

# 盈康生命 (300143.SZ) 营收利润双增长，医疗服务板块盈利能力持续提升

2022年08月25日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**蔡明子（分析师）**
**龙永茂（联系人）**

caimingzi@kysec.cn

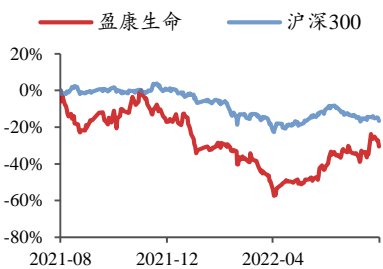
longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2022/8/25
当前股价(元)	12.00
一年最高最低(元)	17.28/6.98
总市值(亿元)	77.04
流通市值(亿元)	65.52
总股本(亿股)	6.42
流通股本(亿股)	5.46
近3个月换手率(%)	99.24

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《海尔进一步赋能增强公司资金实力，全方位助力业务发展——公司信息更新报告》-2022.8.14

《疫情下业绩短期承压，Q1经营趋势向好——公司信息更新报告》-2022.5.4

《拟托管永慈医院解决同业竞争，进一步打造差异化康复医疗能力——公司信息更新报告》-2022.3.8

### ● 营收利润双增长，医疗服务板块盈利能力持续提升

8月23日，公司发布2022半年报：2022H1公司实现营收5.75亿元（+7.34%，增速为公司追溯调整后口径，下同）；归母净利润0.47亿元（+13.71%）；扣非净利润0.45亿元（+715.34%）；经营现金流净额0.32亿元（-69.08%）；EPS 0.07元/股（+0.01元/股）。公司业绩符合我们的预期。海尔控股后公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道，深入推进“1+N+n+H”布局，器械+服务一体化提升规模效应，未来扩张空间大，我们上调2022-2024年盈利预测，预计2022-2024年归母净利润分别为1.41（原1.13）/1.79（原1.44）/2.28亿元（原1.88），EPS分别为0.22/0.28/0.36元，当前股价对应P/E分别为54.8/43.1/33.8倍，维持“买入”评级。

### ● 医疗服务板块持续提升服务能力，器械板块拓宽医疗设备的研发和创新领域

**医疗服务板块：**公司在海尔控股后，服务能力持续提升，服务网络不断完善。公司将持续拓展肿瘤新技术、新产品、新模式、新服务；围绕五大经济圈布局，持续推进区域医疗中心的落地；此外，海尔拥有丰富的优质医院资产，出于同业竞争承诺未来有望注入公司，增厚公司业绩。**医疗器械板块：**拓宽医疗设备的研发和创新领域。公司积极布局前瞻技术方向，从肿瘤治疗向康复领域和诊断领域积极探索，并且持续增强研发体系的厚度，从整体上搭建了1+5的研发体系。

### ● 大股东拟认购定增10亿赋能公司，推进五大经济圈区域医疗中心布局

8月12日，公司发布《2022年向特定对象发行股票预案》，预计募集资金总额不超过10亿元（含本数）用于补充流动资金。盈康医投以现金认购公司向特定对象发行的股份，发行价格为8.99元/股。**公司向盈康医投发行股票募集资金，将对公司业务发展全方位助力：**增强公司资金实力，拓宽产业链；助力公司推进五大经济圈区域医疗中心布局，提高市场地位；提升精益化管理水平；优化资本结构，提高抗风险能力；稳固公司股权结构，提升公司控制权稳定性。

### ● 风险提示：并购医院业绩不及预期，伽玛刀销售不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,029	1,090	1,238	1,508	1,904
YOY(%)	79.6	5.9	13.6	21.8	26.3
归母净利润(百万元)	149	-364	141	179	228
YOY(%)	121.1	-345.1	138.6	27.2	27.6
毛利率(%)	27.5	23.9	27.1	27.1	27.5
净利率(%)	14.6	-32.7	12.2	12.0	12.2
ROE(%)	5.7	-19.7	7.7	8.4	9.8
EPS(摊薄/元)	0.23	-0.57	0.22	0.28	0.36
P/E(倍)	51.9	-21.2	54.8	43.1	33.8
P/B(倍)	3.0	4.3	4.0	3.7	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 营收利润双增长，医疗服务板块盈利能力持续提升.....	3
2、 医疗服务板块持续完善医疗服务网络、提升服务能力，器械板块拓宽医疗设备的研发和创新领域 .....	4
2.1、 医疗服务板块：公司在海尔控股后，服务能力持续提升，服务网络不断完善 .....	4
2.2、 医疗器械板块：拓宽医疗设备的研发和创新领域.....	5
3、 大股东拟认购定增 10 亿赋能公司资金实力，推进五大经济圈区域医疗中心布局，稳固公司股权结构 .....	5
4、 盈利预测与投资建议 .....	5
5、 风险提示 .....	6
附：财务预测摘要 .....	7
表 1： 2022H1 体内医院营收均实现增长，苏州广慈医院业绩增长迅速.....	3
表 2： 盈康生命盈利预测 .....	6

## 1、营收利润双增长，医疗服务板块盈利能力持续提升

8月23日，公司发布2022半年报：2022H1公司实现营收5.75亿元（+7.34%，增速为公司追溯调整后口径，下同）；归母净利润0.47亿元（+13.71%）；扣非净利润0.45亿元（+715.34%）；经营现金流净额0.32亿元（-69.08%）；EPS0.07元/股（+0.01元/股）。公司业绩符合我们的预期。

分季度看，公司Q1/Q2收入分别为2.68亿元（+10.72%，分季度增速为追溯调整后数据，下同）、3.07亿元（+4.57%）；归母净利润分别为0.24亿元（+30.56%）、0.23亿元（+0.25%）；扣非净利润分别为0.25亿元（+257.62%）、0.20亿元（+713.41%）。

2022H1公司营收、利润稳健增长。扣非净利润同比增长+715.34%，主要是2021H1同一控制下企业合并产生的子公司当期净损益计入非经常性损益以及处置亏损子公司后亏损减少所致，2021H1公司将长沙盈康、杭州怡康、长春盈康剥离至大股东旗下进行孵化。

分板块看，2022H1医疗服务营收5.16亿元（+0.46%），收入基本持平，主要是由于上半年公司医院所在地区疫情反复，客流受到影响，其中友谊医院营收为2.21亿元（+2.01%），净利润为0.43亿元，净利率为19.34%，维持较高盈利水平；友方医院营收为4391.7万元（+4.94%），净利润为515.06万元（-55.9%），净利率为11.73%（-16.17pct），净利率下滑主要是受到疫情影响；苏州广慈医院营收为2.44亿元（+3.11%），净利润为0.25亿元（+37.26%），净利率为10.27%（+2.56pct），主要原因是医疗服务收入增加及组织运营费降低。2022H1医疗器械营收0.58亿元（+172.29%），主要是经销商品及伽玛刀换源销量增加所致，其中经销商品营收0.44亿元（+372.86%），我们预计与公司拓宽经销商品产品线有关，伽玛刀营收0.13亿元（+30.52%）。

**表1：2022H1体内医院营收均实现增长，苏州广慈医院业绩增长迅速**

	2021H1	2022H1
四川友谊医院	营收（百万元）	216.71
	YOY	-
	净利润（百万元）	-
	YOY	-
重庆友方医院	净利率	19.34%
	营收（百万元）	41.85
	YOY	0.21
	净利润（百万元）	11.68
苏州广慈医院	YOY	-55.90%
	净利率	27.90%
	营收（百万元）	236.82
	YOY	-
苏州广慈医院	净利润（百万元）	18.27
	YOY	-
	净利率	7.71%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

从盈利能力来看，2022H1 公司毛利率为 27.45% (-2.36pct)，净利率为 8.67% (-1.12pct)，主要是受到器械板块影响，2022H1 医疗器械板块毛利率 21.23% (-12.35%)，我们预计与毛利率较低的经销商品销售占比较大有关；**2022H1 医疗服务毛利率提升明显，为 27.03% (+3.2pct)**，苏州广慈医院净利率达到 10.27%，较 2021H1 提升 2.56pct，对医疗服务盈利水平拉动力较强。

从费用率来看，2022H1 销售费用率为 2.48% (-1.92pct)，主要是医疗器械产品的市场扩展费用增加所致；管理费用率为 11.61% (-5.25pct)，财务费用率为 0.21% (-2.75pct)，主要是 2021 年处置子公司后 2022H1 租赁相关的未确认融资费用摊销减少所致，研发费用率为 1.59% (-2.66pct)。

从现金流来看，2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.32 亿元，同比减少 69.08%，主要是购买商品、接受劳务支付的款项增加及因医保对接系统调整使得医保回款延迟所致；投资活动产生的现金流量净额为-3.33 亿元，同比减少 79.91%，主要是 2021H1 收到业绩补偿款所致；筹资活动产生的现金流量净额为-0.13 亿元，同比增加 93.13%，主要是 2021H1 偿还银行借款所致，由此公司现金及现金等价物有所减少。

## 2、医疗服务板块持续完善医疗服务网络、提升服务能力，器械板块拓宽医疗设备的研发和创新领域

### 2.1、医疗服务板块：公司在海尔控股后，服务能力持续提升，服务网络不断完善

**持续拓展肿瘤新技术、新产品、新模式、新服务，业务量增长显著。**2022H1 公司旗下肿瘤场景累计开展新技术 28 项。在肿瘤放疗优势下，进一步发展手术治疗，普外科作为省重点专科不断提升手术能力，三、四级手术占比达 78%，肿瘤收入同比增长 30%，手术量同比上升 47%。其中广慈医院引入微创治疗技术创日间手术服务，实现当天手术当天出院（腔镜 5-7 天出院），开展周末手术，实现患者 0 等待，以点带面，推动肿瘤外科体系的发展，2022H1 广慈跑赢行业逆势增长，肿瘤收入同比增长 30%，手术量同比上升 47%。

在保持肿瘤大学科能力不断提升的基础上，持续建设康复大学科、心脏大学科，开展学科交流活动。心脏大学科建设过程中，加强运城第一医院与区域内 50 多家医院的技术协作、手术扶持、提升区域整体医疗服务水平；并成功将运城第一医院的心脏学科复制到四川友谊医院，实现了平台内心脏学科能力的一致性以及优势学科和优质医疗资源的跨区域流转，并实现业务量的高速增长，同比提升 147%；旗下医院各学科（21 个学科）在上半年度实现了常态化的病种管理和学术交流，在两个一致性方面输出标准化诊疗流程。

**围绕五大经济圈布局，持续推进区域医疗中心的落地。**公司旗下医院与当地多家大型三级甲等医院、二级医院及基层医疗机构分别建立双向转诊服务，资源共享。运城第一医院建立了涵盖 50 多家医疗机构的医联体网络；四川友谊医院与成都美年大健康共建医联体；苏州广慈医院的二期建设计划稳步推进中。

**通过托管形式持续优化服务网络结构，形成协同。**公司已将长沙盈康、杭州怡康、长春盈康剥离至体外进行孵化，并协议约定将长春盈康医院托管给友谊医院进

行管理和运营，待3家医院具备稳定的盈利能力后，公司享有优先权可以择机收购，完善公司医疗服务业务布局并增厚经营业绩，实现公司长期稳健发展；2021年12月13日协议约定盈康医投将盈康运城医院委托给友谊医院进行管理和运营，自2022年1月1日起，委托管理期限为3年，运城医院的托管有望助力公司落实西北经济圈旗舰医疗中心布局；上海永慈医院于2022年3月7日托管至公司，进一步拓展线下康复场景的布局，为肿瘤患者打造疗效体验差异化。

海尔拥有丰富的优质医院资产，出于同业竞争承诺未来有望注入公司，增厚公司业绩。除上市公司外，截至2022H1海尔集团间接控制和参股的医院共15家，其中综合医院2家，肿瘤特色/专科医院5家，康复医院2家，养老护理院5家，高端诊疗医院1家。多家体外医院具备独立运营能力，且处在业务扩张阶段，未来体外医院有望注入为公司贡献业绩。

## 2.2、医疗器械板块：拓宽医疗设备的研发和创新领域

公司聚焦肿瘤产业链的预/诊/治/康，开展产品的研发和创新，公司持续加大医疗设备布局，不断拓宽产品线：

公司积极布局前瞻技术方向，从肿瘤治疗向康复领域和诊断领域积极探索。2022H1公司通过玛西普收购爱里科森100%股权，收购价格3000万元，获得体外短波治疗仪产品注册证和生产许可证，实现向康复领域延伸，补足产品线的同时，在市场上形成短、中、长期的销售循环。

持续增强研发体系的厚度。基于公司战略，公司从整体上搭建了1+5的研发体系，一个共享平台包括产品预研、产品注册、科技政策和技术管理四大模块，5大研发平台包括脑部解决方案、体部解决方案、医用液体解决方案、家庭健康解决方案和智慧体验云解决方案。新的架构对公司储存新的产品研发技术、研发新产品上市提供了坚实的组织和机制保障。

## 3、大股东拟认购定增10亿赋能公司资金实力，推进五大经济圈区域医疗中心布局，稳固公司股权结构

8月12日，公司发布《2022年向特定对象发行股票预案》，预计募集资金总额不超过10亿元（含本数）用于补充流动资金。盈康医投以现金认购公司向特定对象发行的股份，发行价格为8.99元/股。公司向盈康医投发行股票募集资金，将对公司业务发展全方位助力：（1）增强公司资金实力，拓宽产业链，提升服务能力，扩大用户规模；（2）助力公司把握行业发展机会，推进五大经济圈区域医疗中心布局，提高市场地位；（3）进一步优化管理/运营/协同模式，提升精益化管理水平；（4）优化资本结构，提高抗风险能力，减少财务风险和经营压力，进一步提升公司的盈利水平，增强公司长期可持续发展能力；（5）有利于稳固公司股权结构，提升公司控制权稳定性，本次发行完成后，不考虑其他因素影响，盈康医投可直接支配的表决权合计占公司股份表决权总数的48.59%，有助于巩固控股股东的地位，提升和维护公司控制权的稳定，保障公司的长期持续稳定发展，维护公司中小股东的利益。

## 4、盈利预测与投资建议

海尔控股后公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道，深入推进“1+N+n+H”布局，器械+服务一体化提升规模效应，未来扩张空间大，我们上调2022-2024年盈利预测，预计

2022-2024 年归母净利润分别为 1.41 (原 1.13) /1.79 (原 1.44) /2.28 亿元 (原 1.88)，EPS 分别为 0.22/0.28/0.36 元，当前股价对应 P/E 分别为 54.8/43.1/33.8 倍，维持“买入”评级。

表2：盈康生命盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,029	1,090	1,238	1,508	1,904
YOY(%)	79.6	5.9	13.6	21.8	26.3
归母净利润(百万元)	149	-364	141	179	228
YOY(%)	121.1	-345.1	138.6	27.2	27.6
毛利率(%)	27.5	23.9	27.1	27.1	27.5
净利率(%)	14.6	-32.7	12.2	12.0	12.2
ROE(%)	5.7	-19.7	7.7	8.4	9.8
EPS(摊薄/元)	0.23	-0.57	0.22	0.28	0.36
P/E(倍)	51.9	-21.2	54.8	43.1	33.8
P/B(倍)	3.0	4.3	4.0	3.7	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 5、风险提示

并购医院业绩不及预期，伽玛刀销售不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1097	898	974	1089	1617
现金	517	662	453	620	898
应收票据及应收账款	204	155	285	274	402
其他应收款	16	17	36	23	45
预付账款	19	20	44	26	56
存货	38	39	77	49	95
其他流动资产	303	6	78	98	121
<b>非流动资产</b>	2309	1575	1939	1870	1970
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	198	156	174	213	268
无形资产	98	101	89	74	56
其他非流动资产	2013	1319	1676	1583	1646
<b>资产总计</b>	3406	2473	2913	2960	3588
<b>流动负债</b>	298	556	820	679	1047
短期借款	0	100	493	301	454
应付票据及应付账款	120	107	172	162	236
其他流动负债	177	349	155	216	357
<b>非流动负债</b>	482	112	137	145	173
长期借款	180	0	25	9	8
其他非流动负债	301	112	112	135	165
<b>负债合计</b>	779	668	957	823	1220
少数股东权益	30	32	42	44	47
股本	642	642	642	642	642
资本公积	2598	2190	2190	2190	2190
留存收益	-644	-1008	-858	-677	-445
<b>归属母公司股东权益</b>	2597	1774	1914	2093	2321
<b>负债和股东权益</b>	3406	2473	2913	2960	3588

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	85	126	-120	379	306
净利润	150	-356	151	180	232
折旧摊销	51	49	40	47	57
财务费用	17	13	23	33	31
投资损失	-3	-72	-4	-3	-4
营运资金变动	-167	3	-319	132	6
其他经营现金流	38	489	-10	-11	-16
<b>投资活动现金流</b>	-208	230	-473	5	-178
资本支出	63	56	422	-74	93
长期投资	-150	150	-0	-0	-0
其他投资现金流	5	137	-51	-68	-85
<b>筹资活动现金流</b>	497	-211	-64	-14	-8
短期借款	-80	100	393	-192	153
长期借款	-70	-180	25	-16	-2
普通股增加	96	0	0	0	0
资本公积增加	993	-408	0	0	0
其他筹资现金流	-442	278	-482	193	-159
<b>现金净增加额</b>	374	145	-657	370	120

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1029	1090	1238	1508	1904
营业成本	746	829	903	1098	1381
营业税金及附加	2	1	3	3	4
营业费用	14	26	15	20	25
管理费用	139	133	149	182	230
研发费用	17	29	16	21	27
财务费用	17	13	23	33	31
资产减值损失	-25	-451	0	0	0
其他收益	6	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	72	4	3	4
资产处置收益	-1	0	-0	-0	-1
<b>营业利润</b>	70	-325	130	147	198
营业外收入	138	12	44	54	62
营业外支出	7	11	8	10	9
<b>利润总额</b>	201	-325	166	190	251
所得税	51	32	16	10	19
<b>净利润</b>	150	-356	151	180	232
少数股东损益	1	8	10	2	4
<b>归属母公司净利润</b>	149	-364	141	179	228
EBITDA	248	-290	208	246	309
EPS(元)	0.23	-0.57	0.22	0.28	0.36

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	79.6	5.9	13.6	21.8	26.3
营业利润(%)	110.4	-566.3	140.1	12.3	35.1
归属于母公司净利润(%)	121.1	-345.1	138.6	27.2	27.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.5	23.9	27.1	27.1	27.5
净利率(%)	14.6	-32.7	12.2	12.0	12.2
ROE(%)	5.7	-19.7	7.7	8.4	9.8
ROIC(%)	7.3	-30.6	8.0	11.2	13.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.9	27.0	32.9	27.8	34.0
净负债比率(%)	-10.0	-30.1	3.7	-14.2	-18.1
流动比率	3.7	1.6	1.2	1.6	1.5
速动比率	3.5	1.5	1.0	1.5	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	5.4	6.1	5.6	5.4	5.6
应付账款周转率	7.4	7.3	6.5	6.6	6.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.23	-0.57	0.22	0.28	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.20	-0.19	0.59	0.48
每股净资产(最新摊薄)	4.04	2.76	2.98	3.26	3.61
<b>估值比率</b>					
P/E	51.9	-21.2	54.8	43.1	33.8
P/B	3.0	4.3	4.0	3.7	3.3
EV/EBITDA	28.9	-24.9	37.2	29.9	23.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn