

通策医疗（600763.SH）

公司报告 | 首次评级报告



张嘉英
医疗器械研究员

2025年12月25日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	41.31
总市值	184.78亿
PE-TTM	35.76
PB-MRQ	4.25

估值结果

价值	226.33亿
DDM估值	上行空间 22%
状态	合理估值
价值	200.57亿
动态估值	上行空间 8.6%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

通策医疗是中国首家以口腔医疗连锁经营为主的上市公司。公司主营业务为口腔医疗服务，涵盖种植、正畸、儿牙、修复和大综合业务，医院重点布局于浙江省。

公司的护城河优秀，公司采用“总院+分院”模式进行医院运营管理，通过“蒲公英计划”多年来的规划运作，公司在浙江省境内密集布局建设口腔科医院，构建了区域范围内相对良好的线下渠道便利性，更积累了较高的品牌知名度。公司的成长空间良好，以口腔科行业未来的市场容量推断，以种植牙、正畸为代表的牙科业务具备很高的增长潜力。公司的产业格局良好，从口腔科市场发展趋势来看，未来随着行业竞争加剧，市场份额将逐步向头部聚集，利好通策医疗。公司的盈利趋势中等，行业政策对口腔科服务价格的限制及市场竞争加剧，可能导致公司利润率面临下行压力，盈利增长受限。

若以公司未来各产品线市占率达到稳态为测算基准，并结合国内外市场空间的增量假设进行分析，可得出结论：公司当前估值处于合理水平。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为口腔科行业未来具有很强的增长潜力，对公司盈利能力的预测基于行业前景及营收增长而过于乐观。我们结合行业竞争激烈程度及政策对服务价格的限制合理推测，认为通策医疗未来的盈利能力并不完全随营收规模的增长而同步增长，因此对公司利润率做出相对保守的估计。

风险提示

受当前国内下游消费意愿不足的影响，公司所处口腔科行业短期内需求复苏或将减缓，公司短期内营收增长存在低于预期风险。公司医院建设重点布局在浙江省境内，未来在向外省市扩张的过程中，并购加盟及建院规划存在不确定性，可能影响公司业绩表现。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 人力资源密集度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

公司是浙江省民营口腔医疗服务龙头，以口腔医疗连锁经营为主要经营模式。公司创设并坚持“区域总院+分院”的发展模式，在全国布局口腔医院，在浙江、江苏、湖北、陕西、云南、湖南、河北建设80余家口腔医院。公司在浙江省内已经拥有杭口平海区域集团、杭口城西区域集团、宁波口腔医院集团、杭口绍兴区域集团和杭口浙中区域集团5家口腔区域集团，由此扩张分院，形成多个“区域总院+分院”区域医院集群。

2. 业务介绍

对于通策医疗公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

医疗服务：

公司的口腔医疗服务业务主要包含种植牙、正畸、儿牙科、牙修复及大综合五类业务。

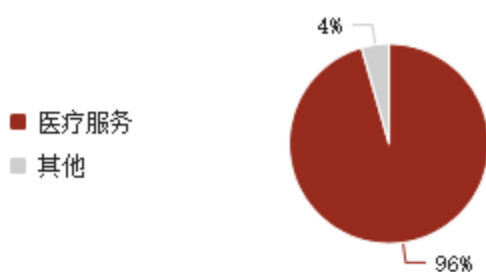
其中，种植牙指的是一种以植入骨组织内的下部结构为基础来支持、固位上部牙修复体的缺牙修复方式，目前已经成为越来越多缺牙患者的首选修复方式。正畸是指通过矫治器或手术等方法矫正牙齿排列不齐、咬合异常等问题，以改善口腔功能和美观的医疗技术。儿牙科是专注于儿童口腔健康的分支领域，核心目标是预防和治疗乳牙及恒牙发育期的各类问题，如龋齿、牙列不齐、牙髓疾病等。牙修复是通过特定材料恢复牙齿形态与功能的医学技术，主要应用于龋齿、外伤等导致的牙体缺损治疗，核心步骤包括去除受损组织、制备牙体并选用树脂、全瓷或烤瓷材料完成修复。在公司的业务分类中，除上述业务以外的所有口腔业务均归属于大综合。

我们对医疗服务的市场界定为面向国内，包含上述五大业务的口腔医疗服务市场。

其他：

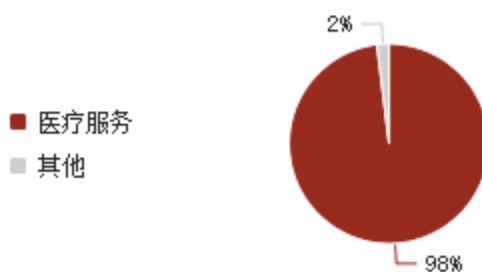
公司经营的其他业务涉及产品销售、建设工程、综合服务费及其他等项目。我们对该业务的市场界定为公司经营包含的一切非医疗服务业务。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

通策医疗作为国内口腔科行业的龙头之一，主要面向市场提供口腔科医疗服务业务盈利。公司强大的医师团队保证了其在口腔领域的持续科研与临床质量，持续为患者提供优质服务。公司坚持“区域总院+分院”的发展模式，推进公司在浙江省内口腔科市场下沉，以实现持续增长。

3.1 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司核心业务由医生及医疗体系人员开展，对人力资源密集度要求极高。2024年公司人均创收46.14万元，人均薪酬19.71万元。单位收入薪酬高，人力资源密集度高。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游为口腔科患者，客户集中度很低。2024年，公司前五大客户占营业收入的4.25%。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

公司上游由各种类的医疗设备与医疗耗材供应商组成，受口腔科设备与耗材的种类多样性影响，整体供应链集中度低。

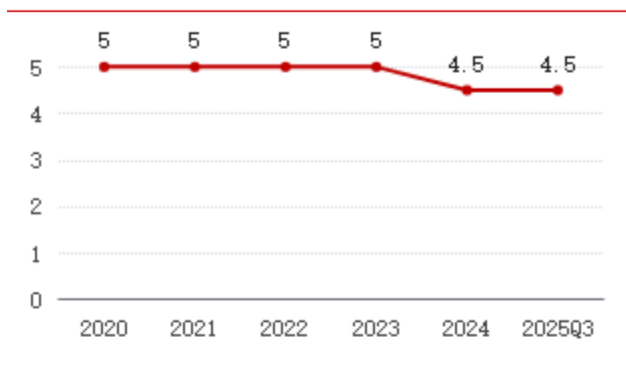
4. 历史经营绩效

通策医疗作为口腔科行业的头部企业，受益于口腔科往年高利润率的特性，盈利能力表现良好。近年来，随着口腔市场日益激烈的竞争和政策介入，公司增长放缓，成长能力下滑。公司现金流维护良好，占款能力强，业务控制力优秀。往年股东回报评级较好，近年来随着公司营收增长放缓而有所下降。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



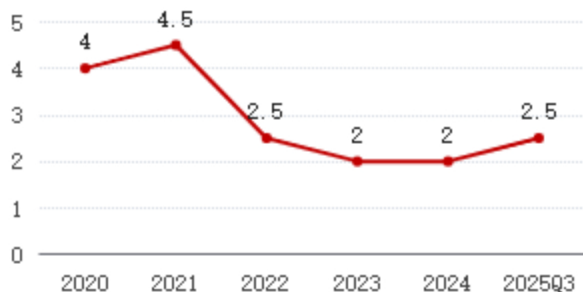
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力长期处于优秀水平。从近年财务数据看，公司2022年至2024年三年的营业利润率分别为27%、25.01%和24.31%，显著高于行业平均水平。公司利润率维持高位，盈利能力优秀，主要由于口腔整体利润水平较高。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

从公司往期表现分析，公司成长能力在2022年显著下滑，主要由于疫情导致的消费需求严重减少。此后至今，公司成长性未见明显好转。截至2025年前三季度，公司营收同比增长2.56%，营业利润同比增长2.59%，成长能力不佳。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



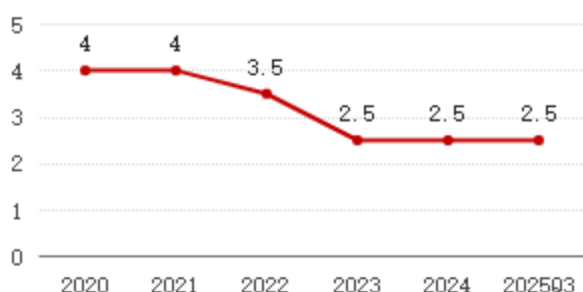
数据来源：公司财报，壹评级

由于上游行业相对分散，公司产业链话语权较高，历年经营性现金流表现良好，经营性现金流/营业总收入在2022年至2024年分别为24.65%、29.51%和26.56%。公司占款能力良好，净占款占净资产比重在2022年至2024年分别为0.92%、1.39%、0.97%，显著高于行业平均水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2022年以前，公司ROE表现优秀，此后呈现下滑态势。2022年至2024年，公司扣非ROE分别为16.83%、13.52%和12.70%，逐年下滑。从当前趋势上看，公司股东回报评级不佳。

5. 四维评级

作为国内民营口腔的行业龙头之一，公司采用“总院+分院”模式进行医院运营管理，通过“蒲公英计划”多年来的规划运作，在浙江省境内密集布局建设口腔专科医院，构建了区域范围内相对良好的线下渠道便利性，更积累了较高的品牌知名度，构建了坚实的护城河。公司的成长空间良好，以口腔科行业未来的市场容量推断，以种植牙、正畸为代表的牙科业务具备一定的增长潜力。公司的产业格局良好，从口腔科市场发展趋势来看，未来随着行业竞争加剧，市场份额将逐步向头部聚集，利好公司。公司的盈利趋势中等，行业政策对口腔科服务价格的限制及市场竞争加剧，可能导致公司利润率面临下行压力，盈利增长受限。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间依赖于相关服务市场规模与市占率的持续提升，从短期看存在相对良好的增长潜力。另一方面，当前口腔行业竞争日益激烈、医保政策限制口腔耗材及服务收费对市场空间存在限制作用，长期来看，公司业务的增长会逐步放缓。综合评价，公司整体成长能力良好。

医疗服务(3.5星):

公司口腔医疗服务业务未来五年CAGR预期约为17.32%。公司细分的种植牙、正畸、儿牙科、修复及大综合业绩增长依赖于患者口腔健康意识的提升带来的需求提升。其中，以种植牙和正畸为代表的业务未来市场潜力极大。口腔/牙科业务的手术价格受政策限制，未来预期将会有所降低。同时口腔耗材受集采影响，价格显著下降，对口腔医院的销售返点等收入存在影响。综合需求提升和价格下降两方面因素影响，公司医疗服务业务的成长空间相对良好。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司医疗服务为口腔科服务，从当前细分项目均有趋向于低价的定价趋势来看，公司未来利润空间受限，主要系牙科业务的手术价格受政策限制所致。结合目前国内行业发展趋势，未来定价限制或将长期存在。整体而言，公司未来盈利趋势一般。

医疗服务(2.5星):

公司的医疗服务业务的盈利能力相对承压。种植牙、正畸业务的未来业务潜力相对较高，但是因政策性限制利润空间逐渐减少；儿牙科、传统修复及大综合已经趋向成熟，利润空间相对受限。整体而言，短期内经壹评级调整后的ROE水平高于30%。

5.3 产业格局

★★★★☆

本行业对于进入者存在品牌和线下渠道的限制：一方面，口腔治疗需要患者对医院建立足够强的信任感，这对于起步较早的民营医院存在天然优势；另一方面，患者往往倾向于选择看病相对便利的医疗机构，对民营口腔医院线下渠道的便利程度具有一定要求。这些因素共同构建起相对稳固的针对新进者的行业壁垒。公司的上下游均很分散，上游供应商的销量和公司所在行业高度绑定，对行业中的公司依赖很强。下游主要面对个人患者，提供口腔诊断与治疗服务。行业技术路线迭代清晰，口腔科作为特殊行业无品类替代风险，公司整体产业格局良好。

医疗服务(4.5星):

公司医疗服务主要面向下游患者，客户集中度分散，上游设备及耗材供应商行业集中度分散，医院作为特殊经营实体无上游商业垂直一体化威胁。公司医疗服务具备头部优势。通策医疗进入口腔行业的时间较早，且通过控股原市立医院的方式进入口腔医院领域，在品牌层面继承了患者对于公立医院天然的高信任优势，且在浙江省内密集分布，渠道便利度高。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，公司产业格局良好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，相较于中后部的民营口腔机构，在品牌、线下渠道等方面具有无可比拟的优势。公司在浙江省内扩张平稳，“总院+分院”的模式保证了集团旗下的口腔医院数量在省内遥遥领先竞争对手，且逐步向全国扩张。公司的ROE从2020年至2024年分别为24.39%、27.93%、17.57%、14.06%和12.80%，和景气度下行挂钩。从长远看，未来行业景气度有望修复，看好ROE水平向高点回归。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
医疗服务	(4星)经壹评级调整后，该业务ROE为33.9%，ROIC21.2%，表现优秀。该业务市占率2%左右，浙江省境内市场份额稳居头部，属于民营口腔科头部企业。公司的业务控制力为4星。未来公司将会巩固自身在浙江省内的绝对优势地位，进一步确立品牌优势，护城河很宽。	(4.5星)口腔医疗服务护城河有品牌及线下渠道构成。公司作为浙江省境内的民营口腔龙头，品牌知名度在当地较高。公司旗下医院遍布各市，且随着“蒲公英计划”的开展而持续增加，线下渠道便利度很高。未来公司的品牌优势将会维持，线下渠道在其他省市的扩张能力有待观察。整体而言，公司护城河优势相对稳固，竞争对手较难复刻。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

作为国内民营口腔科的行业龙头之一，市场普遍认为口腔行业未来仍具备量价齐增的高增长潜力，对公司未来盈利的预测依赖往年行业相对高景气时期的增长率线性外推获得。我们结合行业景气度及服务市场细分，对通策医疗的各项关键指标进行综合分析，构建估值模型后认为，通策医疗业绩增长主要依赖公司市占率提升贡献，并认为公司业绩短期内显著回归良好水平后，长期逐步趋于稳定。当前公司估值基本处于合理范围。

6.1 核心假设及逻辑

公司医疗服务业务涵盖种植、正畸、儿牙、修复和大综合业务，未来按照各业务实际情况分别预测，核心假设及逻辑如下：

对于种植牙业务：

收入假设：

1) 未来市场规模增长：随着老龄化的日益加剧，与人们口腔健康意识的逐步提高，种植修复率将会在各年龄层人群中显著提升，至稳态有望翻倍。因此，种植牙业务预期未来稳态市场规模有望达到2080亿元。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司业务区域性明显，市占率有望从目前的约1.26%提升至稳态的3%。

对于正畸业务：

收入假设：

1) 未来市场规模增长：国内正畸市场的治疗渗透率显著低于以韩国和美国为代表的发达国家（仅约0.6%），未来有望提升至2%。同时相对高端的隐形正畸偏好度预期将逐步增强。因此，正畸业务预期未来稳态市场规模有望达到1230亿元。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司业务区域性明显，市占率有望从目前的约1.26%提升至稳态的3%。

对于儿牙科业务：

收入假设：

1) 未来市场规模增长：儿牙科主要涉及0-14岁儿童的龋齿治疗和正畸治疗。儿牙科的市场和人们经济水平提升和健康意识的增强高度相关，未来稳态市场规模有望达到850亿元。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司在浙江地区的知名度日益提高，未来稳态市占率有望从目前的约0.84%提升至稳态的3%。

对于修复业务：

收入假设：

1) 未来市场规模增长：主要涉及种植修复、固定修复、数字化修复及活动义齿等项目，修复业务的市场随着人们经济水平提升而逐步增大，整体市场规模有望达到1550亿元。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司在浙江地区的知名度日益提高，未来稳态市占率有望从目前的约1.03%提升至稳态的3%。

对于大综合业务：

收入假设：大综合业务包含除上述业务以外的全部口腔科市场业务，涵盖范围广、难以推定业务市场规模，因此采用整体行业增长CAGR替代项目细分增长预测。假定大综合业务CAGR为8.58%，接近行业CAGR（约8.5%）。

公司医疗服务整体盈利能力假设：

公司业务的毛利率一般（约39%），未来随着行业服务费用受政策限制，毛利率水平或将进一步下滑（至稳态约36.3%）

表2：公司整体业绩预测

通策医疗	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	27.2	28.5	28.7	33.3	40.4	50.1	58.6	66.7
归母净利润(亿)	5.5	5.1	5.2	5.9	7.1	8.7	10.1	11.4
归母净利润增速(%)	-21.9	-7.5	0.8	14.3	20.2	23.0	15.6	12.5
经营性净利润(亿)	5.9	5.4	5.5	6.6	7.9	9.7	11.2	12.6
经营性净利润增速(%)	-20.8	-8.8	2.0	19.9	20.2	23.0	15.6	12.5
经营性归母净利润(亿)	5.2	4.6	4.8	5.9	7.1	8.7	10.1	11.4
经营性归母净利润增速(%)	-21.1	-11.4	3.3	23.1	20.2	23.0	15.6	12.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

医疗服务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	27.0	28.2	28.7	31.8	38.9	48.5	57.0	65.1
收入增速(%)	-2.2	4.7	1.8	10.8	22.1	24.9	17.3	14.2
经营性净利润(亿)	6.0	5.5	5.6	6.5	7.9	9.7	11.2	12.6
经营性净利率(%)	22.1	19.5	19.5	20.5	20.2	19.9	19.7	19.4
经营性净利润增速(%)	-20.2	-7.6	1.9	16.5	20.3	23.2	15.7	12.6
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.2	0.2	0.0	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
收入增速(%)	-6.7	1.7	0.0	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	-26.3	-55.7	0.0	2.7	2.5	2.2	1.9	1.5
经营性净利润增速(%)	-215.1	-115.3	2.6	133.1	-6.7	-8.5	-11.9	-15.9

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
医疗服务	8.9%	中等	非常好	强	8.0%	19.66	11.8
其他	3.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	0.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
医疗服务(亿)	21.2	170.3	191.4	3.1	3.2	9.5	200.8
其他(亿)	-0.5	0.2	-0.3	-	-	-	-0.3
公司整体测算(亿)	20.7	170.5	191.2	3.1	3.2	9.5	200.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
医疗服务(亿)	87.1	130.8	217.9	3.1	3.2	9.5	227.3
其他(亿)	-0.8	-0.2	-1.0	-	-	-	-1.0
公司整体测算(亿)	86.3	130.6	216.9	3.1	3.2	9.5	226.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设主要依赖公司财报以及国家公开发布的各项医疗疾病统计数据与人口数据等。其中，国家人口及疾病发病率统计为定期发布，相对滞后，更新频率较低。各类细分服务的市场规模统计则存在明显的统计口径差异与时滞性。对于估值假设的市占率及各类服务价格数据，则可能随着行业竞争加剧、新政策的出台而产生偏差。综上，我们认为公司的估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。