

讯飞医疗科技 (02506.HK)

AI 医疗领军实践者，赋能就医全流程

讯飞医疗科技基于 G 端扎实客户基础，背靠星火大模型医学相关 6 维度任务超越 GPT-4 Turbo 的技术壁垒，为国内 AI 医疗领军实践者。公司 B 端智慧医院及诊疗助理产品标杆项目正在华西医院等落地，有望进一步拓展更多医院客户，C 端业务则基于 G、B 端引领，个人诊后服务在部分省份快速渗透，带来公司收入空间及持续性提升。

□ 讯飞医疗科技：背靠科大讯飞坚实技术基础，AI+医疗领军实践者，四大核心业务覆盖 GBC 三端。讯飞医疗于 2016 年 5 月成立，产品及解决方案贯穿就诊前中后全环节，覆盖 GBC 三端。G 端的基层医疗服务助力基层医疗机构医生提升服务能力，辅助区域管理机构高效慢病管理；区域管理平台解决方案则协助区域医疗管理机构实现数据驱动下的综合管理，并促进医保基金有效使用。B 端为医院服务，旨在通过智慧医院+诊疗助理产品提高等级医院及医生诊疗效率。基于 GB 端公司还向 C 端患者服务提供服务，包括诊后管理（以讯飞晓医 App 及小程序为载体）、影像云平台以及助听器等医疗器械，成功触达医疗系统终端用户。据弗若斯特沙利文资料显示，2023 年公司收入规模在中国医疗人工智能行业中位列榜首，占据 5.9% 的市场份额。

□ 技术与政策同步驱动 AI 医疗行业发展，讯飞医疗市占率领先。据智研咨询数据显示，我国 AI 医疗市场规模已从 2019 年的 27 亿元快速增长至 2023 年的 88 亿元，年复合增速高达 34%。当前中国医疗 AI 市场份额第一，技术壁垒渐起。且 24 年《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》等政策多次强调 AI 在医疗场景中的应用，行业政策导向明显。讯飞医疗在 2023 年以 5.9% 的市占率位居中国医疗 AI 行业首位，基层 CDSS 市占率 61.5%，为行业领军。

□ 公司有广泛客户基础，基于星火大模型进一步提升 AI 能力，拓 BC 端业务提升收入空间及持续性。客户层面，医疗行业客户对产品质量和可靠性敏感度极高，而公司凭借多年深耕，截至 2024H1，公司已在全国 31 个省份提供基层医疗服务，实现中国内地省级的全面覆盖，在客户积累方面已然初显飞轮效应。技术层面，讯飞星火医疗大模型升级至 2.0，根据 CTTL 进行的测试，讯飞星火医疗大模型在六个医学相关的 NLP 任务维度超越 GPT-4 Turbo。基于医疗大模型，目前讯飞晓医 APP 可实现辅助诊断 1600 多种高频常见疾病，覆盖 2000 多种常见症状，识别 4000 多种常见药物，读懂 6000 多种常见检查、检验项目，AI 技术领先。业务结构层面，公司已在 G 端打下坚实基础，同时 B&C 端快速发展一方面为公司打开更广阔的业务空间，另一方面能够减轻公司应收账款压力，带来收入到现金的快速转化。公司 B 端智慧医院及诊疗助理产品已成熟，AI+赋能标杆正在华西医院等落地，有望进一步拓展更多医院客户；C 端业务则基于 G、B 端引领，个人诊后服务在部分省份快速渗透，带来公司收入空间及持续性提升。

□ 首次覆盖，给予“增持”投资评级。讯飞医疗科技基于 G 端尤其基层医疗机构的扎实客户基础，背靠星火大模型医学相关 6 维度任务超越 GPT-4 Turbo 的技术壁垒，为国内 AI 医疗领军实践者。公司 B 端智慧医院及诊疗助理产品标杆项目正在华西医院等落地，有望进一步拓展更多医院客户，C 端业务则基

增持（首次）

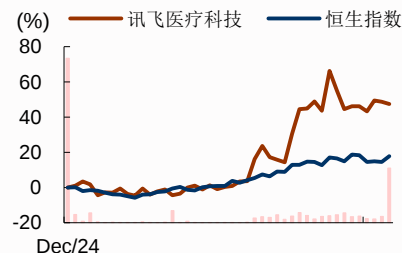
TMT 及中小盘/计算机
目标估值：NA
当前股价：128.3 港元

基础数据

总股本（百万股）	12088
已上市流通股（百万股）	7730
总市值（十亿元）	155
流通市值（十亿元）	99
每股净资产（MRQ）	6.2
ROE（TTM）	-44.5
资产负债率	65.0%
主要股东	科大讯飞股份有限公司
主要股东持股比例	24.71%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	46	55	55
相对表现	32	20	9



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘玉萍 S1090518120002
liuyuping@cmschina.com.cn
林语潇 S1090524120004
linyuxiao1@cmschina.com.cn

于 G、B 端引领，个人诊后服务在部分省份快速渗透，带来公司收入空间及持续性提升。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

□ 风险提示：AI 应用研发进度不及预期，AI 大模型技术进展不及预期，宏观经济波动风险，C 端 AI 需求不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	472	556	704	1008	1420
同比增长	27%	18%	27%	43%	41%
营业利润(百万元)	-289	-231	-165	-127	-44
同比增长	118%	-20%	-29%	-23%	-65%
归母净利润(百万元)	-189	-145	-97	-60	13
同比增长	126%	-24%	-33%	-38%	-121%
每股收益(元)	-1.71	-1.27	-0.80	-0.49	0.10
PE	-75.6	-101.4	-161.1	-261.2	1240.4
PB	42.0	29.4	17.1	18.4	18.1

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 讯飞医疗：AI+医疗领军实践者	5
1、 讯飞医疗：背靠讯飞快速发展，成就 AI+医疗领军	5
2、 四大核心业务覆盖 GBC 三端	7
(1) 基层医疗服务业务：智医助理与慢病管理双轮驱动	7
(2) 医院服务：智慧医院解决方案+诊疗助理覆盖就诊全流程。	9
(3) 患者服务业务：成为患者的智能健康管家	10
(4) 区域管理平台解决方案：聚焦智慧卫生与智慧医保	12
3、 财务分析：仍处于高投入阶段，现金余额相对充足	13
二、 技术与政策同步驱动 AI 医疗行业发展	15
1、 中国医疗人工智能行业后发先至	15
2、 行业医疗政策导向明显，医疗大模型驶入快车道	16
三、 竞争优势与核心机遇	18
1、 先发优势显著，完成客户广泛覆盖	18
2、 星火大模型保障公司 AI 医疗能力领先	19
3、 收入结构优化，B&C 端占比持续提升	20
四、 盈利预测与风险提示	21
1、 盈利预测	21
2、 风险提示	22

图表目录

图 1：公司业务里程碑	5
图 2：公司股权结构	6
图 3：公司业务结构	7
图 4：公司 2023 年度收入结构	7
图 5：智医助理界面示意	8
图 6：公司 AI 慢病管理系统	8
图 7：基层医疗服务分业务收入（百万元）	8
图 8：公司全流程服务场景	9
图 9：医院服务收入（百万元）	10

图 10: 患者服务分业务收入 (百万元)10

图 11: 讯飞晓医七大功能11

图 12: 公司安徽省影像云远程医疗平台11

图 13: 讯飞助听器覆盖各类听障人群12

图 14: 讯飞医保智能风控系统12

图 15: 区域医疗解决方案分业务收入 (百万元)13

图 16: 患者服务收入快速增长 (百万元)13

图 17: 华东及华北为公司两大支柱地区 (百万元)14

图 18: 毛利率持续提升14

图 19: 整体业务毛利率维持稳中有升14

图 20: 公司研发投入15

图 21: 费用率整体维持相对稳定15

图 22: 经调整净亏损规模仍较大 (百万元)15

图 23: 现金维持相对稳定水平 (百万元)15

图 24: 2024 年 AI 大模型在医疗领域的主要产品类型17

图 25: AI 大模型在医疗领域应用的基本框架17

图 26: 客户数持续增长18

图 27: 项目数持续增长18

图 28: 中国 CDSS 市场格局 (2023)19

图 29: 中国基层医疗机构 CDSS 市场格局(2023)19

图 30: 星火大模型训练过程19

图 31: 讯飞正式发布医学影像大模型20

图 32: 星火医疗大模型 X1 医学任务效果已超过了 GPT-4o 及 DeepSeek R120

表 1: 公司董事会成员6

表 2: AI 运用在医疗领域的突出赛道16

表 3: 近三年中国政府医疗政策中 AI 相关内容梳理17

表 4: 销售收入结构预测 (单位: 百万元)22

附: 财务预测表23

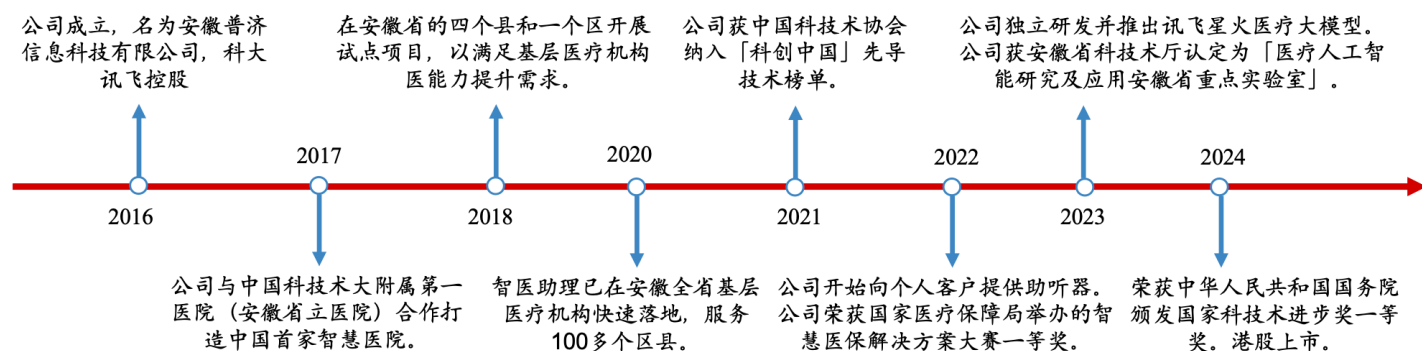
一、讯飞医疗：AI+医疗领军实践者

1、讯飞医疗：背靠讯飞快速发展，成就 AI+医疗领军

人工智能赋能的医疗解决方案提供商。讯飞医疗业务覆盖范围广泛，其产品及解决方案贯穿健康风险预警、早筛、辅助诊断、治疗、治疗效果评估到诊后管理与慢病管理等诸多医疗服务环节。公司自主独立开发人工智能技术为产品及解决方案提供有力支撑。据弗若斯特沙利文资料显示，2023 年公司收入规模在中国医疗人工智能行业中位列榜首，占据 5.9% 的市场份额。科大讯飞作为专注核心人工智能技术研发的领先人工智能企业，是公司的控股股东，为公司未来发展奠定了坚实基础。

背靠科大讯飞快速发展。讯飞医疗于 2016 年 5 月成立，公司业务覆盖范围广泛，其产品及解决方案贯穿健康风险预警、早筛、辅助诊断、治疗、治疗效果评估到诊后管理与慢病管理等诸多医疗服务环节。公司自主独立开发人工智能技术为产品及解决方案提供有力支撑。据弗若斯特沙利文资料显示，2023 年公司收入规模在中国医疗人工智能行业中位列榜首，占据 5.9% 的市场份额。科大讯飞作为专注核心人工智能技术研发的领先人工智能企业，是公司的控股股东，为公司未来发展奠定了坚实基础。

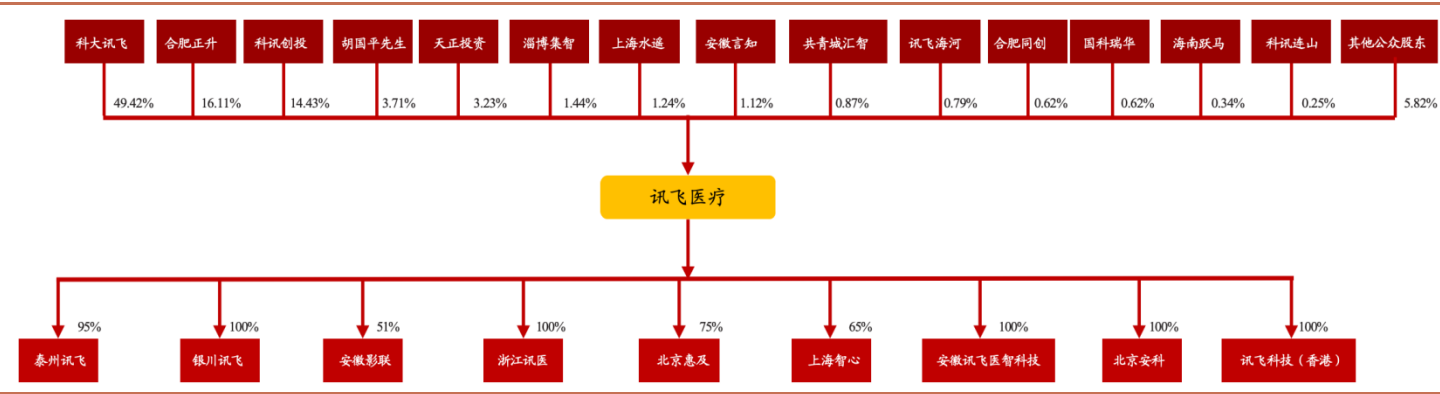
图 1：公司业务里程碑



资料来源：公司公告，招商证券

股权纽带紧系，科大讯飞主导协同。科大讯飞是讯飞医疗的控股股东，IPO 前直接持股 52.4743%，IPO 后持股 49.42%，仍维持了对讯飞医疗的控制权。股权穿透后可知，刘庆峰先生担任科大讯飞和讯飞医疗的董事长，科大讯飞对讯飞医疗的战略走向、技术研发起着关键引领作用，经分拆上市后，讯飞医疗将在独立发展的同时与科大讯飞保持协同，共同推动智能医疗业务的发展。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

管理层人员经验丰富，医工复合专家携手掌舵。公司的高级管理层团队由人工智能及医疗行业资深专业人士组成，在人工智能技术、产品开发、医疗服务、市场销售和金融等领域拥有丰富的经验。其高级管理层成员平均拥有超过 9 年的人工智能行业和 10 年医疗行业经验。此外，截至 2024 年 6 月 30 日，公司超过 38% 的管理层成员具备医工结合的跨科背景。

表 1：公司董事会成员

姓名	年龄	职位	职责	学历背景
陶晓东博士	51 岁	执行董事及总经理	负责本集团整体管理，包括制定整体企业业务规划、战略及重大决策	陶博士于 1995 年 7 月在中国取得中国科技大学电子工程学学士学位，于 1998 年 8 月在中国取得中科院声研究所信号与信息处理工学硕士学位，并于 2005 年 5 月在美国取得约翰霍普金斯大学电子及计算机工程博士学位。陶博士于 2019 年 11 月获安徽省人力资源和社会保障厅授予正高级工程师资格，并于 2018 年 10 月被中国共产党安徽省委组织部、安徽省人力资源和社会保障厅、安徽省发展和改革委员会及安徽省科技厅评为「安徽省技术领军人才」。
刘庆峰博士	51 岁	非执行董事及董事长	负责董事会的整体事务及通过董事会参与制定本集团的整体企业业务规划、战略及重大决策	刘博士于 1995 年 7 月在中国获得中国科技大学电子工程学学士学位，于 1998 年 12 月在中国获得中国科技大学信息与通信工程工学硕士学位，以及于 2003 年 12 月在中国获得中国科技大学信息与通信工程工学博士学位。
赵志伟先生	45 岁	非执行董事	通过董事会参与制定本集团的整体企业业务规划、战略及重大决策	赵先生自 2016 年 5 月加入本集团起担任董事，自此担任本公司多家子公司（包括北京惠及、银川讯飞、吕梁讯飞、普洱讯飞）的董事，管理经验丰富。赵先生于 2000 年 6 月在中国获得中国科技大学理论与应用力学学士学位及计算机科学与技术工学学士学位。
段大为先生	52 岁	非执行董事	通过董事会参与制定本集团的整体企业业务规划、战略及重大决策	段先生 2017 年 11 月加入科大讯飞集团，自此先后担任科大讯飞首席财务官、副总裁及董事，管理经验丰富。段先生分别于 1993 年 7 月及 1999 年 11 月在中国取得东北财经大学经济学学士及硕士学位，并于 2010 年 7 月在美国取得密苏里州立大学工商管理学硕士学位。
汪扬教授	61 岁	独立非执行董事	监督董事会及向董事会提供独立判断	汪教授于 2014 年 8 月至 2016 年 10 月担任数学系系主任、于 2016 年 11 月至 2020 年 9 月担任理学院院长以及自 2016 年 5 月起出任香港科技大学大数据生物智能实验室主任和香港科技大学大数据研究所副所长，且自 2020 年 10 月起出任副校长（大学拓展）。汪教授于 1983 年 7 月在中国取得中国科技大学数学学士学位，继而分别于 1988 年 6 月及 1990 年 3 月在美国哈佛大学取得理学硕士学位及哲学博士学位。
赵惠芳教授	72 岁	独立非执行董事	监督董事会及向董事会提供独立判断	赵教授在会计及财务管理方面拥有逾 46 年经验，同时拥有丰富的上市公司董事及审核委员会成员／主席工作经验。赵教授于 1977 年 8 月毕业于中国合肥工业大学政治理论专业，并自 1979 年 9 月至 1980 年 7 月于中国南京大学进修经济，以及于 1986 年 11 月完成中国安徽大学助教课程习（主修经济），并自 1998 年 11 月至 1999 年 2 月在日本久留米大学商学院进行会计合作研究。

谈庆先生

60岁

独立非执行董事
监督董事会及向董事会
提供独立判断

谈先生于科技行业、投资及管理方面拥有逾 35 年经验，先后在国内外多家公司担任高管，行业和管理经验丰富。谈先生于 2000 年 3 月获得美国芝加哥大学工商管理学硕士学位。

资料来源：公司公告，招商证券

2、四大核心业务覆盖 GBC 三端

聚焦基层赋能、医院增效、患者舒享、区域精管，以四大服务驱动医疗全面升级。

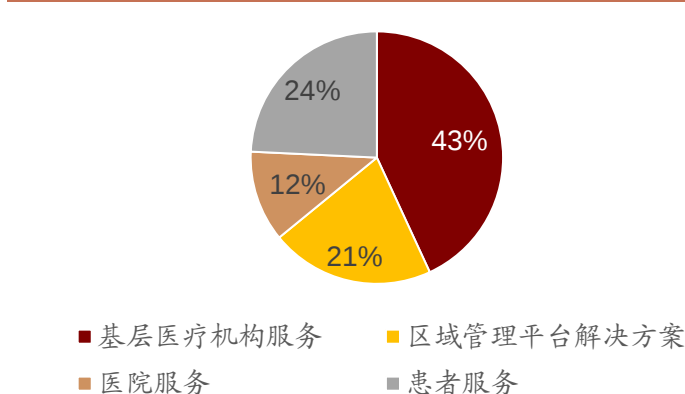
公司提供四大类服务：1) 基层医疗服务，助力基层医疗机构医生提升服务能力，便于区域管理机构高效监控；2) 医院服务，旨在提高等级医院及医生诊疗效率；3) 患者服务，切实提高各类患者（涵盖门诊、住院等不同类型患者及个人客户）享受医疗服务的便利度与质量；4) 区域管理平台解决方案，协助区域医疗管理机构实现数据驱动下的综合管理，并促进医保基金有效使用。

图 3：公司业务结构



资料来源：公司公告，招商证券

图 4：公司 2023 年度收入结构



资料来源：iFind，招商证券

（1）基层医疗服务业务：智医助理与慢病管理双轮驱动

智医助理与慢病管理双轮驱动，夯实基层医疗根基。

- **智医助理临床决策支持系统（CDSS）**：为基层医生提供诊疗全流程辅助，涵盖诊断、化验检查、用药指导，助力提升医学能力，规范诊疗流程，减少医疗过失，同时为区域管理机构提供循证监测，实现医疗质量精准管控。
- **慢病管理解决方案**：聚焦医患两端。患者可便捷上传数据、查结果、收警报；医生能高效收集信息、定干预措施，借助自动提醒系统推进治疗。该方案针对高血压、高血糖等慢病建立分级管理，大幅精简卫健委及基层医疗机构慢病管理流程，提升慢病管理效率，筑牢基层医疗服务根基。

图 5：智医助理界面示意



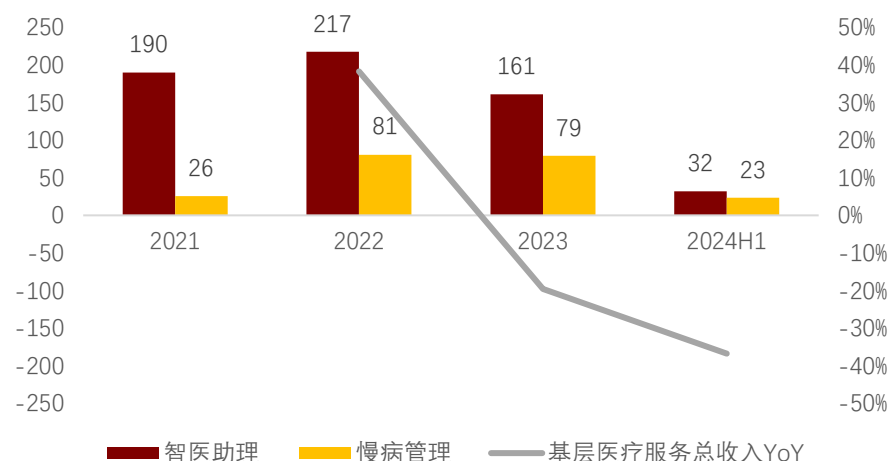
资料来源：公司官网，招商证券

图 6：公司 AI 慢病管理系统



资料来源：公司官网，招商证券

图 7：基层医疗服务分业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

（2）医院服务：智慧医院解决方案+诊疗助理覆盖就诊全流程。

定制化方案驱动，助力医院效能升级。公司的医院服务以 CDSS 及患者管理解决方案为基，依据医院场景深度定制，全力助推医院医生提升工作效率与医疗服务质量。公司基层医疗服务业务线涵盖智慧医院解决方案与诊疗助理两大关键支撑，智慧医院解决方案贯穿诊前、诊中全程。诊疗助理的全科及专科 CDSS 工具可精准匹配不同科室需求，为医生诊疗决策提供全方位、专业化建议；AI 全病例质控系统严守医疗质量底线，实时监控、回溯病例，全方位为医院高质量运转赋能。

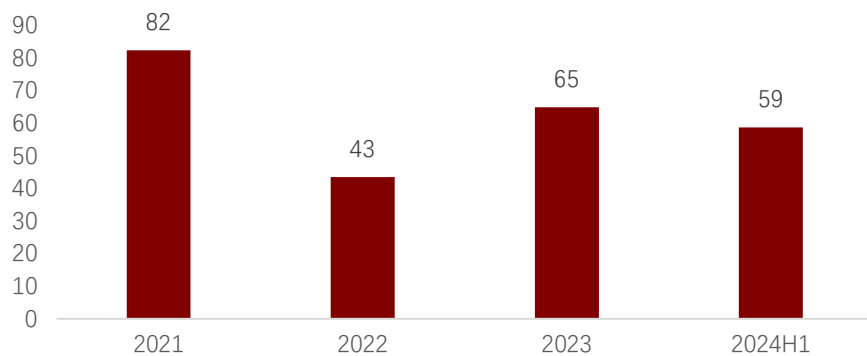
- **诊前：**诊前病史采集系统引导患者在诊前通过多模态交互方式充分描述病情，系统会提取对话中的关键信息，智能生成结构化病历，同时与院内 EMR 集成，提高医生病历书写效率，帮助医生全面掌握患者病情，提高问诊有效性。
- **诊中：**AI 诊疗助理利用临床数据后结构化，病历语义理解，依托权威医学知识库，深度融合医疗机构数据体系，形成临床辅助决策支持、VTE 防治、科研平台三大系统，结合至门诊、住院两大诊疗场景，提升医护人员工作效率和医疗质量。
- **诊后：**医院智能随访系统基于人工智能语音、自然语言理解等技术，实现批量外呼、人机交互、自动统计等功能，助力医院完成满意度调查、健康宣教、科室随访、科研随访、危急值提醒等全方位随访工作，降低医院随访成本。

图 8：公司全流程服务场景



资料来源：公司官网，招商证券

图 9：医院服务收入（百万元）

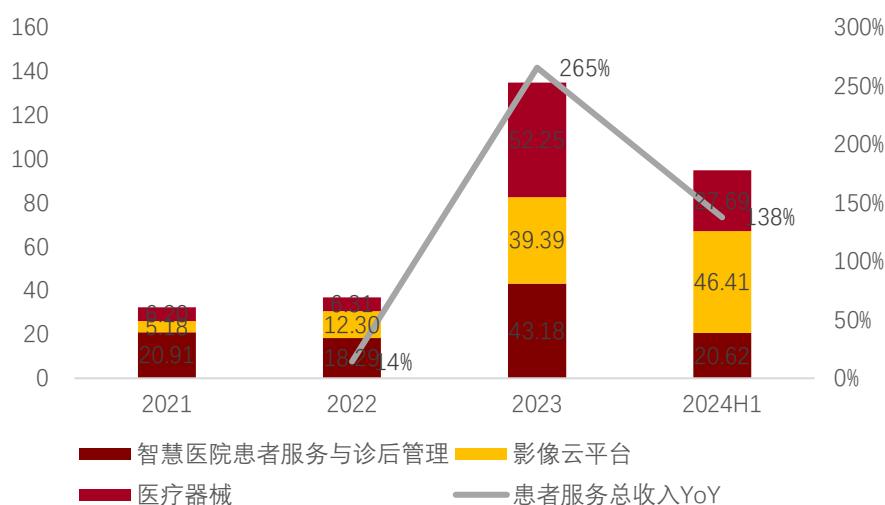


资料来源：公司公告，招商证券

（3）患者服务业务：成为患者的智能健康管家

深耕患者服务领域，业务线聚焦软硬终端。公司患者服务业务涵盖智慧医院患者服务与诊后管理（以讯飞晓医 App 及小程序为载体）、影像云平台以及医疗器械，成功触达医疗系统终端用户，为长期盈利与稳健增长筑牢根基。

图 10：患者服务分业务收入（百万元）



资料来源：iFind，招商证券

- **智慧医院患者服务与诊后管理：**精准定位患者出院后的需求，患者出院后，既能便捷上传病历，接收精准用药提醒，自主开展自我评定；又能借助多轮互动与语音识别技术，随时与医生沟通康复进展，通过内置聊天机器人快速获取常见问题答案。对医生而言，该平台更是收集、分析患者康复数据的得力助手，助力诊疗方案的持续优化。

图 11：讯飞晓医七大功能



资料来源：公司官网，招商证券

- **影像云平台：**立足安徽，辐射全省各级医院。凭借大数据、图像识别、图像处理及医认知智能与推理技术，医生可将影像结果一键上传，并实时查阅他院影像，为分级诊疗制度落地提供关键支撑。截至关键节点，已有超 1,970 家医疗机构、超 3,200 名专家入驻，累计远程会诊服务量近 8.4 百万次，数据上传服务使用量超 112 百万次。

图 12：公司安徽省影像云远程医疗平台



资料来源：公司官网，招商证券

- **医疗器械：**主打助听器产品，依托自主研发的场景识别系统技术 AIScene，能够实时感知用户所处环境，智能降噪，为听障患者营造清晰空间。此外血压计具备全天候、全自动、定制化预防管理服务功能，配合晓医 AI 助手完成日常险情管理。

图 13：讯飞助听器覆盖各类听障人群



场景	听损等级	推荐产品	通道	增益
大声说话也听不清 听不清汽车鸣笛声	重度听损	星河版 星耀版	64 48	70dB 65dB
无法正常音量交谈 看电视的声音很大	中重度听损	尊享版	32	45dB
听不见低声耳语声 听不见风吹树叶沙沙声	轻中度听损	悦享版	32	30dB

资料来源：公司官网，招商证券

（4）区域管理平台解决方案：聚焦智慧卫生与智慧医保

公司的区域管理平台解决方案业务，聚焦智慧卫生与智慧医保两大关键领域，助力区域医疗精细化管理。

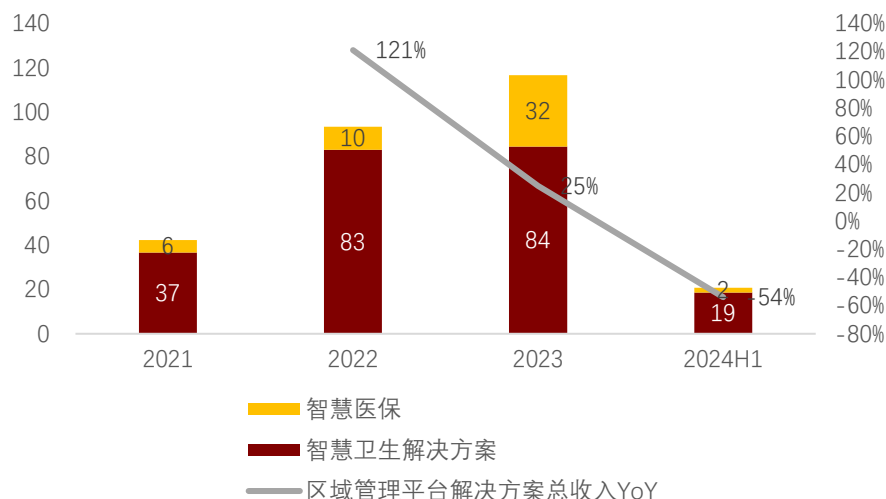
- **智慧卫生解决方案：**作为医疗的智能中枢，凭借时空聚类分析、流行病动态预测以及基于医知识图谱的深度推理技术，打通门诊、住院与公共卫生服务各环节，推动诊疗一体化落地。尤其在低线城市，区域管理机构得以精准监控基层医疗机构医疗服务提供商的能力，及时发现短板、优化服务；面对传染病防控难题，该方案更是发挥前瞻性优势，提前预警、科学施策，为区域公共卫生安全筑牢防线。
- **智慧医保：**医保智能风控系统依托于讯飞医疗积累的自然语言理解、医学知识图谱、病历深度推理、大数据疾病画像等人工智能前沿技术，以患者诊疗过程中全病历、费用结算、医院进销存等数据为基础，自主研发 AI+医保合规性审核、AI+诊疗合理性审核、AI+支付方式监管、AI+欺诈骗保监管 4 大核心能力，为相关机构提供事前提醒、事中预警、事后监管和分析服务，主动识别不符合医保规定、过度诊疗、低码高编、串换项目等各类不合理使用医保基金行为，降低不合理支出，全面提升基金使用效能。

图 14：讯飞医保智能风控系统



资料来源：公司官网，招商证券

图 15：区域医疗解决方案分业务收入（百万元）

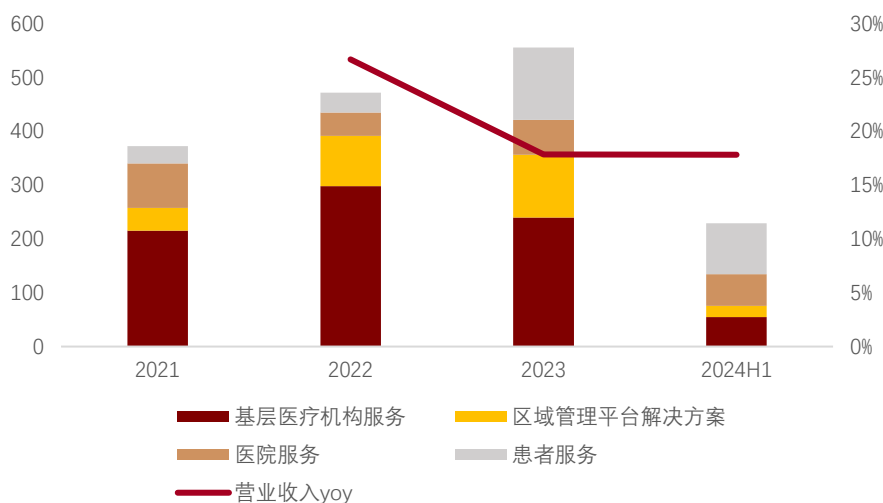


资料来源：公司官网，招商证券

3、财务分析：仍处于高投入阶段，现金余额相对充足

营收增长趋势良好，患者服务业务近年受益。公司近年来营业收入表现良好，其中患者服务业务营收增加显著。收入稳健增长一是得益于 2023 年推出销售尊享版助听器、2024 年推出销售星系列助听器使医疗器械销售额上升，二是扩大了影像云平台数字影像服务相关最终用户群；三是智慧医院患者服务与诊后管理及影像云平台的项目实施增多。

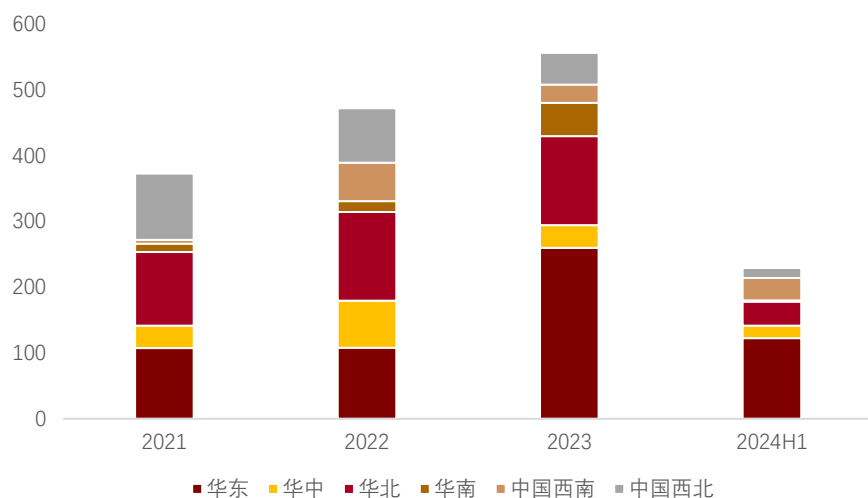
图 16：患者服务收入快速增长（百万元）



资料来源：iFind、招商证券

深度扎根华东，逐步拓展全国。公司在安徽成立，成立后第二年即与中国科学技术大学附属第一医院（安徽省立医院）合作打造中国首家智慧医院，后续多个产品在安徽省内实现全域覆盖。伴随品牌知名度大幅提升，公司向全国各医院推广产品及服务的进展愈发顺利，逐步扩大了在大城市及经济发达地区的市场覆盖范围，包括江苏省、浙江省及广东省等。

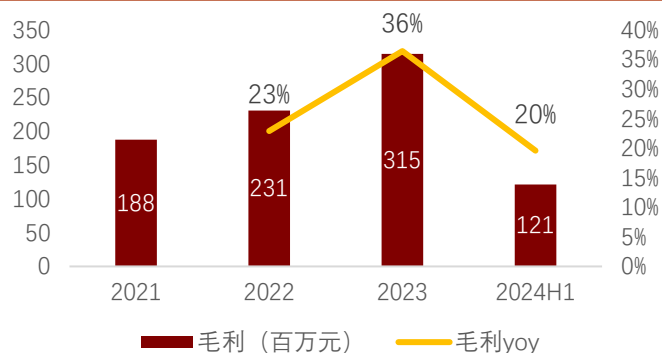
图 17：华东及华北为公司两大支柱地区（百万元）



资料来源：iFind、招商证券

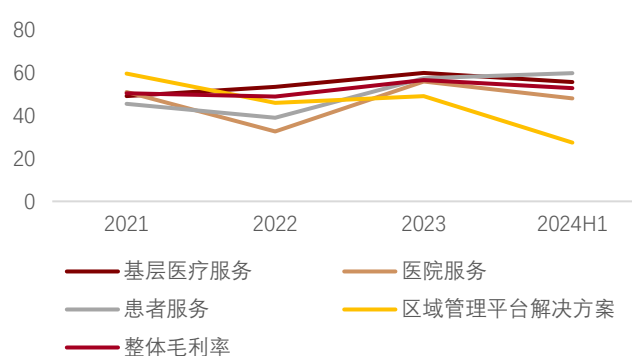
公司整体毛利率受业务组合影响，保持了相对稳定。近年来，医院服务和区域管理平台解决方案的毛利率下降，而基层医疗服务和患者服务的毛利率的提升维持了总体毛利率的相对稳定。24H1 区域管理平台解决方案毛利率降低主要由于两个毛利较低的大型项目确认收益，项目中涉及高度定制化/采购外部产品。

图 18：毛利率持续提升



资料来源：iFind、招商证券

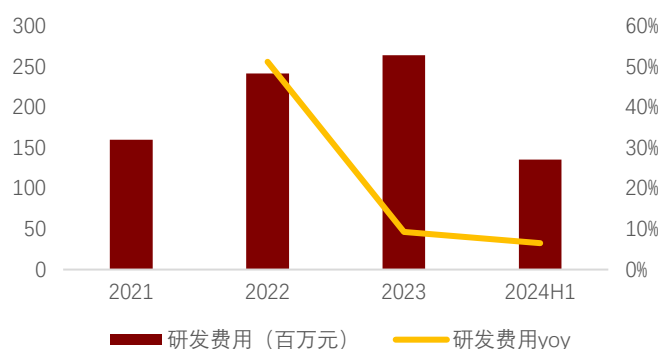
图 19：整体业务毛利率维持稳中有升



资料来源：iFind、招商证券

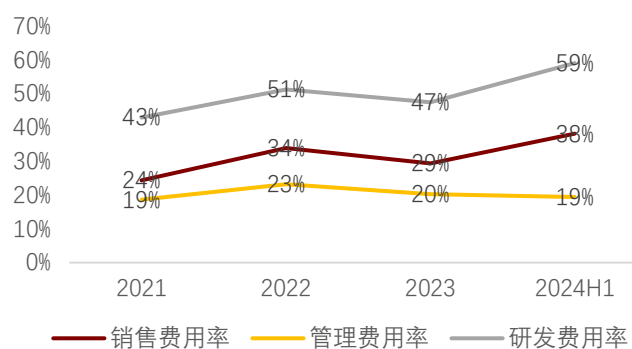
高研发投入占比，维持技术领先地位。为抓住市场机遇并保持长期增长，公司加码研发，发力医疗人工智能基础设施和人工智能能力建设，其星火医疗大模型能力得以显著提升，在医疗海量知识问答、医疗复杂语言理解、医疗专业文书生成、医疗诊断治疗推荐、医疗多轮交互以及医疗多模态交互等方面超越了 GPT-4 Turbo 和 GPT-4o，大模型技术在国内外医疗细分领域保持领先。

图 20：公司研发投入



资料来源：iFind、招商证券

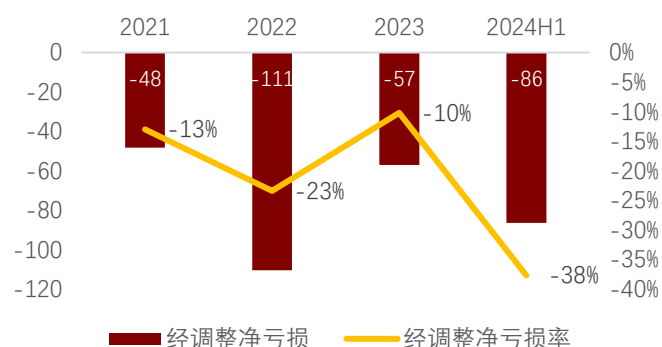
图 21：费用率整体维持相对稳定



资料来源：iFind、招商证券

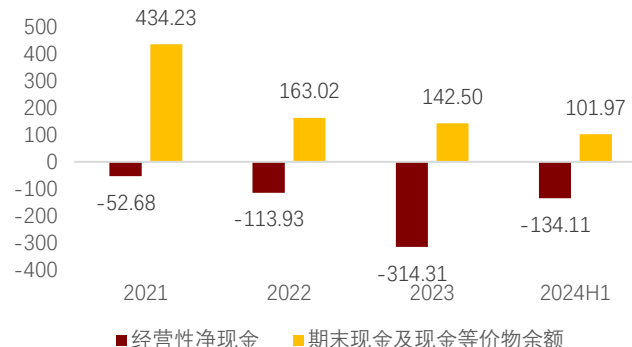
经调整净亏损规模仍较大，现金维持相对充足水平。由于公司整体还在销售及研发费用高投入阶段，短期经调整净亏损规模仍维持较高水平。从现金层面看，整体经营性净现金和经调整净亏损规模匹配，公司 2023 年经营性净现金流出大于经调整净亏损主要由于当年公司应收账款增加 2.3 亿导致；但从现金余额看，公司仍有相对稳定现金水平，公司仍有 3.43 亿未动用已承诺银行融资，可动用现金储备充足。

图 22：经调整净亏损规模仍较大（百万元）



资料来源：iFind、招商证券

图 23：现金维持相对稳定水平（百万元）



资料来源：iFind、招商证券

二、技术与政策同步驱动 AI 医疗行业发展

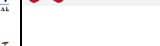
1、中国医疗人工智能行业后发先至

中国医疗人工智能行业虽起步较晚，但发展迅猛。近年来，行业进入加速发展期，技术成果不断涌现，应用场景愈发广泛。据智研咨询数据显示，我国 AI 医疗市场规模已从 2019 年的 27 亿元快速增长至 2023 年的 88 亿元，年复合增速高达 34%。

供给主体区域集中，类型呈现多样化。据企查查统计数据，截至 2024 年 8 月，全国共有存续、在业 AI 医疗产业相关企业 536 家，AI 医疗区域集中度 CR3 为 56%，CR10 为 72%。以华中数控、麦克奥迪、微创机器人为代表的智能医疗设备厂商；以平安健康、京东健康、阿里健康、医渡科技为代表的医疗大数据模型

企业；以睿智医药、泓博医药、药石科技、药明康德为代表的 AI 药物研发企业；以左医科技、爱尔眼科、嘉和美康、鹰瞳科技为代表的 AI 诊疗服务企业。不同类型的供给主体凭借各自优势，在医疗人工智能的不同细分领域发力，共同推动行业发展。

表 2: AI 运用在医疗领域的突出赛道

应用 领域	AI to 医院					AI to C		AI to 药企
	AI+临床科室		AI+医技科室		AI+智慧医院	AI+健康管理	AI+硬件	药物研发
	AI+手术	AI+辅诊	AI+检验	AI+影像				
应用 方式	协助手术规划和利用手术机器人操作	辅助医生进行疾病诊断和治疗决策	提高检验结果的分析效率与准确性	利用 AI 处理和分析医学影像数据	实现医院管理的自动化和智能化	为个人提供个性化的健康监测和建议	结合硬件设备提升医疗设备的性能和功能	利用 AI 加速药物发现和优化过程
相关 企业	 天智航  VISHEE  MEDBOT 微创机器人  BORNIS	 讯飞医疗  Runda  朗玛信息  longmaster  迪安诊断  迪安诊断	 金域医学  迪安诊断  Runda  华大智造  MGI  BerryGenomi  贝瑞基因  Motix	 讯飞医疗  商汤  UNITED 联影 IMAGING  艾隆科技  艾隆科技  艾隆科技  艾隆科技  艾隆科技	 讯飞医疗  健麾信息  艾隆科技  艾隆科技  艾隆科技  艾隆科技  艾隆科技  艾隆科技	 讯飞医疗  美年大健康  美年大健康  美年大健康  美年大健康  美年大健康  美年大健康  美年大健康	 讯飞医疗  HUAWEI  HUAWEI  HUAWEI  HUAWEI  HUAWEI  HUAWEI  HUAWEI	 药明康德  WuXi AppTec  IIVA  HITGEN  泓博医药  PharmaResources  PharmaBlock  Insilico Medicine
行业 进展	2025 年 2 月 28 日复旦团队操控成都博恩思手术机器人，成功完成全球首例 AI+智能机器人远程头颈外科微创手术。	2024 年 11 月 25 日，国家医保局首次将人工智能辅助诊断列入立项指南，并明确在放射检查、超声检查、康复类项目中设立“人工智能辅助”扩展项。	在中山一院的医学检验科，医务人员每天要处理约 3000 份血常规报告，科室通过引入 AI 阅片机，相比传统手工复检，大大减少了人工筛选样本、手动推染片以及显微镜下阅片的时间。	联影医疗的医学影像处理软件包括 60 多款智能高级应用。覆盖 CT、MR、MI 等多模态影像及心血管、肿瘤、神经等多临床场景，助力医生精准高效诊断。	讯飞医疗科技的智慧医院系统，通过患者填写术前病史后智能生成符合规范的结构化病历，并自动同步到 EMR，医生可一键引用，节省书写病历的时间，提高医生工作效率。	2025 年 2 月 28 日，广东省第二人民医院联合华为发布两个健康 AI 大模型——叮呗健康大模型与数智超声大模型，实现从个性化体检报告解读、主动健康医学咨询，到疾病风险预测与健康管理的全链条场景应用。	讯飞助听器通过 AI 帮助助听器大幅提升在嘈杂环境下的声音处理速度和解析能力。	2022 年，Insilico Medicine 将 AlphaFold2 应用于早期药物发现，成功在 30 天内获得了针对全新靶点 CDK20 的苗头化合物，CDK20 抑制剂有望成为癌症，特别是肝细胞癌的创新疗法。

资料来源：公司官网、成都商报、南方日报、MedSci、招商证券

2、行业医疗政策导向明显，医疗大模型驶入快车道

推应用、定法规、扶研发。近年来中国政府对 AI 开始全面的战略布局，在医疗领域出台了包括技术应用推广、法律法规标准制定、创新研发支持等多方面政策，助力推动 AI+医疗的健康发展，未来政府和医院有望将对 AI 医疗领域进行持续关注 and 不断投入。

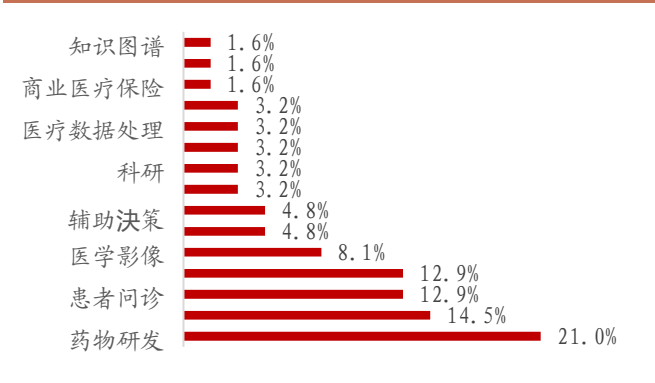
表 3：近三年中国政府医疗政策中 AI 相关内容梳理

发布时间	政策	发布机构	相关内容
2021 年 10 月	公立医院高质量发展促进行动（2021-2025 年）	卫健委	鼓励有条件的公立医院加快应用智能可穿戴设备、人工智能辅助诊断和治疗系统等智慧服务软硬件，提高医疗服务的智慧化、个性化水平，推进医院信息化建设标准化、规范化水平，落实国家和行业信息化标准。
2021 年 12 月	“十四五”国家药品安全及促进高质量发展发展规划	药监局	将药品监管科学研究纳入国家相关科技计划，重点支持中药、疫苗、基因药物、细胞药物、人工智能医疗器械、医疗器械新材料、化妆品新原料等领域的监管科学研究，加快新产品研发上市。
2021 年 12 月	“十四五”医疗装备产业发展规划	工信部	提升……个体化诊疗、人工智能诊断、术中精准成像、智慧医疗……等医疗装备性能水平，打造优势产品。
2022 年 4 月	“十四五”国民健康规划	国务院	开展原创性技术攻关，推出一批融合人工智能等新技术的高质量医疗装备……推动符合条件的人工智能产品进入临床试验。
2023 年 3 月	关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见	卫健委	发展“互联网+医疗健康”，建设面向医疗领域的工业互联网平台，加快推进互联网、区块链、物联网、人工智能、云计算、大数据等在医疗卫生领域中的应用，加强健康医疗大数据共享交换与保障体系建设。
2023 年 8 月	出生缺陷防治能力提升计划（2023-2027 年）	卫健委	运用信息技术赋能服务，用好人工智能、大数据、5G 等技术和“云上妇幼”等远程医疗平台，加强出生缺陷监测。
2023 年 10 月	健康中国行动—癌症防治行动实施方案（2023—2030 年）	卫健委	极运用互联网、人工智能等技术，开展远程医疗服务，探索建立规范化诊治辅助系统，提高基层诊疗能力。
2024 年 7 月	健康中国行动——慢性呼吸系统疾病防治行动实施方案（2024—2030 年）	卫健委	探索应用人工智能、大数据等新一代信息技术建立规范化基层诊疗辅助系统。
2024 年 7 月	2024—2025 年持续开展“公立医疗机构经济管理年”活动	卫健委	大力推进公立医疗机构运营管理信息化建设。……建立健全以业财融合为核心的运营管理信息集成平台，强化人工智能、大数据、云计算等现代信息技术应用。
2024 年 11 月	卫生健康行业人工智能应用场景参考指引	卫健委	列举了“人工智能+”医疗服务管理、医药服务、医保服务、中医药管理服务、医院管理等应用场景。

资料来源：政府网站，招商证券

随着大模型能力的进化，大模型在医疗行业的发展态势呈现出显著的加速态势。从最初的概念性探讨阶段迅速过渡至实际场景的落地阶段，京东“京医千询”、岐黄问道·大模型、华佗 GPT、仲景中医大语言模型等，实现中西医各领域全面涵盖。国内大模型头部厂商利用已有算力资源和基座大模型能力，相继推出延伸产品，解决了医疗行业部分的发展痛点。

图 24：2024 年 AI 大模型在医疗领域的主要产品类型



资料来源：亿欧智库、招商证券

图 25：AI 大模型在医疗领域应用的基本框架



资料来源：复旦大学附属儿科医院信息与大数据中心、招商证券

中国医疗 AI 市场份额第一，技术壁垒渐起。讯飞医疗在 2023 年以 5.9% 的市占率位居中国医疗 AI 行业首位，基层 CDSS（临床决策支持系统）市占率 61.5%，显著领先行业内其他竞品。模型方面，讯飞星火医疗大模型在 6 项医学 NLP 任务中超越 GPT-4 Turbo，支持 1600+ 疾病诊断，准确率 95%+；数据方面，公司已构建覆盖疾病知识库、症状体征库的多维度医学知识图谱，与协和、华西等 40+ 顶级医院合作，临床数据量超 8 亿份。

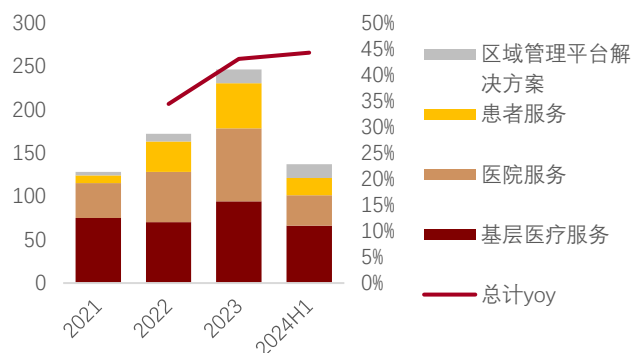
三、竞争优势与核心机遇

1、先发优势显著，完成客户广泛覆盖

医疗行业先发优势显著，客户积累飞轮效应初现。医疗行业客户对产品质量和可靠性敏感度极高，在选择合作或使用时的慎之又慎，获得客户难度大。而公司凭借多年深耕，在客户积累方面已然初显飞轮效应，公司口碑和产品满意度稳健提升，正向推动了后续磋商及推广其产品及服务进展，实现了稳定的市场扩张及飞轮效应。

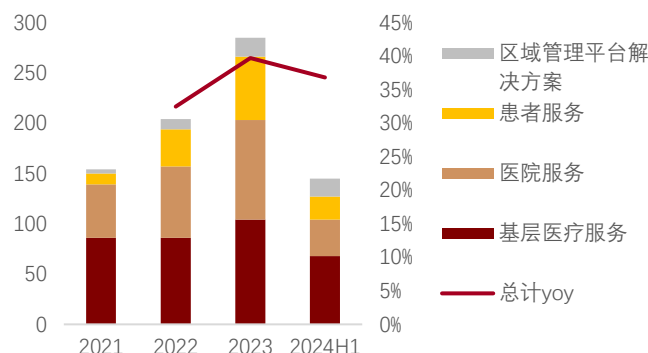
- 截至 2024H1，公司已在全国 31 个省份提供基层医疗服务，实现中国内地省级的全面覆盖。基层医疗服务涵盖 63 个、90 个、112 个及 121 个城市中 278 个、360 个、430 个及 604 个区县的超过 3 万家、4.4 万家、5.2 万家及 5.8 万家基层医疗机构。
- 截至 2021/2022/2023/2024H1，公司分别向中国 121 家、154 家、221 家及 247 家三级医院以及 15 家、31 家、41 家及 46 家二级医院提供医院服务。截至 2024 年 6 月 30 日，超过 200 名客户购买了公司至少两种产品或服务。
- 拓展案例：1）安徽：公司首先展示旗舰产品智医助理的人工智能模型能力，并将医疗人工智能解决方案的应用快速复制到整个安徽省。2）浙江省诸暨市：先与医疗管理机构合作部署智医助理产品，截至 2024 年 6 月 30 日，智医助理已覆盖诸暨全部 23 家基层医疗机构及 340 个村卫生站。基于这一成果，公司已将该合作复制到浙江省的其他城市。

图 26：客户数持续增长



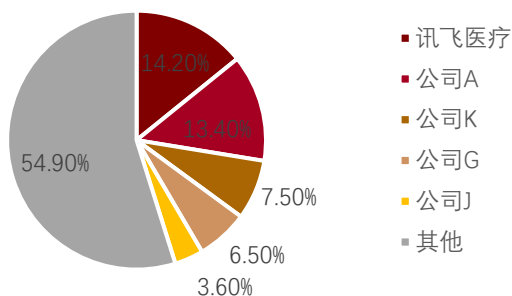
资料来源：iFind、招商证券

图 27：项目数持续增长



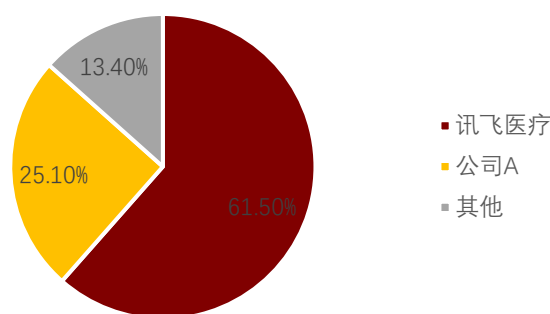
资料来源：iFind、招商证券

图 28：中国 CDSS 市场格局（2023）



资料来源：iFind、招商证券

图 29：中国基层医疗机构 CDSS 市场格局(2023)



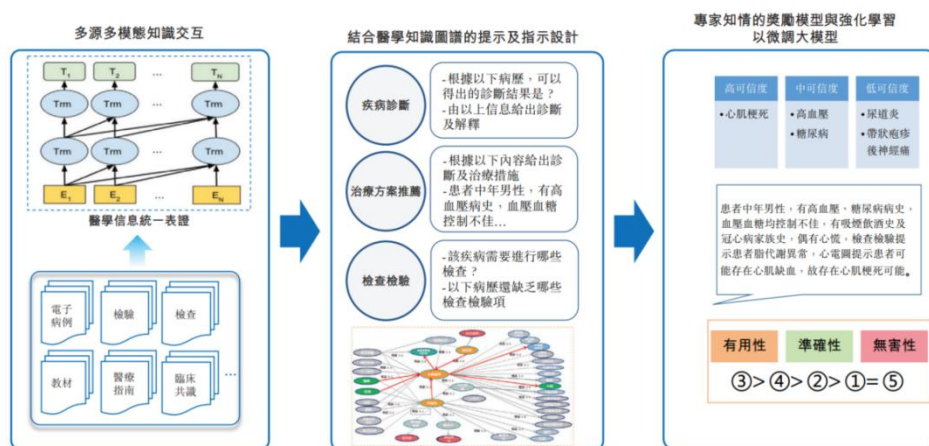
资料来源：iFind、招商证券

2、星火大模型保障公司 AI 医疗能力领先

2024 年 1024 公司发布讯飞星火医疗大模型 2.0，医疗领域模型能力领先。讯飞星火医疗大模型升级至 2.0，在医疗海量知识问答、医疗复杂语言理解、医疗专业文书生成、医疗诊断治疗推荐、医疗多轮交互、医疗多模态交互等六大核心场景能力显著提升。该模型面向 300 多种医学场景应用，根据 CTTL（为 CAICT 一部分）进行的测试，讯飞星火医疗大模型从专家级医学知识图谱问答、临床语言理解、医学文件生成、疾病诊断治疗推荐、多轮医疗对话生成、医学场景中的多模态交互等六个医学相关的 NLP 任务维度超越 GPT-4 Turbo。基于医疗大模型，目前讯飞晓医 APP 可实现辅助诊断 1600 多种高频常见疾病，覆盖 2000 多种常见症状，识别 4000 多种常见药物，读懂 6000 多种常见检查、检验项目。

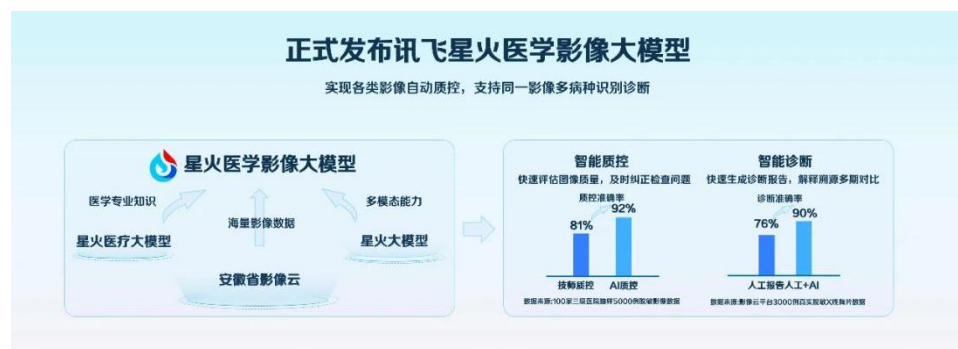
同时，讯飞星火医学影像大模型正式发布，智能影像领域迎来新变革。在医学影像领域，安徽省影像云平台依托人工智能技术，已成长为全国应用规模领先的省级影像云平台。目前，平台已接入 1967 家医疗机构，累计远程影像会诊 811 万+次，服务医生患者超 7000 万人次，影像数据归档量超过 1 亿，日均新增影像 10 万+。

图 30：星火大模型训练过程



资料来源：公司官网，招商证券

图 31：讯飞正式发布医学影像大模型



资料来源：公司官网，招商证券

讯飞升级星火医疗大模型 X1，已接入“讯飞晓医”。数据层面，医疗大模型 X1 依托讯飞医疗多年来积累的亿级医学知识库、亿级高质量脱敏诊疗数据训练；同时技术层面结合医疗专业知识增强、医生的循证思维、长思维链过程的评语模型、树搜索、医生专家反馈强化学习等方面的联合技术创新，进一步降低大模型医疗幻觉问题。X1 在回答复杂问题时，能够逐步解释循证过程，提高了医疗复杂场景推理的逻辑正确性、专业性、可解释性。在诊断推荐、健康咨询、检查检验报告解读等推理任务上效果均已超过了 GPT-4o 以及 DeepSeek R1。

图 32：星火医疗大模型 X1 医学任务效果已超过了 GPT-4o 及 DeepSeek R1

任务类型	指标	星火医疗大模型X1	GPT-4o	DeepSeek R1
全科辅助诊断	合理率	94.0%	84.9%	89.5%
专科辅助诊断	主诊断合理率	90.1%	75.0%	82.5%
体检报告单	解答率	84.4%	63.5%	75.1%
健康咨询	解答率	89.0%	87.1%	88.1%
导医导诊	Top3合理率	89.5%	83.1%	87.3%

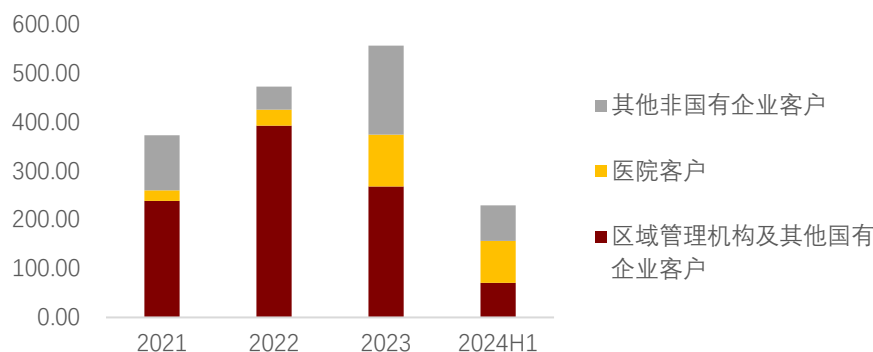
资料来源：科大讯飞官方公众号，招商证券

*注：数据来源为晓医、智医助理、安贞心内科等真实场景测试集

3、收入结构优化，B&C 端占比持续提升

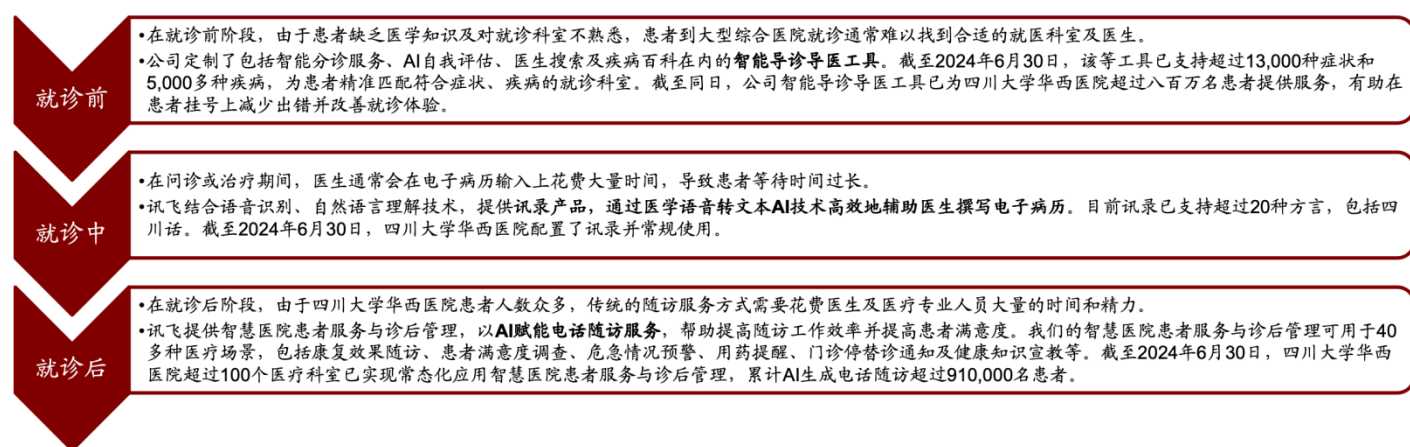
G 端为基，B 端和 C 端成长空间广阔。公司已在 G 端打下坚实基础，同时 B&C 端快速发展一方面为公司打开更广阔的业务空间，另一方面能够减轻公司应收账款压力，带来收入到现金的快速转化。公司 B 端智慧医院及诊疗助理产品已成熟，AI+赋能标杆正在华西医院等落地，实现诊前中后打通覆盖，通过智能导诊、电子病历语音输入及智慧医院患者服务等解决方案，显著提升了患者就医体验及医疗服务效率。随着灯塔项目落地，公司 B 端解决方案有望进一步拓展更多医院客户。从公司付费客户来源可以看出，医院及非国企客户收入占比自 2023 年起有大幅提升，公司对政府及国企客户依赖性降低。C 端方面，目前公司 C 端业务基于 G、B 端引领，个人诊后服务在部分省份快速渗透，智能助听器等高毛利硬件产品快速放量。

图 33：从付费客户看，医院及非国企客户占比快速提升（单位：百万元）



资料来源：iFind，招商证券

图 34：讯飞医疗医院产品在四川大学华西医院标杆落地



资料来源：公司公告、招商证券

四、盈利预测与风险提示

1、盈利预测

收入拆分和主营业务预测，以下是我们的假设条件（标红为假设部分）：

- ① **G 端业务**：公司 G 端业务市占率已达较高水平，叠加宏观环境影响下游需求，预测 24 年基层医疗服务及区域管理平台解决方案收入增速相对较低，25 年后开始回暖。
- ② **B 端业务**：公司医院服务已有华西医院标杆案例落地，且医院对 AI 赋能智慧医院需求渐显，我们认为在标杆案例带动下公司医院服务业务将在 24 年基础上进一步提速，预测 24-26 年医院服务收入增速 60%/100%/70%。
- ③ **C 端业务**：公司患者服务业务处于低基数高增长阶段，尤其 B 端渗透加强后基于 B 端渠道拓展将进一步辅助 C 端产品销售，公司个人诊后服务已在部分省份快速渗透，带来公司收入空间及持续性提升，预测 24-26 年患者服务收入增速 69%/73%/60%。

从收入结构看，预测公司 G 端收入占比将从 23 年的 64% 下降至 26 年的 31%，B/C 端持续性收入提升带来公司收入结构优化。

表 4：销售收入结构预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	471.86	556.13	704.40	1008.33	1420.01
YoY	26.69%	17.86%	26.66%	43.15%	40.83%
毛利率	48.89%	56.58%	57.57%	58.40%	59.40%
1、基层医疗机构服务	298.06	239.75	250.16	271.11	290.23
yoy	38.27%	-19.56%	4.34%	8.37%	7.05%
占收入比重	63.17%	43.11%	35.51%	26.89%	20.44%
1) 智医助理	217.37	160.74	168.78	185.66	200.51
yoy	14.49%	-26.05%	5.00%	10.00%	8.00%
2) 慢病管理	80.69	79.01	81.38	85.45	89.73
yoy	213.98%	-2.08%	3.00%	5.00%	5.00%
2、医院服务	43.49	64.91	103.86	207.72	353.12
yoy	-47.19%	49.27%	60.00%	100.00%	70.00%
占收入比重	9.22%	11.67%	14.74%	20.60%	24.87%
3、患者服务	36.89	134.82	227.91	394.79	631.16
yoy	14.28%	265.43%	69.05%	73.22%	59.87%
占收入比重	7.82%	24.24%	32.36%	39.15%	44.45%
1) 智慧医院患者服务与诊后管理	18.29	43.18	73.41	132.14	218.03
yoy	-12.55%	136.16%	70.00%	80.00%	65.00%
2) 影像云平台	12.30	39.39	70.90	120.53	192.84
yoy	137.51%	220.33%	80.00%	70.00%	60.00%
3) 医疗器械	6.31	52.25	83.60	142.12	220.29
yoy	1.86%	727.67%	60.00%	70.00%	55.00%
4、区域管理平台解决方案	93.42	116.64	122.47	134.72	145.49
yoy	121.09%	24.85%	5.00%	10.00%	8.00%
占收入比重	19.80%	20.97%	17.39%	13.36%	10.25%
1) 智慧卫生解决方案	83.01	84.47	88.70	97.57	105.37
yoy	126.78%	1.76%	5.00%	10.00%	8.00%
2) 智慧医保	10.41	32.17	33.77	37.15	40.12
yoy	84.20%	209.02%	5.00%	10.00%	8.00%

资料来源：公司数据、招商证券

2、风险提示

- **AI 应用研发进度不及预期：**若公司 AI 应用研发进度不及预期，可能影响产品迭代落地，从而影响公司市场竞争力及业绩增速。
- **AI 大模型技术进展不及预期：**AI 应用发展与基座大模型技术进展紧密相关，若公司大模型技术进展不及预期，可能影响 AI 医疗应用研发落地效果。
- **宏观经济波动风险：**公司下游客户中政府及医院等财政客户占比较大，若宏观经济波动可能会导致下游客户需求发生变化，影响公司业务进展。
- **C 端 AI 需求不及预期风险：**若 C 端客户对 AI 接受程度或付费意愿不及预期，可能导致公司 C 端业务收入增速放缓。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	652	853	1292	1503	1864
现金及现金等价物	163	143	462	417	475
交易性金融资产	85	25	25	25	25
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	274	498	561	702	846
其它应收款	63	100	127	182	256
存货	47	74	100	153	227
其他流动资产	21	14	17	25	35
非流动资产	378	384	393	394	406
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10	14	23	24	35
无形资产	191	184	184	184	184
其他	177	187	187	187	187
资产总计	1030	1238	1685	1898	2270
流动负债	603	671	714	991	1350
应付账款	211	281	348	488	671
应交税金	24	30	30	30	30
短期借款	0	88	0	0	0
其他	368	272	336	472	649
长期负债	26	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	26	17	17	17	17
负债合计	630	688	731	1007	1367
股本	111	114	121	121	121
储备	230	385	788	729	741
少数股东权益	59	51	45	41	42
归属于母公司所有者权益	341	499	909	849	862
负债及权益合计	1030	1238	1685	1898	2270

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-114	-314	-101	-52	45
净利润	-189	-145	-97	-60	13
折旧与摊销	50	35	34	46	40
营运资本变动	-59	-292	12	20	56
其他非现金调整	84	88	-50	-58	-63
投资活动现金流	-93	0	2	7	13
资本性支出	-15	-37	-42	-47	-51
出售固定资产收到的现	0	0	0	0	0
投资增减	2184	686	0	0	0
其它	4	-24	44	54	64
筹资活动现金流	-64	293	419	0	0
债务增减	-79	87	-88	0	0
股本增减	10	210	507	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	5	-3	0	0	0
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	-271	-21	319	-44	58

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	472	556	704	1008	1420
主营收入	472	556	704	1008	1420
营业成本	241	241	299	419	576
毛利	231	315	406	589	844
营业支出	519	546	571	716	888
营业利润	-289	-231	-165	-127	-44
利息支出	1	1	0	0	0
利息收入	0	0	2	4	4
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	47	49	42	50	61
非经常项目损益	-1	-4	-4	-4	-4
除税前利润	-244	-187	-125	-77	16
所得税	-36	-33	-22	-13	3
少数股东损益	-19	-9	-6	-4	1
归属普通股股东净利润	-189	-145	-97	-60	13
EPS (元)	-2	-1	-1	0	0

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	27%	18%	27%	43%	41%
营业利润	118%	-20%	-29%	-23%	-65%
净利润	126%	-24%	-33%	-38%	-121%
获利能力					
毛利率	48.9%	56.6%	57.6%	58.4%	59.4%
净利率	-40.1%	-26.0%	-13.7%	-5.9%	0.9%
ROE	-55.5%	-29.0%	-10.6%	-7.0%	1.5%
ROIC	-51.8%	-23.5%	-10.4%	-6.8%	1.8%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	55.6%	43.4%	53.1%	60.2%
净负债比率	0.0%	7.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.3	1.8	1.5	1.4
速动比率	1.0	1.2	1.7	1.4	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
存货周转率	6.1	4.0	3.4	3.3	3.0
应收帐款周转率	1.6	1.2	1.1	1.3	1.4
应付帐款周转率	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0
每股资料(元)					
每股收益	-1.71	-1.27	-0.80	-0.49	0.10
每股经营现金	-1.03	-2.76	-0.84	-0.43	0.37
每股净资产	3.07	4.38	7.52	7.03	7.13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-75.6	-101.4	-161.1	-261.2	1240.4
PB	42.0	29.4	17.1	18.4	18.1
EV/EBITDA	-79.6	-104.0	-175.6	-561.0	255.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。