

爱得科技（920180）

深耕骨科耗材领域，运动医学等新领域助力新成长

增持（首次）

2026 年 06 月 18 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书：S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	274.87	301.65	339.55	378.97	423.02
同比（%）	4.87	9.74	12.56	11.61	11.62
归母净利润（百万元）	67.13	77.75	83.50	94.30	106.23
同比（%）	5.60	15.82	7.40	12.92	12.66
EPS-最新摊薄（元/股）	0.57	0.66	0.71	0.80	0.90
P/E（现价&最新摊薄）	22.91	19.78	18.42	16.31	14.48

投资要点

■ **公司深耕骨科耗材医疗器械，提供全领域解决方案。**公司成立于 2006 年，是一家专注于骨科医疗器械行业的创伤、脊柱、护创解决方案专业提供商，2026 年在北交所成功上市。2025 年公司归母净利润为 0.78 亿元，同比增长 15.82%。实现营收 3.02 亿元，同比增长 9.74%。

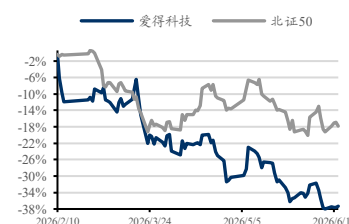
■ **产品需求持续增长，骨科器械市场发展空间广阔：**1) **骨科器械市场发展空间广阔。**我国骨科植入医疗器械市场规模由 2016 年 193 亿元增至 2024 年 246 亿元，复合增长率为 3.08%，国产企业正加速打破外资垄断，发展空间较为广阔。2) **人口老龄化拉动骨科植入医疗器械市场规模增长。**骨科疾病发病率与年龄相关度极高，随着人口老龄化加快，骨科退行性疾病患者基数扩大，直接拉动相关植入耗材市场规模攀升。3) **居民健康需求攀升与医疗资源增长并行，拉动市场需求提升。**中国居民人均医疗保健支出由 2014 年 1045 元增至 2025 年 2573 元，随居民就医意愿和医疗保健支出持续提升，高性价比骨科器械迎来发展机遇。我国医疗资源日趋丰富，2024 年全国医疗卫生机构总数近 109.2 万个，医疗卫生机构床位 1037 万张，执业（助理）医师 505 万人，注册护士 584 万人，有效支撑了骨科手术的快速增长，进而带动相关需求提升。

■ **公司专注于核心业务创新发展，在细分领域占据优势地位：**1) **从全领域覆盖到重点突破，打造立体化产品矩阵。**公司深耕骨科医疗器械行业十余年，以解决退行性疾病的临床治疗和各类手术适应症为抓手，形成了适应于骨科全领域临床指征的产品矩阵。2) **研发体系夯实创新根基，人才与投入双轮驱动。**公司在脊柱、创伤、创面修复等核心细分领域已构建起显著的技术优势，并持续优化人才队伍建设，加大研发投入，推动研发成果转化。3) **加大运动医学及关节类产品布局，有望驱动新增长。**公司形成了从植入耗材到手术工具的系统化解决方案，积极加大运动医学渠道布局，随着渠道能力加强，运动医学营收有望维持较高增长，关节类产品亦展现出强劲增长潜力，有望成为公司未来业绩增长新驱动。4) **公司加大海外市场注册与布局，有望助力公司新成长。**2025 年公司海外实现营收 0.36 亿元，同增 42%，未来公司将加大东南亚、巴西、非洲、欧美、亚洲一带一路国家等地区拓展，增加海外销售许可证书数量，海外市场未来有望贡献业绩新增量。5) **募资扩产增强公司竞争力。**公司计划将募集资金用于一期骨科耗材扩产项目、研发中心建设项目以及营销网络建设项目，进而增强公司竞争力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 0.84/0.94/1.06 亿元，同增 7.40%/12.92%/12.66%，2026/2027/2028 年对应 PE 为 18/16/14 倍，考虑公司积极募资扩产且加大运动医学与海外市场布局，未来业绩有望快速增长。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示：**政策风险、市场竞争风险、技术迭代风险、外协加工风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.12
一年最低/最高价	12.93/26.00
市净率(倍)	1.96
流通 A 股市值(百万元)	467.98
总市值(百万元)	1,549.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.71
资产负债率(% ,LF)	13.07
总股本(百万股)	118.12
流通 A 股(百万股)	35.67

相关研究

内容目录

1. 公司深耕骨科耗材医疗器械，提供全领域解决方案	4
1.1. 以临床需求为导向，布局骨科全领域	4
1.2. 股权集中，结构清晰	4
1.3. 核心管理层深耕产业，管理经验丰富	5
1.4. 公司产品多元覆盖	6
1.4.1. 脊柱类产品	6
1.4.2. 创伤类产品	7
1.4.3. 创面修复类产品	8
1.4.4. 运动医学类产品	9
1.5. 集采常态化下业绩企稳回升	9
2. 产品需求持续增长，骨科器械市场发展空间广阔	12
2.1. 骨科器械市场发展空间广阔	12
2.2. 人口老龄化拉动骨科植入医疗器械市场规模增长	13
2.3. 居民健康需求攀升与医疗资源增长并行，拉动市场需求	14
2.3.1. 居民就诊需求扩容与医保控费并行，高性价比骨科器械前景广阔	14
2.3.2. 医疗资源增长支撑骨科诊疗，耗材需求持续扩大	15
3. 加大海外市场布局，运动医学等新领域拓展新增长曲线	16
3.1. 产品矩阵日趋完善，实现骨科全领域覆盖	16
3.2. 研发体系夯实创新根基，人才与投入双轮驱动	16
3.3. 加大运动医学及关节类产品布局，有望驱动新增长	18
3.4. 积极加大海外市场布局	19
3.5. 募资扩产增强公司竞争力	19
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1. 盈利拆分	20
4.2. 盈利预测及投资评级	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 爱得科技发展历程 4

图 2: 爱得科技股权机构（截至 2026 年 3 月 31 日） 5

图 3: 爱得科技核心管理层背景介绍 5

图 4: 公司产品矩阵 6

图 5: 公司创伤类产品整体示意图 8

图 6: 2020-2026Q1 公司营业收入及同比增速 9

图 7: 2020-2026Q1 公司归母净利润及同比增速 9

图 8: 2020-2025 公司各业务营业收入占比 10

图 9: 2020-2026Q1 公司盈利情况 10

图 10: 2020-2025 公司各业务毛利率情况 10

图 11: 2020-2026Q1 公司费用率情况 11

图 12: 公司产业链情况 12

图 13: 2016-2024 年骨科植入医疗器械市场规模 13

图 14: 椎体压缩性骨折的变化图示 13

图 15: 1990-2024 年中国人口结构变化情况 14

图 16: 2013-2025 年中国居民人均医疗保健支出 15

图 17: 2020-2024 中国卫生人员数量及同比 15

图 18: 2020-2024 中国医疗卫生机构数量及同比 15

图 19: 公司全产品线 16

图 20: 2022-2025 公司研发投入 17

图 21: 公司运动医学类产品 18

图 22: 公司海外营收持续增长 19

表 1: 公司脊柱类主要产品 6

表 2: 公司创面修复类主要产品 8

表 3: 公司核心技术人员情况 17

表 4: 募集资金投资项目 19

表 5: 爱得科技盈利拆分 21

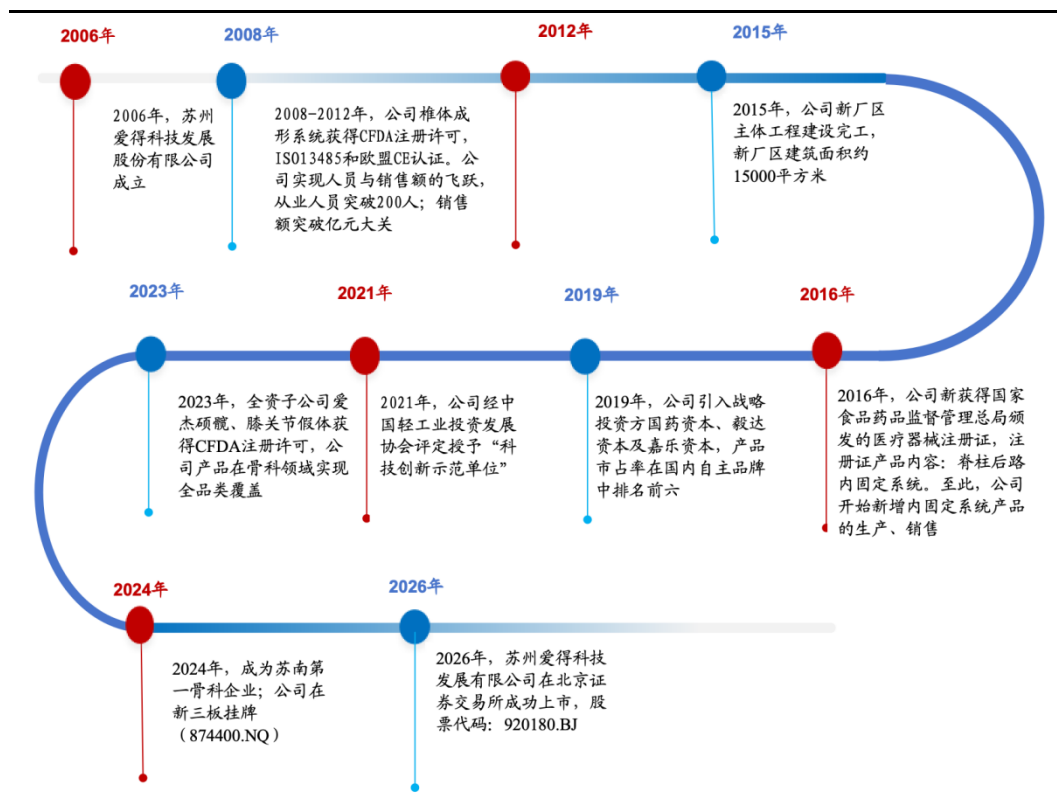
表 6: 可比公司估值（截至 2026 年 6 月 15 日） 22

1. 公司深耕骨科耗材医疗器械，提供全领域解决方案

1.1. 以临床需求为导向，布局骨科全领域

公司专注于骨科医疗器械，以骨科临床需求为导向，提供全领域解决方案。公司成立于 2006 年，是一家专注于骨科医疗器械行业的创伤、脊柱、护创解决方案专业提供商，主要产品包括椎体成形系统、骨科内、外固定系统、创面敷料系统、负压引流护创系统、脉冲冲洗系统及骨科动力系统等。公司坚持以骨科临床需求为导向，致力于成为国内领先的、覆盖骨科全领域产品矩阵的骨科手术综合解决方案提供商。公司是国家高新技术企业，先后获得“江苏省专精特新中小企业”、“苏州市市级企业技术中心”认定，公司产品椎体成形系统和外固定支架先后获得“苏州名牌产品”荣誉。根据医械汇数据，2023 年度公司在国内脊柱类椎体成形系统医疗器械厂商中排名第三，在国内脊柱类内植入医疗器械厂商中排名第六。2026 年，公司在北京证券交易所成功上市。

图1：爱得科技发展历程



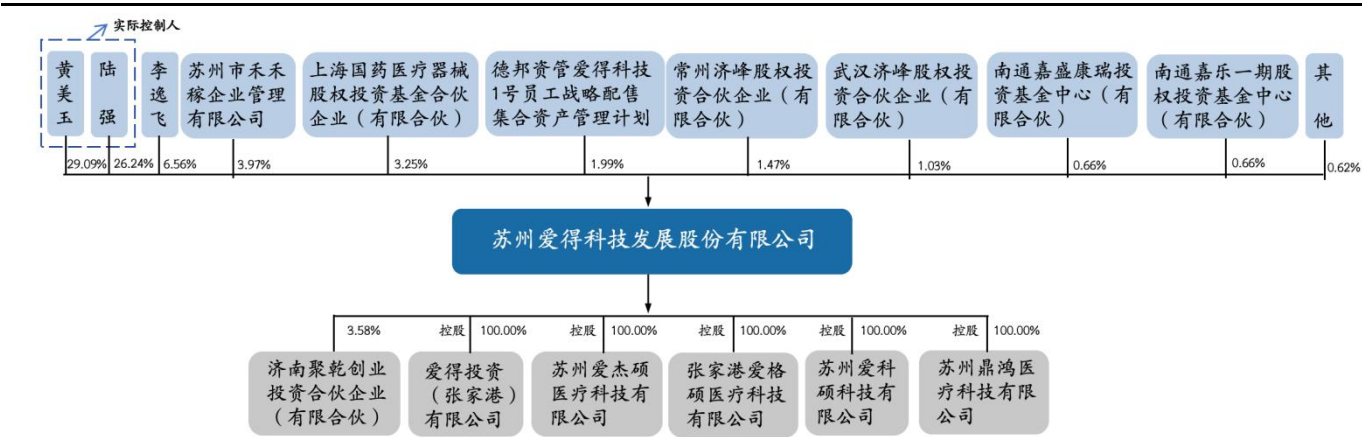
数据来源：公司官网，公司公告，iFind，东吴证券研究所

1.2. 股权集中，结构清晰

公司股权集中，结构清晰。截至 2026 年 3 月 31 日，陆强先生直接持有爱得科技 26.24% 的股份，黄美玉女士直接持有爱得科技 29.09% 的股份，同时通过苏州市禾禾稼企业管理有限公司控制爱得科技 3.97% 的股份，两人直接持有和控制的公司股份比例共计 59.3%。陆强先生与黄美玉女士系夫妻关系，二人为公司控股股东及实际控制人。为激励核心团队，公司设立了员工战略配售计划（德邦资管爱得科技 1 号资管计划）持股

1.99%，高管李逸飞个人持股 6.56%。同时，公司引入了国药医疗器械基金、常州济峰、武汉济峰等作为战略股东。

图2：爱得科技股权机构（截至 2026 年 3 月 31 日）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

1.3. 核心管理层深耕产业，管理经验丰富

公司核心管理层产业背景扎实，具备丰富的管理经验。总经理李逸飞拥有逾二十年的骨科医疗器械销售与管理经验，副总经理张华泉兼具技术背景与政府事务经验，不仅熟悉医疗器械技术，更拥有在食药监部门的挂职经历。公司管理团队专业背景高度契合骨科医疗器械行业发展，管理经验丰富。

图3：爱得科技核心管理层背景介绍

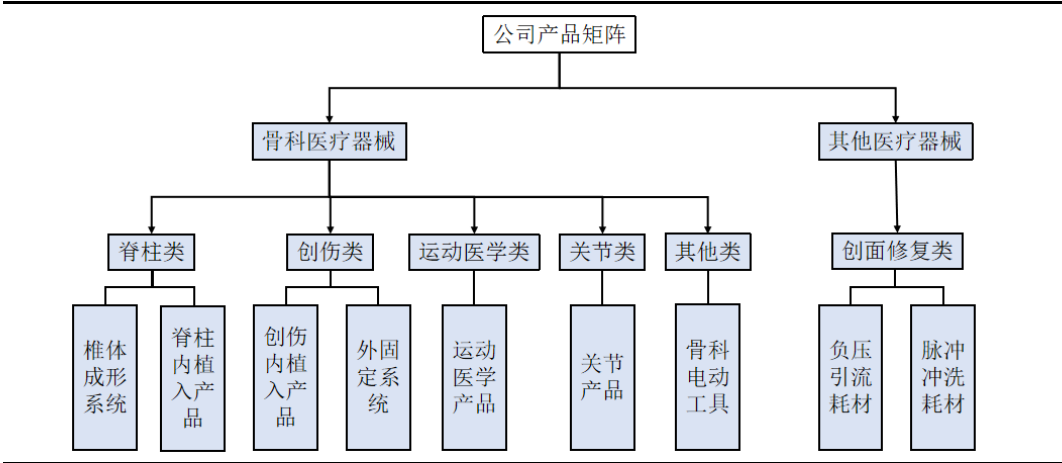
姓名	职位	履历
李逸飞	总经理	李逸飞，男，1968年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1987年8月至1990年2月，担任常州市人防办公室审计师；1990年2月至2002年5月，担任深圳市大宏基实业发展有限公司销售；2002年6月至2008年4月，担任创生医疗（中国）有限公司销售总监；2008年5月至2015年6月，担任爱得有限商务总监、副总经理；2015年6月至2018年6月，担任爱得科技董事、副总经理；2018年6月至今，担任苏州爱得科技发展股份有限公司董事、总经理。
张华泉	副总经理	张华泉，男，1968年8月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，工程师。1990年8月至1994年4月，担任常州第二制药厂设备工程科科员；1994年5月至1996年7月，于常州市医药管理局挂职锻炼；1996年8月至2000年5月，担任常州第二制药厂总工程师办公室科员；2000年6月至2002年5月，借调至常州食品药品监督管理局医疗器械处；2002年6月至2004年5月，担任常州兰陵制药有限公司（原常州第二制药厂）技术开发中心工程师兼设备工程处科员；2004年6月至2005年6月借调至常州食品药品监督管理局医疗器械处；2005年7月至2014年5月，担任常州华森医疗器械有限公司副总经理、总经理、供应部部长；2014年6月至2015年6月，担任爱得有限法规部经理；2015年6月至今，担任爱得科技法规部经理；2019年12月至今，担任爱得科技副总经理。
王志强	副总经理	王志强，男，1985年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2006年3月至2008年6月，担任瑞进汽车配件（张家港）有限公司生产员；2008年7月至2010年1月，担任傲泰科技（苏州）有限公司设备部经理；2010年2月至2015年6月，担任爱得有限生产运营经理；2015年6月至2019年12月，担任爱得科技生产运营经理；2019年12月至今，担任爱得科技副总经理。
陶红杰	财务总监、董事会秘书	陶红杰，男，1975年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1996年8月至1999年12月，担任张家港胜田电子有限公司成本会计；2000年1月至2003年12月，担任江苏华尔润集团有限公司主办会计；2004年1月至2008年2月，担任攀华集团有限公司主办会计；2008年3月至2013年9月，担任江苏赛富隆重工有限公司财务部经理兼总经理助理；2013年10月至2014年7月，担任张家港保意电器有限公司财务总监；2014年8月至2015年6月，担任爱得有限财务总监；2015年6月至2025年9月，先后担任爱得科技董事、董事会秘书、财务总监、职工代表董事；2025年9月至今，担任爱得科技董事会秘书、财务总监。

数据来源：iFind，东吴证券研究所

1.4. 公司产品多元覆盖

公司产品矩阵全面覆盖骨科脊柱、创伤、运动医学及创面修复四大核心领域。公司主要从事以骨科耗材为主的医疗器械的研发、生产与销售，公司产品包括脊柱类、创伤类、创面修复类、运动医学类、关节类等制造类产品和骨水泥、关节假体等贸易类产品。其主要产品包括脊柱类、创伤类、运动医学等骨科医用耗材以及用于伤口疗愈的创面修复产品。公司坚持以骨科临床需求为导向，致力于成为国内领先的、覆盖骨科全领域产品矩阵的骨科手术综合解决方案提供商。

图4：公司产品矩阵



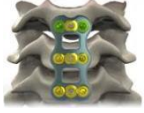
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.4.1. 脊柱类产品

脊柱类产品包括椎体成形系统和脊柱内植入产品，公司在该细分领域市场地位突出。公司椎体成形系统主要用于因骨质疏松导致的椎体压缩性骨折的临床微创手术治疗，可进一步划分为腰椎工具和胸椎工具。脊柱内植入产品主要用于脊柱创伤、脊柱退变性疾病、脊柱畸形等各类脊柱疾病的外科治疗。2023 年公司在国内脊柱类椎体成形系统厂商中排名第三，在国内脊柱类内植入医疗器械厂商中排名第六。

表 1：公司脊柱类主要产品

类别	产品名称	注册分类	产品图例	用途
椎体成形系统	椎体成形工具包	II 类		由组合式探针套管、扩张保护套、钻头、骨水泥填充器等构成，用于胸腰椎椎成形手术
	椎体扩张球囊导管	III类		用于 PKP 手术，通过扩张套管的单向阀进入病损椎体后，对其增压使其扩张在椎体内形成一个中空的、可供填充骨水泥的灌注腔
	球囊扩张压力泵	II 类		用于 PKP 手术，配合球囊导管使用，往球囊中注入造影剂

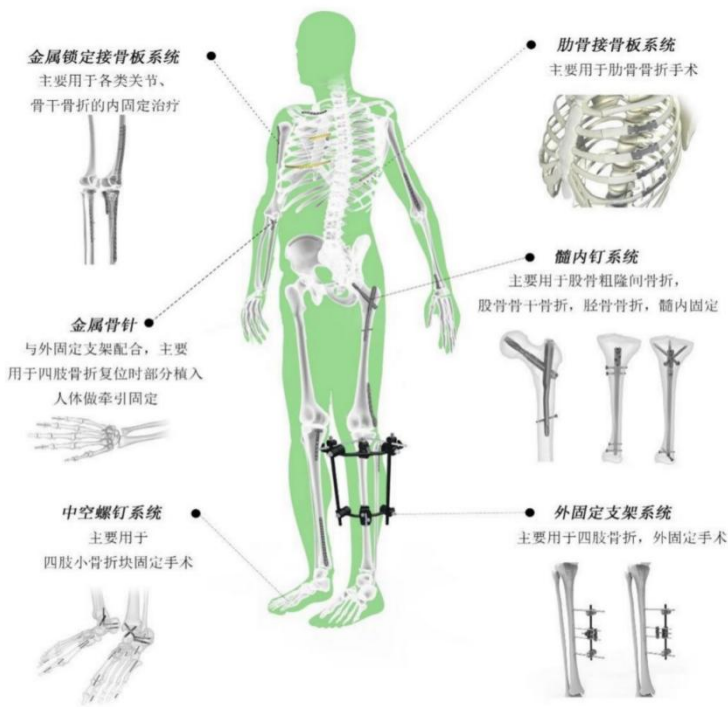
	经皮穿刺针	II 类		用于椎体成形手术作经皮穿刺，建立工作通道
	骨科活检取样器	II 类		用于椎体活检取样，同时外部套管可用于建立腰椎的椎体成形通道
	椎体成形定向引导系统	II 类		定向推注骨水泥，实现可控的骨水泥注入
	椎体成形支撑系统	III 类		在塌陷的椎体内，使用可扩张的金属支架来复位椎体高度并加以保持，通过机械结构恢复椎体高度，用于胸腰椎椎体成形手术
脊柱内植入产品	脊柱后路内固定系统	III 类		用于胸腰椎后路的畸形、滑脱等内固定手术，通常配合融合器使用
	颈椎前路固定系统	III 类		用于颈椎前路固定手术
	椎间融合器	III 类		用于椎间融合手术，通常适用于椎间盘突出后的融合固定

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.4.2. 创伤类产品

创伤类产品包括创伤内植入产品和外固定系统。创伤内植入产品主要用于将各类骨折损伤进行复位、固定并维持其稳定，医生待患者痊愈恢复后可择时通过手术取出，主要产品包括金属锁定接骨板系统、交锁髓内钉、肋骨接骨板系统、金属空心接骨螺钉等。外固定系统主要用于在体外对骨折部位进行固定，通过与金属骨针配合使用，促进骨折部位的快速复位，主要产品包括单臂一体式外固定支架、组合式外固定支架、环式外固定系统、金属骨针及无菌骨牵引针。

图5：公司创伤类产品整体示意图



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.4.3. 创面修复类产品

创面修复类产品包括负压引流系统和脉冲冲洗系统。创面修复类产品主要用于各类开放手术的创面伤口、烧伤、糖尿病足溃烂等慢性难愈性创面的修复。负压引流系统主要产品包括一次性使用负压引流护创材料包、聚氨酯封闭式负压引流材料、真空负压引流装置及附件；脉冲冲洗系统主要产品包括脉冲冲洗器及一次性脉冲冲洗管。

表 2：公司创面修复类主要产品

类别	产品名称	注册分类	产品图例	用途
负压引流系统	一次性使用负压引流护创材料包	III类		用于创面及腔隙性分泌物的冲洗与引流，促进肉芽生长和创面修复
	聚氨酯封闭式负压引流材料	II 类		用于创面深层组织脓性分泌物的引流，并促进肉芽生长和创面修复
	真空负压引流装置及附件	II 类		用于外科手术术后对分泌物的引流与收集
脉冲冲洗系统	脉冲冲洗器	II 类		用于外科手术术中冲洗创面及腔隙使用

一次性使用冲洗管	II 类		用于外科手术术中冲洗创面及腔隙使用，一般与脉冲冲洗泵配套使用
----------	------	---	--------------------------------

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

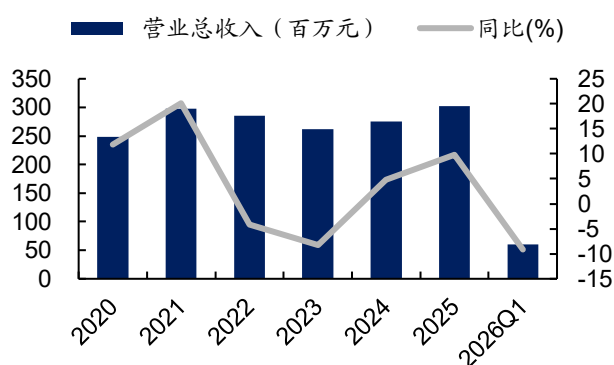
1.4.4. 运动医学类产品

公司布局运动医学领域。运动医学类产品主要用于运动损伤导致的韧带、关节囊、肌腱等软组织损伤治疗，公司在该领域提供多种植入式耗材和配套手术设备。主要产品包括不可吸收带线锚钉、一次性射频等离子手术电极、一次性使用刨削刀头、带袢钛板、聚醚醚酮钉鞘固定系统及等离子手术设备等。产品主要应用于关节镜微创手术，覆盖了从组织修复到固定的多个环节。

1.5. 集采常态化下业绩企稳回升

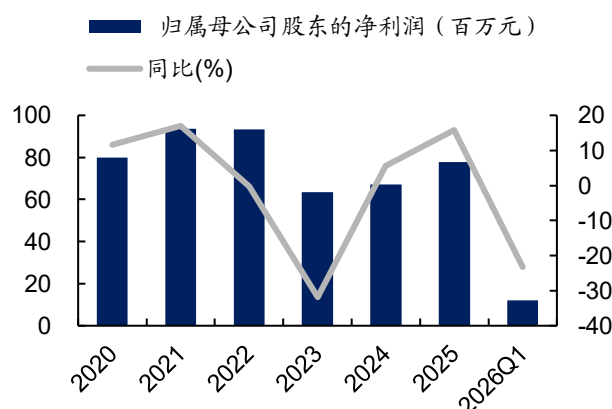
公司通过非集采产品发力实现逆势企稳，2023-2025 年稳步增长，盈利能力持续向好。随着国家持续推进高值医用耗材集中采购工作，骨科集采进入常态化阶段，价格回归合理水平，受终端产品入院价格大幅下降影响，骨科生产企业对经销商出厂价格也受到较大影响，对公司营业收入形成了一定冲击。但随着集采政策执行，2023-2025，市场对非集采产品的需求有所增长，同时公司不断加强对相关非集采产品的推广及市场渗透，使得非集采产品收入经销模式收入稳步增长，一定程度上抵消集采产品收入下降的影响。2020-2025 年，公司营业收入从 2.48 亿元增长到 3.02 亿元，2023-2025 年，营收同比增速持续增长，分别为-8.22%、4.87%、9.74%。2023-2025 年归母净利润同比增速为-31.85%、5.6%、15.82%。其中，公司在 2025 年实现双增长，营收达到 3.02 亿元，同比增长 9.74%，归母净利润为 0.78 亿元，同比增长 15.82%。但公司在 2026 年第一季度营收与归母净利润略有下降，营收 0.61 亿元，同比减少 9.14%；归母净利润为 0.12 亿元，同比降低 23.24%。

图6：2020-2026Q1 公司营业收入及同比增速



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图7：2020-2026Q1 公司归母净利润及同比增速

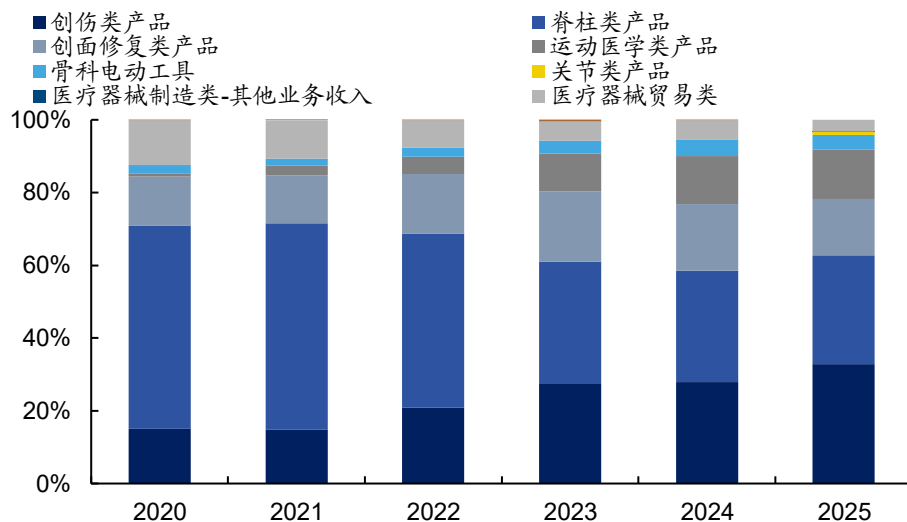


数据来源：iFind，东吴证券研究所

脊柱类产品受集采影响占比下降但降幅收窄，创伤及运动医学类产品增长稳健，收入结构持续优化。公司产品种类较为丰富，涵盖多种品类、规格的医疗器械产品，包括

脊柱类、创伤类、创面修复类、运动医学类、关节类等制造类产品和骨水泥、关节假体等贸易类产品。从收入结构来看，2020-2025 年公司主营业务收入的主要来源包括脊柱类产品、创伤类产品、创面修复类产品等产品。其中脊柱类产品营收占比下降主要系 2023 年脊柱国集采政策在各地逐步正式实施，受产品终端价格下降影响，公司相关产品出厂销售单价产生一定程度的下降。随着集采政策逐步稳定，脊柱类产品收入占比的降幅已有所收窄，与此同时，创伤类及运动医学类产品营收占比则呈现稳步增长态势。

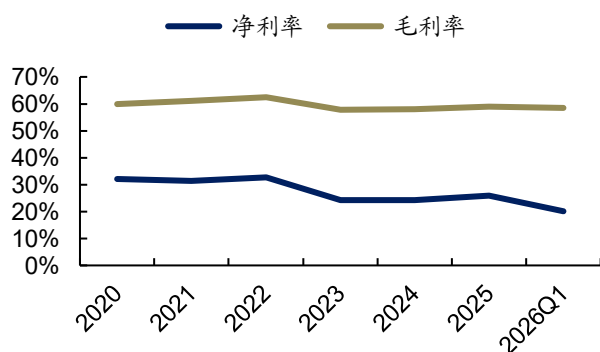
图8：2020-2025 公司各业务营业收入占比



数据来源：iFind，东吴证券研究所

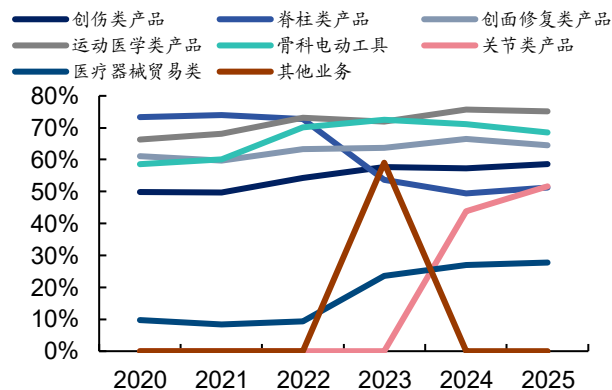
毛利率净利率水平小幅波动，非集采有效对冲集采降价冲击。公司 2020-2025 年以及 2026 年第一季度综合毛利率分别为 59.88%、61.07%、62.45%、57.80%、58.05%、58.90%、58.50%，净利率水平分别为 32.08%、31.43%、32.70%、24.25%、24.30%、25.85%、20.11%。其中 2023 年受脊柱国采落地影响，脊柱类产品毛利率有所下降。但公司不断加强对相关非集采产品的推广及市场渗透，使得非集采产品毛利率稳步增长，整体毛利率维持平稳水平

图9：2020-2026Q1 公司盈利情况



数据来源：iFind，东吴证券研究所

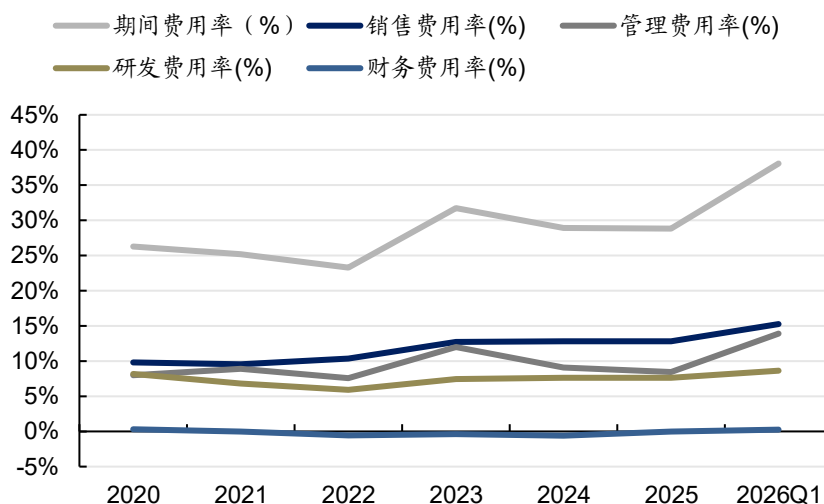
图10：2020-2025 公司各业务毛利率情况



数据来源：iFind，东吴证券研究所

期间费用率受营收规模变动、中介服务费及销售策略调整等因素影响有所小幅波动，但整体处于相对平稳且可控的水平。报告期内，公司期间费用总额及费用率在 2023 年显著上升，主要因前期资本化上市费用一次性费用化导致管理费用中中介服务费用有所增长；受集采影响，公司加强对非集采产品的推广及市场渗透，销售费用率在 2023 年增长。随着各类研发项目基本转为自研且持续投入，公司整体研发费用规模及构成趋于稳定。财务费用常年位于低位。2026Q1 管理费用同比上升系本期差旅费及会务费增加，财务费用同比大幅上升系受汇率波动影响产生的汇兑损失影响。

图 11: 2020-2026Q1 公司费用率情况

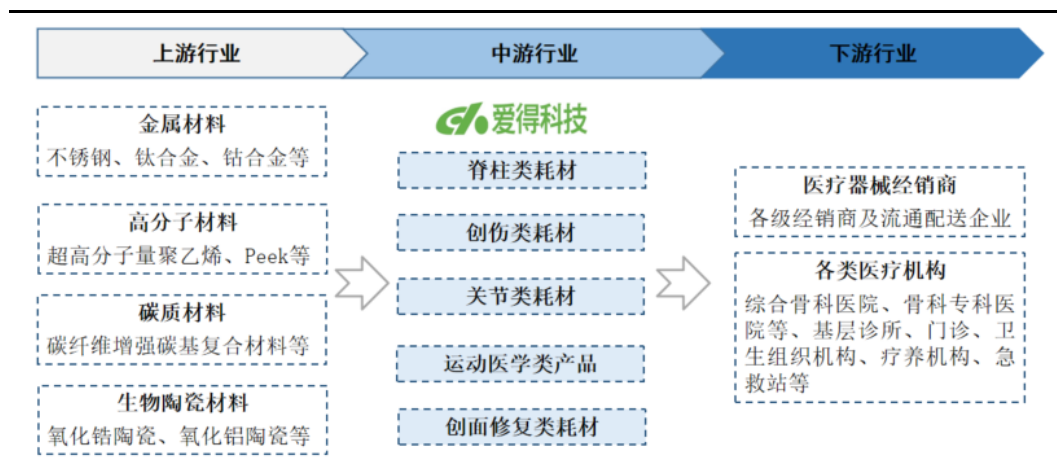


数据来源: iFind, 东吴证券研究所

2. 产品需求持续增长，骨科器械市场发展空间广阔

骨科器械以骨科植入器械为核心，贯通上下游产业链。骨科是研究骨骼肌肉系统的解剖、生理和病理的一门学科，诊疗范围覆盖脊柱损伤、四肢骨折、关节脱位、肌腱断裂等与骨修复相关的疾病。作为医疗器械行业最大的子行业之一，骨科医疗器械行业由骨科植入器械和专用手术器械两部分组成，其中骨科植入器械占比约 90%。骨科植入器械，即通过手术被植入人体内用以维持、支撑及修补人体骨骼的器件和材料。由于产品价值高且仅限一次性使用的产品属性，普遍被纳入“高值医用耗材”范畴。根据不同治疗领域，骨科植入器械可进一步细分为脊柱类、创伤类、关节类及运动医学类。其上游为各类原材料供应商。主要原材料为医用金属材料、医用高分子材料等。其下游为医疗器械经销商及国内外各级医疗机构和患者。

图 12：公司产业链情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.1. 骨科器械市场发展空间广阔

我国骨科医疗器械行业正处于成长时代，国产企业正加速打破外资垄断格局，发展空间广阔。中国骨科医疗器械行业的发展起步较晚但成长迅猛，改革开放以后大量海外头部骨科器械公司进入中国市场扩展在华业务，在与跨国企业竞争和学习的过程中，国内企业的技术、工艺、研发和管理水平得到了较大的提升，并逐渐改变行业被外资龙头垄断的竞争格局。截至 2025 年，我国骨科医疗器械行业逐步迈入持续发展的成长时代。根据医械汇研究院数据，按照收入口径计算，我国骨科植入医疗器械的市场规模由 2016 年的 193 亿元增长至 2024 年的 246 亿元，复合增长率为 3.08%。

图13: 2016-2024 年骨科植入医疗器械市场规模

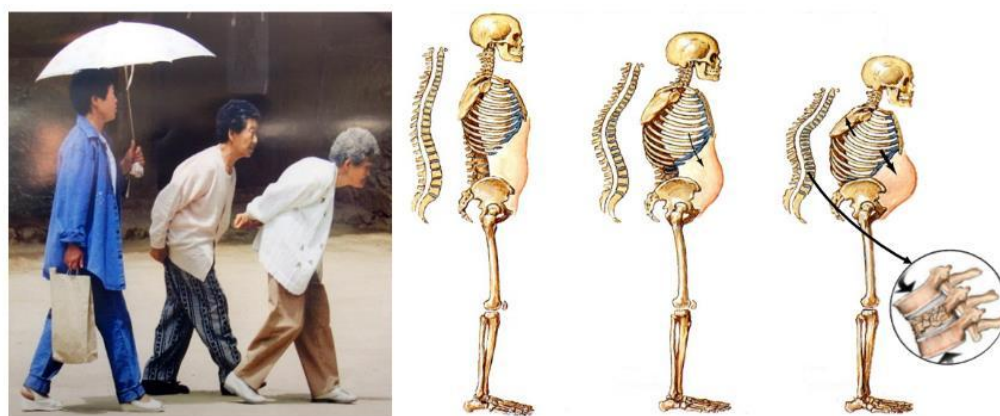


数据来源: 国家统计局, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.2. 人口老龄化拉动骨科植入医疗器械市场规模增长

我国 65 岁以上人群骨质疏松患病率达 32%。骨质疏松症是一种由于骨密度和骨质量下降, 骨组织微结构破坏, 造成骨脆性增加, 易于发生骨折的全身性进行性发展的骨代谢疾病。由于骨含量低, 患者椎体会在很小甚至无暴力作用下的情况发生脆性骨折, 这种骨折称为继发于骨质疏松症的椎体压缩性骨折, 是骨质疏松症最常见也最严重的并发症。根据国家卫健委《中国骨质疏松症流行病学调查》(2018) 结果显示, 我国 65 岁以上骨质疏松患病率为 32.0%。中老年女性的骨质疏松问题尤甚, 50 岁以上女性患病率达 32.1%, 远高于同龄男性的 6.0%, 65 岁以上女性骨质疏松症患病率更是达到了 51.6%。这说明骨质疏松症已成为影响我国中老年人群生活质量的重要健康问题。

图14: 椎体压缩性骨折的变化图示

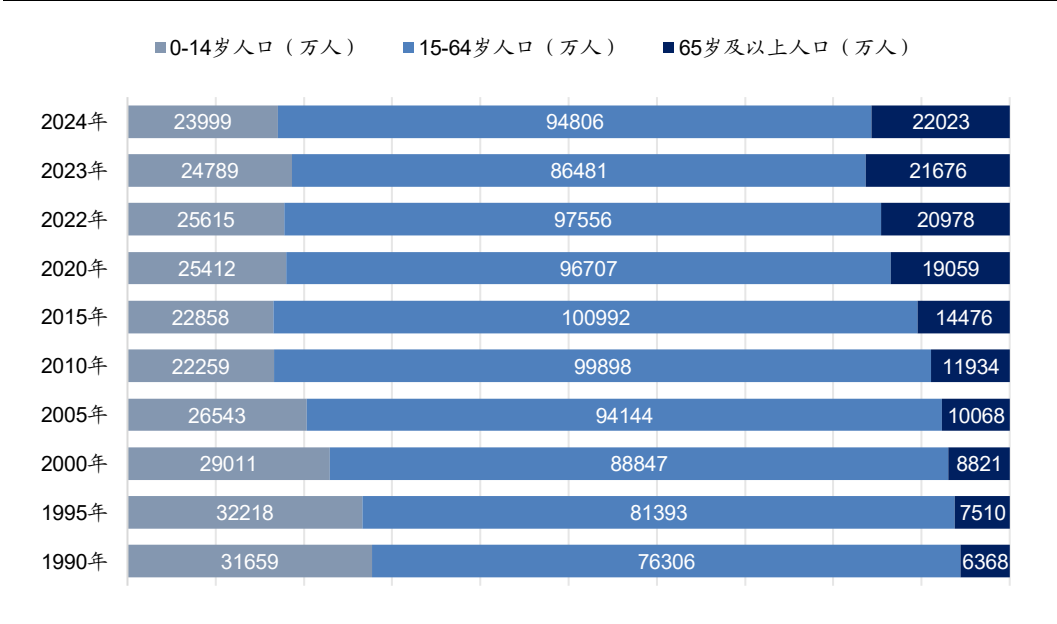


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

随着人口老龄化加快, 骨科退行性病变患者基数扩大, 直接拉动相关植入耗材市场规模攀升。骨科疾病发病率与年龄相关度极高。根据国家卫健委最新统计结果, 2024 年中国人均预期寿命达到 79 岁, 比 2023 年提升 0.4 岁, 在 53 个中高收入国家中排第 4 位, 提前实现“十四五”规划目标既定努力方向。从 1990 年至 2024 年中国人口结构的变

化趋势来看，65 岁以上人口所占比重逐渐增加，2024 年的比例达到 15.64%，较 2015 年上升 5.17%。随着人口老龄化的持续加剧，骨折、脊柱侧弯、颈椎病、关节炎、关节肿瘤等疾病的患病率急剧上升，其中 65 岁以上人群的两周患病率较 25-34 岁年龄段的人群高 56.50%。

图 15: 1990-2024 年中国人口结构变化情况



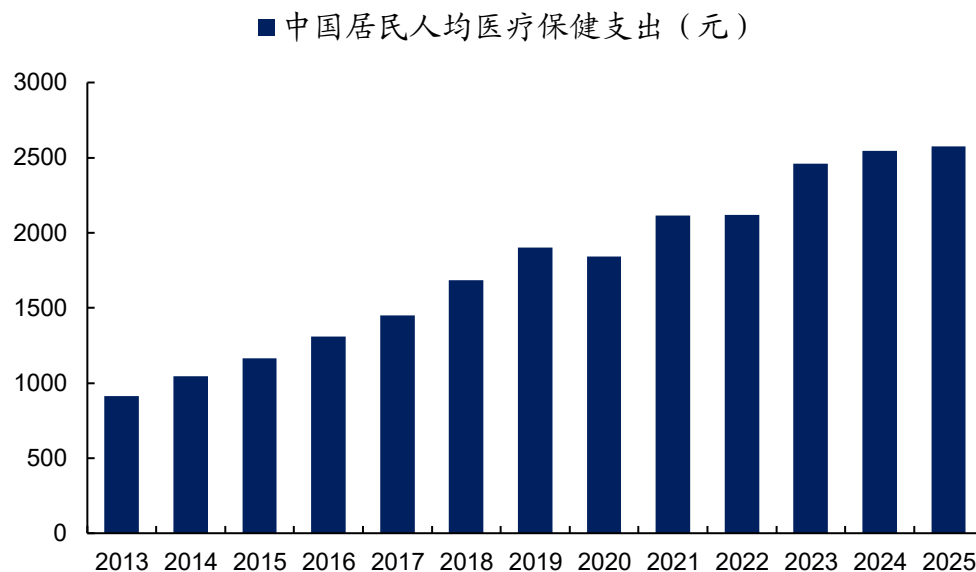
数据来源：国家统计局，公司招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 居民健康需求攀升与医疗资源增长并行，拉动市场需求

2.3.1. 居民就诊需求扩容与医保控费并行，高性价比骨科器械前景广阔

随着居民就诊意愿和医疗保健支出的持续提升，高性价比骨科器械迎来发展机遇。近年来，我国经济发展迅速，基本医疗保障水平相应提高。在国家产业政策支持及医疗卫生体制改革的推动下，医疗卫生产业的运营环境逐步改善。随着人民群众健康意识的提高，社会对于医疗资源的需求持续提升。根据国家卫健委数据，中国居民人均医疗保健支出由 2014 年的 1045 元人民币增长至 2025 年的 2573 元，人均可支配收入和医疗保健消费支出的提高进一步推动我国医疗器械市场规模的扩容。此外，2016 年后伴随着全国医保体系覆盖人群的增加，缴费额度和报销额度较低的城镇居民医保参保人数激增，短期增加医保收入的同时，远期医保压力加剧，城市医院“医保控费”愈加普遍。因此，未来性价比高的优质骨科器械有望进一步覆盖城镇居民的医保需求。

图16: 2013-2025 年中国居民人均医疗保健支出

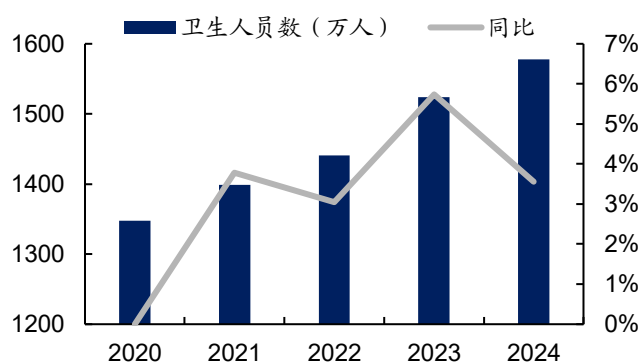


数据来源：国家统计局，公司招股说明书，东吴证券研究所

2.3.2. 医疗资源增长支撑骨科诊疗，耗材需求持续扩大

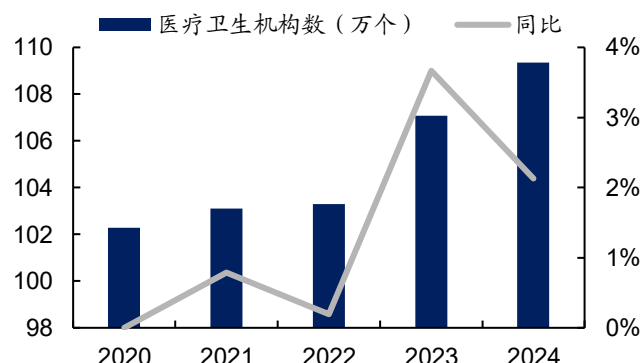
医疗资源日趋丰富，有效支撑了骨科手术的快速增长，带动市场需求提升。骨科医疗器械行业的发展离不开临床医生数量和执业技能的提升。受手术技术限制，20 世纪七八十年代，骨科手术主要在三级医院开展，患者往往面临着较高的时间成本和资金压力。随着基层医院基础设施的完善和医生数量及执业能力的提升，截至 2025 年，二级及以下医院能够从事骨科手术的医生资源逐渐增加。根据国家卫健委研究显示，2024 年全国医疗卫生机构总数近 109.2 万个，医疗卫生机构床位 1037 万张，执业（助理）医师 505 万人，注册护士 584 万人，与上年比较，卫生技术人员整体增加 46 万人，增长 3.7%。医疗资源总量的持续扩容与结构优化，为骨科医疗器械的下沉应用提供了坚实的临床支撑。

图17: 2020-2024 中国卫生人员数量及同比



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图18: 2020-2024 中国医疗卫生机构数量及同比



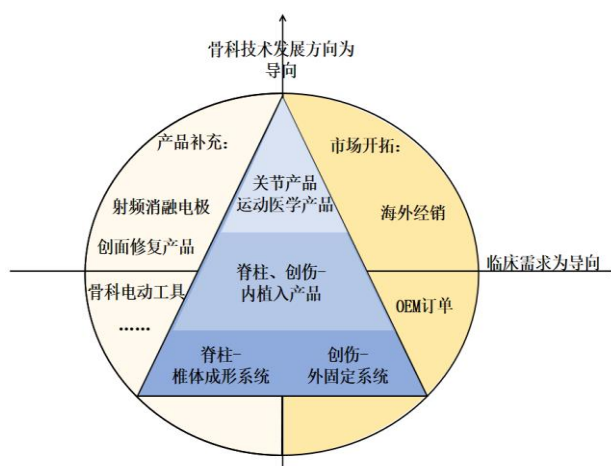
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3. 加大海外市场布局，运动医学等新领域拓展新增长曲线

3.1. 产品矩阵日趋完善，实现骨科全领域覆盖

公司始终以终端临床需求为导向，提供骨科一体化的综合手术解决方案。公司深耕骨科医疗器械行业十余年，以解决退行性疾病的临床治疗和各类手术适应症为抓手，形成了适应于骨科全领域临床指征的产品矩阵，是一家集研发、生产、销售及专业技术服务于一体的骨科手术解决方案提供商。初期公司遵循外科治疗医源性损伤最小化的原则，充分考虑老龄化骨科慢病患者的群体属性，提供了包括椎体成形术、椎间孔镜微创术、非开放性骨折外固定微创复位术在内的微创治疗解决方案。后续伴随人群老龄化发展及骨科疾病谱的变化，公司以各类手术适应症为抓手，逐步开发了适应于骨科全领域临床指征的产品矩阵，截至 2025 年，公司产品已全面覆盖骨科脊柱、创伤、关节、运动医学四大领域及用于术后伤口愈合的创面修复领域。其核心产品椎体成形手术系统经过多年的发展和沉淀，现已形成全系列产品的手术解决方案，在脊柱微创临床治疗领域占据领先地位。其自主研发并成功推向市场的产品涵盖脊柱类、创伤类、运动医学及创面修复等细分领域。核心产品均已通过欧盟 CE 认证。

图19：公司全产品线



数据来源：公司二轮问询回复，东吴证券研究所

3.2. 研发体系夯实创新根基，人才与投入双轮驱动

公司在脊柱、创伤、创面修复等核心细分领域已构建起显著的技术优势。截至 2025 年，公司已掌握椎体成形系统、髓内钉系统、外固定手术系统、负压引流系统、接骨板系统、脊柱内固定系统等多项核心技术。除了在已有领域不断保持产品的更新迭代，公司逐步深入关节、运动医学等领域的进一步研发。截至 2025 年 11 月 24 日，公司及其子公司共取得专利 110 项，其中发明专利 45 项。其自主研发并成功推向市场的产品涵盖脊柱类、创伤类、运动医学及创面修复等领域。核心产品均已通过欧盟 CE 认证。

公司重视技术研发人员挖掘，不断完善人才培养体系。公司持续完善人才梯队建设，

现已形成 55 人的研发团队，占员工总数的 13.85%。研发团队以稳定、高素质、多学科交叉的核心特色，为公司不断创新提供了强劲的动力。公司技术研发团队坚持以高效输出技术转换成果为核心导向，紧密围绕临床需求开展研发攻关，确保技术创新与产品落地的有效衔接。

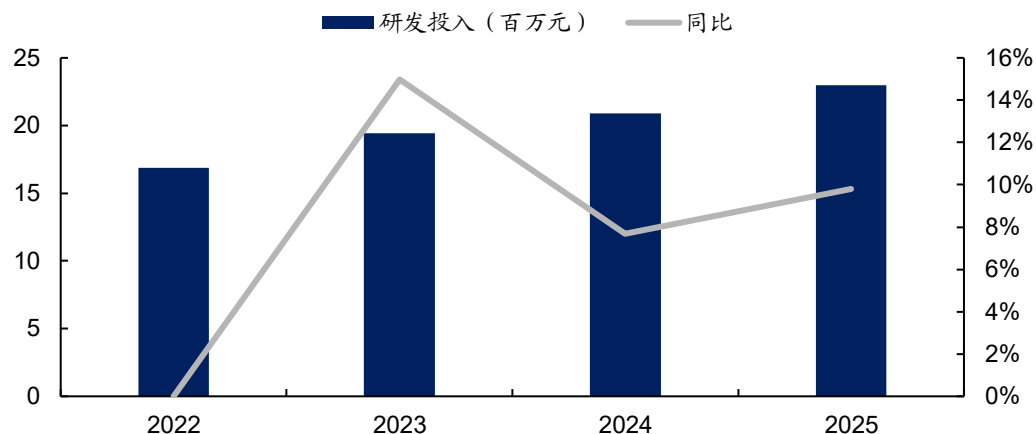
表 3：公司核心技术人员情况

姓名	现任职位	岗位职责	主要贡献
王志强	副总经理	负责发行人产品研究和生产管理	作为主要研究者承担“脊柱微创手术中减少射线暴露及快速定位的关键技术及应用”（荣获上海市科学技术奖二等奖）；作为牵头人/主要研究者承担脊柱后路内固定系统、椎间融合器、金属锁定接骨板系统、肋骨接骨板、胸骨板、足踝锁定接骨板系统等研发项目 10 余项
张华泉	副总经理	负责发行人产品研究、产品验证和注册	作为主要研究者承担“脊柱后路内固定系统、椎间融合器、金属锁定接骨板系统、肋骨接骨板、胸骨板、带线锚钉、足踝锁定接骨板系统、外固定支架系统、创面负压引流材料”等研发项目 30 余项
肖云锋	研发经理	负责发行人技术研究和企业知识产权	作为主要研究者承担“脊柱微创手术中减少射线暴露及快速定位的关键技术及应用”（荣获上海市科学技术奖二等奖）；作为牵头人/主要研究者承担“脊柱后路内固定系统、椎间融合器、金属锁定接骨板系统、创面负压引流材料”等研发项目 20 余项；作为发明人参与研发的专利 30 项，其中已授权发明专利 10 项，实用新型专利 17 项，外观专利 3 项
任凤妹	总经理助理	负责发行人关节产品的研发项目推动	参与发行人相关项目技术要求的起草；曾获得“国家药品监督管理局医疗器械标准化先进工作者”荣誉称号；入职发行人前，作为主起草人，参与起草“外科植入物不锈钢产品点蚀电位（YY/T1074-2002）”、“外科植入物基本原则（YY/T0340-2002）”等标准的制定

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

持续加大研发资金投入力度，优化产品结构。2022-2025 年公司研发投入分别为 0.17 亿元、0.19 亿元、0.21 亿元、0.23 亿元，呈现稳步增长态势。持续的研发投入不仅支撑了公司在脊柱、创伤等传统领域的工艺优化与成本控制，更有力推动了运动医学、关节类等新产品的研发进程与成果转化。随着研发投入的逐年递增，公司产品结构持续优化，技术壁垒不断夯实，为后续市场竞争与业绩增长奠定了坚实基础。

图 20：2022-2025 公司研发投入

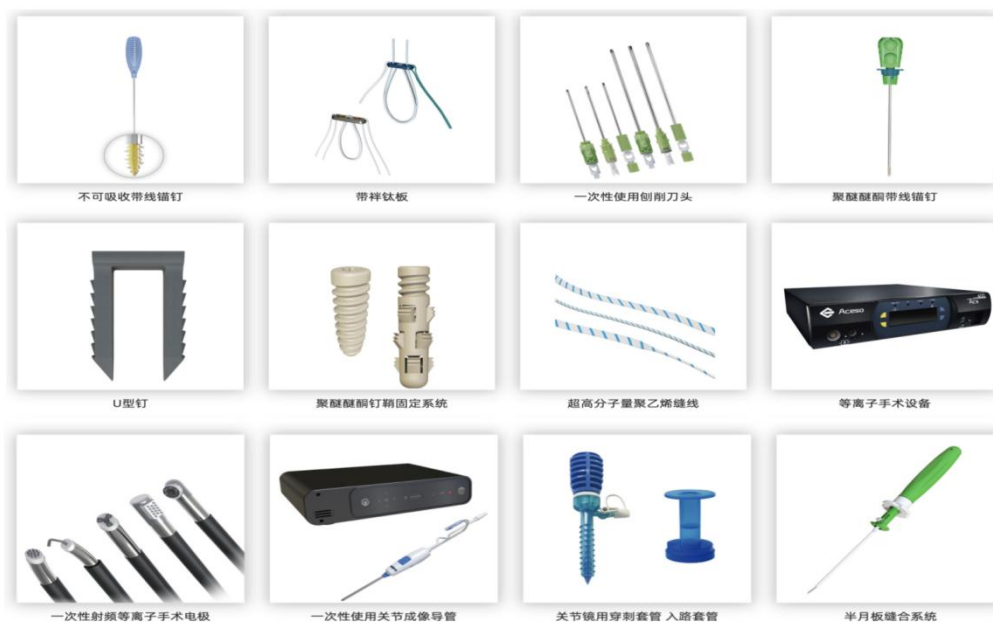


数据来源：iFind，东吴证券研究所

3.3. 加大运动医学及关节类产品布局，有望驱动新增长

公司积极拓展运动医学领域，持续提升运动医学类产品收入占比，带动公司新增长。截至 2025 年，公司运动医学类产品布局全面，涵盖不可吸收带线锚钉、带袢钛板、一次性使用刨削刀头、聚醚醚酮带线锚钉、U 型钉、聚醚醚酮钉鞘固定系统、超高分子量聚乙烯缝线、半月板缝合系统等核心植入物，以及等离子手术设备、一次性射频等离子手术电极、一次性使用关节成像导管、关节镜用穿刺套管入路套管等配套器械，形成了从植入耗材到手术工具的系统化解决方案。同时公司积极加大运动医学渠道布局，随着渠道能力加强，公司运动医学营收有望维持较高增长。

图 21：公司运动医学类产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

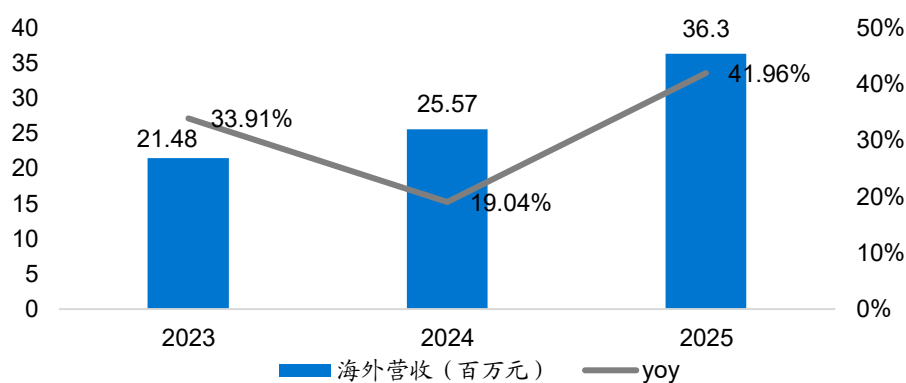
陆续推出髌关节和膝关节等新产品，积极向关节外科等领域横向拓展。公司积极布

局关节类产品线，并早在 2023 年便新增关节类产品代理业务，为后续自有关节产品销售渠道建立和开拓做准备。其新推出的自研关节类产品包括生物型髌关节假体及膝关节假体，主要用于骨关节炎、骨性关节病或相关部位损伤后的关节置换。2024 年，这两款关节类产品成功上市、并在国家组织人工关节集中带量期满接续采购项目中中标，2025 年关节类产品收入已达百万元级，展现出强劲的增长潜力，有望成为公司未来业绩增长的新驱动。

3.4. 积极加大海外市场布局

公司加大海外市场注册与布局，有望助力公司新成长。2025 年公司海外实现营收 0.36 亿元，同增 42%，主要系公司通过积极参加国外展会拓展海外销售渠道，凭借成本与质量优势带动营收增长。未来公司将加快海外市场注册，加大东南亚、巴西、非洲、欧美、亚洲一带一路国家等地区拓展，增加海外销售许可证书数量，海外市场未来有望贡献业绩新增量。

图22: 公司海外营收持续增长



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.5. 募资扩产增强公司竞争力

募资扩产增强公司竞争力。公司计划将募集资金用于“一期骨科耗材扩产项目”、“研发中心建设项目”以及“营销网络建设项目”以扩大产能、增强研发能力和提升品牌影响力，从而促进主营业务发展，增强公司竞争力。

表 4: 募集资金投资项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	一期骨科耗材扩产项目	12828.59	10248.24
2	研发中心建设项目	5265.75	5265.75
3	营销网络建设项目	4187.90	4187.90
合计		22282.24	19701.89

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利拆分

创伤类产品：我们预计 2026-2028 年公司创伤类产品保持稳定增长，营收增速均为 10%/10%/10%，毛利率基本保持稳定，我们预 2026-2028 年毛利率为 58.5%/58.0%/57.0%。

脊柱类产品：脊柱类产品，我们预计保持稳健增长，预计 2026-2028 年营收增速维持为 10%/10%/10%，毛利率稳定在 50.5%/50.0%/50.0%。

创面修复类产品：我们预计 2026-2028 年营收增速为 5%/5%/5%，毛利率保持在较高水平，分别为 64.0%/63.0%/62.0%。

运动医学类产品：作为公司的新兴高成长板块，我们预计 2026-2028 年营收增速为 25%/20%/20%，毛利率保持领先，分别为 74.0%/73.0%/72.0%。

骨科电动工具：我们预计 2026-2028 年营收增速均为 5%/5%/5%，毛利率分别为 68.0%/66.0%/65.0%。

关节类产品：受益于集采落地后的放量与市场渗透，我们预计 2026-2028 年营收可观，营收增速分别为 200%/60%/40%，毛利率稳定在 51.0%/50.0%/50.0%。

医疗器械贸易及其他业务：我们预计 2026-2028 年营收增速维持为 5%/5%/5%，毛利率分别为 27.0%/26.0%/25.0%；

其他业务：营收增速预计为 5%/5%/5%。

公司整体：我们预计 2026-2028 年实现总营收 3.40/3.79/4.23 亿元，同比分别增长 13.0%/11.6%/11.6%，综合毛利率基本维持在 58.5%/57.9%/57.4%左右。

表 5: 爱得科技盈利拆分

整体营收	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营收（百万元）	274.87	301.66	339.55	378.97	423.02
总成本（百万元）	115.32	123.96	140.83	159.50	180.28
毛利率	58.05%	58.91%	58.52%	57.91%	57.38%
创伤类产品	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（百万元）	76.65	98.79	108.67	119.54	131.49
yoy	7%	29%	10%	10%	10%
成本（百万元）	32.72	40.87	45.10	50.21	56.54
毛利率	57.31%	58.62%	58.50%	58.00%	57.00%
脊柱类产品	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（百万元）	84.12	90.27	99.30	109.23	120.15
yoy	-5%	7%	10%	10%	10%
成本（百万元）	42.54	44.03	49.15	54.61	60.07
毛利率	49.43%	51.22%	50.50%	50.00%	50.00%
创面修护类产品	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（百万元）	50.34	46.69	49.02	51.48	54.05
yoy	0%	-7%	5%	5%	5%
成本（百万元）	16.86	16.56	17.65	19.05	20.54
毛利率	66.50%	64.54%	64.00%	63.00%	62.00%
运动医学类产品	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（百万元）	36.33	40.93	51.16	61.40	73.67
yoy	34%	13%	25%	20%	20%
成本（百万元）	8.83	10.19	13.30	16.58	20.63
毛利率	75.70%	75.09%	74.00%	73.00%	72.00%
骨科电动工具	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（百万元）	12.5	12.23	12.84	13.48	14.16
yoy	31%	-2%	5%	5%	5%
成本（百万元）	3.61	3.84	4.11	4.58	4.96
毛利率	71.13%	68.62%	68.00%	66.00%	65.00%
关节类产品	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（百万元）	0.22	2.65	7.95	12.72	17.81
yoy		1105%	200%	60%	40%
成本（百万元）	0.13	1.28	3.90	6.36	8.90
毛利率	43.77%	51.64%	51.00%	50.00%	50.00%
医疗器械贸易类	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（百万元）	14.55	9.95	10.45	10.97	11.52
yoy	7%	-32%	5%	5%	5%
成本（百万元）	10.63	7.19	7.63	8.12	8.64
毛利率	26.98%	27.77%	27.00%	26.00%	25.00%
其他营业收入	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（百万元）	0.16	0.15	0.16	0.17	0.17
yoy	-88%	-6%	5%	5%	5%

数据来源：iFind，东吴证券研究所

4.2 盈利预测及投资评级

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 0.84 /0.94/1.06 亿元，同比增加 7.40%/12.92%/12.66%，2026/2027/2028 年对应 PE 为 18/16/14 倍，我们选取业务类似的威高骨科、大博医疗、春立医疗、三友医疗作为可比公司，可比公司对应平均 PE 为 28/22/18 倍，考虑公司在脊柱、创伤等核心细分领域技术优势显著，伴随老龄化加剧带动骨科植入耗材需求持续提升，公司积极募资扩产且加大运动医学与海外市场布局，未来业绩有望快速增长。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 6：可比公司估值（截至 2026 年 6 月 15 日）

代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688161.SH	威高骨科	89.28	3.22	3.87	4.53	28	23	20
002901.SZ	大博医疗	174.51	6.97	7.73	8.43	25	23	21
688236.SH	春立医疗	51.07	3.43	4.17	4.97	17	14	12
688085.SH	三友医疗	45.67	1.08	1.68	2.27	42	27	20
可比公司平均 PE						28	22	18
920180.BJ	爱得科技	15.34	0.84	0.94	1.06	18	16	14

数据来源：iFind，东吴证券研究所

注：爱得科技盈利预测来自于东吴研究所，其余盈利预测来自于 iFind 一致预期

5. 风险提示

1) 政策风险。公司属于医疗器械生产企业，该行业受到国家药监局等主管部门的严格监管。近年来，随着国家进一步深化医药卫生体制改革，相关政府部门陆续在行业标准、招投标政策、流通体系等方面出台诸多法规和政策，已经对医疗器械行业发展产生深刻而广泛的影响。

2) 市场竞争风险。公司所处的骨科医疗器械领域市场竞争较为激烈，一方面，以强生、美敦力为代表的国外品牌市场占有率较高；另一方面，国内骨科医疗器械生产企业数量较多，并通过技术创新逐渐缩小与进口品牌的差距，行业内已经形成一定资产及业务规模的上市企业。

3) 技术更新迭代风险。随着行业内竞争对手的不断增多及业内企业研发投入的不断增加，未来行业内可能会不断涌现出创新产品和先进技术。若公司未能持续跟踪行业技术的发展趋势并及时对现有产品进行更新迭代，则会对公司的经营发展造成不利影响。

4) 外协加工风险。公司生产过程涉及基础机加工、灭菌、注塑、表面处理等工序，其中部分采用外协加工进行。若公司未能切实有效执行外协管理措施，可能对产品质量、交货时间等带来一定风险；同时，如果外协厂商无法按照协议约定保质保量提供产品，或者违反约定导致公司技术及商业秘密泄露，将会对公司生产经营产生不利影响。

爱得科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	535	591	648	697	营业总收入	302	340	379	423
货币资金及交易性金融资产	342	391	423	446	营业成本(含金融类)	124	141	160	180
经营性应收款项	103	112	125	140	税金及附加	3	3	3	4
存货	75	74	85	98	销售费用	39	45	49	54
合同资产	0	0	0	0	管理费用	26	32	34	37
其他流动资产	16	14	14	14	研发费用	23	25	27	30
非流动资产	195	222	275	351	财务费用	0	(1)	0	0
长期股权投资	3	5	5	7	加:其他收益	3	3	4	4
固定资产及使用权资产	55	120	175	265	投资净收益	4	3	4	4
在建工程	92	55	33	20	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	26	24	23	21	减值损失	(5)	(3)	(2)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	90	98	111	125
其他非流动资产	11	11	31	31	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	731	813	923	1,049	利润总额	90	98	111	125
流动负债	145	143	156	173	减:所得税	12	15	17	19
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	78	84	94	106
经营性应付款项	71	68	74	84	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	12	13	14	16	归属母公司净利润	78	84	94	106
其他流动负债	63	62	68	73	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	0.71	0.80	0.90
非流动负债	2	2	2	2	EBIT	86	94	105	118
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	100	107	124	143
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	58.90	58.52	57.91	57.38
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	25.78	24.59	24.88	25.11
其他非流动负债	2	2	2	2	收入增长率(%)	9.74	12.56	11.61	11.62
负债合计	147	144	158	175	归母净利润增长率(%)	15.82	7.40	12.92	12.66
归属母公司股东权益	583	669	765	873					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	584	669	765	874					
负债和股东权益	731	813	923	1,049					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	88	84	98	118	每股净资产(元)	6.58	7.55	8.63	9.85
投资活动现金流	(26)	(97)	(67)	(97)	最新发行在外股份(百万股)	118	118	118	118
筹资活动现金流	(1)	0	0	0	ROIC(%)	13.60	12.73	12.49	12.23
现金净增加额	60	(11)	33	22	ROE-摊薄(%)	13.34	12.49	12.33	12.17
折旧和摊销	15	13	18	25	资产负债率(%)	20.13	17.74	17.09	16.69
资本开支	(29)	(40)	(71)	(101)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.78	18.42	16.31	14.48
营运资本变动	(5)	(12)	(13)	(11)	P/B (现价)	1.98	1.73	1.51	1.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>