

# 眼科医疗服务赛道风起云涌， 如何看待各家投资价值？

## How to View the Investment Value of Ophthalmology Medical Service?

舒影岚 Linda Shu, [linda.yl.shu@htisec.com](mailto:linda.yl.shu@htisec.com)

孟科含 Kehan Meng, [kh.meng@htisec.com](mailto:kh.meng@htisec.com)

2022年8月25日

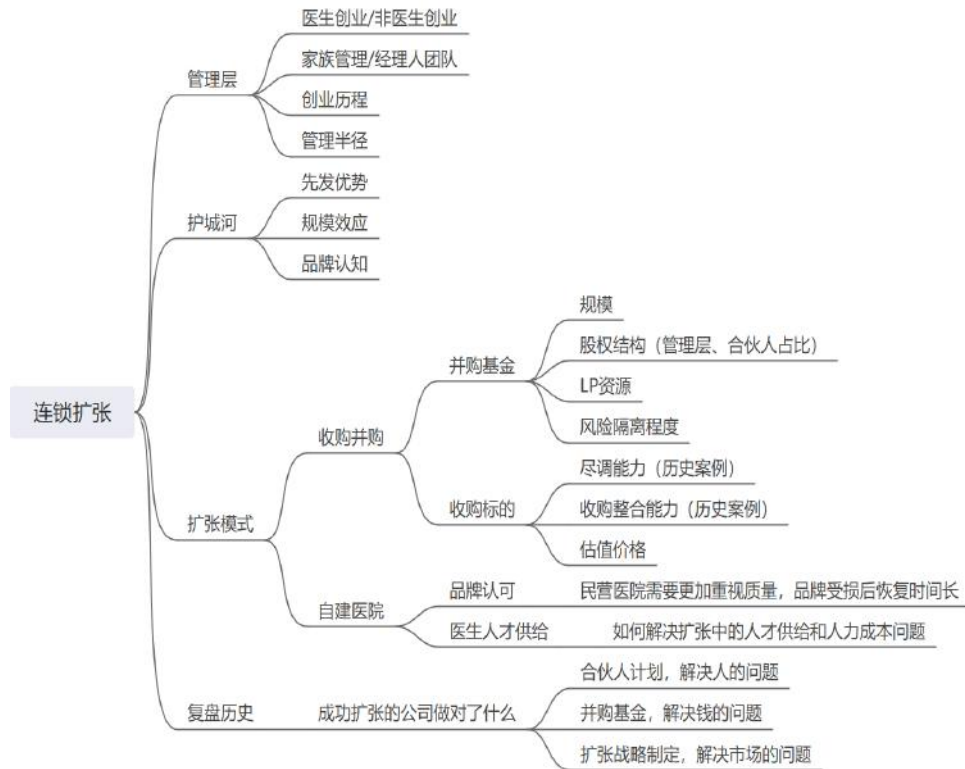
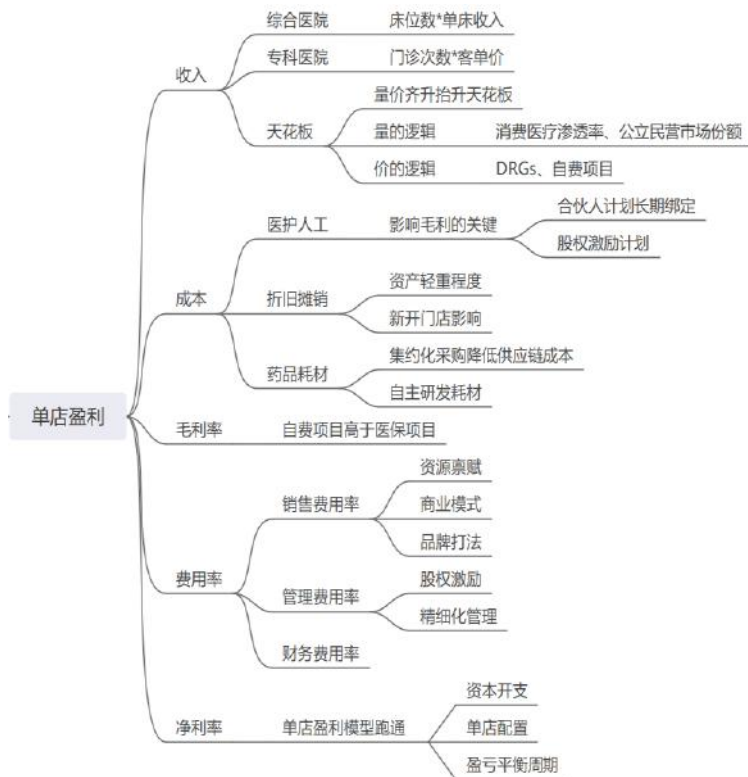
本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明、重要披露声明和免责声明，请参见附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

1. **国家鼓励社会办医态度不变。**非公医疗一直定位为公立医院的有益补充，共同扩大医疗资源供给。鼓励社会办医在每年国务院深化医药卫生体制重点工作任务中都有所体现，在其他各级别文件也有相关表述，语句调整也在正常范围内，经多方研究论证并无逻辑变化。医疗服务价格及医务人员薪酬改革趋势下，医疗服务劳务价值属性有望增强。
2. **眼科一超多强格局清晰，共同享受行业高景气度，重点看各公司的 $\alpha$ 能力。**市场担心眼科上市潮之后，各家借助并购基金，造成优质民营眼科服务供给增加，市场竞争加剧，我们认为，民营眼科相对公立医院市场份额仍然较小（民营占眼科市场比例约25%），优质民营眼科的专科服务供给，有利于民营医疗服务的品牌提升，部分城市民营眼科市场份额都已达到60%以上。我们认为目前眼科行业一超多强格局清晰，共同享受高景气度，各家有成长的充足空间，重点看各公司的 $\alpha$ 能力。
3. **在单店模型跑通下，关注具备连锁扩张复制能力的标的。**我们认为连锁扩张可以从两个方面分析，一是扩张战略，目标市场（一二线省会/下沉市场）+扩张载体（医院/视光中心）的组合与选择，二是复制能力，在爱尔眼科完成全国下沉布局（610家医院）、视光中心作为重要连锁布局载体的大背景下，一二线省会城市建店、视光门诊/中心成为各家连锁布局的关键词。
4. **建议关注：爱尔眼科（龙头强者恒强，内生外延稳健增长，“1+8+N”战略推动新十年高质量发展）、普瑞眼科（全国复制性已验证+省会重点城市持续扩张，盈利门店稳增长+新开门店减亏回正推动）、何氏眼科（医生创业+视光&人才培养能力出众的辽宁眼科龙头，视光中心+省外扩张提供增长潜力）、朝聚眼科（区域优势明显，逐步往省外扩张，估值性价比高）等。**
5. **风险提示：医疗事故风险、医保控费风险、行业竞争加剧风险、并购基金风险、商誉减值风险**

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://equities.htisec.com)

- 1、眼科赛道：医疗服务黄金赛道，增速快、标准化程度高、可复制性强
- 2、公司全景对比：竞争格局vs发展历程vs盈利差距
- 3、单店模型：医院盈亏平衡周期与视光门诊盈利能力异同
- 4、连锁扩张：民营眼科未来扩张战略的异同——寻找城市能级与业务的差异化
- 5、相关标的：从门店层面拆分各家未来增长看点：爱尔/华厦/普瑞/何氏/朝聚
- 6、盈利预测
- 7、风险提示

# 医疗服务核心研究逻辑：单店盈利 × 连锁扩张



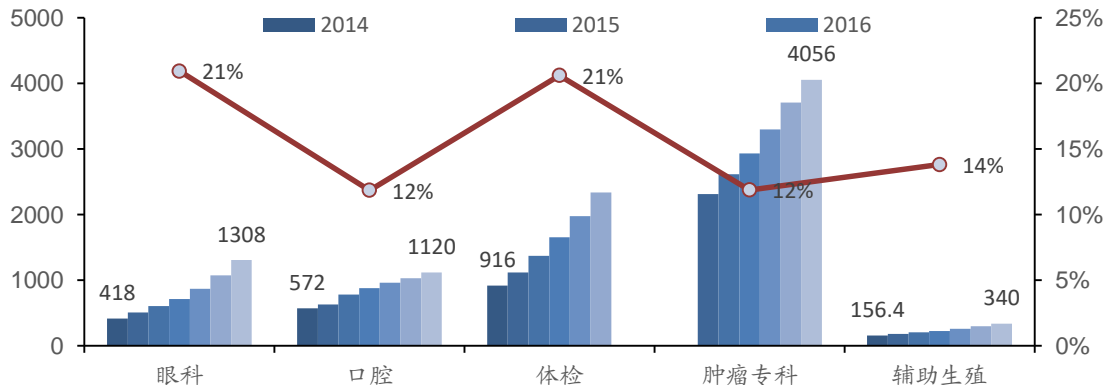
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

# 赛道增速有差异，眼科增速最快

- 五大民营专科医疗服务赛道：眼科相对增速最快，行业增速达到15%-20%，辅助生殖行业增速相对最慢，仅为10%左右；
- 肿瘤专科市场容量最大，2020年市场规模为4056亿，辅助生殖市场规模最小，2020年规模为340亿元。

	眼科	口腔	体检	肿瘤专科	辅助生殖	植发
行业规模（2020）	1308亿	1120亿	1978亿（2019年数据）	4056亿	340亿	134亿
增速核心驱动力	青少年近视防控、成人摘镜需求、老年人白内障及老花治疗	正畸的医美需求、种植牙的医美和口腔功能需求	个人健康意识与企业福利提升带来体检需求，公立医院体检产能不足必然外流民营体检市场	肿瘤高发，刚需程度强，治疗手段不断升级存量市场规模扩大	晚婚晚育、生活压力等多重原因造成自然受孕率降低	渗透率提升，拓展女性客户，巩固业务渗透率和复购率提高

各专科医疗服务赛道行业规模与增速



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://equities.htisec.com)

# 赛道护城河不同，单店门槛与扩张难度构成壁垒



- 资本开支大以及存在牌照壁垒的肿瘤专科、辅助生殖，赛道进入门槛高、扩张较难；依赖医生手工操作的牙科，亦存在难扩张的问题。
- 口腔行业单店进入门槛低，造成竞争格局激烈，连锁扩张与单店盈利之间需保持平衡，部分民营口腔连锁历史上出现开店越多亏算越多的反规模效应。
- 眼科行业既需要大型设备投入，也需要配备优秀医生，两个因素的共同作用，导致一定的进入门槛，眼科竞争格局相对较好，同时避免眼科医生离开平台，自主创业。

表 医疗服务各赛道壁垒分析								
	眼科	植发	口腔	体检	肿瘤专科	辅助生殖	中医连锁	康复
进入门槛	门槛较高：资金、设备、医生等	门槛较低	单体诊所门槛较低，高等级医院门槛较高	门槛中等：资金、设备等	门槛高，资本开支大，需多学科支持	门槛高，有牌照壁垒	单体诊所门槛中等，依赖医生资源	门槛高：医生、设备、医保资质等
人才依赖	青白眼病类对医生要求较高，屈光视光类对医生依赖较低	对医生要求相对较低	对医生技术水平依赖高，偏手艺活属性	对B超医生依赖较高，其他依赖程度一般	依赖头部专家，需多学科人才支持	依赖头部专家	对医生依赖程度高，早期靠知名中医引流，资深中医短缺	重症康复、运动康复依赖医生，养老康复对医生依赖程度一般
销售模式	B2C	B2C	B2C	B2B+B2C	B2C	B2C	B2C	B2C
核心竞争力	品牌+医生+供应链+分级连锁	品牌	区域品牌+医生+供应链	品牌+供应链+服务优化	区域品牌+医生	区域品牌+医生+服务优化	医生+品牌+供应链变现	重症康复：公立医院科室引流+设备+医生+医保
增长可持续性	有很强的盈利可持续性	持续开店，养固业务可持续性较好	单体核心医院有较好的盈利可持续性	持续开店及结构优化驱动高增长	单体核心医院有较好的盈利可持续性	单体核心医院有较好的盈利可持续性	持续开店，形成品牌效应后盈利可持续高	单店爬坡迅速，达峰后增长性一般，依靠复制扩张
可复制性	标准化、可复制性强，规模优势明显	标准化、可复制性强	区域属性明显，标准化、可复制性有一定难度	标准化，可复制性强，有一定规模化优势	较难标准化	具备标准化的基础，可复制性较强	早期依赖医生标准化不容易，形成品牌后可复制性较强	较强，具备标准化的基础（设备+医生）
竞争格局	竞争较激烈	竞争激烈	竞争激烈	竞争较激烈	竞争格局较好	竞争格局较好	竞争格局较好	竞争格局较好
未来看点	品类扩张+分级扩张渗透+产业链延伸	植发渗透率提升+拓展女性客户+养固业务复购率与渗透率提升	省内复制+品类扩张+非医疗流程优化	规模效应+平台化+夯实品牌	扩张下沉县域市场	全国扩张+头部集中	支持中医发展政策不断+连锁运营不断扩张	单店模式跑通后迅速复制
风险及瓶颈	未来区域竞争可能加剧，眼科手术技术跃进风险	单城单店，渗透率天花板	省外扩张较难，过分依赖杭口总院	未来可能面对较强竞争压力，品牌力需要持续培养	扩张较难，人才培养梯队需跟上	行业增速较慢，生育意愿下降	无医生所有权（多点执业）、收入主要依赖药品	医保占比较高；单店成长性一般
民营市场份额	18.6%	85%	39.9%	20.3%	9%	/	/	/
市场规模	1308亿（2020）	169亿	1120亿	1978亿（2019年）	4056亿	336亿	1000亿	1032亿元
未来5年增速	15%	23%	15%	15%	12%	8%	15%	15-20%
龙头公司份额	8%（爱尔眼科）	10.5%（雍禾医疗）	2.3%（通策医疗）	5.3%（美年健康）	0.3%（海吉亚）	5%（锦欣生殖）	1.4%	2%（三星医疗）

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](https://www.htisec.com)

数据来源：Wind，公司年报，海通国际

- 1、眼科赛道：医疗服务黄金赛道
- 2、公司全景对比：竞争格局vs发展历程vs盈利差距**
- 3、单店模型：医院盈亏平衡周期与视光门诊盈利能力异同
- 4、连锁扩张：民营眼科未来扩张战略的异同——寻找城市能级与业务的差异化
- 5、相关标的：从门店层面拆分
- 6、盈利预测
- 7、风险提示



# 民营眼科竞争格局：一超多强格局清晰

• 无论是“大连锁”还是“小而美”，当前都需要在局部稳扎稳打、全国逐步扩张。

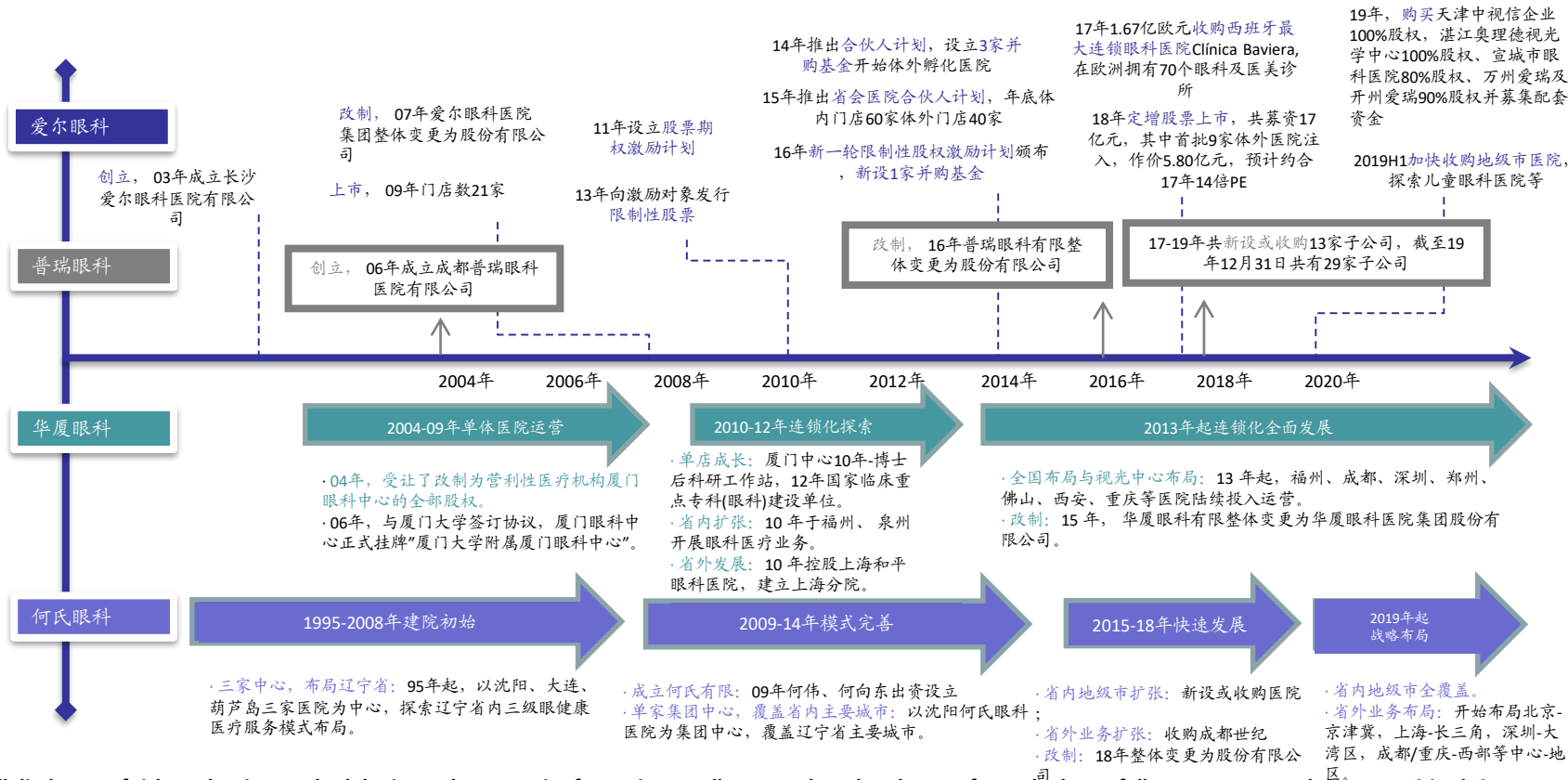
公司简称	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	何氏眼科	新视界眼科*	希玛眼科#HKD	朝聚眼科#HKD
21A营收(亿元),增速	150(+26%)	30.6 (+22%)	17(+25%)	10(+15%)	7.6(+12%)	11(+59%)	10(26%)
21A归母净利润(亿元),增速	23.2(+35%)	4.5 (+41%)	0.9(-14%)	0.9(-14%)	0.4(+0%)	0.2	1.6(30%)
21A毛利率,归母净利率	52%, 15.5%	46%, 15%	44%, 5.5%	40%,9%	41%,4%	32%,2%	21%, 16%
21A成本费用率(人力/销售/管理)	15%、10%、13%	16%、13%、10%	16%、19%、14%	17%、13%、13%	/	/、11%、21%	5%、9%、32%
21A屈光,视光,白内障营收(亿元)	55亿 (占37%、+27%) 34亿 (占23%、+38%) 22亿 (占15%、+12%)	9.6 (+32%,占30%) 3.6 (+36%,占10%) 7.6 (+15%,占25%)	8.7 (+30%,占51%); 2.8(+34%,占16%) 2.9(+5%,占17%)	2(+14%,占21%); 3.5(+26%占36%) 1.6(+3%,占16%);	3.2(+19%); 2.7(+2%); 1.0(+20%)		消费眼科5.2亿(52%) 基础眼科4.8亿(48%)
21A门诊,手术量(万人次)	1020万 (+35%); 82万 (+18%)	167, 29/眼	98万(+33%); 9.2万(+18%)	门诊量119万 (+16%), 手术量4.6万 (+5%), 视光服务40万;		手术3.5万(+62%)	医院门诊89万(+36%);医 院住院4.6万(+4%);视光中 心门诊12万(+30%)
客单价(万元)	白内障0.75 屈光1.8	白内障0.7 屈光1.8	白内障0.8 屈光1.6 视光0.14	手术0.99 视光0.07	/	平均手术费/万港元:内 地:1.3 香港:2.7	医院门诊0.07;医院住院 0.74;视光中心门诊0.07
覆盖区域	全国/欧美/东南亚	华东为主	全国布局,西南为主占 30%,华东占20%,西北 19%	主要在辽宁省	上海,二线城市,共10 个	香港,北上深昆	内蒙为主,浙北苏北
门店数量(家)	总计723家,境内610家(体 内292家,146家医院,118家 门诊部;体外318家),境 外113家;	医院:56 视光中心:26	医院:22 门诊部:3	三级机构:3 二级机构:32 初级机构:55	医院:13家 门诊部:1家	香港:2间手术中心、6 家诊所 内地:7家医院、4家诊 所	医院:17 视光中心:24
代表医院收入、利润及收入增速	武汉(5.4、1.5、11%)、 长沙(4.6、1.8、3%)	厦门眼科中心 (8.0,2.2,6%)	昆明(2.3,0.4,20%) 成都(1.5,0.6,30%)	沈阳(4.3,0.7,+43%) 大连(2.2,0.3,41%)		香港(5.4,0.6,60%) 深圳(3.1,/,41%)	2020:包头(1.8/,5%) 呼市(1.9/,12%)
医生数量(名)	7000+ (截止2020.04,含海外)	891	400+	医疗人员1597(医生约 500名)	医疗人员685	/	/

注: (1) \*2019年7月并入光正集团,收入口径为医疗服务收入,利润口径为合并报表的归母净利润

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://equities.htisec.com)



# 公司发展历程对比：资源禀赋存在差异



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

- 各眼科公司实控人持股比例均较高。爱尔眼科股权激励较为充分。

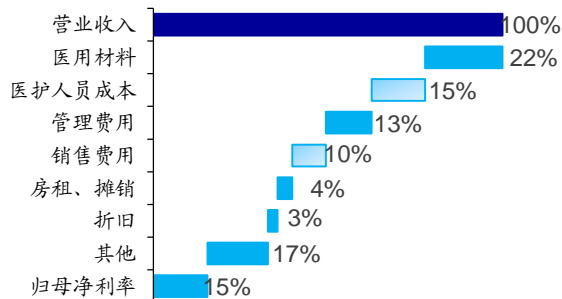
公司	实控人（持股比例）	股权激励计划
爱尔眼科	陈邦（43.9%）	在 2011 年、2013 年、2016 年和 2020 年分别实施 4 次股权激励计划，激励对象范围持续扩大，2021 年股权激励对象人数占上年员工人数的 21.52%，为历次之最。
何氏眼科	何伟、何向东、付丽芳共同控制（47.4%）	/
华厦眼科	苏庆灿（发行前68.2%）	6 家员工持股平台，即涵蔚投资、鸿浮投资、昊蕴投资、博凯投资、禄凯投资、颂胜投资
普瑞眼科	徐旭阳（54%）	扶绥正心、锦官青城、福瑞共创、扶绥正德4家员工持股平台
朝聚眼科	张波洲（40.5%）	厦门聚鹭达洲股权投资为员工持股平台

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](https://www.htisec.com)

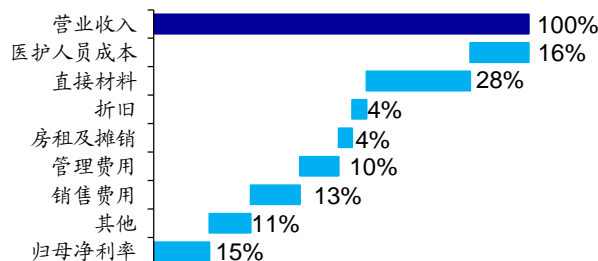
# 利润表拆解：人工成本与销售费用是影响毛利与净利的关键，龙头规模效益明显

- 爱尔眼科的成本费用结构，是具备品牌力的行业龙头，在运营规模效益下的体现。

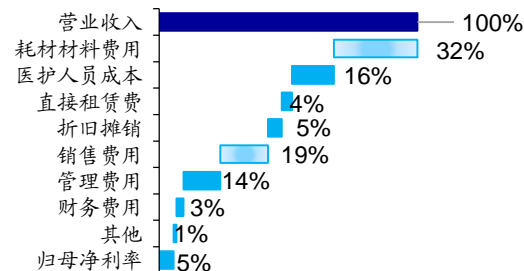
爱尔眼科成本费用（21年收入150亿）



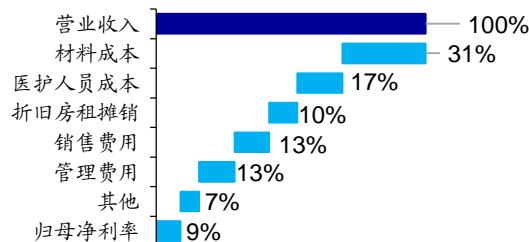
华厦眼科成本费用（21年收入31亿）



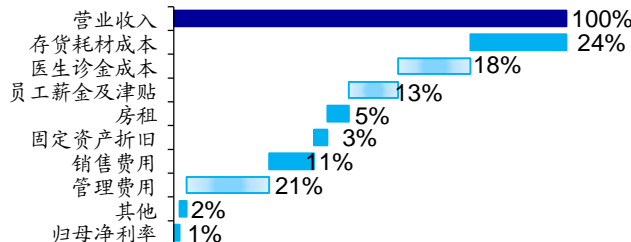
普瑞眼科成本费用（21年收入17亿）



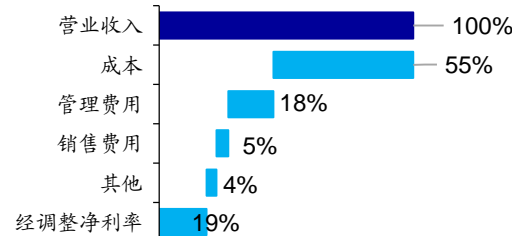
何氏眼科成本费用（21年收入10亿）



希玛眼科成本费用（21年收入11亿）



朝聚眼科成本费用（21年收入10亿）



注：其他为收入扣除各项成本费用后，再减去净利率所得的倒算值，一般包含所得税费用及其他各项费用；

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [ot.equities.htisec.com](http://ot.equities.htisec.com)

# 人力成本：关键在于解决扩张中的人才供给与激励问题

- 从人力成本占比并不直接凸显爱尔眼科在人才方面的优势，爱尔眼科的优势是在扩张中保持了较好的人力成本。2020年受减免员工社保缴纳的政策影响，各公司人力成本占收入比例均有所下降。2021年相对2019年，华厦眼科人工占比下降2pct，我们认为主要原因是华厦眼科扩张较慢，医护成本得到较好控制，何氏、普瑞均有提高。从2019年到2021年，爱尔医护数量增长54%，远高于其他三家，绝对数量增加更为明显。在疫情影响下，大多数民营医疗机构放慢扩张速度，爱尔的市占率将得到提升。
- 截止2020年底，全国眼科医生约4.5万名，根据公开搜索，我们预计爱尔眼科集团医生约7000名，占全国眼科医生数量16%。爱尔眼科不仅通过与高校合作、社会招聘，解决了人才的供给问题，也通过合伙人计划、股权激励解决了核心医生人才的待遇保障问题。

表 各眼科公司人力成本占比

公司-项目	2019年	2020年	2021年	2021年相对2019年提高比例
爱尔眼科-人力工资	15.7%	15.0%	15.3%	-0.4pct
何氏眼科-人工成本	15.2%	14.7%	16.7%	+1.5pct
华厦眼科-直接人工	17.6%	16.3%	15.6%	-2.0pct
普瑞眼科-直接人工+间接人工	15.9%	13.9%	16.2%	+0.3pct

表：各眼科公司医护人员数量

	2019年	2020年	2021年	2021相比2019年增长幅度
爱尔眼科	11321	14661	17420	54%
何氏眼科	1403	1454	1597	14%
华厦眼科	3234	3144	3278	1%
普瑞眼科	1552	1517	1715	11%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

# 药耗成本：眼科创新药物已纳入医保，耗材价格差异较大，爱尔眼科具备供应链成本优势

- 药品成本各家基本接近。眼科常用的高值药品雷珠单抗、康柏西普、阿柏西普均已进入医保，因此各家采购价格基本接近。
- 高值耗材方面，爱尔眼科具备显著的以量换价优势。白内障晶体，普通中低端白内障晶体由于集采的影响，未来价格各家区域接近。高端人工晶体和ICL晶体为例，各家差距较大。普瑞眼科招股书显示，以ICL晶体为例，普瑞眼科屈光业务量全球第二，仅次于爱尔，可以直接从全国一级代理商处采购晶体，而何氏等机构从二级代理商或区域代理商采购，普瑞眼科相较何氏眼科，ICL晶体采购价低45%。我们认为，ICL晶体、全飞秒负压环等高值耗材，爱尔眼科具备成本优势，将体现为ICL业务毛利率优势。

表：同品类药耗各公司采购单价对比（单位：元）

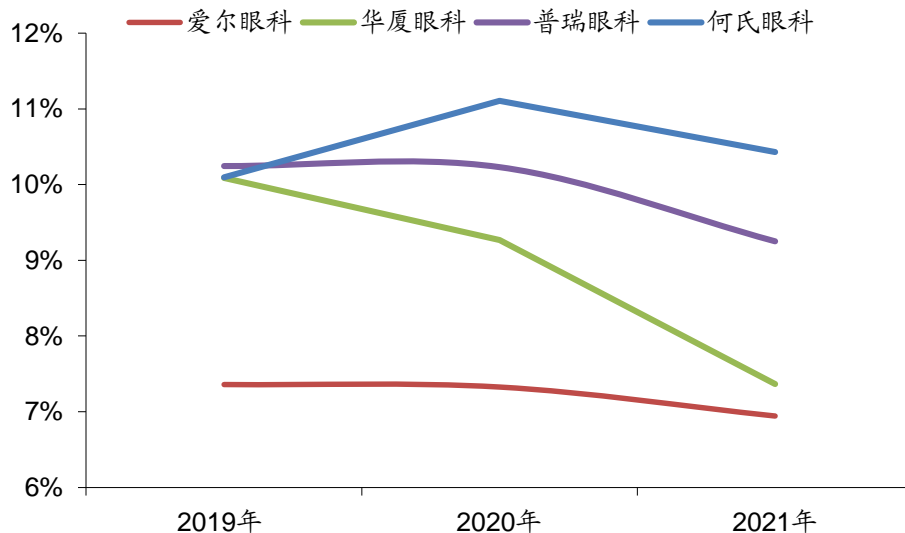
公司	药品		人工晶体			OK镜
	雷珠单抗	康柏西普	单焦点人工晶体 (普通白内障)	多焦点人工晶体 (高端白内障)	ICL 人工晶体 (一二级代理 采购区别)	硬性角膜接触镜（品 牌选择关系）
何氏眼科	3860	4125	892	6256	8388	1314
普瑞眼科	3949	4120	1071	6900	4609	1188-1658
华厦眼科	3950	4160	1034	6350	6113	2373-3622

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

# 折旧摊销：爱尔眼科规模优势显著

- 固定成本端，以折旧摊销租金合计占收入比例计算，2021年爱尔眼科6.9%<华厦眼科7.4%<普瑞眼科9.3%<何氏眼科10.3%。
- 爱尔医院在体外培养再并购进体内，相对其他各家新开医院以体内培养，固定成本对毛利影响较小。爱尔眼科旗下部分医院若为控股股东租赁给上市公司，在租金价格具备一定优势。大型医疗设备、装修成本具备规模采购优势。

图 各眼科公司折旧摊销租金合计占收入比例



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

- 1、眼科赛道：医疗服务黄金赛道
- 2、公司全景对比：竞争格局vs发展历程vs盈利差距
- 3、单店模型：视光门诊盈利能力异同**
- 4、连锁扩张：民营眼科未来扩张战略的异同——寻找城市能级与业务的差异化
- 5、相关标的：从门店层面拆分
- 6、盈利预测
- 7、风险提示



# 视光门诊模型差异：爱尔眼科注重跑通模式，何氏眼科盈利能力较强

- 我们认为，各家视光中心盈利水平的差异：（1）在于区域性的规模效应。主要体现为区域性的品牌效应、供应链规模效益；（2）分级诊疗体系的构建。主要体现为上级医院品牌输出、医生人才支持以及向上转诊导流、向下承接复查复诊需求，从单一的视光门诊变为分级诊疗体系中的重要一环。
- 爱尔眼科：截止2021年底，体内视光门诊118家，注重跑通模式，提升盈利的确定性，同时在视光产品上，爱尔眼科正打通上游产品研发和下游生产应用的视光产品产业链。
- 何氏眼科：截止2021年底，拥有55家视光门诊，净利率从2018年的5.18%提升至2021H1的16.88%。

表 各眼科公司视光门诊盈利情况

公司	视光门诊数量	视光门诊盈利情况
爱尔眼科	118（体内）	未披露
何氏眼科	55	初级眼保健操机构2018-2021H1净利率分别为5.18%、11.09%、20.29%、16.88%
华夏眼科	20	截止2021年底，8家视光门诊盈利。
普瑞眼科	4	截止2021年底，4家门诊均处于亏损状态。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

- 1、眼科赛道：医疗服务黄金赛道
- 2、公司全景对比：竞争格局vs发展历程vs盈利差距
- 3、单店模型：医院盈亏平衡周期与视光门诊盈利能力异同
- 4、连锁扩张：民营眼科未来扩张战略的异同——寻找城市能级与业务的差异化**
- 5、相关标的：从门店层面拆分
- 6、盈利预测
- 7、风险提示

# 连锁布局对比：爱尔完成全国省会+地级市布局，普瑞初步完成全国省会城市布局，华厦从福建扩张到华东华南，何氏完成辽宁全域布局

爱尔眼科医院布局



华厦眼科医院布局



普瑞眼科医院布局



何氏眼科医院布局



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

# 未来扩张战略对比：视光、一二线城市是关键词

我们认为，地级市的人口天花板较低，通常有当地公立医院，在龙头爱尔完成全国性布局的大背景下，二线眼科公司的全国性布局以差异化的布局战略为主，在区域与业务上寻找差异化竞争。重点城市（省会城市、发达地级市）成为各家眼科未来竞争的主要战场，业务竞争上何氏、华夏都将视光门诊作为扩张全国的主要载体。

- 普瑞眼科：继续聚焦直辖市、省会城市及发达地级市。
- 何氏眼科：以视光中心为载体进行全国扩张。
- 华夏眼科：医院布局华东南，未来通过视光门诊布局全国。

表 医疗服务行业公司扩张战略对比

公司	未来扩张战略关键词	扩张战略
爱尔眼科	区域性眼科中心	公司目前医疗网络已遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚等地，奠定了全球发展的战略格局；新十年战略规划，逐步打造区域性眼科中心，稳步推进对重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建，继续加快以省会城市的一城多院以及视光门诊部或诊所的网络布局。
何氏眼科	视光中心门店布局全国重点城市	目前公司实现辽宁省内地市级医院全覆盖，同时开始积极拓展全国业务，开始布局以北京为中心的京津冀地区、以上海为中心的长三角地区、以深圳为中心的大湾区和以成都、重庆为中心的西部地区等地，初步形成各区域连锁网络布局在全国重点城市的战略布局。拟在全国 20 个城市新建 67 家视光中心门店，其中辽宁省沈阳市、大连市等 14 座城市新建 30 家视光中心门店，辽宁省外北京市、上海市、深圳市等 6 座城市新建 37 家视光中心门店。
华夏眼科	医院布局华东南，视光中心布局全国	从福建向华东南扩张。拟在全国 14 个省（自治区、直辖市）新建 200 家直营店，共分 2 年进行建设。
普瑞眼科	聚焦直辖市、省会	聚焦直辖市、省会城市等中心城市。
朝聚眼科	集群化运作	内蒙（内蒙古东区域布局）、苏北淮北（区域布局）
希玛眼科	大湾区、多专科	2025 年底前，眼科医院数目增加至不少于 50 家。通过并购，由香港和深圳开始进入不少于 3 个大赛道专科领域，在大湾区建立具规模的港式多专科医疗服务网络。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](https://www.htisec.com)

# 先发优势：医疗服务企业先发卡位优势明显



- 成都爱尔比成都普瑞早成立3年，21年收入体量差距接近2倍；重庆爱尔比重庆普瑞早成立5年，21年收入体量差距接近3倍；武汉爱尔比武汉普瑞早成立8年，21年收入体量差距接近6倍。

表 同城爱尔、普瑞门店数据对比

城市	医院	成立时间	/亿元	2018年	2019年	2020年	2021年
昆明	普瑞	2008年	收入	1.42	1.74	1.88	2.26
			净利率	16%	22%	18%	20%
	爱尔	2010年	收入	1.00			
			净利率	10%			
成都	普瑞	2006年	收入	0.97	1.04	1.15	1.50
	爱尔	2003年	收入	3.13	3.75	3.81	4.17
武汉	普瑞	2011年	收入	0.62	0.80	0.66	0.89
			净利率	16%	14%	7%	4%
	爱尔	2003年	收入	4.66	5.46	4.85	5.38
			净利率	20%	23%	29%	27%
重庆	普瑞	2011年	收入	0.55	0.56	0.61	0.76
			净利率	4%	2%	10%	10%
	爱尔	2006年	收入	2.58	2.58	2.45	2.60
			净利率	19%	22%	18%	19%
沈阳	爱尔	2005年	收入	3.46	3.75	3.86	4.24
			净利率	20%	17%	22%	23%
	何氏	1996年	收入	2.45	2.81	3.05	4.36
			净利率	15%	17%	16%	16%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

# 人才供给：以招聘为主，各家努力往院校培养纵深发展

- 眼科人才供给对于企业不同的发展阶段，具有不同的影响程度。何氏眼科自办高校，爱尔眼科与国内众多学校开展合作办学，华夏眼科与厦门大学深度合作，普瑞眼科未来将与国内医学院开展合作。

表 各眼科公司人才培养对比

公司	医生数量 / 医务人员数量 (截止2021年)	人才培养平台、亮点
爱尔眼科	医生：约7000+ 医务：17420	与中南大学、武汉大学、天津大学、四川大学、暨南大学等10所高等院校结成战略合作伙伴，先后设立爱尔眼科研究所、眼视光研究所等7个研究所，实现了临床、教学、科研一体化发展。 在公司成立20周年庆典上，爱尔眼科面向全球启动“眼科人才北斗计划”。按照计划，未来10年，爱尔眼科将引进与托举世界级战略科学家10人、行业领航、领军人才100人，培养眼科业务骨干1000人、眼科专业人才10000人，
普瑞眼科	医生：约400+ 医务：1000+	在人才培养方面，公司通过医院内部、集团内部资深医师带教培养年轻新人及与高等院校建立合作关系，遴选合格的医生入校培训打造梯队合理的人才结构。在人才引进方面，公司根据医院需求，一方面逐步扩大全职医生规模，另一方面也充分利用优秀医师多点执业的政策，汇集了一定数量的公立医院优秀医师。武汉普瑞于2018年经评审被认定为湖北省住院医师规范化培训基地，用于培养合格的眼科临床医师后备队伍。 <b>未来三年内，公司将与一批医学院校进行多层次的人才培养合作。</b>
华夏眼科	医生：891 医务：3278	公司下属医院与厦门大学、北京大学等院校建立合作关系。厦门眼科中心需安排一定资金用于支持厦门大学医学教育和医科发展。厦门眼科中心作为厦门大学的非隶属附属医院，亦成为厦门大学的人才培养基地，为厦门大学承担了教学、科研等相关义务，也为厦门大学眼科医学专业的科研、教学提供了相关资金、技术、专业人员支持。
何氏眼科	医护：1597	辽宁何氏医学院，普通本科高校，拥有国内外在校学生15000余人，其中眼视光专业每年招收110人左右，临床医学专业招收90人左右，护理专业招收110人左右。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

- 1、眼科赛道：医疗服务黄金赛道
- 2、公司全景对比：竞争格局vs发展历程vs盈利差距
- 3、单店模型：医院盈亏平衡周期与视光门诊盈利能力异同
- 4、连锁扩张：民营眼科未来扩张战略的异同——寻找城市能级与业务的差异化
- 5、相关标的：从门店层面拆分，看未来增长
- 6、盈利预测
- 7、风险提示



# 爱尔眼科：老店不老，新店崛起

- 爱尔眼科前十老店，2021年合计收入32.5亿元，同比增长12.3%，合计归母净利润8.1亿元，同比增长8.3%，净利率25.8%。
- 国内非前十门店，2021年合计收入100.3亿元，同比增长30.5%，合计归母净利润13.2亿元，同比增长51.4%，净利率13.9%。

医院名称	持股比例	收入/万元			归母净利润/万元			净利率		
		2020	2021	同比增长	2020	2021	同比增长	2020	2021	同比增长
长沙爱尔	100%	44371	45794	3%	16908	17699	5%	38%	39%	0.5%
武汉爱尔	100%	48483	53760	11%	14168	14695	4%	29%	27%	-1.9%
成都爱尔	100%	38105	41699	9%	10656	12667	19%	28%	30%	2.4%
沈阳爱尔	100%	38609	42397	10%	8653	9834	14%	22%	23%	0.8%
重庆爱尔	100%	24548	25964	6%	4412	4906	11%	18%	19%	0.9%
衡阳爱尔	100%	17232	19120	11%	4111	4588	12%	24%	24%	0.1%
东莞爱尔	90%	19221	23165	21%	4823	5276	9%	28%	25%	-2.6%
深圳爱尔	67.5%	24054	29826	24%	3366	3581	6%	21%	18%	-2.9%
广州爱尔	95%	21619	24502	13%	4306	3832	-11%	21%	16%	-4.5%
株洲爱尔	76%	13420			3255			32%		
贵阳爱尔	85%		18950			3770			23%	
前十合计		289661	325177	12.3%	74659	80849	8.3%	27.0%	25.8%	-1.1%
前十占比		24.3%	21.7%	-2.6%	43.3%	34.8%	-8.5%			
海外业务		132619	171164	29.1%	10514	19482	85.3%			
国内非前十合计		768962	1003740	30.5%	87208	132004	51.4%	12.2%	13.9%	1.7%
国内非前十占比		64.6%	66.9%	2.4%	50.6%	56.8%	6.2%			
公司总计		1191241	1500081	25.9%	172381	232334	34.8%	15.8%	16.5%	0.7%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

# 爱尔眼科：老院开启升级之路，定增助力“1+8+N”战略落地



- “1”是指爱尔拟将长沙医院建设为世界级眼科中心，“8”则是指爱尔拟将北京、上海、广州、深圳加上成都、重庆、武汉、沈阳的8家医院，建设成为国家级眼科中心；至于“N”，是指除上述9家外的省会级城市医院要达到当地一流水平，同时在湖北、安徽、贵州等地新建医院加密一城多院布局。
- 我们认为，“1+8+N”战略是爱尔眼科分级连锁模式的一次全方位升级，通过打造临床、教学、科研全方位发展的标杆医院，抬升单店收入的天花板，带动区域其他医院发展。

序号	门店收入/万元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2018-2021CAGR
1	长沙		9904	11854	12641	14974	17705	21150	23314	27944	34161	39178	44370	45794	10%
	yoy			20%	7%	18%	18%	19%	10%	20%	22%	15%	13%	3%	
2	武汉	11846	14843	17906	20789	25046	29048	31646	33677	39789	46578	54603	48483	53760	5%
	yoy		25%	21%	16%	20%	16%	9%	6%	18%	17%	17%	-11%	11%	
3	沈阳	10228	13486	16168	17320	20209	20790	24462	27793	31300	34623	37464	38609	42397	7%
	yoy		32%	20%	7%	17%	3%	18%	14%	13%	11%	8%	3%	10%	
4	成都	4812	6128	8904	9727	11670	13013	16868	20858	26325	31278	37543	38105	41699	10%
	yoy		27%	45%	9%	20%	12%	30%	24%	26%	19%	20%	1%	9%	
5	深圳					442	3078	6645	8680	11934	18029	23259	24054	29826	18%
	yoy						597%	116%	31%	37%	51%	29%	3%	24%	
6	东莞									8022	11680	16253	19221	23165	26%
	yoy										46%	39%	18%	21%	
7	重庆	3984	5391	7406	9324	9781	12060	17810	17516	21626	25849	25830	24548	25964	0%
	yoy		35%	37%	26%	5%	23%	48%	-2%	23%	20%	0%	-5%	6%	
8	广州		2637	3747	4140	4961	5844	7856	10070	13513	18437	21676	21619	24502	10%
	yoy			42%	10%	20%	18%	34%	28%	34%	36%	18%	0%	13%	
9	贵阳					3489	4367	6193	8209	11157	11792	13373	16591	18950	17%
	yoy						25%	42%	33%	36%	6%	13%	24%	14%	
10	衡阳	2462	3249	4274	5501	6553	7638	8609	10122	12340	14299	16314	17232	19120	10%
	yoy		32%	32%	29%	19%	17%	13%	18%	22%	16%	14%	6%	11%	
11	株洲三三一	2709	3221	3974	4458	5240	5830	6663	7425	8649	10200	12728	15078	16489	17%
	yoy		19%	23%	12%	18%	11%	14%	11%	16%	18%	25%	18%	9%	
							前十一大门店合计收入/亿元			20.14	24.51	28.48	29.13	32.27	10%
							爱尔营业收入/亿元			59.63	80.09	99.90	119.12	150.01	23%
							前十一大门店收入占比			34%	31%	29%	24%	22%	

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [gt.equities.htisec.com](http://gt.equities.htisec.com)



# 普瑞眼科：未来看点在于亏损门店扭亏

- 2021年，公司23家医院中，盈利医院9家（不包含成都普瑞）合计净利润1.54亿元，成都普瑞（母公司，净利润包含供应链子公司及其他子公司分红）净利润0.62亿元。
- 上海北京贵州3家医院初步实现盈亏平衡，2021年合计亏损43万。
- 已开业亏损医院9家合计亏损0.76亿元，尚未开业医院10家合计亏损0.42亿元。

表 普瑞眼科门店收入利润拆分

以2021年为标准		2018年	2019年	2020年	2021年
盈利医院 (9家)	收入	74509	87430	94714	118366
	yoy	25%	17%	8%	25%
	净利润	7215	10912	12317	15360
	yoy	108%	51%	13%	25%
	净利率	10%	12%	13%	13%
成都普瑞 (净利润包含供应链子公司及其他子公司分红)	收入	9685	10413	11454	14964
	yoy	29%	8%	10%	31%
	净利润	3015	6962	4922	6158
	净利率		67%	43%	41%
盈亏平衡医院 (3家, 上海北京贵州)	收入	18256	20174	26509	33475
	yoy	27%	11%	31%	26%
	净利润	(4327)	(3279)	(714)	(43)
	净利率	-24%	-16%	-3%	0%
亏损医院 (10家)	收入	8907	11505	14688	18422
	yoy	42%	29%	28%	25%
	净利润	(3307)	(2429)	(4976)	(7573)
	净利率	-37%	-21%	-34%	-41%
尚未开业门店10家 (指截止2021年底尚未开业)	净利润				(4249)
单体净利润相加合计	净利润	2595	12165	11549	9578
合并报表层面	归母净利润	3133	4905	10893	9389
内部调整及扣非项		537	(7260)	(656)	(189)

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at.equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

# 何氏眼科：门店呈现两头盈利较强的特点，视光服务收入量价齐升



- 在门店层面，何氏眼科呈现两头盈利较强的特点。3家三级眼保健机构，沈阳何氏、大连何氏、葫芦岛何氏是何氏眼科的前三大医院，均是成立时间已超过十年的成熟医院，三家医院合计收入从2018年的4.10亿元增长至2021年的7.21亿元，CAGR为21%，三家医院净利润从2018年的0.59亿元增长至2021年的1.07亿元，CAGR为22%，净利率稳定在14%-15%。
- 业务层面，视光业务呈现量价齐升的发展态势。视光服务收入从2017年的1.20亿元增长至2021年的3.46亿元，CAGR为30.4%，视光服务收入占总收入比例为从2017年的25%提升至2021年的36%。服务人次从2017年的18.63万人次增长至2020年的39.02万人次，平均单价从2017年的642元增长至2021H1的778元。

表 何氏眼科门店收入拆分

眼保健机构 分类	门店数量 截止 2021	收入/亿元				净利率			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
三级	3	4.10	4.71	5.1	7.21	14.4%	14.8%	14.5%	14.8%
yoy			14.9%	8.4%	41.3%				
二级	32	1.31	1.87	2.24	初级二级合计	-24.2%	-22.1%	-16.2%	初级二级 合计 净利率为 -8.4%
yoy			42.3%	20.2%	2.41亿元				
初级	55	0.74	0.99	1.08	yoy为-27%	5.2%	11.1%	20.3%	
yoy			34.3%	8.9%					
合计	90	6.15	7.56	8.42	9.62	9.2%	10.8%	12.0%	9.0%
yoy			23.1%	11.4%	14.3%				

表 何氏眼科视光服务收入拆分

	项目	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021
OK镜	营业收入万元		5409	8114	10250	6235	
	服务人次/万次		2.78	3.06	2.93	1.60	
	平均单价元/例		1948	2648	3504	3900	
	毛利率		50%	52%	52%	51%	
框架眼镜	营业收入万元		8504	10984	13203	6642	
	服务人次/万次		9.46	13.57	19.24	7.86	
	平均单价元/例		899	810	686	845	
	毛利率		54.2%	58.4%	56.6%	51.1%	
其他视光 服务	营业收入万元		2337	3211	3929	2465	
	服务人次/万次		11	16.01	16.85	10.25	
	平均单价元/例		212	200	233	241	
	毛利率		29.4%	33.2%	38.0%	36.9%	
合计	营业收入万元	11965	16250	22308	27382	15341	34598
	yoy		36%	37%	23%		26%
	占收入比例	25%	26%	30%	33%	33%	36%
	服务人次/万次	18.63	23.24	32.65	39.02	19.71	
	平均单价元/例	642	699	683	702	778	
	毛利率	46.0%	49.2%	52.3%	52.1%	48.6%	48.5%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

# 朝聚眼科：深耕内蒙，三家中心医院收入稳定增长

- 包头医院于2016年5月注册成立，位于蒙西，2018年、2019年以及2020年，包头医院产生的收益分别为1.53亿元、1.70亿元及1.79亿元，占同期收益总额的24.2%、23.8%及22.5%。
- 呼市医院于2016年9月注册成立，位于蒙西，2018年、2019年以及2020年，呼市医院产生的收益分别为1.49亿元、1.67亿元及1.87亿元，占同期收益总额的23.5%、23.4%及23.6%。
- 赤峰医院于2016年12月注册成立，位于蒙东，2018年、2019年以及2020年，赤峰医院产生的收益分别为0.82亿元、0.90亿元及1.10亿元，占同期收益总额的12.9%、12.5%及13.8%。

表 朝聚眼科门店收入拆分

医院	单位: 万元	2018	2019	2020
包头医院	收入	153	170	179
	yoy		11%	5%
	门诊收入	75.2	87.5	100.5
	yoy		16%	15%
	住院收入	77.9	82.8	78.6
呼市医院	yoy		6%	-5%
	收入	149	167	187
	yoy		12%	12%
	门诊收入	75.5	89.8	115.7
	yoy		19%	29%
赤峰医院	住院收入	73.5	77.2	71.5
	yoy		5%	-7%
	收入	82	90	110
	yoy		10%	23%
	门诊收入	47.0	58.6	74.2
	yoy		25%	27%
	住院收入	34.7	30.9	35.7
	yoy		-11%	16%

表 朝聚眼科门店收入拆分

单位: 万元	2018	2019	2020
医院总收入	550	646	726
yoy		17%	12%
呼市 + 包头 + 赤峰医院	384	427	476
yoy		11%	12%
%	70%	66%	66%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

- 1、眼科赛道：医疗服务黄金赛道
- 2、公司全景对比：竞争格局vs发展历程vs盈利差距
- 3、单店模型：医院盈亏平衡周期与视光门诊盈利能力异同
- 4、连锁扩张：民营眼科未来扩张战略的异同——寻找城市能级与业务的差异化
- 5、相关标的：从门店层面拆分
- 6、建议关注
- 7、风险提示



## 建议关注:

- 爱尔眼科（龙头强者恒强，内生外延稳健增长，“1+8+N”战略推动新十年高质量发展）；
- 普瑞眼科（全国复制性已验证+省会重点城市持续扩张，盈利门店稳增长+新开门店减亏回正推动）
- 何氏眼科（医生创业+视光&人才培养能力出众的辽宁眼科龙头，视光中心+省外扩张提供增长潜力）
- 朝聚眼科（区域优势明显，逐步往省外扩张，估值性价比高）

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://at.equities.htisec.com)

- 医疗事故风险
- 医保控费风险
- 行业竞争加剧风险
- 并购基金风险
- 商誉减值风险

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website [at equities.htisec.com](http://equities.htisec.com)

## Summary

The state still encourages its attitude towards medical treatment. Non-public medical care has always been positioned as a useful supplement to public hospitals, jointly expanding the supply of medical resources. Encouraging the society to run medical services is reflected in the key tasks of deepening the medical and health system of the State Council every year, and related statements are also made in other documents at all levels. The adjustment of statements is also within the normal range, and there is no logical change through multi-party research and demonstration. Under the trend of medical service price and medical staff salary reform, the value attribute of medical service labor is expected to be enhanced.

Ophthalmology has a clear pattern of "super-strength" and "multi-strength", enjoying the high prosperity of the industry together, focusing on the  $\alpha$ -capability of each company. We are worried that after the tide of ophthalmology listing in the market, with the help of M&A funds, the supply of high-quality private ophthalmology services will increase and the market competition will intensify. We believe that the market share of private ophthalmology is still small compared with that of public hospitals (private ophthalmology accounts for about 25% of the ophthalmology market), and the supply of specialized services of high-quality private ophthalmology is conducive to the brand promotion of private medical services. According to our research, the market share of private ophthalmology in some cities and other places has reached more than 60%. We think that at present, the ophthalmic industry has a clear pattern of "one super and many strong" and enjoys a high prosperity together, and each family has sufficient room for growth, focusing on the  $\alpha$  ability of each company. Under the single-store model, pay attention to the target with chain expansion and replication ability.

We think that chain expansion can be analyzed from two aspects: one is the expansion strategy, the combination and selection of target market (first-and second-tier provincial capitals/sinking markets)+expansion carriers (hospitals/optometry centers), and the other is the replication ability. Under the background that Aier Ophthalmology has completed the national sinking layout (610 hospitals) and optometry centers are the important chain layout carriers, the establishment of stores and optometry clinics/centers in first-and second-tier provincial capitals have become the key words of each chain layout.

Suggestions: Aier Ophthalmology, Purui Ophthalmology, Hrshi Ophthalmology, Chaoju Ophthalmology.

Risks: medical accident risk, medical insurance fee control risk, intensified competition risk, merger and acquisition fund risk and goodwill impairment risk.

## 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

## IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

## HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，舒影岚，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Linda Shu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，孟科含，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Kehan Meng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

## 利益冲突披露Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，[请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com)）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

300015.CH 及 002044.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

300015.CH and 002044.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

天津美年投资管理有限公司城厢东路医院，杭州美年滨河医疗门诊部有限公司目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

天津美年投资管理有限公司城厢东路医院，杭州美年滨河医疗门诊部有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从2219.HK, 6078.HK 及 1951.HK获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 2219.HK, 6078.HK and 1951.HK.

海通在过去的12个月中从天津美年投资管理有限公司城厢东路医院，杭州美年滨河医疗门诊部有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 天津美年投资管理有限公司城厢东路医院，杭州美年滨河医疗门诊部有限公司。

## 评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

## 分析师股票评级

**优于大市**，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

**中性**，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

**各地股票基准指数：**日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

## Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

## Analyst Stock Ratings

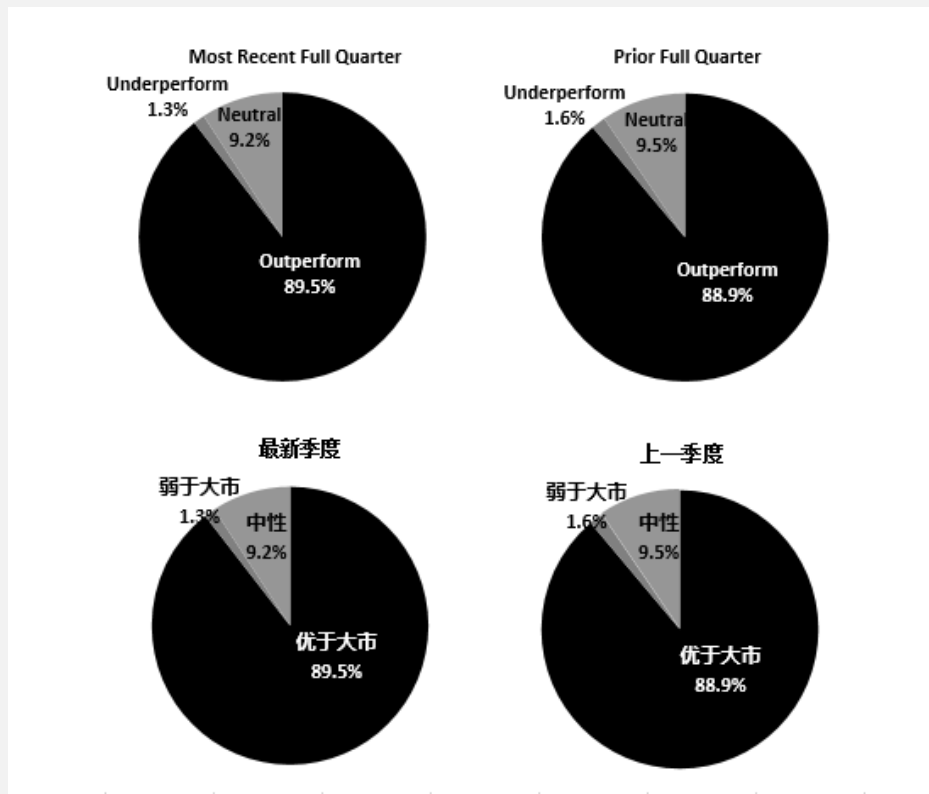
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows:** Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

## 评级分布Rating Distribution





## 截至2022年6月30日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.5%	9.2%	1.3%
投资银行客户*	5.9%	5.6%	5.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

### 此前的评级系统定义（直至2020年6月30日）：

**买入**，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

**中性**，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**卖出**，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.5%	9.2%	1.3%
IB clients*	5.9%	5.6%	5.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows:** Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际A股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质100 A股（Q100）指数：**海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**MSCI ESG评级免责声明条款：**尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于MSCI ESG Research LLC及其联属公司（「ESG方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG方均不担保或保证此处任何数据的原创性，准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：**在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

**第一条** 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

**第二条** 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

**第三条** 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

**第四条** 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaim and other agreements, this disclaimer shall be applied.

## 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第571章) 持有第4类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖BSE Limited (“BSE”) 和National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但HTIRL、HTISCL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.



HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.



## 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第571章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系HTISCL销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由HTIRL, HSIPL或HTIJKK编写。 HTIRL, HSIPL, HTIJKK以及任何非HTISG美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照1934年“美国证券交易法”第15a-6条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过HTI USA。HTI USA位于340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话(212) 351-6050。HTI USA是在美国于U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商, 也是Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过HSIPL, HTIRL或HTIJKK直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的HSIPL, HTIRL或HTIJKK分析师没有注册或具备FINRA的研究分析师资格, 因此可能不受FINRA第2241条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项：**在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项：**在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[公司注册编号201311400G]于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》（第110章）（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第289章）第4A条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与HTISSPL联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项：**本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第61（1）条，第17-11（1）条的执行及相关条款）。

**英国及欧盟投资者的通知事项：**本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项：**Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.  
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315  
Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>