

## 公司研究

## 深耕中医诊疗服务行业，线上线下布局奠定龙头地位

## ——固生堂（2273.HK）投资价值分析报告

## 要点

**深耕行业十余载，打造中医诊疗服务行业龙头。**固生堂成立于2010年，总部位于中国广州，是国内领先的集中医诊疗、药品研发、中医人才培养等于一体的民营中医连锁管理集团。截至2024年7月，公司拥有74家线下门店，主要覆盖华东、华南、华北等市场。公司收入从2019年的9.0亿元增长至2023年的23.2亿元；公司调整后净利润从2019年的7,700万元增长至2023年的3.05亿元，公司2024H1的收入和调整后净利润分别为13.65亿元和1.5亿元。

**乘政策东风，中医诊疗服务行业发展迅速。**根据国家卫健委和弗若斯特沙利文的数据，估计2022年中国中医大健康产业规模为12,820亿元，预计2025年市场规模有望增长至18,160亿元，2022-2025年复合增速为12%；其中，中医诊断和治疗服务的市场份额最高，2022年份额约为45%。受益于中医药行业的政策支持，随着国内人口老龄化趋势的不断加剧，各类慢性病患率提升，预计中医诊断和治疗服务市场规模，有望从2022年的5,760亿元增长至2025年的9,890亿元，2022-2025年复合增速为20%。

**固生堂依托丰富医生资源，线上线下业务同步发展。**公司拥有丰富的中医师资源，并通过医生合伙人计划建立稳定的医生合作关系。2023年公司线上和线下网络共覆盖超过3.7万名中医师，其中高级职称医师数达到1.4万名。公司通过提供优质的中医服务增强会员的认同感和归属感，构建强粘性体系，形成稳定的客户群体，门诊人次、客户回头率、会员收入贡献占比均逐年提升，会员消费占线下收入比重从2020年的25%增长至2024H1的47%，公司将通过加强多层次的会员体系，进一步增强客户粘性。通过自建和并购，公司门店数从2018年的34家增长至2024H1的71家。随着公司OMO模式的发展，2020年以来线上业务的收入实现快速增长，2024H1公司线上业务收入占比提升至10%，充分为线下业务实现导流。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到现有门店的稳健表现，潜在并购和自建门店的持续扩张，我们预测公司2024-2026年公司营收分别为3042、3917和5006百万元，经调整归母净利润分别为409、548和691百万元，经调整EPS分别为1.68、2.25和2.84元。综合考虑公司在中医诊疗服务领域的稀缺性，公司深度受益于老龄化加剧和中医药行业政策扶持，我们结合相对估值和绝对估值两种方法，给予公司目标价48.98港元。首次覆盖，考虑到公司的现有业务增长潜力、外延并购的潜力，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业政策变化、医生流失或来自其他中医服务提供商的竞争加剧、并购标的或自建门店进展低于预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,625	2,323	3,042	3,917	5,006
营业收入增长率（%）	18.40	43.01	30.95	28.76	27.80
经调整净利润（百万元）	198	305	409	548	691
经调整净利润增长率（%）	26.56	53.44	34.65	33.80	26.16
经调整EPS（元）	0.86	1.23	1.68	2.25	2.84
ROE（归属母公司）（摊薄）（%）	10.50	10.94	12.49	16.14	17.14
P/E	36	25	18	14	11
P/B	4.1	3.3	2.8	2.4	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-25（汇率采用1港元=0.92人民币）

## 买入（首次）

当前价/目标价：33.55 港元/48.98 港元

## 作者

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

021-52523697

wujiaqing@ebsecn.com

分析师：王明瑞

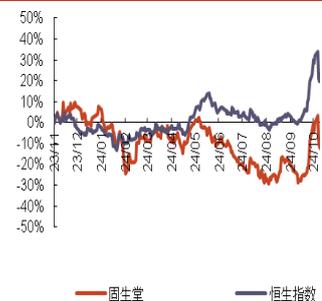
执业证书编号：S0930520080004

wangmingrui@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.44
总市值(亿港元)	81.76
一年最低/最高(港元)	32.58/52.2
近3月换手率	43.4%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9	0	-32
绝对	-16	8	-23

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

公司业务主要集中在医疗健康解决方案和销售医疗健康产品。

1) 医疗健康解决方案：公司提供各种医疗健康服务，核心业务是提供医疗健康解决方案，公司现有门店、以及自建和并购新店三轮驱动增长。随着自建和外延并购的持续推进，公司经营面积也不断增长。我们预计公司医疗健康解决方案 24-26 年收入增速为 31.3%、29.0%和 28.0%，收入分别达 30.0、38.7 和 49.6 亿元。此外，考虑到规模效应以及自有医生收入贡献占比的提升，我们认为作为核心业务的提供医疗健康解决方案的毛利率有望持续提升，预计 2024-2026 年该板块的毛利率分别为 30.8%、32.3%和 32.3%。

2) 销售医疗健康产品：这部分业务收入主要是销售药材和营养品。考虑到这部分业务体量较小，并且非公司核心业务，我们预计 25~26 年销售医疗健康产品收入有望随行业规模的扩大实现双位数稳健增长，我们预计公司销售医疗健康产品 24-26 年收入增速为 7.4%、10.0%、10.0%，收入分别达 39、43 和 47 百万元。我们预计销售医疗健康产品的毛利率基本保持稳定，2024-2026 年该板块的毛利率为 34.6%、35.0%、35.0%。

公司 23 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 12.1%、6.7%和 1.1%，考虑到规模效应，我们预计公司 24-26 年销售费用率分别为 11.3%、11.2%和 11.1%；考虑到员工福利等开支致 24H1 管理费用率达 8.1%，预计 24 年整体管理费用率略高，25~26 年我们预计管理费用率基本维持稳定，综合预计 24~26 年管理费用率分别为 7.0%、6.0%和 6.0%；预计 24-26 年公司财务费用率维持在 0.5%。

### 我们区别于市场的观点

市场认为中医诊疗服务市场竞争格局分散、参与者众多。但考虑到国内老龄化趋势加剧，慢性病患率不断上升，中医诊疗服务市场的需求持续增长，公司在中医诊疗服务领域的丰富经验和中医药行业所获得的政策支持，我们对公司的长期发展潜力持乐观态度。

### 股价上涨的催化因素

自建和并购项目落地进度超预期；中医医疗服务行业市场规模增速超预期；中医药行业扶持政策超预期。

### 评级与目标价

综合考虑公司在中医诊疗服务领域的稀缺性，公司深度受益于老龄化加剧和中医药行业政策扶持，我们结合相对估值和绝对估值两种方法，给予公司目标价 48.98 港元。首次覆盖，考虑到公司的现有业务增长潜力、外延并购的潜力，给予“买入”评级。

# 目 录

<b>1、领军中医服务行业，树立卓越品牌</b> .....	<b>6</b>
<b>2、政策暖风频吹，中医药行业扬帆远航</b> .....	<b>7</b>
2.1 老龄化挑战加剧，“治未病”理念日益强化.....	7
2.2 中医诊断和治疗服务，中医药行业中占据主导 .....	8
2.3 供需失衡下的中医医疗，渗透率提升成关键.....	9
<b>3、聚焦中医服务，打造连锁标杆品牌</b> .....	<b>10</b>
3.1 老店内生强劲，自建外延三轮驱动 .....	10
3.2 会员忠诚度高，构建强粘性体系 .....	12
3.3 国医大师坐镇，麾下医生资源丰富 .....	13
3.4 商业模式闭环，线上向线下导流 .....	15
<b>4、盈利预测与估值评级</b> .....	<b>16</b>
4.1 盈利预测 .....	16
4.2 估值水平与投资评级 .....	17
4.3 股价驱动因素 .....	19
<b>5、风险分析</b> .....	<b>19</b>

## 图目录

图 1: 公司业务模式.....	7
图 2: 公司通过线上线下提供多元化中医诊疗服务 .....	7
图 3: 中国中医大健康产业规模 (2015-2030E) .....	8
图 4: 中医诊断和治疗服务市场规模 (2015-2030E, 亿元) .....	8
图 5: 国内民营中医诊断和治疗服务市场份额 (2015-2030E, 按市场规模口径统计) .....	9
图 6: 国内民营中医诊疗市场份额拆分 (2020 年, 按照收入计算) .....	9
图 7: 2019 年中医医疗资源供需失衡 .....	9
图 8: 中医诊断及治疗提供商门诊人次的渗透率 (2019-2030E) .....	10
图 9: 固生堂收入情况 (2019-2024H1) .....	10
图 10: 固生堂经调整利润情况 (2019-2024H1) .....	10
图 11: 固生堂门店增长 (2019-2024H1, 家) .....	11
图 12: 固生堂 2024 年扩张计划.....	11
图 13: 固生堂老店内生强劲 (百万元) .....	11
图 14: 固生堂老店收入占比高 (2023) .....	11
图 15: 固生堂按业务类别的收入拆分 (2018-2024H1) .....	12
图 16: 固生堂按业务类别的收入占比 (2018-2024H1) .....	12
图 17: 固生堂门诊人次 (2018-2024H1) .....	12
图 18: 固生堂回头率 (2018-2024H1) .....	12
图 19: 固生堂客单价 (2018-2023) .....	13
图 20: 固生堂人均年消费 (2018-2023) .....	13
图 21: 不同合作年限的医生收入贡献占比 .....	14
图 22: 不同合作年限的医生平均业绩 (人民币万元) .....	14
图 23: 2023 年医生数量同比净增加 7793 人.....	14
图 24: 2023 年具有高级职称的医生人数净增加 2613 人 .....	14
图 25: 固生堂自有医生人数及其平均业绩 (2018-2023) .....	15
图 26: 固生堂自有医生业绩及其占线下收入比例 (2018-2023) .....	15
图 27: 固生堂医保收入占比 (2020-2022) .....	16
图 28: 固生堂按线上线下业务收入占比 (2018-2024H1) .....	16

## 表目录

表 1: 固生堂发展历史 .....	6
表 2: 公司管理层具有丰富行业经验 .....	6
表 3: 多项鼓励中医药产业发展的重要政策文件陆续出台 .....	8
表 4: 2023 年固生堂会员收入占线下比例提升至 47% .....	13
表 5: 公司国医大师 .....	14
表 6: 固生堂线上平台 .....	16
表 7: 公司分业务营收预测表 .....	17
表 8: 期间费用率预测表 .....	17
表 9: 可比公司估值比较 .....	18
表 10: 绝对估值核心假设表 .....	18
表 11: 现金流折现及估值表 .....	18
表 12: 敏感性分析表 (港元) .....	19

## 1、领军中医服务行业，树立卓越品牌

固生堂中医连锁管理集团是中医药服务领军品牌。公司成立于 2010 年，总部位于中国广州，是国内领先的集中医诊疗、药品研发、中医人才培养等于一体的中医连锁管理集团。固生堂自成立以来，始终秉持“良心医、放心药”的堂训，致力于为广大民众提供优质的基层中医诊疗服务。固生堂通过线上和线下业务为患者提供全面的中医医疗健康解决方案，包括诊前准备、问诊诊断、理疗和中药治疗等。

公司致力于提供中医诊疗、药品研发及人才培养等服务，近年来持续扩大业务网络。2010 年，公司主要营运附属公司广东固生堂成立。2011-2012 年公司分别于北京和深圳成立中医医疗机构，通过邀请国医大师、名老中医等专家坐诊和授课，初步建立了品牌口碑。2016 年固生堂设立在上海的第一家中医医疗机构，扩展业务至华东地区。2018 年，固生堂开始进军线上业务，推出线上预约、咨询、诊断和处方服务。2020 年 10 月及 2021 年 4 月，分别收购白露中医平台、万家中医平台，打造线上和线下业务闭环，进一步扩展患者触达范围。2021 年 12 月，公司于香港联交所上市，成为首家港股上市的中医医疗服务公司。公司自上市以来完成多项并购和自建项目，进一步扩大其业务网络。

表 1：固生堂发展历史

时期	时间	发展情况
初创期 (2010-2013)	2010	主要营运附属公司之一广东固生堂成立，主要从事提供医疗健康服务及销售医疗健康产品。
	2011	设立在北京的第一家中医医疗机构并扩展至华北地区。
	2012	设立在深圳的第一家中医医疗机构并扩展至华南地区。
成长期 (2013-2019)	2014	公司在开曼群岛注册成立。
	2014	NEA 投资于集团。
	2015	Asia Ventures III 投资于集团。
	2016	设立在上海的第一家中医医疗机构并扩展至华东地区。
	2016	Starr International 及 Long Hill Capital 投资于集团。
成熟期 (2019-至今)	2018	进军线上业务，在微信公众号上推出在线预约、咨询、诊断和处方服务，这是迈向建立线下和在线医疗服务网络的第一步。
	2019	医疗机构开始提供在线医疗服务，以加强线下和在线医疗服务网络。
	2020	收购了专注于中医医疗健康方案的在线医疗健康平台白露，以进一步提升在线业务。
	2021	在香港联交所上市

资料来源：固生堂招股说明书，光大证券研究所

公司的管理团队在医疗服务领域拥有丰富的经验。创始人兼行首席执行官涂志亮先生在医药行业拥有超过 15 年的经验。创办固生堂之前，涂先生于 2004-2009 年期间在爱康健康科技任职，曾担任多个职位，包括广东分公司的销售总监、华北高级总监等。2015-2020 年曾担任广东省中医药学会常务理事。

表 2：公司管理层具有丰富行业经验

姓名	职位	职能	加入时间	经历
涂志亮	首席执行官、董事会主席、创始人	制定公司及业务战略、监督集团的管理及营运。	2010 年 9 月	对医疗服务及产品具有深入了解，通过管理固生堂及发展业务获得丰富的管理经验。创办固生堂之前，自 2004 年 12 月至 2009 年 11 月在爱康健康科技集团有限公司任职。2010 年 9 月，涂先生创办广东固生堂，并担任董事会主席。
邓仕刚	首席财务官	监督并购及融资、财务管理及资本营运系统。	2019 年 8 月	于财务及会计方面拥有超过 20 年经验。1999 年 4 月至 2000 年 8 月担任广州番禺美特包装有限公司的财务经理。2001 年至 2003 年担任明辉实业（深圳）有限公司的财务经理。2003 年至 2012 年为锦兴国际控股有限公司副总经理。2012 年至 2018 年任职于赢家时尚控股有限公司执行董事，负责整体财务管理及营运。
李洁	副总裁	监管深圳业务的营运以及监督苏州、无锡、宁波及福州业务的运营。	2012 年 6 月	在医疗健康行业的营销及企业管理方面拥有超过 20 年经验。加入集团前，曾担任 Merck&Co., Inc. 的非全资子公司杭州默沙东制药有限公司广州分公司医院代表。2010 年至 2011 年担任 Sanofi S. A. 的医院销售代表。2012 年 6 月，李女士加入固生堂，担任深圳地区总经理及固生堂合伙人等职务。
郑项	副总裁	负责技术系统的建立及开发，通过中医医疗服务领导线上医院的推广及拓展，并监督集团南京业务的整体业务营运。	2020 年 9 月	于互联网及医药行业拥有多年经验。曾在南京金创能网络技术有限公司担任 5 年首席运营官，在正大天晴药业集团股份有限公司担任互联网产品运营经理。郑先生自 2020 年 9 月起担任固生堂合伙人，并自 2020 年 9 月起担任固生堂副总裁。
张秋敏	助理总裁	集团北京业务区域的整体	2024 年 2 月	张女士于 2007 年 3 月至 2011 年 7 月，在深圳爱康卓悦快验保门诊部(前称深圳爱康国宾普济门诊部)工作，担任

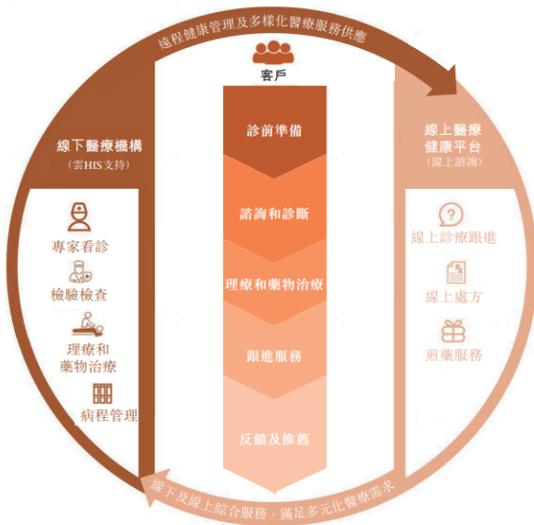
业务管理及团队管理，兼管上海及天津业务区域。

院长助理。张女士于2011年4月加入广东固生堂，自2024年2月起，张女士担任集团的助理总裁，主要负责本集团北京业务区域的整体业务管理及团队管理，兼管上海及天津业务区域。

资料来源：Wind，固生堂招股说明书，光大证券研究所

公司建立了线上线下相结合的中医平台，融合传统中医与西医，提供全过程的医疗健康解决方案。固生堂以基础医疗为重心，建立了线上医疗健康平台与线下医疗机构相结合的中医平台，并将中医和西医结合，为客户提供贯穿疾病诊疗和医疗健康管理全过程的全面医疗健康解决方案，线下医疗机构提供专家看诊、检查、理疗和物理治疗等服务；线上医疗健康平台涵盖线上诊疗跟进、处方、煎药等服务。公司的中医平台具有：传统中医诊疗与西医结合、线下营运结合线上营运、标准化和数字化营运等特点。

图1：公司业务模式



资料来源：固生堂招股说明书，光大证券研究所

图2：公司通过线上线下提供多元化中医诊疗服务



资料来源：固生堂业绩说明资料，光大证券研究所

## 2、政策暖风频吹，中医药行业扬帆远航

### 2.1 老龄化挑战加剧，“治未病”理念日益强化

老龄化社会增加健康养老、慢性病管理及康复服务需求，中医药以其独特优势成为应对老龄化挑战的重要力量。随着中国老年人口比例的不断上升，社会对健康养老、慢性病管理以及康复服务的需求急剧增加，中医药以其独特的理论体系、丰富的治疗手段和“治未病”的预防理念，成为应对老龄化挑战的重要力量。目前中医大健康产业主要包括中医诊断和治疗服务、中药信息技术基础设施、中药、中医保健品、中医健康监测设备、以及中医诊断和治疗设备。

发展中医药已上升为国家战略，政策推动中医药产业高质量发展。为积极应对老龄化带来的健康挑战，国家层面出台了一系列政策，大力鼓励和支持中医药行业的创新发展。2016年2月《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》这一纲领性文件的出台，标志着发展中医药正式上升为国家战略，明确了我国中医药发展的方向和工作重点。2017年7月1日《中华人民共和国中医药法》正式实施，为促进中医药事业发展奠定了法律依据。2019年10月及以后的《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》、《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》、《“十四五”中医药发展规划》等一系列政策文件，逐步构建起中医药高质量发展的制度体系，切实保障和促进了中医药事业的发展。

2021年12月，国家医保局、国家中医药管理局印发的《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》中指出将符合条件的中医医药机构纳入医保定点，加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点的支付政策，强化医保基金监管。

表 3：多项鼓励中医药产业发展的重要政策文件陆续出台

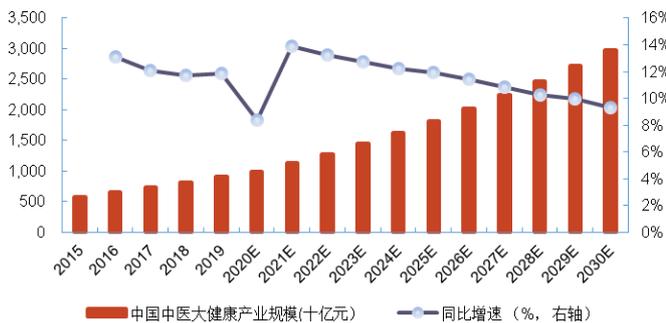
时间	出台部门	重要文件	具体内容
2016.2	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	发展中医药正式上升为国家战略，明确了我国中医药发展方向和工作重点。
2016.12	十二届全国人大常委会	《中华人民共和国中医药法》	首部中医药法，针对中医药自身的特点，改革完善了中医医师、诊所和中药等管理制度。2017年7月1日正式实施。
2019.10	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	改革完善中药注册管理。加强中药质量安全监管，用5年左右时间，逐步实现中药重点品种来源可查、去向可追、责任可究。
2020.12	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	促进中药守正创新、健全符合中药特点的审评审批体系、强化中药质量安全监管、注重多方协调联动、推进中药监管体系和监管能力现代化。
2021.2	国务院	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金等7个方面提出28条举措。
2021.12	国家医保局、国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	将符合条件的中医医药机构纳入医保定点，加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点的支付政策，强化医保基金监管。
2022.3	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。

资料来源：国务院，国家药监局，国家中医药管理局，国家医保局，光大证券研究所整理

## 2.2 中医诊断和治疗服务，中医药行业中占据主导

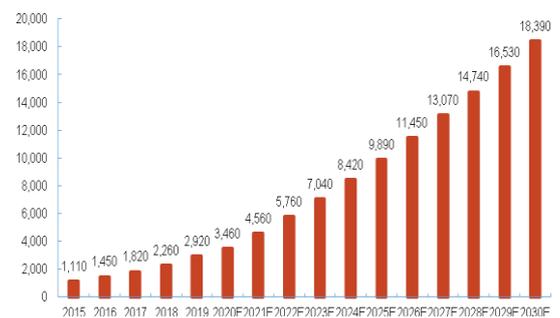
中国中医大健康产业规模持续增长，其中中医诊断和治疗服务细分板块表现突出，民营中医服务市场份额逐年增长。根据弗若斯特沙利文的数据，估计2022年中国中医大健康产业规模为12,820亿元，预计2025年市场规模有望增长至18,160亿元，2030年将达到29,730亿元，2022-2030年复合增速为11%。其中，中医诊断和治疗服务的细分板块占中医大健康产业比例最高，按市场规模口径统计，2022年占比约为45%。预计中医诊断和治疗服务市场规模，有望从2022年的5,760亿元增长至2025年的9,890亿元，2022-2025年复合增速为20%。预计2030年市场规模有望达到18,390亿元，2026-2030年复合增速为13%。

图 3：中国中医大健康产业规模（2015-2030E）



资料来源：固生堂招股说明书，弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

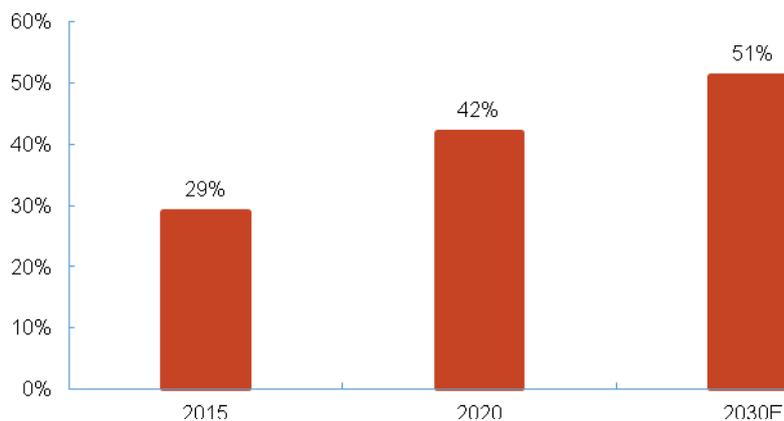
图 4：中医诊断和治疗服务市场规模（2015-2030E，亿元）



资料来源：固生堂招股说明书，弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

根据弗若斯特沙利文的数据，按市场规模口径统计，中国中医诊断和治疗服务市场中，2015年民营机构的市场份额约为29%，2020年市场份额增长至42%。考虑到相关行业政策的支持和鼓励，随着国内民营中医医疗机构的发展，预计2030年民营中医诊断和治疗服务市场份额有望进一步扩大至51%。

图 5: 国内民营中医诊断和治疗服务市场份额 (2015-2030E, 按市场规模口径统计)



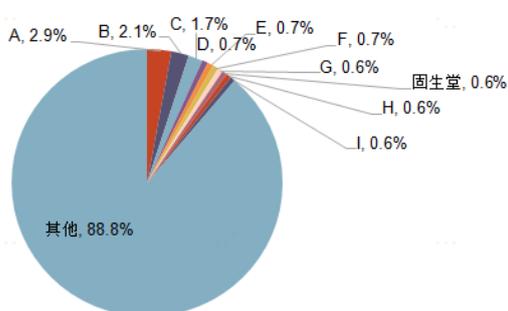
资料来源: 固生堂招股说明书, 弗若斯特沙利文预测, 光大证券研究所

## 2.3 供需失衡下的中医医疗, 渗透率提升成关键

中医大健康行业的中医诊疗服务市场竞争激烈且高度分散。根据弗若斯特沙利文数据, 中医大健康行业的中医诊疗服务领域拥有众多市场参与者, 这使得市场高度分散。2020 年, 固生堂医疗健康解决方案产生的收入为人民币 8.92 亿元, 占同年国内民营中医诊疗服务领域收入的 0.6%。此外, 根据弗若斯特沙利文的资料, 中国的私营中医医疗健康提供商以专注于基础护理的门诊部及诊所为主, 行业内仍存在诸多小型参与者, 尚待整合。

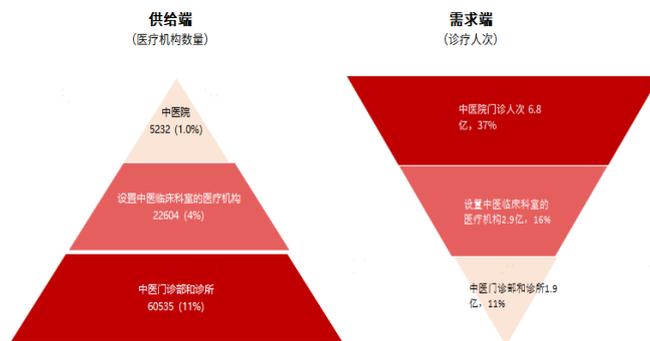
此外, 根据固生堂招股说明书披露, 中医诊疗市场结构性失衡, 在 2019 年的中国, 中医院在供给端医疗机构数量中占比仅为 1%, 但需满足 37% 的患者需求。供需失衡导致中国的中后部中医医疗资源利用效率低下。随着普惠医疗政策的实施, 医疗资源将更适当地重新分配给其他中医医疗机构。根据弗若斯特沙利文的数据, 中国医疗健康服务行业中医诊断及治疗服务提供商门诊人次的渗透率预期将由 2019 年的 13.3% 增至 2030 年的 19.6%。我们认为民营中医诊所和民营中医医疗机构随着分级诊疗等政策的深入推进有较大发展提升空间。

图 6: 国内民营中医诊疗市场份额拆分 (2020 年, 按照收入计算)



资料来源: 固生堂招股说明书, 光大证券研究所

图 7: 2019 年中医医疗资源供需失衡



资料来源: 固生堂招股说明书, 光大证券研究所

图 8: 中医诊断及治疗提供商门诊人次的渗透率 (2019-2030E)



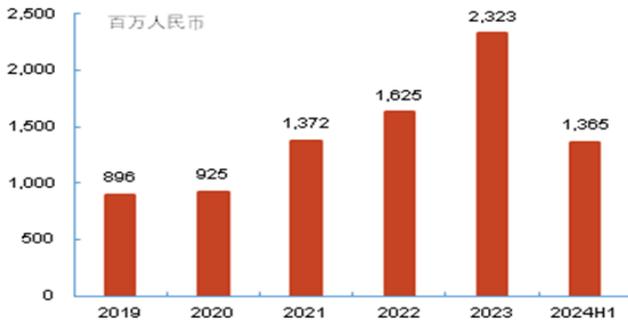
资料来源: 固生堂招股说明书, 弗若斯特沙利文预测, 光大证券研究所

### 3、聚焦中医服务，打造连锁标杆品牌

#### 3.1 老店内生强劲，自建外延三轮驱动

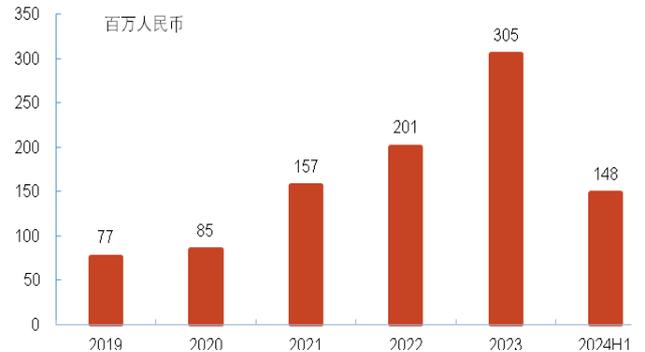
固生堂公司通过内生增长和外延并购实现业绩快速增长。公司收入从 2019 年的 9.0 亿元增长至 2023 年的 23.2 亿元，19-23 年收入的复合增长率为 27%。公司调整后净利润从 2019 年的 7,700 万元增长至 2023 年的 3.05 亿元，19-23 年经调整净利润复合增长率为 41%；公司 2024H1 的收入和经调整净利润分别为 13.65 亿元和 1.5 亿元。

图 9: 固生堂收入情况 (2019-2024H1)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

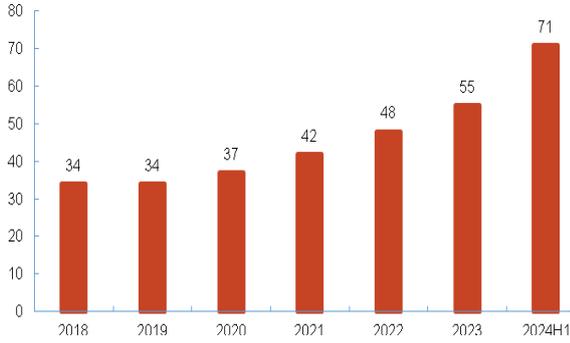
图 10: 固生堂经调整利润情况 (2019-2024H1)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

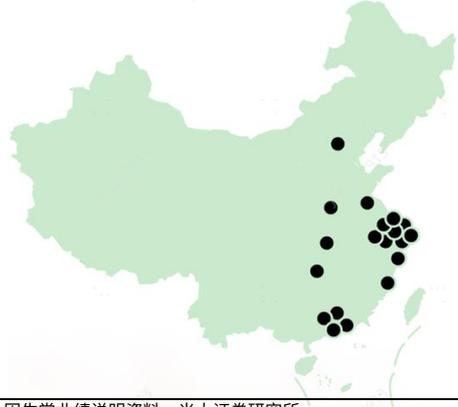
公司持续扩张门店网络，进一步巩固和扩大市场地位。通过自建和并购，公司门店数从 2018 年的 34 家增长至 2024H1 的 71 家。截至 2024 年 7 月，固生堂已拥有 74 家线下门店，覆盖全国 19 个城市及新加坡。公司预计 2024 年整体扩张 18~25 家门店，新进入 4-6 座城市。公司发展至今，早期在一线城市开展中医诊疗服务，于深圳和北京分别收购和自建门店，此后凭借其良好的品牌优势，通过并购和自建逐步进入其他一线和二线城市。从公司的区域收入构成来看，江浙沪收入占比最高，2024H1 收入占比超过 30%；广深地区收入贡献占比其次，占公司总收入的 29%。

图 11: 固生堂门店增长 (2019-2024H1, 家)



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

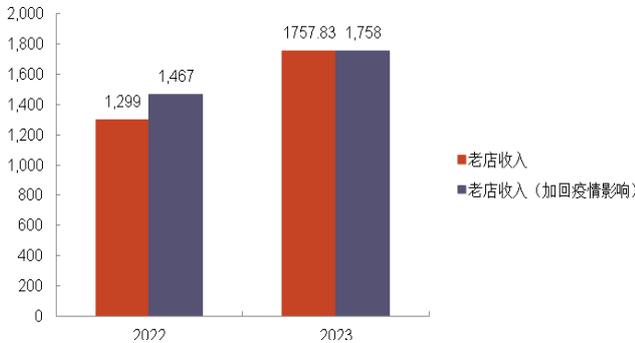
图 12: 固生堂 2024 年扩张计划



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

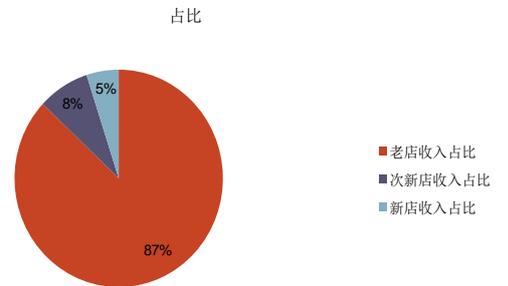
**老店内生增长稳健。**就内生增长而言, 公司旗下老店 (2021 年及以前开业门店) 保持稳健增长, 2023 年老店收入同比增长 35.3%, 达到 17.6 亿元; 加回疫情影响后的老店收入同比增长 19.8%。2023 年老店收入贡献占比为 87%, 次新店 (2022 年开业的门店) 和新店 (2023 年开业的门店) 收入贡献占比分别为 8% 和 5%。

图 13: 固生堂老店内生强劲 (百万元)



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

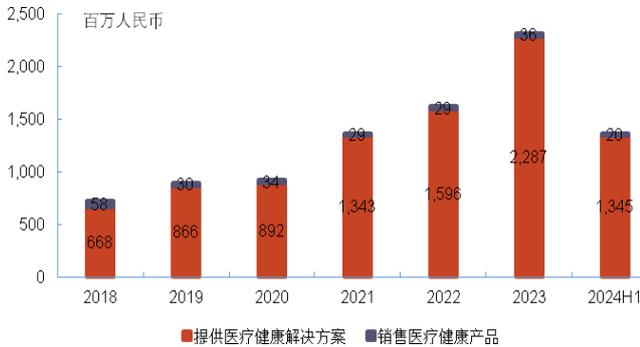
图 14: 固生堂老店收入占比高 (2023)



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

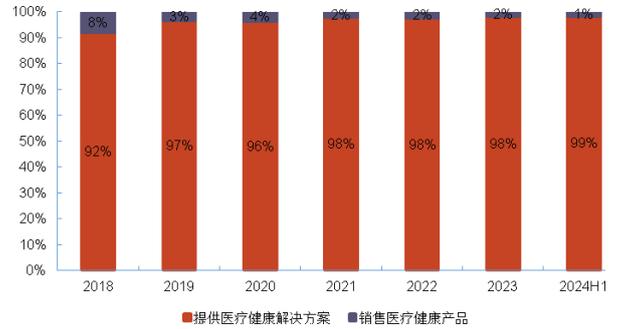
**固生堂主要业务分为医疗健康解决方案和销售医疗健康产品两大板块, 其中医疗健康解决方案为收入主要来源。**医疗健康解决方案服务包括提供诊前准备、优质的问诊与诊断、理疗、中医处方及煎药服务。提供医疗健康解决方案的收入占比由 2018 年的 92% 提升至 2024H1 的 99%, 呈逐年提升趋势。医疗健康产品销售收入占比相对较小, 主要包括销售药材和营养品, 收入贡献占比低于 10%。

图 15: 固生堂按业务类别的收入拆分 (2018-2024H1)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 固生堂按业务类别的收入占比 (2018-2024H1)

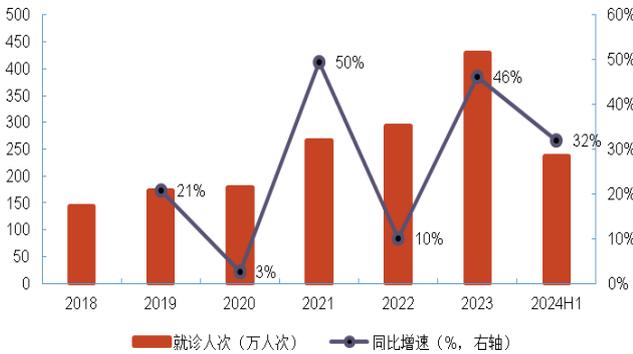


资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 3.2 会员忠诚度高, 构建强粘性体系

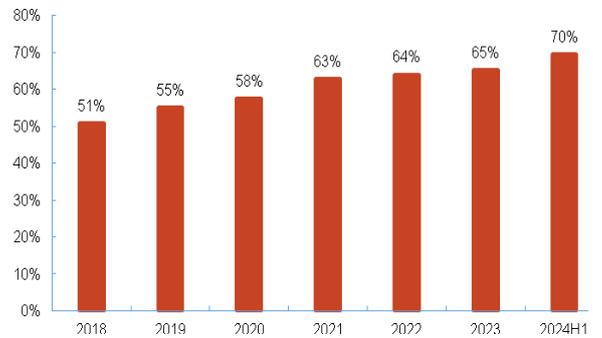
**构筑会员与品牌的纽带, 展现极强的会员粘性。**公司获客渠道多元化, 随着线下和各类线上平台的发展, 固生堂门诊人次逐年稳健增长。从 2018 年的 144 万增长至 2023 年的 430 万, 2023 年门诊人次的同比增速达到 46%, 2018-2023 年门诊人次的复合增速为 24%。

图 17: 固生堂门诊人次 (2018-2024H1)



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

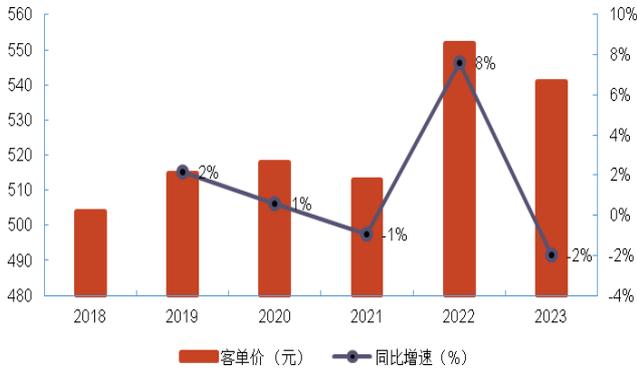
图 18: 固生堂回头率 (2018-2024H1)



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

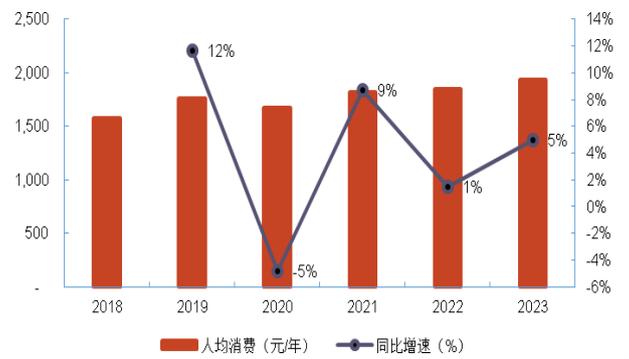
**回头率提高, 客单价保持相对稳定。**固生堂消费者整体回头率保持在 50% 以上, 并从 2018 年的 51% 逐年提升至 2024H1 的 70%。2018 年以来公司客单价保持相对稳定, 从 2018 年的 504 元提升至 2023 年的 541 元, 2018~2023 年的复合增速为 1%; 2024H1 达到 572 元, 同比增长 4.8%。此外, 年人均消费也实现稳步增长, 从 2018 年的 1,573 元增长至 2023 年的 1,937 元, 复合增速为 4%。消费力方面, 会员年均消费金额显著高于非会员客户, 2023 年会员年均消费为 2,637 元, 而非会员为 1,937 元。

图 19: 固生堂客单价 (2018-2023)



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

图 20: 固生堂人均年消费 (2018-2023)



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

**会员收入贡献持续提升。**公司自 2019 年 3 月起建立会员体系, 会员卡有效期为一年, 主要服务包括全周期医疗健康解决方案、挂号优惠、代煎服务等。通过会员模式有望培养长期客户, 增强服务粘性。2020~2023 年会员消费人数实现快速增长, 从 2020 年的 7.97 万人增长至 2023 年的 36.45 万人。此外, 会员消费占线下收入比重逐年提升, 从 2020 年的 25% 增长至 2023 年的 47%。

表 4: 2023 年固生堂会员收入占线下比例提升至 47%

	2020	2021	2022	2023
会员消费 (百万元)	222	431	543	961
会员收入占线下收入比例 (%)	25%	35%	40%	47%
会员消费人数 (人)	79,745	138,328	203,108	364,482
复诊人数 (人)	71,079	120,810	175,540	311,951
年末会员人数 (人)	55,373	139,039	164,942	318,383
会员就诊人次 (千)	369	752	897	1,568
会员回头率	89.0%	87.0%	86.0%	86.0%

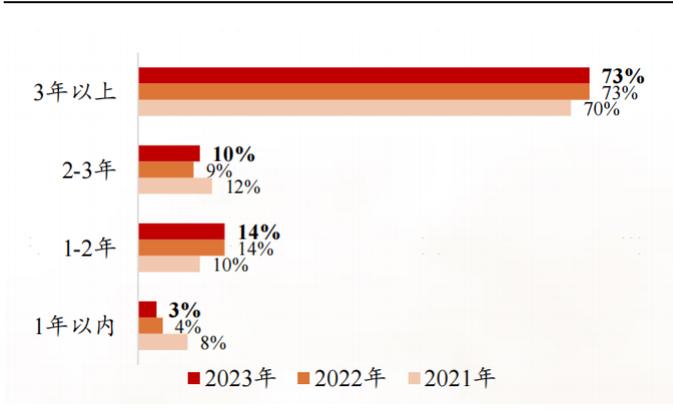
资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

### 3.3 国医大师坐镇, 麾下医生资源丰富

**公司麾下中医师资源丰富。**固生堂拥有丰富的资深中医师资源, 还成立了“名医传承工作室”, 为名中医提供团队支持, 提升诊疗效率和患者体验, 也有利于固生堂内部医生梯队的建设。公司具备多元化的医生招聘渠道, 包括与知名公立医疗机构、大学建立战略合作; 校园招聘优秀医学毕业生; 招聘具备丰富中医诊疗经验的退休医师等。此外, 公司通过签订网络医师的合作协议, 进一步扩大医生资源队伍, 为患者提供广泛的线上医生资源。

截至 2024 年上半年, 固生堂线上线下执业医师合计超过 3.9 万名 (包括 3.4 万名互联网医院医师, 以及 5425 名线下医疗机构医生), 在固生堂执业出诊的国医大师有 9 位, 此外还包括一大批全国名中医、岐黄学者、省级名中医等专家, 名医数量在民营中医医疗机构中处于领先地位。固生堂还积极培养自有医生体系, 采用师带徒模式打造高质量青年医师队伍, 并打通了多个城市的自有医生职称晋升通道, 有利于进一步吸引更多优秀医师加入。

图 21: 不同合作年限的医生收入贡献占比



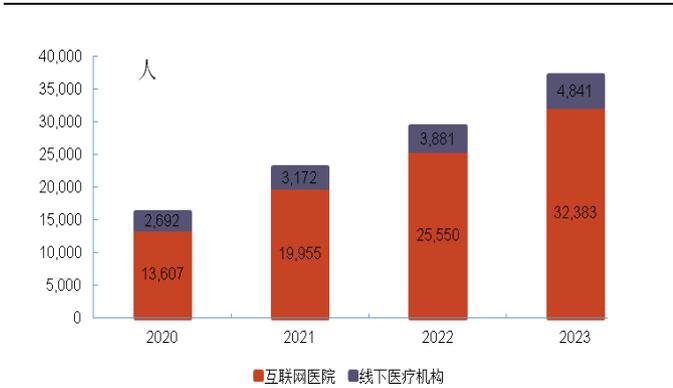
资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

图 22: 不同合作年限的医生平均业绩 (人民币万元)



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

图 23: 2023 年医生数量同比净增加 7793 人



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

图 24: 2023 年具有高级职称的医生人数净增加 2613 人



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

固生堂在传承和发展中医药事业方面做出了卓越贡献,并邀请了多位国医大师加入其团队,包括周岱翰、施杞等多为中医药行业泰斗。此外,固生堂还成立了多个由国医大师、全国名中医牵头的名医传承工作室,这些工作室的成立进一步推动了中医药的传承与发展。

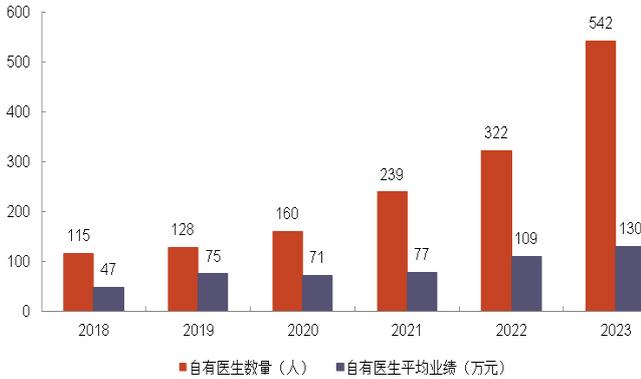
表 5: 公司国医大师

姓名	科室	简介
周岱翰	肿瘤	广州中医药大学博士生导师及国务院特殊津贴专家,获人力资源和社会保障部、国家卫健委和国家中医药管理局颁发的全国中医药杰出贡献奖。
许润三	妇科	中日友好医院的主任医师,获授予首都国医名师称号。
施杞	骨科	上海龙华医院伤骨科主任医师、教授。曾任上海市中医药学会会长。
严世芸	心脑血管、消化道	上海中医药大学终身教授,博士研究生导师。曾任上海中医药大学校长,上海市中医药研究院院长。
林毅	乳腺科	第四届国医大师,首届全国名中医,桂派中医大师,广东省中医院乳腺科创始人。
王庆国	消化科	北京中医药大学教授,中医临床基础专业博士生导师。北京国宗济世中医医院肝胆脾胃科特聘专家,从事中医临床、教学与科研工作近三十年,为我国首批中医基础专业博士学位获得者之一。
丁樱	内科	中国中医科学院学部委员、中医儿科专家、国医大师、河南中医药大学儿科医学院院长、二级教授、博士生导师
葛琳仪	内科	国家级名中医、硕士研究生导师、国家级名中医学术经验继承指导老师,获国务院特殊津贴。
李佃贵	脾胃病科	2017年入选第三届国医大师,同年入选河北十大新闻人物;2020年当选为中国中医科学院学部委员;2022年7月入选年度科普特别人物。

资料来源: 固生堂官网、固生堂招股说明书等, 光大证券研究所

**自有医生收入占线下收入比重逐年提升。**公司自有医生数量实现稳步增长，从2018年的115名增长至2023年的542名，复合增速为36%。公司持续加强自有医生的培养，自有医生业绩占线下收入比重逐年提升，从2018年的8%提升至2023年的35%。公司自有医生整体业绩从2018年的5,439万元增长至2023年的7.05亿元，2018-2023年的复合增速为67%；自有医生的平均业绩从2018年的47万元提升至2023年的130万元，2018-2023年的复合增速为22%。

图 25：固生堂自有医生人数及其平均业绩（2018-2023）



资料来源：固生堂业绩说明资料，光大证券研究所

图 26：固生堂自有医生业绩及其占线下收入比例（2018-2023）



资料来源：固生堂业绩说明资料，光大证券研究所

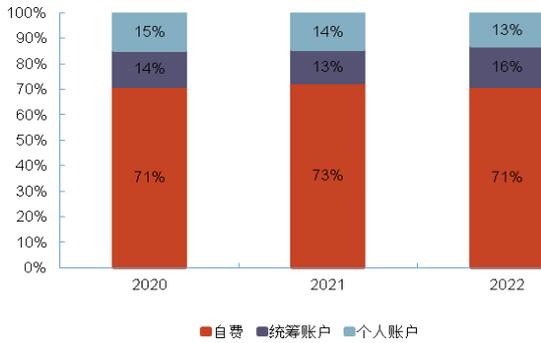
### 3.4 商业模式闭环，线上向线下导流

**固生堂通过 OMO 模式实现线上线下深度融合，有效扩大服务范围并提升患者就医体验。**公司利用线上平台高效引流，促进线下业务发展，线上业务以慢性病复诊为主。固生堂的 OMO (Online-Merge-Offline) 模式是一种创新的商业模式，它将线上与线下业务深度融合，打造了一个覆盖全生命周期、全场景健康管理的技术赋能新中医平台。该模式通过线上平台提供便捷的预约挂号、在线咨询、远程诊疗等服务，同时结合线下医疗机构的专业诊疗和健康管理，实现了线上线下的无缝衔接和高效协同。患者可以根据自身需求，随时随地通过线上平台获取专业的中医健康咨询和诊疗建议，并预约到线下医疗机构接受面对面的诊疗服务。这种线上线下一体化的服务模式，不仅提升了患者的就医体验，也进一步扩大了固生堂的服务范围和市场影响力。

自2018年在微信官方账号上推出线上预约、随访咨询、诊断和处方服务以来，公司线上线下协同发展。公司2020年收购白露平台以后，更好地利用线上资源，凭借白露的客户流量扩大客户群，集中医疗资源下沉至全国各地。近年来，线上业务增速较快且占比逐步提升。

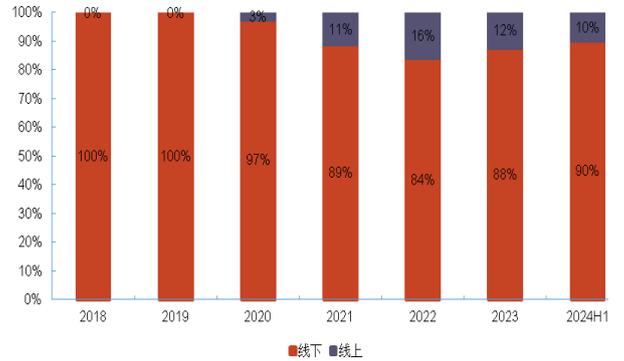
此外，线上业务以慢性病为主，且客户多数为复诊，2020年公司线上业务收入占比仅为3%，2024H1公司线上业务收入占比提升至10%。按照医保和自费进行收入拆分，公司医保收入占比保持相对稳定，2022年医保收入占比为29%，自费收入占比为71%。

图 27: 固生堂医保收入占比 (2020-2022)



资料来源: 固生堂业绩说明资料, 光大证券研究所

图 28: 固生堂按线上线业务收入占比 (2018-2024H1)



资料来源: 固生堂历年业绩说明资料, 光大证券研究所

**便捷、高效的线上平台进一步提高诊疗效率。**固生堂的线上平台以其便捷性、专业性和高效性, 为广大患者提供了优质的中医医疗服务, 成为固生堂医疗服务体系中的重要组成部分。公司拥有多个线上平台, 包括公司官网、微信账号 (固生堂中医)、微信小程序 (固生堂名医推荐、固生堂视频看诊) 和移动应用程序 (固生堂医生端), 提供线上挂号预约, 在线视频看诊、线上支付处方等服务。其中, 白露平台是固生堂重要的线上中医健康服务平台之一。该平台通过整合线上资源, 为患者提供便捷的中医诊疗服务, 包括在线咨询、预约挂号、远程诊疗等, 极大地扩展了固生堂的服务范围。患者可以通过白露平台轻松预约到固生堂旗下的中医专家, 并享受专业的中医健康咨询和诊疗服务。

表 6: 固生堂线上平台

名称	途径	服务内容
固生堂官网	公司官网	线上预约线下诊疗、免费文章科普
固生堂中医	官方微信账号	线上预约线下诊疗、线上支付处方、电子病历、销售医疗健康产品
固生堂名医推荐	官方微信小程序	线上预约视频诊疗、线上预约线下诊疗、线上支付处方及医师推荐、销售医疗健康产品
固生堂视频看诊	官方微信小程序	线上预约视频诊疗、线上预约线下诊疗、线上支付处方、线上咨询
固生堂医生端	移动应用程序	医生注册、在线咨询、线上支付处方、免费文章科普

资料来源: 固生堂招股说明书, 光大证券研究所

## 4、盈利预测与估值评级

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设及盈利预测

公司业务主要集中在医疗健康解决方案和销售医疗健康产品。

1) 医疗健康解决方案: 公司提供各种医疗健康服务, 核心业务是提供医疗健康解决方案, 公司现有门店、以及自建和并购新店三轮驱动增长。随着自建和外延并购的持续推进, 公司经营面积也不断增长。我们预计公司医疗健康解决方案 24-26 年收入增速为 31.3%、29.0%和 28.0%, 收入分别达 30.0、38.7 和 49.6 亿元。此外, 考虑到规模效应以及自有医生收入贡献占比的提升, 我们认为作为核心业务的提供医疗健康解决方案的毛利率有望持续提升, 预计 2024-2026 年该板块的毛利率分别为 30.8%、32.3%和 32.3%。

2) 销售医疗健康产品: 这部分业务收入主要是销售药材和营养品。考虑到这部分业务体量较小, 并且非公司核心业务, 我们预计 25~26 年销售医疗健康产品

收入有望随行业规模的扩大实现双位数稳健增长,我们预计公司销售医疗健康产品 24-26 年收入增速为 7.4%、10.0%、10.0%,收入分别达 39、43 和 47 百万元。我们预计销售医疗健康产品的毛利率基本保持稳定,2024-2026 年该板块的毛利率为 34.6%、35.0%、35.0%。

### 期间费用率预测

公司 23 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 12.1%、6.7%和 1.1%,考虑到规模效应,我们预计公司 24-26 年销售费用率分别为 11.3%、11.2%和 11.1%;考虑到员工福利等开支致 24H1 管理费用率达 8.1%,预计 24 年整体管理费用率略高,25~26 年我们预计管理费用率基本维持稳定,综合预计 24~26 年管理费用率分别为 7.0%、6.0%和 6.0%;预计 24-26 年公司财务费用率维持在 0.5%。

综合以上假设,我们预测公司 2024-2026 年公司营收分别为 3042、3917 和 5006 百万元,归母净利润分别为 329、508 和 651 百万元,考虑到公司股份支付费用,经调整净利润分别为 409、548 和 691 百万元,EPS (经调整)分别为 1.68、2.25 和 2.84 元。

表 7: 公司分业务营收预测表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	1,625	2,323	3,042	3,917	5,006
YOY	18.4%	43.0%	30.9%	28.8%	27.8%
销售医疗健康产品	29	36	39	43	47
YOY	-0.9%	25.7%	7.4%	10.0%	10.0%
提供医疗健康解决方案	1,596	2,287	3,003	3,874	4,959
YOY	-0.9%	43.3%	31.3%	29.0%	28.0%
毛利率	30.7%	30.1%	30.9%	32.2%	32.1%
销售医疗健康产品	39.7%	35.2%	34.6%	35.0%	35.0%
提供医疗健康解决方案	30.6%	30.0%	30.8%	32.3%	32.3%

资料来源: 2022~2023 年财务数据来自公司年报披露,其余为光大证券研究所预测

表 8: 期间费用率预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	12.8%	12.1%	11.3%	11.2%	11.1%
行政费用率	6.2%	6.7%	7.0%	6.0%	6.0%
财务费用率	1.1%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%

资料来源: 2022~2023 年财务数据来自公司年报披露,其余为光大证券研究所预测

## 4.2 估值水平与投资评级

### 相对估值

我们采用 P/E 作为估值指标,选取 A 股部分眼科医疗服务公司和 H 股部分医疗服务公司作为可比公司,包括爱尔眼科、海吉亚医疗(H)、锦欣生殖(H)等。我们根据可比公司 PE 值,综合考虑公司在中医诊疗服务领域的稀缺性以及公司显著低于行业平均的 PEG 水平,公司应当享有估值溢价,认为公司 2024 年合理估值水平(PE)为 28 倍,对应每股股价 51.05 港元。

表 9：可比公司估值比较

公司代码	公司名称	收盘价	EPS (元)				PE (X)				PEG
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(2024)
300015.SZ	爱尔眼科	14.13	0.36	0.41	0.48	0.56	39	35	30	25	2.29
6078.HK	海吉亚医疗	16.12	1.08	1.33	1.59	1.97	14	11	9	8	0.50
1951.HK	锦欣生殖	2.91	0.13	0.14	0.17	0.20	21	18	16	13	1.21
	平均						24	21	18	15	1.33
2273.HK	固生堂	33.55	1.23	1.68	2.25	2.84	25	18	14	11	0.57

资料来源：Wind，固生堂 2024-2026 年为光大证券研究所预测（EPS 为经调整 EPS），23 年均采用年报数据，其他采用 wind 一致预期，注：公司股价时间均为 2024-11-25（爱尔眼科股价单位为元，其余公司股价单位为港元，汇率采用 1 港元=0.92 人民币，PEG 计算中 CAGR 取 23-26 年）

### 绝对估值

长期增长率：公司业务主要在中医药服务行业，对应客户群体具有稳定且较为庞大的市场，外延持续拓展，因此我们假设公司稳定增长阶段的长期增长率为 2%；

β 值选取：公司无杠杆 β 采用 0.8；

税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 15%。

表 10：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
长期增长率	2.00%
β(βlevered)	0.80
无风险利率 Rf	4.40%
Rm-Rf	9.00%
目标资本结构	20.00%
税率	15.00%
债务成本	5.50%
权益成本	11.60%
WACC	10.22%

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值占比
第一阶段 (10 年)	3,504	39%
第二阶段 (终值)	5,374	61%
企业价值	8,878	
债务价值	-1,610	
总股本价值	10,488	
股本 (百万)	244	
每股价值 (元)	43.04	
每股价值 (港元)	46.90	
PE (2024)	26	

资料来源：光大证券研究所预测

表 12: 敏感性分析表 (港元)

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
9.22%	49.82	51.64	53.72	56.11	58.89
9.72%	46.78	48.33	50.08	52.08	54.37
10.22%	44.08	45.41	46.90	48.58	50.50
10.72%	41.68	42.83	44.10	45.53	47.15
11.22%	39.53	40.53	41.62	42.85	44.22

资料来源: 光大证券研究所预测

基于以上条件假设, 我们利用 FCFF 绝对估值方法, 计算得出公司每股价值为 46.90 港元。

### 估值结论与投资评级

综合考虑公司在中医诊疗服务领域的稀缺性, 公司深度受益于老龄化加剧和中医药行业政策扶持, 我们结合相对估值和绝对估值两种方法 (取平均), 给予公司目标价 48.98 港元。首次覆盖, 考虑到公司的现有业务增长潜力、外延并购的潜力, 给予“买入”评级。

## 4.3 股价驱动因素

- 1) 自建和并购项目持续落地, 进一步扩大市场覆盖;
- 2) 随着慢性病发病率的上升, 市场需求的扩大, 中医医疗服务行业增速超预期;
- 3) 中医药行业扶持政策超预期。

## 5、风险分析

**行业政策变化:** 政策变动可能改变政府对中医药行业的支持力度和方向, 加强监管要求, 增加企业合规成本。

**医生流失或来自其他中医服务提供商的竞争加剧:** 医生资源的稳定性是固生堂的核心竞争力之一, 但一旦名医或资深医生流失, 将直接影响公司的诊疗质量和患者信任度, 进而削弱市场竞争力。

**并购标的或自建门店进展低于预期:** 源于市场环境的变化、并购标的的估值问题、自建门店的选址和运营成本等多个方面。如果并购或自建门店的进度滞后, 将直接影响固生堂的市场布局和业务拓展, 甚至可能导致公司错失市场机遇。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,625	2,323	3,042	3,917	5,006
营业成本	(1,125)	(1,623)	(2,103)	(2,665)	(3,389)
毛利	500	700	940	1,263	1,606
其他收入及收益	34	55	36	40	56
销售及分销开支	(308)	(436)	(557)	(674)	(856)
EBITDA	324	430	522	748	926
EBIT	216	310	402	618	796
融资成本	(18)	(26)	(15)	(20)	(25)
除税前溢利	199	284	387	598	771
所得税开支	(18)	(31)	(57)	(89)	(119)
非控股权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
母公司应占溢利	181	252	329	508	651
母公司应占溢利 (经调整)	198	305	409	548	691

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前溢利	199	284	387	598	771
折旧和摊销	108	120	120	130	130
融资成本	18	26	15	20	25
投资减少	0	0	0	0	0
营运资本变动	(53)	(27)	182	34	45
其他	10	7	23	(49)	(79)
经营活动产生的现金流净额	281	410	727	732	892
CAPEX	(147)	(251)	(320)	(390)	(460)
其他投资活动产生的现金流净额	(31)	(13)	0	0	0
投资活动产生的现金流净额	(178)	(264)	(320)	(390)	(460)
股本	0	480	0	0	0
债务净变动	(18)	(55)	0	0	0
股利支付	(18)	(26)	(15)	(20)	(25)
其他筹资活动产生现金流净额	(102)	(242)	(80)	(40)	(40)
筹资活动产生现金流净额	(138)	158	(95)	(60)	(65)
现金流净变动	(35)	304	312	283	367

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,360	1,838	2,070	2,423	2,879
现金及现金等价物	994	1,301	1,614	1,897	2,264
贸易应收款项	89	180	117	151	193
存货	105	153	136	172	219
其他流动资产	171	203	203	203	203
长期投资	6	31	254	527	850
物业、厂房及设备	71	110	176	263	369
无形资产	1,177	1,402	1,312	1,212	1,112
<b>总资产</b>	<b>2,614</b>	<b>3,379</b>	<b>3,811</b>	<b>4,424</b>	<b>5,210</b>
流动负债	554	708	810	914	1,048
借款	18	16	16	16	16
贸易应付款项	464	581	683	787	921
其他负债	72	110	110	110	110
长期负债	337	365	365	365	365
<b>总负债</b>	<b>891</b>	<b>1,073</b>	<b>1,175</b>	<b>1,279</b>	<b>1,413</b>
非控股权益	1	1	2	3	4
本公司拥有人应占权益	1,741	2,428	2,757	3,265	3,916
股本	0	0	0	0	0
储备	1,741	2,428	2,757	3,265	3,916
总权益	1,722	2,306	2,636	3,145	3,797
<b>总资产和负债</b>	<b>2,614</b>	<b>3,379</b>	<b>3,811</b>	<b>4,424</b>	<b>5,210</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

### 光大证券研究所

#### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

#### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

#### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

### 光大证券股份有限公司关联机构

#### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

#### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP