



医渡科技 (02158.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

合作顶级医院+深耕数据治理, AI 驱动增长提速

投资逻辑

医疗作为最重要的 AI 应用场景之一, 商业化进程持续提速, 截至 24 年底, 全国共有 46 家企业获得大健康相关算法备案。在诸多 AI+ 医疗场景中, AI+ 专科辅助诊断/影像识别更契合医院创收创誉诉求, 相关 IT 预算投入有望持续增长。我们认为对于医疗 IT 厂商而言, 开发专科 AI 诊疗产品的必要条件是: 1) 掌握丰富疾病数据, 与顶级医院或卫健机构长期合作共研; 2) 具备较强的医学数据处理能力和大模型调优技术。

医渡科技是 AI+ 医疗领域头部公司, 自成立起即合作顶尖医院进行医学科数据治理, 相关经验积累形成 YiduCore 核心 AI 算法, 客户逐步拓展至药企、卫健委和医保端。

- 面向医院和卫健委, 公司提供多源异构数据治理、专病库建设等服务, 公司拥有 80 余个疾病专病库, 顶级医院客户数达到 105 家, 覆盖各类医院 2,800 家、各地卫健委及卫生监管机构 40 余家; 根据年报披露, 公司已连续多年保持医院临床研究市场份额第一。
- 面向医药企业, 公司提供临床开发、真实世界研究、数字化商业解决方案, 服务 16 家 Top20 跨国药企。
- 面向医保端, 公司参与“惠民保”产品设计运营, 覆盖 4 省 12 市, 截至 24 年 9 月, 相关客户数达 2,400 万人。

得益于多场景数据积累及较早进行 AI 布局, 公司大模型能力行业领先。截至 24 年 9 月, YiduCore 累计处理超 11 亿患者人次的 55 亿份医疗记录, 在 MedBench、国家卫健委分导诊能力评测等多项垂类大模型标准化测评中排名第一。公司积极合作 DeepSeek、华为、字节等厂商提升基座模型能力、丰富业务生态。公司于 24 年下半年发布软硬结合、训推一体的 AI 中台, 内置医疗场景丰富应用算法, 可帮助医院实现自主可控、私有安全的 AI 应用构建。截至 25 年 3 月, AI 中台已在全国 20 余家医疗机构部署并仍在加速推广中, 将为公司收入增长提供有力支撑。此外, 公司根据 CRO/RWS 等行业需求变化和各地“惠民保”盈利情况积极调整产品组合、进行组织精简, 25FY H1 (24 年 3 月至 9 月) 实现营收 3.3 亿元, 同比下降 7.6%, 销售/管理/研发费用同比下降 16.2%, 利润亏损有望持续缩窄。

盈利预测、估值和评级

参考 AI+ 医疗行业趋势以及公司 AI 中台推广情况, 我们预计 2025FY~2027FY 公司实现营收 7.77/8.91/10.69 亿元, 同比变动 -3.78%/14.69%/20.04%, 对应 6.64x/5.79x/4.82x PS; 预计实现归母净利润 -1.06/-0.50/0.06 亿元。我们采用市销率法进行估值, 选取 3 家同业可比公司, 给予公司 2026FY 7.7x PS, 对应目标价 7.00 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

下游客户投入不及预期, 行业竞争加剧, AI 技术发展不及预期, 应收账款周转天数较高的风险。

计算机组

分析师: 孟灿 (执业 S1130522050001)

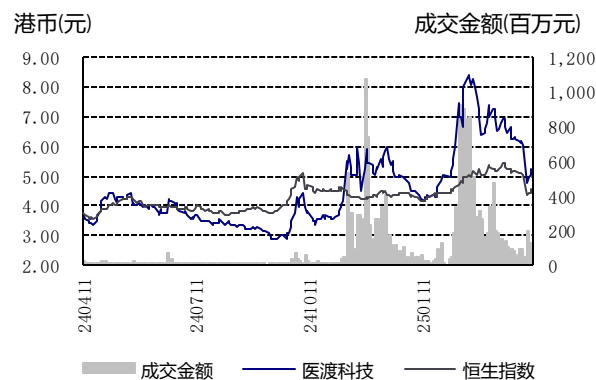
mengcan@gjzq.com.cn

联系人: 赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价 (港币): 5.26 元

目标价 (港币): 7.00 元



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	805	807	777	891	1,069
营业收入增长率	-34.96%	0.30%	-3.78%	14.69%	20.04%
归母净利润(百万元)	-628	-195	-106	-50	6
归母净利润增长率	17.62%	68.96%	45.50%	53.04%	112.98%
摊薄每股收益(元)	-0.59	-0.18	-0.10	-0.05	0.01
每股经营性现金流净额	-0.34	-0.31	-0.10	-0.09	-0.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	-15.38%	-4.85%	-2.72%	-1.30%	0.17%
P/S	8.67	4.85	6.64	5.79	4.82
P/B	1.71	0.97	1.20	1.22	1.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

注: 公司财年为每年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日, 2025FY 为 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日



内容目录

1. AI+医疗市场规模有望高增，专科类诊疗产品更契合医院需求	4
1.1 AI+医疗成为产业趋势，市场规模有望快速增长	4
1.2 诊疗领域 AI 技术更为成熟，数据经验丰富、合作顶级医院的厂商有望脱颖而出	5
2. 场景数据积累+模型迭代优化，构筑医疗 AI 增长飞轮	6
2.1 数据处理经验丰富，服务行业头部客户	6
2.2 医疗大模型能力行业领先，AI 中台有望加速推广	8
3. 业务结构灵活调整，利润有望持续改善	10
4. 盈利预测	11
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 底座大模型加速迭代，医疗垂类模型持续丰富	4
图表 2: 医疗大模型参数规模持续提升	4
图表 3: 获批的人工智能医学软件产品数量持续增长	4
图表 4: AI 大模型类产品应用领域丰富	4
图表 5: AI 可以赋能医药研发制造/诊疗服务领域的多个环节	5
图表 6: 国内专科 AI 大模型多为科技公司与顶尖医院共研	6
图表 7: 公司基于医疗数据处理经验，持续拓展业务边界	7
图表 8: 公司面向医院、卫健委、医药公司等提供多种解决方案	7
图表 9: 大数据平台和解决方案客户数持续增长（个）	8
图表 10: 公司与多家顶级医院保持长期合作	8
图表 11: 公司为药企提供的业务覆盖多个领域	8
图表 12: YiduCore 为公司业务提供核心驱动力	9
图表 13: 公司推出 AI 中台产品，在头部医院加速落地	10
图表 14: 受到下游客户投入影响，营收有所承压	10
图表 15: 大数据平台、生命科学解决方案贡献主要营收	10
图表 16: 公司毛利率受到产品结构影响	11
图表 17: 公司各项费用率控制较好	11
图表 18: 公司归母净利润亏损持续缩窄	11
图表 19: 公司经营活动现金流净额持续改善	11
图表 20: 公司收入及成本费用预测情况	12
图表 21: 公司精简员工人数，人效逐步抬升	13



图表 22: 可比公司估值比较 (市销率法) 13



1. AI+ 医疗市场规模有望高增，专科类诊疗产品更契合医院需求

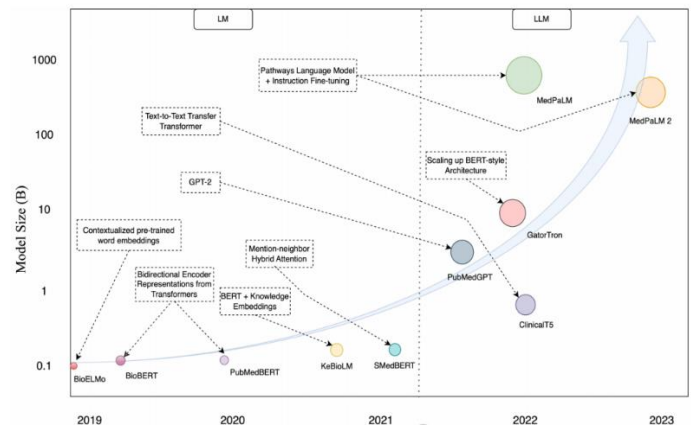
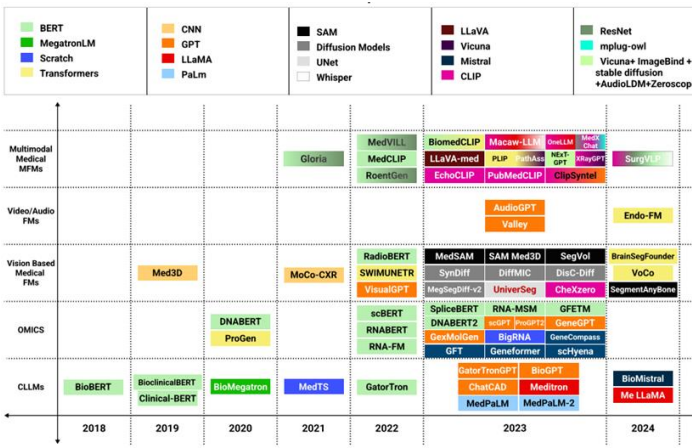
1.1 AI+ 医疗成为产业趋势，市场规模有望快速增长

AI 技术的飞速发展正在深刻改变医疗行业的格局，叠加相关政策落地，AI+ 医疗商业化持续提速。

- 技术迭代加速：**医疗行业拥有丰富的标准化数据，适合进行大模型训练。AIGC 的高速迭代为训练医疗垂类模型提供强大的技术支持，模型数量和适用场景持续丰富：1) 大语言模型方面，23 年 GPT 系列性能大幅提升，同时期 LLaMA 等模型完全开源，25 年 DeepSeek 凭借高性能、低成本“出圈”，使垂类模型训练更加高效便捷。此类模型能够应用在智能导诊、辅助诊疗、病历生成等场景；2) 多模态方面，扩散模型和 SAM 图像分割技术等帮助影像诊断准确性进一步提升。

图表1：基座大模型加速迭代，医疗垂类模型持续丰富

图表2：医疗大模型参数规模持续提升



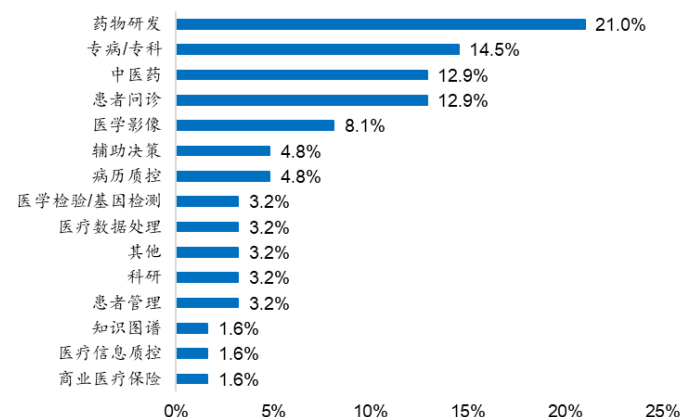
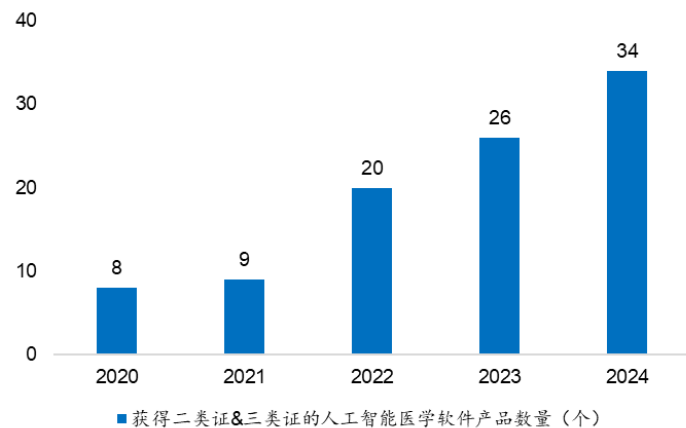
来源：《A Comprehensive Survey of Foundation Models in Medicine》，国金证券研究所

来源：《Large Language Models in Healthcare and Medical Domain: A Review》，国金证券研究所

- 政策支持加强：**政策环境优化为 AI+ 医疗加速发展提供了有力保障。2024 年国家卫健委等三部门联合发布的《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》，明确了 84 个 AI 医疗应用场景；国家医保局首次将 AI 辅助诊断纳入医疗服务价格项目，为 AI 技术的普及和应用提供了经济基础。此外，地方政策如《上海市发展医学人工智能工作方案(2025-2027 年)》，进一步推动 AI 与临床医学、药物研发等领域的深度融合。
- 商业化进程提速：**多家医疗信息化厂商、互联网大厂已积极布局垂类模型。2020 至 2024 年我国获得二类、三类医疗器械认证的人工智能医学软件产品数量持续增长，应用领域包括药物研发、专科专病、中医药、患者问诊、医学影像等多个领域。截至 2024 年底，共有 46 家企业获得大健康相关的算法备案，其中医学知识领域答复场景算法备案 26 个，病历结构化、报告解读场景算法备案 17 个。

图表3：获批的人工智能医学软件产品数量持续增长

图表4：AI 大模型类产品应用领域丰富





来源：亿欧咨询，国金证券研究所

来源：亿欧咨询，国金证券研究所

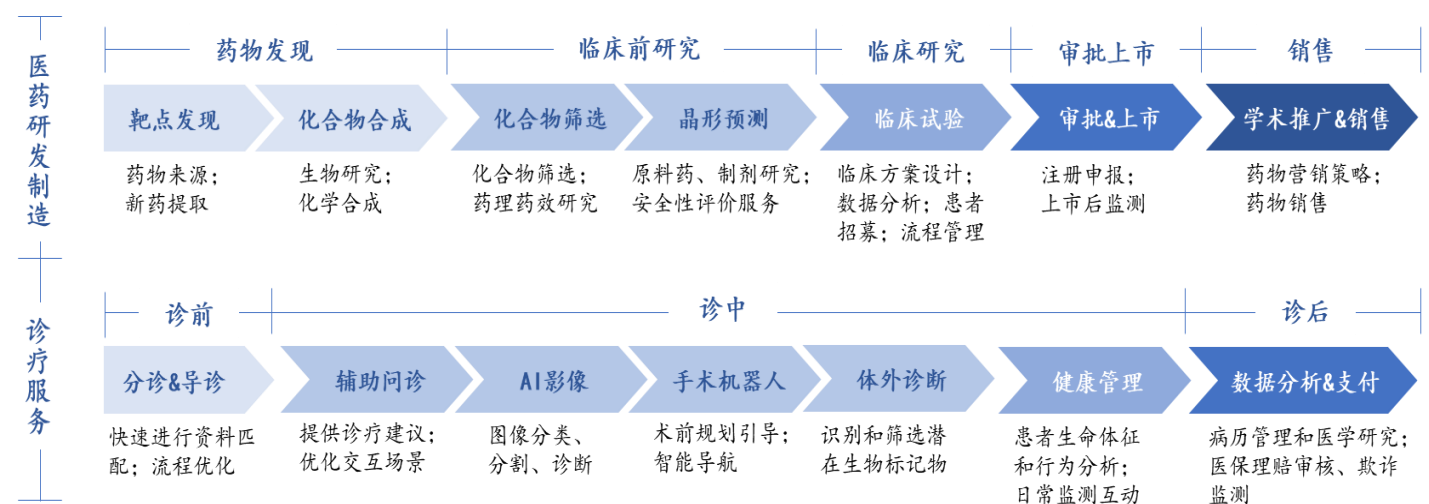
AI 垂类模型的推广应用有望帮助提升诊断效率、为患者提供更个性化的治疗方案、优化医院资源管理、减轻医护人员工作量，在技术进步、政策落地、商业化提速等多重催化下，市场空间有望实现高增。

1.2 诊疗领域 AI 技术更为成熟，数据经验丰富、合作顶级医院的厂商有望脱颖而出

AI+医疗主要包括医药研发及诊疗服务 2 大核心场景。其中 AI 赋能诊疗服务技术更成熟，有望随大模型性能提升快速推广应用。

- AI+医药研发：**可以借助大模型识别和预测过往没有明确见过的数据属性、构建化合物化学结构和生物活性之间的关系模型、优化临床实验设计等，有望缩短药物研发周期。目前海内外已有多家医药公司、CXO 厂商进行相关探索，但受限于临床数据不足、模型透明度低等问题，目前尚无 AI 开发的药物进入 III 期临床试验，相关技术成熟度有待进一步打磨。
- AI+诊疗服务：**AI 医疗服务可追溯至 1972 年利兹大学研发的辅助诊断系统 AAP HELP;1978 年北京中医医院研发出国内第一个医学专家系统美幼波肝病诊疗程序；2015 年起，计算机视觉技术快速发展，中国医学影响人工智能迅猛发展；2020 年人工智能医学影像产品在多个领域通过国家药监局的审评审批。近年来伴随大模型深度理解、多模态处理能力显著提升，AI 赋能在诊前/诊中/诊后各环节均已案例落地。目前全国已有超 420 家医院接入 DeepSeek 大模型，其中三甲医院占比 54.3%。
 - 在诊前环节，AI 可优化医院分诊导诊系统，通过 NLP 方式与患者进行交互，了解症状、病史、既往治疗情况，与挂号环节无缝对接，提高就诊效率。
 - 在诊中环节，医生可以借助 AI 提高诊疗效率，包括自动化处理病历及影像信息、提供诊疗建议、测算对比不同诊疗方式风险等。将大模型与循证医学原理相结合，能够加速诊疗方案创新、提高基层诊疗准确率。
 - 在诊后环节，AI 赋能医院的科研、管理等场景，包括进行病例统计分析、诊疗费用控制等；此外 AI 还可以帮助医保局、保险公司自动化理赔审核、优化产品设计。

图表5：AI 可以赋能医药研发制造/诊疗服务领域的多个环节



来源：国家卫健委官网，HIT 专家网微信公众号，探针资本公众号，CAAI 会员中心公众号，国金证券研究所

通过专科高精尖服务创收，已成为医保改革背景下医院的必然选择。根据现行医保支付政策，在 DRG 分组中高权重组（如复杂肿瘤手术）的支付标准更高，将激励医院提升专科技术难度（如提高三四级手术比例）；针对新技术、罕见病等特殊病组，医保可通过动态调整支付标准或设立“豁免机制”，保障专科发展空间。此外，部分地区要求将病例组合指数与医生绩效挂钩，鼓励专科收治疑难病例，而非简单追求患者数量。AI 赋能辅助诊断、影像识别等环节能够满足医院提升专科水平的需求，有望成为医院持续投入建设的重点领域。

我们认为，医疗 IT 厂商开发专科 AI 产品的必要条件是：合作顶尖医院+医学数据处理能力强。以医渡科技为例，公司合作中山大学附属第六医院共同打造首个结直肠癌专科大模



型，中山六院是全国收治结直肠癌患者人数最多的医院之一，结直肠癌年手术量近 6,000 例，总体上治愈率（除晚期肠癌外）可达到 75% 以上，已达到发达国家水平；医渡科技是国内首个《结直肠癌标准数据集》的共同建设者，对该疾病有着深入的理解。我们认为，在医学数据处理领域 know-how 较深，且拥有顶级医院合作资源的医疗 AI 厂商，有望推出更多符合临床要求的产品，获得更高市场份额。

图表6：国内专科 AI 大模型多为科技公司与顶尖医院共研

技术开发团队	合作/落地医院	模型名称	赋能专科	功能
医渡科技	中山六院	结直肠癌专科大模型	肠癌	在复杂病历理解能力、诊疗思维、治疗方案推荐等方面表现出色，用于科普宣教、多学科会诊等场景
医渡科技	东南大学附属中大医院	肝癌诊疗智能体-“小肝人”	肝癌	深度融合肝癌领域最新权威指南和专家共识，东南大学附属中大医院滕皋军院士团队持续参与反馈，优化应答逻辑，确保医学建议的专业与可靠
医渡科技、清华大学	积水潭医院	心血管指南解读智能体	心内科	涵盖了高血压、冠心病、心力衰竭、房颤等主要心血管疾病，可以根据最新的医学指南，为医生提供关于诊断、治疗和预防的权威回答
上海科学智能研究院	复旦大学附属中山医院	AI 心医生	心血管	电子病历生成；辅助诊断；多模态数据整合推理
商汤	和祐医院	SenseCare® 智慧诊疗平台	胸部	肺部病变检出率提高 95% 以上，自动提示 10 余种常见胸部疾病
			脑卒中	AI 系统即可自动进行运算，精准定位并醒目提示存在出血或缺血症状的病例，锁定出血或缺血区域，对出血体积进行量化分析，计算缺血评分
华为	瑞金医院	瑞智病理大模型	癌症	覆盖广度达到中国每年全癌种发病人数 90% 的常见癌种，还涵盖垂体神经内分泌肿瘤等罕见病
华东师范大学	郑大一附院	罕见病 AI 诊断大模型	罕见病	涵盖 15,942 种罕见病，比原来的知识库提升约 30% 的时间和 20% 的准确性
浙江大学	浙江大学附属第一医院	AI 病理助手—OmniPT	癌症	只需要 1-3 秒就能快速锁定病灶区域；在胃癌、结直肠癌和宫颈癌等十余个高发癌种上取得了 95% 以上诊断准确性
中国科学院自动化研究所	北京协和医院	协和·太初	罕见病	通过多轮自然语言交互为患者提供早期疾病提示、诊疗建议及就诊路径优化，显著缩短罕见病确诊周期
中国科学院软件所	上海市东方医院	Med-Go	罕见病	能从内、外、妇、儿等全方位“思考”患者症状并做出判断
华为	中山大学中山眼科中心	ChatZOC	眼科	结合多模态技术实现白内障、青光眼等常见眼病的智能筛查与诊断，准确率超 90%
联影智能	复旦大学附属肿瘤医院	影智大模型	病理	整合多模态数据，支持智能问诊、质控管理、手术治疗等场景应用
中国移动	四川省人民医院	九天医疗急救大模型	心血管救治	5G+AI 实时传输生命体征数据，优化危重症救治流程
百川智能	北京儿童医院	AI 儿科医生	儿科全科	诊断准确率接近专家会诊水平，包括诊疗、培训、转诊、科普四大模块，将切实助力基层医生儿科诊疗水平提升

来源：智药局公众号，医渡科技公众号，复旦大学附属中山医院公众号，商汤科技 SenseTime 公众号，上海交通大学医学院附属瑞金医院公众号，华东师范大学生命科学学院公众号，浙江大学公众号，北京协和医院公众号，浦东发布公众号，中山眼科中心订阅号，复旦大学附属肿瘤医院订阅号，成研言公众号，北京儿童医院服务号，国金证券研究所

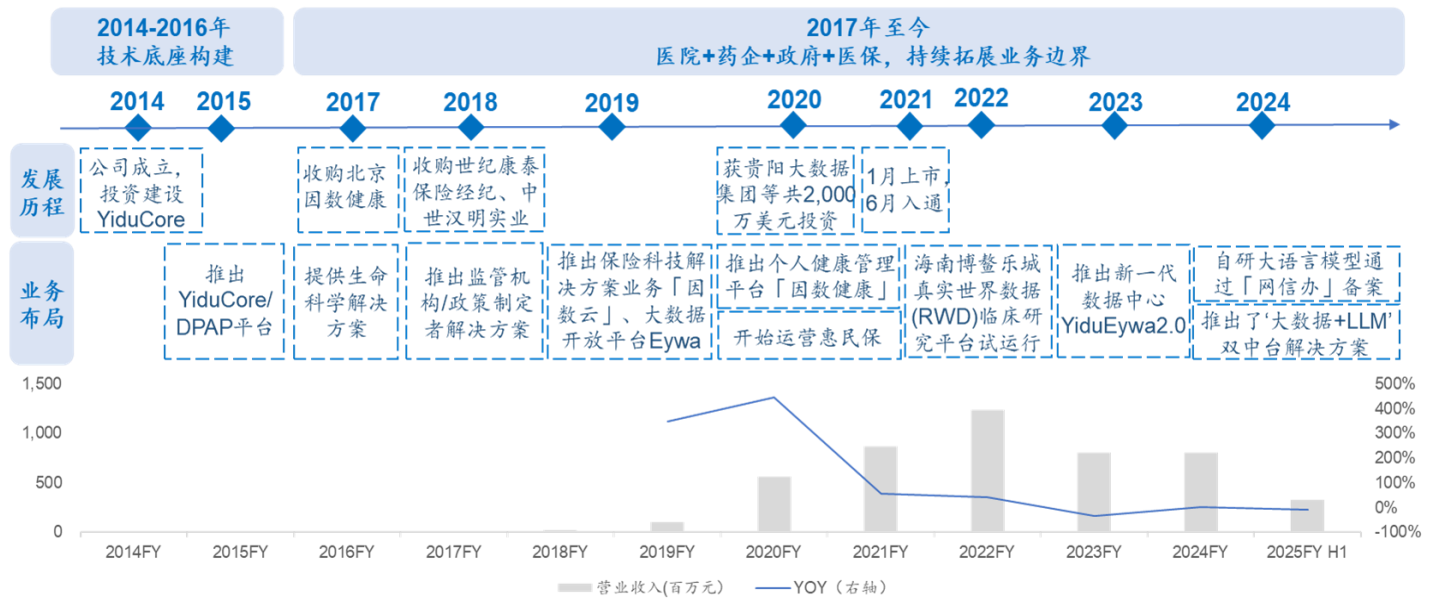
2. 场景数据积累+模型迭代优化，构筑医疗 AI 增长飞轮

2.1 数据处理经验丰富，服务行业头部客户

医渡科技成立于 2014 年，2021 年登陆港交所，在医学数据处理领域 know-how 积累深厚并积极布局 AI 解决方案，公司服务医院“医、管、教、研”、公卫管理、新药研发、健康保险等多个场景，高度契合利用 AI 优化诊疗方案、提高运营效率的行业需求。



图表7: 公司基于医疗数据处理经验, 持续拓展业务边界



来源: 医渡科技招股书, 公司公告, 国金证券研究所

- 2014-2016年: 公司早期合作顶尖医院, 通过将医院系统积累的数据转化为可计算、结构化和标准化的数据, 形成 YiduCore 的核心算法。公司 2015 年推出数据处理及应用平台 (DPAP), 进一步提升数据处理能力, 为后续的 AI 大模型训练和业务拓展奠定基础。
- 2017 年至今: 基于成熟的医学数据处理能力, 公司下游客户逐步拓展至药企、政府和医保端。公司于 2017 年推出生命科学解决方案, 向药企、生物技术公司、CRO 等提供软件及技术平台, 助力临床试验; 2018 年, 公司开始向政府提供解决方案, 包括为政府卫生部门、卫健委建设监测系统与平台等; 2019 年公司基于“因数云”品牌向保险公司和代理机构提供保险科技和疾病管理解决方案; 2020 年, 公司开始运营“惠民保”, 协助保险公司开发创新产品, 能够实现更快更精准的承保, 并协助加快理赔流程。

目前公司业务包括: 1) 面向医院和卫健委的大数据平台和解决方案; 2) 面向药企、医疗设备公司的生命科学解决方案; 3) 提供患者咨询、“惠民保”运营的健康管理平台 and 解决方案。2025FY H1 三大业务分别贡献总营收的 40.6%、43.9%、15.5%, 公司拥有丰富的头部客户资源, 各项业务市场份额均处于行业领先水平。

图表8: 公司面向医院、卫健委、医药公司等提供多种解决方案

业务分类	客户类型	产品服务	功能价值
大数据平台和解决方案	医院	医院数据中心 (Eywa)	新一代数据中心 YiduEywa4.0 大数据+大模型双中台, 助力医院多源数据一个库、全院指标图谱一张网、全院运营管理一盘棋, 助力医院新质生产力发展
		医院精细化运营管理	通过可视化的建模与指标构建工具, 有效提升医院运营管理效率。依托数据治理、指标管理、业务积累和应用智能“四位一体”的运营管理体系, 全方位强化医院运营能力
		智慧医学研究	沉淀并覆盖 80+ 个疾病领域专病库; 提供满足全院科研数据中心(RDR)和持续建设专病数据库的一体化平台; 智慧医学研究平台提供自然语言病历搜索、字段智能加工/病历前结构化、文献搜索及汇编、研究思路辅助设计和论文辅助撰写等功能
		研究型病房解决方案	提供研究项目管理、科研绩效管理多种管理工具, 可行性分析、智能筛选、DCT 远程智能临床试验、远程监查、数字质控等应用
大数据平台和解决方案	监管机构和政策制定者	区域数据治理及应用	提供健康医疗大数据及智能应用解决方案, 基于城市健康医疗大数据平台底座建设, 赋能城市公共卫生安全、政府智慧化监管决策、便民惠民保障、医疗健康产业发展、城市级医学研究等多种应用场景, 助力数据要素价值转化
		传染病监测预警平台	实现多渠道监测、传染病多点触发、智慧化预警和预测、应急处置全业务闭环
生命科学解决方案	制药、生物技术和医疗设备公司	分析驱动型临床开发、基于真实世界证据的研究、数字化循证营销	以更少的时间和成本实现临床开发成功的可能性; 提供证明价值和结果的高质量证据; 提高商业成功率和投资回报率

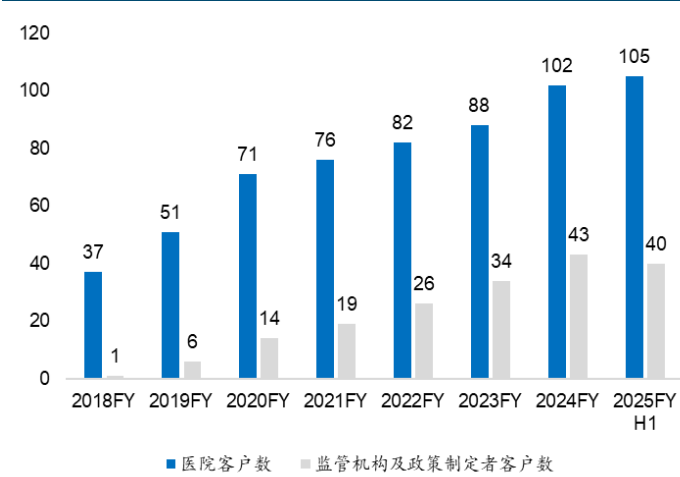


健康管理平台和解决方案	患者	健康和疾病管理计划、线上咨询等	基于“开心健康科技”平台提供一站式私人健康顾问服务，包括健康问答、导诊咨询、报告结果解读、儿童发热咨询、健康评估等服务
	保险公司	“惠民保”运营	协助客户设计和开发创新保险产品，实现更快更精准的承保，协助加快理赔流程

来源：公司官网，iFind，公司公告，国金证券研究所

- 大数据平台和解决方案：**公司为医院进行多源异构数据治理、构建疾病专病库和研究网络、迭代真实世界疾病模型、提供临床/研究/管理等智能应用。截至 24 年 9 月，公司顶级医院客户数达到 105 家，覆盖医院总数达到 2,800 家，沉淀专病库超过 80 个疾病领域，连续多年保持医院临床研究市场份额第一。此外，公司服务北京、宁波、深圳、贵阳等 40 家卫健委及卫生监管机构，构建国家级/省级/城市级“健康大脑”。

图表9：大数据平台和解决方案客户数持续增长（个）



来源：iFind，公司年报及半年报，国金证券研究所

图表10：公司与多家顶级医院保持长期合作

合作领域	合作医院
数据中心	华中科技大学医学院附属同济医院、福建医学大学第一附属医院、陆军军医大学西南医院、苏州大学附属第一医院、南昌大学第一附属医院、北京大学肿瘤医院内蒙古医院、温州医科大学附属眼视光医院、安徽省传染病医院等
运营管理	温州市中心医院、上海市肺科医院、重庆医科大学附属第二医院等
智慧科研	中南大学湘雅医院、大连医科大学附属第一医院、中国医学科学院血液病医院、中山大学附属肿瘤医院、中国医学科学院皮肤病研究所、山东省立医院、宁波市第一医院、哈医大肿瘤医院等
区域治理	宁波市卫健委、北京市朝阳区卫健委、深圳市卫生健康发展研究和数据管理中心、贵阳市卫生健康局等
监测预警	中国疾病预防控制中心、北京市疾控中心、海南省疾控中心、国家药监局、郑州市疾控中心等

来源：公司官网，国金证券研究所

- 生命科学解决方案：**面向医药企业，公司提供包括临床开发、真实世界研究（RWS）和数字商业化解决方案，涵盖从临床研发到药品上市后的各个阶段，帮助医药公司缩短研发时间、降低成本、提高临床试验质量，累计完成临床研究 368 项、真实世界研究 261 项。公司拥有较高的客户认可度，目前服务医药企业 71 家，头部 20 家跨国药企中有 16 家与公司合作，前十大客户收入留存率为 117.45%。

图表11：公司为药企提供的业务覆盖多个领域

应用领域	合作项目	公司负责的内容
干细胞疗法	艾米托托赛注射液	在 II 期、III 期临床研究中提供 SMO 服务
微创介入类肿瘤治疗	陡脉冲治疗设备、一次性使用陡脉冲消融针	提供高效优质的数据管理与统计服务
婴儿血管瘤	马来酸噻吗洛尔凝胶	市场调研和项目调研分析服务
特应性皮炎	芦可替尼乳膏	提供临床运营、医学服务、数据管理、生物统计等临床研究服务
宫颈癌	新型 ADC 药物	为客户提供专业的医学监查和药物警戒（PV）服务
胰腺癌	溶瘤病毒疗法	提供 CRO 服务，包括试验设计、受试者招募、数据收集、统计分析等
儿童肿瘤	某 1 类创新药	提供数据统计服务、SMO 服务
偏头痛	—	利用人工智能技术承建患者管理数字化平台，同时负责患者运营管理服务，还计划基于自研的医疗垂类大模型为患者提供 24 小时在线服务

来源：公司公众号，国金证券研究所

- 健康管理平台和解决方案：**基于区域人群健康数据，公司提供“惠民保”产品设计、系统搭建、平台运营、营销推广、智能客服和智能理赔等全流程服务。截至 2024 年 9 月 30 日，医渡科技旗下因数云已经深度参与了北京、深圳等 4 省 12 市“惠民保”项目的开发和运营，在健康管理平台上至少完成一笔交易的活跃用户数增至近 2,400 万名。

2.2 医疗大模型能力行业领先，AI 中台有望加速推广

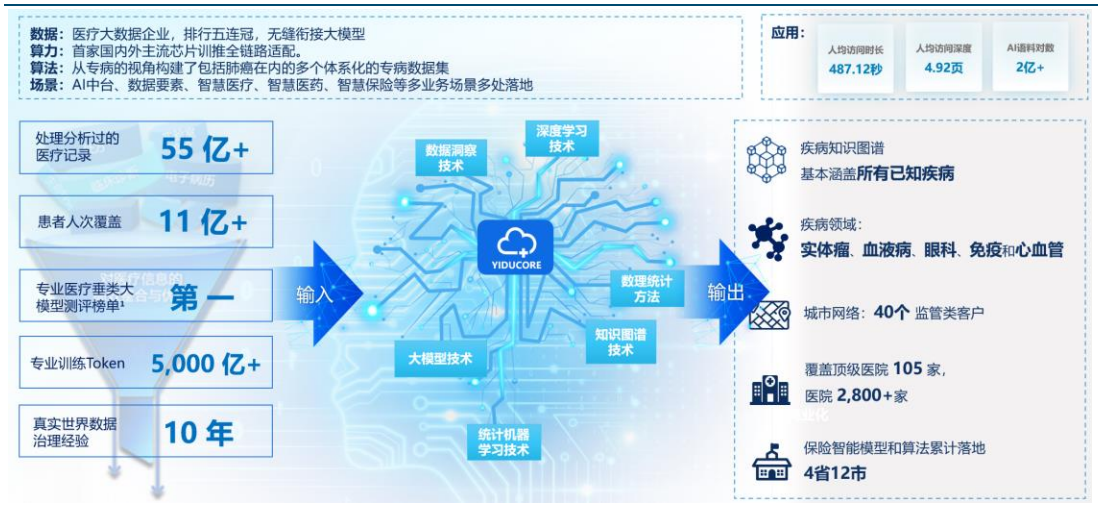
公司将过往服务中积累的数据处理经验、临床知识图谱、模型训练方法等沉淀形成技术底座 YiduCore，并在此基础上进行大模型训练和 AI 产品开发。



- 丰富数据积累保障大模型行业领先：**截至 24 年 9 月，YiduCore 累计处理和分析了超过 11 亿名患者人次的 55 亿份经授权的医疗记录，疾病知识图谱涵盖所有已知疾病，经过精细化清洗和配比后形成 500B tokens 语料。在综合考虑行业应用成本以及模型能力需求后，公司聚焦 70B 参数的模型训练。根据上海 AI 实验室和上海市数字医学创新中心推出的权威评测平台 MedBench，公司大模型综合评分排名第一，在医学知识问答、医学语言理解、医疗安全和伦理三大关键维度中都拔得头筹。在 24 年 9 月由国家卫健委组织的大模型分导诊能力评测中，公司大模型再次排名第一。

在大模型生态合作方面，目前公司已经将 DeepSeek 整合至 YiduCore，为研究、诊疗及公共健康等场景提供更高效低成本智能化支持。此外，公司还联合华为昇腾 AI 打造了大模型训推一体解决方案；与字节火山引擎在大模型、公有云、泛健康咨询及健康管理等领域展开深度合作。

图表 12: YiduCore 为公司业务提供核心驱动力



来源：公司公众号，国金证券研究所

- 基于优秀模型能力开发 AI 中台，有望带动收入高增：**公司于 24 年下半年发布软硬结合、训推一体的 AI 中台，帮助医院实现自主可控、私有安全的 AI 应用构建：

 - 1) 算力层：AI 中台适配国内外主流芯片并预装操作系统，支持灵活的单/多机集群配置，能确保 AI 应用的稳定运行与高效性能。
 - 2) 工具层：提供全链路工具，包括数据处理、模型训练、评测、Workflow、RAG 和提示词管理等，助力用户高效完成 AI 应用开发与迭代。
 - 3) 模型层：预置 DeepSeek、千问、Llama 等通用开源基座模型以及公司自研 YiduCore 大模型，并支持自定义训练与优化。
 - 4) 能力层：深度整合了医疗场景的 AI 能力，如分诊导诊、病历结构化、生成及多模态理解等，并以 API 形式开放，便于用户进行二次开发和集成。
 - 5) 应用层：内置了多项医疗场景应用，为医生提供诊疗方案推荐、科研助手、病历内涵质控等服务，帮助患者进行预问诊、智能分导诊、报告解读、健康咨询等，同时提供开放平台支持用户轻松开发和部署自研 AI 应用。



图13: 公司推出 AI 中台产品, 在头部医院加速落地



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

DeepSeek的“出圈”带动医疗行业加速拥抱大模型, 我们认为公司AI中台产品将加速落地。截至25年3月, AI中台已在中南大学湘雅医院、中山大学肿瘤防治中心、南昌大学第一附属医院、哈尔滨医科大学附属肿瘤医院、山东第一医科大学附属省立医院等国内顶尖医疗机构深度应用, 并在20余家医疗机构进行部署, 有望快速拓展覆盖公司既有顶级医院客户。

3. 业务结构灵活调整, 利润有望持续改善

公司财年自每年4月1日起至次年3月31日止。公司2023FY收入同比下滑35.0%, 其中大数据平台和解决方案、生命科学解决方案、健康管理平台和解决方案分别同比下降50.1%/29.6%/22.4%, 主要受到项目招标、现场实施、客户验收延迟等因素的影响, 以及公司主动对“惠民保”产品结构进行优化调整所致。

公司2024FY实现营收8.1亿元, 同比增长0.3%。其中, 大数据平台和解决方案、生命科学解决方案受益于行业经营回暖、客户现场实施交付恢复, 分别实现营收3.1亿元、3.2亿元, 分别同比增长41.4%、28.1%。公司调整健康管理平台和解决方案的产品组合, 导致相关收入同比下降48.7%, 占营收比重同比下降20.0pct。

公司2025FY H1实现营收3.3亿元, 同比下降7.6%, 主要由于生命科学解决方案受到医药行业景气度影响, 收入同比减少15.0%; 公司进一步优化健康管理和解决方案业务, 收入同比减少12.4%。大数据平台和解决方案保持稳定增长, 实现营收1.3亿元, 同比增长4.5%。

图14: 受到下游客户投入影响, 营收有所承压

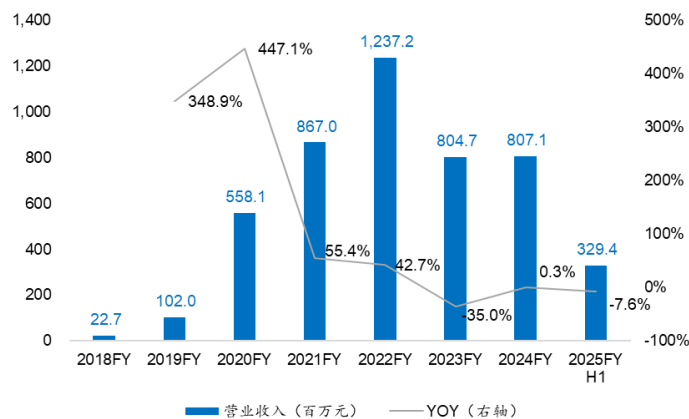
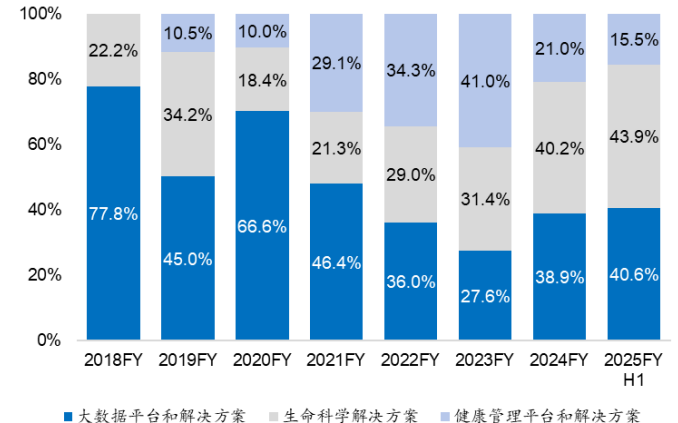


图15: 大数据平台、生命科学解决方案贡献主要营收





来源: iFind, 国金证券研究所

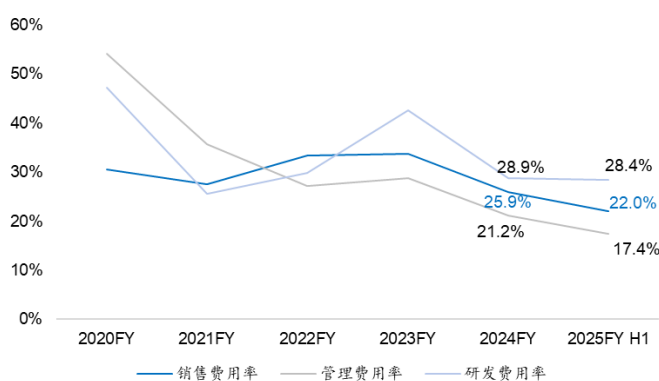
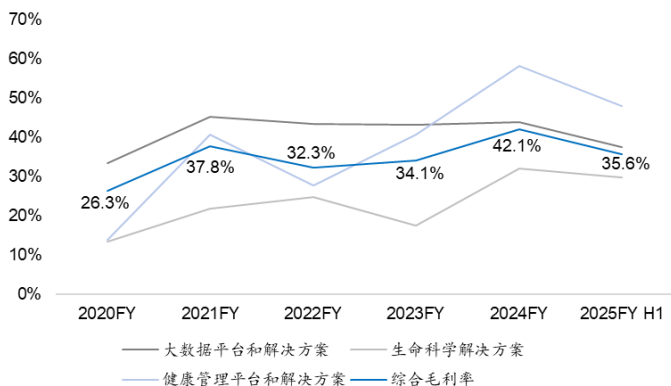
来源: iFind, 国金证券研究所

2025FY H1 公司生命健康解决方案毛利率为 29.7%，同比增长 1.9pct；大数据平台和解决方案、健康管理平台和解决方案毛利率分别为 37.4%、47.8%，同比下降 7.8pct、5.3pct，主要由于大数据平台产品组合发生变化、健康管理平台进一步聚焦，以及部分项目代理采购需求增加所致。

公司费用控制效果良好，2025FY H1 销售/管理/研发费用率分别为 28.4%、17.4%、22.0%，同比变动-7.1pct、0.7pct、-0.6pct，主要系雇员福利及开支缩减所致。截至 25 年 9 月 30 日，公司共有员工 866 人，同比减少 8.3%。

图表 16: 公司毛利率受到产品结构影响

图表 17: 公司各项费用率控制较好



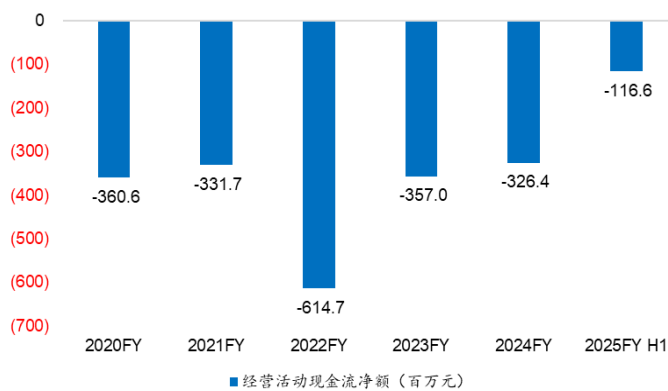
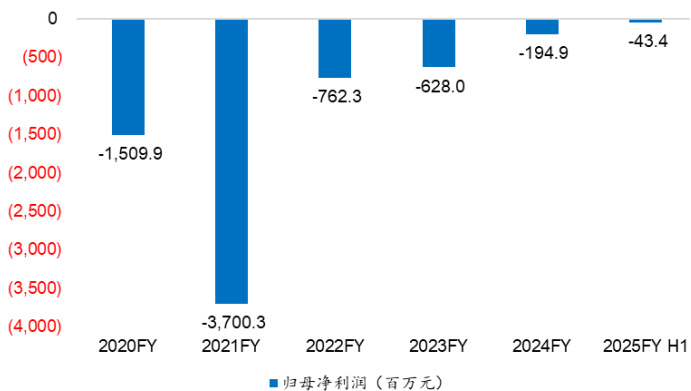
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

受益于营收维持稳定，成本费用控制良好，公司归母净利润亏损持续缩窄。公司 2020FY~2021FY 计提上市开支、可转换可赎回优先股公允价值变动以及股权激励费用等，导致亏损过亿。上市后伴随营收增长、业务结构优化，公司于 2024FY 实现调整后 EBITDA 扭亏为盈，2025FY H1 归母净利润亏损持续缩窄至 4,344.6 万元。

图表 18: 公司归母净利润亏损持续缩窄

图表 19: 公司经营活动现金流净额持续改善



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

4. 盈利预测

➤ 营业收入及毛利率预测:

- 大数据平台和解决方案:** 我们认为伴随 DeepSeek 等开源国产大模型展现出优秀性能，医院和医疗监管机构部署 AI 功能将显著提速。公司在医疗数据治理、专科算法等领域深耕多年，拥有丰富的行业 know-how 和客户资源，有望抢占更多市场份额。2023FY/2024FY/2025FY H1 公司大数据平台和解决方案业务实现营收 2.22/3.14/1.34 亿元，分别同比增长-50.1%/41.4%/4.5%。考虑公司 AI 中台产品在 24 年下半年正式发布，至 25 年 3 月已经累计在 20 余家医院进行部署，对公司后续收入增长提供有力支撑，公司还在持续升级 AI 中台产品功能并向更多客户推广，我们预测公司 2025FY/2026FY/2027FY 大数据平台和解决方案业务营收增速为



6.0%/25.0%/30.0%。

AI 中台产品使用 YiduCore 和第三方大模型，为医院开发人员提供全链路、低代码开发工具，产品标准化程度相对较高，有望对公司毛利率带来正向影响。参考公司 2022FY/2023FY/2024FY 该业务毛利率分别为 43.3%/43.2%/43.7%，我们预计公司 2025FY/2026FY/2027FY 该业务毛利率为 40.0%/43.0%/45.0%。

- 生命科学解决方案：**公司承接医药企业 CRO、SMO 项目需求，提供临床开发、真实世界研究（RWS）和数字商业化解决方案等，相关业务收入受到下游行业需求影响较为明显。目前国内创新药临床试验数量和注册申报数量均呈现增长态势，创新药领域投融资金额下滑趋缓，预计行业需求将逐步回暖。参考公司 2023FY/2024FY/2025FY H1 生命科学解决方案营收分别为 2.53/3.24/1.45 亿元，分别同比增长-29.6%/28.1%/-15.0%，我们预计 2025FY/2026FY/2027FY 该业务营收增速为-10.0%/8.0%/12.0%。公司对该业务持续进行聚焦优化，近年来毛利率有所提升，2022FY/2023FY/2024FY 毛利率分别为 24.7%/17.5%/32.1%，25H1 毛利率为 29.7%，同比提升 1.9pct，我们预计 2025FY/2026FY/2027FY 该业务毛利率维持在 34.0%/35.0%/36.0%。
- 健康管理平台和解决方案：**公司在北京、深圳等城市运营惠民保项目，并基于自研大模型提供私人健康顾问“开心健康科技”小程序，为超过 500 万惠民保用户提供健康档案、健康随访等服务。惠民保项目于 2015 年在深圳首创，2020 年开始在全国多地呈现井喷式发展，截至 2023 年 11 月 15 日，各省、自治区、直辖市共推出 284 款惠民保产品。公司选择支付能力更强的省市进行惠民保运营，并根据各地经营情况进行产品组合调整，截至 2025FY H1，公司提供给服务的省市中超过 90%位于国内 GDP 排名前 15 的省级行政区，预计后续项目营收相对稳定。

公司健康管理平台上的活跃用户持续增长，截至 24 年 9 月，在健康管理平台上至少完成一笔交易的活跃用户数超过 2,400 万名。目前“开心健康科技”平台应用 AIGC 技术，升级 7*24 小时在线健康咨询、导诊咨询、报告解读等功能，并计划进一步加强与医院等合作伙伴的深度协同，拓展更多专病咨询服务场景。同时，公司还在积极推动“开心健康科技”与各种创新服务和产品的资源整合，如智能穿戴设备、数字疗法等，丰富健康管理的手段和方式。基于惠民保庞大的客户基数，公司有望探索更加多元的变现方式，为该业务后续增长提供动力。

2023FY/2024FY/2025FY H1 公司健康管理平台和解决方案营收为 3.30/1.69/0.51 亿元，分别同比变动-22.4%/-48.7%/-12.4%，毛利率为 40.7%/58.1%/47.8%。考虑到惠民保业务趋于成熟稳定，公司选择盈利能力较强的区域继续运营，同时积极探索健康管理平台变现方式，我们预计 2025FY/2026FY/2027FY 该业务营收增速为 -10.0%/5.0%/10.0%，毛利率为 55.0%/56.0%/57.0%。

图表20：公司收入及成本费用预测情况

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8.05	8.07	7.77	8.91	10.69
YOY	-35.0%	0.3%	-3.8%	14.7%	20.0%
毛利率	34.1%	42.1%	40.7%	42.5%	44.0%
——大数据平台和解决方案	2.22	3.14	3.32	4.16	5.40
YOY	-50.1%	41.4%	6.0%	25.0%	30.0%
毛利率	43.2%	43.7%	40.0%	43.0%	45.0%
——生命科学解决方案	2.53	3.24	2.92	3.15	3.53
YOY	-29.6%	28.1%	-10.0%	8.0%	12.0%
毛利率	17.5%	32.1%	34.0%	35.0%	36.0%
——健康管理平台和解决方案	3.30	1.69	1.52	1.60	1.76
YOY	-22.4%	-48.7%	-10.0%	5.0%	10.0%
毛利率	40.7%	58.1%	55.0%	56.0%	57.0%
销售费用率	33.8%	25.9%	22.0%	20.0%	18.0%
管理费用率	28.8%	21.2%	20.0%	17.0%	14.0%
研发费用率	42.6%	28.9%	27.0%	25.5%	24.0%



来源：iFind，国金证券研究所

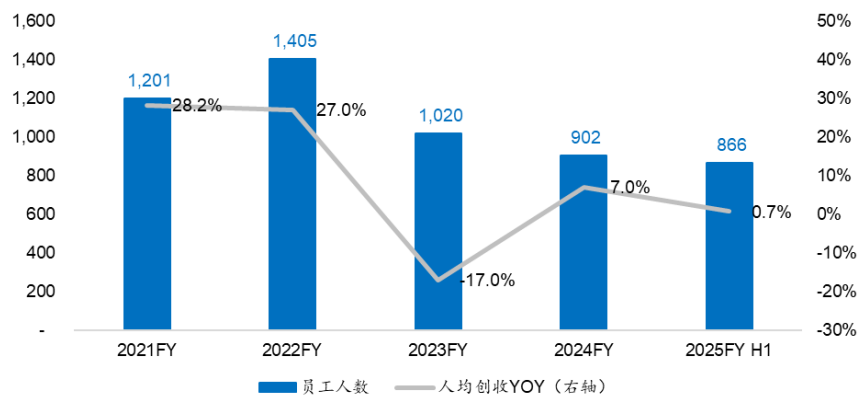
➤ **销售/管理/研发费用预测：**

公司成本费用中有 50%左右为雇员福利开支，与员工人数规模正相关。公司 23 年起持续聚焦业务、精简人员，2023FY/2024FY/2025FY H1 员工人数分别同比下降 -27.4%/-11.6%/-8.3%，带动各项费用率持续下降。

- 1) 销售费用率：公司 2023FY/2024FY/2025FY H1 销售费用率分别为 33.8%/25.9%/22.0%，公司 AI 中台等产品预计主要在客户关系成熟的顶级医院率先推广，新拓客户需求有限销售费用绝对值增速将低于营收增速，预计 2025FY/2026FY/2027FY 销售费用率分别为 22.0%/20.0%/18.0%。
- 2) 管理费用率：公司 2023FY/2024FY/2025FY H1 管理费用率分别为 28.8%/21.2%/17.4%，主要系一般及行政人员数量持续减少，分别为 136/93/87 人。我们预计后续相关人员数量稳定，2025FY/2026FY/2027FY 管理费用率分别为 20.0%/17.0%/14.0%。
- 3) 研发费用率：公司拥有成熟的技术开发团队，首席执行官徐济铭先生毕业于清华大学/中国科学院，先后任职于百度、高德等公司；首席技术官闫峻博士毕业于北京大学，曾在微软负责企业智能化和数据挖掘，目前主要负责公司的整体技术战略，自然语言处理及医学人工智能技术的研发以及公司大数据平台和解决方案产品技术的开发与管理。公司科研平台合作增至 105 家，250+ 专病库项目落地应用，产出高质量论文超 240 篇，总影响因子 1400+。

公司 2023FY/2024FY/2025FY H1 研发费用率分别为 42.6%/28.9%/28.4%，对应产品研发及技术人员分别为 411/357/343 人。公司将过往服务中积累的数据处理经验、临床知识图谱、模型训练方法等沉淀形成技术底座 YiduCore，并非大模型爆发后才投入研发。我们认为公司行业 know-how、AI 模型积累能够支撑产品持续迭代，预计 2025FY/2026FY/2027FY 研发费用率分别为 27.0%/25.5%/24.0%。

图表21：公司精简员工人数，人效逐步抬升



来源：iFind，国金证券研究所

综上，我们预测 2025~2027FY 公司归母净利润为-1.06/-0.50/0.06 亿元，分别同比增长 45.50%/53.04%/112.98%。

我们采用市销率法对公司进行估值，选取 AI+医疗龙头嘉和美康、讯飞医疗科技、卫宁健康作为可比公司，参考可比公司 PS 平均水平，给予公司 2026FY 7.7 倍 PS 估值，目标价 7.00 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表22：可比公司估值比较（市销率法）

代码	名称	股价 (人民币元)	SPS					PS		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688246.SH	嘉和美康	29.66	5.21	5.05	5.55	6.66	8.07	5.35	4.45	3.67
2506.HK	讯飞医疗科技	102.86	3.90	4.60	6.07	7.67	11.11	16.94	13.41	9.26
300253.SZ	卫宁健康	9.48	1.40	1.43	1.53	1.79	2.13	6.19	5.29	4.46



代码	名称	股价 (人民币元)	SPS					PS			
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
平均值									9.49	7.72	5.80
2158.HK	医渡科技	4.84	0.76	0.76	0.73	0.84	1.00	6.64	5.79	4.82	

来源: Wind, 国金证券研究所

说明: 三家可比公司使用 Wind 一致预期, 股价为 2025 年 4 月 10 日收盘价; 图中年份以医渡科技财年为准, 比如 2025E 对应的是医渡科技 2025FY, 是讯飞医疗科技 2024FY; 讯飞医疗科技已经公布 24 年业绩, 对应 2025E 数值为实际营收; 汇率按照港元:人民币=0.92:1 计算。

5. 风险提示

- 下游客户投入不及预期:

公司下游客户主要包括医院、卫健委、医药公司、保险公司等, 其中医院近年来受到 DRG/DIP 医保支付方式改革等影响, 更加关注精细化管理和费用管控; 医药公司在 CRO 领域的投入受到自身研发节奏影响。如果下游客户在 AI 及信息化领域投入不及预期, 可能导致公司收入、利润低于我们的预测。

- 行业竞争加剧:

目前互联网大厂、医疗信息化厂商、医药器械公司等均在探索应用 AI 技术赋能临床诊疗、医药研发等场景, 头部医院数据资源有限, 如果行业竞争加剧, 可能导致公司收入增速下滑。

- AI 技术发展不及预期:

临床诊疗、医药研发等场景均对模型的准确率要求较高, 如果 AI 技术迭代不及预期, 可能会影响产品研发节奏和客户采购意愿, 可能影响公司收入增速。

- 应收账款周转天数较高的风险:

公司 2022FY/2023FY/2024FY/2025FY H1 应收账款周转天数分别为 127.9/220.9/216.5/287.2 天, 主要系大数据平台及解决方案收入占比增加, 以及客户回款周期拉长所致。如果医院、卫健委等客户预算紧张, 公司回款难度加剧, 可能导致应收账款高企、影响公司利润。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,237	805	807	777	891	1,069
增长率	42.7%	-35.0%	0.3%	-3.8%	14.7%	20.0%
主营业务成本	838	530	468	461	512	599
%销售收入	67.7%	65.9%	57.9%	59.3%	57.5%	56.0%
毛利	399	275	339	316	379	471
%销售收入	32.3%	34.1%	42.1%	40.7%	42.5%	44.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	414	272	209	171	178	192
%销售收入	33.5%	33.8%	25.9%	22.0%	20.0%	18.0%
管理费用	337	232	171	155	151	150
%销售收入	27.2%	28.8%	21.2%	20.0%	17.0%	14.0%
研发费用	369	343	233	210	227	257
%销售收入	29.8%	42.6%	28.9%	27.0%	25.5%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	-768	-705	-361	-211	-167	-125
%销售收入	-62.1%	-87.6%	-44.8%	-27.2%	-18.7%	-11.7%
财务费用	-1	-76	-140	-90	-110	-133
%销售收入	-0.1%	-9.5%	-17.3%	-11.6%	-12.4%	-12.4%
投资收益	0	-4	-8	-6	-5	-5
%税前利润	0.0%	0.7%	3.8%	4.7%	9.0%	-64.8%
营业利润	-765	-628	-374	-265	-222	-181
营业利润率	-61.8%	-78.0%	-46.4%	-34.2%	-24.9%	-16.9%
营业外收支						
税前利润	-767	-629	-221	-121	-57	7
利润率	-62.0%	-78.2%	-27.4%	-15.5%	-6.4%	0.7%
所得税	0	3	0	0	0	0
所得税率	0.1%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	-766	-632	-221	-121	-57	7
少数股东损益	-4	-4	-26	-14	-7	1
归属于母公司的净利润	-762	-628	-195	-106	-50	6
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0.6%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-762	-628	-195	-106	-50	6
少数股东损益	-4	-4	-26	-14	-7	1
非现金支出	238	183	7	-69	-62	-54
非经营收益						
营运资金变动	-137	42	-186	33	-16	-23
经营活动现金净流	-615	-357	-326	-108	-92	-33
资本开支	-69	-21	-41	-38	-43	-45
投资	3,453	-2,369	381	-105	-55	-45
其他	2	50	126	53	55	55
投资活动现金净流	3,386	-2,340	467	-90	-43	-35
股权募资	2	5	6	0	0	0
债权募资	-16	-21	74	0	0	0
其他	-22	376	2	0	0	0
筹资活动现金净流	-35	361	82	0	0	0
现金净流量	2,669	-2,236	235	-208	-145	-78

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,409	1,173	1,408	1,200	1,056	978
应收款项	553	557	570	501	575	690
存货	6	4	4	4	4	5
其他流动资产	585	2,777	2,452	2,542	2,607	2,670
流动资产	4,552	4,511	4,434	4,247	4,241	4,343
%总资产	96.4%	91.9%	91.9%	91.4%	91.1%	91.1%
长期投资	10	5	33	38	43	48
固定资产	59	73	81	84	92	99
%总资产	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	2.1%
无形资产	79	51	52	51	51	51
非流动资产	171	400	390	400	413	425
%总资产	3.6%	8.1%	8.1%	8.6%	8.9%	8.9%
资产总计	4,723	4,912	4,824	4,647	4,654	4,768
短期借款	0	0	80	80	80	80
应付款项	211	160	175	128	142	166
其他流动负债	401	511	400	400	459	551
流动负债	612	671	654	608	681	797
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	104	84	78	78	78	78
负债	715	755	732	686	759	875
普通股股东权益	3,990	4,082	4,023	3,907	3,848	3,845
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	3,738	3,531	3,386	3,270	3,211	3,208
少数股东权益	18	74	69	55	48	49
负债股东权益合计	4,723	4,912	4,824	4,647	4,654	4,768

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.80	-0.63	-0.19	-0.10	-0.05	0.01
每股净资产	4.04	3.94	3.79	3.67	3.61	3.61
每股经营现金净流	-0.62	-0.34	-0.31	-0.10	-0.09	-0.03
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-19.11%	-15.38%	-4.85%	-2.72%	-1.30%	0.17%
总资产收益率	-16.14%	-12.79%	-4.04%	-2.29%	-1.07%	0.14%
投入资本收益率	-19.16%	-17.06%	-8.66%	-5.22%	-4.19%	-3.16%
增长率						
主营业务收入增长率	42.69%	-34.96%	0.30%	-3.78%	14.69%	20.04%
EBIT 增长率	79.20%	8.21%	48.78%	41.55%	21.03%	24.76%
净利润增长率	79.40%	17.62%	68.96%	45.50%	53.04%	112.98%
总资产增长率	-10.04%	4.00%	-1.78%	-3.67%	0.15%	2.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	127.9	220.9	216.5	215.1	187.2	183.3
存货周转天数	8.1	3.2	3.1	3.2	2.8	2.8
应付账款周转天数	63.7	126.0	129.1	118.4	95.0	92.8
固定资产周转天数	12.7	29.5	34.1	38.2	35.7	32.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-83.39%	-31.72%	-32.26%	-30.61%	-28.70%	-27.75%
EBIT 利息保障倍数	-182.3	-270.0	-109.1	—	—	—
资产负债率	15.15%	15.38%	15.18%	14.75%	16.30%	18.34%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究