仅供内部参考，请勿外传

华安证券
HUAAN SECURITIES

手术机器人专题2：国产腔镜手术机器人可及市场空间测算

分析师：谭国超（S0010521120002，tangc@hazq.com）
分析师：李婵（S0010523120002，lichan@hazq.com）

2026年10月12日

华安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

华安证券 HUAAN SECURITIES

核心要点

- 第一，目前全球腔镜手术机器人赛道仍处于高速增长阶段，全球市场规模2030年约256亿美元，2026-2030年CAGR约15.5%。分区域来看，其中美国市场约占74%，当前国产厂家产品未进入美国市场，海外市场主要瞄准美国外市场，包括欧洲、亚洲、南美等区域。**我们认为，短期内（5年内维度）国产腔镜手术机器人可及市场规模约为52亿美元，约占全球市场比例的20.3%，考虑更长时间维度，国产厂家逐渐进入美国市场，可及市场规模或可达百亿美元。**2025年国产厂家中头部企业微创机器人和精锋医疗的收入分别为5.51亿元和4.56亿元，合计收入约10.07亿元（约1.5亿美元），约占2030年预期可及市场空间的2.9%。

- 第二，中国市场是国产厂家的主力市场，国际上多数的全球性公司也是先在本国市场站稳脚跟再重点拓展海外市场。中国市场从需求来看，主要是由三级医院撑起，并由三甲向普通三级医院、二甲医院下沉。需求下沉的驱动力来自政策助力，我们预计随着政策的完善腔镜手术机器人的采购门槛降低，可及性会大大提高（市场竞争或“集采”带来的单价下降、设备配置证数量扩大及租赁政策推开），收费项目完善以及医保DRG/DIP支付政策的落地，手术机器人手术的经济性更易预测，而且对医院提高住院病人CMI指数、提高劳务技术性收入占比方面也有促进作用，一旦越过手术机器人的盈亏平衡点后，腔镜手术机器人在各科室的渗透率会进一步加快。**中性预期下，我们预计2030年国内市场三甲综合医院的腔镜手术机器人覆盖率基本完成，2035年租赁形式的装机可能成为主流模式，2035年国内市场规模约254亿元，2026-2035年的CAGR约18.6%。**

- **投资建议：推荐手术机器人板块（增持），具体标的如微创机器人-B（覆盖）等。**
- **风险提示：手术机器人商业化进展不及预期；行业竞争加剧风险；公司治理风险；模型假设不合理风险；研究报告引用公开资料不准确风险。**

仅供内部参考，请勿外传

目录

01 | 全球市场空间概览：参考第三方行业预测报告视角

02 | 中国市场驱动分析：三级医院为主的需求下沉主导

03 | 重要公司介绍

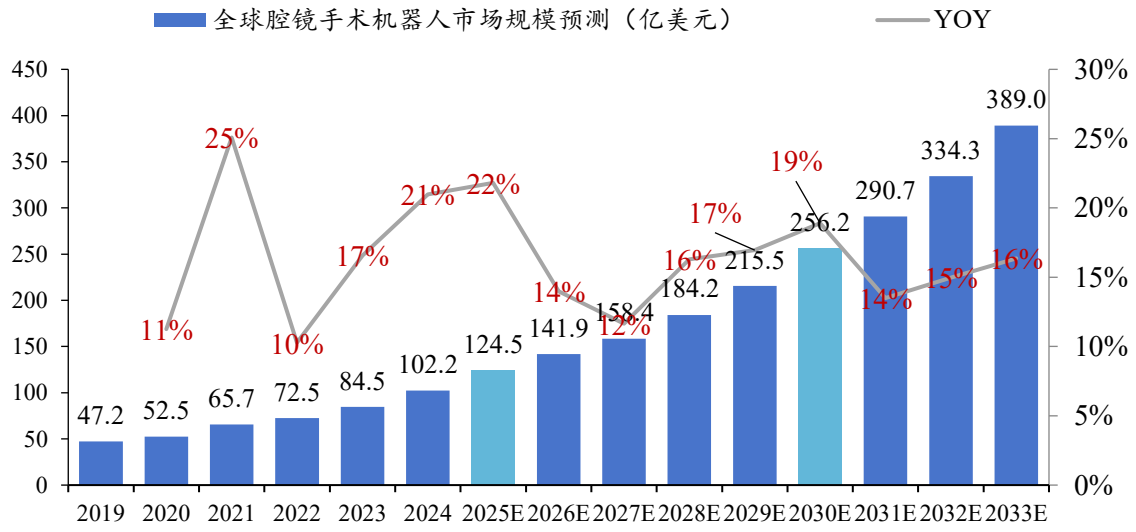
04 | 风险提示

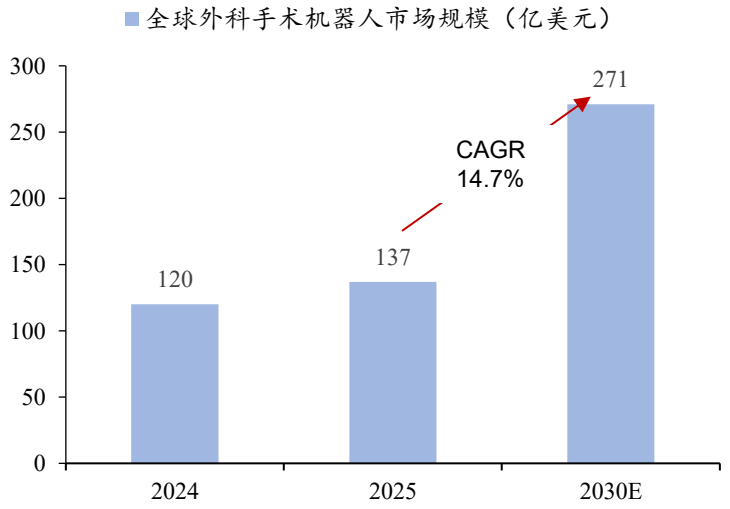
仅供内部参考，请勿外传

1.1 全球腔镜手术机器人仍处于高速增长阶段

■ 参考弗若斯特沙利文预测，2030年全球腔镜手术机器人市场规模有望达到256亿美元，2026-2030年的复合增速约为15.5%。参考SSII投资者展示材料中引用的行业预测数据（Sourced from December 2025 Markets and Markets Surgical Robots Market Report），预计2030年全球外科手术机器人市场规模约271亿美元，2025-2027年复合增速约为14.7%。**腔镜手术机器人仍属于全球范围内处于高速发展的医疗设备**。

全球腔镜手术机器人市场规模及预测（左图为沙利文预测，右图为Markets and Markets）





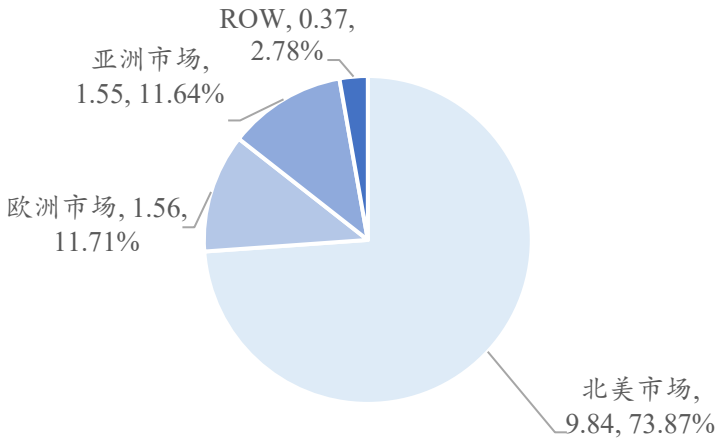
资料来源：精锋医疗招股说明书，弗若斯特沙利文， Markets and Markets，SSII，直觉外科，华安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

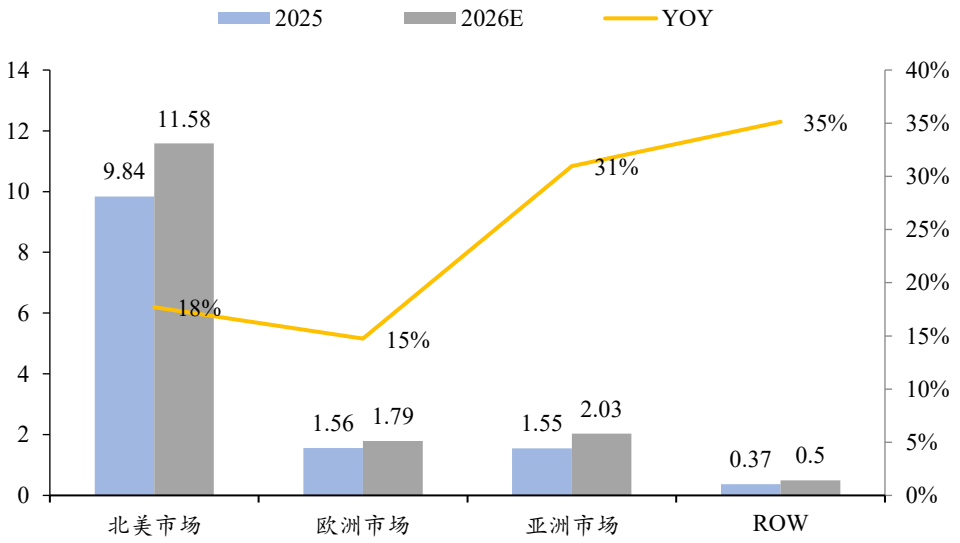
1.2 北美市场约占全球腔镜手术机器人市场规模的74%

■ **北美市场是全球腔镜手术机器人的主导市场，**参考fortune business insights预测，2025年北美市场（主要是美国市场）外科手术机器人市场规模约98.4亿美元，全球市场规模约为133.2亿美元，则北美市场占比约为73.87%。2026年各区域增速展望来看，亚洲等新兴市场保持较高增长预期，主导市场北美市场仍保持18%的高速增长预期。

2025年全球市场规模分区域划分（单位：十亿美元）



2026年各区域市场规模及预期增速（单位：十亿美元）

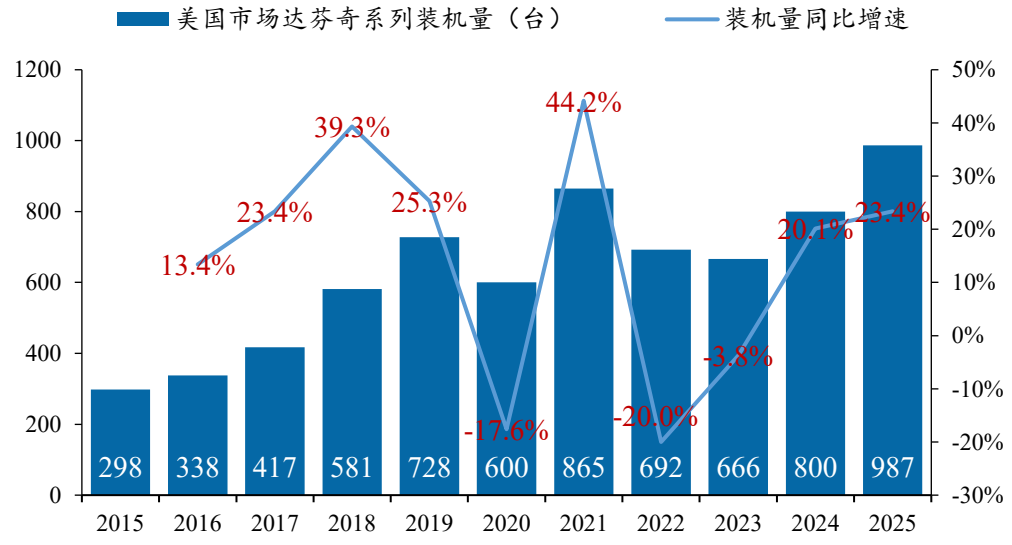


资料来源： fortune business insights ，华安证券研究所
注： 不同预测机构对全球市场规模的预测数值不相同

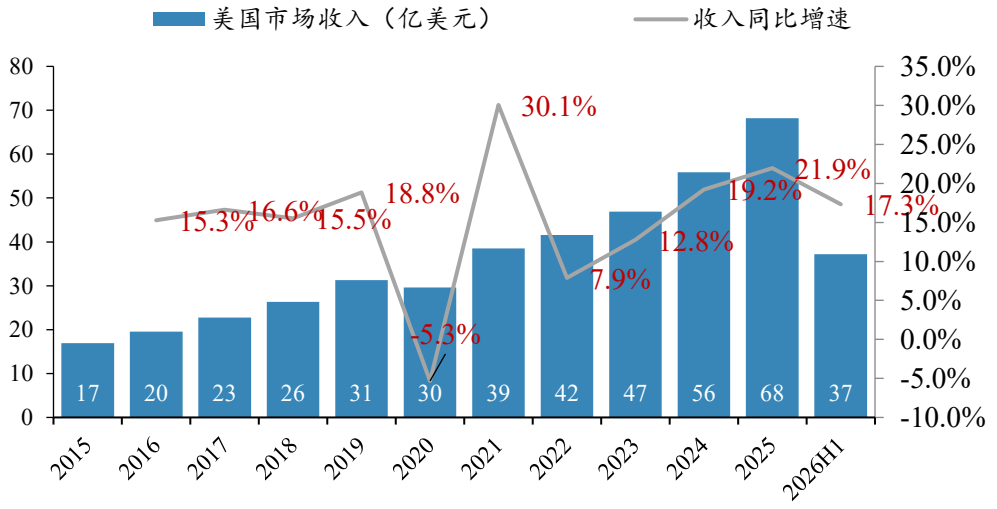
1.3 北美市场保持较高增速，直觉外科业绩持续强劲

■ 行业领军公司直觉外科（ISRG），2025年美国市场收入约为68.16亿美元，预计其在美国市场份额约为69%。2026H1直觉外科装机量、手术量均交出了较好的业绩。2026H1直觉外科美国市场收入同比增速约17.3%，2026Q1/Q2美国市场手术量同比增长14%/12%。除直觉外科外，强生（旗下平台OTTAVA平台）和美敦力（旗下Hugo平台）均发力外科手术机器人领域。**北美市场进入壁垒较高，国产厂商的腔镜手术机器人均未发力北美市场。**

直觉外科美国市场每年新装机量及其增速



直觉外科美国市场收入及其增速



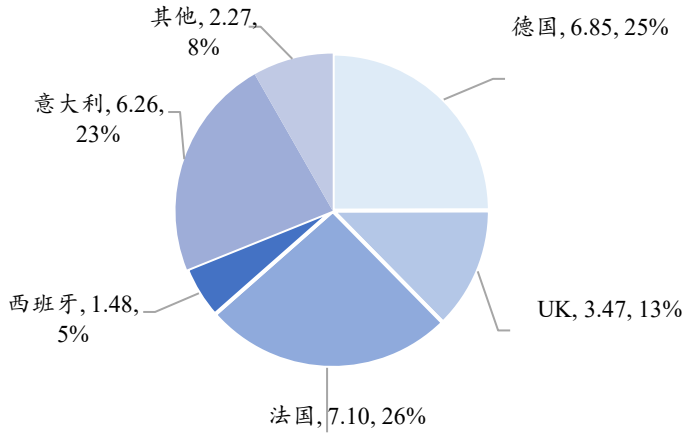
仅供内部参考，请勿外传

华安证券 HUAAN SECURITIES

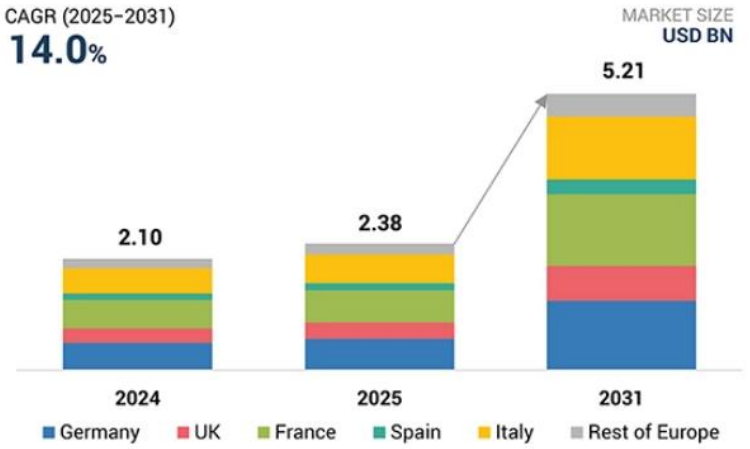
1.4 欧洲市场：市场教育充分，西欧需求旺盛

■ 欧洲市场规模相对较大，且医保政策相对完善，手术机器人在医生群体中的教育相对充分。欧洲市场中份额较大的国家包括UK、德国、意大利、法国等老牌子发达国家。参考MarketsandMarkets预测，2025 年欧洲手术机器人市场规模约为 23.8 亿美元，其中法国7.10亿美元（占比26%），德国6.85亿美元（占比25%），意大利6.26亿美元（占比23%），UK3.47亿美元（占比13%）。从市场驱动力来看，主要来自欧洲人口老龄化下泌尿、肿瘤等外科手术量需求（尤其是无创手术），以及旧设备的更新升级需求。参考MarketsandMarkets预测，预计到 2031 年将达到 52.1 亿美元，复合年增长率为 14%。

欧洲市场区域分布（2025年）



欧洲市场空间预测



注：不同预测机构对全球市场规模的预测数值不相同，MarketS and Markets 和fortune business insights对欧洲市场2025年规模测算有偏差

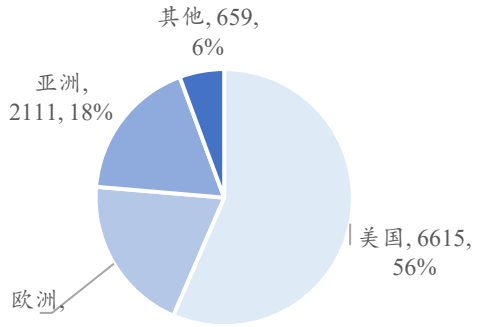
资料来源：直觉外科，MarketsandMarkets，华安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

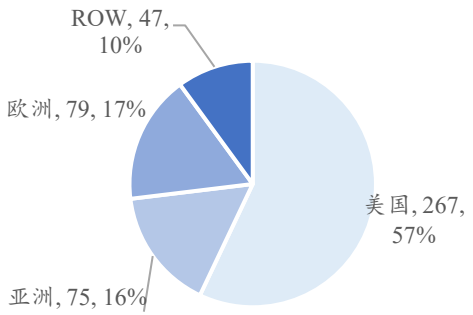
1.5 欧洲市场：竞争格局相对松散，国产出海发力重点区域

■ 欧洲市场的准入门槛相对美国市场较低，各个国家的报销政策、区域分割导致了市场竞争者相对较多，尽管行业领袖直觉外科较早进入欧洲市场，还是给其他玩家留下生存空间，国内的手术机器人厂家出海也均重点发力欧洲市场。从直觉外科的装机来看，截至2026Q2，直觉外科欧洲区域累计装机2325台，约占其全球装机量的20%，而且其2026Q2欧洲区域的手术量同比增速也在20%的高位，这足以表明欧洲市场终端使用仍充满活力。除了直觉外科外，英国的CMR Surgical近年来也发展迅速，其Versius 手术机器人系统全球手术量已超过4.5万例，并在2026年进入美国市场。

直觉外科累计装机分布



2026Q2新增装机区域分布



资料来源：直觉外科，MarketsandMarkets，华安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

华安证券 HUAAN SECURITIES

1.6 亚太市场：需求增速最快，中国、日本、印度齐发力

- 根据fortune business insights，亚太市场2025年规模达15.5亿美元，占全球行业市场的11.61%，预计2026年将达到20.3亿美元，同比增速约31%。日本、中国和印度均为高潜力市场，上述国家针对机器人辅助手术调整报销政策，是该地区市场快速增长的主要驱动因素。日本市场预计2026年将达到5.2亿美元，中国市场预计2026年将达到5.1亿美元，印度市场预计2026年将达到0.6亿美元。
- 从直觉外科的装机数据看，2026Q2日本装机25台，同期2025Q2为15台，主要是日本支持手术机器人的政策有变化，自6月起，如果医疗机构每年使用达芬奇系统或类似设备进行超过200例恶性肿瘤或其他类似疾病的手术，即可申请一项新设立的“内镜手术辅助设备附加费”，金额为15,000点(约合150,000日元)。印度方面，其本土公司SSII在印度收入增速在2026年上半年达到了100.6%，也呈现较高增长态势。

直觉外科亚洲区域2026Q2装机量（单位：台）

	2026Q2	2025Q2	驱动力
亚洲	75	69	日本、印度为主增量带来
日本	25	15	由于日本医保政策带动，装机量大增
中国	2	13	市场竞争加剧、价格压力大；医保收费定价政策各省正在完善中
印度	/	/	26Q2纪要中表述增长强劲，受益于基建装机量增长较快

总部位于印度的手术机器人公司SS Innovations

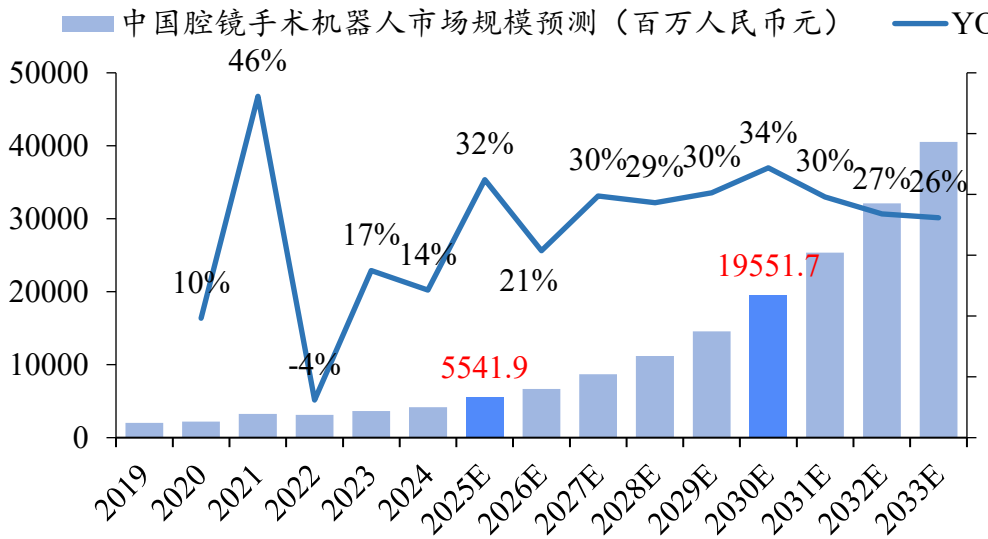
单位：美元	2026H1	2025H1	yoy
India	**23,299,730**	**11,612,248**	**100.6%**
South America	1,234,248	1,014,195	21.7%
Sri Lanka	387,319	-	
Philippines	60,988	1,435,817	-95.8%
Indonesia	29,148	1,039,584	-97.2%
UAE	15,997	14,849	7.7%
Nepal	13,645	4,222	223.2%

资料来源：直觉外科，SS Innovations，华安证券研究所

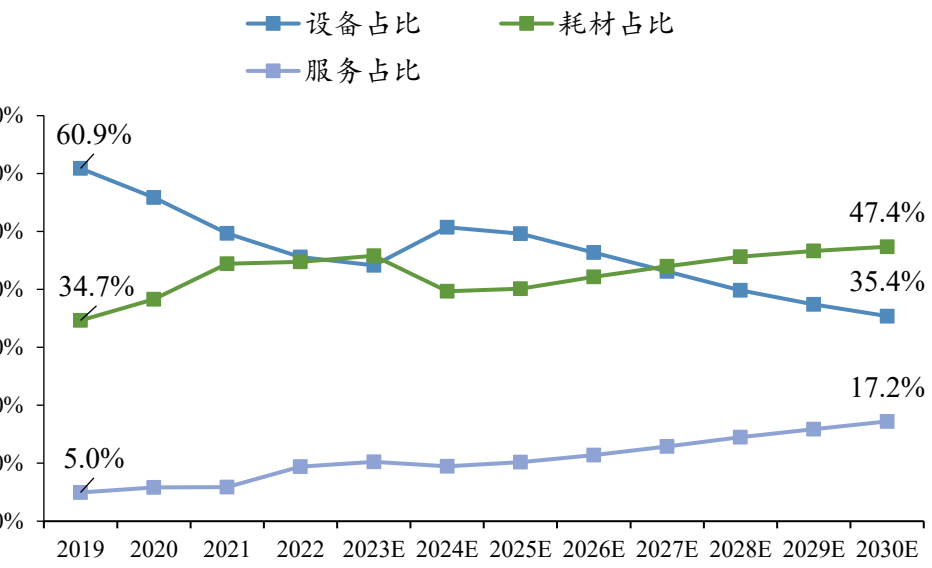
1.7 中国腔镜手术机器人：2030年中国市场规模约196亿元

■ **参考精锋医疗招股说明书和弗若斯特沙利文，**2030年中国腔镜市场规模约196亿人民币元，2026-2030年中国市场CAGR约28.7%。若按1美元=6.8人民币元（美元人民币2026年9月的当月平均汇率），2030年中国外的其他市场约227亿美元，中国市场规模约占全球市场的11%。从具体市场规模结构看，预计设备收入占比越来越低，耗材和服务收入占比越来越高。参考思哲睿招股书预测，设备收入占比预计从2019年的60.9%下降到2030年的35.4%。

中国腔镜手术机器人市场规模及预测



中国腔镜手术机器人市场结构（亿元）



资料来源：精锋医疗招股说明书，弗若斯特沙利文，思哲睿招股说明书，华安证券研究所

1.8 国产腔镜手术机器人可及市场预计约52亿美元

■ 从目前市场准入难度来看，美国区域相对较高，国内手术机器人厂商短期内不能进入美国市场。从微创机器人、精锋医疗等厂家当前发力的主要区域来看，也为非美国外的海外区域，具体包括欧洲、南美、亚太等区域。**考虑到直觉外科在美国外的市场份额及影响力，我们预计国产厂家2030年全球可及的市场规模约在52亿美元，占全球规模的20.3%。**当然，我们不认为国产厂家会一直进入不了美国市场，全球范围内如英国的CMR的系统近年也拿到了美国FDA 510(K)准入，印度的SSII公司也在努力进入美国市场，预计国产厂家的资源投入在海外非美区域达到一定水平后也会发力美国市场。**考虑更长远时间维度的话，中国厂商进入美国市场后，全球可及市场空间数量级或达百亿美元。**

国产腔镜手术机器人厂家的短期内可及市场规模及空间预测

单位：亿美元	2025	2026	2030E	2026-2030年CAGR	国产厂家可及市场规模	备注及说明
北美市场	98.4	115.8	189	14%	0	注册证获批预计至少需要3年，2030年前可能无法拿到准入许可
欧洲市场	15.6	17.9	30	14%	15	欧洲市场普遍拿CE许可即可，直觉外科在该区域较强的影响力，市场占有率一半以上，其他性价比市场机会对国产厂家开放
亚洲市场	15.5	20.3	30	25%	30	日韩等国家可能仍由直觉外科占主要份额，但东南亚等发展中国市场机会也会对国产厂家开放
ROW	3.7	5.0	7	30%	7	南美市场、中东俄非等区域也将是国产厂家海外拓展的主要区域
总规模	133.2	159	256	15%	52	

资料来源： fortune business insights ， 华安证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

目录

01 | 全球市场空间概览：参考第三方行业预测报告视角

02 | 中国市场驱动分析：三级医院为主的需求下沉主导

03 | 重要公司介绍

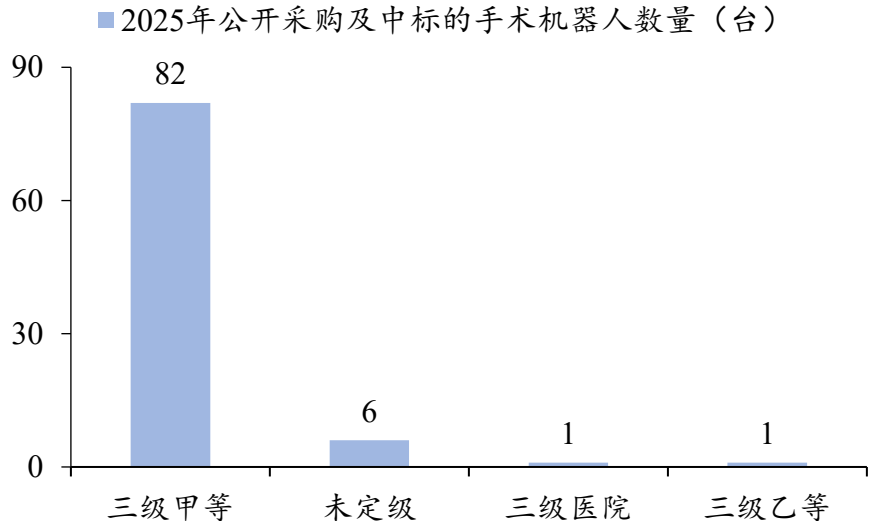
04 | 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

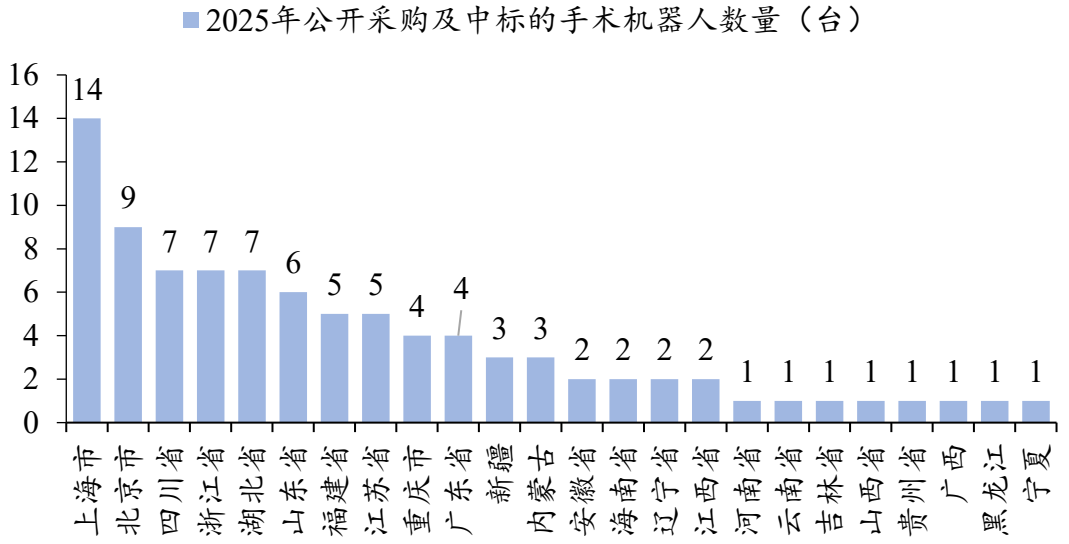
2.1 腔镜手术机器人：当前主要由三级医院配置，下沉空间大

■ 2025年公立医院中标情况来看，参考公众号MedRobot统计数据，2025 年腔镜手术机器人采购仍然高度集中在三甲医院，其中82台中标设备（占累计中标量90台的91%）是由三甲级别医院采购（主要是经济发达省份的三甲医院和人口大省的三甲医院），少部分由三乙及其他级别机构采购。而且在成熟使用腔镜手术机器人的高等级医院已经有持续采购的迹象，如浙江大学医学院附属第一医院2025年共采购中标3台。

国内2025年腔镜手术机器人装机医院等级分布



国内2025年腔镜手术机器人装机医院省市分布



资料来源：政府采购及招采平台公开中标信息，公众号MedRobot，华安证券研究所

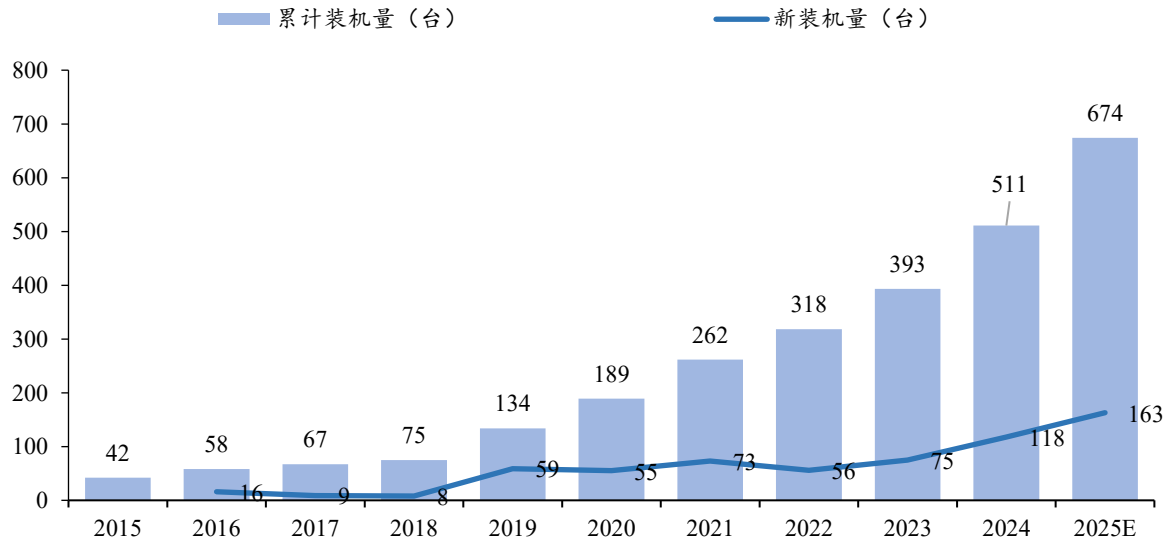
仅供内部参考，请勿外传

华安证券 HUAAN SECURITIES

2.2 腔镜手术机器人：配置证政策放松，装机量持续增长

■ 装机量：2018年3月，国家健康委员会发布《关于印发大型医用设备配置许可管理目录（2018年）的通知》，腔镜手术机器人被列入乙类（省级卫生计生委负责配置管理），这意味着腔镜手术机器人的配置不再需要通过国家卫生部门进行审批，简化了腔镜手术机器人的配备流程。2020年7月，《关于调整2018-2020年大型医用设备配置规划的通知》下发，对此前的设备配置规划数进行了更新调整。2018年国家配置规划中的配额限制为197台，2020年增至268台，并在2023年国家配置规划中进一步增至819台（其中“十四五”规划数559台）。从装机量来看，2019年手术机器人装机量开始加速。

中国腔镜手术机器人装机量（台）

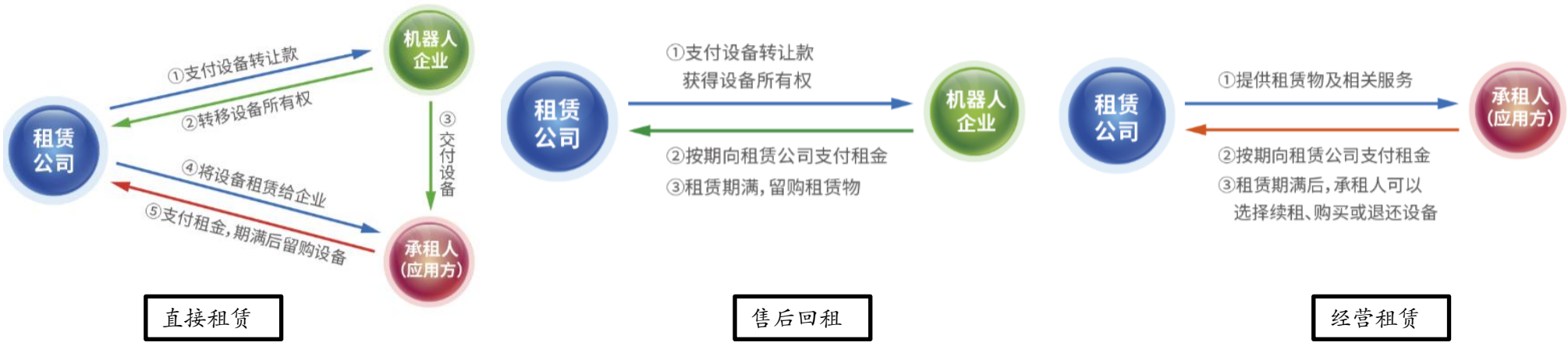


资料来源：微创机器人招股说明书，精锋医疗招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

2.3 腔镜手术机器人：租赁政策有望打开市场装机天花板

■ **租赁政策**：为有效破解高端手术机器人等高值医疗设备购置成本高昂、技术迭代迅速、维保培训投入较大等行业痛点，北京市立足医疗高质量发展需求，创新探索手术机器人服务性租赁新模式，持续优化高端医疗设备资源配置效率。2025年12月，市卫生健康委联合市财政局、市发展改革委、市药监局、市医保局印发《关于加快创新推动手术机器人租赁试点工作方案》。2026年4月出台的《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2026年）》进一步明确，将加速腔镜、骨科、神经外科、介入等全品类手术机器人临床落地应用，全面推广手术机器人创新租赁服务模式，并将设备研发应用、临床成效、全场景开放使用等情况纳入公立医院绩效考核体系，以制度赋能新模式落地见效。**手术机器人等高端医疗设备租赁服务模式的落地，推动医疗机构高端设备配置从“购置资产、自主运维”向“按需采购、购买服务”的模式转型**。

不同租赁模式结构示意图

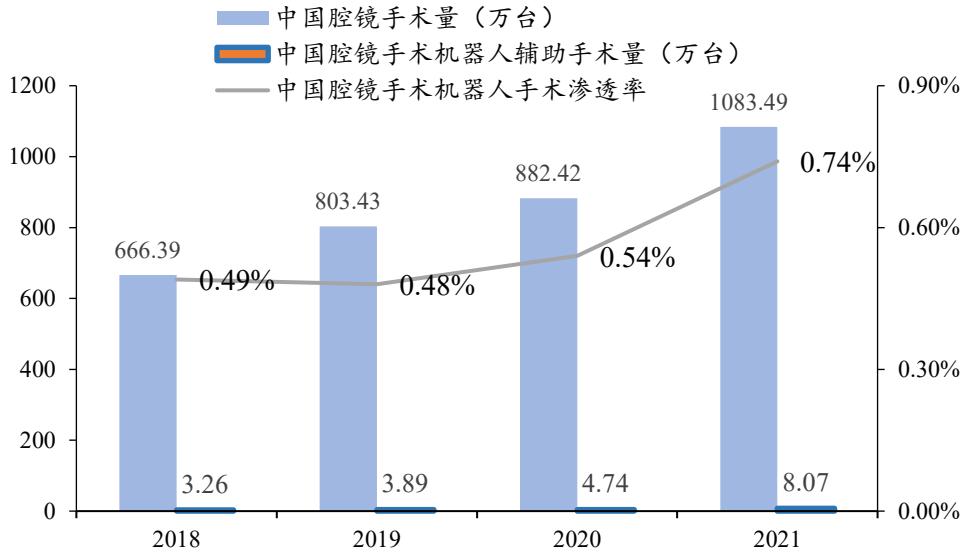


资料来源：北京机器人融资租赁股份有限公司官网，华安证券研究所

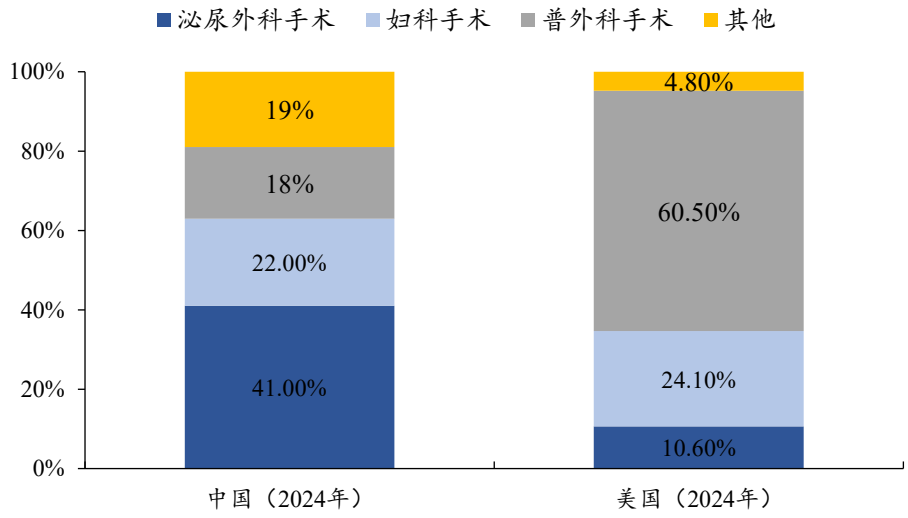
2.4 腔镜手术机器人：科室应用范围广，手术渗透率空间高

■ **机器人腔镜辅助手术渗透率**：在腔镜手术机器人辅助手术应用较为普遍的泌尿外科、妇科、普外科及胸外科领域，前列腺癌、子宫颈癌、胃癌、肺癌等常见癌症新发人数较高，且仍呈上升趋势。自2018年以来，我国腔镜手术机器人辅助手术的渗透率持续上升，2021年我国腔镜手术RAS渗透率约0.74%，但与发达国家美国相比远低于其同期水平（15.5%）。手术量分布来看，中国科室分布主要集中在泌尿外科，而美国主要分布在普外科。

中国腔镜手术机器人手术渗透率



中美腔镜手术机器人应用科室分布



资料来源：思哲睿招股说明书，精锋医疗招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

华安证券 HUAAN SECURITIES

2.5 腔镜手术机器人市场规模测算

- **核心假设**：（1）腔镜手术机器人主要在二甲以上的综合医院里渗透,2030年前三甲综合医院的覆盖率基本完成；（2）三甲医院是核心主力，年手术量每年超300台，且随诊疗量递增；（3）2030-2035年租赁形式的装机逐渐成为主流方式。
- **市场规模预测**：中性预测下国内2035年市场规模约254亿元，2026-2035年的CAGR约为18.6%。

		2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2035E
医院等级									
	三甲-综合医院	1010	1030	1050	1071	1092	1113	1135	1135
	其他三级-综合医院	1117	1139	1161	1184	1207	1231	1255	1316
	二甲-综合医院	2215	2259	2304	2350	2397	2444	2492	2747
累计装机量（台）		511	601	711	860	1049	1290	1658	4080
新装机量（台）		118	90	110	149	189	241	368	674
*采购形式	三甲-综合医院（新增）	118	79	94	117	141	166	227	11
	三甲-综合医院（复购）		3	5	7	9	12	14	113
	其他等级医院		8	11	15	19	23	27	50
平均单机价格（万元）			1500	1300	1200	1100	1000	1000	1000
*租赁形式	租赁装机台数				10	20	40	100	500
	租赁年服务费（万元/台）				150	150	150	150	150
	租赁市场规模（亿元）				0.15	0.30	0.60	1.50	7.50
设备市场规模（亿元）			**13.50**	**14.30**	**16.83**	**18.89**	**20.70**	**28.30**	**24.90**
	累计装机_三甲-综合医院（采购）	511	593	692	816	966	1144	1385	2005
	累计装机_其他医院（采购）		8	19	34	53	76	103	305
	累计装机_租赁形式				10	30	70	170	1770
设备单台手术量									
	三甲医院	200	200	300	330	360	400	440	500
	其他医院		100	110	120	130	140	150	200
	租赁形式				200	200	200	200	200
年手术量（万台）			**11.08**	**19.42**	**25.30**	**33.04**	**44.10**	**59.38**	**133.15**
	三甲医院		11.04	19.28	24.88	32.08	42.20	55.64	97.15
	其他医院		0.04	0.15	0.32	0.57	0.90	1.34	5.60
	租赁形式				0.10	0.40	1.00	2.40	30.40
单台手术耗材价值（万元）			1	1	1	1	1	1	1
耗材市场规模（亿元）			**11.1**	**19.4**	**25.3**	**33.0**	**44.1**	**59.4**	**133.2**
维修费（万元/年）			150	130	120	110	100	100	100
	与设备单价比例关系		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
需要支付维修费用的设备量	*前两年在保修期内		511	511	601	711	850	1019	1967
维修费（亿元）			**7.67**	**6.64**	**7.21**	**7.82**	**8.50**	**10.19**	**19.67**
公立医院市场规模（亿元）			32.25	40.37	49.34	59.75	73.30	97.87	177.72
全市场规模（亿元）	**考虑非公立市场招采，假设公立市场规模占比70%**		**46.06**	**57.67**	**70.49**	**85.36**	**104.72**	**139.82**	**253.89**

资料来源：卫生统计年鉴，弗若斯特沙利文，华安证券研究所预测

注：2025年新装机的统计口径和2024年不一样，2024年取自弗若斯特沙利文对全市场装机量统计数据，2025年取自对公立医院公开招采中标数据

仅供内部参考，请勿外传

目录

01 | 全球市场空间概览：参考第三方行业预测报告视角

02 | 中国市场驱动分析：三级医院为主的需求下沉主导

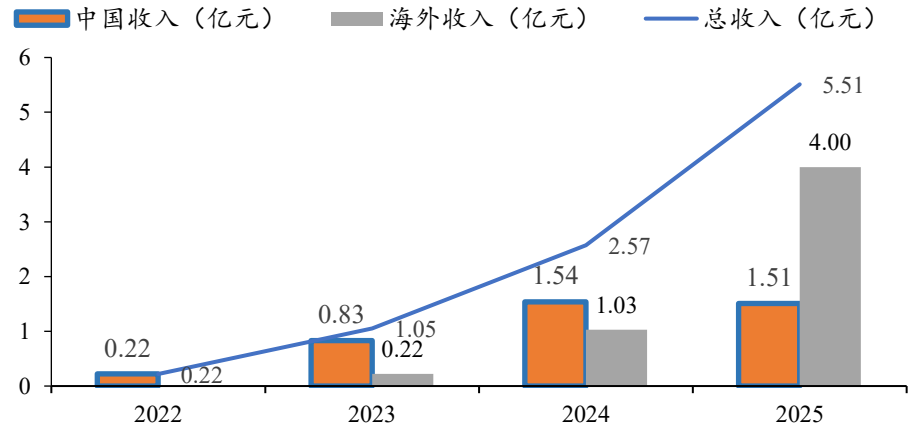
03 | 重要公司介绍

04 | 风险提示

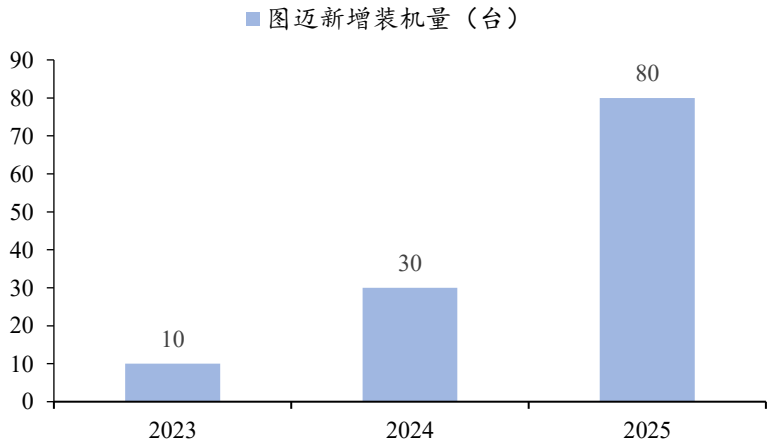
3.1微创机器人-B：“让天下没有难做的手术”

- 公司成立于2015年，2021年从微创医疗集团分拆于港交所上市。公司背靠头部医疗器械平台，渠道、研发、资金高度协同。2022年图迈腔镜手术机器人和鸿鹄手术机器人陆续获得NMPA批准，并于2022年底实现首次商业化装机入院，全球累计获批国家/地区超60个，实现多孔、单孔、远程一体化兼容。
- 图迈腔镜机器人：2022年商业化以来公司收入呈现高速增长态势，2026年上半年，公司预计实现营业收入同比增长约200%至230%，预期净利润约为人民币2800万元至人民币4000万元之间，首次实现半年度盈利。图迈腔镜手术机器人于国内及海外市场双线发力，销售规模显著扩张，特别是图迈海外市场收入同比增长逾450%。截至2026年6月26日，图迈腔镜手术机器人全球商业化订单突破300台，全球范围实现第200台商业化装机。

2022-2025年公司收入水平



2022-2025年公司图迈手术机器人新增装机量E

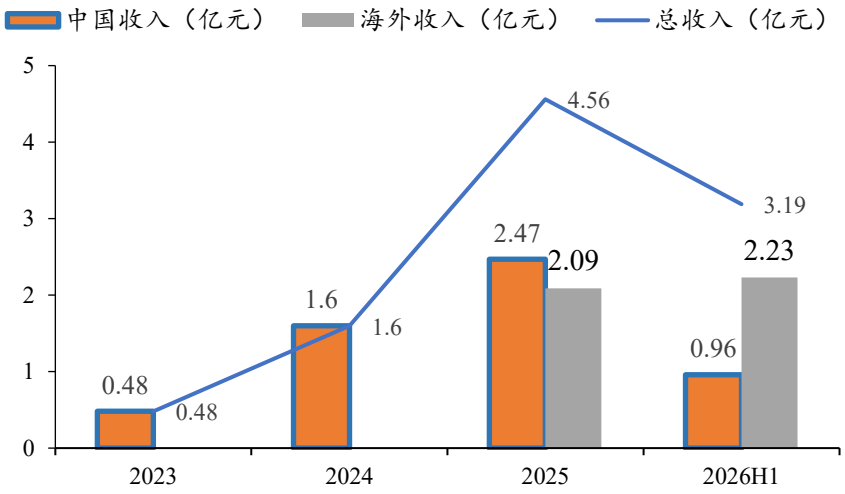


资料来源：微创手术机器人公司公告，华安证券研究所
注：2023-2025年公司新装机量为研究员根据公司公告预计值

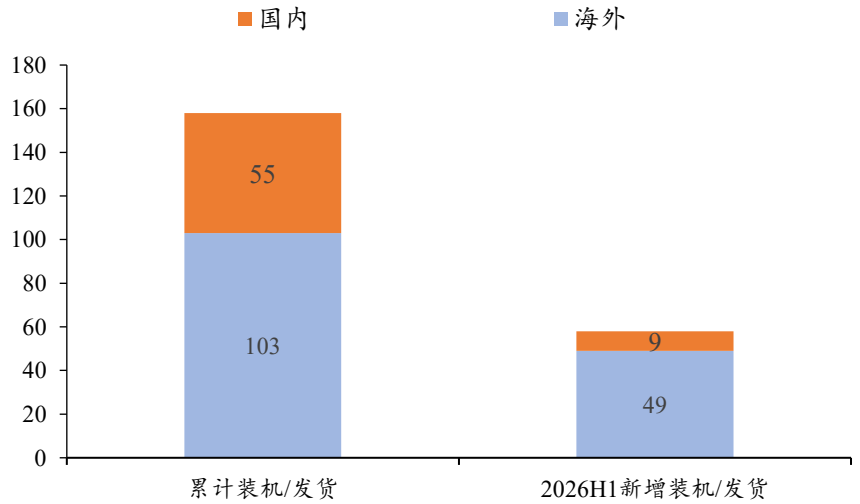
3.2 精锋医疗-B：精益求精，赋能医生，造福患者

■ 精锋医疗于2017年5月在深圳创立，2025年于香港联交所主板上市。精锋医疗基于自主研发的七大平台型技术，建立了包括多孔腔镜手术机器人、单孔腔镜手术机器人、支气管镜手术机器人及传统微创手术器械等丰富而完整的产品组合。2024年，精锋医疗成功试水海外市场，快速斩获5台订单后，随即完成了覆盖五大洲的海外团队组建。截至2025年12月31日，全球累计交付突破100台，2025年新增交付72台（国内22台、海外50台），2024-2025两年国内市场国产品牌排名第一（参考精锋医疗公众号信息）。2026年上半年，公司实现总收入3.19亿元，其中海外收入达2.23亿元，占比约70%。

2023-2025年公司收入情况



公司手术机器人累计装机/发货（单位：台）



资料来源：精锋医疗公司公告，华安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

华安证券 HUAAN SECURITIES

3.3 在医疗机器人领域布局的其他上市公司梳理

细分领域	公司名称	产业布局
腔镜手术机器人	康基医疗	2022年1月，康基医疗收购唯精医疗机器人35%的股权。唯精医疗的腹腔内窥镜手术系统型号为WJ-SR01-200，其配套的穿刺器已经获批上市
	威高股份	2021年10月，威高妙手腔镜手术机器人获得NMPA批准上市
骨科手术机器人	三友医疗	公司创新研发三臂脊柱外科手术机器人“春风化雨骨科手术机器人”，已在北美成功开展临床试验入组
	春立医疗	公司膝关节骨科手术机器人黄河INS-1于2024年获批上市
	爱康医疗	公司iBot 髋关节/膝关节手术机器人分别于2023 年11月/2024 年4 月于国内获批
	美亚光电	公司旗下有脊柱外科手术机器人产品，正在积极推进包括血管介入手术机器人等预研项目
康复医疗机器人	伟思医疗	公司康复机器人系列产品包括已上市的Xwalk系列和X-locom系列，以及在研的医美领域的3A射频机器人
	麦澜德	公司在运动康复领域深耕，目前核心产品为手功能康复机器人系列产品
	翔宇医疗	公司组建机器人子公司，目前团队超100人，有超过20个机器人在研项目
磁导航手术机器人	微电生理	公司独家代理的Genesis RMN™心脏电生理机器人磁导航系统（简称“Genesis RMN™系统”）获NMPA批准上市。该系统在技术、效率和安全性上全面升级，将为复杂心律失常的治疗提供可靠且高效的解决方案。未来Genesis RMN系统将不仅限于复杂心律失常治疗，还将拓展到更多心脏相关介入领域，甚至延伸至神经、外周血管等高精尖医疗领域
血管介入手术机器人	润迈德	公司基于caFFR系统及caIMR系统，计划推出血管介入手术机器人，将PCI全流程自动化。Flash Robot血管介入导航手术系统是公司专有的机器人辅助平台，截至2024年6月30日，Flash Robot血管介入导航手术系统处于研究完善阶段
其他	楚天科技	公司旗下有智能机器人子公司，早年涉及过外骨骼康复机器人研发
	健麾信息	全自动细胞毒类药物配置机器人（Cyto）与全自动静脉用药配置机器人（Twins），均可凭借机械手按照处方要求进行药物的快速化、精准化、自动化调配

资料来源：康基医疗、威高股份、三友医疗、春立医疗、爱康医疗、美亚光电、伟思医疗、麦澜德、翔宇医疗、微电生理、润迈德、楚天科技及健麾信息公司公告及官网，华安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4 风险提示

- 手术机器人商业化进展不及预期；
- 行业竞争加剧风险；
- 模型假设不合理风险；
- 公司治理风险；
- 研究报告引用公开资料不准确风险。

仅供内部参考，请勿外传

重要声明

分析师声明

本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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持：未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
中性：未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持：未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级：因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，致使无法给出明确的投资评级。

仅供内部参考，请勿外传

谢谢！