

美中嘉和 (2453.HK)



核心投资亮点

美中嘉和打造“中国的 MD 安德森”。美中嘉和医学技术发展集团股份有限公司成立于 2008 年，是参与制定我国多项放疗行业标准的唯一一家非公立机构，是国内唯一拥有质子治疗系统的国际化高端肿瘤医疗服务集团。经过十年磨一剑式的长期投资经营，公司在中国拥有 5 家自有医疗机构，分别是 3 家肿瘤医院、1 家肿瘤门诊部、1 家医学影像诊断中心。为了能够让患者享受到国际化的高品质诊疗服务，公司为旗下医疗机构引进了国际先进的诊疗服务方法、流程和管理模式，并提供前沿的技术，配备先进的诊疗设备。

肿瘤诊疗需求旺盛，先进肿瘤诊疗服务供给严重不足。我国每年新增恶性肿瘤患者约五百万人，加上存量患者未来将超 3080 万。在肿瘤患者群体庞大的同时，还面临严峻的供需不平衡问题。从所有癌症五年生存率对比来看，中国肿瘤患者五年生存率比美国低 28 个百分点，因此导致我国每年有超过 60 万人出海寻求更优质的医疗服务。高端肿瘤医疗服务的空白市场，或将由中国本土民营企业所填补。

差异化优势明显，AI 赋能未来可期。美中嘉和旗下的广州泰和肿瘤医院是目前粤港澳大湾区首家提供质子治疗的医疗机构，公司资产极具稀缺性。通过与 MD 安德森癌症中心建立的排他性战略合作以及和梅奥诊所长期深度合作，公司建立与 MD 安德森同等水平的癌症诊疗中心，使得患者无需出境即可享受国际顶尖水平的肿瘤医疗服务，公司商业模式及市场定位极具差异化和发展潜力。同时公司大力布局 AI 技术，医疗大模型与医院业务协同发展，潜力巨大。

短期业绩扭亏在即，长期成长空间可观。公司亏损幅度连年收窄，2024 年 12 月广州医院质子中心正式投入运营，将带动公司业绩呈现爆发式增长，迎来利润拐点。随着长三角和京津冀的质子中心陆续投入运营，公司三大核心战略医院有望实现超 100 亿营收，20 亿净利润，长期成长空间可观。当前，与可比公司业绩快速释放阶段的估值相比，公司的估值仍然有提升空间，随着业绩释放，公司将迎来戴维斯双击，给予“买入”评级。

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	477.25	538.65	389.77	914.35	1380.10
YoY	1.4%	12.9%	-27.6%	134.6%	50.9%
营业成本	614.80	603.80	452.77	616.96	802.62
YoY	18.8%	-1.8%	-25.0%	36.3%	30.1%
毛利润	-142.6	-65.1	-63.00	297.39	577.47
YoY	202%	-54.4%	-3.2%	572.0%	94.2%
归母净利润	-541.40	-373.09	-423.75	-90.12	159.00

风险提示

- 1) 质子放疗治疗需求低于预期
- 2) 在建工程投入可能导致利润承压
- 3) 肿瘤专科医院行业竞争加剧
- 4) 商业健康险落地不及预期
- 5) 医疗服务价格改革带来的政策风险

華升證券研究

陈思聪

nelsonchan@cfcg.com.hk

+852 31666842

目录

一、美中嘉和打造国际顶尖的高端肿瘤医疗服务平台	3
1.1 数十年积累厚积薄发，肿瘤医疗旗舰医院初具规模	3
1.2 整体股权结构合理，核心团队经验丰富	4
1.3 收入规模持续增长，扭亏为盈值得期待	5
二、肿瘤诊疗需求旺盛，高端肿瘤医疗服务供不应求	7
2.1 肿瘤治疗简介	7
2.2 我国肿瘤医疗服务市场空间巨大	8
2.3 优质肿瘤医疗资源缺乏，高端民营医疗做补充	10
2.3 千亿级精准放疗市场，质子放疗即将爆发	13
三、定位高端医疗服务差异化市场，业绩增长确定性强	15
3.1 旗下医院均按照国际标准进行建设	15
3.2 建设中国的 MD 安德森，医疗行业国际合作典范	20
3.3 AI 赋能医疗服务，协同发展潜力巨大	20
四、盈利预测与估值分析	22
4.1 公司长期业绩增长空间较可观	22
4.2 公司短期迎来业绩爆发期	23
4.3 盈利预测及投资建议	23
五、风险提示	25

一、美中嘉和打造国际顶尖的高端肿瘤

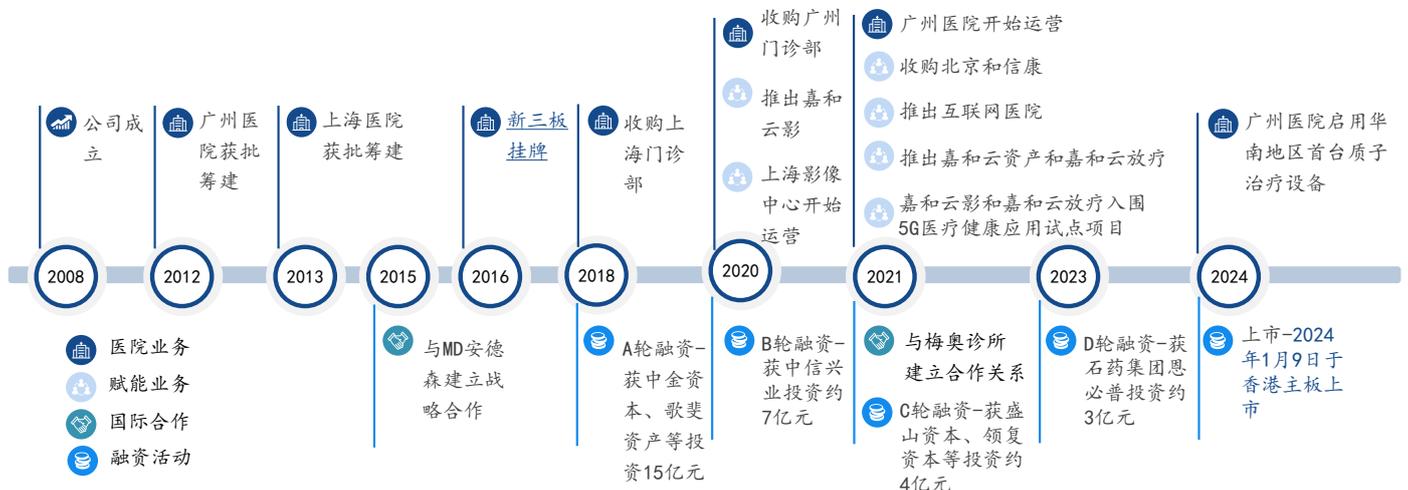
肿瘤医疗服务平台

1.1 数十年积累厚积薄发，肿瘤医疗旗舰医院初具规模

美中嘉和医学技术发展集团股份有限公司成立于2008年，是参与制定我国多项放疗行业标准的唯一一家非公立机构。公司长期专注于先进肿瘤诊疗技术的研究、开发、转化及应用，提供以精准放疗为特色的肿瘤医疗服务，自建自营线上线下相结合的肿瘤专科医疗机构，同时通过多年积累的诊疗经验及影像AI业务赋能第三方医疗机构，旨在推动中国肿瘤诊治的标准化和国际化，让国内肿瘤患者享受高品质的医疗服务。

十年磨一剑，公司业务迎来收获期。医疗服务有着重资产、长周期、高技术、强品牌等诸多进入壁垒，自2008年成立以来，公司在医院建设、赋能业务、国际合作等多方面取得实质性成就，深厚的底蕴持续驱动公司高质量发展。在国际合作方面，美中嘉和联合美国MD安德森癌症中心和梅奥诊所共同推动中国诊疗技术的标准化和国际化，其中MD安德森更是选择美中嘉和成为其在中国的唯一战略合作伙伴。在医院业务方面，从2012年广州泰和肿瘤医院获批筹建，到2024年广州泰和肿瘤医院质子治疗设备正式投入运营，公司已度过长周期和重资产投入阶段，迎来收获期。在赋能业务方面，公司旗下子公司选择影像与放疗这两个最适合数字化升级改造的癌症治疗领域，采用5G、SaaS和AI技术为医疗机构客户提供医疗服务一体化解决方案，服务过的医疗机构累计超过200家，分布于全国28个省市自治区。

图：公司发展历程



资料来源：公开资料整理，华升证券

立足一线辐射全国，建设具备国际竞争力的肿瘤诊疗中心。目前公司在运营的医疗机构有3家，分别是广州泰和肿瘤医院、上海美中嘉和肿瘤门诊部、上海美中嘉和医学影像诊断中心，正在筹建医院有2家，分别是上海泰和诚肿瘤医院、石药泰和肿瘤医院。公司聚焦我国人口密集及经济核心区域，在大湾区、长三角、京津冀地区重点布局。根据《2023年胡润财富报告》数据，我国千万人民币净资产家庭排名的前十个省份/直辖市/特别行政区中，美中嘉和占据其中6个区位。我国千万人民币净资产家庭排名的前十个城市中，美中嘉和占据其中9个区位。美中嘉和建设具备国际领先水平的专科肿瘤医院，凭借设备优势、品牌声誉、国际医疗水平及资源等诸多优势，公司牢牢占据国内医疗资源

高地，吸引来自全国的患者。

图：公司医院布局



表：中国千万人民币净资产家庭排名，省份/城市分布（单位：户）

省份	高净值家庭数量	城市	高净值家庭数量
广东	300,400	北京	299,000
北京	299,000	上海	264,900
上海	264,900	香港	209,500
浙江	214,800	深圳	79,000
香港	209,500	广州	72,600
台湾	178,400	杭州	52,900
江苏	126,600	宁波	41,200
福建	63,800	台北	32,000
山东	58,300	佛山	31,700
四川	43,500	天津	27,400

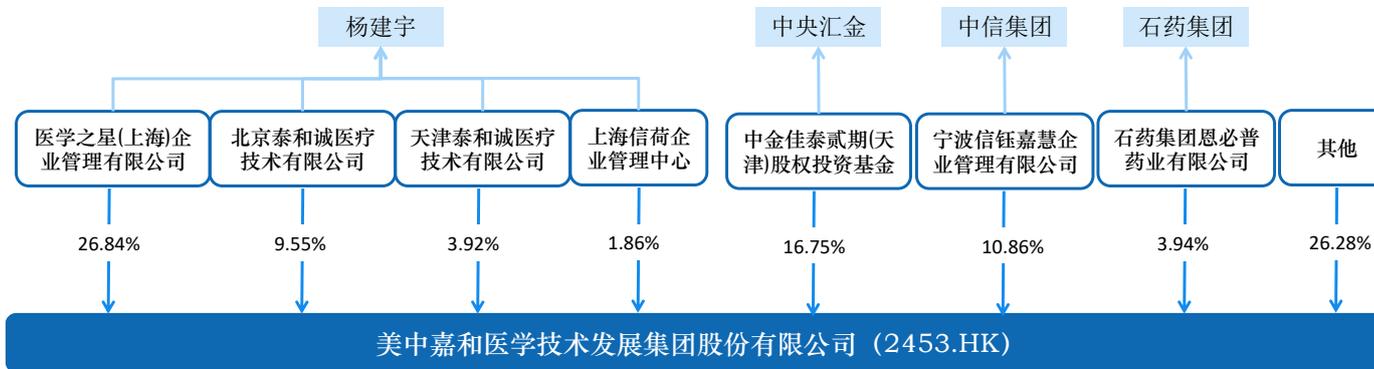
资料来源：公司官网，华升证券

资料来源：《2023年胡润财富报告》

1.2 整体股权结构合理，核心团队经验丰富

公司控股股东为美股上市公司泰和诚控股（NYSE：CCM），合计持股约42%。并且美中嘉和先后获得中金资本、中信兴业、盛山资本、石药集团等知名投资机构的青睐，这些股东不仅为公司提供资金支持，更为公司发展提供诸多产业方面的合作机遇。以石药集团为例，美中嘉和正在与石药集团合资建设‘石药泰和肿瘤医院’，美中嘉和与石药集团未来会积极开展针对肿瘤的诊断、治疗及肿瘤的相关基础研究工作，特别是新药研究与新技术临床应用，并将石药泰和肿瘤医院作为石药集团的新药研发基地和人才培养基地，作为尖端肿瘤医学技术交流平台，为患者提供线上线下一体化全病程管理模式的闭环式肿瘤诊疗服务。

图：公司股权结构



资料来源：定期公告，华升证券

汇聚国内外顶尖医疗专家及医院管理团队。美中嘉和管理团队经验丰富，董事长杨建宇先生有着数十年的医疗服务管理经验，并且曾作为控股股东代表，参

与 MD 安德森质子中心的经营管理。公司拥有一支包含 29 位副主任级及以上医疗专家、27 位病理专家和 60 位影像诊断专家的专家医疗团队。他们的背景涵盖 MD 安德森癌症中心、佛罗里达大学质子中心、复旦大学附属肿瘤医院等国内外知名医疗机构。同时，基于公司灵活的经营优势，通过国内专家约诊和国际医疗合作，美中嘉和可以汇聚来自国内外的顶尖医疗专家，为患者提供世界一流的肿瘤诊疗服务。

图：公司高管简介

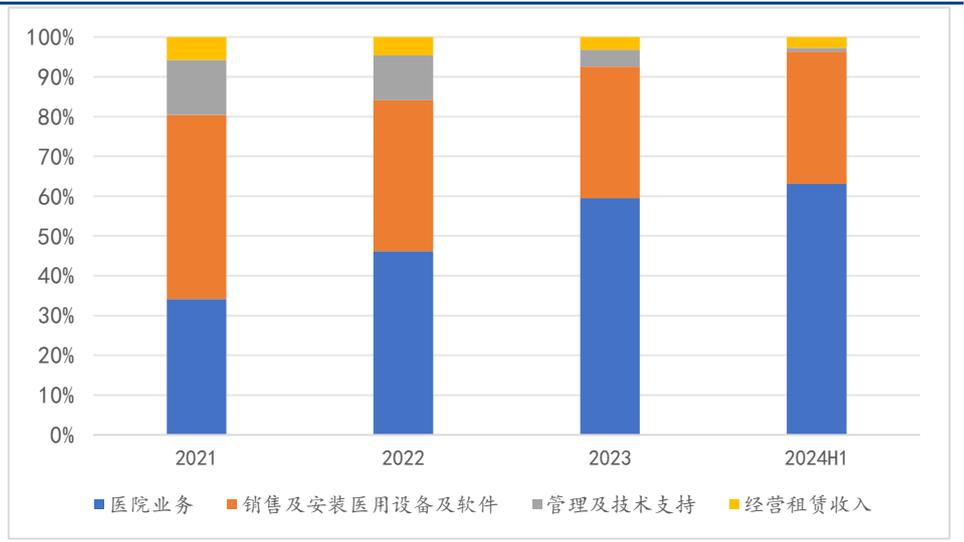
经验丰富的管理团队		
杨建宇 博士	董事长兼 执行董事	经济学博士，高级经济师，耶鲁大学医药卫生工商管理硕士，拥有超过 15 年的医疗服务行业经验和超过 20 年的企业管理经验
付骁	执行董 事、总经 理兼总裁	负责公司整体业务及运营，北京大学医院管理 EMBA，拥有超过 25 年医院管理和肿瘤医疗服务行业经验
常亮	执行董 事兼副 总裁	负责公司赋能业务整体管理，南开大学学士，澳大利亚弗林德斯大学硕士，拥有近 15 年医疗服务行业经验
高水平的医疗专业团队		
钱朝南 教授	广州医院 院长	曾在 MD 安德森和 Van Andel Research Institute 接受博士后培训，并被国家卫健委聘为健康中国 2020 战略规划专家
傅深 教授	首席放疗 专家	曾任 MD 安德森质子中心学术委员会委员，并于质子治疗研究及应用前沿领导数个科研项目
李左峰 教授	首席物理 师	曾参与建设佛罗里达大学质子中心，负责设备调试和临床技术操作，现为美国医学物理学协会会员
章英剑 教授	上海影像 中心主任	曾任复旦大学附属肿瘤医院核医学科主任、博导；上海市质子重离子医院核医学科主任

资料来源：公司公告，华升证券

1.3 收入规模持续增长，扭亏为盈值得期待

医院业务及赋能业务协同发展。对于医院业务，公司通过在一线城市建设的自营医疗机构为患者提供全周期的优质肿瘤医疗服务。公司以精准放疗为核心，为患者提供最先进的质子治疗服务。同时公司与 MD 安德森和梅奥诊所深度合作，采用国际化的诊疗标准和世界级的专家医疗团队，为患者提供最权威的肿瘤诊疗服务。对于赋能业务，公司采取轻资产运营模式，通过嘉和云影远程医疗信息诊断平台、嘉和飞云智能放疗云服务平台及其他多种 AI 医疗技术，赋能三四线城市的企业客户及终端医院，为其提供一体化的肿瘤相关技术服务。重资产模式的医院业务及轻资产模式的赋能业务，双轮驱动美中嘉和快速发展。

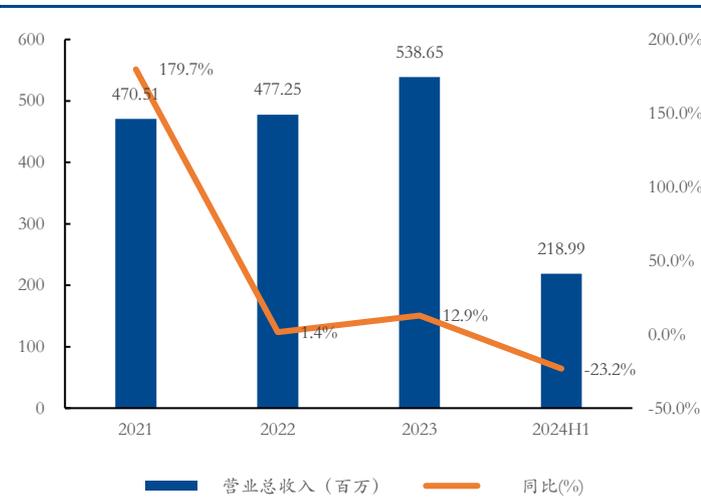
图：公司营收按业务分类



资料来源：公司公告，华升证券

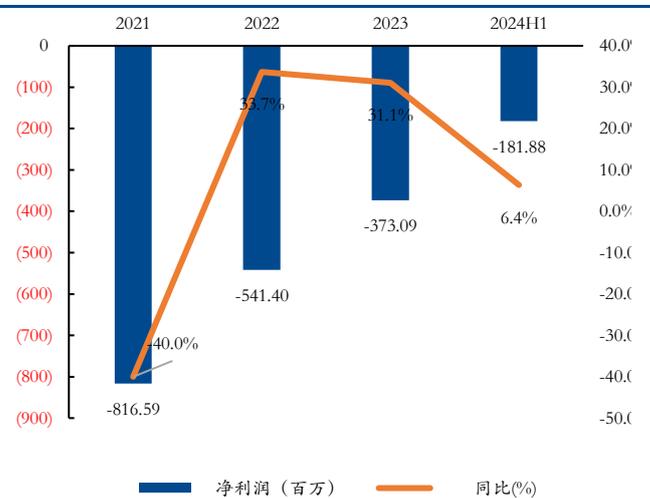
营收持续提升，利润爆发期将至。历经疫情三年考验和质子中心持续投入，公司营收持续增长，利润亏损幅度明显收窄。公司归母净利润由 2022 年亏损人民币 5.41 亿元减少 31.1%至 2023 年亏损人民币 3.73 亿元。2024 年公司进一步降本增效，出售受医保拖累的大同医院、广州门诊部以及互联网医院，将业务更加聚焦在高端肿瘤医院和 AI 医疗大模型的战略高地。随着 2024 年 12 月广州医院质子中心正式投入运营，2025 年医院业务业绩有望呈现爆发式增长。

图：2021-2024H1 美中嘉和营业收入



来源：Wind，华升证券

图：2021-2024H1 美中嘉和归母净利润



来源：Wind，华升证券

二、肿瘤诊疗需求旺盛，高端肿瘤医疗服务供不应求

2.1 肿瘤治疗简介

肿瘤治疗是一个综合解决方案，目的是提升患者获益水平。目前市面上主流的肿瘤医疗服务包括筛查、诊断和治疗。癌症筛查和诊断方法主要包括生化检测、基因检测、影像诊断和病理诊断。肿瘤治疗方案包括手术、放疗和药物治疗。手术切除对固定位置周围清晰的实体瘤和早期肿瘤最有效。放疗利用高剂量辐射来杀死癌细胞和缩小瘤体，约在95%的癌症治疗病例中应用，尤其是许多局限性肿瘤的主要治疗方案，目前大约70%的肿瘤病人在病程不同时期不同目的需要接受放射治疗，此外，40%的治愈患者采用放疗治疗。药物治疗适用于各种类型的癌症。单一治疗方式难以达到最佳效果，放射、手术和药物治疗等多学科综合治疗模式将成为主流，有助于提高存活率和延长生存周期。比如术前新辅助化疗可缩小肿瘤体积，提高手术切除率；术后辅助放疗、化疗或免疫治疗可降低复发风险，延长患者生存期。

图：肿瘤三大主要治疗方式

肿瘤三大主要治疗方式技术升级	放射治疗	手术治疗	药物治疗
	质子治疗	外科手术机器人	免疫治疗
	<p>质子治疗是放疗中最前沿、最先进的治疗技术之一。质子治疗能够让放射剂量集中在肿瘤靶区处，肿瘤前方正常组织所受到的剂量非常小，肿瘤后方的组织基本不会受到照射，能够减少肿瘤周围正常细胞所受的放射损伤。</p>	<p>外科手术机器人是集临床医学、生物力学、机械学、材料学、计算机科学、微电子学、机电一体化等诸多学科为一体的新型医疗器械。其系统融合诸多新兴学科，实现了外科手术微创化、智能化和数字化。</p>	<p>免疫治疗是指针对机体低下或亢进的免疫状态，人工干预增强或抑制机体的免疫功能以达到治疗疾病目的的治疗方法。肿瘤的免疫治疗旨在激活人体免疫系统，依靠自身免疫机能杀灭癌细胞和肿瘤组织。免疫治疗针对的靶标不是肿瘤细胞和组织，而是人体自身的免疫系统。</p>
	精准放疗	微创手术	靶向治疗
	<p>随着计算机和医学数字图像技术的发展，可以准确勾画肿瘤形状，剂量分布和靶区形状一致，能直观射线束对肿瘤的包裹和避开重要器官，便可以使靶区边缘剂量提高，总体提高靶区剂量，从而提高肿瘤局部控制率。</p>	<p>微小创伤的手术是指利用腹腔镜、胸腔镜等现代医疗器械及相关设备进行的手术。微创外科的特点：创伤小、疼痛轻、恢复快。</p>	<p>靶向治疗是在细胞分子水平上，针对已经明确的致癌位点的治疗方式。可设计相应的治疗药物，药物进入体内会特异地选择致癌位点来相结合发生作用，使肿瘤细胞特异性死亡，而较少影响肿瘤周围的正常细胞。</p>
	普通放疗	普通手术	普通化疗
	<p>目前大约70%的肿瘤病人在病程不同时期因不同的目的需要接受放射治疗。普通放疗利用光子束照射肿瘤部位，通过对DNA单链或双链的破坏来杀灭肿瘤细胞。当肿瘤靶区剂量达到致死剂量时，对射线入射路径上的正常人体组织和器官的损伤较大。</p>	<p>肿瘤外科是用手术方法切除肿瘤，对大多数早期和较早期实体肿瘤来说手术是首选的治疗方法。按其应用目的可分为预防性手术、诊断性手术、根治性手术、姑息性手术和减瘤手术。</p>	<p>化疗通过使用化学治疗药物杀灭癌细胞达到治疗目的。化疗药物会随着血液循环遍布全身的绝大部分器官和组织。因此，对一些有全身播散倾向的肿瘤及已经转移的中晚期肿瘤，化疗是主要的治疗手段之一。</p>

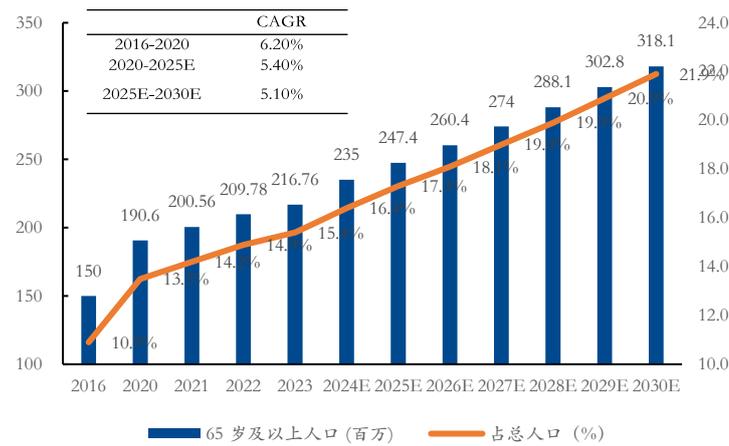
资料来源：公司公告，华升证券

肿瘤治疗进入精准治疗时代，质子放疗和免疫治疗成趋势。随着患者支付水平提升和技术进步，对肿瘤生存率和生存质量要求也有所提升，因此无论是放疗、手术，还是药物治疗，逐步进入精准治疗时代。目前质子治疗是放疗中最前沿、最先进的技术之一，能够保证肿瘤后方的组织基本不受照射，副作用降至最小。免疫治疗是药物治疗中兼具疗效和可及性的最佳手段，未来质子放疗和免疫治疗结合使用将成为肿瘤治疗趋势。

2.2 我国肿瘤医疗服务市场空间巨大

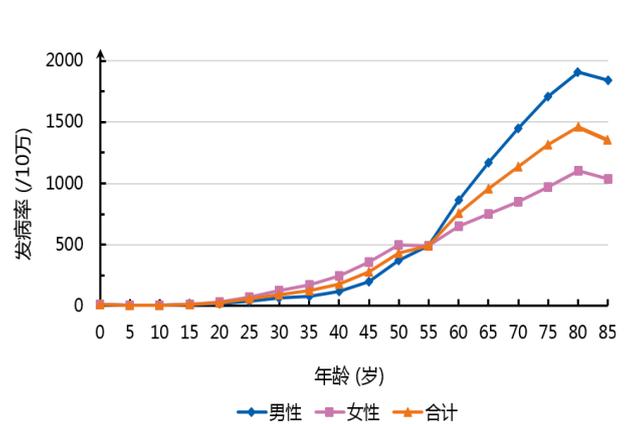
我国老龄化加剧，肿瘤患者持续增长。中国目前进入中度老龄化社会，2023年60周岁及以上老年人口29697万人，占总人口的21.1%，65岁及以上人口数达21676万人，老年抚养比为22.5%，占总人口的16.4%，2030年进入重度老龄化社会。根据国家癌症中心发布的数据，我国全癌种的发病率在0-34岁年龄组相对较低，从35-39岁年龄组开始增加，55岁开始显著增加，在80-84岁年龄组达到峰值。

图：2016-2030年中国65岁以上老年人口



资料来源：NBSC, Frost & Sullivan Analysis, 华升证券

图：2022年中国恶性肿瘤发病情况



资料来源：J Natl Cancer Cent. 2024,4(1):page, 华升证券

我国老龄化加剧，肿瘤患者持续增长。2022年，我国恶性肿瘤发病数超480万例，占到全球新发肿瘤病例23.8%，其中肺癌106.6万，结直肠癌51.7万，甲状腺癌46.6万，肝癌36.8万，胃癌35.9万，乳腺癌35.7万为前6大高发癌种。根据Frost & Sullivan预测，到2030年，我国恶性肿瘤发病数超580万，8年复合增长率2.4%，加上存量患者将超3080万，肿瘤患者群体庞大。

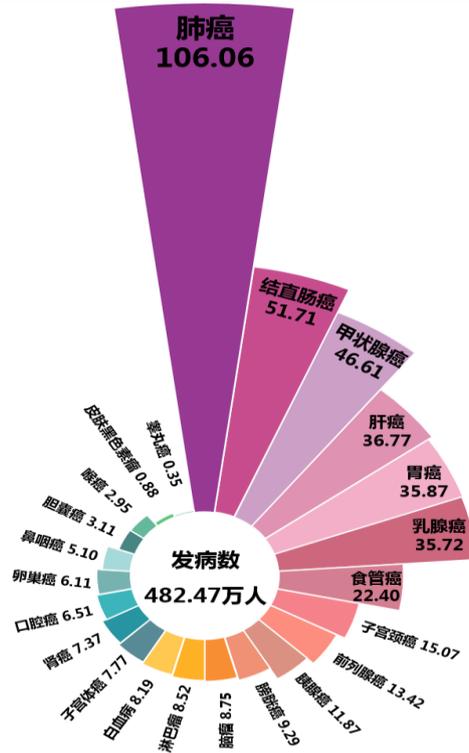
表：中国恶性肿瘤年新发患者数和存量患者数（单位：百万）



资料来源：NBSC, Frost & Sullivan Analysis, 华升证券

注：计算过程为上一年年末癌症患者总数+本年度新增癌症病例数-本年度因癌症死亡人数

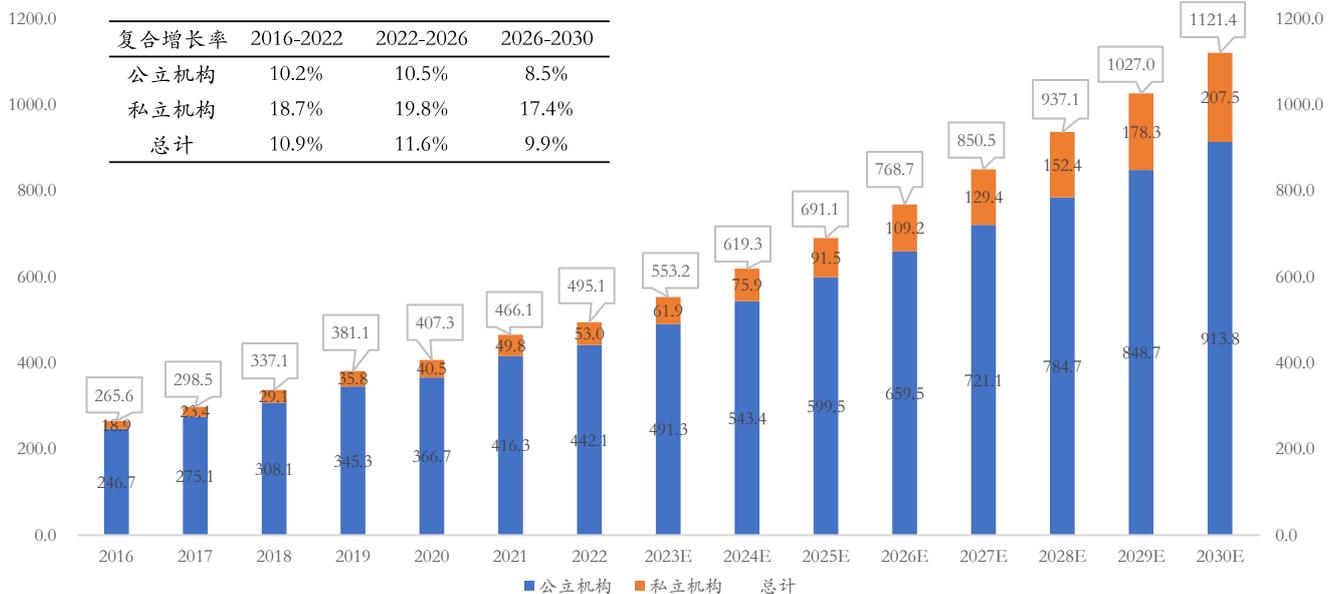
图：2022年中国恶性肿瘤发病情况



资料来源: J Natl Cancer Cent. 2024,4(1):page, 华升证券

国内肿瘤医疗服务市场巨大, 民营机构增长势头更高。2022年, 我国肿瘤医疗服务市场 4951 亿元, 其中民营医疗机构 530 亿, 仅占 10.7%。根据 Frost & Sullivan 的预测, 肿瘤医疗服务市场还将以 10% 左右的速度快速增长, 2030 年整体规模达到 1.1 万亿。其中, 民营医疗机构增速远超公立机构, 保持 17% 以上的高速增长势头, 2030 年规模达到 2075 亿, 份额提升到 18.5%。

表：2016-2030E 我国肿瘤医疗服务市场（单位：十亿）

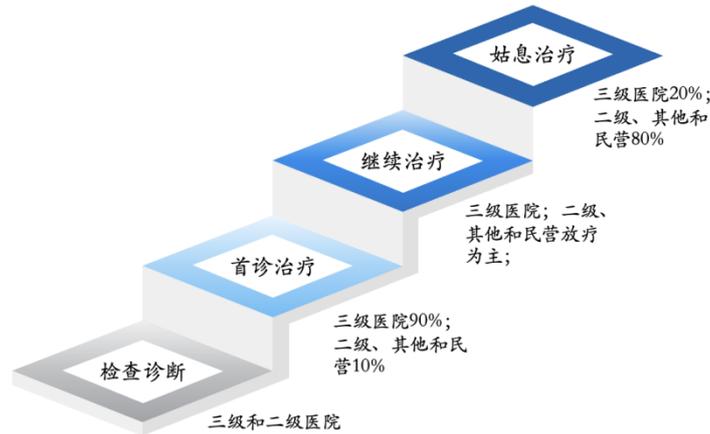


资料来源: Frost & Sullivan Analysis, 公司招股说明, 华升证券

2.3 优质肿瘤医疗资源缺乏，高端民营医疗做补充

中国医疗资源供需失衡。中国肿瘤患者主要集中在三线及以下城市，占全国患者 75.3%，二线城市患者占 18.1%，一线城市占 6.6%，但是看肿瘤服务收入的城市结构，一线城市占比 15%，二线城市占比 26%，三线及以下城市占比 58.4%，这与低线城市医疗资源配置不足相关。大量患者前往一二线城市接受治疗，检查诊断主要在三级和二级医院，确诊癌症后约 90% 的患者首诊选择三级医院，在后续治疗、姑息治疗中又逐步回到基层医院。

图：肿瘤患者治疗全路径



资料来源：招股说明书，公开资料，华升证券

表：2015-2025E 国内肿瘤患者城市分布



资料来源：Frost & Sullivan Analysis，华升证券

图：2015-2025E 国内肿瘤医疗服务收入城市分布



资料来源：Frost & Sullivan Analysis，华升证券

我国患者对于高端肿瘤医疗服务需求旺盛。根据相关数据统计，我国每年出海就医人数超 60 万人，其中约 64% 为肿瘤治疗需求。究其原因在于我国肿瘤诊疗服务相较海外顶尖水平，仍有提升空间。从所有癌症五年生存率对比来看，中国肿瘤患者五年生存率比美国低 28 个百分点。巨大的患者流失海外，无疑是我国的巨大损失，2024 年 11 月 29 日，国家卫生健康委、商务部、国家中医药局、国家疾控局 4 部门公布《独资医院领域扩大开放试点工作方案》。方案明确提出，引进国际高水平医疗资源，丰富国内医疗服务供给，优化营商环境。由此可见，我国政策高度鼓励高水平医疗机构建设。但鉴于外资投资中国的巨大地缘政治风险、医院建设的长周期性、以及医疗机构的本土化特点，因此我

我们认为外资医院短期内难以在中国扩张。高端肿瘤医疗服务的空白市场，或将由中国本土民营企业所填补。

图：中国、美国肿瘤患者五年生存率比较

癌症名称	中国	美国	提升空间 (pct)	癌症名称	中国	美国	提升空间 (pct)
乳腺癌	82%	90%	+8%	胃癌	35%	32%	-3%
甲状腺癌	84%	98%	+14%	食道癌	30%	20%	-10%
膀胱癌	73%	77%	+4%	皮肤癌	45%	93%	+46%
肾癌	70%	76%	+6%	白血病	25%	65%	+40%
子宫癌	60%	66%	+6%	卵巢癌	39%	49%	+10%
前列腺癌	66%	98%	+32%	脑癌	27%	33%	+6%
喉癌	58%	61%	+3%	肺癌	20%	22%	+2%
睾丸癌	55%	95%	+40%	非霍奇金淋巴瘤	37%	73%	+36%
结直肠癌	57%	65%	+8%	胰腺癌	7%	11%	+4%
鼻咽癌	46%	62%	+16%	肝癌	12%	20%	+8%
口咽癌	50%	67%	+17%	所有癌症	40%	68%	+28%

资料来源：招股说明书，公开资料，华升证券

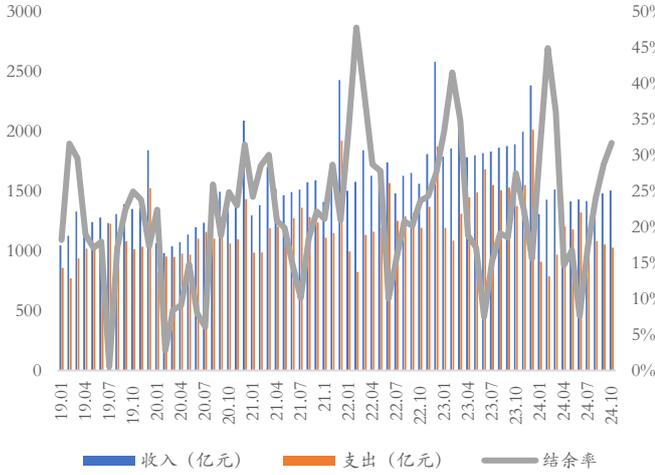
公立医院的保基本属性，难以承接高品质医疗需求。肿瘤治疗周期长，当中涉及多个环节，患者需要花费较多时间和精力和金钱。据此，患者选择就医医院，通常取决于对疾病的了解程度、经济承受能力、地理位置及个人偏好等综合因素。虽然我国公立三甲医院有着极强的品牌效应，但在提供高品质医疗服务方面也面临诸多挑战：

- (1) **需求超过供给。**一二线城市三级医院诊疗资源更紧张，患者可能遇到门诊及住院床位等待时间长等问题。2021年，上海公立医院床位使用率和病床工作日分别为92.5%和337.5天，而2021年全国平均医院床位使用率和病床工作日为74.6%和272.3天。此外，肿瘤医院的床位使用率也超过其他科室。
- (2) **治疗理念差异。**肿瘤治疗全球成熟市场通常采用多学科会诊（Multi disciplinary Team, MDT）综合治疗，有助于患者提高总体存活率和延长生存期。例如，有数据显示接受MDT治疗的结直肠癌患者的三年总体存活率48.8%，未接受MDT治疗的患者仅有24.2%。然而，2022年国内MDT在所有肿瘤诊疗中采用率仅6%，显著低于美国同期80%。国内缺乏专业的MDT指导、培训和经验，通常采用单一学科治疗，先外科再到内科、放疗科，导致患者错失有效的治疗窗，并连续多次向不同科室咨询，增加治疗负担。
- (3) **公立医疗保基本，无法满足高端需求。**我国商业保险发展欠缺，以国家医保为主，国家医保分为城镇职工医保和城乡居民医保。虽然城镇职工医保以高于10%的当期结余率平稳运行，但我国城乡居民医保人数更多，

超 9.6 亿人，长期收支紧平衡，2023 年当

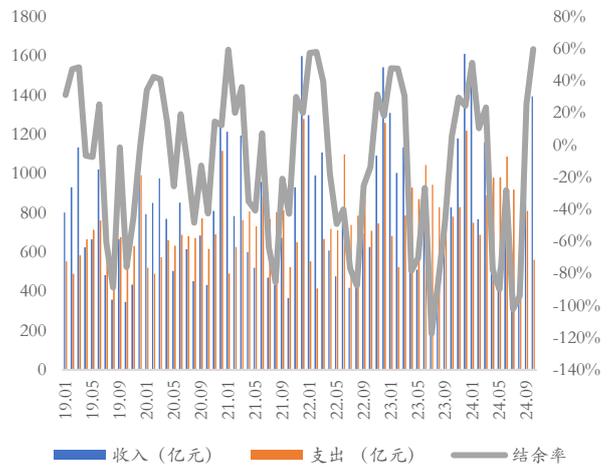
期结余率仅 1.1%，高度依赖财政补贴，补贴率超 60%。展望未来，医保控费是长期主题，国家带量采购、DRG/DIP 付费、医疗服务价格改革等政策将持续深化，公立医保基本的定位愈加凸显。

图：2019-2024.10 职工医保收支情况



来源：《中国医疗保障统计年鉴》，国家医保局，华升证券

图：2019-2024.10 城乡居民医保收支情况



来源：《中国医疗保障统计年鉴》，国家医保局，华升证券

高端肿瘤医疗服务是民营优势。在支付端，民营医疗机构不受医保额度限制，也可以灵活探索多元支付模式，引进商业保险合作，解决患者面临的支付困境。在诊疗端，高端民营医疗机构引进先进的治疗理念、设备、人才及特效药等，为患者创造更专业的治疗条件。在服务端，高端民营医疗机构更重视患者就医体验，为患者创造更便利、更舒适的就医环境。

新中产高端肿瘤医疗需求迫切。新产新中产家庭年均可支配收入达到 30 万元以上，根据相关数据预测，富裕家庭占比 1.7%，2030 年可达 2%。新中产作为中国职场和家庭的顶梁主力，承受着加班、失眠、过劳等亚健康问题所带来的巨大身心压力，其次食品安全、环境污染等因素也加剧了新中产人群对于未来健康和医疗的焦虑。因此，半数中产家庭为自己或家人配备了商业健康保险，51%配置重疾险，6%购买海外医疗险，他们支付意愿较强，对高端肿瘤医疗服务的需求迫切。

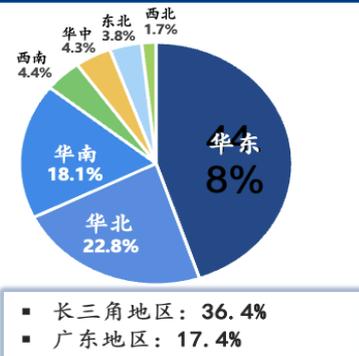
图：中国家庭可支配收入分布



注：新中产定义为中产-中上等收入+富裕阶层

来源：《中国新中产白皮书》，华升证券

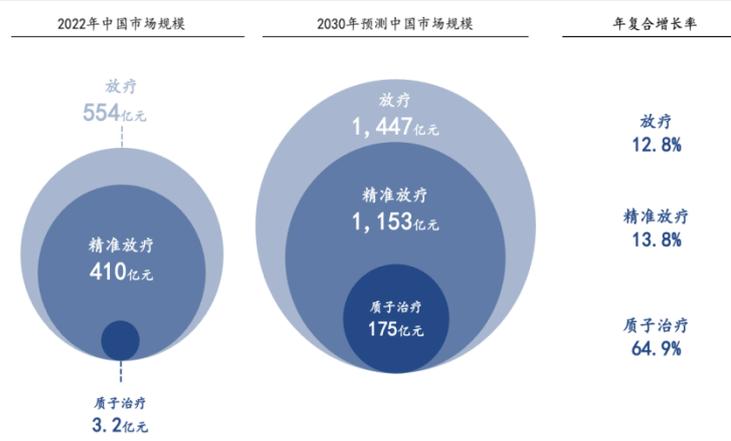
图：中国新中产家庭地域分布



2.3 千亿级精准放疗市场，质子放疗即将爆发

国内放疗渗透率较低，未来肿瘤综合治疗成趋势，放疗市场爆发。相对于全球较为成熟的市场，中国放疗仍处于早期发展阶段，主要因资源缺乏、医院外科和放疗科缺乏合作、专业物理师数量不足以及尖端放疗设备稀缺。2022年，中国放疗普及率34%，同期美国高达64%；根据WHO建议，每百万人口应该有2~4台放疗设备，美国、瑞士、日本和澳大利亚每百万人口直线加速器单位数分别为12.7、12.3、10、1和9.1，中国仅1.5。随着肿瘤综合治疗成趋势、政策支持 and 医院配置提升，我国肿瘤放疗市场将进一步发展。根据Frost & Sullivan预测，我国肿瘤放疗市场规模将由2022年的554亿增长至2030年的1447亿，复合增速超12%。

图：中国放疗、精准放疗、质子放疗市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，公司招股说明书，华升证券

肿瘤放疗治疗方式主要有直线加速器、伽马刀、托姆刀、质子重离子等，他们的主要区别在于应用部位和治疗效果上。直线加速器是目前应用最为广泛的传统放疗设备，由于设备投入费用相对低，治疗收费也低，在大型综合医院和肿瘤专科医院放疗科较为常见，但是治疗效果较精准治疗差。伽马刀是目前应用第二多的放疗设备，主要针对脑部肿瘤，价格低，精密度高，对周围组织伤害小。托姆刀是目前应用第三多的放疗设备，可用于全身肿瘤，集IMRT、IGRT、DGR T于一体，最高端的由螺旋CT引导的放疗设备，是精准放疗中的主流设备，但是治疗效果精准度仍然劣于质子重离子放疗。

表：肿瘤放射疗法对比

放射治疗设备	价格	原理	优势	劣势	2022年国内保有量	治疗次数/疗程	治疗费用(疗程)	是否医保	设备公司
直线加速器	300 - 3000 万	利用速度达到亚光速的高能电子与大功率微波电场相互作用，发射 X 线治疗	临床技术稳定且价格适中	保养维护费高，每年需停机检修	3000 台左右	20-30	几到几十万	部分医保	瓦里安、医科达、东软、新华医疗、大基康明
伽马刀	700 - 2000 万	将钴 60 发出的伽马射线几何聚焦，集中照射在病灶上，一次性摧毁肿瘤靶点内的组织	主要针对脑部疾病，价格较低、精度高、对周围组织伤害小	治疗效果显示时间较长	350 台左右	1	2-3 万	医保	玛西普(星河生物)、伽马星一体医疗、医科达
质子重离子刀	3 - 20 亿	运用质子或重离子射线治疗肿瘤。质子或重离子经由同步加速器，加速至约 70% 的光速时，离子射线被引出射入人体	精准度最高、副作用最小、有效率最高	价格昂贵，需专业技术人员操作，保养和维护费高	6 台	10-40	30 万	非医保	IBA、瓦里安、住友、日立、西门子
托姆刀 (TOMO)	5000 万	集 IMRT、IGRT、DGRT 于一体，最高端的由螺旋 CT 引导的放疗设备	可应用于全身各种肿瘤	每年停机检修，保养和维护费高	10 台左右	1	5 万以上	非医保	安科锐
射波刀	4000 万	也称为立体定位射线手术平台，通过发射大量射线束，并通过影响追踪器调整位置	最精确的 IMRT 立体定位放疗系统	每年停机检修，保养和维护费高	10 台左右	1-5	5 万以上	非医保	安科锐
X 刀	2000 万	“光子刀”采用大剂量的远距离移动照射，放射源为直线加速器	精准度高，治疗时间短	对于病变范围广泛的肿瘤无法使用	-	-	3 万	非医保	-
内照射放疗	10- 300 万	也称为内部辐疗法，将放射源放置于需要治疗部位的内部或附近	较为适合于浅表层肿瘤	精确度较低	-	-	5000	医保	瓦里安、医科达

资料来源：公开网络渠道，华升证券

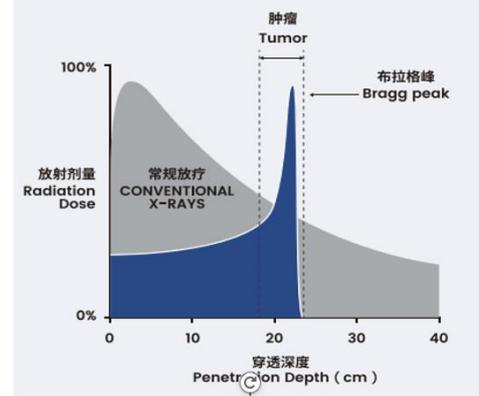
质子治疗是放疗中最前沿、最先进的治疗技术之一。质子治疗是精准治疗中最先进的技术之一，是一种利用高能质子束对肿瘤治疗的方法。与传统放射治疗使用的 X 射线或伽玛射线不同，质子束可在物质中呈现特殊的能量释放模式，肿瘤前方入射剂量低，在到达治疗深度时释放大部分能量，形成布拉格峰 (Bragg Peak)。布拉格峰效应使得质子治疗能够将更高剂量的辐射精确地集中

在肿瘤上，使得肿瘤前方正常组织所受到的剂量非常小，肿瘤后方的组织基本不会受到照射，对周围正常组织的损害降到最低，实现精准定向爆破杀死癌细胞。2022年，中国有两家质子中心投入运营，每年满负荷治疗，质子放疗规模仅3.2亿，约占精准放疗市场0.8%，同期美国达到8.2%，根据Frost & Sullivan预测，2030年，中国精准放疗市场将达到1153亿，其中质子放疗175亿，复合增速64.9%，未来质子放疗增速和成长空间较大。

图：常规放疗与质子放疗对比



图：质子放疗放射剂量与穿透深度



来源：公司公开资料，华升证券

肿瘤医院质子放疗进入门槛高，牌照稀缺。目前全国质子放疗中心在运营的仅有6台，5年之内全国12-13台，10年内全国20-30台，但全国至少需要35台。牌照稀缺原因如下：(1)重资产。肿瘤的检测和治疗通常需要高端且精密的诊疗设备，这些设备的成本高达数百万甚至数千万，尤其质子放疗设备花费4-6亿，土建成本也需要2-4亿。其次还需要在搭建高水平学术研究平台、人才培养和市场渠道建设方面持续投资。(2)长周期。在北上广等一线城市建设三级肿瘤专科医院需要经过严格的审批流程，包括项目立项、规划审批、环保评估、消防验收等多个环节，周期至少1年，土建和设备生产需要2-3年，设备安装调试拿证还需要4年。(3)高技术 and 知名度。肿瘤诊疗过程复杂，因此对医师等人员的要求高于其他专科。肿瘤医疗机构需长期研究积累和临床实践，才能培养出高水平的医疗团队。其次患者在选择医院时通常非常谨慎，主要通过声誉来选择医生和医院。

三、定位高端医疗服务差异化市场，业绩增长确定性强

3.1 旗下医院均按照国际标准进行建设

美中嘉和的经营目标是让广大患者在国内即可享受到国际顶尖的医疗服务，因此在医院建设方面参照国际标准，致力于打造“中国的MD安德森”。

广州泰和肿瘤医院：位于大湾区中心地段，是一家综合性肿瘤专科医院，提供癌症诊疗全流程服务，致力于打造医疗技术高地和医学人文高地。具备立体定向放疗(SRT)、影像引导放疗(IGRT)、调强治疗(IMRT)、容积调强放疗(VMAT)、近距离放疗、MDT会诊、乳腺癌保乳手术等多种特色疗法，中国有能力进行DIEP

乳房重建手术的医院屈指可数，广州泰和肿瘤医院正是其中佼佼者。

MD 安德森癌症中心不仅提供了详细的医院规划和设计建议，还在医院管理、服务质量控制等方面给予了全面的支持，甚至该院国际化医疗团队的领导中也有 MD 安德森癌症中心的专家，如原 MD 安德森癌症中心凤凰城分院院长 Matthew Callister 曾担任该院联席院长。

2024 年广州泰和肿瘤医院荣膺“中国美好医院建设示范”称号，是广东唯一上榜的医院。这一荣誉充分体现了美中嘉和医院建设的高标准，在打造医疗技术高地的同时，还非常注重患者就医感受，医疗工艺流程注重人性化设计和细节把握，致力于成为有“温度”的医院。

表：广州泰和肿瘤医院特点

	<p>自然元素：区域视野与自然光的利用对患者身心康复和医疗体验至关重要</p> <p>音乐治疗：注重肿瘤患者心灵照顾，激发其自身潜能</p>		<p>服务模式：患者不动医生动的接诊模式，医生在各个诊室流动诊疗，保障患者就医舒适度及诊疗的充分详实</p>
	<p>温馨病房：配备美国进口 Hill-Room 智能病床、隐藏式医疗设备、暖色调设计、充足的阳光照射，充分满足病人及家属需求，尽显人文关怀</p>		

资料来源：公开资料整理，华升证券

质子治疗是国际先进的放疗技术，广州泰和肿瘤医院质子中心配置了华南地区首台瓦里安新一代 ProBeam 质子放射治疗系统，拥有四个 360° 旋转机架治疗室。笔形束扫描技术可实施调强质子治疗（IMPT），通过实现高度的靶区适形和剂量适形，可减少患者正常组织器官的受照剂量。此系统与锥形射束计算机断层扫描相结合，可在治疗中实现精准摆位，并提供图像引导的质子治疗。2018 年，广州泰和肿瘤医院与 MD 安德森癌症中心签署了质子培训协议。作为战略合作伙伴，梅奥诊所 (Mayo Clinic) 也与医院在质量、诊疗模式、医学教育、创新和患者体验深入合作。2024 年 12 月 16 日，美中嘉和旗下广州泰和肿瘤医院质子中心患者临床诊治全面启动，开启质子治疗新篇章。

图：广州泰和肿瘤医院配备华南首台质子治疗系统



来源：微信公众号，华升证券

图：广州泰和肿瘤医院与 MD 安德森签署质子培训协议



来源：微信公众号，华升证券

上海泰和诚肿瘤医院：上海医院位于新虹桥国际医学中心内，距离虹桥机场仅数公里，可为长江三角洲地区的广大患者群体服务。美中嘉和与美国 MD 安德森战略合作建设，采用统一的操作标准，建立与世界级临床实践相称的严格质量管理 and 风险控制标准，公司于该医院建立质子治疗中心，将配备一套质子治疗设备及四间治疗舱，上海泰和诚肿瘤医院有望于 2026 年投入运营。

图：上海泰和诚肿瘤医院构想图



资料来源：公开资料整理，华升证券

上海美中嘉和肿瘤门诊部：该门诊部是在美中嘉和与美国 MD 安德森癌症中心全方位战略合作下，在中国境内管理运营的国际化肿瘤专科门诊部。上海美中嘉和肿瘤门诊部已率先完成美国 MD 安德森放疗现场认证（这意味着该门诊部完全符合 MD 安德森标准，并且效果相同）。该门诊部也是全国唯一获得批准的，不带床位的门诊放化疗中心。门诊部地处上海新天地核心商圈，将与集团位于新虹桥国际医学园区内的上海泰和诚肿瘤医院及美中嘉和医学影像诊断中心利用各自优势，产生全方位的互补联动效应。

图：上海美中嘉和门诊部取得 MD 安德森的放疗现场确认

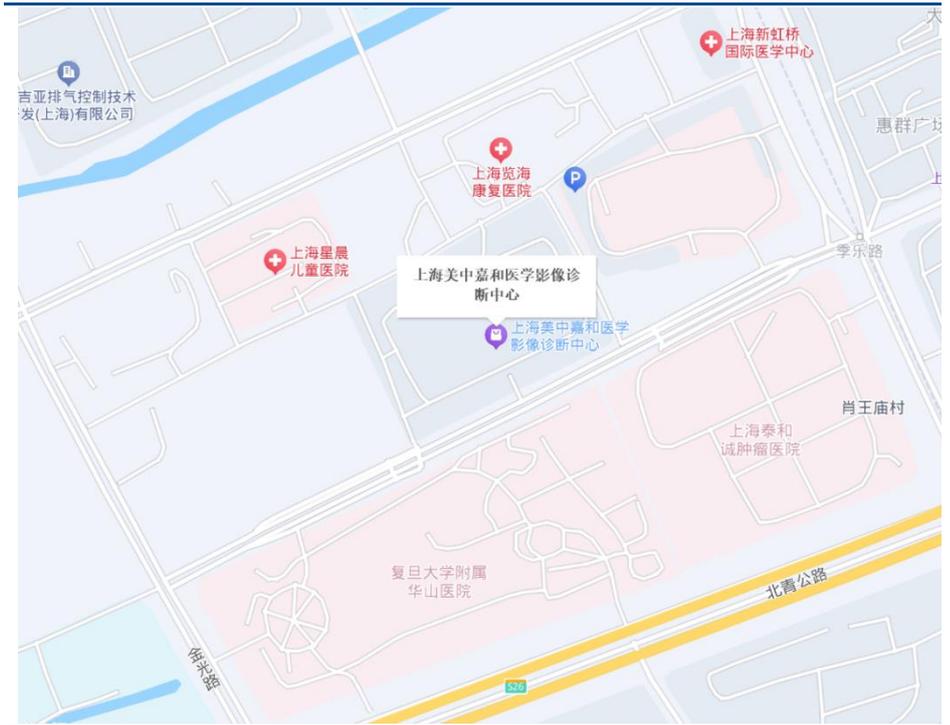


资料来源：公司公开资料，华升证券

上海美中嘉和医学影像诊断中心：是美中嘉和与美国通用电气医疗集团（GE Healthcare）联合建立的独立第三方影像诊断中心。作为立足于上海新虹桥国际医学园区的影像共享服务平台，影像中心配备有 GE 品牌的 PET/MR、PET/CT、MRI、钼靶等尖端影像诊断设备，为园区内多家医疗机构提供医学影像诊断服务。同时，影像中心利用先进的远程信息共享平台，将远程影像诊断的会诊服务延伸覆盖至长三角地区，使国际化、标准化的影像诊断服务在更大范围内发挥作用。影像中心还将在整合美中嘉和旗下机构网络内肿瘤专科领域专家团队及医疗服务资源的基础上，实现影像诊断与临床的无缝衔接，一经影像确诊即可启动多学科联合会诊及延伸治疗服务等系统功能。

公司影像 AI 业务也依托于影像中心的优质医疗设备及运营团队的研发快速进展，取得了脑部三维可视化医学图像软件的二类医疗器械注册证，同时头颅 MRI 辅助诊断、全身 PETCT 辅助诊断和 MAICOP 医疗人工智能平台正在申请注册证过程中。同时 AI 相关软件已经实现商业化落地并行成销售收入。公司已经在脑部疾病筛查、诊断领域行成了拳头产品和独特优势。

图：上海美中嘉和医学影像诊断中心区位优势



资料来源：公司公开资料，华升证券

石药泰和肿瘤医院：为一家集医、教、研、防、健于一体，为患者提供线上线下一体化全病程管理模式的闭环式肿瘤诊疗服务的肿瘤临床医学研究中心。该院与石药集团合资建设，重点弥补京津冀地区肿瘤专科医疗资源不足的现状。计划设立多个临床科室，包括：放射肿瘤科、肿瘤外科、肿瘤内科、影像诊断科、病理科、介入放射科。同时，石药泰和肿瘤医院计划配置质子重离子治疗系统，建成后成为京津冀地区首家拥有质子重离子治疗系统的医疗机构，为华北地区带来国际化的医疗机构运营管理经验与医疗服务资源。

图：石药泰和肿瘤医院构想图



资料来源：公司公开资料，华升证券

3.2 建设中国的 MD 安德森，医疗行业国际合作典范

美中嘉和与全球最顶尖医疗机构建立深入合作关系。MD 安德森是全球公认的最顶级癌症治疗中心，梅奥诊所是全球公认的最顶级医疗机构，美中嘉和已与这两家医疗机构建立深入合作关系。美中嘉和控股股东泰和诚控股曾于 2012 年收购 MD 安德森质子中心的部分股权，成为 MD 安德森质子中心管理公司的控股股东，在 5 人组成的董事会中拥有 2 个席位，并派出董事会主席参与质子中心的经营管理，开展质子治疗技术前沿研究。自 2015 年起，MD 安德森一直将美中嘉和作为其在中国的唯一战略合作伙伴。双方约定，MD 安德森癌症中心将对美中嘉和在中国境内拟建立的肿瘤临床治疗机构提供一系列的咨询、技术支持、品牌合作等服务。并且在 2020 年美中嘉和正式与美国梅奥诊所中心建立合作关系。

美中嘉和始终与国际最前沿的医疗技术保持同步。2021 年起，MD 安德森癌症中心与美中嘉和联合学术年会项目启动，线上参会人数从 2021 年的 25 万人次增至 2024 年的 109.7 万人次，参会的观众累计已超 240 万人次。除中美两国专家外，大会还吸引了来自新加坡、波兰、以色列、韩国等不同国家、不同医疗机构的近百位专家学者线上参会，共同打造国际化、高规格的学术盛会。

图：美中嘉和与 MD 安德森癌症中心联合举办学术年会



资料来源：公司公开资料，华升证券

美中嘉和是唯一一家参与制定我国多项放疗行业标准的非公立机构。2020 年 6 月，“全身照射技术实践指南”项目获中国国家癌症中心批准为《2019 年国家肿瘤质控中心放疗质控指南》，这是中国首个由民营医疗机构主持的获批项目。而后，美中嘉和先后参与《放射治疗数据审核质量保证实践指南》、《基于 5G 的远程放疗计划设计、实施与质控平台建设指南》、《全皮肤（电子束）照射技术实践指南》等多个国家行业标准的制定。

3.3 AI 赋能医疗服务，协同发展潜力巨大

在发展医院业务的同时，公司基于精细成熟的医疗机构运营经验以及公司强大的国际化能力，通过 5G, SaaS 和 AI 技术为医疗机构赋能。赋能业务与医院业务强协同效应，有利于增强公司品牌影响力、医疗解决方案及供应链能力并扩大患者群体。

图：美中嘉和赋能业务简介



资料来源：公司公开资料，华升证券

嘉和云影远程医疗信息诊断平台：美中嘉和配合国家分级诊疗政策，推动“互联网+医疗”战略，构建区域性医疗信息平台。医生、物理师及其它医疗工作人员可以在云端进行医学影像阅读、管理、存储、会诊与查看影像报告，提高医疗质量，解决医疗资源不平衡的问题。该项目已入围“工信部，卫健委 5G+医疗健康”应用试点项目。

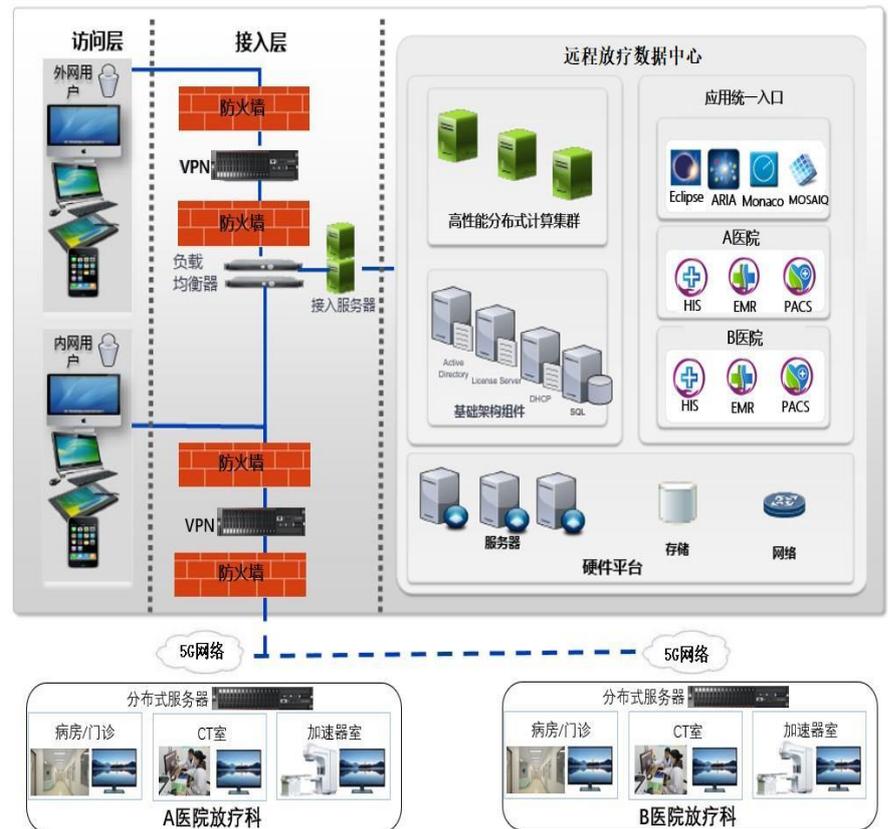
图：嘉和云影远程医疗信息诊断平台六大模块



资料来源：公司公开资料，华升证券

嘉和飞云智能放疗云服务平台：该平台将放疗科室各类应用软件虚拟化，实现院区间的移动办公和远程办公。解决放疗科医生/物理师工作站短缺问题，采用“瘦客户端”模式，降低医院运营成本。并且搭载多媒体协作系统，实现多个放疗中心的远程会诊、靶区勾画、计划设计、计划评审、计划质控等各类临床工作。同时还能协助医联体单位实现会诊申请、指导回访等临床协作以及医院之间、医院内部学术科研、教学培训等工作。该项目已入围“工信部，卫健委 5G+医疗健康”应用试点项目。

图：嘉和飞云智能放疗云服务平台架构



资料来源：公司公开资料，华升证券

AI 赋能医疗服务，医疗大模型潜力巨大。美中嘉和 AI 团队集中于美中嘉和子公司，北京和信康科技（“和信康”），包括模型算法、软件开发和标注医生等专业人士。2024 年 11 月 25 日和信康，宣布成功完成 B 轮融资并与一龄集团签订战略合作协议。

截止目前，和信康已成功开发 AI 辅助诊疗系统，包含神经系统病变分类引擎、脑龄分析和预测引擎、脑部组织分割及相关退行性疾病分析预测引擎、PET-CT 病灶检测和分割引擎、乳腺靶区及危机器官勾画分割引擎等，并且还开发了医疗 AI 聚合平台 MAICOP。未来有望实现肿瘤疾病的筛、诊、治、管的全流程覆盖，并且在核医学 AI 与放疗 AI 领域持续深入。

四、盈利预测与估值分析

4.1 公司长期业绩增长空间较可观

我们预计当医院质子中心稳态运营后，每个医院将实现 33.9 亿营收，6.8 亿净利润，而公司未来在大湾区、长三角和京津冀均各有一家医院，最终将实现 101.7 亿营收，20.3 亿净利润。我们的核心假设如下：

- (1) 每个医院的质子中心满负荷运营每年可接受 2000 个患者，每个患者接受 1 个疗程治疗，每个疗程费用 29.5 万（香港 130 万，美国 10-15 万美元），则可实现 5.9 亿营收。
- (2) 医院每年单床产出 700 万。全国三级肿瘤医院每年单床产出至少 300 万，MD 安德森 1000 万美元（650 张床位，65 亿美元营收），公司广州

医院在质子中心运营前已经超过 300 万，质子中心运营后至少 600 万，目标 800-1000 万。每个医院床位数 400 张，则可实现 28 亿营收。

(3) 医院稳定期毛利率 40%，净利率稳定在 20-30%，假设稳态利润率 20%。

表：美中嘉和自营医院情况

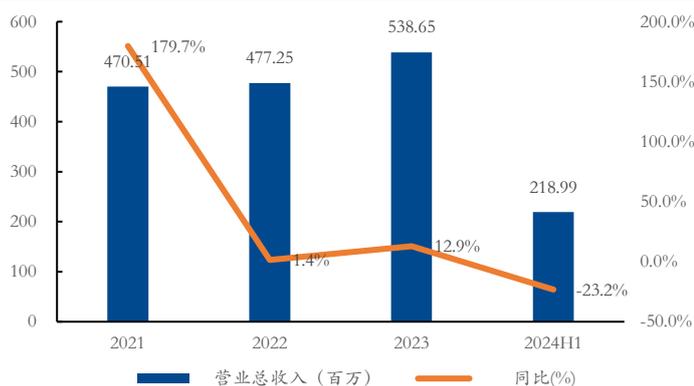
覆盖区域	人均 GDP	2023 年癌症患者数	美中嘉和医疗机构	病床数	放疗设备
长三角	18.1 万元	243 万人	上海医院（建设中，计划 2026 年开业） 上海门诊部（2018 年开业、上海影像中心（2018 年开业）	400 (在建)	质子设备，每年可治疗 2000 名患者
大湾区	31.2 万元	90 万人	广州医院（2021 年开业）	100（一期）， 300 (二期拟建)	质子设备，每年可治疗 2000 名患者
京津冀	12.7 万元	111 万人	石药泰和肿瘤医院（建设中，2026 年底开业）	400（在建）	质子重离子设备

资料来源：公司公开材料，华升证券（癌症患者数根据全国癌症发病率及地区总人口进行估测）

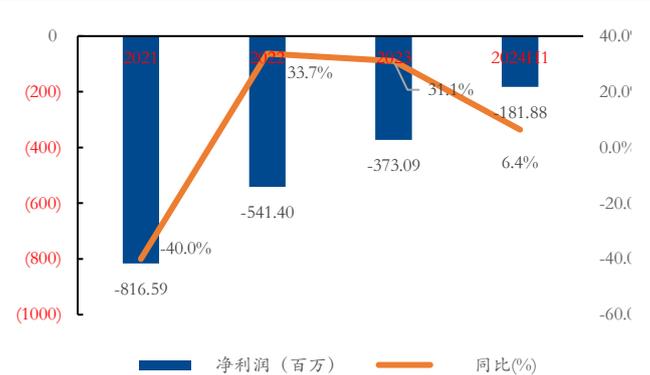
4.2 公司短期迎来业绩爆发期

历经疫情三年考验和新医院的运营摸索，公司营收持续增长，利润亏损额度每年大幅减少。公司归母净利润由 2022 年亏损人民币 5.41 亿元减少 31.1% 至 2023 年亏损人民币 3.73 亿元。2024 年公司进一步降本增效，出售受医保拖累的大同医院，以及广州门诊部、互联网医院，将业务更加聚焦在战略高地。随着 2024 年 12 月广州医院质子中心正式投入运营，2025 年公司医院业务业绩将呈现爆发式增长。

图：2021-2024H1 美中嘉和营业收入



图：2021-2024H1 美中嘉和归母净利润



来源：Wind，华升证券

4.3 盈利预测及投资建议

考虑到公司广州质子中心运营进入爬坡期，公司业绩将迎来大幅改善。我们预测，2024-2026 年公司营收分别为 389.77/914.35/1380.10 百万元，分别同比增长-27.6%/134.6%/50.9%，随着质子治疗收入贡献占比提升，毛利率大幅改善，管理销售费用等营运费用被摊薄，公司净利润亏损也大幅收窄，预计 2026 年

公司实现扭亏为盈。

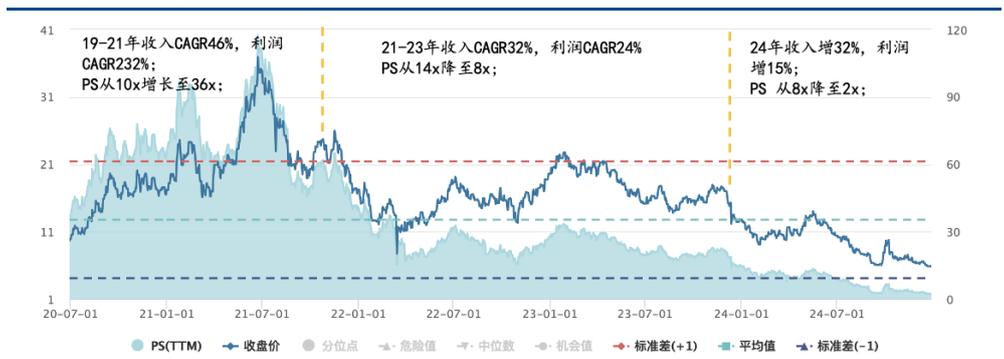
表：公司盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	477.25	538.65	389.77	914.35	1380.10
YoY	1.4%	12.9%	-27.6%	134.6%	50.9%
营业成本	614.80	603.80	452.77	616.96	802.62
YoY	18.8%	-1.8%	-25.0%	36.3%	30.1%
毛利润	-142.6	-65.1	-63.00	297.39	577.47
YoY	202%	-54.4%	-3.2%	572.0%	94.2%
归母净利润	-541.40	-373.09	-423.75	-90.12	159.00

资料来源：公司财报，华升证券

当前，美中嘉和的 PE-TTM、PB-MRQ 和 PS-TTM 分别为 -13.6、2.6 和 10.4。由于公司医院运营处于起步阶段，尚未进入稳态运营，与 A 股、港股的几家上市公司估值没有完全可比性，其次，公司目前尚未盈利，应该选择 PS 进行估值更为合理。因此，我们选择海吉亚医疗和国际医学业绩高速增长阶段的 PS 进行对比，在 2019-2021 年收入利润快速增长阶段，海吉亚医疗 PS 从 10x 增长至 36x，国际医学 PS 从 10x 增长至 28x。考虑到美中嘉和明年进入业绩高速增长的快车道，我们认为公司的 PS 依然有提升空间，随着业绩释放，公司将迎来戴维斯双击，给予“买入”评级。

图：海吉亚医疗近 5 年 PS 情况



资料来源：wind；时间截至：2024/12/31

图：国际医学近5年PS情况



五、风险提示

质子放疗治疗需求低于预期：质子治疗中心作为公司亮点以及后续业绩核心增长点之一，质子业务放量如果不及预期，则可能影响公司投资价值。

肿瘤专科医院行业竞争加剧：美中嘉和虽然在肿瘤领域独具差异化，但不排除后续受到公立医院的影响导致竞争加剧。

商业健康险落地不及预期：商业健康险作为高端医疗服务的核心支付增量资金，如果后续商保发展不及预期，则可能影响行业前景。

在建工程持续投入可能导致利润承压：公司正在建设肿瘤医院后续投入较大，可能对公司经营产生一定影响。

医疗服务价格改革带来的政策风险：国内医改持续推进，DRGs和医保支付政策的调整可能对公司经营产生政策风险。

重要法律声明

華升證券研究

華升證券(國際)有限公司(下稱“華升證券”)為香港聯合交易所市場參與者及于證券及期貨事務監察委員會註冊之持牌法團,專營第1類(證券交易)受規管活動,证监会中央編號 AFS030。

華升證券為中國首控集團有限公司(香港上市編號 01269.HK,下稱“首控集團”)旗下的全資附屬子公司。華升證券憑借著母公司的資源和優勢,致力推動中國投資者和企業完善境外投資及融資渠道,及協助境外投資者參與中國資本市場。華升證券研究作為華升證券的研究部門,主要從事香港市場股票研究,並專注於覆蓋教育行業上市公司,團隊專注基本面研究,挖掘被低估的投資機會並為客戶提供多種研究產品。

分析師聲明

主要負責撰寫本報告全部或部分內容的分析師在此聲明:(i)本報告所表述的任何觀點均精準地反映了上述每位分析師個人對所評論的證券和發行人的看法;(ii)該分析師所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在及未來均不會直接或間接地與報告所表述的具體建議或觀點相關。

重要訊息披露聲明

華升證券及其關聯公司對以上報告中提及的[*]在過去的12個月中有連合作。

免責條款

本文純粹為提供數據而編寫,並未經過任何司法管轄區的任何監管機構審閱。本文所載數據可隨時更改,而無須事前另行通知。華升證券謹慎地編寫本文,然而華升證券及其關聯公司、其董事或僱員「相關方」並不就本文所載之聲明、數據、數據及內容的準確性、及時性和完整性做出任何明示或隱含之聲明或保證。本文亦不構成所涉及的任何買賣或交易之要約。閣下應進行獨立的評估及適當的研究,以對內容加以參考取舍。因此,如對任何因信賴或參考本文章內容所導致的損失,相關方將不會對您或任何第三方承擔任何法律責任、亦不會做任何保證及所有直接或間接因此而產生的責任。

風險披露

金融產品價格可能會波動,任何個別金融產品的價格可升亦可跌,甚至在某些情況下可變成毫無價值。買賣金融產品存有潛在風險,所以未必一定能夠賺取利潤,反而可能會招致損失。在法律許可的情況下,華升證券或關聯機構可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易,還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務,因此,投資者應當考慮到華升證券及/或其相關人員或公司可能存在影響本報告觀點的潛在利益衝突。

本文所刊載的商標、標識及服務商標乃本文所有內容的版權均屬於本公司擁有,閣下在未取得本公司書面同意前不得更改、複製、發放、刊登或下載,或用於商業或公眾用途。