

电子病历行业龙头，数据中心和专科 电子病历有望成为第二增长极

核心观点：

- **电子病历快速普及+存量升级，带动全院信息化建设。**政策持续推动，电子病历升级空间仍然较大：1、DRG/DIP 三年行动计划发布，2025 年底实现“全覆盖”，DRG/DIP 实施要求电子病历系统应用水平需达到 5 级标准；2、“千县工程”名单确定，要求范围内的 1233 家县级医院达到三级医院标准，假设单个县医院医疗 IT 改造平均投入 2000 万，则十四五期间“千县工程”市场空间将达到 246 亿。更进一步，电子病历 5 级以上将带动医疗数据中心需求增长，我国医疗数据中心市场目前规模仍较小，未来几年有望加速增长。电子病历及全院信息化建设打开较大升级增量空间，我们测算出三级医院和二级医院于 2022-2025 年期间将分别贡献 601、482 亿元的市场增量，加上千县工程的 246 亿元增量，总计 2022-2025 年期间市场空间增量将达到 1329 亿元。
- **公司是临床信息化先行者，电子病历领域领头羊。**公司电子病历业务稳居行业龙头地位。公司产品布局丰富，以综合电子病历为核心，横向拓展出移动护理、手麻、ICU、急诊、口腔专科、产科专科等专科电子病历产品线，纵向打造医院数据中心，实现了从电子病历系统为主的单一产品模式向智慧医院整体解决方案的综合模式的转变。借鉴美国医疗 IT 行业发展史，技术领先型公司优势不断扩大，未来电子病历将向专科化、智能化发展，专科电子病历市场空间有望打开，其在整体电子病历市场的结构占比将不断提升。公司在医院数据中心及专科电子病历市场均处于行业领先地位，数据中心和专科电子病历有望成为第二增长极。
- **多业务增速亮眼，规模效应逐步体现。**近年来公司营业收入高速增长，产品化程度较高，毛利率高于可比公司均值，长期呈上升趋势。公司研发费用率多年显著高于行业平均水平。销售及管理费用控制水平逐年提升，营收规模快速扩大有望提效降费，盈利能力有望不断改善。
- **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 分别实现营业收入 9.08/12.22/15.86 亿元，同比增长 39.25%/34.65%/29.78%；实现归母净利润 0.97/1.36/1.79 亿元，同比增长 96.08%/39.25%/31.76%；当前股价对应 PE 分别为 38.42/27.62/20.97 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要财务指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	651.94	907.80	1222.38	1586.39
营业收入增长率	22.58%	39.25%	34.65%	29.78%
净利润（百万元）	49.64	97.33	135.53	178.58
净利润增长率	133.42%	96.08%	39.25%	31.76%
EPS（元）	0.36	0.71	0.99	1.30
P/E	101.56	38.42	27.62	20.97

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

- **风险提示：**疫情影响超预期的风险；医疗信息化政策推进不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

嘉和美康（688246.SH）

推荐 首次覆盖

分析师

吴砚靖

☎：(8610) 80927622

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

执业证书编码：S0130519070001

邹文倩

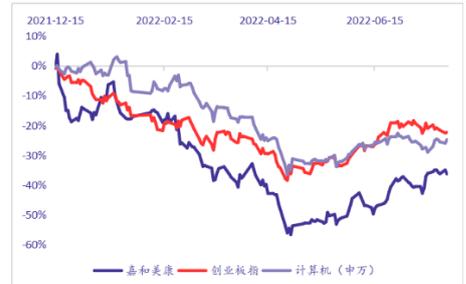
☎：(8610) 86359293

✉：zouwenqian@chinastock.com.cn

执业证书编码：S0130519060003

相对板块指数表现

2022-7-26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、电子病历快速普及+存量升级，带动全院信息化建设	1
(一) 政策持续推动，电子病历升级空间仍然较大	1
1. DRG/DIP 三年行动计划发布，2025 年底实现“全覆盖”	2
2. “千县工程”名单确定，要求范围内的县级医院达到三级医院标准	4
(二) 医疗数据中心需求有望迎来加速增长	4
(三) 市场增量空间测算	5
(四) 借鉴美国发展史：技术优势决胜电子病历市场，未来向专科化演进.....	6
二、临床信息化先行者，电子病历领域领头羊	8
(一) 深耕临床信息化，覆盖全国医院千余家	8
(二) 产品布局丰富，电子病历稳坐龙头	9
(三) 数据中心和专科电子病历有望成为第二增长极	12
三、多业务增速亮眼，规模效应逐步体现	12
(一) 收入高速增长，毛利率稳中有升	12
(二) 高研发投入维持技术先进性，规模拓展有望提效降费	14
(三) 盈利能力不断改善	15
四、盈利预测与估值分析	15
五、投资建议	16
六、风险提示	16

一、电子病历快速普及+存量升级，带动全院信息化建设

(一) 政策持续推动，电子病历升级空间仍然较大

近年来，电子病历在政策驱动下快速普及，占医疗信息化市场的比例逐年提升。2018年8月，卫健委医政医管局发布了《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗信息化建设工作的通知》，明确要求“到2020年，三级医院要实现院内各诊疗环节信息互联互通，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评4级水平。”在中国医院协会信息专业委员会发布的《中国医院信息化状况调查(2019-2020年度)》报告显示，1017家受访医院中，672家医院认为电子病历集成建设需要重点关注，其中86.14%的受访医院给予建设电子病历系统最高优先级。

根据Frost&Sullivan统计，近年来，我国电子病历市场规模在相关政策催化下快速增长，2016-2020年复合增长率为26.6%，2020年我国电子病历市场规模达到18亿元。电子病历占医疗信息化市场的比例逐年提升，预计2022-2025年电子病历市场仍将保持年均30%以上的增速，至2025年市场规模将达到73.7亿。

图1：2016-2025年我国电子病历市场规模及增速预测

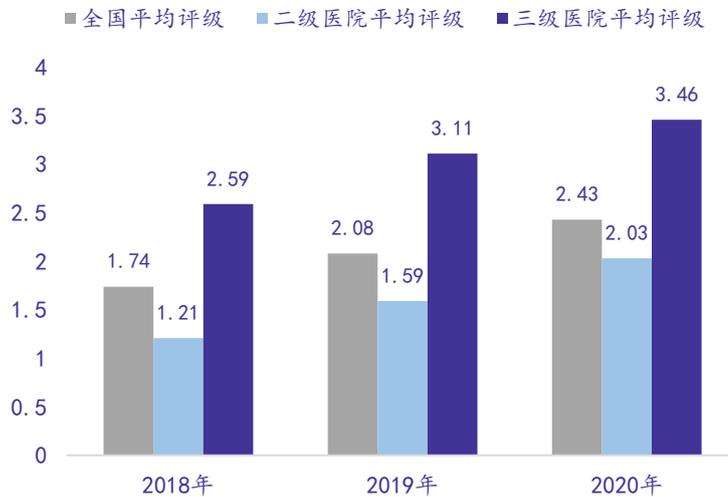


资料来源：Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

2022年将是三级医院电子病历4级建设集中完成期。自2018年《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗信息化建设工作的通知》发布以来，电子病历建设稳步推进。截至2020年底，我国二级医院电子病历评级平均水平为2.03级，三级医院为3.46级，全国电子病历评级平均为2.43级，电子病历建设进度慢于预期。因此2021年10月14日，卫健委与中医药管理局联合印发《公立医院高质量发展促进行动(2021-2025年)》，将全国二级和三级公立医院电子病历应用水平平均级别分别达到3级和4级的建设目标延至2022年。并且要求到2022年，智慧服务平均级别力争达到2级和3级，智慧管理平均级别力争达到1级和2级，能够支

撑线上线下一体化的医疗服务新模式。

图 2：2018-2020 年我国医院电子病历评级情况

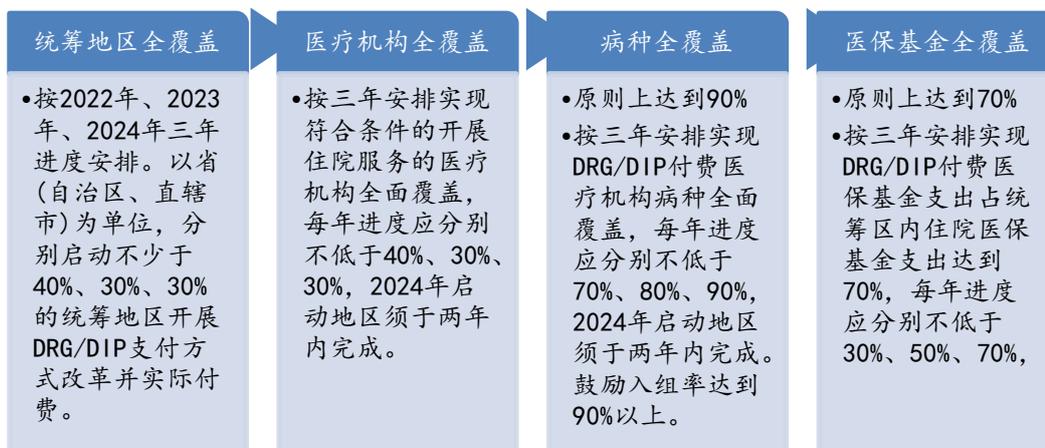


资料来源：卫健委医院管理研究所，中国银河证券研究院

1. DRG/DIP 三年行动计划发布，2025 年底实现“全覆盖”

DRG/DIP 三年行动计划发布，2025 年底实现“全覆盖”。国家医疗保障局于 2021 年发布《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，要求 2022 到 2024 年，全面完成 DRG/DIP 付费方式改革任务，推动医保高质量发展。到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

图 3：DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划

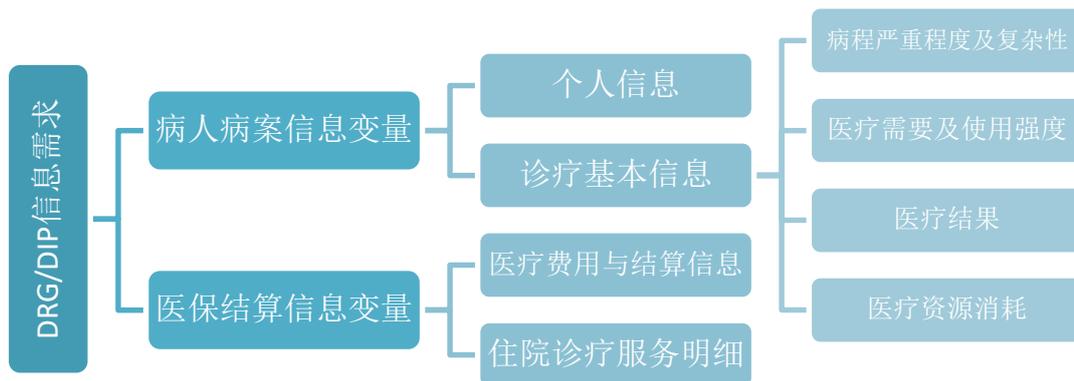


资料来源：国家医疗保障局，中国银河证券研究院

电子病历是 DRG/DIP 的数据来源和质控核心。DRG/DIP 实施所需采集数据内容基本相同，

主要分为病人病案信息及医保结算信息，其中诊疗基本信息包括病程严重程度及复杂性、医疗需要及使用强度、医疗结果及医疗资源消耗。病人病案信息是否完整，对患者的诊断是否合理，病案记录是否规范，这些问题决定了 DRG/DIP 实施的合理性和精确性。信息采集过程中的病案相关信息均来自电子病历系统。同时，电子病历系统是病案质控的核心，完善且高效的电子病历系统能够保障病案信息的及时性、完整性、合理性和规范性。

图 4: DRG/DIP 信息采集需求



资料来源：国家医疗保障局，中国银河证券研究院

DRG/DIP 实施要求电子病历系统应用水平需达到 5 级标准。据国家医疗保障局 2019 年发布的《国家医疗保障 DRG 分组与付费技术规范》，DRGs 实施的基本条件之一为信息互联互通，要求医疗机构具有内部 HIS 系统、病历系统、收费系统和医保结算系统互联互通，提升病案质控的效率。按照卫健委发布的电子病历分级标准，为充分保证病案质量满足 DRG/DIP 应用要求，电子病历系统应用水平需达到 5 级标准，即实现统一数据管理，中级医疗决策支持，将带动全国医疗机构电子病历系统进一步升级。

表 1: 我国电子病历系统分级标准

级别	说明
0 级	未形成电子病历系统：住院医嘱、检查、住院药品的信息处理使用计算机系统，并能够通过移动存储设备、复制文件等方式将数据导出供后续应用处理。
1 级	独立医疗信息系统建立：住院医嘱、检查、住院药品的信息处理使用计算机系统，并能够通过移动存储设备、复制文件等方式将数据导出供后续应用处理。
2 级	医疗信息部门内部交换：住院、检查、检验、住院药品等至少 3 个以上部门的医疗信息能够通过联网的计算机完成本级局部要求的信息处理功能，但各部门之间未形成数据交换系统，或者部门间数据交换需要手工操作。
3 级	部门间数据交换：(1) 实现医嘱、检查、检验、住院药品、门诊药品、护理至少两类医疗信息跨部门的数据共享。(2) 有跨部门统一的医疗数据字典。

4 级	全院信息共享，初级医疗决策支持：(1) 实现病人就医流程信息（包括用药、检查、检验、护理、治疗、手术等处理）的信息在全院范围内安全共享。(2) 实现药品配伍、相互作用自动审核，合理用药监测等功能。
5 级	统一数据管理，中级医疗决策支持：(1) 全院各系统数据能按统一的医疗数据管理机制进行信息集成，提供跨部门集成展示工具。(2) 具有完备的数据采集智能化工具，支持病历、报告等的结构化、智能化书写。(3) 基于集成的病人信息，利用知识库实现决策支持服务，并能够为医疗管理和临床科研工作提供数据挖掘功能。
6 级	全流程医疗数据闭环管理，高级医疗决策支持：(1) 检查、检验、治疗、手术、输血、护理等实现全流程数据跟踪与闭环管理，并依据知识库实现全流程实时数据核查与管控。(2) 形成全院级多维度医疗知识库体系（包括症状、体征、检查、检验、诊断、治疗、药物合理使用等相关联的医疗各阶段知识内容），能够提供高级别医疗决策支持。
7 级	医疗安全质量管控，区域医疗信息共享：(1) 医疗质量与效率监控数据来自日常医疗信息系统，医疗日常运行效率指标，并具有及时的报警、通知、通报体系，能够提供智能化感知与分析工具。 (2) 能够将病人病情、检查检验、治疗等信息与外部医疗机构进行双向交换。病人识别、信息安全等问题在信息交换中已解决。能够利用院内外医疗信息进行联动诊疗活动。(3) 病人可通过互联网查询自己的检查、检验结果，获得用药说明等信息。
8 级	健康信息整合，医疗安全质量持续提升：(1) 全面整合医疗、公共卫生、健康监测等信息，完成整合型医疗服务。(2) 对比应用区域医疗质量指标，持续监测本医疗机构的医疗质量水平并改进。

资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

2. “千县工程”名单确定，要求范围内的县级医院达到三级医院标准

2021 年 11 月，国家卫健委印发了《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025 年）》，旨在推动省市优质医疗资源向县域下沉，逐步实现县域内医疗资源整合共享。方案提出，到 2025 年，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，发挥县域医疗中心作用，为实现一般病在市县解决打下坚实基础。

2022 年 4 月，国家医政医管处公布了首批“千县工程”示范单位名单，全国共有 1233 家县医院入选。这些县医院普遍医疗信息化基础较差，如果要达到三级医院的医疗服务能力水平，则电子病历需要至少达到 5 级标准，这将带来非常大的升级改造空间。假设单个县医院医疗 IT 改造平均投入 2000 万，则十四五期间“千县工程”带来的医疗 IT 市场空间将达到 246 亿。

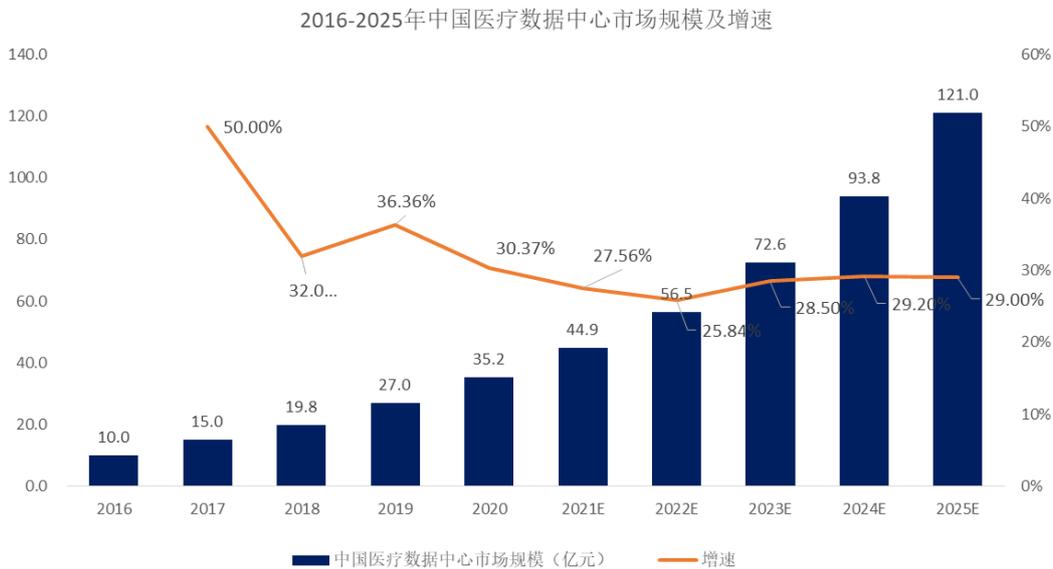
(二) 医疗数据中心需求有望迎来加速增长

电子病历 5 级以上将带动医疗数据中心需求增长。医疗信息化建设围绕数据生产、数据集中、数据利用展开，其中数据生产环节由电子病历系统承担，数据中心产品将医院内的管理、

临床等信息数据进行统一收集存储，并完整、及时的提供给使用者，实现院内的信息共享和互联互通。电子病历 5 级要求全院医疗数据集成，实现智能化采集和应用，数据中心的建设提高医疗数据整合利用能力，在数据收集、统计及传输方面体现出了更好的专业性和可扩展性，是医院互联互通水平提升与电子病历 5 级及以上建设的基本要求。

我国医疗数据中心市场快速增长，但目前规模仍较小，未来几年有望加速增长。中国医疗数据中心起步较晚，据 Frost&Sullivan 数据显示，2016 年数据中心市场规模仅为 10 亿元。随着医疗信息化，对数据集成、统计及应用的要求越来越高，医院数据中心市场规模快速增长，2020 年我国医疗数据中心市场规模为 35.2 亿。随着电子病历 5 级医院数量的快速增长，未来几年我国医疗数据中心市场有望迎来加速增长，据 Frost&Sullivan 预测数据，2022-2025 年市场增速分别为 25.84%、28.50%、29.20%、29%，至 2025 年市场规模将达到 121 亿。

图 5：2016-2025 年中国医疗数据中心市场规模及增速



资料来源：嘉和美康招股说明书，中国银河证券研究院

(三) 市场增量空间测算

电子病历及全院信息化建设打开较大升级增量空间。截至 2020 年底，我国共有三级医院 2996 个，二级医院 10404 个，过去 5 年的年复合增速分别为 7.1%/6.7%。我们假设：1、2025 年三级医院基本上均达到电子病历 5 级标准，二级医院基本上均达到电子病历 4 级标准；2、2022-2025 年三级医院与二级医院的数量年均增速分别为 6%/5%；3、根据中标情况估计，三级医院电子病历系统由 4 级升至 5 级（包括相应的数据中心等）建设平均投入按 1500 万元，二级医院电子病历系统由 3 级升至 4 级建设平均投入按 400 万元计算。依据这个假设，我们测算出三级医院和二级医院于 2022-2025 年期间将分别贡献 601、482 亿元的市场增量，加上千县工程的 246 亿元增量，总计 2022-2025 年电子病历及全院信息化建设带来的市场空间增量

将达到 1329 亿元。

表 2：2022-2025 年电子病历及全院信息化建设市场增量空间测算

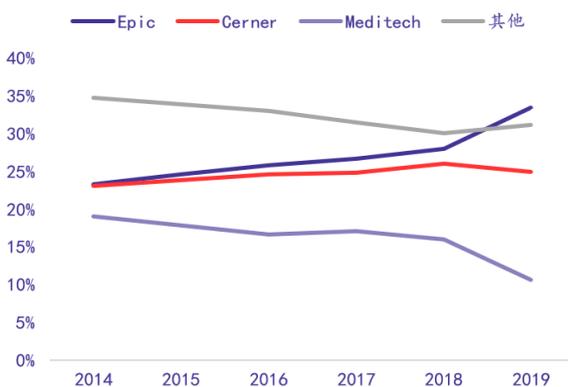
项目	三级医院升级	二级医院升级	千县工程	合计
2020 年数量(家)	2996	10404		
医院数量年均增速	6%	5%		
2025 年医院数量	4009	13278		
2025 年评级需求	5 级+数据中心等信 息化改造	4 级		
平均投入(万元)	1500	400		
预计至 2025 年电子病 历及全院信息化建设市 场规模增量(亿元)	601	482	246	1329

资料来源：卫健委官网，中国政府采购网，中国银河证券研究院

(四) 借鉴美国发展史：技术优势决胜电子病历市场，未来向专业化演进

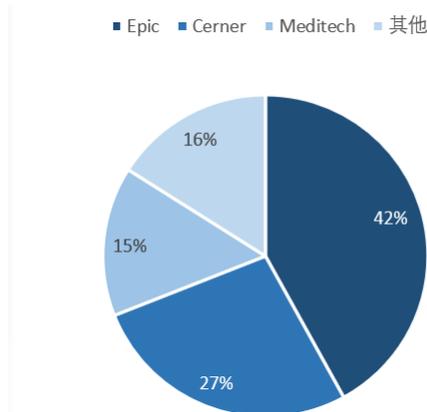
美国电子病历市场集中度持续提升。Epic 和 Cerner 分别为美国电子病历市场第一、第二大厂商，2019 年 Epic 和 Cerner 急诊电子病历合计市占率超 58%。Epic 成立于 1979 年，是美国最大的医疗信息化厂商之一，其主要业务模式为电子病历产品的开发和销售，提供以 Chronicles 数据库为核心的集成化医疗信息软件。Cerner 成立于 1979 年，是目前全球最大的医疗信息化厂商之一，市值超过了 230 亿美元，其主要业务包括核心电子病历等传统 HIT 产品，及收入周期管理(RCM)、公共卫生管理(PHM)等新产品线。

图 6：美国电子病历市场份额持续向头部集中



资料来源：KLAS，中国银河证券研究院

图 7：2020 年全美医院床位覆盖占比



资料来源：KLAS，中国银河证券研究院

美国电子病历黄金发展期内，技术领先型公司优势扩大。2009 年，美国国会通过 HITECH 法案，授权美国医保部门(CMS)制定有效使用(MU)的具体标准，包括对医院电子病历功能的具体要求及在电子病历的应用程度的考察要求。MU 第二阶段的评价指标由 CMS 在 2012 年 8 月推

出，强调医院内部数据在科室间的交互以及数据在临床诊疗的应用，对电子病历产品的平台化和集成度提出了更高的要求。Epic 和 Cerner 凭借技术和产品优势，满足关键需求，而其他供应商技术及产品跟进不及时，使得 Epic 和 Cerner 在医疗信息化市场中崛起。

图 8：2020 年 Epic 用户净增长，Cerner 用户净流失



资料来源：KLAS，中国银河证券研究院

2020 年 Epic 医院客户净增长 101 家，Cerner 客户净流失 19 家。其中，Epic 增长的客户大多由 Cerner、Meditech 及 Allscripts 的客户转化而来。在过去的 5 年中，Epic 每年平均净增 83 家医院客户，其电子病历系统的深度集成及稳定性使其成为许多大型医院的首选。2020 年美国医疗信息化市场中 Epic 的市场份额为 31%，全美覆盖床位占比为 42%，远高于 Cerner 床位占比 27%。电子病历系统作为医院信息系统的核心，进一步奠定了 Epic 在医疗信息化市场中的地位。

未来电子病历将向专科化、智能化发展，专科电子病历市场空间有望打开。中国以往的电子病历市场增长以综合电子病历为主，医院大多不区分各个专科的电子病历，而未来注重普适性临床业务管理的综合电子病历无法满足特定科室的管理需求，更具临床深度、贴近专科流程的专科电子病历需求日益凸显。美国龙头 Epic 的电子病历产品基于一套主体框架，为所有专科进行定制，专科化功能非常完善。Epic 分别为 42 个专科定制开发了电子病历系统。

表 3：Epic 电子病历产品专科化功能完善

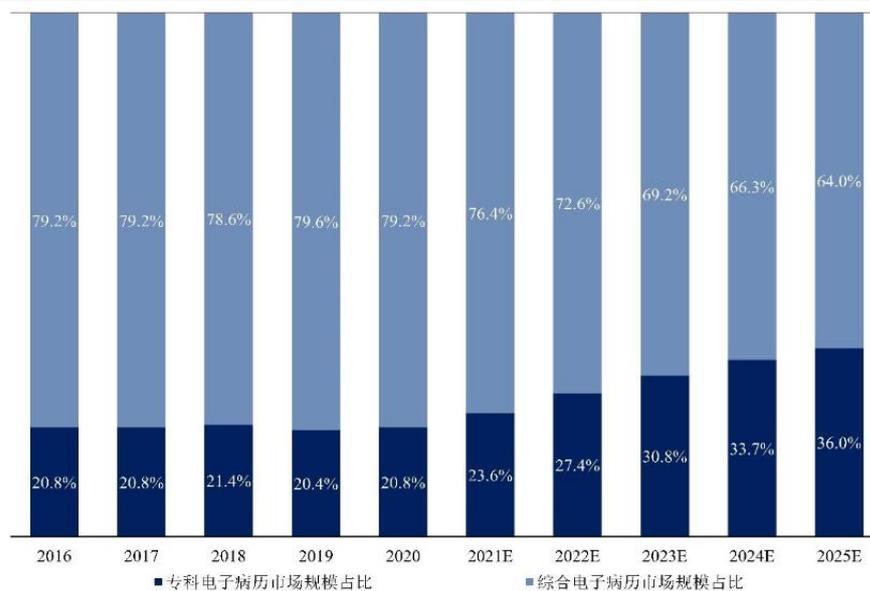
产品名称	应用场景
Epic Stork	产科模块，用于管理门诊患者的妊娠事件，并记录医院的分娩情况。
Epic Radiant	放射学模块，提供文档、胶片跟踪和放射图像查看
Epic Kaleidoscope	眼部护理，允许眼科医生进行眼科检查，并编写处方
Lumens	内窥镜检查，可查看和管理检查报告
Epic Wisdom	适用于口腔科，用于牙周图表、牙齿健康图表、日程安排、治疗计划和风险评估
Epic Cupid	心脏病学实践的模块，有专注于心脏病学护理的特殊临床工具

Epic Bones	为骨科、运动医学提供的模块
Epic Bugsy	感染控制模块，监测有感染风险患者、识别需隔离患者
Beacon Oncology	化疗管理模块，围绕正在接受癌症治疗的患者的治疗计划而建立。
Phoenix	器官移植模块，帮助临床医生跟踪接收者后续任务
Pedigree	遗传学管理，临床医生可管理家族史并获取有关遗传相关疾病信息
Epic OpTime	手术室/手术模块，具有住院手术和门诊日间手术组件

资料来源：Epic，中国银河证券研究院

随着专科需求的个性化和差异化越发明显，专科电子病历市场的结构占比将不断提升。据 Frost&Sullivan 统计，2020 年中国专科电子病历占比为 20.8%，至 2025 年，这一比例将进一步提升至 36.0%。未来，基于海量电子病历数据积累和专科化程度提升，电子病历能够在临床数据治理、智能决策、知识挖掘等方面实现智慧化应用。

图 9：2016-2025 年我国电子病历市场结构变化



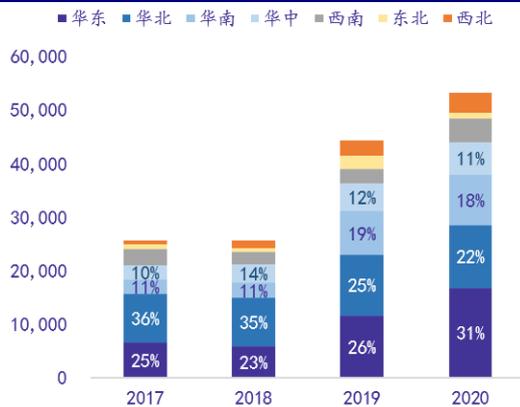
资料来源：Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

二、临床信息化先行者，电子病历领域领头羊

（一）深耕临床信息化，覆盖全国医院千余家

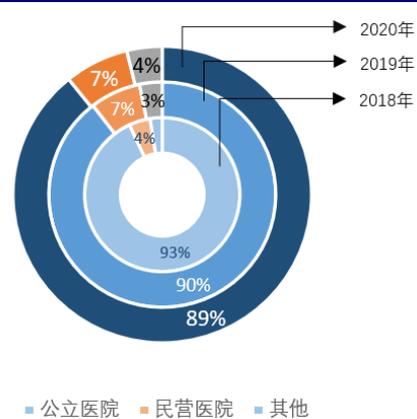
公司是国内最早从事医疗信息化软件研发与产业化的企业之一，长期深耕临床信息化领域，是国内该领域的领军企业之一。经过十余年的发展和投入，公司目前已经形成了具有自主知识产权的医疗信息化核心技术与产品体系，覆盖临床医疗、医院管理、医学科研、医患互动、医养结合、医疗支付优化等产业链环节，致力于向医疗相关机构提供综合信息化解决方案。

图 10：公司全国各区域营收及占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：2018-2020 年客户数量分布稳定



资料来源：CHIMA，中国银河证券研究院

医疗信息化客户遍及全国，收入侧重华东华北，客户以公立医院为主。公司在临床医疗信息化领域拥有长期的领先优势，客户遍布全国所有省市自治区。公司业务起步于华北地区，并逐步实现全国布局及发展，其中华东、华南市场增长较快，2020 年华北、华东、华南三个区域营收在总营业收入的占比达 71%。目前公司已经在全国各地积累了丰富的客户资源与服务经验。公司临床信息化业务覆盖医院客户 1400 余家，其中三甲医院 430 余家，占全国三甲医院比例超过四分之一。近 3 年公司医疗信息化业务客户数量分布稳定，其中公立医院占比约 90%。

（二）产品布局丰富，电子病历稳坐龙头

以电子病历为基础，产品体系不断扩展。公司自 2006 年开始针对电子病历系统进行深入研究和开发，基于电子病历积累的丰富客户资源和对国内医疗信息化领域内客户需求及技术趋势的准确把握，以综合电子病历为核心，利用自主知识产权的编辑器技术和 JHFramework 应用开发框架，横向拓展出移动护理、手麻、ICU、急诊、口腔专科、产科专科等电子病历产品线，纵向基于已有优质用户合作经验和数据优势，利用大数据技术打造医院数据中心，深度挖掘临床应用智能化，实现了从电子病历系统为主的单一产品模式向智慧医院整体解决方案的综合模式的转变，未来整体发展可期。

表 4：嘉和美康业务产品一览

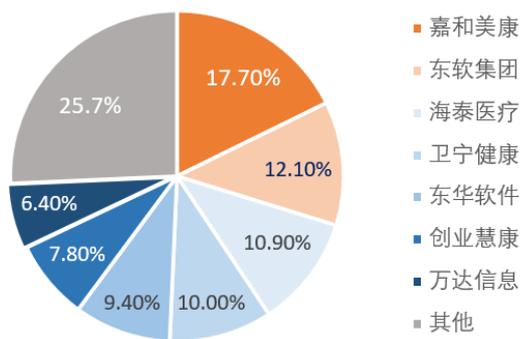
业务类别	产品名称	产品介绍
医疗信息化	自制软件	
	嘉和电子病历平台	分为综合电子病历系统和专科电子病历系统，前者是适用于全院级的综合产品，后者包括口腔、产科电子病历系统，手术麻醉、重症监护、心电信息管理系统。
	医院数据中心	产品包括集成平台、数据中心、数据应用。在实现院内信息互联互通的同时，也为医院提供统一的对外数据服务窗口，支撑大数据和互联网应用。
	智慧医疗产品体系	五大核心产品为：临床辅助决策支持系统（CDSS）、大数据科研分析平台、AI 病历内涵质控系统、智能预问诊系统、智能分诊系统。

	互联网医疗解决方案	包含云病历、互联网医院系统。
	自制软件销售-其他	包含临床研究平台、生物样本库信息系统、HIS、医养结合信息化系统。
	软件开发及技术服务	为客户提供个性化软件开发、技术支持和维护服务
	外购软硬件销售收入	以提供自有软件产品销售及技术服务为主的基础上，向第三方采购软件和硬件并向客户销售。
医疗器械	医疗器械贸易	进口代理销售。
	自制呼吸机	取得国外知名品牌产品在国内的生产授权后，针对本地化需求进行二次开发并生产。

资料来源：嘉和美康招股说明书，中国银河证券研究院整理

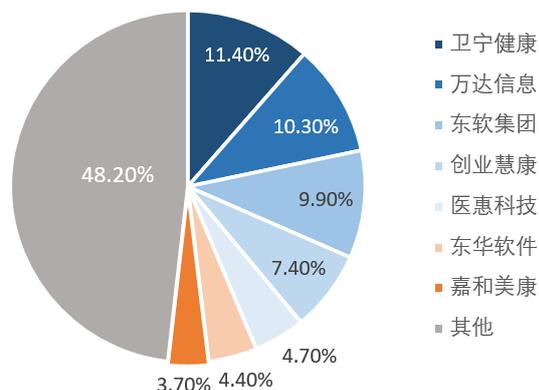
在**先发优势和丰富技术实践经验**加持下，**电子病历业务稳居行业龙头地位**。公司于 2009 年参与国家三级医院电子病历试点工程，积累了大量的电子病历开发实践经验，并受邀参与完成卫生部《基于电子病历的医院信息系统集成平台》的编写。2017 年配合北医三院参与《电子病历系统功能应用水平分级评价方法及标准》的修订工作，成为国家电子病历、互联互通标准制定的参与方之一。截至 2021 年末，公司已累计助力 20 余家医疗机构通过电子病历五级以上认证，数量和规格处于行业领先地位。根据 Frost&Sullivan 数据，公司在 2020 年中国电子病历市场中排名第一。根据 IDC 数据，公司在中国电子病历市场中连续七年排名第一。相较美国电子病历市场，目前我国电子病历市场格局较分散，未来集中度仍有较大提升空间。

图 12：2020 年我国电子病历市场份额



资料来源：Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

图 13：2020 年我国医疗信息化市场份额



资料来源：Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

医疗信息化行业整体集中度不高，“以点带面”或成为未来发展方向。目前我国医疗信息化市场的格局比较分散。根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年，公司在我国医疗信息化市场以 3.7% 的市场份额排名第 7 名，体现出公司在除电子病历之外的市场上的份额仍有较大提升空间。公司以客户需求为导向持续完善产品线，积极面向不同类型的医疗机构客户，在综合电子病历系统的基础上，大力拓展专科电子病历系统，同时针对大型三级医院业务数据整合和利用方面的痛点，逐步研发并推出了医院数据中心、智慧医疗解决方案等产品线。此外，公司还

以当前研究型医院建设发展为导向,采用大数据搜索引擎建立灵活高效的精准定位、秒级响应的数据检索系统,通过智能数据预处理系统实现对多源异构数据的深度治理,建立全流程一体化科研分析平台,满足科研思路挖掘、数据检索与预处理到统计分析等一站式科研需求。总体来看,公司能与行业其他参与者形成差异化竞争,并且针对高中低层次的医疗机构均有产品线覆盖,未来在整体医疗信息化市场的份额有较大提升潜力。

表 5: 嘉和美康可比公司战略规划、主要客户、主要产品对比

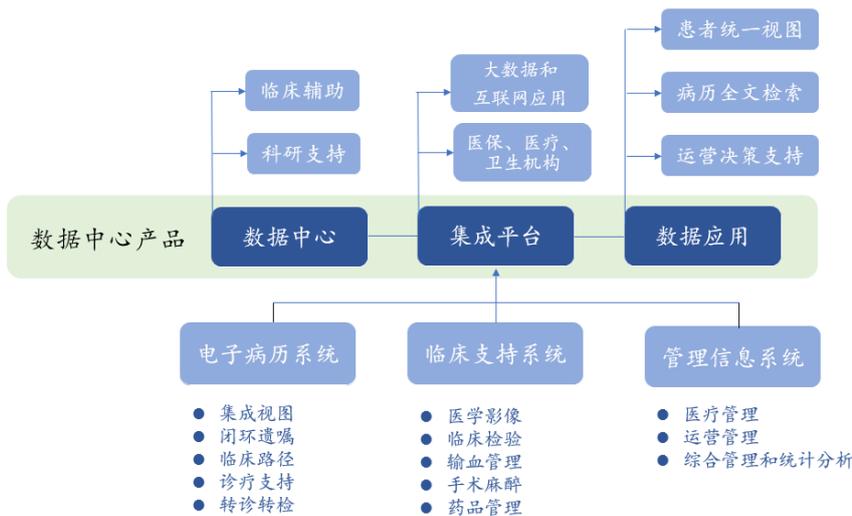
可比公司 (部分)	战略规划	主要客户	主要产品
思创医惠	聚焦于智慧医疗主业,前瞻布局互联互通、物联网、人工智能技术,实现以智能开放平台为核心、从居民到医护人员全人全程可及连贯的差异化智慧医疗信息服务。	国内及港澳地区的大中型医院及其他医疗养老机构。标杆客户多为大型三甲医院,曾有中国首家“双7”医院信息化建设经验。	智慧医院(包括电子病历、临床业务系统,物联网开放平台,医院运营管理相关系统,医疗大数据及人工智能服务等)、智慧医共体(包括智慧家医、公卫监管系统、疾病控制分析等)、智慧养老、智能制造等。
和仁科技	优化以电子病历&HIS 一体化为核心的新一代医疗信息系统。加大和加深互联网医院的应用深度;紧扣“万物互联”,加强物联网解决方案建设;把控“大数据和人工智能”医疗信息化,深化电子病历系统功能。	聚焦华东、西北地区,华南、西南快速拓展。地方公立医院在 2020 年新增合同额占比为 74.64%,部队医院占 11.37%。客户以三级医院为主,逐步拓展到三级以下医院。	以电子病历为核心的医疗信息系统、城市级智慧医疗解决方案。数字化场景应用系统(包括智慧门诊、智慧住院、智慧医技、智慧手术、智慧重症监护等)。
麦迪科技	在 CIS 业务上,加速形成“手术室”“ICU”“急诊急救”三大板块的发展,逐步将产品向移动化、云端化、智能化、平台化方向发展。在生殖医学医疗服务业务上,以海南玛丽医院为起点,继续扩大行业的整合和布局。	聚焦华东地区,主要客户多为公立医院。2020 年末,麦迪科技终端用户覆盖全国 32 个省份,约 1,900 家医疗机构,其中三级甲等医院超过 500 家。手麻系统在三甲医院市占率 80% 以上。	临床管理信息系统应用软件(包含手术麻醉、ICU、急救信息系统)、临床信息化整体解决方案(包括数字化手术室、数字化急诊急救平台)、辅助生殖医疗服务等。
嘉和美康	专注临床信息化,研发和打造具有临床深度、贴近专科流程的医疗信息化、大数据创新产品及服务。电子病历智能化、专科化、定制化。临床科研一体化智能应用。	起步于华北地区,逐步实现全国发展。客户以公立医院为主。截至 2021 年 6 月 30 日,客户遍布全国所有省市自治区,覆盖医院客户 1,390 余家,其中三甲医院 424 家。	临床信息系统(包括电子病历、医院数据中心、智慧医疗产品体系、互联网医疗解决方案、临床研究平台等),医疗器械业务。

资料来源:嘉和美康招股说明书,各公司年度报告,中国银河证券研究院整理

（三）数据中心和专科电子病历有望成为第二增长极

公司在医院数据中心市场中处于领先地位。公司是国家互联互通测评标准制订参与者，其医院数据中心相关产品经过多年的积累和发展，产品成熟度不断提升，能够快速满足互联互通等相关国家要求，取得了良好的市场口碑。公司医院数据中心产品客户中超过 40 家医院获信息互联互通标准化成熟度测评 4 甲及以上认证，该数量和规格处于行业领先地位。2021 年公司医院数据中心软件销售收入同比增长 39.25%，三年复合增长率达到 77.08%。

图 14：嘉和美康数据中心产品



资料来源：嘉和美康招股书，中国银河证券研究院

公司为专科医院、综合医院定向专科提供具有临床深度、符合专科流程的管理系统，包含手术麻醉、重症监护、心脏电生理、口腔专科电子病历、产科专科电子病历、肿瘤专科电子病历、院前急救信息系统、急诊临床信息系统等，在专科电子病历领域处于行业领先地位。2021 年公司专科电子病历发展加速，专科电子病历销售收入同比增长 143.92%，专科电子病历在整体收入结构中的占比增加 3.32 个百分点。2021 年公司在急救急诊专科领域内推出了急救急诊一体化平台和急诊五大中心信息系统，已在多家三甲医院部署上线，并在一家三甲医院完成验收，稳定运行。此外，公司还推出了 VTE（动脉血栓）风险防控系统，该系统依据静脉血栓栓塞症的最新指南及专家共识，对患者 VTE 风险和出血风险进行自动评估及预警提醒，并推荐相应预防措施，提供 VTE 防控一站式解决方案。2021 年内，VTE 风险防控系统已在国内十余家大型三甲医院上线。

三、多业务增速亮眼，规模效应逐步体现

（一）收入高速增长，毛利率稳中有升

营业收入高速增长，季节性特征明显。近年来公司营业收入高速增长，2021 年公司营业收入达到 6.52 亿元，同比增长 22.58%。2017-2021 年公司营业收入复合增长率为 26.31%，2019-2021 年电子病历平台软件、医院数据中心软件业务复合增长率分别为 47.03%、77.08%。

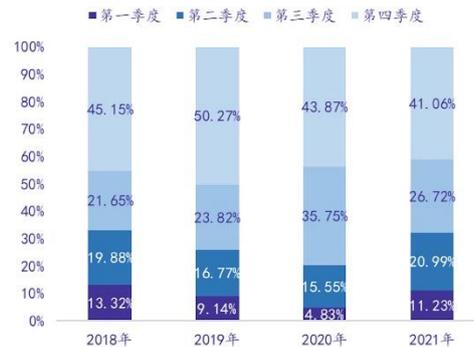
公司营业收入季节性明显,主要集中在下半年度,2021年下半年营业收入占全年收入 67.78%,主要由于公司采用“终验法”确认收入,同时公司客户群体主要为公立医院,大多在下半年进行项目验收或交付确认。

图 15: 2017-2021 年公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 公司营业收入季节性明显

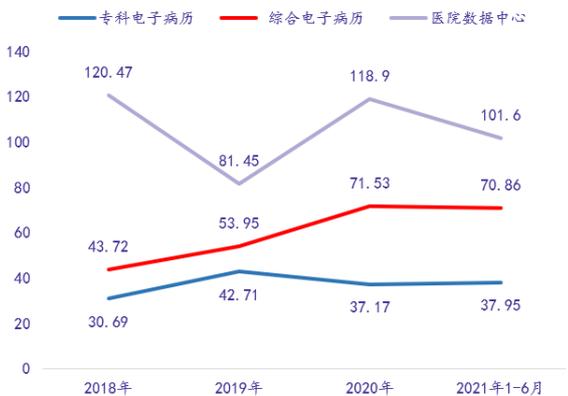


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

产品单价稳中有升。电子病历应用需求的提升及功能模块要求的增多带来产品平均单价的上涨,由 2018 年的平均 43.72 万元/件增长到 2021 年中平均 70.86 万元/件。

毛利率高于可比公司均值,长期呈上升趋势。2019-2021 年公司毛利率保持高于行业均值,2021 年公司毛利率为 51.21%。2020 年毛利率略降主因受新冠疫情影响,导致跨疫情期间的项目实施时间增加,使得人工成本有所上升;另一方面,在电子病历评级、互联互通评级要求政策出台后,各级医院对软件产品提出的应用深度增加、与院内其他系统的对接及配合度需求增加,公司增加人工成本投入及第三方接口配合等技术服务的采购,致使成本上升。从长期来看,公司通过历史交付项目积累了大量可复用模块及项目交付经验,产品化程度提升,相应人工成本降低,毛利率长期呈上升趋势。

图 17: 公司主要产品销售单价 (万元)



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院

图 18: 公司毛利率高于可比公司均值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（二）高研发投入维持技术先进性，规模拓展有望提效降费

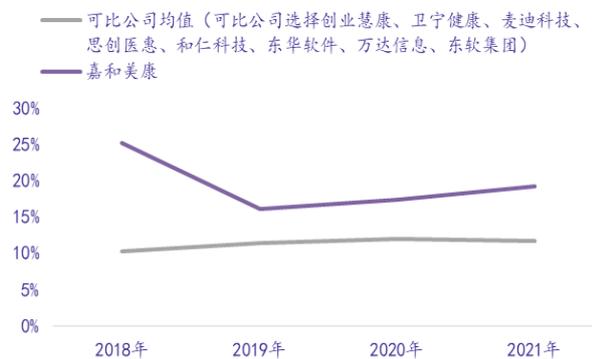
十余年深耕临床信息化，技术积累护航公司发展。公司自 2006 年开始针对电子病历系统进行深入研究和开发，并不断收集用户需求进行优化，积累了大量的临床交互经验，提升了医生使用体验度和科研数据应用便捷度。公司在系统架构设计、病历数据记录方式、病历生成方法多个关键技术点上拥有多项发明专利，截至 2021 年 12 月 31 日发行人在医疗信息化方面拥有已授权发明专利 20 项，实用新型专利授权 12 项，外观设计专利授权 17 项，软件著作权 670 项。

图 19：2017-2021 年公司期间费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 20：公司研发费用率高于可比公司均值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

大力投入研发，保障持续创新。公司研发费用率多年显著高于同行业上市公司平均水平，2021 年公司研发费用率为 19.24%，明显高于可比公司均值 11.71%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司共拥有研发人员和技术人员 692 名，占员工总数的比例为 34.90%。公司于 2021 年 12 月 14 日在科创板 IPO，据招股说明书披露，上市募集资金投入将重点围绕综合电子病历的升级、专科电子病历的研发，以及数据中心升级改造等，在电子病历及数据中心领域的竞争力有望巩固并提升。

表 6：嘉和美康募集资金投资项目

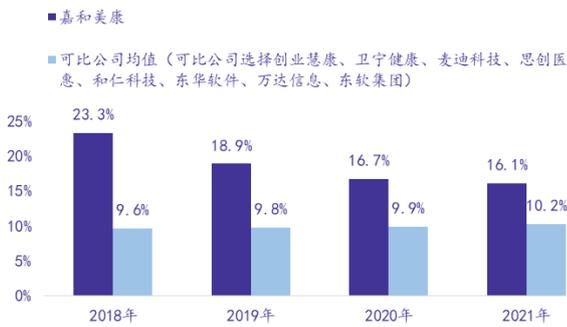
项目名称	预计总投资额	预计募集资金使用额
专科电子病历研发项目（急诊急救方向、妇幼专科方向）	20,979.81	20,979.81
综合电子病历升级改造项目	16,756.30	16,756.30
数据中心升级改造项目	14,979.78	14,979.78
补充营运资金	22,284.11	22,284.11
合计	75,000.00	75,000.00

资料来源：嘉和美康招股说明书，中国银河证券研究院

销售费用及管理费用控制水平逐年提升，营收规模快速扩大有望提效降费。2018-2021 年公司的销售费用率为 23.3%/18.9%/16.7%/16.1%，行业可比公司均值为 9.6%/9.8%/9.9%/10.2%；公司的管理费用率为 19.2%/14.4%/10.8%/9.9%，行业可比公司均值为 11.5%/11.1%/10.7%/10.7%。公司的医疗信息化业务正处于规模化阶段，市场投入和管理投入增多，销售团队分为综合线和专科线，针对专科电子病历销售有望增强。2020 年公司人均薪

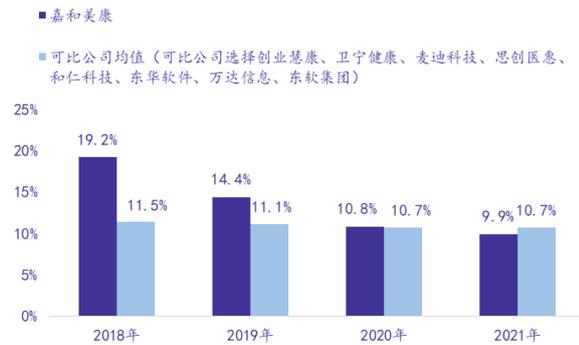
酬为 20.72 万元/人，处于行业较高水平，致使管理费用率略高于可比公司。2021 年，随着公司营收规模不断扩大，规模效应显现，管理费用率首次低于行业可比公司均值，未来销售费用率和管理费用率有望持续下降。

图 21：公司销售费用率高于可比公司均值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22：公司管理费用率高于可比公司均值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）盈利能力不断改善

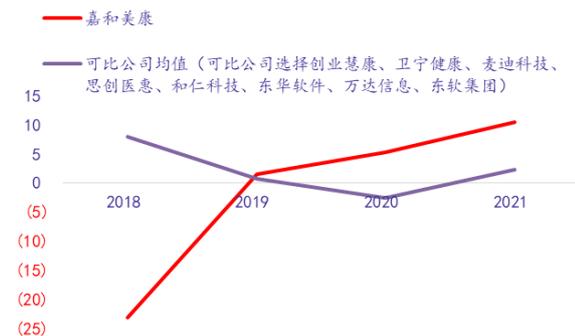
公司 2018-2021 年净利率分别为 -28.33%/-0.18%/2.39%/5.05%，ROE 分别为 -23.18%/1.47%/5.31%/10.57%，同业可比公司 ROE 均值分别为 8.06%/0.84%/-2.51%/2.29%。由于公司收入规模增速较快，同时毛利率稳中有升，期间费用率逐渐降低，盈利能力不断改善，ROE 优于行业均值并不断提升。

图 23：2017-2021 年公司净利率与毛利率走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 24：2017-2021 年公司 ROE 不断改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值分析

医疗信息化政策持续推进，公司在临床信息化领域具有领先地位和技术优势，有望保持综

合电子病历方向的优势,并以数据中心和专科电子病历为第二增长极,收入有望迎来快速增长,我们预测公司 2022-2024 年医疗信息化收入增长率为 40%/35%/30%;因医疗器械业务并非公司主要发展方向,预测 2022-2024 年医疗器械收入增长率为 0%/0%/0%。

表 7: 嘉和美康各项业务收入及预测

业务类型		2021	2022E	2023E	2024E
医疗信息化	营业收入(百万元)	642.00	898.80	1213.38	1577.39
	增长率(%)	27.13%	40.00%	35.00%	30.00%
医疗器械	营业收入(百万元)	9.00	9.00	9.00	9.00
	增长率(%)	-65.38%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	营业收入(百万元)	651.94	907.80	1222.38	1586.39
	增长率(%)	22.58%	39.25%	34.65%	29.78%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基于此,我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 9.08/12.22/15.86 亿元,同比增长 39.25%/34.65%/29.78%;实现归母净利润 0.97/1.36/1.79 亿元,同比增长 96.08%/39.25%/31.76%;对应 PE 分别为 38.42/27.62/20.97 倍。

我们选取了医疗 IT 领域的公司作为可比公司,根据 wind 一致预测,卫宁健康、创业慧康、东软集团、万达信息这 4 家公司 2022-2024 年的动态 PE 的平均值分别为 46.04/28.11/20.22 倍。嘉和美康的估值相对较低,且具有较好的成长性。

表 8: PE 估值法

2022/7/25			EPS (元)				PE			
股票代码	公司名称	股价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300168.SZ	万达信息	9.26	0.06	0.09	0.21	0.34	154.33	97.58	44.50	27.25
300253.SZ	卫宁健康	7.89	0.18	0.23	0.30	0.38	44.70	33.89	26.24	20.81
600718.SH	东软集团	11.01	0.98	0.34	0.42	0.54	11.23	32.58	25.99	20.54
300451.SZ	创业慧康	6.89	0.27	0.34	0.44	0.56	25.52	20.12	15.70	12.27
		均值						46.04	28.11	20.22

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议

我们预计公司 2022-2024 分别实现营业收入 9.08/12.22/15.86 亿元,同比增长 39.25%/34.65%/29.78%;实现归母净利润 0.97/1.36/1.79 亿元,同比增长 96.08%/39.25%/31.76%;当前股价对应 PE 分别为 38.42/27.62/20.97 倍。首次覆盖,给予“推荐”评级。

六、风险提示

1、疫情影响超预期的风险：如果未来国内新冠疫情出现反复或加剧，将影响公司医疗信息化业务的实施和交付进度，进而导致公司营业收入下降、业绩下滑，对公司的盈利能力造成不利影响。

2、医疗信息化政策推进不及预期的风险：公司业务发展与医疗卫生行业信息化进程密切相关，受医疗信息化政策影响较大。如果国家及各级地方卫健委等对电子病历评级、互联互通评级等医疗信息化产品的政策发生变化，对医疗信息化政策力度减弱，或对公司经营造成不利影响。

3、市场竞争加剧的风险：在国家大力推进医改和医疗卫生信息化的背景下，国内从事医疗信息化的企业纷纷加大投入抢占市场，进入该领域的公司也不断增加，市场竞争较为激烈，如果未来市场竞争加剧出现价格下降的情况，或对公司经营造成不利影响。

财务预测表

利润表

单位：百万元

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	651.94	907.92	1222.58	1586.69
营业成本	318.09	440.68	587.22	754.10
营业税金及附加	7.48	10.82	15.13	18.91
营业费用	104.68	145.27	193.17	247.52
管理费用	64.65	83.53	107.59	136.46
财务费用	4.75	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-22.73	-0.28	-0.37	-0.21
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	26.57	97.64	135.86	178.91
营业外收入	0.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	26.43	97.64	135.86	178.91
所得税	-6.51	0.00	0.00	0.00
净利润	32.94	97.64	135.86	178.91
少数股东损益	-16.70	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	49.64	97.64	135.86	178.91
EBITDA	44.98	70.91	111.91	156.24
EPS (元)	0.36	0.71	0.99	1.30

现金流量表

单位：百万元

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-197.49	174.96	-187.31	-48.48
净利润	32.94	97.64	135.86	178.91
折旧摊销	13.36	9.37	12.50	8.97
财务费用	6.11	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.04	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-265.96	67.73	-335.89	-236.46
其它	16.03	0.21	0.23	0.09
投资活动现金流	-161.56	-18.96	-25.23	-19.34
资本支出	-16.45	-18.96	-25.23	-19.34
长期投资	-145.11	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1304.69	-14.11	-19.65	-27.24
短期借款	67.86	-14.11	-19.65	-27.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1236.83	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	945.64	141.89	-232.19	-95.06

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	651.94	907.92	1222.58	1586.69
EBITDA(亿元)	44.98	70.91	111.91	156.24
收入增长率%	22.58%	39.26%	34.66%	29.78%
净利润(亿元)	49.64	97.64	135.86	178.91
摊薄 EPS(元)	0.36	0.71	0.99	1.30
PE	101.56	38.42	27.62	20.97
EV/EBITDA(X)	87.57	35.16	24.18	17.75
PB	2.91	2.05	1.91	1.75
ROIC	0.02	0.03	0.05	0.06
总资产周转率	0.27	0.32	0.40	0.45

资产负债表

单位：百万元

	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2269.02	2611.01	2855.63	3282.80
现金	1273.52	1415.41	1183.23	1088.16
应收账款	250.60	393.13	501.62	649.32
其它应收款	36.40	67.94	85.48	106.09
预付账款	85.26	98.70	134.22	181.14
存货	400.78	460.92	649.42	857.62
其他	222.45	174.90	301.67	400.48
非流动资产	175.85	185.23	197.73	208.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	9.98	13.30	17.73	21.22
无形资产	18.15	24.19	32.26	39.06
其他	147.73	147.73	147.73	147.73
资产总计	2444.87	2796.23	3053.36	3490.81
流动负债	629.42	883.15	1004.41	1262.95
短期借款	161.24	147.13	127.48	100.24
应付账款	166.06	187.53	266.27	352.17
其他	302.13	548.49	610.67	810.53
非流动负债	20.84	20.84	20.84	20.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.84	20.84	20.84	20.84
负债合计	650.27	903.99	1025.25	1283.79
少数股东权益	59.65	59.65	59.65	59.65
归属母公司股东权益	1734.96	1832.60	1968.46	2147.37
负债和股东权益	2444.87	2796.23	3053.36	3490.81

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	22.58%	39.26%	34.66%	29.78%
营业利润	129.52%	267.46%	39.14%	31.69%
归属母公司净利润	133.42%	96.71%	39.14%	31.69%
毛利率	51.21%	51.46%	51.97%	52.47%
净利率	7.61%	10.75%	11.11%	11.28%
ROE	2.86%	5.33%	6.90%	8.33%
ROIC	2.00%	3.00%	4.59%	6.35%
资产负债率	26.60%	32.33%	33.58%	36.78%
净负债比率	36.23%	47.77%	50.55%	58.17%
流动比率	3.60	2.96	2.84	2.60
速动比率	2.50	2.14	1.78	1.47
总资产周转率	0.27	0.32	0.40	0.45
应收帐款周转率	2.60	2.31	2.44	2.44
应付帐款周转率	3.93	4.84	4.59	4.51
每股收益	0.36	0.71	0.99	1.30
每股经营现金	-1.43	1.27	-1.36	-0.35
每股净资产	12.58	13.29	14.28	15.57
P/E	101.56	38.42	27.62	20.97
P/B	2.91	2.05	1.91	1.75
EV/EBITDA	87.57	35.16	24.18	17.75
PS	4.30	3.09	2.29	1.77

资料来源：Wind，银河证券研究院整理

插图目录

图 1: 2016-2025 年我国电子病历市场规模及增速预测	1
图 2: 2018-2020 年我国医院电子病历评级情况	2
图 3: DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划	2
图 4: DRG/DIP 信息采集需求	3
图 5: 2016-2025 年中国医疗数据中心市场规模及增速	5
图 6: 美国电子病历市场份额持续向头部集中	6
图 7: 2020 年全美医院床位覆盖占比	6
图 8: 2020 年 Epic 用户净增长, Cerner 用户净流失	7
图 9: 2016-2025 年我国电子病历市场结构变化	8
图 10: 公司全国各区域营收及占比	9
图 11: 2018-2020 年客户数量分布稳定	9
图 12: 2020 年我国电子病历市场份额	10
图 13: 2020 年我国医疗信息化市场份额	10
图 14: 嘉和美康数据中心产品	12
图 15: 2017-2021 年公司营业收入及增速	13
图 16: 公司营业收入季节性明显	13
图 17: 公司主要产品销售单价 (万元)	13
图 18: 公司毛利率高于可比公司均值	13
图 19: 2017-2021 年公司期间费用率	14
图 20: 公司研发费用率高于可比公司均值	14
图 21: 公司销售费用率高于可比公司均值	15
图 22: 公司管理费用率高于可比公司均值	15
图 23: 2017-2021 年公司净利率与毛利率走势	15
图 24: 2017-2021 年公司 ROE 不断改善	15

表格目录

表 1: 我国电子病历系统分级标准	3
表 2: 2022-2025 年电子病历及全院信息化建设市场增量空间测算	6
表 3: Epic 电子病历产品专科化功能完善	7
表 4: 嘉和美康业务产品一览	9
表 5: 嘉和美康可比公司战略规划、主要客户、主要产品对比	11
表 6: 嘉和美康募集资金投资项目	14
表 7: 嘉和美康各项业务收入及预测	16
表 8: PE 估值法	16

分析师承诺及简介

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人

北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

邹文倩 计算机/科创板团队分析师

复旦大学金融硕士，复旦大学理学学士；2016年加入中国银河证券研究院；2016年新财富入围团队成员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn