

增持 (维持)

## 普瑞眼科 (301239)

### 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 23Q1 业绩超预期, 快速复苏弹性可期

2023 年 5 月 7 日

## 市场数据

日期	2023-05-05
收盘价(元)	133.23
总股本(百万股)	149.62
流通股本(百万股)	37.40
净资产(百万元)	2247.41
总资产(百万元)	4129.70
每股净资产(元)	14.90

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《普瑞眼科(301239): 聚焦省会直辖市优质市场, 净利率有望持续提升》2023-03-03

## 分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

王佳慧

wangjiahui20@xyzq.com.cn

S0190522080007

## 投资要点

- **公司发布 2022 年年度报告。**公司 2022 年实现营收 17.26 亿元, 同比增长 0.91%; 归母净利润 0.21 亿元, 同比下降 78.09%; 扣非归母净利润 0.19 亿元, 同比下滑 78.36%; 经营活动现金流净额 3.19 亿元, 同比下滑 11.16%。公司 2022Q4 实现营收 2.93 亿元, 同比下滑 16.92%; 归母净利润-0.73 亿元, 同比下滑 200.43%; 扣非归母净利润-0.72 亿元。
- **公司发布 2023 年一季报。**公司 2023Q1 实现营收 6.50 亿元, 同比增长 38.73%; 归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 334.85%; 扣非归母净利润 0.71 亿元, 同比增长 92.30%。
- **新院扩张计划稳步推进, 23Q1 期间费用率全面摊薄。**昆明润城普瑞、合肥瑶海普瑞、南昌红谷滩普瑞、广州番禺普瑞和南宁普瑞眼科医院等五家新院在 2022 年相继开诊。截至 2022 年末, 公司已设立 24 家连锁眼科专科医院, 覆盖全国所有直辖市及十余个省座城市, 另有多家新院已完成选址工作, 正在筹备过程中。过去三年内新开诊医院将成为公司新未来内生增长引擎。2023Q1 公司营收快速增长, 期间费用率全面摊薄, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 15.00%/11.79%/1.99%, 分别同比下降 1.89pp/2.76pp/1.18pp。
- **盈利预测:** 公司聚焦省会直辖市优质市场, “全国连锁化+同城一体化” 加密完善全国网点布局; 2022 年五家新院相继开诊, 新院扩张稳步推进, 内生收入增长潜力可期。我们调整盈利预测预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.58/2.94/3.96 亿元, 对应 EPS 为 1.72/1.97/2.65 元。2023 年 5 月 5 日股价对应 PE 分别为 77.4/67.8/50.3 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新院业绩爬坡不及预期风险, 医保控费风险; 医疗事故及医疗责任纠纷风险

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1726	2507	3338	4360
同比增长	0.9%	45.3%	33.2%	30.6%
归母净利润(百万元)	21	258	294	396
同比增长	-78.1%	1152.5%	14.1%	34.7%
毛利率	41.7%	44.5%	44.6%	44.8%
ROE	1.0%	9.9%	9.5%	10.8%
每股收益(元)	0.14	1.72	1.97	2.65
市盈率	969.2	77.4	67.8	50.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

### 事件

- **普瑞眼科发布 2022 年年度报告。**公司 2022 年营收 17.26 亿元,同比增长 0.91%;实现归母净利润 0.21 亿元,同比下降 78.09%;实现扣非归母净利润 0.19 亿元,同比下滑 78.36%;实现经营活动现金流净额 3.19 亿元,同比下滑 11.16%。公司 2022Q4 实现营收 2.93 亿元,同比下滑 16.92%;实现归母净利润-0.73 亿元,同比下滑 200.43%;实现扣非归母净利润-0.72 亿元。
- **普瑞眼科发布 2023 年一季报。**公司 2023Q1 实现营收 6.50 亿元,同比增长 38.73%;实现归母净利润 1.62 亿元,同比增长 334.85%;实现扣非归母净利润 0.71 亿元,同比增长 92.30%。

### 点评

- **2022 年疫情扰动各院业绩短期承压,疫后弹性复苏可期。**2022 年受疫情影响,公司各院业绩短期承压。2022 年昆明普瑞实现营收 2.42 亿元,同比增长 6.96%,实现净利润 0.38 亿元,同比下降 15.55%,重庆普瑞实现营收 0.79 亿元,同比增长 3.48%,实现净利润 0.09 亿元,同比增长 16.02%,昆明、成都、武汉、重庆等地成熟医院营收和利润较上年同期增速放缓;兰州普瑞实现营收 0.95 亿元,同比下降 21.14%,实现净利润 0.11 亿元,同比下降 52.50%,乌鲁木齐普瑞实现营收 1.02 亿元,同比下降 17.88%,实现净利润 0.23 亿元,同比下降 29.53%,上海、兰州、乌鲁木齐等城市医院营收同比下滑,兰州和乌鲁木齐全年整体利润贡献相应下降;同时沈阳、天津等城市培育期医院收入增长不及预期,减亏数额有限。

**表 1、2022 年公司重要参控股子公司业绩表现**

参控公司	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	净利率	营收占比	净利润占比	营收 YOY	净利润 YOY
马鞍山昶明	3.62	0.26	7.25%	20.97%	127.54%	-	-51.37%
昆明普瑞	2.42	0.38	15.68%	14.01%	184.39%	6.96%	-15.55%
东莞光明	1.80	0.34	19.14%	10.43%	167.54%	8.59%	41.70%
合肥普瑞	1.65	0.15	9.11%	9.55%	72.97%	-4.23%	25.74%
南昌普瑞	1.30	0.06	4.77%	7.53%	30.14%	-9.17%	-25.37%
乌鲁木齐普瑞	1.02	0.23	22.22%	5.90%	110.03%	-17.88%	-29.53%
兰州普瑞	0.95	0.11	11.82%	5.51%	54.62%	-21.14%	-52.50%
哈尔滨普瑞	0.91	0.09	10.18%	5.26%	44.89%	8.90%	-55.73%
重庆普瑞	0.79	0.09	11.57%	4.56%	44.29%	3.48%	16.02%
合计	14.45	1.72	11.91%	83.72%	836.41%	-	-

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **新院扩张加速推进及引进管理人才，导致 2022 年公司盈利能力及期间费用率略有波动。**2022 年公司毛利率 41.67%，同比下降 1.70pp；净利率 1.19%，同比下降 4.30pp；销售费用率 19.91%，同比增长 1.40pp；管理费用率 15.66%，同比增长 1.46pp；财务费用率 2.75%，同比下降 0.08pp。2022 年公司盈利能力及期间费用率略有波动，主要源于一方面，2022 年虽然疫情扰动各院业绩短期承压，但公司新院投资扩张计划仍加速推进，各类资产折旧摊销等刚性开支对成本、费用增长影响较大；另一方面，2022 年公司完成组织架构调整和优化，引入大量管理人才，使得人工薪酬支出上升。
- **白内障业务加大发力，视光业务重点布局。**2022 年公司屈光业务营收 9.71 亿元，同比增长 11.29%；视光业务营收 2.60 亿元，同比下滑 5.83%；白内障业务营收 2.49 亿元，同比下降 13.04%；综合眼病业务营收 2.33 亿元，同比下滑 12.65%。2023Q1 综合眼病及白内障等基础眼病业务增速加快，主要源于去年同期低基数及存量积压需求释放。在白内障业务方面，公司在转型之前有较好的白内障业务经营基础，现在各医院仍保留大批优秀、成熟的白内障专家队伍，同时公司积极推广多功能人工晶状体及高端手术方式，提高白内障业务的利润率水平，2023 年有望继续在白内障业务方向加大发力。在视光业务方面，公司从美国引进陆燕博士担任儿童眼病与视光事业部技术总监，并全面推广第五代全数字化和智能化角膜塑形镜验配技术，将视光业务作为重点发展方向之一。

表 3、公司四大业务 2022 年业绩表现

	营收(亿元)	营收占比(%)	营收 YOY (%)	毛利率(%)	毛利率变动(%)
白内障项目	2.49	14.46%	-13.04%	30.85%	-3.76%
屈光项目	9.71	56.25%	11.29%	50.47%	-2.13%
视光项目	2.60	15.06%	-5.83%	44.75%	-2.09%
综合眼病项目	2.33	13.52%	-12.65%	13.27%	-6.29%

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **新院扩张计划稳步推进，内生收入增长潜力可期。**公司持续推进“全国连锁化+同城一体化”战略，聚焦直辖市、省会城市等中心城市，继而辐射周边市场。昆明润城普瑞、合肥瑶海普瑞、南昌红谷滩普瑞、广州番禺普瑞和南宁普瑞眼科医院等五家新院在 2022 年相继开诊，截至 2022 年末，公司已设立 24 家连锁眼科专科医院，覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市，另有多家新院已完成选址工作，正在筹备过程中。过去三年内新开诊的医院将成为普瑞眼科未来重要的内生增长引擎。

- **大湾区分部设立，管理效率有望提升。**大湾区经济发展水平全国领先，人口众多，消费力强，为公司重点发展区域。2022年公司首次尝试设立区域分部——大湾区分部，并任命公司副总经理刘中香先生为大湾区分部总经理、东莞光明眼科医院院长于强先生为大湾区总院长，负责大湾区范围内的医院运营、医疗管理、人才引进、选址布局等工作。未来大湾区将作为公司重点发展区域，成为公司新的增长引擎。
- **狠抓医疗质量，加强学科建设，构建完善医教研创新平台。**公司新设公司科研中心，积极推动公司科技创新，促进公司眼科业务临床、教学与科研一体化发展；2022年公司引进刘泉、廖荣丰、于强、韩清、刘斌等一批全国知名的专家，构建公司人才高地；同时公司根据《三级医院评审标准》进一步完善医疗质量管理体系，修订并完善各病种诊疗操作规范，并指导各医院实施。2022年公司发表SCI论文13篇，中文期刊41篇，此外还有2项实用新型专利，4项科研立项，高水平学术论文发表数量和质量均有大幅提升；同时公司借助积累的品牌优势和医疗技术口碑与安徽医科大学等全国各地多所医学院校达成多项校企合作协议，合作项目涉及毕业实习、专场招聘、对口联合培养等方面。此外，公司全面加强数字化技术应用，提升科学管理水平，探索线上线下一体化的眼健康管理服务新模式，进一步提升公司的行业影响力。
- **2023Q1 东莞光明眼科医院并表增厚利润。**2021年3月，公司通过收购创发企业100%股权从而取得东莞光明眼科医院45%的股权。2023年1月，公司全资子公司创发企业收购东莞光明眼科医院35%股权完成工商变更登记手续。此次股权转让完成后，公司通过创发企业合计持有东莞光明眼科医院80%股权，东莞光明眼科医院纳入公司合并财务报表范围，增厚公司业绩，同时并表后公司之前持有的东莞光明眼科医院的股权公允价值与其账面价值的差额计入当期投资收益造成投资收益9205万元，为2023Q1非经常损益的主要构成部分。此次交易可以有效填补公司在华南地区的布局空缺，成为公司在华南地区未来业务增长的引擎。东莞光明眼科医院于2002年正式成立，建院之初获得中山大学中山眼科中心扶持，是东莞三级管理眼科医院，也是东莞市干部保健基地，与中山大学成立了专科联盟单位。2021年广东省18个学科专业评价机构排名中，东莞光明眼科医院位居眼科专业广东省第七名，东莞市第一名。目前东莞眼科医院业务结构以综合眼病为主，占收入比例约60%，门诊量较大，也开始重视屈光和视光等业务的发展，未来将有望抓住渠道引流，成长潜力较大。东莞眼科医院屈光手术业务毛利率约40%，综合眼病业务毛利率约30%，OK镜验配业务毛利率约30%，2023年通过调整供应链采购渠道，预计OK镜验配业务毛利率将有明显上升，这主要得益于普瑞眼科入主后能享受到集中采购带来的价格下降。

**表 2、东莞光明眼科医院基本情况及业绩**

成立时间	2002 年 9 月 27 日
业务结构	2022 年综合眼病占比约 60%
各业务毛利率	屈光约 40%; 综合眼病约 30%; OK 镜验配约 30%
员工构成	共 173 人, 医护技术人员 153 人(含多点执业), 占比 88.44%。医生(含多点执业) 59 人, 其中主任医师 6 人, 副主任医师 27 人
2022 年营收(亿元)	1.80
2019-2022 营收 CAGR (%)	10.33%
2022 年净利润(亿元)	0.34
2019-2022 净利润 CAGR (%)	14.34%
2022 净利率 (%)	19.14%
并购后股权结构	创发企业(持股 80%), 东莞市人民医院(持股 20%)

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **2023Q1 期间费用率全面摊薄, 盈利能力提升。**2023Q1 公司毛利率 44.64%, 同比下降 0.52pp, 毛利率略有下滑主要源于公司业务结构变化, 毛利率较低的白内障和综合眼病存量积压需求释放, 营收占比上升, 拉低公司整体毛利率。2023Q1 公司营收快速增长, 期间费用率中刚性成本全面摊薄, 销售费用率 15.00%, 同比下降 1.89pp; 管理费用率 11.79%, 同比下降 2.76pp; 财务费用率 1.99%, 同比下降 1.18pp; 净利率 25.44%, 同比增长 17.47pp; 扣非归母净利率 10.99%, 同比增长 3.06%。
- **盈利预测:** 公司聚焦省会直辖市优质市场, “全国连锁化+同城一体化” 加密完善全国网点布局; 2022 年五家新院相继开诊, 新院扩张稳步推进, 内生收入增长潜力可期。我们调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.58/2.94/3.96 亿元, 对应 EPS 为 1.72/1.97/2.65 元。2023 年 5 月 5 日股价对应 PE 分别为 77.4/67.8/50.3 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新院业绩爬坡不及预期风险, 医保控费风险; 医疗事故及医疗责任纠纷风险

表 4、普瑞眼科分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	468	421	543	293	650	38.7%	1710	1726	0.9%
营业成本	257	242	297	211	360	40.0%	968	1007	3.9%
毛利	212	179	246	82	290	37.1%	742	719	-3.0%
销售费用	79	81	106	77	97	23.2%	317	344	8.5%
管理费用	68	60	75	67	77	12.4%	243	270	11.3%
财务费用	15	15	9	9	13	-12.9%	48	48	-1.8%
研发费用	0	2	2	2	2	1386.2%	0	7	-
资产减值	-0	-0	-1	-2	-0	-	-11	-3	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	6	3	6	0	92	1467.9%	9	15	60.2%
营业利润	56	25	60	-73	191	244.8%	143	68	-52.8%
利润总额	54	25	58	-77	189	252.4%	139	59	-57.4%
归母净利润	37	14	43	-73	162	334.9%	94	21	-78.1%
EPS	0.250	0.093	0.286	-0.491	1.085	334.9%	1	0.138	-78.1%
销售费用率	16.9%	19.2%	19.6%	26.4%	15.0%	-1.9 pp	18.5%	19.9%	1.4 pp
管理费用率	14.6%	14.2%	13.8%	23.0%	11.8%	-2.8 pp	14.2%	15.7%	1.5 pp
财务费用率	3.2%	3.6%	1.6%	3.1%	2.0%	-1.2 pp	2.8%	2.8%	-0.1 pp
研发费用率	0.0%	0.6%	0.3%	0.8%	0.3%	0.3 pp	0.0%	0.4%	0.4 pp
所得税率	30.5%	43.3%	26.4%	-4.8%	12.7%	-17.8 pp	32.4%	65.3%	32.9 pp
毛利率	45.2%	42.5%	45.4%	28.1%	44.6%	-0.5 pp	43.4%	41.7%	-1.7 pp
净利率	8.0%	3.3%	7.9%	-25.1%	25.0%	17.0 pp	5.5%	1.2%	-4.3 pp

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1188	2022	2816	3969
货币资金	926	1654	2341	3355
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	58	89	114	151
预付款项	10	18	23	29
存货	108	142	189	247
其他	86	119	148	187
<b>非流动资产</b>	2489	2736	3120	3497
长期股权投资	267	294	294	294
固定资产	392	473	525	552
在建工程	63	56	53	52
无形资产	10	10	9	8
商誉	27	31	29	29
长期待摊费用	389	528	666	803
其他	1341	1343	1543	1758
<b>资产总计</b>	3677	4757	5936	7466
<b>流动负债</b>	582	657	853	1041
短期借款	103	103	103	103
应付票据及应付账款	190	245	326	429
其他	289	309	424	510
<b>非流动负债</b>	1027	1490	1972	2742
长期借款	89	177	266	354
其他	939	1313	1707	2388
<b>负债合计</b>	1609	2147	2825	3784
股本	150	150	150	150
资本公积	1734	2034	2334	2634
未分配利润	153	297	369	457
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	2068	2610	3111	3682
<b>负债及权益合计</b>	3677	4757	5936	7466

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	21	258	294	396
折旧和摊销	122	123	150	175
资产减值准备	6	0	0	0
资产处置损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	58	17	16	15
投资损失	-13	-110	-9	-11
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-14	-187	-149	-162
<b>经营活动产生现金流量</b>	319	252	279	401
<b>投资活动产生现金流量</b>	-602	104	30	293
<b>融资活动产生现金流量</b>	1038	372	378	319
现金净变动	755	728	688	1013
现金的期初余额	171	926	1654	2341
现金的期末余额	926	1654	2341	3355

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1726	2507	3338	4360
营业成本	1007	1392	1851	2406
税金及附加	3	5	6	8
销售费用	344	456	578	750
管理费用	270	351	427	554
研发费用	7	10	12	25
财务费用	48	17	16	15
其他收益	10	12	11	11
投资净收益	15	110	9	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-2	-2	-2
资产减值损失	-3	-7	-6	-6
资产处置收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	68	389	460	616
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	9	7	8	8
<b>利润总额</b>	59	382	452	609
所得税	39	124	158	213
净利润	21	258	294	396
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	21	258	294	396
<b>EPS(元)</b>	0.14	1.72	1.97	2.65

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	0.9%	45.3%	33.2%	30.6%
营业利润增长率	-52.8%	475.3%	18.3%	34.1%
归母净利润增长率	-78.1%	1152.5%	14.1%	34.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.7%	44.5%	44.6%	44.8%
归母净利率	1.2%	10.3%	8.8%	9.1%
ROE	1.0%	9.9%	9.5%	10.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.8%	45.1%	47.6%	50.7%
流动比率	2.04	3.08	3.30	3.81
速动比率	1.85	2.86	3.08	3.57
<b>营运能力</b>				
资产周转率	57%	59%	62%	65%
应收帐款周转率	30.69	34.13	32.89	32.93
存货周转率	10.18	11.17	11.20	11.03
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.14	1.72	1.97	2.65
每股经营现金	2.13	1.68	1.87	2.68
每股净资产	13.82	17.45	20.79	24.61
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	969.2	77.4	67.8	50.3
PB	9.6	7.6	6.4	5.4

## 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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口头承诺均为无效,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn