

证券研究报告|专题报告

医药生物

行业评级 强大于市（维持评级）

2023年5月7日



# 医疗服务：Q1复苏强劲，短期政策扰动出清，龙头将 持续受益于渗透率和集中度双重提升 ——2022年年报及2023年一季报总结

**证券分析师：**

盛丽华 执业证书编号：S0210523020001

**研究助理：**

何展聪

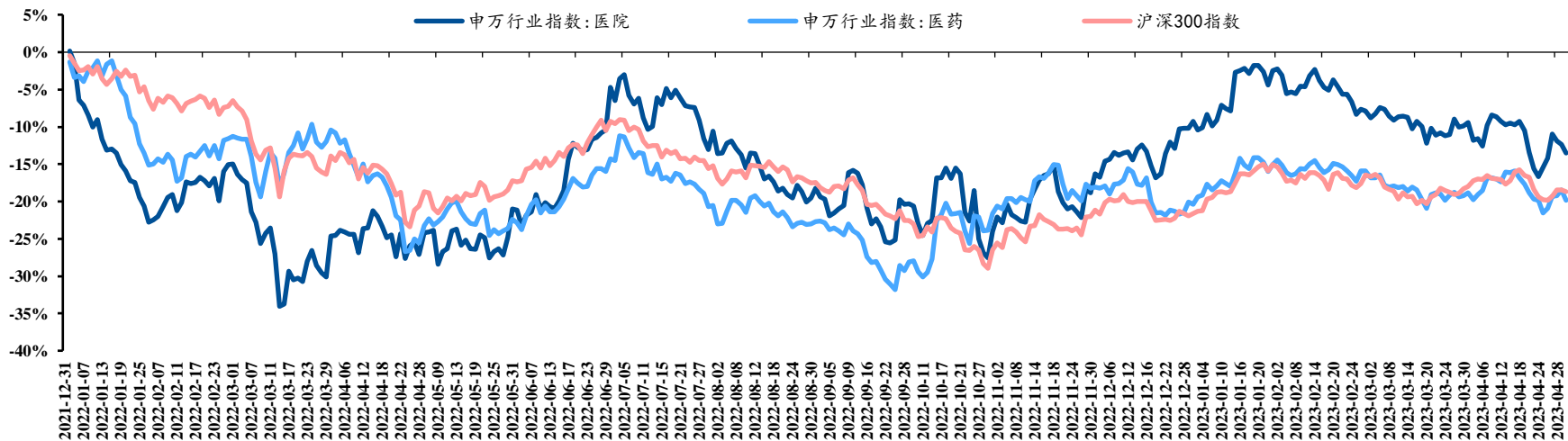
请务必阅读报告末页的重要声明

- **行情复盘：2022年受疫情和政策扰动明显，疫情放开以来超额涨幅显著。**2022年医疗服务板块受疫情和政策扰动较大，在11月“二十条”政策出台后，医疗服务的复苏逻辑再次演绎，显著跑赢医药行业。从2022/1/4到2022/12/31，申万医院行业指数下跌9.25%，跑赢申万医药行业指数11.09%，跑赢沪深300指数12.38%。**2023年以来医疗服务板块缺乏催化，叠加前期复苏逻辑演绎下涨幅较高，板块整体有所回调。**从2023年年初至今申万医院行业指数下跌3.41%，跑输申万医药行业指数4.01%，跑输沪深300指数6.73%。
- **医疗服务：疫后恢复强劲，Q1业绩表现亮眼。**板块整体复苏强劲，板块内公司合计实现营业收入131.7亿元，同比增长26.51%，实现扣非后归母净利润8.7亿元，同比增长3122.2%。行业整体在2023年1月份仍受到疫情影响，但2-3月份开始逐步修复，前期积压的治疗需求叠加疫后诊疗需求的恢复，带动Q1业绩强劲增长，其中利润端修复弹性明显大于收入端。
- **眼科医疗服务：板块复苏最为强劲，OK镜集采政策力度温和。2023Q1行业整体复苏强劲。**A股5家眼科公司Q1合计实现收入71.25亿元，同比增长21.3%，实现扣非归母净利润10.2亿元，同比增长31.91%，业绩表现亮眼。此外，2022年受疫情影响较为明显的普瑞眼科、何氏眼科在2023Q1实现利润端的强势反弹，23Q1扣非净利率分别达到10.9%和17.9%，体现出公司经营效率的大幅提升和规模效应的逐步实现。
- **口腔医疗服务：业务恢复节奏慢于眼科，静待Q2种植牙放量。**相比眼科，口腔一方面受疫情影响更为明显（口腔治疗择期性强于眼科），另一方面种植牙集采带来的观望情绪也显著影响了终端客流，故2022年和23Q1板块整体业绩压力较大。考虑到目前种植牙调价全国范围内基本落地，叠加终端加大宣传力度，我们认为Q2开始种植牙量有望迎来快速放量。
- **其他医疗服务：Q1整体复苏良好，标的复苏节奏有差异。**整体来看，其他医疗服务公司Q1均表现出良好的复苏势头，其中美年健康、国际医学等在基数较低等因素下展现出更强的复苏弹性。
- **投资建议：**建议关注复苏最为强劲的眼科标的（爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、朝聚眼科）、种植牙有望迎来放量的口腔标的（通策医疗、瑞尔集团）、业绩确定性高的其他医疗服务标的（海吉亚医疗、固生堂）。
- **风险提示：**政策风险、业务复苏不及预期风险、并购扩张风险、医疗事故风险。

- **行情复盘：2022年受疫情和政策扰动明显，疫情放开以来超额涨幅显著**
- **医疗服务整体：疫后恢复强劲，Q1业绩表现亮眼**
- **眼科医疗服务：板块复苏最为强劲，OK镜集采政策力度温和**
- **口腔医疗服务：业务恢复节奏慢于眼科，静待Q2种植牙放量**
- **其他医疗服务：Q1整体复苏良好，标的复苏节奏有差异**
- **投资建议及风险提示**

- **2022年医疗服务板块受疫情和政策扰动较大**，2022年1-3月行业内医院停诊、种植牙集采、民营医院融资相关传言等引发市场悲观情绪，医疗服务板块跑输整体医药行业。4月大盘回升，医疗服务板块受益于复苏逻辑，启动相对较早。7月以来，医疗服务板块迎来暑期旺季，加之多地疫情相对好转，市场情绪较为乐观。9月上旬种植牙集采政策落地，政策力度好于预期，服务板块信心再度提振。在11月“二十条”政策出台后，医疗服务的复苏逻辑再次演绎，显著跑赢医药行业。从2022/1/4到2022/12/31，申万医院行业指数下跌9.25%，跑赢申万医药行业指数11.09%，跑赢沪深300指数12.38%。
- **2023年以来医疗服务板块缺乏催化**，叠加前期复苏逻辑演绎下涨幅较高，板块整体有所回调。从2023年年初至今申万医院行业指数下跌3.41%，跑输申万医药行业指数4.01%，跑输沪深300指数6.73%。

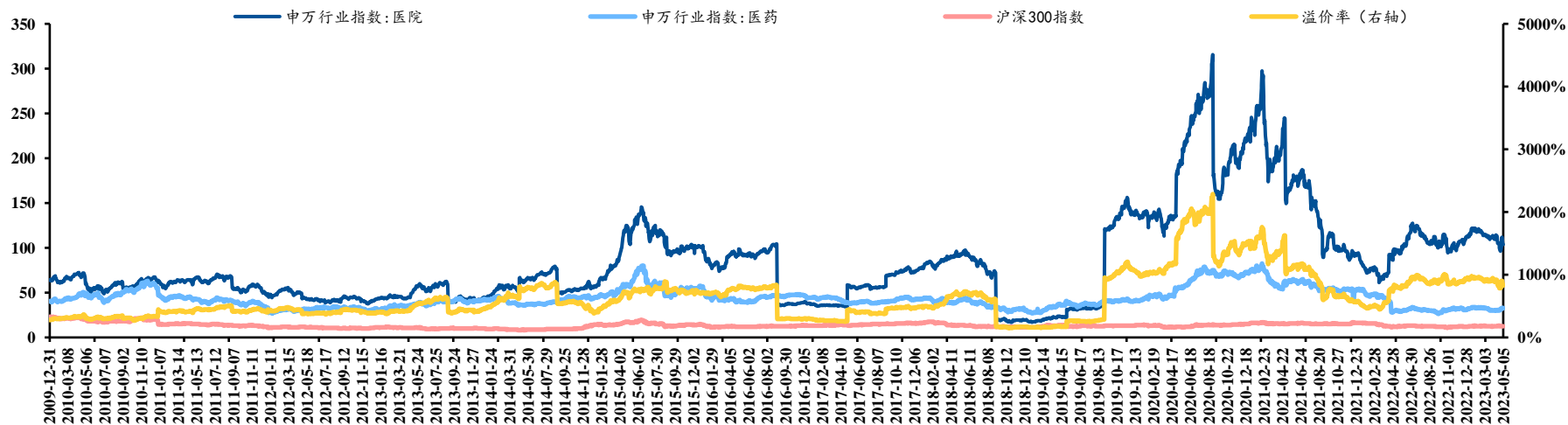
图表：眼科板块上市公司经营数据比较



## 行情复盘：板块估值持续消化，目前处于历史偏下位置

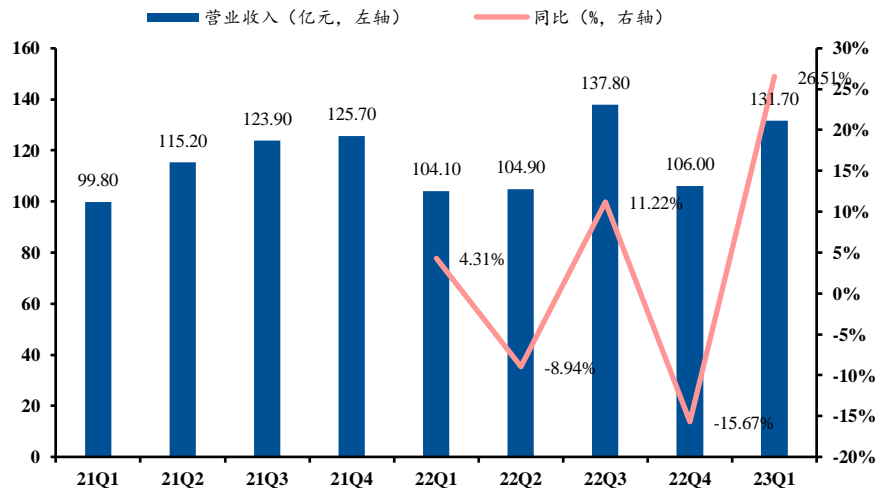
- 2022年以来，医疗服务板块估值持续消化。截至2023/5/5，申万医药PE（TTM）为32.1X，达到历史17.3%分位，申万医院PE（TTM）为103.8X，达到历史21.96%分位，而沪深300 PE（TTM，剔除负值）为11.6X；医疗服务板块估值溢价率为827%，达到历史77%分位，高于历史平均（635.4%）。

图表：医疗服务板块绝对估值处于历史估值的偏下区间，溢价率处于历史偏上位置



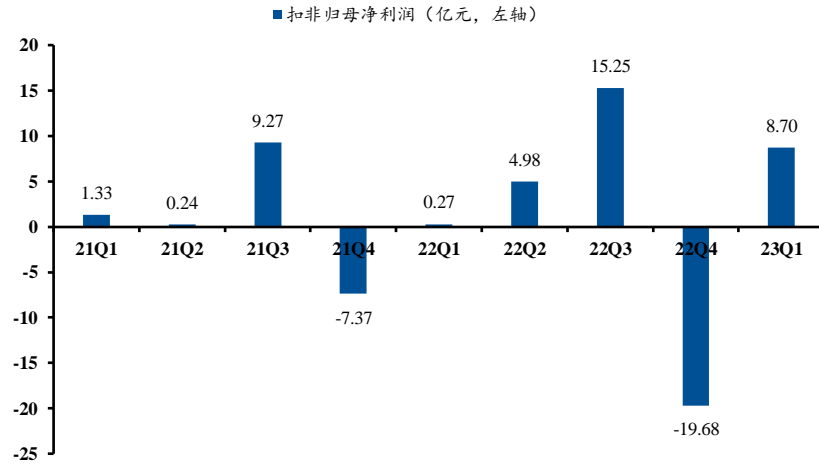
- 2022年，经调整的14家医疗服务企业公司合计实现营业收入452.8亿元，同比下滑2.53%，实现扣非后归母净利润0.82亿元，同比下滑76.53%，板块整体疫情冲击显著，主要体现为老院客流受损及新院爬坡不及预期。分季度来看，22Q2和22Q4受疫情冲击更为明显。
- 2023Q1，板块整体复苏强劲，板块内公司合计实现营业收入131.7亿元，同比增长26.51%，实现扣非后归母净利润8.7亿元，同比增长3122.2%。行业整体在2023年1月份仍受到疫情影响，但2-3月份开始逐步修复，前期积压的治疗需求叠加疫后诊疗需求的恢复，带动Q1业绩强劲增长，其中利润端修复弹性明显大于收入端。

图表：21Q1-23Q1医疗服务板块收入情况



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：21Q1-23Q1医疗服务板块扣非归母净利润情况

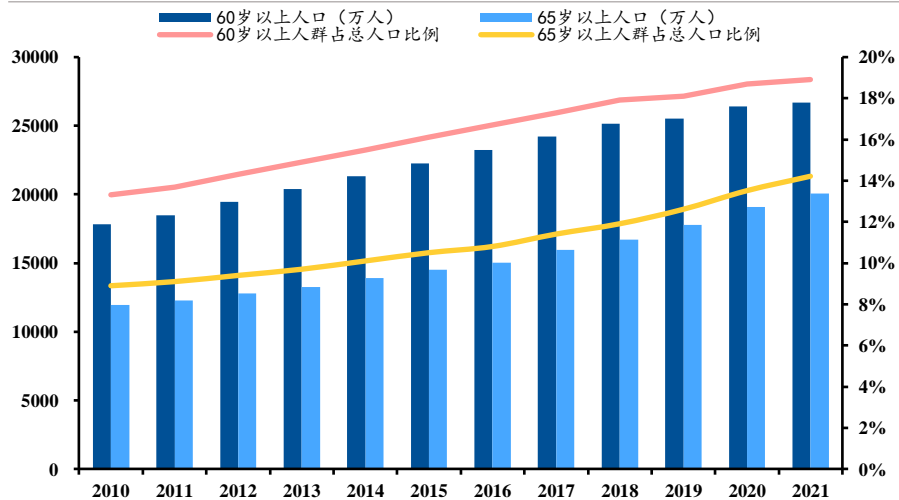


资料来源：Wind，华福证券研究所

- **板块2023Q2有望延续良好恢复势头。** 医疗服务需求具有较强的刚性且恢复持续性，考虑到2022Q2低基数及前期积压的诊疗需求进一步释放，我们认为Q2有望延续良好的恢复势头。
- **短期看，板块政策扰动出清，落地效果有望好于预期。** 2022年下半年以来，种植牙集采、中药饮片集采、OK镜集采等对板块估值压制较大的政策陆续落地，且政策力度均比市场此前预期温和，尽管政策对具体标的的最终业绩影响仍需观察，但目前市场预期整体较为保守，我们认为政策落地效果有望好于预期，板块估值存在修复空间。
- **长期看，龙头将持续受益于渗透率和集中度双重提升。** 长期看，人口老龄化、疾病谱变化、医疗技术进步、居民支付能力提升将持续推动高品质医疗服务需求增长，而公立医疗资源增长供给弹性不足，“保基本”的定位也决定其无法满足多层次医疗服务需求，因此优质民营医疗仍将是缓解供需矛盾的主要主体，医疗服务行业具有良好的成长性和业绩确定性。龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升，构筑品牌影响，形成进入壁垒。

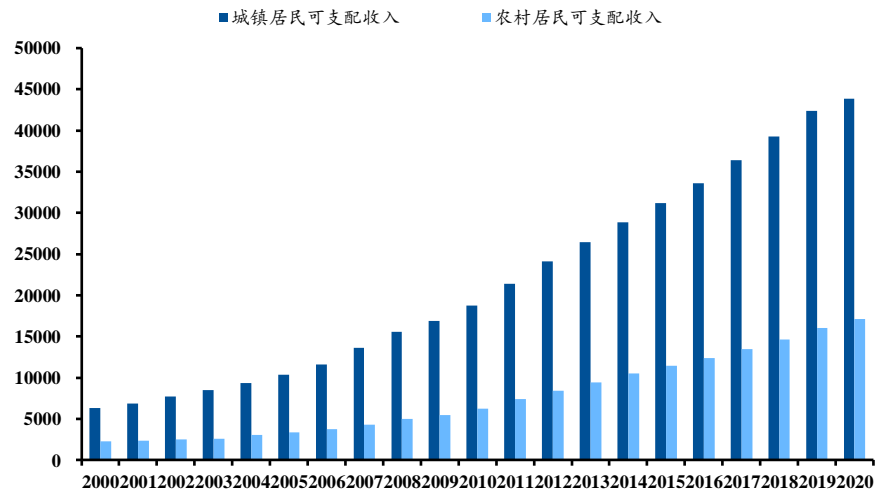
- **老龄化将显著提高医疗服务需求。**根据卫健委数据，2018年国内65岁及以上人群双周就诊率为42.6%，显著高于其他年龄段人口。国内人口老龄化处于加速阶段，60岁以上人群数量从2010年的1.78亿人增至2.67亿人，占人口比例从13.3%增至18.9%，65岁及以上人群数量从2010年的1.19亿人增至2021年的2亿人，占人口比例从8.9%增至14.2%。
- **随着居民收入水平提升和医疗保健意识增强，医疗服务需求呈现消费升级趋势，**消费性医疗、私人高端性医疗等非基本医疗服务需求快速增长，民营医疗迎来良好的发展机遇：从2000年到2020年，国内城镇居民可支配收入从6280元增至43824元，复合增速为10.2%，农村居民可支配收入从2253元增至17131元，复合增速为10.7%。
- 疾病谱变化和医疗技术进步带来了**对医疗资源数量和质量更高的要求**，医疗需求变得**个性化和多样化**。

图表：2010-2020年国内人口老龄化持续加深



资料来源：国家统计局，华福证券研究所

图表：2000年以来城镇和农村居民可支配收入快速增长

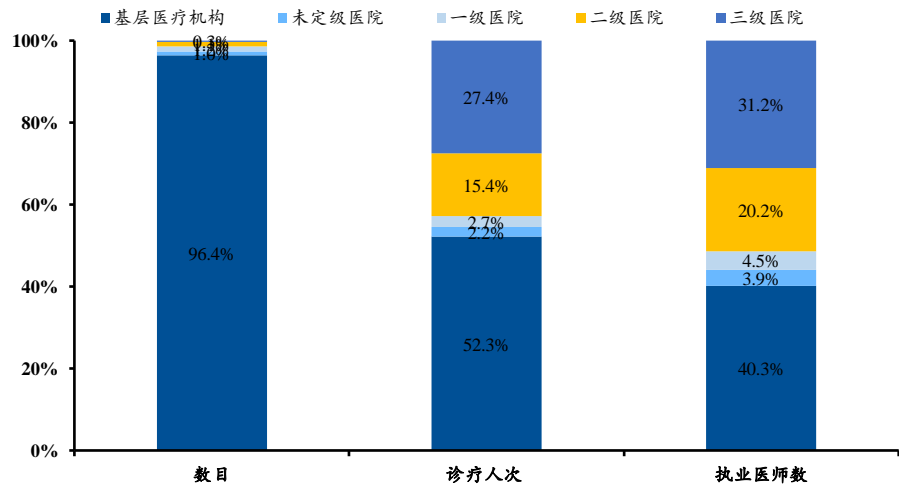


资料来源：国家统计局，华福证券研究所



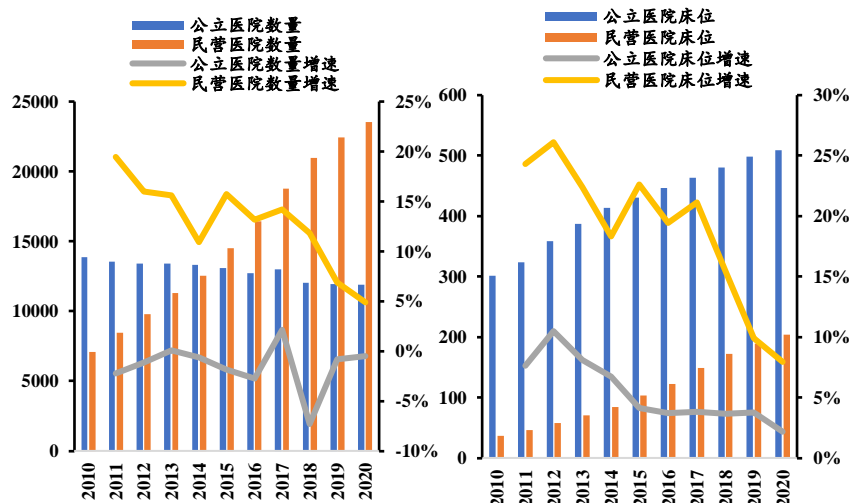
- 供需失衡，公立医院供给弹性有限，民营医疗机构大有可为。
- 目前国内医疗供给尤其是优质医疗资源供给仍相当不足，2021年国内三级医院数量占比为0.3%，却承担了27.4%的诊疗人次，床位使用率常年维持100%左右，且受限于政策和绩效考核要求，公立医院特需业务难以大规模开展，患者住院时间持续压缩，无法满足高端医疗服务需求。
- 另外，受限于地方财政，公立医院供给弹性有限，从2010年到2020年，全国公立医院数目复合增速为-1.53%，而民营医院数目复合增速为12.78%，公立医院床位数目复合增速为5.4%，而民营医院床位数目复合增速为18.6%。在需求持续增长的前提下，民营医院在医疗资源供给中扮演的角色将越来越重要，发展前景广阔。

图表：2021年各级医疗机构数目、诊疗人次和医生数目占比



资料来源：《卫生统计年鉴》，华福证券研究所

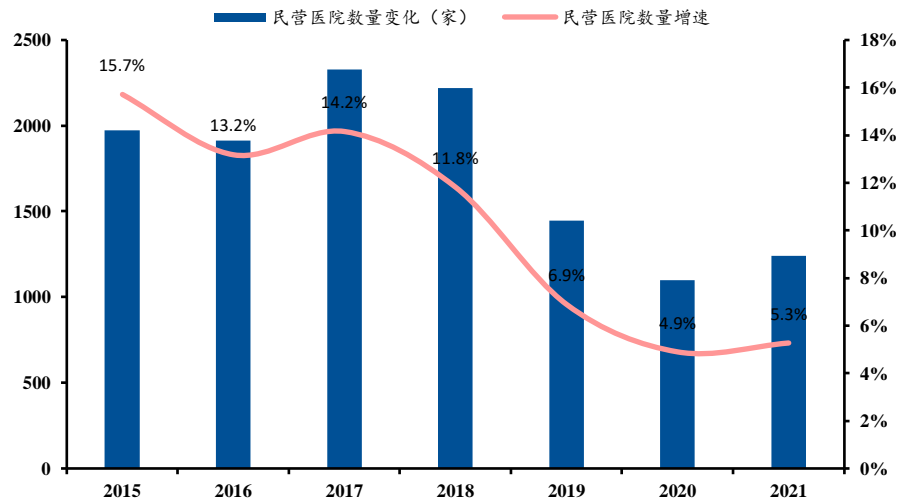
图表：民营医院数量和床位增速显著高于公立医院



资料来源：《卫生统计年鉴》，华福证券研究所

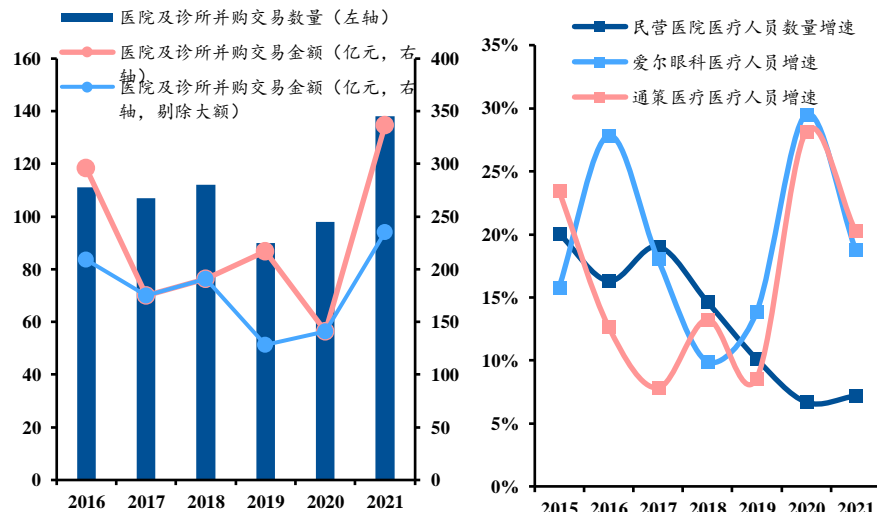
- 疫情和DRG/DIP加速落地的双重冲击下，中小型民营医院正在加速出清。近年来，随着DRG/DIP支付方式的加速落地和国家监管趋严，民营医疗的精细化管理能力面临较大挑战，中小型民营医院生存空间被极大挤压，而疫情加速了整个行业的出清进程。2020和2021年，民营医院数量增速分别仅有4.9%和5.3%，显著低于2015-2018年水平。
- 行业整合加速，人才资源加速流向头部机构。2019-2021年国内医院及诊所并购数量和并购交易金额（剔除大额交易）均呈现加速增长迹象，行业整合加速。此外，2020年和2021年爱尔眼科及通策医疗的医疗人员增速显著高于民营医院医疗人员增速，表明行业人才在加速流向头部民营医疗机构，行业集中度有望进一步提升。

图表：2020年各级医疗机构数目、诊疗人次和医生数目占比



资料来源：《卫生统计年鉴》，华福证券研究所

图表：民营医院数量和床位增速显著高于公立医院



资料来源：《2016-2021年中国医疗健康服务行业投资总体趋势》，《卫生统计年鉴》，公司公告，华福证券研究所

- **2022年眼科行业受疫情冲击较为明显**，A+H共8家眼科公司合计实现收入258.57亿元，同比增长6.83%，实现扣非归母净利润34.64亿元，同比下滑5.02%，其中，爱尔眼科、华夏眼科两家体量较大的眼科公司展现出较强的经营韧性，收入和利润均实现增长，而普瑞眼科、何氏眼科等其他眼科公司受疫情冲击较为明显，利润端出现明显下滑。
- **2023Q1行业整体复苏强劲**。A股5家眼科公司Q1合计实现收入71.25亿元，同比增长21.3%，实现扣非归母净利润10.2亿元，同比增长31.91%，业绩表现亮眼。此外，2022年受疫情影响较为明显的普瑞眼科、何氏眼科在2023Q1实现利润端的强势反弹，23Q1扣非净利率分别达到10.9%和17.9%，体现出公司经营效率的大幅提升和规模效应的逐步实现。

图表：眼科板块上市公司经营数据比较

	营业收入 (亿元)				扣非归母净利润 (亿元)				扣非净利率			
	2021	22Q1	2022	23Q1	2021	22Q1	2022	23Q1	2021	22Q1	2022	23Q1
爱尔眼科	150.01	41.69	161.1	50.21	27.83	6.23	29.19	7.52	18.6%	14.9%	18.1%	15.0%
	25.93%	18.72%	7.39%	20.44%	30.59%	22.49%	4.89%	20.73%				
华夏眼科	30.64	8.09	32.33	9.31	4.76	1.21	5.39	1.47	15.5%	15.0%	16.7%	15.8%
	21.86%	20.35%	5.51%	15.50%	55.36%	38.73%	13.29%	21.47%				
普瑞眼科	17.1	4.68	17.26	6.5	0.94	0.37	0.21	0.71	5.5%	7.9%	1.2%	10.9%
	25.54%	20.75%	0.91%	38.73%	-13.81%	28.85%	-78.09%	92.3%				
何氏眼科	9.62	2.42	9.55	3.07	0.76	0.26	0.28	0.55	7.9%	10.7%	2.9%	17.9%
	14.79%	14.94%	-0.74%	26.91%	-15.01%	-5.48%	-63.69%	112.93%				
光正眼科	10.44	1.86	7.67	2.16	-0.71	-0.36	-2.91	-0.08	-6.8%	-19.4%	-37.9%	-3.7%
	13.40%	-2.91%	-26.52%	16.23%	-410.13%	-140.01%	-312.33%	76.86%				
朝聚眼科	9.98		9.9		1.62		1.88		16.2%		19.0%	
	25.93%		-0.80%		30.30%		16.05%					
希玛眼科	9.09		15.35		0.18		-0.19		2.0%		-1.2%	
	59.04%		68.87%		450.00%		-205.56%					
德视佳	5.17		5.41		1.09		0.79		21.1%		14.6%	
	33.58%		4.64%		103.66%		-27.52%					

- 河北省OK镜集采于2023年4月落地，整体政策力度温和。4月10日河北省医保局发布三明联盟19类医用耗材集中带量采购的具体通知，其中包括OK镜。此次集采政策力度较为温和，主要体现在（1）集采量仅有14342片，（2）未明确规定入围降幅，（3）除了第一名分配20%集采量以外，剩余集采量自由分配。结合此前种植牙集采政策的变化来看，集采定价呈现出温和、合理的趋势。
- OK镜集采预计对行业影响较为有限。**OK镜目前在国内渗透率仍然较低，其中价格为主要的阻碍因素之一，考虑到集采政策的温和力度，我们认为集采后行业大概率能实现以价换量，提高渗透率。同时，集采后行业规范程度将进一步提升，有利于龙头企业进一步提高行业集中度。

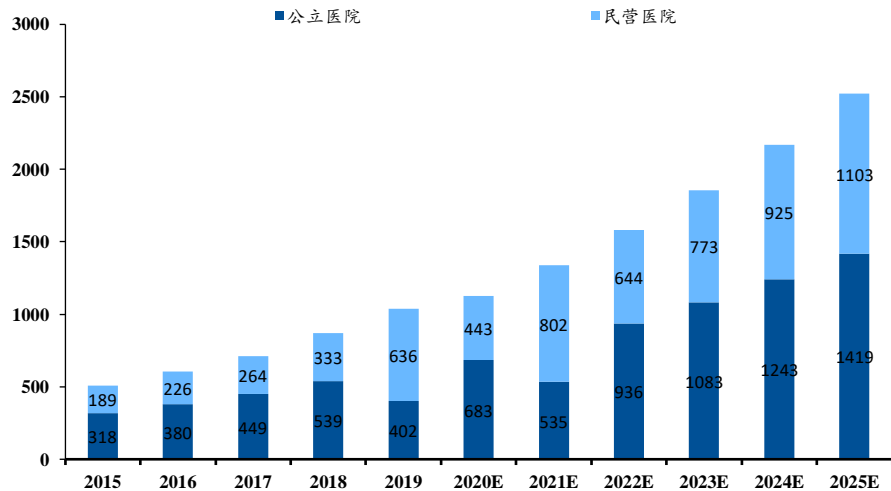
图表：OK镜集采政策细则

	具体情况
采购量	14342片，约定采购量由各医疗机构计算未来一个采购年度实际需求量的80%上报确定
采购主体	公立医疗机构和军队医疗机构均应参加，医保定点社会办医疗机构按照定点协议管理的要求参加，鼓励其他医疗机构主动参加
采购周期	2年为一个采购周期
分配方式	分配给第一名中选企业20%的约定采购量，剩余约定采购量按照一定规则分配
定价方式	产品系统竞价价格=单片“标准片”申报价格×40%+单片“环曲片”申报价格×60%，单片“标准片”和“环曲片”申报价格须不高于2022年1月1日以来该企业所有产品在全国最低有效采购（交易）价格；
采购区域	河北、海南、青海、江西、广西、三明、玉溪、湘西、鸡西、洛阳、乌海、运城、呼和浩特、周口、昭通、锡林郭勒

资料来源：河北省医保局，华福证券研究所

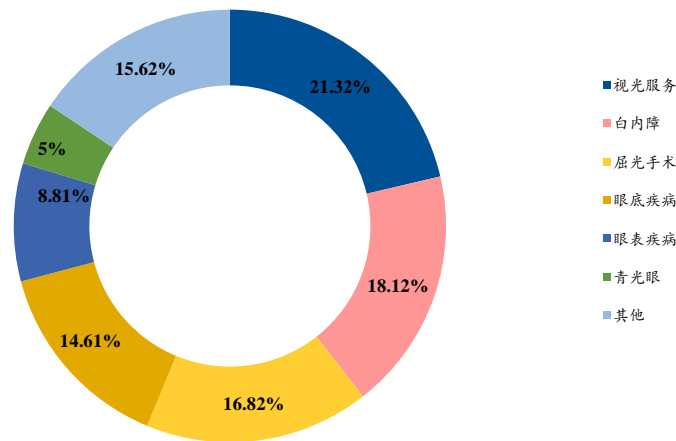
- 眼科医疗服务贯穿全生命周期，市场快速增长。眼科疾病繁多，覆盖人群广，贯穿全生命周期，伴随老龄化、国家对近视防控重视程度日益提升、生活方式改变、患者医疗意识提高、居民支付水平提高等多重因素的推动下，我国眼科医疗服务需求将持续快速增长。疫情对许多择期的眼科治疗需求（如白内障、屈光、眼表等）有所积压，在疫后这块需求将快速释放。
- 从市场规模来看，2020年国内眼科医疗服务行业规模为1125.7亿元，2015-2020年复合增速达17.3%，预计2021-2025年复合增速将为20%。分业务来看，视光、白内障、屈光手术分别占眼科医疗服务市场21.3%、18.1%和16.8%市场规模，受益于术式更替和产品迭代，民营医院竞争力更强的屈光和视光有望成为增长最强劲的细分领域。

图表：2015-2025E国内眼科医疗服务行业规模



资料来源：华夏眼科招股说明书，华福证券研究所

图表：2019年国内眼科医疗服务细分板块占比



资料来源：华夏眼科招股说明书，华福证券研究所

- **2022年口腔行业受疫情和种植牙集采共同冲击**，A+H共2家口腔公司合计实现收入43.43亿元，同比增长1.09%，实现扣非归母净利润-1.76亿元，其中，通策医疗扣非净利润同比下滑21.73%，瑞尔集团续亏7.01亿元。相比眼科，口腔一方面受疫情影响更为明显（口腔治疗择期性强于眼科），另一方面种植牙集采带来的观望情绪也显著影响了终端客流，故2022年板块整体业绩压力较大。
- **2023Q1行业逐步恢复**。通策医疗2023Q1实现收入6.75亿元，同比增长3.04%，实现扣非归母净利润1.64亿元，同比增加0.42%。1月仍受疫情影响，单月营收同比下降31.8%，2月恢复正常后营收同比增加32.3%，3月由于受种植牙集采观望情绪影响，营收同比增长5.6%，整体呈恢复趋势。

图表：口腔板块上市公司经营数据比较

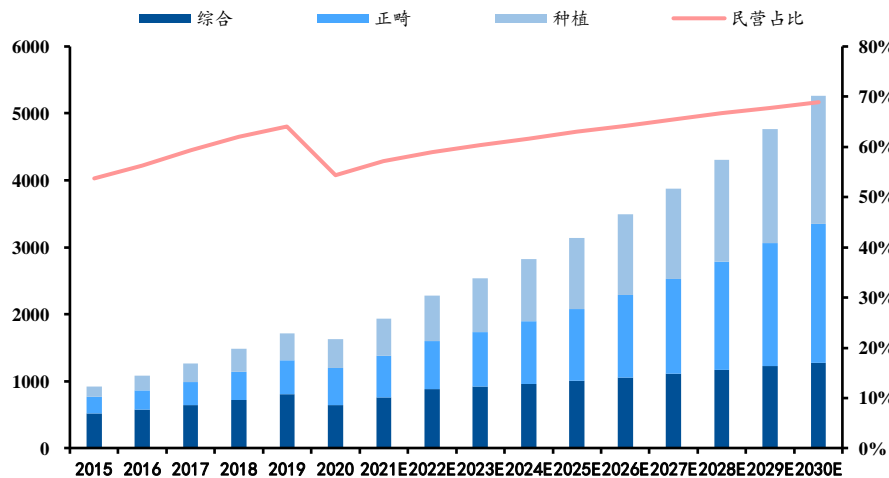
	营业收入（亿元）				扣非归母净利润（亿元）				扣非净利率			
	2021	22Q1	2022	23Q1	2021	22Q1	2022	23Q1	2021	22Q1	2022	23Q1
通策医疗	27.81	6.55	27.19	6.75	6.71	1.63	5.25	1.64	24.1%	24.9%	19.3%	24.3%
	33.19%	3.74%	-2.23%	3.04%	41.74%	0.99%	-21.73%	0.42%				
瑞尔集团	15.15		16.24		-5.99		-7.01		-39.5%		-43.2%	
	37.76%		7.16%		-89.18%		-16.95%					

资料来源：Wind，华福证券研究所

- 2022年9月8日国家医保局发布《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》，种植牙集采政策落地，政策整体力度比预期温和，主要体现在：
  - (1) 政策未改变民营医疗机构的自主定价权，强化了公立医院的公益性和“锚”的作用。《通知》规定，公立三级医院单颗种植牙医疗服务价格（包括诊查检查+种植体植入+牙冠置入）不超过4500元，其余各级医疗机构按照当地医疗服务价格分级定价相应递减。而民营医疗机构实行市场调节价的政策不变，允许根据成本供求变化自主调整价格。民营医疗定价独立性得到充分保障。
  - (2) 指导定价并非“一刀切”，体现出政策优质优价的指导方向。《通知》坚持“按质论价、质价相符、优质优价”原则，针对不同区域、不同级别、不同医疗质量的机构，分别给予了最多20%、10%和10%的调价空间，充分体现了政策鼓励通过提升医疗质量获得更多回报的政策导向。优质民营医疗可通过提供高质量医疗服务持续获得超额收益。
- 全国种植牙调价正持续落地，从终端降价情况来看，整体降幅较为温和，落地区域种植量已呈现稳定的增长势头。目前国内种植牙渗透率相比海外还有极大提升空间，我们认为随着全国种植牙调价落地，叠加口腔终端的大力推广，居民种植牙需求将呈现快速增长，种植量有望在下半年实现大幅放量。

- 口腔治疗需求贯穿全生命周期，国民口腔健康改善刻不容缓。补牙、洁牙、牙周治疗等基础口腔需求发生在各个年龄段人群，此外，各年龄段也有突出项目的治疗需求，比如早期矫正对应儿童，正畸对应青年人，修复、种植对应中老年人。而长久以来受“牙疼不是病”等传统观念的影响，国民对口腔健康的重视程度不足，口腔健康改善刻不容缓。随着人口老龄化带来种植、填充等口腔业务需求的上升，消费升级带来种植、正畸等高端业务占比提升，加上人们口腔保护意识的提高，未来行业将持续高速增长。
- 口腔行业市场高度分散，集中度提升空间巨大。口腔行业市场化程度高，且高度依赖单体医生，因此行业高度分散。

图表：2015-2030E国内口腔医疗服务行业规模



资料来源：牙博士招股说明书，华福证券研究所

图表：国内口腔行业高度分散

	综合医院口腔科	口腔专科医院	连锁口腔诊所	个体口腔诊所
地理分布	大部分城市及农村地区综合医院都设有口腔科	一线城市、省会、及部分经济发达城市	主要集中在一线城市，二线城市也有所布局	广泛分布在城市和农村地区
硬件及设备	相对多样化且全面	相比综合医院更多样化且全面	设备精良，就医环境好	设备种类有限
业务范围	常见的各类口腔疾病	各类口腔疾病、疑难杂症、正畸、种植、颌面外科等	多为中高端业务，比如正畸、种植、口腔保健	补牙、镶牙、拔牙等基础服务为主
服务范围	当地居民	顶尖的专科医院辐射至全国，大部分在当地都有较好口碑	当地中高端消费者	附近社区居民
数量占比	22.64%	0.09%	3.68%	72.78%
诊疗人次占比	29%	16.2%	54.65% (通策、拜博、瑞尔等龙头占比均不足1%)	

资料来源：《卫生统计年鉴》，华福证券研究所



## 其他医疗服务：Q1整体复苏良好，标的复苏节奏有差异

- 2022年其他医疗服务企业受到疫情影响有所差异，其中海吉亚由于肿瘤治疗较为刚性，业绩增长较为稳健，而固生堂通过积极发力线上业务和外延扩张，整体业绩实现快速增长，经营韧性凸显。其他企业如锦欣生殖、美年健康、国际医学等因停诊、疫情封控等影响2022年业绩有所承压。
- 2023Q1其他医疗服务公司呈现良好的恢复势头，其中美年健康一季度到检人数同比增长45.2%，客单价同比增长8.3%，营收同比增长54%，而归母净利润则同比减亏超过了60%。国际医学23年2月份以来，公司旗下2家医院每日提供诊疗服务人数持续增长，专科医疗业务爬坡迅速，Q1收入增速高达247.4%，同时利润端实现大幅减亏。

图表：其他医疗服务上市公司经营数据比较

	营业收入（亿元）				扣非归母净利润（亿元）				扣非净利率			
	2021	22Q1	2022	23Q1	2021	22Q1	2022	23Q1	2021	22Q1	2022	23Q1
美年健康	92.16	13.32	85.33	20.96	0.73	-4.46	-5.68	-1.76	0.79%	-33.46%	-6.65%	-8.40%
	17.43%	1.12%	-7.41%	53.82%	112.11%	14.42%	-880.84%	-60.50%				
新里程	30.16	6.98	31.53	7.78	-4.15	0.01	0.91	0.20	-13.77%	0.16%	2.89%	2.62%
	7.49%	8.98%	4.53%	2.25%	-842.47%	-103.76%	-121.96%	1716.09%				
国际医学	29.21	6.32	27.11	10.59	-7.51	-4.14	-11.23	-1.03	-25.72%	-65.55%	-41.41%	-9.76%
	81.78%	-51.78%	-7.19%	247.40%	-15.85%	217.85%	49.44%	-75.07%				
盈康生命	10.90	1.33	11.56	3.61	-4.74	0.25	-5.97	0.39	-43.46%	19.10%	-51.63%	10.73%
	5.93%	10.72%	6.09%	35.09%	-4608.21%	-357.62%	26.03%	53.18%				
海吉亚医疗	23.15	-	31.96	-	3.69	-	4.72	-	15.92%	-	14.77%	-
	65.17%		38.02%		204.10%		28.08%					
锦欣生殖	18.39	-	23.64	-	2.84	-	1.24	-	15.43%	-	5.24%	-
	28.94%		28.59%		20.57%		-56.30%					
固生堂	13.72	-	16.25	-	-0.42	-	1.83	-	-3.09%	-	11.26%	-
	48.28%		18.40%		-169.58%		432.14%					

- 建议关注复苏最为强劲的眼科标的（爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、朝聚眼科）、种植牙有望迎来放量的口腔标的（通策医疗、瑞尔集团）、业绩确定性高的其他医疗服务标的（海吉亚医疗、固生堂）。

- 政策风险、业务复苏不及预期风险、并购扩张风险、医疗事故风险。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

