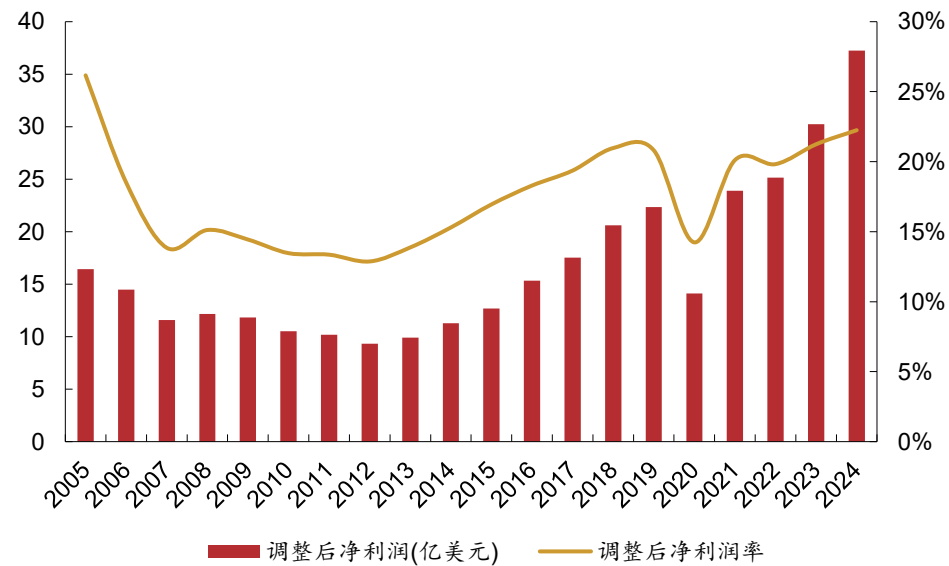


- 2014-2024年公司收入复合增速为9%，近年呈现加速趋势；调整后净利润复合增速为13%，快于收入增速。2024年公司实现收入167亿美元，同比+17.6%。2024年调整后净利润为37.3亿美元，同比+23.2%，调整后净利润率为22.2%，同比+1pct，最近3年处于逐步提升态势。

图：公司营业收入及增速情况



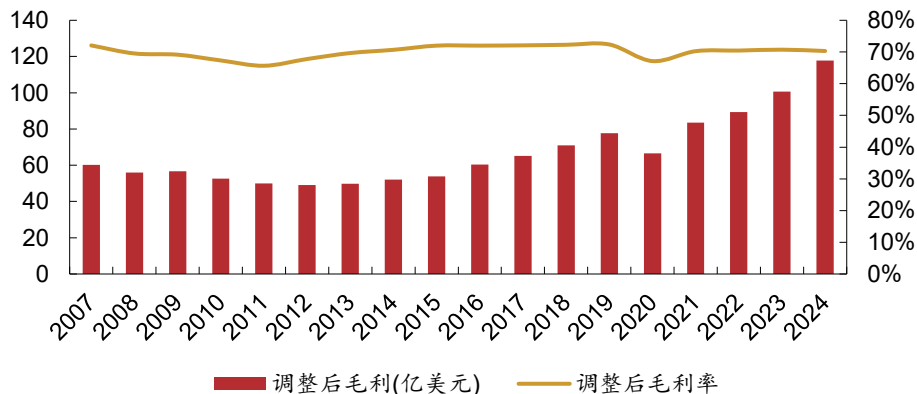
图：公司调整后净利润及净利率情况



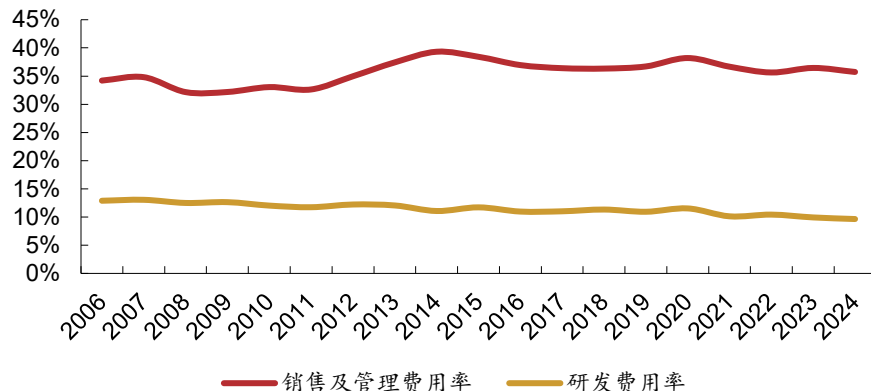


- 调整后毛利率较为稳定，基本维持在70%左右。费用率近年也较为稳定，2024年销售及管理费用率、研发费用率分别为35.7%及9.6%。
- 2024年调整后自由现金流表现较为优异，同比有较大提升，为26.5亿美元，过去几年每年的调整后FCF基本在20亿美元左右。

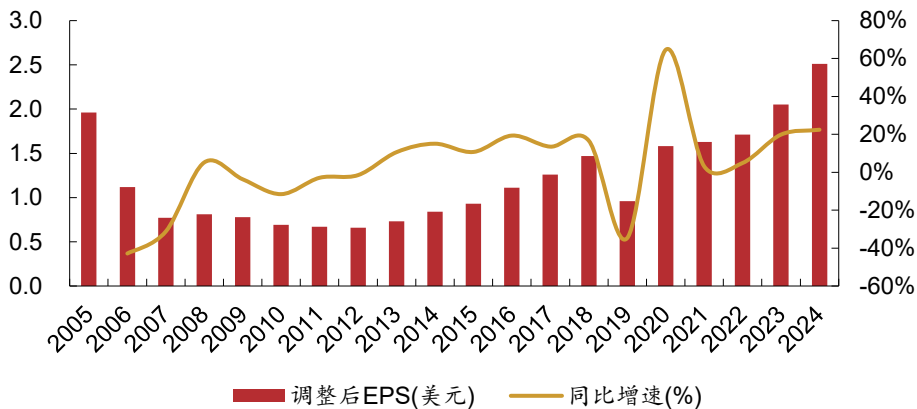
图：公司调整后毛利及毛利率情况



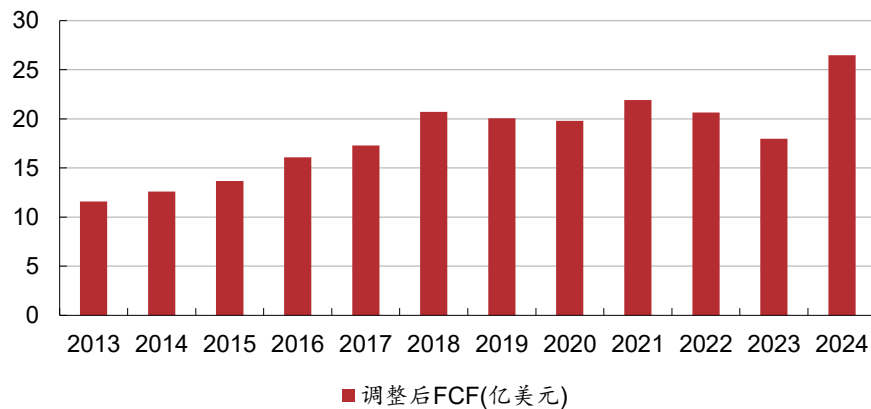
图：公司销售及管理、研发费用率情况



图：公司调整后EPS及增速情况

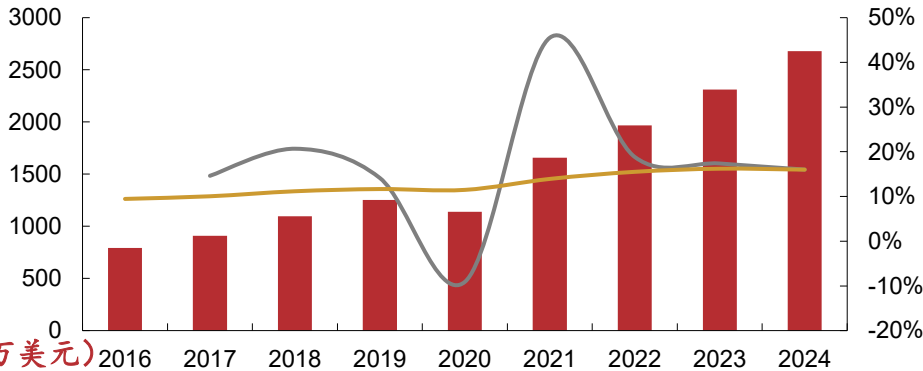


图：公司调整后自由现金流（FCF）情况

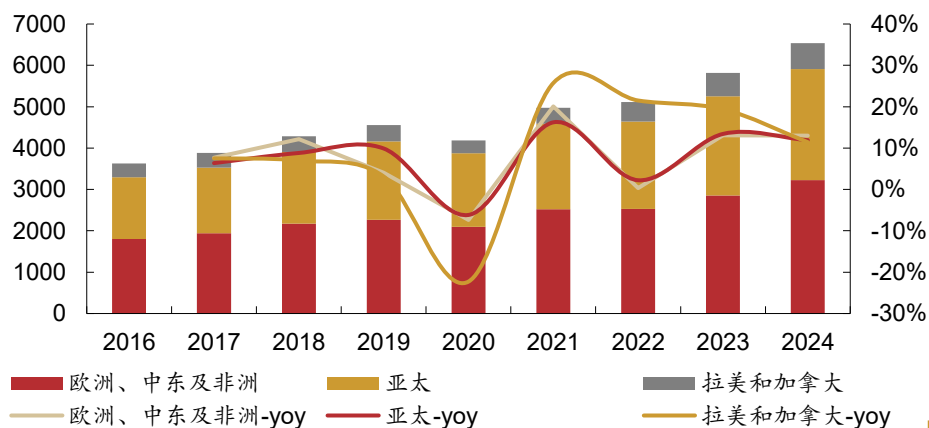


■ 美国收入占比60%，新兴市场占比持续提升且保持高增。历史上美国收入占比基本保持在约60%，2013年前后美国收入占比一度下降到53%，而后又回升至60%。海外地区中，EMEA及亚太收入占比最大，2024年分别为19%及16%。近年来，新兴国家收入占比从2016年的9.5%提升至2024年的16%，同时保持约15%-20%的较高增速。

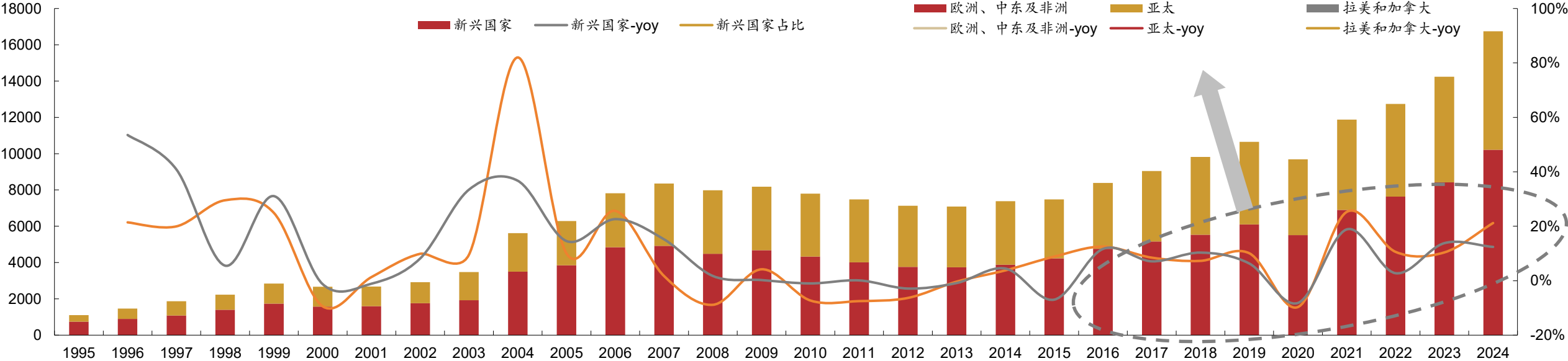
图：公司在新兴国家收入、增速及占比情况（百万美元）



图：公司在除美国之外地区收入、增速情况（百万美元）



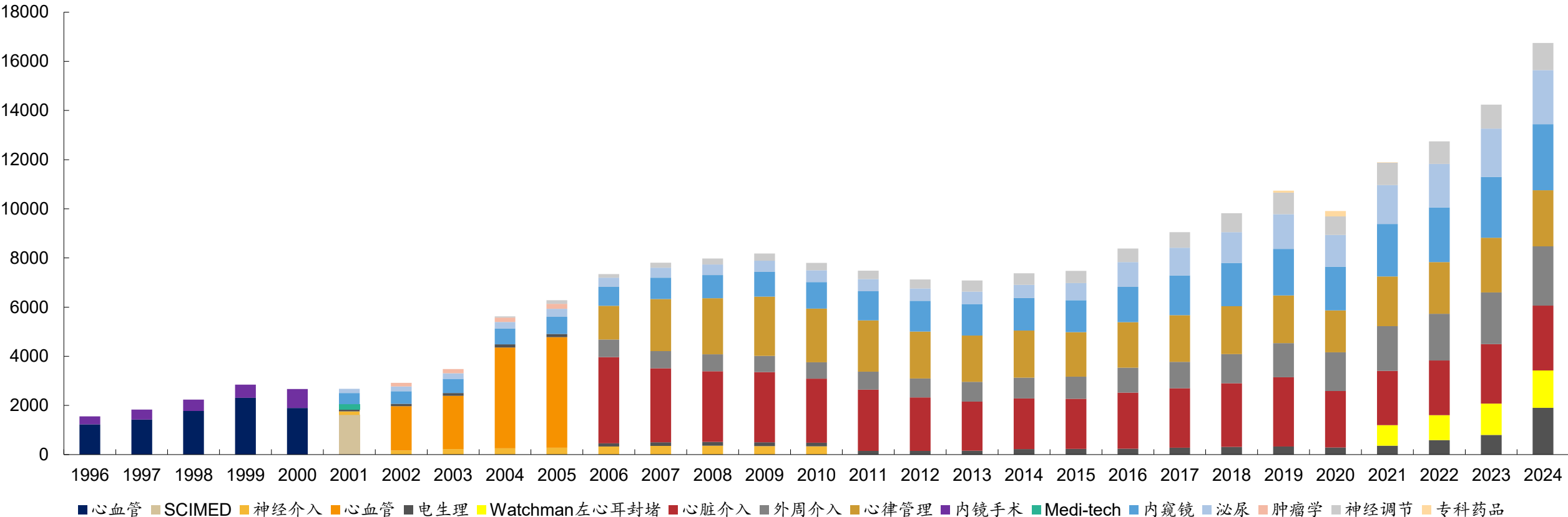
图：公司在美国/海外收入情况（百万美元）



资料来源：波士顿科学公告，华源证券研究

■ 深耕心血管及MedSurg（医疗手术）赛道，从依赖单一业务成长为多点开花。公司业务一直集中在心血管及MedSurg（医疗手术）两大类，经过多年的调整和细化，现在心血管领域包括电生理、心律管理、左心耳封堵、心脏介入、外周介入五类业务，MedSurg领域则包括内窥镜、泌尿及神经调节三类业务。从各业务占比来看，2012年公司有57%收入集中在心脏介入和心律管理，现如今实现了多点开花，各业务收入占比相对较为均衡，彻底摆脱对单一业务的依赖。目前收入增速相对较快的业务包括电生理、左心耳封堵、外周介入，2024年分别同比增长138%、19%、14%。

图：公司不同业务收入情况（百万美元）



资料来源：波士顿科学公告，华源证券研究

■ 小额并购为主，重点在于协同与互补。公司每年都有并购项目落地，旨在加强细分领域领导地位。从并购金额来看，以几亿美元的小额并购为主，方向上为现有业务的延伸或互补，旨在提升产品组合的丰富度及综合治疗能力。同时公司的风投项目也在持续孵化，并最终被收进上市公司体内。

表：过去20年公司部分收并购梳理

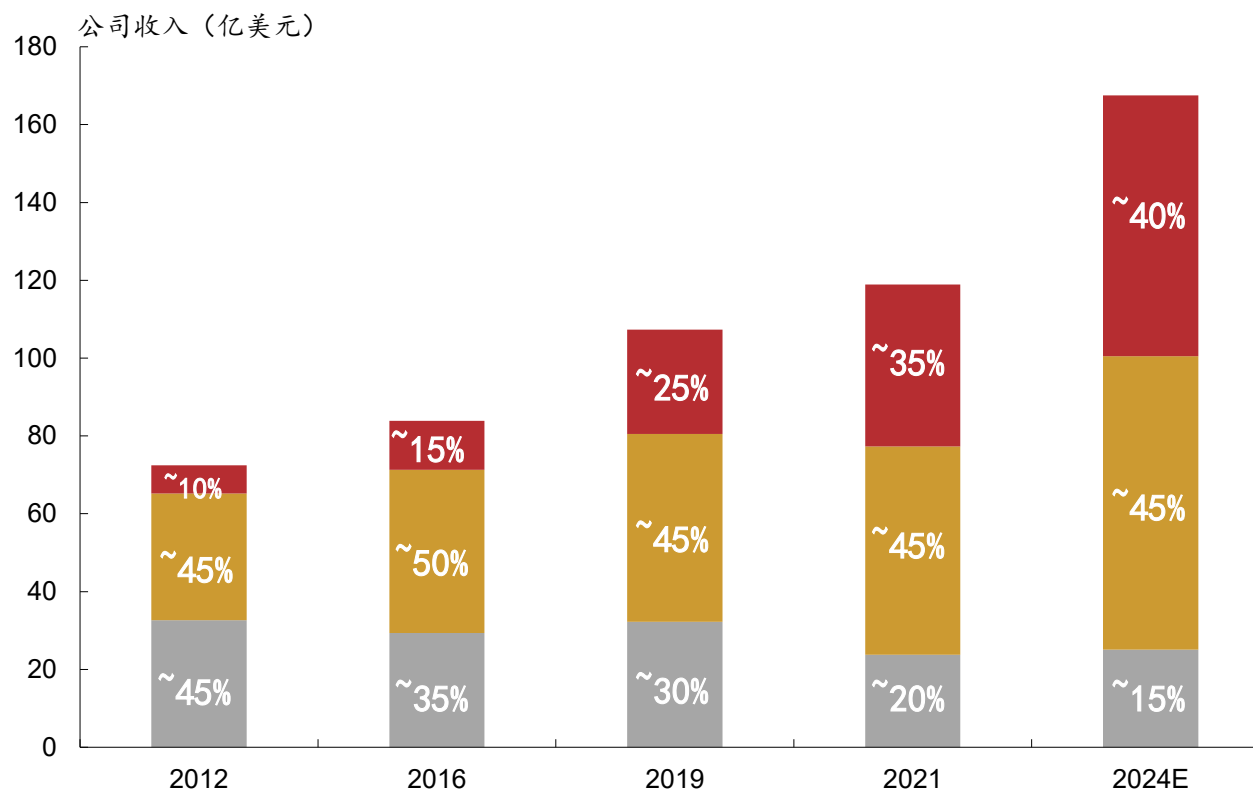
收购公布日期	标的	波士顿科学是否为战略投资者	收购前股权比例	收购价格	标的收入	标的业务介绍	对波科影响
2025. 03	SoniVie	是	10%	3. 6亿美元前期付款+最高1. 8亿美元里程碑		超声RDN，目前在进行全球IDE关键性临床试验	差异化RDN技术，拓展高血压新型疗法，补充公司介入治疗领域的产品组合
2025. 01	Bolt Medical	是	26%	4. 43亿美元前期付款+最高2. 21亿美元里程碑		治疗冠状动脉和外周动脉疾病的血管内碎石术（IVL） 膝盖以上狭窄病变适应症已经获FDA批准	布局差异化IVL技术，与公司现有产品组合高度互补
2024. 01	Axonics			以每股71美元收购，对应股权价值37亿美元	2023年净营收约为3. 66亿美元，同比增长34%	骶神经调节，治疗膀胱过度活动症	进入正在高速增长骶神经调节市场，加强泌尿产品组合
2021. 10	Baylis Medical			17. 5亿美元预付款	预计在2022年实现净销售额接近2亿美元，过去五年年年实现两位数增长	经房间隔穿刺技术，拥有射频NRG和VersaCross经房间隔穿刺平台，以及一系列用于左心通路的导丝、鞘管和扩张器	经房间隔穿刺平台提升公司在左心通路手术效率方面的能力，扩展公司在电生理和结构性心脏病领域的产品组合
2021. 06	Farapulse	是	27%	2. 95亿美元预付款+最高9200万美元里程碑		全球首家将PFA技术商业化的公司	进入心律失常全新治疗市场
2021. 01	Preventice Solutions	是	22%	7. 2亿美元现金首付款+最高2. 3亿美元里程碑		BodyGuardian系列远程可穿戴心脏监测器	进入高增长的动态心电图（AECG）领域，并与公司近期进入的植入式心脏监测市场形成强互补
2018. 03	NxThera	是		2. 4亿美元现金首付款+最高8500万美元里程碑		Rez ū m热消融系统治疗良性前列腺增生	将与公司已有的GreenLight XPSTM激光系统和钬激光平台，进一步丰富其良性前列腺增生治疗组合
2017. 03	Symetis			4. 35亿美元现金		ACURATE系列介入瓣	与公司的基石产品Lotus瓣膜平台高度互补，加强TAVR产品组合
2015. 04	Xlumena			6250万美元首付款+1250万美元里程碑		AXIOS支架和下一代HOT AXIOS支架，可用于经胃或经十二指肠内镜引流胰腺假性囊肿或胆道	扩展公司在微创治疗胰腺假性囊肿方面的产品线，进一步增强公司在内镜超声（EUS）的领导地位
2015. 03	American Medical Systems的泌尿业务			16亿美元现金首付款+最高5000万美元里程碑	2014年销售额约4亿美元	GreenLight XPS和 HPS激光治疗系统（治疗良性前列腺增生）； AMS 800尿控系统（治疗压力性尿失禁）； AMS 700可充气式阴茎假体（治疗勃起功能障碍）	将补充波士顿科学在肾结石、盆底器官脱垂、女性压力性尿失禁以及异常子宫出血治疗方面的强大产品线
2012. 11	Vessix Vascular			1. 25亿美元首付款+最高3亿美元里程碑		RDN	拓展高血压新型疗法
2012. 10	Rhythmia Medical			9000万美元首付款+最高1. 75亿美元里程碑		电生理三维标测系统	增强复杂消融能力，进入这一高增长细分市场
2012. 03	Gameron Health			1. 5亿美元首付款+最高12亿美元里程碑		全球首个且唯一的可商业化的皮下植入型心脏复律除颤器——S-ICD系统	进一步巩固公司在心律管理领域的创新能力，结合最近发布的ICD和CRT-D产品，即将推出的起搏器以及WATCHMAN左心耳封堵设备，形成高度差异化的心律失常管理产品组合
2011. 01	Atritech			1亿美元首付款+最高2. 75亿美元里程碑		WATCHMAN左心耳封堵	增强心血管解决方案
2010. 11	Sadra Medical	是	14%	1. 93亿美元首付款+最高1. 93亿美元里程碑		Lotus瓣膜	增强结构性心脏病产品组合，布局高增TAVR市场

资料来源：波士顿科学官网，华源证券研究

華源証券 波士頓科學：產品布局向創新且高增市場轉移

■ **业务布局往高增市场转移，持续获取份额。**由于对单一业务依赖过高、创新不足等因素，2012年公司90%收入占比的产品均处在中低速增长市场，综合来看，产品所处市场增速一度为下滑1%。后续经过产品结构的持续调整以及对创新赛道重点投入，2024年公司有约85%的产品处于中高速增长赛道，且高速增长的产品收入占比从2012年的10%提升至2024年的40%，预计将在未来成为公司持续增长的主要驱动力。同时通过有效经营，使公司自身收入增速始终高于所布局产品所处的整体加权市场增速。

图：公司处于不同增速市场的产品占比



公司处于高速增长市场的产品/业务:

外周介入（肿瘤介入、药物洗脱、静脉）、心律管理（动态心电图监测）、电生理、神经调节（术后疼痛、深部脑刺激DBS）、内窥镜（一次性内窥镜）、泌尿（前列腺健康）

公司处于中速增长市场的产品/业务:

心脏介入（复杂PCI手术）、外周介入（动脉）、心律管理（植入式心律监测器）、神经调节（脊髓刺激SCS）、内窥镜（胆道、胃肠癌及出血）、泌尿（结石、盆腔健康）

公司处于低速增长市场的产品/业务：心脏介入（药物洗脱支架）、心律管理（起搏器、除颤器）

布局产品
所处加权
平均市场
增速

2010	2012	2016	2019	2021	2024E
3%	~ (1%)	~4%	~5%	~5-6%	~6%



■ 深耕潜力赛道，各赛道均处于领先地位。根据公司预测，其布局的八个赛道2023年的合计市场规模为515亿美元，并在左心耳封堵、内窥镜、泌尿/女性健康等领域均保有较多份额。同时，由于电生理业务2024年快速增长，份额有望实现较大提升。

图：公司产品所处市场的市场规模（2023E）、未来增速预测（24E-26E）及份额（2023E）

	市场规模（2023E）-亿美元	24E-26E市场增速	波士顿科学份额（2023E）
电生理	80	13%	10%
房颤	50	16%	
非房颤	30	7%	
左心耳封堵	14	超20%	91%
心脏介入	80	高个位数	-
药物洗脱治疗	32	6%	
复杂PCI手术	36	9%	
PCI术中导航	12	9%	
外周介入	90	7%	23%
静脉	20	13%	
动脉	50	5%	
介入肿瘤	25	9%	
内窥镜	60	7%	41%
胰腺胆道	20	8%	
腔内手术	10	10%	
内窥镜检查基础产品	30	5%	
泌尿+女性健康	45	7%	44%
结石管理	26	5-7%	
泌尿假体学	7	6-8%	
前列腺健康	11	12-14%	
盆底疾病	4	3-5%	
神经调节	36	6%-7%	27%
脊椎刺激（SCS）	24	5-6%	
脑部刺激（DBS）	8	8%	
疼痛介入	4	8%	
心律管理/诊断	110	1%	20%
可穿戴式动态心电图（AECG）	13	6%	
植入式心脏监测器（ICM）	8	2%	
心律管理	85	0%-2%	

资料来源：波士顿科学公开投资者交流材料，华源证券研究测算



- **产品销售不及预期：**若销售不及预期，预计将对业绩造成不利影响；
- **管线产品临床数据/上市进展不及预期：**公司目前正在进行的临床试验较多，若临床试验结果及进展不及预期，可能会对产品的远期空间/公司实际业绩造成不利影响；
- **竞争加剧风险：**不排除有新进竞争者进入市场，对公司的份额产生负面影响。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

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。

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

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 股市场基准为沪深 300 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。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES