

证券研究报告

医药生物



01951.HK 锦欣生殖

港股通 (沪)

增持 (维持)

2023 年年报点评:
业绩符合预期, 行业政策积极

2024 年 5 月 22 日

市场数据

日期	2024/5/21
收盘价 (港元)	3.35
总股本 (百万股)	2,757.71
流通股本 (百万股)	2,757.71
净资产 (百万元)	10,091.42
总资产 (百万元)	14,896.18
每股净资产 (元)	0.13

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】锦欣生殖
2022 年报点评: 整装再出发,
海内外业务全面复苏可期
20230417

海外研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

SFC: BUN498

SAC: S0190515090001

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。

投资要点

- 锦欣生殖发布 2023 年年报。公司 2023 年实现营业收入 27.89 亿元, 同比增长 18.0%; 实现归母净利润 3.45 亿元, 同比增长 184.6%; 实现经调整净利润 4.71 亿元, 同比增长 72.0%。2023 年公司 IVF 治疗周期数为 30240 个, 同比增长 15.8%。
- 公司业绩增长符合预期, 增长主要源于: 1) 在大中华地区, 以成都、大湾区为代表的成熟机构业绩稳健增长; 以云南、武汉为代表的孵化机构试管婴儿核心业务规模不断扩大, 实现减亏。2) 在境外地区, 本土病人和国际病人持续恢复或增长。3) 九州医院以及和万家医院全年并表。2023 年公司成都地区及大湾区实现周期数 22260 个, 同比增长 6.0%, 实现营收 (不含核酸) 21.72 亿元, 同比增长 11.9%, 实现业绩贡献 5.90 亿元, 同比增长 28.2%。2023 年公司云南及武汉地区实现周期数 4261 个, 同比增长 42.7%, 实现 IVF 业务营收 1.79 亿元, 同比增长 35.8%, 实现业绩贡献 -2800 万元, 同比减亏 300 万元。2023 年公司美国及老挝地区实现周期数 3847 个, 同比增长 11.7%, 实现营收 5.70 亿元, 同比增长 23.4%, 实现业绩贡献 2700 万元, 同比扭亏 5800 万元。
- 辅助生殖行业是高壁垒、高成长赛道, 行业政策积极。继 2023 年 7 月北京、2023 年 11 月广西将部分治疗性辅助生殖类医疗服务项目纳入医保后, 2024 年 2 月甘肃及内蒙古、2024 年 3 月新疆、2024 年 4 月山东、2024 年 6 月江西也陆续将部分治疗性辅助生殖类医疗服务项目纳入医保支付范围。各省市将辅助生殖项目纳入医保进程加速。
- 盈利预测与投资建议: 我们预计 2024-2026 年公司 EPS 为 0.15、0.18、0.21 元, 2024 年 5 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 20.80、17.52、14.78 倍; 维持“增持”评级。
- 风险提示: 并购整合不及预期; 政策变动超预期。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2788.91	3192.59	3771.88	4319.29
同比增长	17.95%	14.47%	18.14%	14.51%
归母净利润 (百万元)	344.72	411.73	488.77	579.12
同比增长	184.60%	19.44%	18.71%	18.49%
毛利率	42.15%	42.64%	42.33%	42.33%
ROE	3.42%	3.93%	4.46%	5.03%
每股收益 (元)	0.13	0.15	0.18	0.21
市盈率	24.84	20.80	17.52	14.78

来源: 同花顺 iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理 注: 汇率为 1 港元=0.93 人民币; 每股收益均按照最新股本摊薄计算

报告正文**事件**

- **锦欣生殖发布 2023 年年报。**公司 2023 年实现营业收入 27.89 亿元，同比增长 18.0%；实现归母净利润 3.45 亿元，同比增长 184.6%；实现经调整净利润 4.71 亿元，同比增长 72.0%。2023 年公司 IVF 治疗周期数为 30240 个，同比增长 15.8%。

点评

- **境内业务稳健增长，境外业务快速恢复。**公司 IVF 治疗周期数为 30240 个，同比增长 15.8%。其中，中国总部医院成功率提升 1.9 个百分点至 57.5%，全球服务患者人数增长至 46 万人，同比增长 11.2%。2023 年公司营业收入、归母净利润、经调整净利润同比增速分别为 18.0%、184.6%、72.0%。公司业绩增长符合预期，增长主要源于：1) 在大中华地区，以成都、大湾区为代表的成熟机构业绩稳健增长；以云南、武汉为代表的孵化机构试管婴儿核心业务规模不断扩大，实现减亏。2) 在境外地区，本土病人和国际病人持续恢复或增长。3) 九州医院以及和万家医院全年并表。
- **成熟机构：成都地区三代牌照落地打造业绩新增长点，深圳及大湾区新物业投放有望迎来产能扩大。**2023 年公司成都地区及大湾区实现周期数 22260 个，同比增长 6.0%，实现营收（不含核酸）21.72 亿元，同比增长 11.9%，实现业绩贡献 5.90 亿元，同比增长 28.2%。成都地区，2023 年 7 月，成都西园诊所获得 PGT 试运行资格，使成都西园诊所能够提供包括 IUI(AIH、AID)、IVF-EF、ICSI 和 PGT 在内的辅助生殖各领域的医疗服务。除强化 IVF、产科等优势学科外，公司在成都地区持续打造新学科，已开设中医、口腔及眼科等新学科。高阶牌照及新学科建设将助力公司成都地区迎来新的业绩增长点。深圳地区，公司于 2022 年 2 月收购的新物业（现有物业面积的 5 倍）预计 2025 年上半年投入使用，将有效推动大湾区扩大服务范围。香港地区，公司收购的两间诊所在 2023 年积极推广冻卵服务，冻卵数量同比增长 145%。展望未来，公司将持续巩固成熟机构试管婴儿核心业务的增长，并进一步培育和拓展围绕生育一体化的新业务、新技术。
- **孵化机构：武汉地区 ARS 恢复正轨，云南地区整合顺利。**2023 年公司云南及武汉地区实现周期数 4261 个，同比增长 42.7%，实现 IVF 业务营收 1.79 亿元，同比增长 35.8%，实现业绩贡献-2800 万元，同比减亏 300 万元。武汉地区 2023 年 ARS 业务恢复正轨，亏损大幅减少；云南地区，公司通过优化九州医院以及和万家医院业务结构及提高临床和营运标准，IVF 周期数同比增长 27.8%。针对孵化新院区，公司将进行资源聚焦，壮大试管婴儿核心业务，之后复制成熟院区发展策略。

- **海外业务：美国业务恢复，东南亚地区布局加速。**2023 年公司美国及老挝地区实现周期数 3847 个，同比增长 11.7%，实现营收 5.70 亿元，同比增长 23.4%，实现业绩贡献 2700 万元，同比扭亏 5800 万元。美国地区，2023 年营收 5.68 亿元，同比增长 22.7%，国际患者人数已恢复至疫情前约 50% 的水平。2023 年 HRC 成功招募 6 名新医生。在美国，公司将重点推出冻卵产品（新产品增速预计为传统周期增速 2 倍）以及拓展新区域（2024 年预计至少完成 1 个核心诊所建设）。东南亚地区，老挝锦瑞医疗中心于 2023 年 8 月开始试运营，2023 年老挝地区贡献营收 276.1 万元。2024 年 4 月 1 日，公司与印尼最大的辅助生殖医疗集团 Morula 签署股权投资协议。投资完成后，公司将成为 Morula 最大的战略投资人。
- **辅助生殖行业是高壁垒、高成长赛道，行业政策积极。**继 2023 年 7 月北京、2023 年 11 月广西将部分治疗性辅助生殖类医疗服务项目纳入医保后，2024 年 2 月甘肃及内蒙古、2024 年 3 月新疆、2024 年 4 月山东、2024 年 6 月江西也陆续将部分治疗性辅助生殖类医疗服务项目纳入医保支付范围。各省市将辅助生殖项目纳入医保进程加速。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2024-2026 年公司 EPS 为 0.15、0.18、0.21 元，2024 年 5 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 20.80、17.52、14.78 倍；维持“增持”评级。
- **风险提示：**并购整合不及预期；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	624	816	1133	1615	营业额	2789	3193	3772	4319
应收账款	73	103	118	129	销售成本	1613	1831	2175	2491
预付款项、按金及其他应收款项	310	549	525	608	其他费用	31	35	41	47
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	192	213	249	277
存货	62	76	89	100	管理费用	503	559	659	746
其他流动资产	273	253	296	305	财务费用	80	96	86	77
流动资产总计	1342	1797	2160	2757	其他经营损益	0	0	0	0
长期股权投资	185	185	185	185	投资收益	5	0	0	0
固定资产	2595	2759	2909	3045	公允价值变动损益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	营业利润	374	459	562	682
无形资产	6720	6618	6525	6433	其他非经营损益	90	90	90	90
长期待摊费用	0	0	0	0	税前利润	464	549	652	772
其他非流动资产	4054	4064	4064	4064	所得税	117	135	160	189
非流动资产合计	13554	13625	13683	13726	税后利润	347	414	492	583
资产总计	14896	15422	15843	16483	归属于非控股股东利润	2	3	3	4
短期借款	748	698	648	598	归属于母公司股东利润	345	412	489	579
应付账款	231	261	313	357	EBITDA	830	893	1001	1126
其他流动负债	711	994	1067	1283	NOPLAT	339	419	489	573
流动负债合计	1690	1952	2028	2237	EPS(元)	0.13	0.15	0.18	0.21
长期借款	1459	1325	1198	1072					
其他非流动负债	1560	1560	1560	1560					
非流动负债合计	3020	2885	2759	2632	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	4709	4838	4786	4870	成长能力				
储备	10091	10091	10091	10091	营收额增长率	17.95%	14.47%	18.14%	14.51%
留存收益	0	395	863	1417	EBIT 增长率	140.48%	18.53%	14.49%	15.02%
归属于母公司股东权益	10091	10487	10955	11508	EBITDA 增长率	70.25%	7.57%	12.08%	12.52%
归属于非控股股东权益	95	98	101	105	税后利润增长率	194.18%	19.44%	18.71%	18.49%
权益合计	10187	10585	11056	11613	盈利能力				
负债和权益合计	14896	15422	15843	16483	毛利率	42.15%	42.64%	42.33%	42.33%
					净利率	12.44%	12.98%	13.04%	13.50%
					ROE	3.42%	3.93%	4.46%	5.03%
					ROA	2.31%	2.67%	3.09%	3.51%
					ROIC	2.91%	3.44%	3.98%	4.63%
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	估值倍数				
税后经营利润	276	347	424	515	P/E	24.84	20.80	17.52	14.78
折旧与摊销	286	248	263	277	P/S	3.07	2.68	2.27	1.98
财务费用	80	96	86	77	P/B	0.85	0.82	0.78	0.74
其他经营资金	43	50	79	144	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	684	740	853	1013	EV/EBIT	3.85	2.80	1.93	1.04
投资性现金净流量	-375	-252	-252	-252	EV/EBITDA	2.52	2.02	1.43	0.78
筹资性现金净流量	-950	-296	-284	-279	EV/NOPLAT	6.17	4.30	2.92	1.54
现金流量净额	-641	192	317	481					

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

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

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、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、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经营管理有限公司、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、成都东进淮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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团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

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券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/或兴证国际证券有限公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作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	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：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	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	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk