

2026年04月14日

美丽田园医疗健康(02373.HK)

投资评级: 买入(首次)

——一站式美丽与健康连锁服务品牌, 内生+外延驱动高增

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦
wangyue03@huayuanstock.com

市场表现:



基本数据 2026年04月13日

收盘价(港元)	20.62
一年内最高/最低(港元)	41.60/16.00
总市值(百万港元)	5,158.61
流通市值(百万港元)	5,158.61
资产负债率(%)	78.86

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- **定位全球领先的一站式美丽与健康连锁服务品牌。**公司于1993年建立旗舰品牌美丽田园, 该品牌为中国美丽与健康管理服务行业中领先的国内连锁品牌之一, 此外公司还建立了三个新兴品牌, 即贝黎诗、研源及秀可儿, 分别提供传统美容服务、亚健康评估及干预服务和医疗美容服务。公司深耕行业33年, 坚持“内生增长+外延收购”双轮驱动战略, 自2014年至2025年10月, 已完成超30项并购, 沉淀了丰富的行业收购整合经验。未来公司依托“双美+双保健”差异化商业模式, 或将在行业龙头地位的巩固与市场占有率的拓展两方面实现双重提升。
- **“双美+双保健”模式协同效应显著, “内生+外延”驱动营收增长。**1) **美容和保健服务定位“双美+双保健”商业模式的核心流量入口, 该板块贡献营收主力。**公司在美容和保健基石业务上推行多品牌战略, 通过差异化品牌矩阵精准覆盖细分客群需求。当前公司已构建美丽田园(高端旗舰美容服务)、贝黎诗(高端专业美容连锁)、奈瑞儿(中医智能美养服务)三大品牌矩阵, 每个品牌均以其独特的价值主张引领市场。未来公司或将持续拓展品牌矩阵边界, 构建丰富的品牌矩阵以满足客户多元需求。25年美容和保健服务营收占比为55.2%, 毛利率水平同比提升1.2pct至41.9%, 营收规模增长主要原因系客流的提升; 2) **医疗美容服务定位公司第二增长曲线, 其板块贡献营收具备较强韧性。**基于上游医美新品加速获批与机构端流量争夺共同驱动中国医美行业进行价值链重构的深层次转型的背景下, 消费者重获主动权, 客户信任或成为当前医美机构核心竞争壁垒, 驱动行业以专业医疗服务能力获取消费者长期信任。25年医疗美容服务营收占比为33.9%, 毛利率水平同比提升3.6pct至55.9%, 营收规模增长主因为内生+外延战略的执行持续推动医疗美容服务的就诊会员人数及客流的快速增长。截至2025年12月31日, 公司拥有医疗美容门诊27家。2025年3月完成秀可儿医美长沙门诊升级。2025年8月, 综合旗舰门诊在广州盛大开业, 其作为集团规模最大、功能最完善的医疗美容与亚健康医疗旗舰门诊, 其落成一方面填补了广州旗舰门诊布局的空白, 另一方面以核心城市战略支点, 进一步夯实集团“北上广深”的战略竞争优势; 3) **亚健康医疗服务聚焦功能医学和女性妇科抗衰领域, 处于加速扩张业务版图阶段。**研源医疗作为集团旗下亚健康医疗服务品牌, 在市场发展初期把握机遇, 25年亚健康医疗服务板块营收贡献占比为10.9%, 毛利率水平同比大幅提升6.1pct至64.3%。截至2025年12月31日, 亚健康医疗门诊数量已拓展至11家。2025年8月1日, 研源门诊于广州正式启幕, 作为大湾区首个中西医结合医疗抗衰门诊, 特别设立中医特色诊室, 精准响应大湾区消费者对中医服务的多元需求。
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司26-28年实现营收38.6/45.4/50.2亿元, 同比增速分别为28.8%/17.5%/10.5%, 实现归母净利润4.3/5.3/6.4亿元, 同比增速分别为36.7%/22.7%/19.9%, 当前股价对应PE分别为10/9/7倍。我们选取同为美容赛道的朗姿股份及医疗保健赛道的通策医疗与爱尔眼科作为可比公司, 根据wind一致预期, 可比公司2026年PE均值为22倍, 公司作为国内领先的高端美容与健康服务公司, 当前已构建“双美+双保健”业务体系, 且具备优质会员资产, 未来或持续推进“内生增长+外延收购”战略布局, 看好公司未来业绩端或实现较快增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 医美行业竞争加剧风险; 门店整合效果不及预期; 医疗事故风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,572.20	3,000.54	3,864.22	4,539.52	5,015.52
同比增长率(%)	19.9%	16.7%	28.8%	17.5%	10.5%
归母净利润(百万元)	228.46	317.56	433.99	532.48	638.63
同比增长率(%)	5.9%	39.0%	36.7%	22.7%	19.9%
每股收益(元/股)	1.0	1.4	1.7	2.1	2.5
ROE(%)	24.2%	31.1%	34.4%	34.3%	33.5%
市盈率(P/E)	15.8	17.3	10.5	8.5	7.1

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 26-28 年实现营收 38.6/45.4/50.2 亿元，同比增速分别为 28.8%/17.5%/10.5%，实现归母净利润 4.3/5.3/6.4 亿元，同比增速分别为 36.7%/22.7%/19.9%，当前股价对应 PE 分别为 10/9/7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

拆分业务来看，

1) **美容和保健服务**：定位为“双美+双保健”商业模式的核心流量入口，当前已构建美丽田园（高端旗舰美容服务）、贝黎诗（高端专业美容连锁）、奈瑞儿（中医智能美养服务）三大品牌矩阵，差异化定位细分消费人群以满足多元化需求，预计该业务或维持稳健内生增长。预计 26-28 年其贡献营收分别为 22/26/28 亿元，同比增速分别为 30%/20%/10%；

2) **医疗美容服务**：当前中国医美市场渗透率远低于韩国、美国等成熟市场，未来提升空间或较大。基于公司内生+外延战略的执行，持续推动医疗美容服务的就诊会员人数和客流的快速增长，秀可儿品牌或有望受益于行业整体扩容以实现稳健增长，预计 26-28 年其贡献营收分别为 12/13/14 亿元，同比增速分别为 20%/10%/8%；

3) **亚健康医疗服务**：定位为公司布局的差异化板块，其业务毛利率显著优于传统生美业务，公司通过精细化运营实现从美容和保健服务到亚健康医疗服务的渗透率上升，叠加产品矩阵的持续完善，有望驱动亚健康医疗服务的客流和客单实现快速增长，预计 26-28 年业务营收分别为 5/6/7 亿元，同比增速分别为 50%/25%/18%。

投资逻辑要点

公司作为国内领先的高端美容与健康服务公司，当前已构建“双美+双保健”业务体系，且具备优质会员资产，未来或持续推进“内生增长+外延并购”战略布局，看好公司未来业绩端或实现较快增长。

核心风险提示

医美行业竞争加剧风险；门店整合效果不及预期；医疗事故风险。

内容目录

1. 全球领先的一站式美丽与健康连锁服务品牌.....	5
1.1. 以高端生美起家，坚持“内生增长+外延收购”双轮驱动战略.....	5
1.2. 公司管理层团队实力强劲，产业积累资源深厚.....	6
1.3. 23年业绩强势复苏，营收及利润重回增长态势.....	6
2. “双美+双保健”模式协同效应显著，“内生+外延”驱动营收增长.....	7
3. 盈利预测与评级.....	10
3.1. 盈利预测.....	10
3.2. 相对估值.....	11
4. 风险提示.....	12

图表目录

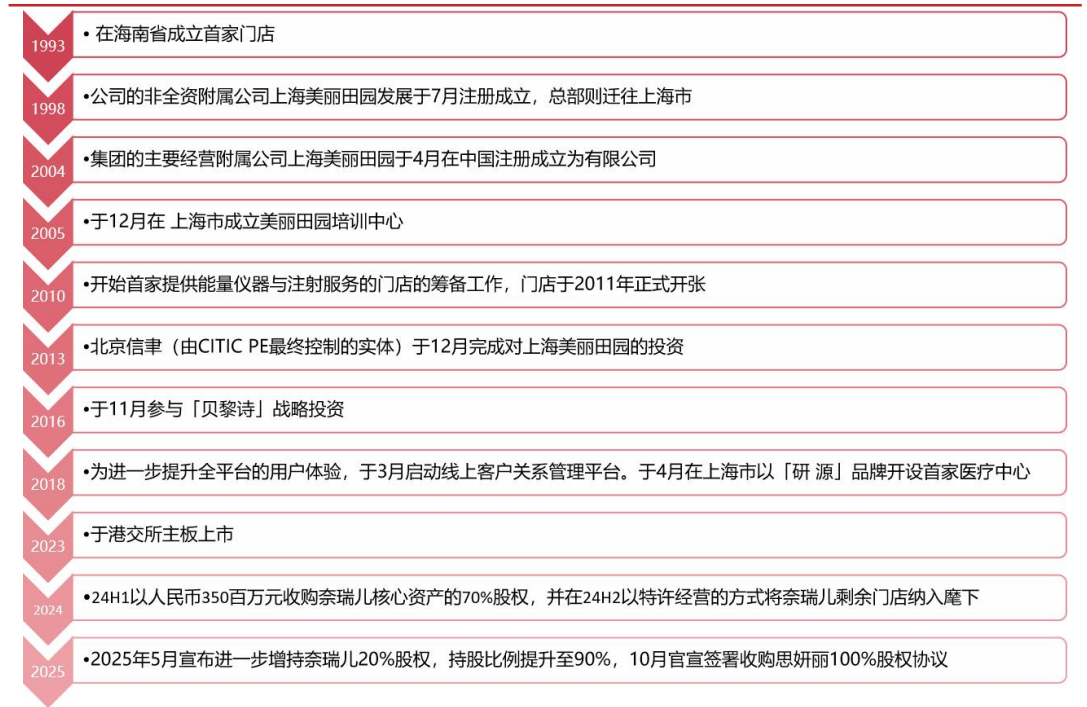
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司“双美+双保健”布局情况.....	6
图表 3: 2019–2025 年公司营收（亿元）及 yoy.....	6
图表 4: 2019–2025 年公司净利润（亿元）及 yoy.....	6
图表 5: 2019–2025 年公司毛利率及净利率情况.....	7
图表 6: 2019–2025 年公司期间费用率情况.....	7
图表 7: 2022–2025 年按业务拆分收入（千元）.....	7
图表 8: 2022–2025 年按业务拆分毛利率.....	8
图表 9: 美容和保健服务旗下品牌.....	9
图表 10: 秀可儿医疗美容服务直营门店客流（人次）及活跃会员人数情况（人）.....	10
图表 11: 2023–2025 年公司直营门店按城市线级划分情况（家）.....	10
图表 12: 按业务拆分预测营收（亿元）及毛利率.....	11
图表 13: 可比公司估值表.....	12

1. 全球领先的一站式美丽与健康连锁服务品牌

1.1. 以高端生美起家，坚持“内生增长+外延收购”双轮驱动战略

定位全球领先的一站式美丽与健康连锁服务品牌。公司于 1993 年建立旗舰品牌美丽田园，该品牌为中国美丽与健康管理服务行业中领先的国内连锁品牌之一，此外公司还建立了三个新兴品牌，即贝黎诗、研源及秀可儿，分别提供传统美容服务、亚健康评估及干预服务和医疗美容服务。公司深耕行业 33 年，坚持“内生增长+外延收购”双轮驱动战略，自 2014 年至 2025 年 10 月，已完成超 30 项并购，沉淀了丰富的行业收购整合经验。未来公司依托“双美+双保健”差异化商业模式，或将在行业龙头地位的巩固与市场占有率的拓展两方面实现双重提升。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：公司“双美+双保健”布局情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

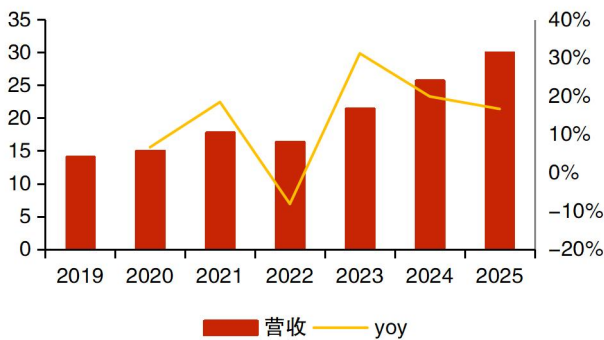
1.2. 公司管理层团队实力强劲，产业积累资源深厚

公司管理层团队实力强劲，产业积累资源深厚。公司董事会主席为李阳先生，主要负责公司的整体管理、业务及战略以及监督集团的商业适用性和可持续性，连松泳担任公司副主席及执行董事，拥有 20 余年医美行业资深经验。整体来看，公司管理团队学历背景积淀深厚且从业经验丰富，团队专业性较高且稳定性较强，为公司实现优质发展和持续扩张奠定了稳定基石。

1.3. 23 年业绩强势复苏，营收及利润重回增长态势

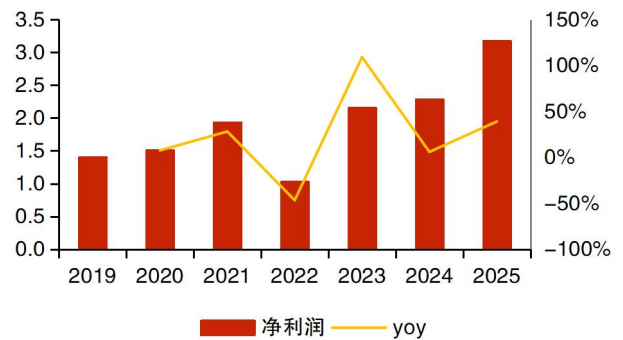
23 年业绩强势复苏，营收及利润重回增长态势。2020–2025 年公司营收及净利润 CAGR 分别为 14.8%/16.0%，其中 2022 年业绩短期承压，营收及净利润分别同比下滑 8.2%/46.7%，主因受全球公共卫生事件影响门店，23 年防控政策趋于宽松后终端消费回暖，营收同比增长 31.2%，净利润同比实现翻倍以上增长，25 年营收/净利润分别同比+16.7%/+39.0%，展现公司较强经营韧性。

图表 3：2019–2025 年公司营收（亿元）及 yoy



资料来源：公司公告，华源证券研究所

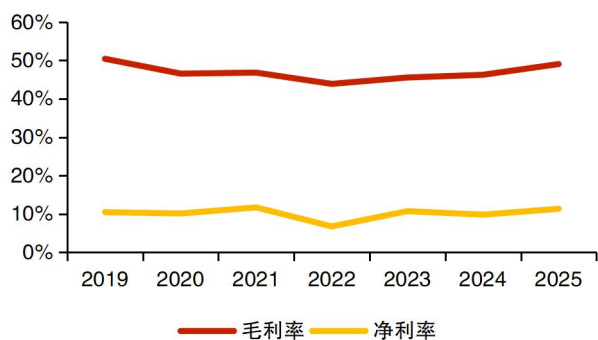
图表 4：2019–2025 年公司净利润（亿元）及 yoy



资料来源：公司公告，华源证券研究所

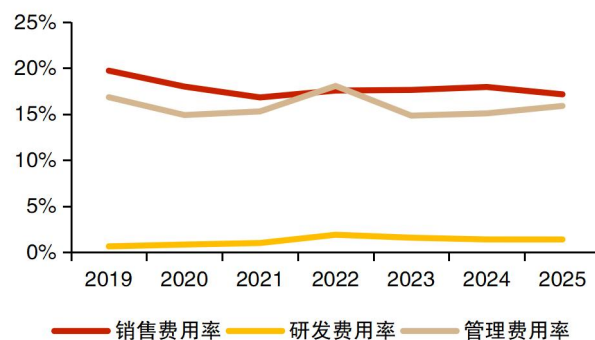
盈利水平维持稳定态势。盈利端来看，2021-2025年毛利率分别为46.8%/43.9%/45.6%/46.3%/49.1%，净利率分别为11.7%/6.8%/10.7%/9.8%/11.3%，除2022年受全球公共卫生事件影响有所波动以外，其余年份盈利水平均保持相对稳定态势；费用端来看，25年销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为17.2%/1.4%/15.9%，期间费用率较为稳定。

图表 5：2019-2025 年公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：2019-2025 年公司期间费用率情况

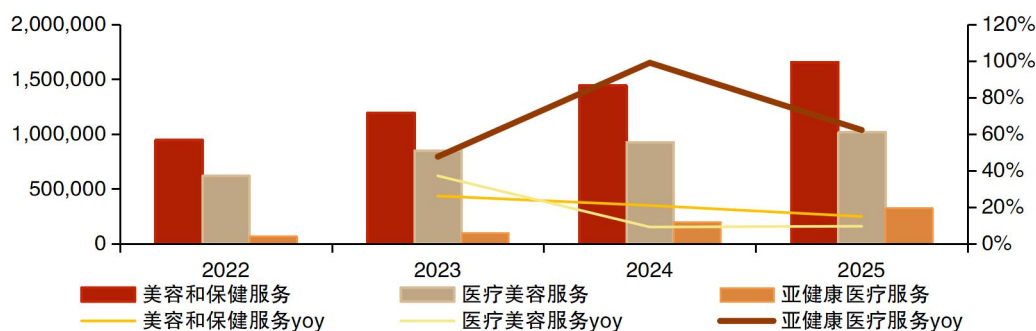


资料来源：公司公告，华源证券研究所

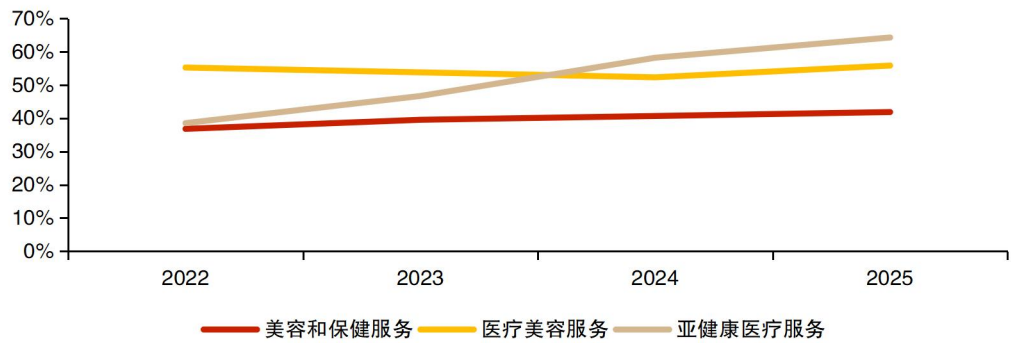
2. “双美+双保健”模式协同效应显著，“内生+外延”驱动营收增长

拆分业务来看，25年美容和保健服务/医疗美容服务/亚健康医疗服务分别贡献营收16.6/10.2/3.3亿元，分别同比变动+14.9%/+9.6%/+62.2%，其对应毛利率分别为41.9%/55.9%/64.3%。

图表 7：2022-2025 年按业务拆分收入（千元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：2022-2025 年按业务拆分毛利率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

具体而言：

1) **美容和保健服务定位“双美+双保健”商业模式的核心流量入口，该板块贡献营收主力。**公司在美容和保健基石业务上推行多品牌战略，通过差异化品牌矩阵精准覆盖细分客群需求。当前公司已构建美丽田园（高端旗舰美容服务）、贝黎诗（高端专业美容连锁）、奈瑞儿（中医智能美养服务）三大品牌矩阵，每个品牌均以其独特的价值主张引领市场。未来公司或将持续拓展品牌矩阵边界，构建丰富的品牌矩阵以满足客户多元需求。25 年美容和保健服务营收占比为 55.2%，毛利率水平同比提升 1.2pct 至 41.9%，营收规模增长主要原因系客流的提升，**拆分来看，直营门店方面**，25 年美容和保健服务门店客流达 172.4 万人次，同比大幅增长 23.2%，活跃会员数增至 14.6 万名，同比增长 11.8%，直营门店贡献营收 15.1 亿元，同比增长 15.8%；直营活跃会员年均消费 9738 元，同比提升 320 元；**加盟门店方面**，加盟门店及其他的美容和保健服务贡献营收 1.5 亿元，同比增长 5.9%，主要系收购智能美养品牌奈瑞儿致使加盟门店数量增加。

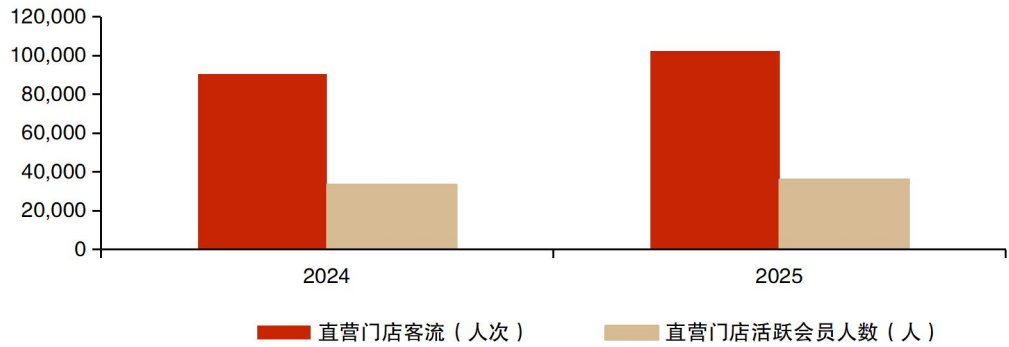
图表 9：美容和保健服务旗下品牌



资料来源：美丽田园投资者关系微信公众号，华源证券研究所

2) 医疗美容服务定位公司第二增长曲线，其板块贡献营收具备较强韧性。基于上游医美新品加速获批与机构端流量争夺共同驱动中国医美行业进行价值链重构的深层次转型的背景下，消费者重获主动权，客户信任或成为当前医美机构核心竞争壁垒，驱动行业以专业医疗服务能力获取消费者长期信任。25 年医疗美容服务营收占比为 33.9%，毛利率水平同比提升 3.6pct 至 55.9%，营收规模增长主因为内生+外延战略的执行持续推动医疗美容服务的就诊会员人数及客流的快速增长。**客流量方面**，25 年秀可儿医美门店接待客流达 10.2 万人次，同比增长 13.1%；活跃会员数上升至 3.6 万名，同比增长 7.7%；活跃会员年均消费 2.8 万元，同比提升 490 元；**门店方面**，门店布局持续升级。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有医疗美容门诊 27 家。2025 年 3 月完成秀可儿医美长沙门诊升级。2025 年 8 月，综合旗舰门诊在广州盛大开业，其作为集团规模最大、功能最完善的医疗美容与亚健康医疗旗舰门诊，其落成一方面填补了广州旗舰门诊布局的空白，另一方面以核心城市战略支点，进一步夯实集团“北上广深”的战略竞争优势。

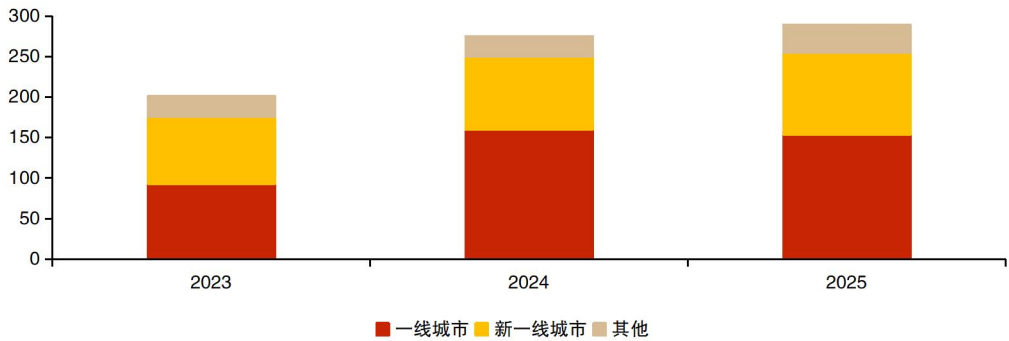
图表 10: 秀可儿医疗美容服务直营门店客流 (人次) 及活跃会员人数情况 (人)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

3) 亚健康医疗服务聚焦功能医学和女性妇科抗衰领域, 处于加速扩张业务版图阶段。研源医疗作为集团旗下亚健康医疗服务品牌, 在市场发展初期把握机遇, 25 年亚健康医疗服务板块营收贡献占比为 10.9%, 毛利率水平同比大幅提升 6.1pct 至 64.3%。客流量方面, 25 年亚健康医疗直营门店接待客流达 3.7 万人次, 同比增长 35.7%; 活跃会员数 10417 名, 同比增长 37.9%; 门店方面, 截至 2025 年 12 月 31 日, 亚健康医疗门诊数量已拓展至 11 家。2025 年 8 月 1 日, 研源门诊于广州正式启幕, 作为大湾区首个中西医结合医疗抗衰门诊, 特别设立中医特色诊室, 精准响应大湾区消费者对中医服务的多元需求。

图表 11: 2023-2025 年公司直营门店按城市线级划分情况 (家)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

收入假设: 拆分业务来看,

1) 美容和保健服务: 定位为“双美+双保健”商业模式的核心流量入口, 当前已构建美丽田园 (高端旗舰美容服务)、贝黎诗 (高端专业美容连锁)、奈瑞儿 (中医智能美养服务) 三大品牌矩阵, 差异化定位细分消费人群以满足多元化需求, 预计该业务或维持

稳健内生增长。预计 26-28 年其贡献营收分别为 22/26/28 亿元，同比增速分别为 30%/20%/10%；

2) **医疗美容服务**：当前中国医美市场渗透率远低于韩国、美国等成熟市场，未来提升空间或较大。基于公司内生+外延战略的执行，持续推动医疗美容服务的就诊会员人数和客流的快速增长，秀可儿品牌或有望受益于行业整体扩容以实现稳健增长，预计 26-28 年其贡献营收分别为 12/13/14 亿元，同比增速分别为 20%/10%/8%；

3) **亚健康医疗服务**：定位为公司布局的差异化板块，其业务毛利率显著优于传统生美业务，公司通过精细化运营实现从美容和保健服务到亚健康医疗服务的渗透率上升，叠加产品矩阵的持续完善，有望驱动亚健康医疗服务的客流和客单实现快速增长，预计 26-28 年业务营收分别为 5/6/7 亿元，同比增速分别为 50%/25%/18%。

盈利预测：我们预计公司 26-28 年实现营收 38.6/45.4/50.2 亿元，同比增速分别为 28.8%/17.5%/10.5%，实现归母净利润 4.3/5.3/6.4 亿元，同比增速分别为 36.7%/22.7%/19.9%，当前股价对应 PE 分别为 10/9/7 倍。

图表 12：按业务拆分预测营收（亿元）及毛利率

	2025	2026E	2027E	2028E
美容和保健服务	16.6	21.6	25.9	28.5
美容和保健服务 yoy	14.9%	30.0%	20.0%	10.0%
美容和保健服务毛利率	41.9%	42.0%	42.1%	42.2%
医疗美容服务	10.2	12.2	13.4	14.5
医疗美容服务 yoy	9.6%	20.0%	10.0%	8.0%
医疗美容服务毛利率	55.9%	56.0%	56.1%	56.3%
亚健康医疗服务	3.3	4.9	6.1	7.2
亚健康医疗服务 yoy	62.2%	50.0%	25.0%	18.0%
亚健康医疗服务毛利率	64.3%	64.5%	64.6%	64.8%

资料来源：wind，华源证券研究所

3.2. 相对估值

我们选取同为美容赛道的朗姿股份及医疗保健赛道的通策医疗与爱尔眼科作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 22 倍，公司作为国内领先的高端美容与健康服务公司，当前已构建“双美+双保健”业务体系，且具备优质会员资产，未来或持续推进“内生增长+外延收购”战略布局，看好公司未来业绩端或实现较快增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 13：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2026/4/13	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
002612.SZ	朗姿股份	16.8	2.4	0.8	0.9	7.0	21.5	19.4	
600763.SH	通策医疗	41.5	1.2	1.3	1.5	35.0	31.1	27.5	
300015.SZ	爱尔眼科	9.6	0.4	0.4	0.5	24.7	21.8	19.1	
	平均值					22.2	24.8	22.0	
2373.HK	美丽田园医疗健康	18.1	1.7	2.1	2.5	10.5	8.5	7.1	

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价及 EPS 单位为元，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，美丽田园医疗健康盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

- 1) **医美行业竞争加剧风险**：医美行业竞争格局日趋激烈，品牌商纷纷加大营销及研发投入，若公司未能及时推出新品抢占市场份额，或将影响公司业绩；
- 2) **门店整合效果不及预期**：若公司渠道整合效率不及预期，从而影响经营销售额，或对公司业绩产生不利影响；
- 3) **医疗事故风险**：公司提供服务过程中，若发生医疗事故，或对品牌声誉产生不利影响。

附录：财务预测摘要

损益表				资产负债表			
	单位：人民币(百万)				单位：人民币(百万)		
	2026E	2027E	2028E		2026E	2027E	2028E
营业收入	3,864	4,540	5,016	货币资金	2,112	3,049	3,788
增长率	28.8%	17.5%	10.5%	应收款项	227	261	281
营业成本	1,960	2,303	2,532	存货	136	157	169
%销售收入	50.7%	50.7%	50.5%	其他流动资产	1,516	1,567	1,617
毛利	1,904	2,237	2,484	流动资产	3,991	5,034	5,855
%销售收入	49.3%	49.3%	49.5%	权益性投资	0	0	0
其他收入	0	0	0	固定资产	286	285	285
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	1,351	1,167	1,014
销售费用	657	763	823	非流动资产	1,976	1,801	1,658
%销售收入	17.0%	16.8%	16.4%	资产总计	5,967	6,835	7,513
管理费用	599	699	762	应付款项	46	54	58
%销售收入	15.5%	15.4%	15.2%	短期借款	91	93	93
研发费用	54	64	70	其他流动负债	3,401	3,904	4,163
%销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	流动负债	3,538	4,051	4,315
财务费用	-3	-27	-55	长期债务	653	663	663
%销售收入	-0.1%	-0.6%	-1.1%	其他长期负债	427	427	427
息税前利润 (EBIT)	625	748	869	非流动负债	1,080	1,090	1,090
%销售收入	16.2%	16.5%	17.3%	负债总计	4,618	5,141	5,404
投资收益	0	0	0	归属母公司股东权益	1,261	1,554	1,905
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	88	140	204
除税前利润	628	775	923	负债股东权益合计	5,967	6,835	7,513
利润率	16.2%	17.1%	18.4%				
所得税	151	190	222	比率分析			
所得税率	24.0%	24.5%	24.0%		2026E	2027E	2028E
净利润(含少数股东损益)	477	585	702	每股指标			
少数股东损益	43	53	63	每股收益	1.72	2.12	2.54
归属于母公司的净利润	434	532	639	每股净资产	5.01	6.17	7.57
增长率	36.7%	22.7%	19.9%	每股经营现金净流	5.47	5.36	4.81
净利率	11.2%	11.7%	12.7%	每股股利	0.78	0.95	1.14
				回报率			
				净资产收益率	34.42%	34.27%	33.53%
				总资产收益率	7.27%	7.79%	8.50%
				投入资本收益率	22.69%	23.03%	23.05%
				增长率			
				营业收入增长率	28.78%	17.48%	10.49%
				EBIT增长率	35.95%	19.66%	16.23%
				净利润增长率	36.66%	22.69%	19.94%
				总资产增长率	18.24%	14.56%	9.92%
				资产管理能力			
				应收账款周转天数	5.4	5.5	5.6
				存货周转天数	22.4	22.9	23.1
				应付账款周转天数	7.6	7.8	8.0
				固定资产周转天数	26.7	22.6	20.4
				偿债能力			
				流动比率	1.13	1.24	1.36
				速动比率	1.08	1.19	1.31
				净负债/股东权益	-101.46%	-135.36%	-143.78%
				EBIT利息保障倍数	25.1	29.5	29.6
				资产负债率	77.40%	75.21%	71.94%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。