

【广发医药&海外】平安好医生(01833.HK)

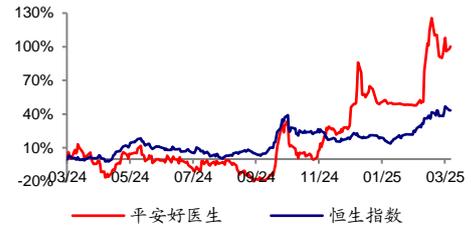
与集团协同深化，经营持续向好

公司评级

买入

当前价格	7.71 港元
合理价值	9.42 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-03-19

相对市场表现



分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

【广发医药&海外】平安好医生(01833.HK):战略业务快速发展,降本增效扭亏为盈 2024-09-02

【广发医药&海外】平安好医生(01833.HK):持续加深与集团协同,深化医疗养老生态圈 2024-03-27

核心观点:

- 公司发布 2024 年报,收入重回增长。2024 年实现收入 48.08 亿元,同比+2.9%,归母净利润 0.81 亿元,经调整净利润 1.58 亿元。2024 年毛利率同比-0.6pct 至 31.7%。费用率显著下降,其中销售、管理费用率分别同比-2.0pct、-12.3pct。
- 作为平安集团医疗养老生态圈的旗舰,公司持续深化与集团商保等综合金融业务协同。F 端深化健康险服务范围,并拓展至储蓄险客户,提供养老服务,同时创新理赔赋能等新模式。B 端协同集团大力发展企康业务,同时加强自主销售渠道。
- F 端稳健提升,B 端快速增长。公司 24 年付费用户数同比-2.9%至 3140 万,其中 F 端 24 年收入 24.17 亿元(YoY+9.6%),付费用户数同比-5.7%达 2,480 万(主要是付费模式确认由覆盖变为使用用户),ARPU 同比+17.6%; B 端 24 年收入 14.32 亿元(YoY+32.7%),付费用户数同比+13.0%至 580 万,累计服务 2,049 家企业,同比+35.9%。
- 医疗服务: 24 年收入同比+4.9%至 21.69 亿元,持续提供并丰富优质医疗服务产品;毛利率 43.3%。健康服务: 高基数致 24 年收入同比下滑 7.6%至 23.57 亿元,企康业务占比提升至毛利率同比-5.2pct 至 21.3%。公司积极拓展养老服务: 24 年收入同比增长 413.5%至 2.83 亿元,毛利率为 29.1%。
- 盈利预测与投资建议。公司经营持续转好,预计 F 端稳健增长, B 端受客户数及 ARPU 提升驱动快速增长,随着经营效率提升,盈利将进一步扩大。预计 25~26 年收入实现双位数增长,毛利率趋于提升,费用率下降,预计 25~26 年经调整净利润为 2.18/2.90 亿元。参考可比公司估值,给予 25 年 3.5 倍 PS,得到合理价值 9.42 港元/股。维持“买入”评级。
- 风险提示: F/B 端拓客不及预期; 客户留存不及预期; 费用上升等。

盈利预测: 备注: 汇率 1 人民币=1.0736 港元; 货币若无特别说明均为人民币

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,674	4,808	5,421	6,143	7,008
增长率(%)	-24.7%	2.9%	12.8%	13.3%	14.1%
归母净利润(百万元)	-323	81	133	200	274
增长率(%)	-	-	63.4%	50.0%	37.5%
经调整净利润(百万元)	-315	158	218	290	371
增长率(%)	-	-	37.4%	33.1%	28.0%
EPS(元/股)	-0.15	0.04	0.06	0.09	0.13
市盈率(x)	-	190.6	116.6	77.8	56.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司发布2024年度业绩公告，整体业务增长良好，推动营收重回增长轨迹。2024年收入实现48.08亿元，同比增长2.9%。2024年公司首次实现全面盈利，归母净利润为0.81亿元，经调整净利润达1.58亿元，主要系F端业务稳健增长、以企康为主的B端业务快速发展，运营效率不断提高。

2024年毛利率略有放缓，全年实现31.7%（2023年为32.3%），同比-0.6pct，主要由于公司协同平安集团大力发展B端企康业务，主动以更具价格竞争力的健康服务抢占市场份额，导致短期内毛利率小幅波动。费用方面，2024年公司业务规模增长，规模效应逐渐显现。2024年销售及营销费用同比下降8.6%至7.64亿元，销售费用率同比-2.0pct至15.9%；管理费用同比下降37.2%至9.3亿元，管理费用率同比-12.3pct至19.3%。费用下降主要由于公司通过优化资源配置效率、提高组织效能、AI赋能、加强投产管控等方式，持续提升运营效率，

作为平安集团医疗养老生态圈的旗舰，公司持续深化与集团商保等综合金融业务协同，通过家庭医生及养老管家两大核心服务枢纽，持续整合医疗、健康、养老服务供货商网络，深度赋能F端、B端、C端用户。在F端，通过保险+医养会员、医疗理赔协同、医健权益服务等模式为平安集团个人综合金融用户提供服务，在获客、黏客和提高用户健康水平从而降低理赔等方面赋能险司；进一步，基于不同险种协同和场景融合进行探索，持续赋能平安集团综合金融主业；在B端，通过体检+、健管+等服务模式，为企业员工提供在线咨询、线下就医协助等医健服务，从而解决企业员工健康管理和保障等方面的痛点。

F端业务稳健增长，B端业务受企康业务强劲表现驱动增长。根据公司2024年报，2024年公司战略业务稳健增长，战略业务付费用户数同比-2.9%至3140万，主要系受F端付费用户数波动影响。

F端与平安集团旗下寿险、产险、健康险、银行等不断加强协同，以家庭医生和养老管家为服务枢纽，对以重疾险为主的健康险客户，根据不同保单类型，提供不同医健服务；对以年金险和增额寿险为主的储蓄险客户，根据不同保费层级，链接差异化的医疗养老服务，加强保险产品的竞争力。2024年实现收入24.17亿元（YoY+9.6%），战略业务付费用户数同比-5.7%达2480万，战略业务ARPU同比+17.6%，用户同比减少主要系由于公司与平安产险协同的业务模式调整，原模式付费用户主要指权益覆盖用户，新模式付费用户主要指权益使用用户。

B端收入14.32亿元（YoY+32.7%），战略业务付费用户数同比+13.0%至580万，主要系公司加速扩张企业健康管理业务（简称“企康”）推动付费企业客户数迅速增长。而作为B端增长核心的企康业务2024年实现收入10.51亿元（YoY+9.5%，QoQ+69.7%），收入占比由24H1的54.6%提升至24H2的92.0%。**C端**方面，根据公司年报，随着用户习惯养成，未来将进一步推进F2C/B2C裂变增长，打造第二增长曲线。

医疗服务：收入保持增长，持续提供并丰富优质医疗服务产品。2024年公司持续

加深与平安集团综合金融业务协同，提供以家庭医生为枢纽的丰富医疗服务，收入同比增长4.9%至21.69亿元。毛利率同比+3.3pct至43.3%，主要由医疗板块内业务的结构变化导致。

推动品牌建设与升级，医险协同提升家医服务能力。2024年公司正式升级家庭医生服务品牌“平安家医”，发布“11312”一站式主动健康管理服务体系，并打造了北京大学国际医院注册认证和世界家庭医生组织（WONCA）全程监督培养认证的家庭医生团队。2024年12月，公司作为唯一以企业代表方，参与由中华医学会全科医学分会主委引领制定的《家庭医生远程与互联网健康服务规范》，推动中国家庭医生互联网服务规范化、标准化。2024年，公司家庭医生会员数超1400万人，年人均使用频次达5次，同比增长35.1%，主动服务覆盖率达100%。

不断整合线上线下医疗资源，升级全方位健康服务网络。根据2024年报，本年度公司将O2O服务网络从“三到”升级为“四到”（即：到线、到店、到家、到企）。到线方面，推出“秒级问诊、全程陪护”、超600种常用药品“贵就赔、慢就赔、过期换”的服务承诺，推动AI科技赋能高质量、安全服务，同时确保核心服务价格的市场竞争优势。此外，积极响应国家“互联网+医疗”服务政策，在东莞、珠海、大连等地接入线上医保支付功能，提升参保用户的就医购药体验。到店方面，截止2024年12月31日，公司建立覆盖29个科室的约5万名内外部医生团队，累计签约近2,900位名医，合作医院近4,000家；合作健康服务供应商合计约10.5万家，其中包含合作体检供应商近2500家，覆盖体检、养老、齿科、抗衰、泛健康等多品类及服务形态。到家方面，截止2024年12月31日，公司合作药店达23.5万家，合作的养老供应商超150家，可提供数百项居家养老服务。到企方面，公司为企业员工提供主动式医疗服务和丰富的到企活动。

健康服务：FY23基数较高致FY24收入同比下滑，毛利率有所下降。2024年收入同比下滑7.6%至23.57亿元，主要系受一次性因素影响导致部分业务集中履约，2023年收入基数较高。毛利率同比-5.2pct至21.3%，主要系由于公司拓展企康业务导致相对低盈利业务比重上升。

企业客户数同比持续高增，“体检+”与“健管+”业务均快速增长。在客户资源方面，公司持续深化与平安集团渠道触达的企业用户的合作，重点面向中大型企业提供企业员工健康管理的综合解决方案，持续提升对平安集团企业客户的渗透率，同时积极加强自主销售渠道拓展。根据公司2024年报，2024年公司累计服务企业客户达2049家，同比增长35.9%，其中，来自平安集团渠道的客户占比86%，来自自主拓展渠道的客户占比14%，“体检+”与“健管+”重合客户数，累积同比增长18.4%。

在产品和服务方面，持续提升企业健康管理产品体系建设。公司通过企业健管师（家庭医生的企业客户端应用场景）和“四到”服务网络，不断加强线上与线下运营：在线上方面，公司基于员工健康档案，进行全程主动式健康管理，精准推荐产品与服务；在线下方面，公司通过到企活动，提供针对性的健康管理服务，提高员工健康状态和服务满意度。

养老服务：积极布局推动强劲增长，持续建设平安集团医疗养老生态圈。2024年养老业务收入同比增长413.5%至2.83亿元。毛利率+16.5pct至29.1%，主要系由于公司持续建设集智能管家、生活管家、医生管家“三位一体”的养老管家体系，提供覆盖多场景的服务经验，综合提升毛利。

深化“三位一体”居家养老体系及10大场景应用覆盖，持续推进居家养老“四联体”建设。根据2024年报，公司不断完善7*24小时、一站式居家养老解决方案。其中，「智能管家」以智能音箱为载体，通过自主研发的智能系统，发挥生活助手、智慧物联等功能；「生活管家」全天候响应长者需求，协助对接十大场景服务；「医生管家」提供全天候音视频健康咨询，定制健康管理方案，主动关怀长者身体健康。此外，公司不断整合各场景服务商和行业专家，继2023年发布护联体后，公司于2024年3月及8月分别发布住联体、乐联体，并着手构建「居家养老+旅居养老+养老机构」的多模态养老服务体系，为不同年龄层、不同养老需求的银发人群提供个性化服务。

根据公司2024年报，2024年公司居家养老服务已覆盖全国75个城市，较2023年末新增21城；权益用户数较2023年末增长143%；用户服务体验优化，NPS持续提升，由此赋能寿险获客及保单客户价值增长。

深化各业务环节信息化、数字化，持续推动AI+医疗应用落地。根据公司2024年年报，公司基于全球领先的5大医疗数据库和14.4亿次线上问诊数据，持续迭代平安医博通多模态医疗大模型，并且对Deepseek大模型进行部署应用和验证，拓展AI模型在海量数据整合、医健养服务等场景赋能。通过AI赋能，2024年公司医疗服务各环节的效率及效率指标均有提升，具体而言，AI体检解读实现100%覆盖，解析精准率达98%；医疗单据实时解析准确率超90%，辅诊准确率超95%；智能推荐准确率达99%，对问诊、电子病历填写实现全程、全量质量控制；慢病管理改善率达90%。此外，在整体医疗效率提升方面，家医服务效能提升约62%，专医效能提升约42%，健康管理师服务效能提升约55%。

盈利预测与投资建议。

公司经营指标持续转好，F端与B端业务保持较快增长态势，经营效率继续提升，盈利将进一步扩大。具体来看，F端稳健增长，B端受客户数及ARPU提升驱动快速增长，后续将继续重点扩大F端、B端客户渗透，同时挖掘这类客户需求，提升ARPU。

医疗服务：随着F端及B端渗透率上升，医疗相关付费业务及消费医疗业务稳步增长，预计25~26年收入增速约11%，预计毛利率趋于提升。

健康服务：B端客户群持续渗透，ARPU高增，同时B端较高的增量与粘性（续约率）将有助于培养C端客户使用习惯，长期来看有望实现2B至2C的转化从而进一步驱动增长，预测25~26年健康服务收入增速约15%左右。预计毛利率维持平稳。

养老服务：随着向储蓄险客户渗透及深化服务，预计养老服务实现双位数增长。

综上，预计25-26年收入实现双位数增长，毛利率趋于提升。

随着收入增长及费用控制，预计费用率趋于下降，预计25~26年经调整净利润分别为2.18/2.90亿元。

公司业务以医疗、健康、养老服务业务为主，毛利率较高。港股可比公司包括阿里健康和京东健康，二者的医药自营业务收入占比高，主要为药品和保健品等销售收入，毛利率较低。阿里健康FY24H1医药自营业务收入占比超过88%，京东健康24H1年医药和健康产品销售业务收入占比超过84%。

对比各公司历史PS值，平安好医生估值基本是阿里健康、京东健康的1.5~2倍。考虑到平安好医生业务结构优化、高价值业务占比提升，账上资金充裕，参考港股可比公司估值，给予25年3.5倍PS，得到合理价值9.42港元/股。维持“买入”评级。

风险提示：受宏观经济影响，保险行业增长不及预期，投保人增长不及预期，企业缩减开支，进而导致公司F/B端客户拓展不及预期；客户留存或续约不及预期；随着客户数体量增加，未来获客成本可能增加等。

表 1: 平安好医生分业务预测表

营收(百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
医疗服务	2,068	2,169	2,407	2,672	2,979
健康服务	2,550	2,356	2,698	3,103	3,599
养老服务	55	283	316	368	430
合计	4,674	4,808	5,421	6,143	7,008
收入增速	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
医疗服务	-20.2%	4.9%	11.0%	11.0%	11.5%
健康服务	-29.4%	-7.6%	14.5%	15.0%	16.0%
养老服务		413.5%	11.6%	16.5%	16.8%
合计	-24.7%	2.9%	12.8%	13.3%	14.1%
收入占比	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
医疗服务	44.3%	45.1%	44.4%	43.5%	42.5%
健康服务	54.6%	49.0%	49.8%	50.5%	51.4%
养老服务		5.9%	5.8%	6.0%	6.1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
医疗服务	40.0%	43.3%	45.4%	46.8%	47.2%
健康服务	26.5%	21.3%	20.3%	20.1%	20.2%
养老服务	12.6%	29.1%	31.2%	31.8%	32.1%
合计	32.3%	31.7%	32.1%	32.4%	32.4%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 2: 平安好医生利润表简表

(百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,674	4,808	5,421	6,143	7,008
营业成本	3,165	3,285	3,682	4,153	4,737
销售费用	836	764	792	862	934
管理费用	1,481	930	965	1,071	1,198
其他收益净额	90	46	46	46	46
经营利润	-575	-89	63	138	221
财务费用	-243	-183	-92	-91	-91
除税前溢利	-332	94	156	229	313
归母净利润	-323	81	133	200	274
经调整净利润	-315	158	218	290	371
EPS(元/股)	-0.15	0.04	0.06	0.09	0.13
主要比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.3%	31.7%	32.1%	32.4%	32.4%
销售费用率	17.9%	15.9%	14.6%	14.0%	13.3%
管理费用率	31.7%	19.3%	17.8%	17.4%	17.1%
营业利润率	-12.3%	-1.9%	1.2%	2.2%	3.2%
财务费用率	-5.2%	-3.8%	-1.7%	-1.5%	-1.3%
税前利润率	-7.1%	2.0%	2.9%	3.7%	4.5%
所得税率	-0.9%	5.8%	10.0%	10.0%	10.0%
归母净利率	-6.9%	1.7%	2.5%	3.2%	3.9%
经调整净利率	-6.7%	3.3%	4.0%	4.7%	5.3%
YoY	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-24.7%	2.9%	12.8%	13.3%	14.1%
归母净利润	-	-	63.4%	50.0%	37.5%
经调整净利润	-	-	37.4%	33.1%	28.0%

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 可比公司业务对比

公司	业务名称	2024 分业务收入 (亿元)	24H1 各业务收入占 总收入比例
阿里健康	医药自营业务	237.39	87.84%
	医药电商平台业务	23.29	8.62%
	医疗健康及数字化服务业务	9.58	3.54%
京东健康	医药和健康产品销售	487.96	83.90%
	平台、广告及其他服务	93.64	16.10%
平安好医生	医疗服务	21.69	45.11%
	健康服务	23.56	49.01%
	养老服务	2.83	5.88%

资料来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

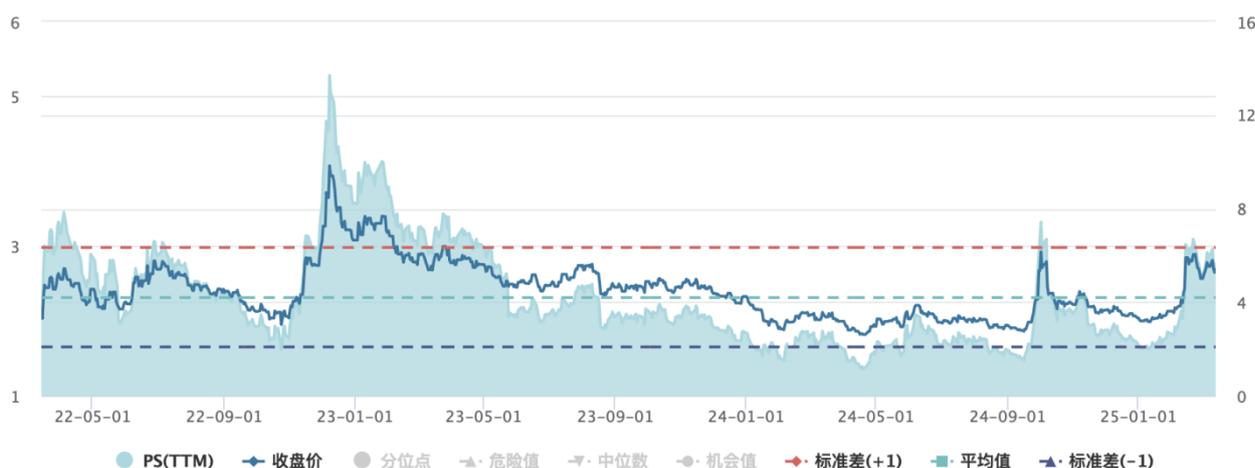
备注: 阿里健康为 FY2024, 即截止 2024 年 3 月 31 日的 12 个月

表 4: 可比公司估值

公司	交易币种	收盘价 (港元)	总市值 (亿元 RMB)	EPS(元)		PS(X)		收入 YoY (%)	
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
阿里健康	HKD	5.40	802	0.10	0.12	2.6	2.4	9.8%	10.8%
京东健康	HKD	34.35	1,014	1.11	1.29	1.5	1.4	10.4%	12.2%
平均值						2.1	1.9		
平安好医生	HKD	7.81	156	0.06	0.09	2.9	2.5	12.8%	13.3%

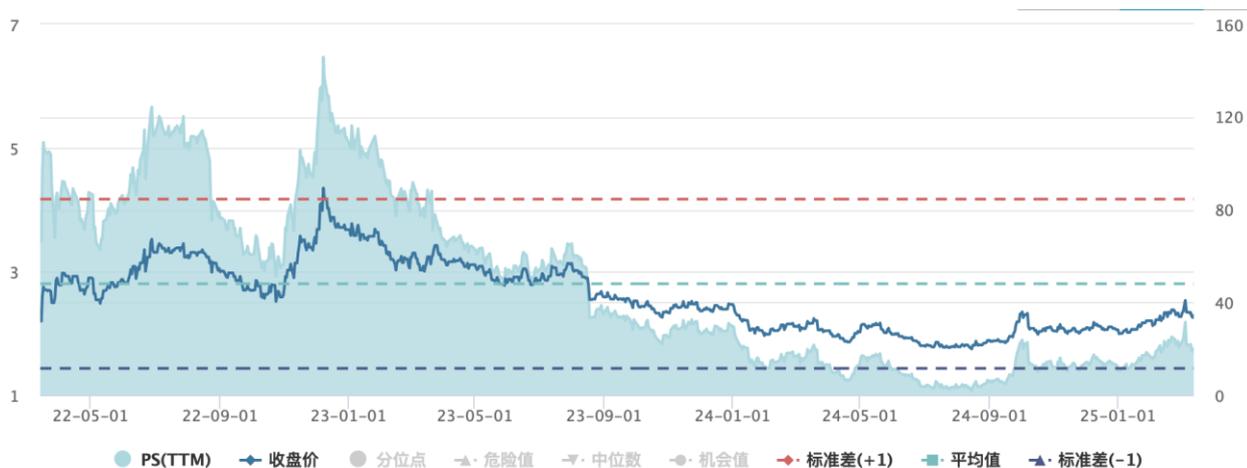
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心 备注: 股价截至 2025 年 3 月 16 日最新收盘价

图 1: 阿里健康历史PS值



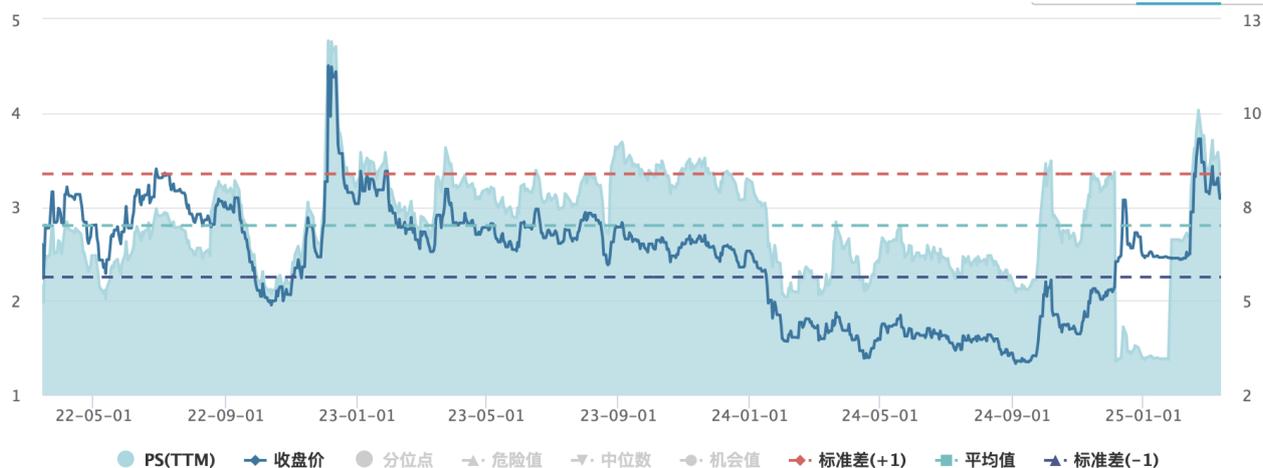
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 京东健康历史PS值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 平安好医生历史PS值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,327	13,402	15,157	17,281	19,937
货币资金	1,867	2,045	3,814	5,727	8,114
应收及预付	1,698	1,691	1,769	2,003	2,285
存货	199	93	104	116	131
其他流动资产	9,565	9,573	9,470	9,435	9,407
非流动资产	3,193	3,377	3,400	3,414	3,424
长期股权投资	109	110	125	141	159
固定资产	86	77	68	59	49
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	42	22	40	47	49
其他长期资产	2,955	3,168	3,168	3,168	3,168
资产总计	16,520	16,779	18,556	20,694	23,362
流动负债	3,097	13,077	14,661	16,534	18,858
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,201	2,204	2,471	2,786	3,178
其他流动负债	896	10,873	12,190	13,748	15,680
非流动负债	156	123	122	121	121
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	156	123	122	121	121
负债合计	3,253	13,200	14,783	16,655	18,978
股本	0	0	0	0	0
资本公积	20,498	10,722	10,779	10,842	10,910
留存收益	-7,214	-7,133	-7,002	-6,807	-6,538
归属母公司股东权益	13,284	3,589	3,777	4,035	4,373
少数股东权益	-17	-10	-3	4	11
负债和股东权益	16,520	16,779	18,556	20,694	23,362

利润表

单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,674	4,808	5,421	6,143	7,008
营业成本	3,165	3,285	3,682	4,153	4,737
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	836	764	792	862	934
管理费用	1,481	930	965	1,071	1,198
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-243	-183	-92	-91	-91
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	90	46	46	46	46
投资净收益	143	35	35	35	35
营业利润	-575	-89	63	138	221
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-332	94	156	229	313
所得税	3	5	16	23	31
净利润	-335	88	140	206	281
少数股东损益	-12	7	7	7	7
归属母公司净利润	-323	81	133	200	274
EBITDA	-658	-178	11	89	175
EPS (元)	-0.15	0.04	0.06	0.09	0.13

现金流量表

单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-283	99	1,605	1,739	2,208
净利润	-323	81	133	200	274
折旧摊销	161	93	40	42	45
营运资金变动	362	175	1,600	1,663	2,054
其它	-483	-251	-167	-165	-165
投资活动现金流	-1,486	115	-62	-56	-55
资本支出	-43	-34	-48	-40	-37
投资变动	-1,443	149	-14	-16	-18
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-67	-38	226	230	235
银行借款	-579	9,508	0	0	0
股权融资	74	-9,776	57	63	69
其他	438	229	170	167	166
现金净增加额	-1,836	176	1,769	1,913	2,387
期初现金余额	3,701	1,867	2,045	3,814	5,727
期末现金余额	1,867	2,045	3,814	5,727	8,114

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-25%	3%	13%	13%	14%
营业利润增长	-21%	-85%	-171%	119%	60%
归母净利润增长	-49%	-125%	63%	50%	38%
获利能力					
毛利率	32%	32%	32%	32%	32%
净利率	-7%	2%	2%	3%	4%
ROE	-2%	2%	4%	5%	6%
ROIC	-6%	-7%	-1%	1%	3%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	78.7%	79.7%	80.5%	81.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.30	1.02	1.03	1.05	1.06
速动比率	4.24	1.02	1.03	1.04	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.29	0.29	0.30	0.30
应收账款周转率	3.06	3.62	3.89	3.90	3.91
存货周转率	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
每股指标 (元)					
每股收益	-0.15	0.04	0.06	0.09	0.13
每股经营现金流	-0.13	0.05	0.76	0.82	1.03
每股净资产	6.15	1.66	1.75	1.87	2.02
估值比率					
P/E	-	190.63	116.63	77.77	56.55
P/B	1.17	4.32	4.11	3.85	3.55
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

广发产业研究小组

张全琪：TMT 首席专家，中山大学通信与信息系统博士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

杨琳琳：TMT 首席专家，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。