



证券研究报告 · A 股公司简评

医疗服务

# 2026 年建设浙江省网格化营销体系，公司业绩有望加速

## 核心观点

公司 2025&26Q1 业绩符合我们此前发布的前瞻报告预期，公司 2025 年实现收入 29.13 亿元，同比+1.37%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比+0.19%。26Q1 公司实现收入 7.55 亿元，同比+1.43%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比+1.66%。随着蒲公英分院发展与网格化营销体系深度协同，公司收入有望于 26Q2 开始逐渐提速；随着蒲公英医院运营效益提升，以及新总院运营逐渐成熟，公司整体利润率有望逐步提升，2026 年利润增速有望略快于收入增速。此外收购杭州存济眼镜预计从 2026 年开始对公司业绩有并表贡献。

## 事件

### 公司发布 2025 年报&2026 年一季报

公司 2025 年实现收入 29.13 亿元，同比+1.37%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比+0.19%；扣非归母净利润 4.96 亿元，同比-0.04%；EPS 1.12 元，同比持平。

26Q1 公司实现收入 7.55 亿元，同比+1.43%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比+1.66%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比+1.37%。

## 简评

### 公司 2025&26Q1 业绩符合预期

公司 2025 年实现收入 29.13 亿元，同比+1.37%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比+0.19%；扣非归母净利润 4.96 亿元，同比-0.04%；EPS 1.12 元，同比持平。其中 25Q4 收入为 6.23 亿元（同比-2.77%），归母净亏损 1155 万元（同比由盈转亏）。2025 年公司主营业务毛利率为 38.63%，同比增加 0.13 个百分点。26Q1 公司实现收入 7.55 亿元，同比+1.43%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比+1.66%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比+1.37%。公司 2025&26Q1 业绩符合我们此前发布的前瞻报告预期。

通策医疗 (600763. SH)

维持

买入

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

吴严

SAC 编号:S1440524060003

刘慧彬

SAC 编号:S1440523050001

SFC 编号: BXF087

华冉

SAC 编号:S1440525100002

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期： 2026 年 05 月 18 日

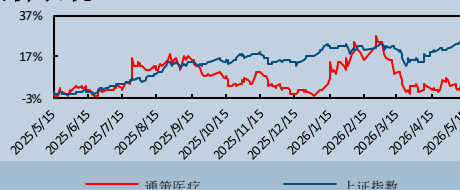
当前股价： 39.79 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月          | 12 个月        |
|----------------|---------------|--------------|
| -4.30/-7.01    | -15.25/-16.56 | -4.07/-25.56 |
| 12 月最高/最低价 (元) |               | 51.96/39.65  |
| 总股本 (万股)       |               | 44,728.91    |
| 流通 A 股 (万股)    |               | 44,728.91    |
| 总市值 (亿元)       |               | 177.98       |
| 流通市值 (亿元)      |               | 177.98       |
| 近 3 月日均成交量 (万) |               | 863.13       |
| 主要股东           |               |              |
| 杭州宝群实业集团有限公司   |               | 33.89%       |

### 股价表现



2025 年公司门诊量达到 357.36 万人次，同比增长 1.14%。截至 2025 年底，公司旗下运营医疗机构 89 家，拥有专业医护人员 4,452 名，营业面积超过 28 万平方米，开设牙椅 3180 台。2025 年分业务情况来看，种植收入 5.19 亿元，同比-2.08%；正畸收入 5.10 亿元，同比+7.63%；儿科收入 4.87 亿元，同比-2.69%；修复收入 4.66 亿元，同比+0.72%；大综合收入 7.83 亿元，同比+2.27%。

2026Q1，公司实现医疗服务收入 6.94 亿元，同比增长 1.37%；其中种植收入 1.19 亿元（+2.2%）、正畸收入 1.39 亿元（+0.5%）、修复收入 1.12 亿元（+3.5%）、大综合收入 2.04 亿元（+1.3%）、儿科收入 1.2 亿元（同比持平）。

### 财务指标基本正常，公司整体运营效率较高

2025 年公司期间费用管控良好，盈利能力保持稳定。销售费用为 0.34 亿元（同比增长 7.55%），销售费用率 1.18%（同比增加 0.07pct），主要系新建和存量医院增加口腔普及及宣传投入所致；管理费用 3.20 亿元（同比增长 0.97%），管理费用率 10.98%（同比下降 0.04pct）；研发费用 0.61 亿元（同比增长 3.86%），研发费用率 2.10%（同比增加 0.05pct），公司持续投入研发；财务费用 0.41 亿元（同比减少 15.38%），财务费用率 1.40%（同比降低 0.28pct），主要系利息费用减少所致。2025 年公司实现经营活动现金流量净额 8.11 亿元，同比增长 6.3%，主要系销售商品提供劳务收到的现金增加、支付给职工的现金减少所致。

2025 年公司存货周转天数约为 5.1 天，相比 2024 年（约 6 天）效率有所提升；应收账款周转天数约为 20 天，相比 2024 年（18 天）有所增加，整体运营效率保持在合理水平。26Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 1.61 亿元，同比+9.07%，现金流状况良好。截至 2025 年末，公司资产负债率为 24.38%，相比 24 年年末下降约 5 个百分点，财务结构稳健。公司其他财务指标基本正常。

### 蒲公英医院经营效益显著提升，新院建设稳步推进

截至 2025 年底，公司旗下运营医疗机构 89 家，拥有专业医疗人员 4452 名，牙椅 3180 台。公司持续推进“区域总院+分院”的模式，2025 年蒲公英医院经营效益显著提升。目前公司共有蒲公英 48 家分院，2025 年实现收入 8.56 亿元，占总营收 31%，同比增长 20%；毛利率 28%，净利润 9236 万元，同比增长 95%，经营效益显著提升。2026Q1 蒲公英医院共实现收入 2.23 亿元，同比增长 17%；净利润 4400 万元，同比增长 24%。

蒲公英医院有望成为公司新的业绩增长点，2026 年公司还计划新开业三家蒲公英分院。公司中期的规模扩张的核心抓手是“蒲公英分院百家百亿战略”，也即在浙江省内开设 100 家蒲公英医院、公司在省内实现 100 亿元收入。短期来看，公司在浙江省内的蒲公英分院发展与网格化营销体系深度协同，2026 年收入有望提速。

总院建设方面，紫金港已于 2025 年交付运营，面积 8800 平方米，设计牙椅 103 张，试运营期间启用 42 张，后续将随门诊量增长逐步开放更多牙椅，目前运营状况良好。紫金港总院是公司重点发展的战略项目，定位为杭州区域最大总院区。公司新城西大楼（自有物业）已建设完毕，总部办公区域已完成搬迁，现城西总院预计将于未来 1-2 年内大部分搬迁至新城西大楼，院区转移后，届时城西总院运营成本将进一步降低。

### 展望 2026 年，公司收入与利润有望加速

预计 2026 年，蒲公英分院发展与网格化营销体系深度协同，公司收入有望于 26Q2 开始逐渐提速；随着蒲公英医院运营效益提升，以及新总院运营逐渐成熟，公司整体利润率有望逐步提升，2026 年利润增速有望略快

于收入增速。此外收购杭州存济眼镜预计从 2026 年二季度开始对公司业绩有并表贡献。长期来看，公司在省内深耕的同时，通过并购和加盟模式逐步探索省外扩张，AI 赋能提升运营效率和服务质量，以及打造口腔产业生态平台，有望进一步打开成长空间。

图表1： 杭州存济眼镜近年经营情况（万元）

|     | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入  | 11,233 | 12,233 | 15,071 | 15,755 | 15,288 |
| yoy |        | 9%     | 23%    | 5%     | -3%    |
| 净利润 | 3,939  | 5,195  | 6,156  | 5,410  | 5,558  |
| yoy |        | 32%    | 18%    | -12%   | 3%     |

资料来源：公司公告，中信建投证券

盈利预测与估值

我们预测 2026-2028 年，公司营收分别为 32.48 亿元、36.81 亿元、41.86 亿元，分别同比增加 11.51%、13.33%、13.7%；归母净利润分别为 6.08 亿元、7.01 亿元、8.04 亿元，分别同比增加 21.10%、15.26%、14.77%。其中 2026 年公司收入与利润增速较快，主要是预计公司收购的杭州存济眼镜有限公司将于 26Q2 开始并表贡献。以 2026 年 5 月 15 日收盘价计算，2026-2028 年 PE 分别为 29、25、22 倍。维持“买入”评级。

图表2： 财务摘要（百万元）

|            | 2024     | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 2,873.78 | 2,913.10 | 3,248.28 | 3,681.39 | 4,185.60 |
| YoY(%)     | 0.96     | 1.37     | 11.51    | 13.33    | 13.70    |
| 归母净利润(百万元) | 501.43   | 501.95   | 607.88   | 700.62   | 804.12   |
| YoY(%)     | 0.19     | 0.10     | 21.10    | 15.26    | 14.77    |
| 毛利率(%)     | 38.50    | 38.63    | 39.79    | 39.83    | 39.87    |
| 净利率(%)     | 17.45    | 17.23    | 18.71    | 19.03    | 19.21    |
| ROE(%)     | 12.45    | 11.86    | 12.92    | 13.35    | 13.70    |
| EPS(摊薄/元)  | 1.12     | 1.12     | 1.36     | 1.57     | 1.80     |
| P/E(倍)     | 35.49    | 35.46    | 29.28    | 25.40    | 22.13    |

资料来源：iFind，中信建投证券

风险分析

- 1) 医疗风险：在临床医学上，由于存在着医学认知局限、患者个体差异、疾病情况不同、医生水平差异、医院条件限制等诸多因素的影响，各类诊疗行为客观上存在着程度不一的风险，医疗事故和差错无法完全杜绝。医疗机构不可避免地存在一定的医疗风险。医疗事故的发生可能会对公司的品牌和经营造成较大的负面影响。
- 2) 人力资源储备不足风险：伴随着公司规模快速扩张，能否吸引、培养、用好高素质的技术人才和管理人才，是影响公司未来发展的关键性因素。虽然公司在前期已经为后续的发展进行了相应的人才储备，但如果公司不

能持续吸引足够的技术人才和管理人才，且不能在人才培养和激励方面继续进行机制创新，公司仍将在发展过程中面临人才短缺风险。

3) 市场竞争风险：随着口腔市场的扩容，社会资本不断进入口腔医疗服务行业，增加口腔医疗机构之间的竞争。当前口腔市场存在多样化的诊疗需求，其中低端市场竞争最为激烈，公司在中高端市场优势明显，但在低端市场中竞争力不足，目前占有率仍不高，且公司对于低端市场的战略仍处于探索深入阶段，若公司采取了不合适的竞争策略，有可能会损伤公司品牌、并对公司业绩造成不利影响。

4) 医院运营风险：医院日常经营存在医疗安全、医疗质量、医保基金合规使用等相关风险；若合规性管控不足，存在医疗反腐和医保飞行检查力度加大背景下的合规性风险。

5) 以上部分风险具有不可预测性（如医疗政策风险、公司改变经营计划等），我们的盈利预测存在无法达到的风险。

财务报表预测

资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2024A           | 2025A           | 2026E           | 2027E           | 2028E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>917.63</b>   | <b>1,025.39</b> | <b>1,813.09</b> | <b>2,896.00</b> | <b>3,988.47</b> |
| 现金             | 620.56          | 696.33          | 1,436.01        | 2,468.97        | 3,503.30        |
| 应收票据及应收账款合计    | 151.03          | 169.30          | 172.13          | 195.08          | 221.80          |
| 其他应收款          | 74.88           | 84.13           | 83.98           | 95.18           | 108.22          |
| 预付账款           | 12.28           | 14.05           | 14.71           | 16.67           | 18.96           |
| 存货             | 29.99           | 19.77           | 27.51           | 31.16           | 35.41           |
| 其他流动资产         | 28.90           | 41.81           | 78.74           | 88.93           | 100.79          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>5,264.46</b> | <b>5,016.51</b> | <b>4,401.66</b> | <b>3,759.69</b> | <b>3,303.05</b> |
| 长期投资           | 924.59          | 955.67          | 989.63          | 1,023.59        | 1,057.54        |
| 固定资产           | 1,860.87        | 1,599.62        | 1,376.23        | 1,125.71        | 848.07          |
| 无形资产           | 79.68           | 174.38          | 141.00          | 107.62          | 74.24           |
| 其他非流动资产        | 2,399.32        | 2,286.83        | 1,894.80        | 1,502.77        | 1,323.19        |
| <b>资产总计</b>    | <b>6,182.09</b> | <b>6,041.90</b> | <b>6,214.75</b> | <b>6,655.69</b> | <b>7,291.52</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>547.27</b>   | <b>690.18</b>   | <b>617.27</b>   | <b>699.16</b>   | <b>794.44</b>   |
| 短期借款           | 80.09           | 50.04           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付票据及应付账款合计    | 136.65          | 149.40          | 173.18          | 196.14          | 222.86          |
| 其他流动负债         | 330.53          | 490.74          | 444.09          | 503.01          | 571.58          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1,275.73</b> | <b>782.57</b>   | <b>463.21</b>   | <b>170.93</b>   | <b>-36.07</b>   |
| 长期借款           | 1,234.47        | 738.75          | 419.39          | 127.11          | -79.89          |
| 其他非流动负债        | 41.26           | 43.82           | 43.82           | 43.82           | 43.82           |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,823.00</b> | <b>1,472.74</b> | <b>1,080.48</b> | <b>870.08</b>   | <b>758.37</b>   |
| 少数股东权益         | 331.29          | 335.14          | 430.04          | 539.42          | 664.96          |
| 股本             | 447.29          | 447.29          | 447.29          | 447.29          | 447.29          |
| 资本公积           | 0.00            | 0.81            | 0.81            | 0.81            | 0.81            |
| 留存收益           | 3,580.51        | 3,785.92        | 4,256.13        | 4,798.08        | 5,420.09        |
| 归属母公司股东权益      | 4,027.80        | 4,234.02        | 4,704.23        | 5,246.18        | 5,868.19        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>6,182.09</b> | <b>6,041.90</b> | <b>6,214.75</b> | <b>6,655.69</b> | <b>7,291.52</b> |

现金流量表(百万元)

| 会计年度           | 2024A          | 2025A          | 2026E           | 2027E           | 2028E           |
|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>878.19</b>  | <b>918.25</b>  | <b>1,265.02</b> | <b>1,483.16</b> | <b>1,406.96</b> |
| 净利润            | 572.13         | 588.29         | 702.78          | 810.00          | 929.66          |
| 折旧摊销           | 382.63         | 370.95         | 648.81          | 675.93          | 490.60          |
| 财务费用           | 48.36          | 40.92          | 25.44           | 6.42            | -9.31           |
| 投资损失           | -46.43         | -46.43         | -51.02          | -51.02          | -51.02          |
| 营运资金变动         | -69.98         | -36.29         | -70.89          | 31.94           | 37.14           |
| 其他经营现金流        | -8.52          | 0.81           | 9.89            | 9.89            | 9.89            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-324.97</b> | <b>-279.24</b> | <b>7.17</b>     | <b>7.17</b>     | <b>7.17</b>     |
| 资本支出           | 335.67         | 243.63         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |

A 股公司简评报告

|                |                |                |                |                 |                 |
|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 长期投资           | -34.77         | -9.03          | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 其他投资现金流        | -625.87        | -513.84        | 7.17           | 7.17            | 7.17            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-412.69</b> | <b>-455.02</b> | <b>-532.50</b> | <b>-457.37</b>  | <b>-379.80</b>  |
| 短期借款           | 0.00           | -30.05         | -50.04         | 0.00            | 0.00            |
| 长期借款           | 40.69          | -495.73        | -319.36        | -292.28         | -207.00         |
| 其他筹资现金流        | -453.38        | 70.76          | -163.11        | -165.09         | -172.80         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>140.53</b>  | <b>183.99</b>  | <b>739.68</b>  | <b>1,032.96</b> | <b>1,034.33</b> |

利润表(百万元)

| 会计年度            | 2024A           | 2025A           | 2026E           | 2027E           | 2028E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>2,873.78</b> | <b>2,913.10</b> | <b>3,248.28</b> | <b>3,681.39</b> | <b>4,185.60</b> |
| 营业成本            | 1,767.31        | 1,787.82        | 1,955.89        | 2,215.20        | 2,516.94        |
| 营业税金及附加         | 5.72            | 6.29            | 7.06            | 8.00            | 9.10            |
| 销售费用            | 31.94           | 34.35           | 35.95           | 40.75           | 46.33           |
| 管理费用            | 316.29          | 319.80          | 355.54          | 402.94          | 458.13          |
| 研发费用            | 58.95           | 61.23           | 66.14           | 74.95           | 85.22           |
| 财务费用            | 48.36           | 40.92           | 25.44           | 6.42            | -9.31           |
| 资产减值损失          | 0.15            | 0.00            | 0.06            | 0.06            | 0.07            |
| 信用减值损失          | -1.45           | -11.98          | -6.49           | -7.36           | -8.36           |
| 其他收益            | 6.73            | 10.25           | 8.69            | 8.69            | 8.69            |
| 公允价值变动收益        | 1.42            | 0.90            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益           | 46.43           | 46.43           | 51.02           | 51.02           | 51.02           |
| 资产处置收益          | 0.14            | -0.27           | -0.04           | -0.04           | -0.04           |
| <b>营业利润</b>     | <b>698.63</b>   | <b>708.01</b>   | <b>855.51</b>   | <b>985.50</b>   | <b>1,130.57</b> |
| 营业外收入           | 0.21            | 1.02            | 0.72            | 0.72            | 0.72            |
| 营业外支出           | 4.83            | 3.68            | 4.16            | 4.16            | 4.16            |
| <b>利润总额</b>     | <b>694.01</b>   | <b>705.36</b>   | <b>852.06</b>   | <b>982.05</b>   | <b>1,127.12</b> |
| 所得税             | 121.88          | 117.07          | 149.28          | 172.05          | 197.47          |
| <b>净利润</b>      | <b>572.13</b>   | <b>588.29</b>   | <b>702.78</b>   | <b>810.00</b>   | <b>929.66</b>   |
| 少数股东损益          | 70.70           | 86.34           | 94.90           | 109.38          | 125.54          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>501.43</b>   | <b>501.95</b>   | <b>607.88</b>   | <b>700.62</b>   | <b>804.12</b>   |
| EBITDA          | 1,125.00        | 1,117.23        | 1,526.31        | 1,664.40        | 1,608.41        |
| EPS (元)         | 1.12            | 1.12            | 1.36            | 1.57            | 1.80            |

资料来源: iFind, 中信建投

## 分析师介绍

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

### 王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

### 吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

### 刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3 年医院投资并购、学科运营经验，2021 年 8 月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

### 华冉

医疗器械与服务团队分析师，清华大学公共管理博士，覆盖家用器械、低值耗材、医疗服务行业和脑机接口、AI 医疗板块。

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。



## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
电话：（8610）56135088  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话：（8621）6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇  
汇处广电金融中心 35 楼  
电话：（86755）8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：（852）3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk