

06078.HK 海吉亚医疗

港股通 (深)

增持 (维持)

2023 年业绩符合预期，并购整合高效

2024 年 05 月 17 日

投资要点

- 海吉亚医疗发布 2023 年年报。公司 2023 年实现营业总收入 40.77 亿元，同比增长 27.4%；实现净利润 6.85 亿元，同比增长 42.1%；实现经调整净利润 7.13 亿元，同比增长 17.5%。公司 2023 年下半年实现营收 23.17 亿元，同比增长 38.8%；实现净利润 3.50 亿元，同比增长 38.0%；实现经调整净利润 3.67 亿元，同比增长 19.8%。2023 年公司 ROE 为 12.24%，同比提升 2.0pp。
- 2023 年医院业务持续良性增长，肿瘤特色进一步增强。2023 年，公司医院业务收入 38.90 亿元，同比增长 28.5%，其中住院服务收入 25.39 亿元，同比增长 31.6%，门诊服务收入 13.51 亿元，同比增长 23.1%。2023 年，公司肿瘤业务实现收入 17.78 亿元，同比增长 23.6%；共完成手术 83770 例，同比增长 34.6%，其中三、四级手术及介入手术占比均进一步提升。
- 外延扩张持续，并购整合高效，2024 年业绩有望增厚。2023 年公司先后并购 3 家医院且均实现高效整合。宜兴海吉亚医院并表 6 个月收入增长 30.8%；西安长安医院并表 3 个月收入增长 28.9%；曲阜城东肿瘤医院待迁址后床位将达 300 张。并表医院有望增厚公司 2024 年业绩，2024 年 1-2 月，公司收入同比增长超 40%。
- 医疗服务网络不断扩大，2025 年底可开放床位数有望超 1.4 万张。截至 2023 年末，公司可开放床位数达 9600 张，随着新建医院无锡、常熟海吉亚预计先后于 2025 年年初及 2025 年年底交付使用，开远解化、贺州广济等医院二期投入运营，并购持续推进，公司预计 2025 年底总床位数有望超 1.4 万张。
- 盈利预测与投资建议：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 8.83 亿元、11.05 亿元、13.78 亿元，分别同比增长 29.2%、25.2%、24.7%，2024 年 5 月 16 日收盘价对应 PE 分别为 25.9X、20.7X、16.6X，维持“增持”评级。
- 风险提示：扩张整合不及预期，重大医疗事故风险，行业政策变动超预期。

市场数据

日期	2024-05-16
收盘价 (港元)	39.05
总股本 (百万股)	631.52
流通股本 (百万股)	631.52
净资产 (百万元)	6,233.20
总资产 (百万元)	10,734.56
每股净资产 (元)	1.08

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

【兴证海外医药】海吉亚医疗 (06078.HK)：并购长安医院填补西北空白，高效整合有望增厚利润 2023-07-08

海外研究

分析师：

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

王佳慧

wangjiahui20@xyzq.com.cn

S0190522080007

请注意：王佳慧并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4077	5639	6892	8357
同比增长	27.6%	38.3%	22.2%	21.3%
归母净利润(百万元)	683	883	1105	1378
同比增长	43.2%	29.2%	25.2%	24.7%
经调整净利润(百万元)	713	906	1135	1413
同比增长	17.5%	26.9%	25.3%	24.5%
毛利率	31.6%	32.7%	32.4%	32.3%
ROE	11.0%	12.6%	13.9%	15.1%
每股收益(元)	1.08	1.40	1.75	2.18
市盈率	33.5	25.9	20.7	16.6

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理 注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

报告正文**事件**

- **海吉亚医疗发布 2023 年年报。**公司 2023 年实现营收 40.77 亿元，同比增长 27.6%，剔除核酸检测后同比增长 34.0%；实现净利润 6.85 亿元，同比增长 42.1%，剔除核酸检测后同比增长 63.6%；实现经调整净利润 7.13 亿元，同比增长 17.5%，剔除核酸检测后同比增长 31.1%。2023 年公司 ROE 为 12.24%，同比提升 2.0pp；公司经营性现金流净额 7.83 亿元，同比增长 14.2%。
- 公司 2023 年下半年实现营收 23.17 亿元，同比增长 38.8%；实现净利润 3.50 亿元，同比增长 38.0%；实现经调整净利润 3.67 亿元，同比增长 19.8%。公司经营性现金流净额 4.33 亿元，同比增长 9.8%。

点评

- **2023 年医院业务持续良性增长，肿瘤特色进一步增强。**分业务看，2023 年，公司医院业务收入 38.90 亿元，同比增长 28.5%，剔除核酸检测后同比增长 35.4%，其中住院服务收入 25.39 亿元，同比增长 31.6%，门诊服务收入 13.51 亿元，同比增长 23.1%，剔除核酸检测后同比增长 43.2%。分肿瘤/非肿瘤看，2023 年，公司肿瘤业务收入 17.78 亿元，同比增长 23.6%；非肿瘤业务 22.98 亿元，同比增长 30.8%。2023 年公司共完成手术 83770 例，同比增长 34.6%，其中三、四级手术及介入手术占比均进一步提升。
- **外延扩张持续，并购整合高效，2024 年业绩有望增厚。**截至 2024 年 3 月，公司管理或经营 16 家医院（4 家三级、12 家二级），遍布中国八个省的十三个城市。2023 年公司先后并购宜兴海吉亚、长安医院、曲阜城东肿瘤医院，且均实现高效整合。2023 年 5 月公司公告收购宜兴海吉亚医院（可开放床位 500 张，具备容纳 800 张以上床位的充足空间和升级三甲的潜力），6 月起并表，并表当月扭亏，6-12 月并表 6 个月收入同比增长 30.8%；2023 年 7 月公司公告收购西安长安医院（三甲综合医院，可开放床位 1100 张，具备可供扩张的充足土地资源），9-12 月并表 3 个月收入同比增长 28.9%；2023 年 11 月公司公告收购曲阜城东肿瘤医院，医院待迁址后（2025 年）床位将达 300 张。并表医院有望增厚公司 2024 年业绩，2024 年 1-2 月，公司收入同比增长超 40%。
- **医疗服务网络不断扩大，2025 年底可开放床位数有望超 1.4 万张。**医院 II 期方面，重庆海吉亚医院 II 期项目于 2023 年 2 月交付使用，医院已于 2023 年 3 月升级为三级综合医院，目前可开放床位达到 1500 张；单县海吉亚 II 期已于 2023 年 7 月陆续投用，目前可开放床位达到 1500 张；成武海吉亚 II 期已于 2024 年 1 月投入运营，目前可开放床位达到 500 张；新建医院方面，德州海

吉亚于 2024 年 3 月通过三级医院验收。截至 2023 年末，公司可开放床位数达 9600 张，随着新建医院无锡（计划设置床位 800-1000 张）、常熟海吉亚（计划设置床位 800-1200 张）预计先后于 2025 年年初及 2025 年年底交付使用，开远解化、贺州广济等医院二期投入运营，医院并购持续推进，公司预计 2025 年底总床位数有望超 1.4 万张。

- **2023 年公司盈利能力与期间费用保持相对稳定。**2023 年，公司销售净利率为 16.80%，同比提升 1.77pp；毛利率为 31.55%，同比下降 0.63pp，剔除核酸检测后同比提升 0.5pp；销售费用率为 1.24%，同比增加 0.43pp；管理费用率为 10.11%，同比增加 0.82pp，主要是由于新并购医院带来的管理费用的增加；财务费用率为 0.81%，同比增加 0.08pp。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 8.83 亿元、11.05 亿元、13.78 亿元，分别同比增长 29.2%、25.2%、24.7%，2024 年 5 月 16 日收盘价对应 PE 分别为 25.9X、20.7X、16.6X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**扩张整合不及预期，重大医疗事故风险，行业政策变动超预期。

附表

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	562	677	827	1003	营业额	4077	5639	6892	8357
应收账款	864	1110	1356	1644	销售成本	2790	3792	4662	5660
预付款项、按金及其他应收款项	136	183	223	271	其他费用	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	51	70	79	93
存货	208	271	333	404	管理费用	412	558	665	789
其他流动资产	206	206	206	206	财务费用	33	131	115	95
流动资产总计	1976	2446	2946	3529	其他经营损益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
固定资产	3863	4370	4922	5698	公允价值变动损益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	营业利润	790	1088	1371	1719
无形资产	989	949	918	886	其他非经营损益	66	38	38	38
长期待摊费用	0	10	10	10	税前利润	856	1125	1408	1757
其他非流动资产	3907	3917	3917	3917	所得税	171	240	300	375
非流动资产合计	8759	9247	9767	10512	税后利润	685	885	1108	1382
资产总计	10735	11693	12713	14040	归属于非控制股东利润	2	3	3	4
短期借款	402	641	668	682	归属于母公司股东利润	683	883	1105	1378
应付账款	687	793	974	1183	EBITDA	1100	1608	1943	2348
其他流动负债	855	1072	1312	1591	NOPLAT	659	959	1169	1427
流动负债合计	1944	2506	2955	3456	EPS(元)	1.08	1.40	1.75	2.18
长期借款	2319	1953	1569	1203					
其他非流动负债	217	217	217	217	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	2536	2169	1785	1420	成长能力				
负债合计	4480	4675	4740	4875	营收额增长率	27.6%	38.3%	22.2%	21.3%
储备	6233	6233	6233	6233	EBIT 增长率	33.3%	41.3%	21.2%	21.6%
留存收益	0	761	1712	2900	EBITDA 增长率	34.1%	46.3%	20.8%	20.8%
归属于母公司股东权益	6233	6994	7946	9133	税后利润增长率	42.1%	29.2%	25.2%	24.7%
归属于非控制股东权益	22	24	28	32	盈利能力				
权益合计	6255	7018	7973	9165	毛利率	31.6%	32.7%	32.4%	32.3%
负债和权益合计	10735	11693	12713	14040	净利率	16.8%	15.7%	16.1%	16.5%
					ROE	11.0%	12.6%	13.9%	15.1%
					ROA	6.4%	7.5%	8.7%	9.8%
					ROIC	11.5%	11.0%	12.4%	14.3%
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	估值倍数				
税后经营利润	632	856	1078	1353	P/E	33.5	25.9	20.7	16.6
折旧与摊销	211	352	420	496	P/S	5.6	4.1	3.3	2.7
财务费用	33	131	115	95	P/B	3.7	3.3	2.9	2.5
其他经营资金	-93	-33	72	81	股息率	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%
经营性现金净流量	783	1306	1685	2024	EV/EBIT	2.8	1.9	1.4	0.9
投资性现金净流量	-2863	-810	-910	-1210	EV/EBITDA	2.2	1.5	1.1	0.7
筹资性现金净流量	1775	-381	-624	-638	EV/NOPLAT	3.7	2.5	1.8	1.2
现金流量净额	-305	115	150	176					

数据来源: 同花顺 iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:沪深两市以沪深300指数为基准;北交所市场以北证50指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、潮州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产管理集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进漳州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment

Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO., LTD、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际(开曼)投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层 传真：(852) 35095929 邮箱：ir@xyzq.com.hk