

固生堂 (02273.HK)

2024 年业绩维持高增速, AI 赋能有望拓展全新增长空间

优于大市

核心观点

2024 年公司收入维持高增速, AI 赋能有望带来业务能力提升。2024 年公司实现营收 30.22 亿元 (+30.1%), 溢利净额 3.07 亿元 (+21.6%), 经调整溢利净额 4.00 亿元 (+31.4%)。2024 年公司旗下医疗机构延续 2023 年高速增长态势, 彰显了公司业务的发展韧性; 公司保持外延迅速扩张的节奏, 拓展国内的覆盖范围及市场份额, 同时于上半年进军新加坡市场, 迈出国际化第一步。凭借内生增长和外延并购的双轮驱动, 以及线下医疗机构和线上健康平台相结合的业务模式, 公司民营中医连锁服务机构龙头地位日渐稳固。此外, 叠加公司将推出的名医“AI 分身”为公司的诊疗质量和水平带来的提升, 公司未来增长势头依然强劲。

客户群持续增长, 诊疗量与会员人数同比提升。按营收拆分来看, 医疗健康解决方案 2024 年实现收入 29.88 亿元 (+30.6%), 占总收入的 98.9%。2024 年全年, 公司新增客户 88.9 万人, 总就诊人次达到 541.1 万人, 同比增加 25.9%; 客户回头率 67.1% (同比+1.9pp), 次均消费 559 元 (同比+3.3%)。2024 年会员消费人数 46.0 万人 (+26.1%), 会员回头率 85.4%, 同比基本持平。综合来看, 2024 年公司总就诊人次、客户回头率以及会员消费人数继续攀升, 反映了公司强大的业务能力。

利润水平稳健, 费用管控良好。2024 年公司毛利率为 30.1% (同比持平)。销售费用率 12.2% (同比+0.1pp), 公司通过多渠道客户获取策略吸引新客户, 同时通过差异化客户保留策略保留现有客户并提高客户忠诚度; 管理费用率 6.1% (同比-0.5pp); 财务费用率 0.6% (同比-1.0pp)。公司整体的费用及毛利率水平保持良好, 预计随着未来 AI 业务的推出、会员体系的逐渐壮大以及经营效率的提升, 公司的盈利能力有望得到进一步提升。

投资建议: 公司定位基层中医服务龙头, 拥有成熟的行业品牌知名度, 已初步建立覆盖国内一线和次一线城市的医疗网络, 拥有良好的异地复制扩张和内生增长动力。此外, 公司致力于 AI 与中医的结合发展, 计划推出名医“AI 分身”, 切实改善中医行业优质供给紧缺的痛点。考虑公司 2025 年业务网络加速扩张及 AI 业务投入的影响, 下调 2025-26 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年经调整净利润分别为 4.85/5.87/7.09 亿 (2025-26 年原为 5.23/6.59 亿), 同比增长 21.1%/21.0%/20.9%; 2025-2027 年归母净利润 3.79/4.81/6.09 亿, 同比增长 23.7%/26.8%/26.6%, 当前股价对应 PE=19.6/15.5/12.2x, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 并购整合进度不达预期、竞争加剧风险、政策风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,323	3,022	3,786	4,719	5,867
(+/-%)	43.0%	30.1%	25.3%	24.6%	24.3%
归母净利润(百万元)	252	307	379	481	609
(+/-%)	37.6%	21.6%	23.7%	26.8%	26.6%
每股收益(元)	1.05	1.28	1.58	2.00	2.54
EBIT Margin	11.4%	11.8%	19.6%	18.2%	17.2%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	12.9%	14.2%	15.7%	17.3%
市盈率 (PE)	29.5	24.3	19.6	15.5	12.2
EV/EBITDA	63.0	45.2	23.6	19.1	15.5
市净率 (PB)	3.23	3.13	2.78	2.43	2.11

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

医药生物 · 医疗服务

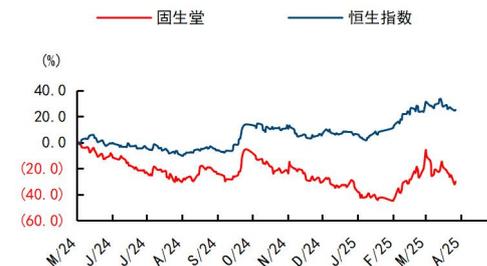
证券分析师: 陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
证券分析师: 彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521120001 S0980521060003

证券分析师: 张超 0755-81982940
zhangchao4@guosen.com.cn
联系人: 贾瑞祥 021-60875137
cjia@guosen.com.cn
S0980522080001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 33.25 港元
总市值/流通市值 7983/7983 百万港元
52 周最高价/最低价 49.72/25.50 港元
近 3 个月日均成交额 133.89 百万港元

市场走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《固生堂 (02273.HK) -24Q3 就诊人次同比增加 25%, 内生外延协同增长》——2024-11-08
- 《固生堂 (02273.HK) -2024H1 收入同比增长 38%, 巩固民营中医服务龙头地位》——2024-08-26
- 《固生堂 (02273.HK) -中医连锁龙头地位不断巩固, 宣派特别股息提振信心》——2023-10-26
- 《固生堂 (02273.HK) -2022 年年报点评: 中医诊疗服务龙头快速增长, 经营管理韧性强》——2023-04-06

2024 年公司收入维持高增速，AI 赋能有望带来业务能力提升。2024 年公司实现营收 30.22 亿元（+30.1%），溢利净额 3.07 亿元（+21.6%），经调整溢利净额 4.00 亿元（+31.4%）。2024 年公司旗下医疗机构延续 2023 年高速增长的态势，彰显了公司业务的发展韧性；公司保持外延迅速扩张的节奏，拓展国内的覆盖范围及市场份额，同时于上半年进军新加坡市场，迈出国际化第一步。凭借内生增长和外延并购的双轮驱动，以及线下医疗机构和线上健康平台相结合的业务模式，公司民营中医连锁服务机构龙头地位日渐稳固。此外，叠加公司将推出的名医“AI 分身”为公司的诊疗质量和水平带来的提升，公司未来增长势头依然强劲。

图1：固生堂营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

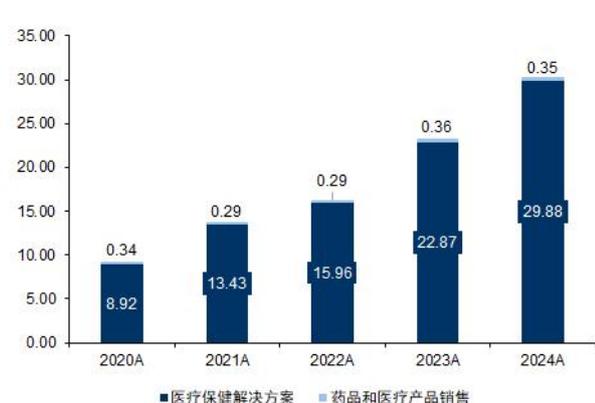
图2：固生堂归母净利润及经调整净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

客户群持续增长，诊疗量与会员人数同比提升。按营收拆分来看，医疗健康解决方案 2024 年实现收入 29.88 亿元（+30.6%），占总收入的 98.9%。2024 年去年，公司新增客户 88.9 万人，总就诊人次达到 541.1 万人，同比增加 25.9%；客户回头率 67.1%（同比+1.9pp），次均消费 559 元（同比+3.3%）。2024 年会员消费人数 46.0 万人（+26.1%），会员回头率 85.4%，同比基本持平。综合来看，2024 年公司总就诊人次、客户回头率以及会员消费人数继续攀升，反映了公司强大的业务能力。

图3：固生堂各版块营收拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：固生堂新客户和客户就诊次数（单位：千人、千次）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

利润水平稳健，费用管控良好。2024 年公司毛利率为 30.1%（同比持平）。销售费用率 12.2%（同比+0.1pp），公司通过多渠道客户获取策略吸引新客户，同

时通过差异化客户保留策略保留现有客户并提高客户忠诚度；管理费用率 6.1%（同比-0.5pp）；财务费用率 0.6%（同比-1.0pp）。公司整体的费用及毛利率水平保持良好，预计随着未来 AI 业务的推出、会员体系的逐渐壮大以及经营效率的提升，公司的盈利能力有望得到进一步提升。

图5：固生堂毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

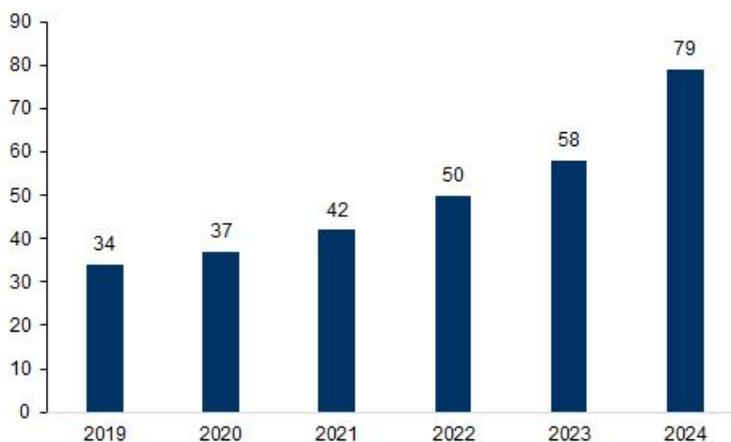
图6：固生堂三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

通过战略性收购进行业务扩张，拓展海内外服务网络。2024 公司积极扩展在国内的业务版图，同时将医疗服务网络拓展至海外市场。全年完成对宁波固元堂、杭州永春堂、上海尚善堂等医疗机构的收购，并自建上海普陀分院、温州南方大厦分院等 4 家医疗机构。2024 年 3 月，公司收购宝中堂新加坡 100% 的股权，作为公司扬帆出海第一站，将传统中医与互联网和人工智能相结合推向全球，开启民营中医诊疗机构国际化的新征程。截至 2024 年底，公司已拥有遍布全国 20 城市及新加坡、由 79 家门店组成的线下中医服务网络。

图7：固生堂门店数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

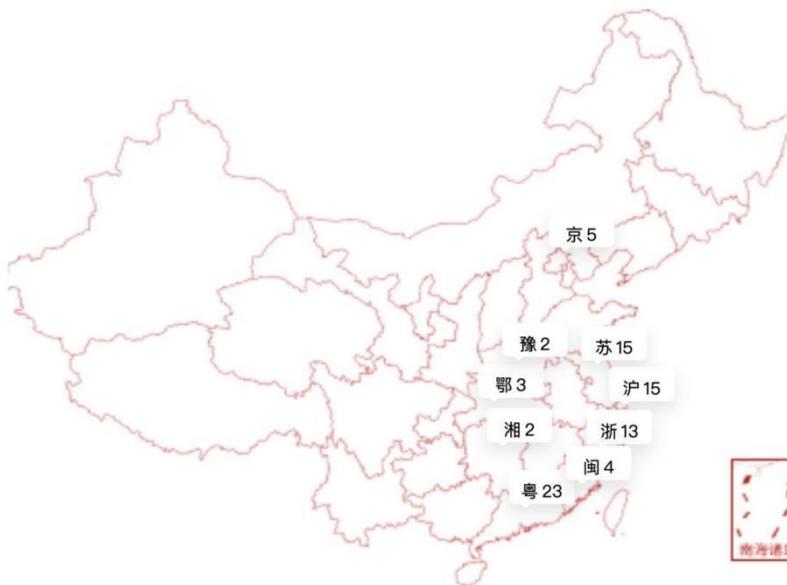
加大研发投入，中医院内制剂备案顺利。公司于 24H1 拿到岗桔清咽颗粒、香桃颗粒以及参芪固本膏的医疗机构传统中药制剂备案凭证，截至 2024 年 6 月 30 日，公司已累计获得 10 个中药制剂备案凭证，在中医院内制剂发展以及推动医疗健康解决方案的产品化及标准化方面持续发力。

固生堂：民营中医诊疗服务领军企业

发展历程

固生堂成立于 2010 年，深耕中医诊疗服务领域。截至 2025 年 3 月末，公司已在北京、上海、广州、深圳、佛山、中山、福州等城市拥有及经营 81 家医疗机构，并于 2024 年收购宝中堂新加坡 100% 的股权，迈出业务出海的第一步。

图8: 固生堂分院布局情况（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

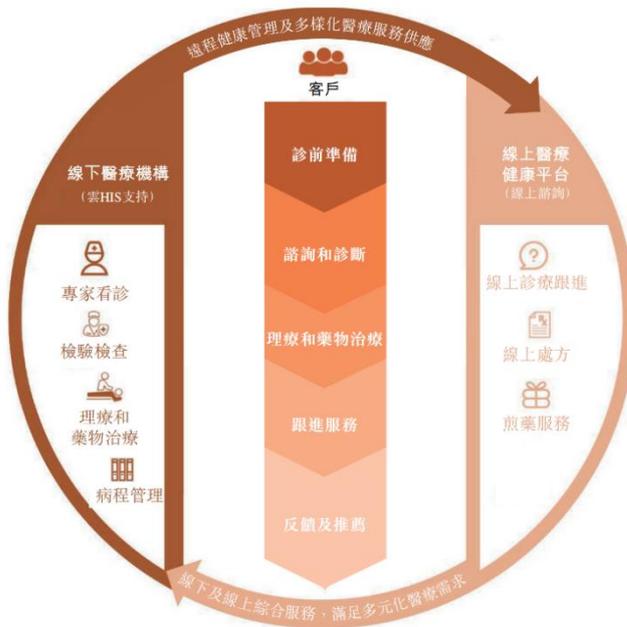
表1: 固生堂国内分院分布情况

省份	城市	门店数
广东	广州	11
	汕头	1
	深圳	6
	佛山	3
	中山	2
上海	上海	15
	南京	2
江苏	无锡	5
	苏州	7
	徐州	1
浙江	杭州	3
	宁波	8
	温州	2
北京	北京	5
福建	福州	4
河南	郑州	2
湖北	武汉	3
湖南	长沙	2

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司业务发展经历三大阶段，目前已形成成熟的中医诊疗生态体系。公司早期专注于线下中医品牌的经营，进行跨区域标准化营运；2018年公司通过微信推出在线预约和诊疗服务，实现线上线下资源的有效对接。目前，公司通过 HIS 系统、与大型互联网平台对接等渠道和方式，驱动服务质量升级，提升供给端资源利用效率，形成了成熟的商业模式和运营体系。

图9：固生堂线上+线下业务模式

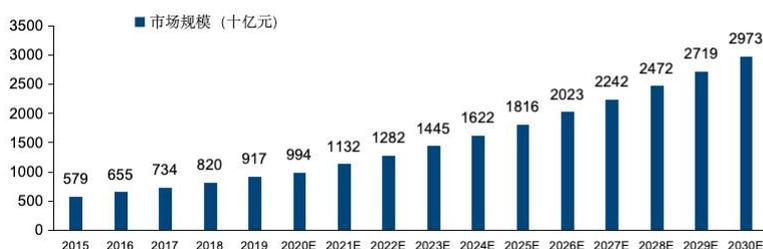


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

行业概览

中医大健康产业市场规模持续增长，私立中医服务供应商预计将迅速成长。根据沙利文的预测，国内中医大健康产业的市场规模预计将以 11.3% 的复合增速从 2019 年的 9170 亿元增长至 2030 年的 29730 亿元；具备线上线下医疗服务网络的中医诊疗供应商市场规模将在 2030 年达到 18031 亿元，其中私立机构占 9261 亿元，对应 2019-2030 年 CAGR 为 45.1%。

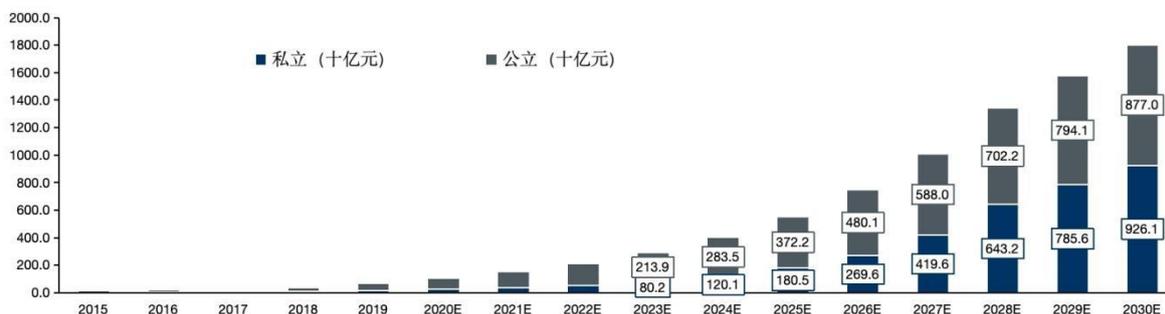
图10：中国中医大健康产业市场规模（2015-2030E）



	2019-2030年CAGR
中医诊断及治疗服务	18.2%
中药	2.3%
中医保健品	7.5%
中医信息技术基础设施	18.9%
中医健康监测设备	31.1%
中医诊断和治疗设备	17.0%
总计	11.3%

资料来源：Frost&Sullivan，公司公告，国信证券经济研究所整理

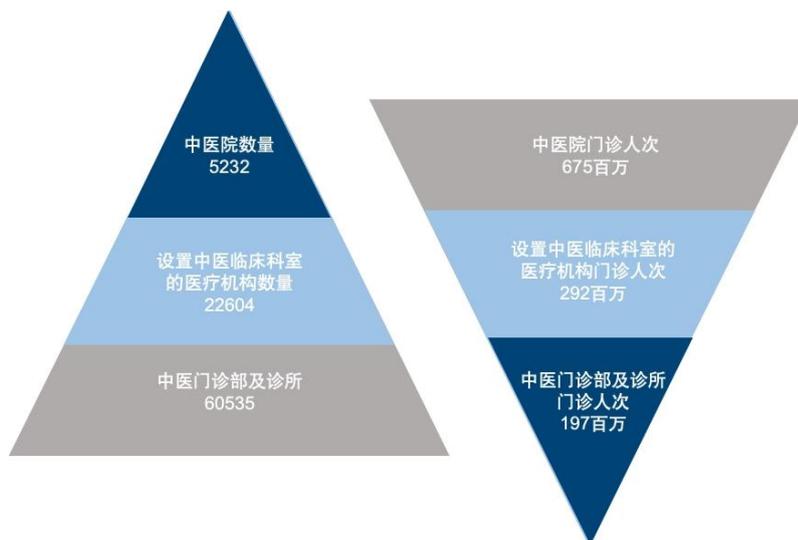
图11: 中国具备线下及线上医疗服务网络的中医医疗健康供应商的市场规模 (2015-2030E)



资料来源: Frost&Sullivan, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中医行业供需结构失衡明显，基层诊疗机构潜力待释放。我国中医行业的供需出现较为显著的结构失衡，绝大部分门诊量被大型机构承担，基层中医门诊部及诊所门诊量占比较低。作为构建多层次诊疗体系的重要一环，基层医疗机构未来有望通过自身诊疗服务水平的提升来承接更多的医疗需求，基层中医门诊部及诊所将成为越来越关键的服务供应商。

图12: 我国中医医疗资源供需失衡



资料来源: 卫生健康统计年鉴, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

名医驱动高增长，AI 赋能焕新生

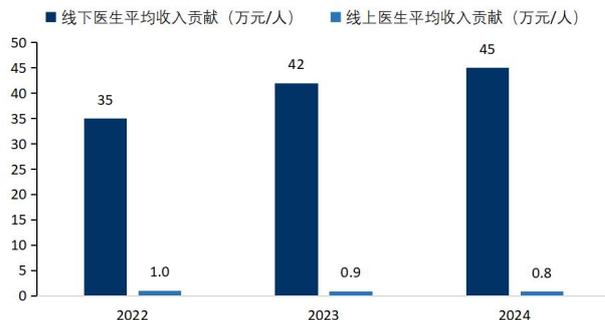
公司医师团队规模不断扩大，深度合作绑定优质供给。根据公司官网披露的数据，截至 2024 年末，公司线上线下医师团队共有 40242 人，其中线上合作医生 34190 人，线下出诊医生 6052 人（其中自有医生 782 人）。结合公司线上线下收入规模，2024 年公司线下出诊医生人均创收为 45 万元/年，线上医师人均创收为 0.8 万元。公司通过有效的激励机制来绑定核心医生，针对线下名医，公司制定了股权激励、合伙人机制等制度进行深度合作，保证公司优质医师资源的稳定。

图13: 固生堂医生人数情况



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图14: 固生堂线上、线下医生平均收入贡献



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

国医大师坐镇, 牵头成立工作室推动行业发展。截至 2025 年 3 月, 公司医师团队内共有 7 位国医大师, 均为行业泰斗。公司以国医大师、全国名中医牵头成立名医传承工作室, 推动中医行业的传承与高质量发展。

表2:

姓名	科室	专业擅长
施杞	骨外科	颈椎病, 腰椎病, 骨关节炎, 类风湿性关节炎, 强直性脊柱炎, 股骨头无菌性坏死, 骨延迟愈合, 骨不连, 慢性硬膜外血肿及各种骨伤科疑难杂症的诊断与治疗
许润三	内科	不孕症、子宫内膜异位症等妇科常见病和疑难杂症; 临床研究方向为中医药治疗输卵管阻塞性不孕症
周岱翰	内科	治疗晚期、难治癌症等疑难重疾, 奠定岭南中医肿瘤学术流派理论体系
林毅	乳腺科	乳腺恶性肿瘤尤其是三阴、双阴性乳腺癌, 乳腺炎性疾病尤其是肉芽肿性乳腺炎, 及乳腺增生性疾病、疑难病症的中医与中西医结合治疗
葛琳仪	内科	肺系病、脾胃病、老年病、疑难杂症; 擅长采用中西医结合方法治疗呼吸系统疾病和消化系统疾病
严世芸	内科	心脑血管疾病, 肺及支气管疾病, 消化道疾病, 失眠、颈椎病等内科疾病及疑难杂症和保健调养
王庆国	消化内科	对消化、内分泌、心脑血管系统疾病, 自身免疫性疾病具有显著疗效, 擅长治疗胃炎、胃溃疡、急慢性结肠炎、糖尿病、红斑狼疮、类风湿性关节炎、高血压、冠心病及其他内科、儿科、妇科常见病的诊断与治疗

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

客单价维持增长势头, 会员体系逐步完善。公司服务客户的就诊次均消费近年来逐步提升, 2024 年次均消费为 559 元, 较 2023 年提升 18 元。公司 2024 年会员就诊人次为 213.1 万人, 根据公司公告数据, 2022 年会员人均消费为 2673 元/年, 显著高于非会员的 1596 元/年。会员体系的逐步完善有望催化公司客户回头率与客单价同步提升。

图15: 固生堂就诊次均消费情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 固生堂会员就诊人次及平均消费情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

AI 赋能优质医疗资源扩张, 有望打开公司全新增长曲线。根据官网披露的信息, 公司于 2 月份宣布正式接入 DeepSeek, 为“中医+AI”探索智能化诊疗、个性化服务与高效化管理做出的新尝试。公司基于每年数百万条的真实、庞大的数据源, 致力于打造名医的“AI 分身”, 模拟专家思维方式, 复刻头部专家的诊疗能力。名医的“AI 分身”一方面能够直接助力公司的优质医疗资源扩张, 提升客单价及就诊人次, 另一方面完善了年轻医生的培养体系, 借助 AI 掌握名医的诊疗思路, 实现年轻医生诊疗水平的迅速提升。公司预计有望在 2025 年 7 月推出数名头部专家的“AI 分身”, 接入线上线下诊疗场景, 实现医疗资源低成本扩张, 解决中医医疗服务行业的优质供给在时间、空间上受限的痛点。

投资建议

固生堂是国内中医医疗服务的民营领军企业, 在线上和线下的中医诊疗市场中份额领先。公司定位基层中医服务龙头, 已初步建立覆盖国内一线和次一线城市的医疗网络, 积累了富有经验和覆盖面广泛的医师资源, 自身建立了完善的中医医师培养体系, 拥有良好的异地复制扩张和内生长动力。公司致力于 AI 与中医的结合发展, 计划推出名医“AI 分身”, 切实改善中医行业优质供给紧缺的痛点。考虑公司 2025 年业务网络加速扩张的影响, 下调 2025-26 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年经调整净利润分别为 4.85/5.87/7.09 亿 (2025-26 年原为 5.23/6.59 亿), 同比增长 21.1%/21.0%/20.9%; 2025-2027 年归母净利润 3.79/4.81/6.09 亿, 同比增长 23.7%/26.8%/26.6%, 当前股价对应 PE=19.6/15.5/12.2x, 维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 25/3/31	总市值 亿元/港币	EPS				PE			ROE	PEG	
				24A/E	25E	26E	26E	24A/E	25E	26E	27E	(24A/E)	(25E)
300015.SZ	爱尔眼科	13.28	1239	0.38	0.46	0.55	-	27.3	22.7	28.9	-	14%	0.7
301267.SZ	华夏眼科	19.93	167	0.70	0.84	1.00	-	28.4	23.8	20.0	-	10%	1.2
301239.SZ	普瑞眼科	40.80	61	-0.40	0.84	1.66	-	-101.7	48.5	24.5	-	-3%	0.2
600763.SH	通策医疗	45.27	202	1.15	1.33	1.62	-	39.3	33.9	28.0	-	-	2.1
1951.HK	锦欣生殖	3.01	83	0.10	0.13	0.15	0.17	24.3	21.8	18.6	16.2	3%	0.9
6078.HK	海吉亚医疗	13.44	83	0.95	1.18	1.32	1.46	13.7	10.6	9.4	8.6	9%	0.5
2273.HK	固生堂	32.30	78	1.28	1.58	2.00	2.54	23.6	18.8	15.1	12.2	13%	0.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 港股股价及市值以港币计价, 其余为人民币计价。除固生堂、爱尔眼科外, 其余为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1301	1116	1290	1352	1387	营业收入	2323	3022	3786	4719	5867
应收款项	336	465	519	685	852	营业成本	1623	2113	2642	3288	4082
存货净额	153	179	244	297	363	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	13	19	19	24	29	销售费用	281	369	470	580	716
流动资产合计	1838	1813	2104	2397	2678	管理费用	155	185	242	300	370
固定资产	110	142	155	186	216	财务费用	(26)	(18)	(11)	(12)	(12)
无形资产及其他	1343	1544	1285	1031	783	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	58	58	58	58	58	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	31	100	110	130	170	其他收入	(25)	(10)	(17)	(19)	(23)
资产总计	3379	3656	3712	3802	3905	营业利润	265	363	427	543	689
短期借款及交易性金融负债	16	8	14	13	12	营业外净收支	19	0	20	20	20
应付款项	344	360	447	545	665	利润总额	284	363	447	563	709
其他流动负债	348	448	585	715	874	所得税费用	31	56	67	82	99
流动负债合计	708	816	1046	1272	1551	少数股东损益	1	0	0	1	1
长期借款及应付债券	0	92	92	92	92	归属于母公司净利润	252	307	379	481	609
其他长期负债	365	517	689	824	854	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	365	609	781	916	946	净利润	252	307	379	481	609
负债合计	1073	1424	1827	2188	2496	2 资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	1	0	1	1	2	折旧摊销	(120)	(151)	(325)	(328)	(331)
股东权益	2305	2376	2679	3064	3521	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	3379	3801	4507	5254	6019	财务费用	(26)	(18)	(11)	(12)	(12)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	71	106	278	138	72
每股收益	1.05	1.28	1.58	2.00	2.54	其它	0	0	0	1	1
每股红利	0.37	0.12	0.32	0.40	0.63	经营活动现金流	203	262	333	291	350
每股净资产	9.60	9.90	11.16	12.76	14.66	资本开支	0	118	(80)	(105)	(113)
ROIC	12%	13%	19%	33%	53%	其它投资现金流	0	3	0	(6)	(8)
ROE	11%	13%	14%	16%	17%	投资活动现金流	(24)	52	(90)	(131)	(161)
毛利率	30%	30%	30%	30%	30%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	20%	18%	17%	负债净变化	(53)	92	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	11%	11%	12%	支付股利、利息	(90)	(29)	(76)	(96)	(152)
收入增长	43%	30%	25%	25%	24%	其它融资现金流	413	(625)	6	(1)	(1)
净利润增长率	38%	22%	24%	27%	27%	融资活动现金流	128	(498)	(70)	(98)	(153)
资产负债率	32%	35%	41%	42%	42%	现金净变动	307	(185)	173	62	35
息率	1.1%	0.4%	1.0%	1.2%	1.9%	货币资金的期初余额	994	1301	1116	1290	1352
P/E	29.5	24.3	19.6	15.5	12.2	货币资金的期末余额	1301	1116	1290	1352	1387
P/B	3.2	3.1	2.8	2.4	2.1	企业自由现金流	0	374	503	440	494
EV/EBITDA	63	45	24	19	15	权益自由现金流	0	(144)	519	448	503

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032