

# Q1 收入端稳健恢复， 全年门店扩张坚定推进

## 核心观点

4月20日，公司发布2022年年度报告，实现营业收入174.32亿元，同比增长19.50%，实现归母净利润10.10亿元，同比增长9.59%，实现扣非后归母净利润9.89亿元，同比增长10.05%，业绩符合预期。展望23年，公司继续推进降本增效，叠加门店规模稳步扩张，我们看好公司业绩长期稳健增长。

## 事件

公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告，业绩符合预期

4月20日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告。2022年全年，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为174.32亿元、10.10亿元、9.89亿元，分别同比增长19.50%、9.59%及10.05%。2023年第一季度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为44.36亿元、2.39亿元、2.41亿元，分别同比增长11.02%、33.49%及46.83%，业绩符合预期。

公司2022年利润分配预案以实施分配方案时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利4元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

## 简评

Q1 收入端稳健增长，云南地州取消保健品刷卡短暂影响毛利率  
重要财务指标

|           | 2021   | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 14,587 | 17432 | 20064 | 23334 | 27417 |
| YOY(%)    | 15.3   | 19.5  | 15.1  | 16.3  | 17.5  |
| 净利润(百万元)  | 922    | 1010  | 1207  | 1409  | 1656  |
| YOY(%)    | 16.7   | 9.6   | 19.5  | 16.7  | 17.5  |
| 毛利率(%)    | 37.0   | 35.1  | 35.1  | 35.1  | 35.1  |
| 净利率(%)    | 6.3    | 5.8   | 6.0   | 6.0   | 6.0   |
| ROE(%)    | 14.0   | 13.6  | 14.3  | 14.6  | 14.9  |
| EPS(摊薄/元) | 1.55   | 1.69  | 2.03  | 2.36  | 2.78  |
| P/E(倍)    | 18.6   | 16.9  | 14.2  | 12.1  | 10.3  |
| P/B(倍)    | 2.6    | 2.3   | 2.0   | 1.8   | 1.5   |

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 一心堂(002727.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年04月28日

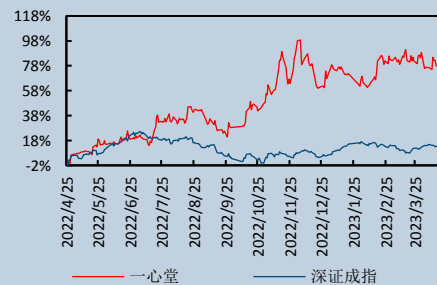
当前股价: 28.71元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

|              | 1个月           | 3个月           | 12个月        |
|--------------|---------------|---------------|-------------|
|              | -15.61/-17.66 | -10.98/-12.09 | 33.72/28.95 |
| 12月最高/最低价(元) |               |               | 37.34/18.91 |
| 总股本(万股)      |               |               | 59,602.34   |
| 流通A股(万股)     |               |               | 39,892.83   |
| 总市值(亿元)      |               |               | 171.12      |
| 流通市值(亿元)     |               |               | 114.53      |
| 近3月日均成交量(万)  |               |               | 713.66      |
| 主要股东         |               |               |             |
| 阮鸿献          |               |               | 30.58%      |

### 股价表现



### 相关研究报告

2023-03-19 【中信建投医药商业】一心堂(002727):运营效率全面提升,期待业绩稳健增长

【中信建投医药商业】一心堂(002727):

2022 年全年，公司收入端实现增长 19.50%，其中：1) 22Q4 四类药品需求恢复，Q4 进店客流明显增加，带动全年零售业务收入增长 11.77% 达到 138.04 亿元；2) 受益于本草堂并表，批发业务收入同比增加 72.52% 达到 33.20 亿元，收入占比提升 5.86 个百分点为 19.05%。归母净利润同比增长 9.59%，低于收入端增速，主要由于公司单项计提应收账款坏账准备 6931.81 万元。

2022 年第四季度，公司实现营业收入 54.06 亿元，同比增长 32.21%，主要归功于门店经营恢复正常，新冠需求旺盛；实现归母净利润 3.33 亿元，同比增长 110.95%，主要由于：1) 公司优化经营策略，调整产品结构，毛利率提升 0.66 个百分点；2) 购药人群大幅增加，门店促销费用有所下降，Q4 单季销售费用率下降 3.62 个百分点。

2023 年第一季度，公司实现营业收入 44.36 亿元，同比增长 11.02%，主要由于 1) 22Q4 感冒呼吸类药品销售较多形成家庭库存，23Q1 相关品类销售承压，但整体零售业务增长稳健，我们预计随着家庭囤积药品不断消耗，零售板块增长有望提速；2) 基数较小的批发业务增速较快。23Q1，公司综合毛利率同比减少 0.24 个百分点为 33.52%，主要由于云南地州全面取消保健品医保刷卡，高毛产品销售占比减少，我们预计，公司后续将持续优化产品结构，通过高毛药品替换维持长期毛利率稳定。23Q1，公司实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 33.49%，实现扣非后归母净利润 2.41 亿元，同比增长 46.83%，利润端增速加快主要由于：1) 去年同期基数较低；2) 公司加强费用管控、细化门店管理颗粒度，23Q1 销售费用率同比下降 1.83 个百分点。

### 一过性因素影响 Q1 门店扩张，看好全年新店建设加速推进

**一过性因素导致 Q1 门店增速放缓，看好全年门店扩张坚定推进。**2022 年，受外部环境影响，公司放缓扩张速度，全年新开门店 1009 家，关闭门店 177 家，搬迁门店 186 家，净增加 646 家。2023 年第一季度，公司开始调整经营战略，加速门店扩张，但由于新冠感染人数达峰、员工春节返乡及并购项目储备不足等一过性因素影响，公司一季度合计新开门店 215 家，关闭门店 27 家，搬迁门店 50 家，净增加 138 家。我们认为，公司一季度在积极落实自建门店选址及并购项目尽调，现有门店资源储备充足，为后续门店加速扩张奠定了基础，同时，其他一过性因素影响基本消退，预计公司全年新开门店有望达到 1900 家。

**加速扩大省外门店规模，稳步提供业绩新增量。**截至 2023 年第一季度，公司现有门店 9344 家，其中云南省、川渝地区及其他地区门店数分别为 5253 家、1685 家及 2406 家，门店数量占比分别为 56.22%、18.03% 及 25.75%。从增量门店来看，23Q1 云南省、川渝地区及其他地区净增门店分别为 29 家、77 家及 32 家，新增门店占比分别为 21.01%、55.80% 及 23.19%，省外门店扩张进一步加速。我们认为，省外市场是公司未来重要业绩贡献支柱，公司今年或将继续扩大省外市场门店规模，提高对上游的议价能力，进而实现业绩及竞争力的同步提升。

**表 1: 一心堂门店扩张梳理**

| 省份      | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q1 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| 云南      | 1054 | 1200 | 1503 | 1842 | 2039 | 2513 | 2777 | 3201 | 3559 | 3820 | 4284 | 4939 | 5224 | 5253   |
| 门店环比净增加 | 187  | 146  | 303  | 339  | 197  | 474  | 264  | 424  | 358  | 261  | 464  | 655  | 285  | 29     |
| 四川      | 49   | 75   | 102  | 125  | 144  | 202  | 285  | 576  | 678  | 756  | 897  | 1100 | 1269 | 1334   |
| 门店环比净增加 | 8    | 26   | 27   | 23   | 19   | 58   | 83   | 291  | 102  | 78   | 141  | 203  | 169  | 65     |
| 重庆      | 8    | 16   | 31   | 37   | 39   | 54   | 140  | 160  | 193  | 193  | 257  | 307  | 339  | 351    |
| 门店环比净增加 | 6    | 8    | 15   | 6    | 2    | 15   | 86   | 20   | 33   | 0    | 64   | 50   | 32   | 12     |

**表 1: 一心堂门店扩张梳理**

| 省份              | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023Q1        |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>广西</b>       | <b>138</b>    | <b>151</b>    | <b>167</b>    | <b>251</b>    | <b>254</b>    | <b>284</b>    | <b>334</b>    | <b>515</b>    | <b>544</b>    | <b>590</b>    | <b>686</b>    | <b>835</b>    | <b>864</b>    | <b>877</b>    |
| 门店环比净增加         | 63            | 13            | 16            | 84            | 3             | 30            | 50            | 181           | 29            | 46            | 96            | 149           | 29            | 13            |
| <b>山西</b>       | <b>34</b>     | <b>31</b>     | <b>30</b>     | <b>44</b>     | <b>44</b>     | <b>122</b>    | <b>209</b>    | <b>228</b>    | <b>324</b>    | <b>363</b>    | <b>426</b>    | <b>580</b>    | <b>634</b>    | <b>639</b>    |
| 门店环比净增加         | 13            | -3            | -1            | 14            | 0             | 78            | 87            | 19            | 96            | 39            | 63            | 154           | 54            | 5             |
| <b>海南</b>       |               |               |               |               |               | <b>152</b>    | <b>158</b>    | <b>188</b>    | <b>225</b>    | <b>252</b>    | <b>302</b>    | <b>353</b>    | <b>389</b>    | <b>392</b>    |
| 门店环比净增加         |               |               |               |               |               | 152           | 6             | 30            | 37            | 27            | 50            | 51            | 36            | 3             |
| <b>贵州</b>       | <b>26</b>     | <b>32</b>     | <b>39</b>     | <b>90</b>     | <b>93</b>     | <b>149</b>    | <b>153</b>    | <b>174</b>    | <b>206</b>    | <b>242</b>    | <b>315</b>    | <b>394</b>    | <b>429</b>    | <b>437</b>    |
| 门店环比净增加         | 7             | 6             | 7             | 51            | 3             | 56            | 4             | 21            | 32            | 36            | 73            | 79            | 35            | 8             |
| <b>河南</b>       |               |               |               |               |               |               | <b>9</b>      | <b>8</b>      | <b>12</b>     | <b>16</b>     | <b>19</b>     | <b>32</b>     | <b>34</b>     | <b>35</b>     |
| 门店环比净增加         |               |               |               |               |               |               | 9             | -1            | 4             | 4             | 3             | 13            | 2             | 1             |
| <b>上海</b>       |               |               |               |               | <b>10</b>     | <b>10</b>     | <b>10</b>     | <b>9</b>      | <b>10</b>     | <b>9</b>      | <b>10</b>     | <b>10</b>     | <b>12</b>     | <b>13</b>     |
| 门店环比净增加         |               |               |               |               | 10            | 0             | 0             | -1            | 1             | -1            | 1             | 0             | 2             | 1             |
| <b>天津</b>       |               |               |               |               |               | <b>10</b>     | <b>10</b>     | <b>7</b>      | <b>7</b>      | <b>8</b>      | <b>9</b>      | <b>10</b>     | <b>12</b>     | <b>13</b>     |
| 门店环比净增加         |               |               |               |               |               | 10            | 0             | -3            | 0             | 1             | 1             | 1             | 2             | 1             |
| <b>合计</b>       | <b>1309</b>   | <b>1505</b>   | <b>1872</b>   | <b>2389</b>   | <b>2623</b>   | <b>3496</b>   | <b>4085</b>   | <b>5066</b>   | <b>5758</b>   | <b>6249</b>   | <b>7205</b>   | <b>8560</b>   | <b>9206</b>   | <b>9344</b>   |
| 门店环比净增加         | 284           | 196           | 367           | 517           | 234           | 873           | 589           | 981           | 692           | 491           | 956           | 1355          | 646           | 138           |
| <b>川渝合计</b>     | <b>57</b>     | <b>91</b>     | <b>133</b>    | <b>162</b>    | <b>183</b>    | <b>256</b>    | <b>425</b>    | <b>736</b>    | <b>871</b>    | <b>949</b>    | <b>1154</b>   | <b>1407</b>   | <b>1608</b>   | <b>1685</b>   |
| <b>云南门店占比</b>   | <b>80.52%</b> | <b>79.73%</b> | <b>80.29%</b> | <b>77.10%</b> | <b>77.74%</b> | <b>71.88%</b> | <b>67.98%</b> | <b>63.19%</b> | <b>61.81%</b> | <b>61.13%</b> | <b>59.46%</b> | <b>57.70%</b> | <b>56.75%</b> | <b>56.22%</b> |
| <b>川渝门店占比</b>   | <b>4.20%</b>  | <b>4.35%</b>  | <b>6.05%</b>  | <b>7.10%</b>  | <b>6.78%</b>  | <b>6.98%</b>  | <b>7.32%</b>  | <b>10.40%</b> | <b>14.53%</b> | <b>15.13%</b> | <b>15.19%</b> | <b>16.02%</b> | <b>17.47%</b> | <b>18.03%</b> |
| <b>合计省外门店占比</b> | <b>19.48%</b> | <b>20.27%</b> | <b>19.71%</b> | <b>22.90%</b> | <b>22.26%</b> | <b>28.12%</b> | <b>32.02%</b> | <b>36.81%</b> | <b>38.19%</b> | <b>38.87%</b> | <b>40.54%</b> | <b>42.30%</b> | <b>43.25%</b> | <b>43.78%</b> |

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

构建立体门店布局, 有效巩固品牌优势。截至 2022 年底, 公司在省级、地市级、县级、乡镇四个市场的门店均已超过 1700 家, 其中县级门店占比超过 26%, 乡镇级门店占比达到 19.12%。我们认为, 公司目前已经形成了具备独特优势的立体化门店布局, 在各层级市场均拥有较强品牌优势, 随着城镇化进一步推进, 叠加医疗健康消费“渠道下沉”, 公司县市级、乡镇级市场收入有望加速增长, 带动盈利能力持续提升。

**表 2: 公司直营门店分布及经营效率情况**

| 区域  | 门店数量 | 门店经营面积 (万平方米) | 日均坪效 (含税, 元/平方米) | 租金效率 (含税, 年销售额/租金) |
|-----|------|---------------|------------------|--------------------|
| 省会级 | 2096 | 28.41         | 40.42            | 9.86               |
| 地市级 | 2938 | 38.52         | 37.21            | 13.20              |
| 县市级 | 2412 | 30.64         | 34.65            | 14.47              |
| 乡镇级 | 1760 | 16.03         | 37.77            | 24.38              |
| 合计  | 9206 | 113.60        | 37.37            | 14.86              |

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

**加速获取医保资质，持续建设专业药店。**2022 年，公司医保门店新增 1028 家达到 8454 家，占公司门店总数的 91.83%，较上年同期增长 5 个百分点。报告期内公司医保刷卡销售占总销售的 45.72%，同比提升 1.92 个百分点。专业药房方面，截至 2022 年底，公司共有二级及以上院边店 712 家、慢病门店 1093 家、特病门店 279 家、双通道门店 221 家，专业门店网络建设逐渐完善。我们认为，公司或将不断提升专业化服务能力，通过多元商品建设满足顾客需求，为业绩健康增长奠定基础。

### 优化单店经营成果，推动业务多元创新

公司持续推进创新业务发展，积极优化单店收入结构。**1) 线上业务：**2022 年，公司 O2O 业务已经实现各级行政区域覆盖，全年线上业务销售额突破 6 亿元，后续有望持续贡献利润增量。**2) 个护美妆业务：**2022 年，公司加速夯实个护美妆业务销售基础，在超 5000 家门店中布局个护美妆专柜近千个，年销售额接近 3 亿元。我们认为，公司通过个护美妆业务能够吸引较为年轻的消费群体，随着门店服务及产品能力不断提升，有望加速扩大客户覆盖面，实现业绩长期稳定增长。**3) 公益彩票业务：**公司公益彩票代销业务已实现 7 个省份门店的覆盖，2022 年全年，公司累计代销彩票 2691.7 万元，在贡献利润的同时也实现了低成本引流。

### 产品结构转换影响 Q1 毛利率，持续推进控费效果提升

2022 年全年，公司综合毛利率为 35.05%，同比下降 1.91 个百分点，主要由于本草堂并表，毛利率较低的批发业务收入占比提升 5.86 个百分点；销售费用率为 23.36%，同比减少 2.01 个百分点，主要由于公司推进降本增效，日常办公费用大幅下降；管理费用率为 2.53%，同比减少 0.21 个百分点，控费效果理想；财务费用率为 0.56%，同比下降 0.13 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额同比上升 39.37%；投资活动产生的现金流量净额同比下降 268.38%，主要由于本期理财产品减少。存货周转天数为 106.6 天，同比减少 1.3 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 31.8 天，同比增加 5.1 天，主要由于批发业务规模扩大；应付账款周转天数为 79.0 天，同比下降 1.9 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

2023 年 Q1，公司综合毛利率为 33.52%，同比减少 0.24 个百分点，主要由于产品结构转换，保健品等高毛产品收入占比下降；销售费用率为 23.25%，同比减少 1.83 个百分点，主要由于居民购药需求较强，引流成本有所下降；管理费用率为 2.53%，同比下降 0.31 个百分点，控费效果理想；财务费用率为 0.38%，同比下降 0.25 个百分点。经营活动产生的现金流量净额同比增加 179.08%，主要由于本期销售回款增加所致；投资活动产生的现金流量净额同比增加 83.42%，主要由于本期购买理财产品规模及收购支付款项同比减少。存货周转天数为 109.5 天，同比减少 2.5 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 34.7 天，同比减少 1.2 天，基本保持稳定；应付账款周转天数为 80.8 天，同比增加 2.1 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

展望 2023 年，公司门店经营逐渐回归正常，我们预计公司会加速门店扩张，进一步调整产品结构，提升员工服务能力，优化会员管理模式，继续全面贯彻精细化管理，看好公司业绩长期稳健增长。我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 200.64 亿元、233.34 亿元和 274.17 亿元，分别同比增长 15.1%、16.3%和 17.5%，归母净利润分别为 12.07 亿元、14.09 亿元和 16.56 亿元，分别同比增长 19.5%、16.7%和 17.5%，折合 EPS 分别为 2.03 元/股、2.36 元/股和 2.78 元/股，分别对应估值 14.2X、12.1X 和 10.3X，维持买入评级。

## 风险分析

1) 医保政策趋严：倘若医保政策趋严，控费要求较高，药品价格整体有可能进一步下降，公司的利润空间

可能面临较大的压力；

2) 门店扩张进度低于预期：倘若门店规模扩张不及预期，公司长期业绩增长潜力可能无法释放，或对公司长期收入增长存在不利影响；

3) 门店盈利能力下降：倘若公司后期精细化管理落实不到位，或将降低门店盈利能力，对公司长期利润空间存在不利影响；

4) 处方外流进度低于预期：倘若处方外流进度不及预期，门店端处方外流带来的业务增量会有所减少，影响业绩释放。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

## 研究助理

### 谢俊

xiejun@csc.com.cn

## 评级说明

| 投资评级标准  |      | 评级   | 说明            |
|---|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15% 以上   |
|   |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|   |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|   |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|   |      | 卖出   | 相对跌幅 15% 以上   |
|   | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10% 以上   |
|   |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10% 以上   |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层  
电话：（8610） 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南  
塔 2103 室  
电话：（8621） 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交  
汇处广电金融中心 35 楼  
电话：（86755） 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：（852） 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk