

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**医药保健**
**医疗器械与服务**
**迪安诊断 (300244)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2018年07月09日

# 强强联手，聚焦精准诊断领域

**证券分析师： 谢长雁**  
**联系人： 朱寒青**

 0755-82133263  
 0755-81981837

 xiecy@guosen.com.cn  
 zhuhanqing@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

## 事项：

公司公告：与美国 Agena Bioscience, Inc. 签署《战略合作协议》，共同推动核酸质谱技术平台与多重 DNA 基因检测的诊断方案在中国市场的推广，合作期限为七年，内容包括共同打造“大中华区核酸质谱示范实验室”、合作授权迪安诊断指定生产平台就 MassARRAY 核酸质谱仪器和试剂的中国本土化注册与生产、共同推动核酸质谱平台的诊断技术研发与临床应用研究等。

## 国信医药观点：

- ✓ **Agena Bioscience (原 Sequenom) 为美国核酸质谱及基因检测领域领先公司，拥有 MassARRAY 核酸质谱分析系统，为全球唯一获得 FDA 认可的核酸质谱技术开发及生产厂商。**其技术是通过引物延伸或切割反应与灵敏、可靠的 MALDI-TOF 质谱技术相结合，实现高通量、快速检测，可广泛应用于基因分型和突变检测、超高灵敏度检测、甲基化分析基因表达分析、病原体检测等领域，相较 NGS 技术无需复杂生物信息学分析，周转时间一天内完成，对于检测几百个位点的变异，性价比高。
- ✓ **迪安诊断强强联手，聚焦精准诊断领域，引入海外一流质谱及 NGS 技术，持续提升特检服务能力，为打造世界级的第三方实验室奠定基础。**公司在质谱领域已与全球质谱龙头 SCIEX Diagnostics 以及国际领先的代谢组学服务商 METABOLON 达成合作，引入仪器和技术，建立合作实验室，在 NGS 方面也独家携手 Foundation Medicine 及 Roche 引入大 panel 肿瘤伴随诊断产品(基于 NGS 平台，检测 324 个肿瘤相关基因位点)，建立合作实验室。本次与 Agena 的合作，迪安诊断指定平台将获得 Agena 公司核心产品的中国授权，基于 DNA 核酸质谱技术的临床应用系统，根据中国市场需求联合开发配套的创新型诊断试剂盒，实现中国本土化技术转化、CFDA 注册与临床应用，将进一步增强质谱和基因检测领域平台实力，提升公司特检能力，成为国内精准诊断领域领先企业。迪安诊断已经在全国完成省级布局，有 38 个实验室，目前检测产品以常规检测为主，新的精准诊断技术和产品的引入可以带来业务增量并提升利润率。
- ✓ **投资建议：**产业集中度提升龙头价值凸显，ICL 业态中长期趋势明确前景广阔，股价调整充分，短期低谷带来中长线“买入”机会。中国检验科流通和服务领域已到政策推动集中度提升的关键时点，龙头企业必将受益；从海外分级诊疗普及经验来看，ICL 业态具有长期竞争力，龙头公司持续走牛。预测 2018-2020 年收入约为 66/86/113 亿元，归母净利润约 4.41/5.85/7.80 亿元，增速 26/33/33%。当前股价对应 PE23/17/13X。公司股价经过深幅调整已具备相当安全边际，考虑产业中长期发展趋势和龙头公司发展空间，给予 2019PE27-32x，未来一年期合理估值 29-34 元，维持公司“买入”评级。

## 评论：

- **美国 Agena Bioscience(原美国 Sequenom 公司)为美国领先的基因检测及核酸质谱技术公司，拥有 MassARRAY 核酸质谱分析系统，为全球唯一获得 FDA 认可的核酸质谱技术开发及生产厂商。**其核心技术平台——MassARRAY

核酸质谱技术的临床应用系统，是建立在质谱仪的技术基础上实现对基因位点突变和一些 CNV 拷贝数变异的分析技术，通过引物延伸或切割反应与灵敏、可靠的 MALDI-TOF 质谱技术相结合，实现基因分型、DNA 甲基化定量检测等。具有高精度、高灵敏度、通量灵活、简便快速、低成本、无需复杂生信分析等优势，快速出结果、具有低成本检测几百个基因突变的能力。该设备可一次性精确检测几个至几百个靶向 SNP/CNV/Indel 基因标记物，具有一天检测几个乃至几千个样本的通量高度灵活优势。MassARRAY 可实现一天的基因检测周转时间，系统是一个开放性的平台，可进行各种 DNA 和 RNA 分析，应用于基因分型和突变检测、超高灵敏度检测、甲基化分析基因表达分析、病原体检测等领域。

- **Sequenom 为美国首家推出 NIPT（无创产前诊断）的公司，也是该领域四大公司之一，被第三方独立检验实验室 Labcorp 收购，其 MassARRAY 业务于 2014 年出售给 Agena 公司。** Sequenom 在 2000 年上市的时候创下日涨 200% 的记录，曾经是“基因组时代”生物技术公司的宠儿，最高时超过 \$600/股。2011 年公司推出 MaterniT21，其采用的 SEQuEx 技术吸收了从香港科技大学卢煜明教授那里获得的胎儿基因鉴定技术，主要用于检测 21 号染色体上 36 个碱基的 DNA 片段。该检测推动了无创产前诊断时代的到来，解决了以羊膜穿刺和绒毛取样为代表的传统产前检测的操作难题。美国 NIPT 市场主要为四家公司所覆盖，分别为 Sequenom（2016 年被美国第二大独立医学检验室 Labcorp 以 3 亿美元，每股 2.4 美元收购），Verinata Health（2013 年被 Illumina 收购），Ariosa Diagnostics（2014 年被 Roche 收购）和 Natera（Nasdaq 上市，目前市值 11 亿美元）。Sequenom 公司 2015 年 NIPT 业务数量 18 万例，是当时四大公司中数量最多的，此外其无创产前检测技术专利池与 Illumina 共同拥有，也通过专利授权给其他公司自行检测获取收入。2014 年 5 月 30 日 Agena Bioscience 公司收购了 Sequenom 公司的生命科学部，获得了 MassARRAY 核酸质谱技术平台，其临床应用版“IMPACT Dx™ 系统”于 2014 年 6 月 16 日获得美国 FDA 认证，可用于临床分子诊断应用，从而成为世界上第一台，也是唯一一台获得 FDA 临床认证的核酸质谱平台。该技术成熟，科研机构利用该技术已经发表 1000 多篇学术论文。
- **投资建议：产业集中度提升龙头价值凸显，ICL 业态中长期趋势明确前景广阔，股价调整充分，短期低谷带来中长线“买入”机会。** 中国检验科流通和服务领域已到政策推动集中度提升的关键时点，龙头企业必将受益；从海外分级诊疗普及经验来看，ICL 业态具有长期竞争力，龙头公司持续走牛。预测公司 2018-2020 年收入约为 66/86/113 亿元，归母净利润约 4.41/5.85/7.80 亿元，增速 26/33/33%。当前股价对应 PE23/17/13X。公司股价经过深幅调整已具备相当安全边际，考虑产业中长期发展趋势和龙头公司发展空间，给予 2019PE27-32x，未来一年期合理估值 29-34 元，维持公司“买入”投资评级。

**附 1：检测原理：MassARRAY 检测过程大体可分为分子生物学反应，质谱阵列的点样和质谱检测三个环节。**

MassARRAY 系统是**使用质谱分析精确测量 PCR 衍生的扩增子的非荧光检测平台**。质谱分析与终点法 PCR 相结合，在通用的循环条件下实现了高度多重性的反应，以提供精确、快速且经济高效的分析。MassARRAY 系统利用有限的加入样本为靶向基因检测提供了独特的解决方案，检测基于基质辅助激光解吸电离飞行时间质谱（matrix-assisted laser desorption/ionization - time of flight, MALDI-TOF）原理。质谱仪器主要由两部分组成：基质辅助激光解吸电离离子源（MALDI）和飞行时间质量分析器（TOF）。用激光照射样品与基质形成的共结晶薄膜，基质从激光中吸收能量传递给生物分子，而电离过程中将质子转移到生物分子或从生物分子得到质子，而使生物分子电离；离子在电场作用下加速飞过飞行管道，根据到达检测器的飞行时间不同而被检测，即测定离子的质荷比（M/Z）与离子的飞行时间成正比。基于 MassARRAY 分子量阵列平台的 iPLEX GOLD 技术可以设计最高多达 40 重 PCR 反应和基因型检测，实验设计非常灵活，分型结果准确性高。根据应用需要，对于数十到数百个 SNP 位点进行数百至数千份样本检测时，MassARRAY 具有最佳性价比。特别适合于对全基因组研究结果进行验证，或者是有限数量的研究位点已经确定的情况。DNA 甲基化分析采用 MassARRAY EpiTYPER 流程，该过程结合碱基特异性酶切（分子切割）和 MALDI-TOF 检测原理，可实现多重 CpG 的分析检测，同时具有 DNA 甲基化定量分析能力。

图 1: MassARRAY 样本处理流程



资料来源: 公司网页、国信证券经济研究所整理

图 2: MassARRAY 流程及应用



资料来源: 公司网页、国信证券经济研究所整理

■ **迪安诊断着力打造质谱和基因检测领域平台，多方合作，强强联手，引入多个技术产品，提升特检实力。**此前已与多个质谱和基因检测领域龙头公司达成合作，引入技术平台。此次合作迪安诊断指定平台将获得 Agena 公司核心产品的中国授权，基于 DNA 核酸质谱技术的临床应用系统，根据中国市场需求联合开发配套的创新型诊断试剂盒，实现中国本土化技术转化、CFDA 注册与临床应用。合作内容包括共同打造“大中华区核酸质谱示范实验室”、合作授权迪安诊断指定生产平台就 MassARRAY 核酸质谱仪器和试剂的中国本土化注册与生产、共同推动核酸质谱平台的诊断技术研发与临床应用研究等，进一步提升公司质谱和基因检测领域实力，打造一流精准诊断平台。

- 1) 与国际领先的代谢组学服务商 METABOLON 达成合作意向，将在国内建立独家授权实验室，将国际代谢组学先进技术引进并嫁接中国医疗市场。
- 2) 2017 年 11 月已经引入丹纳赫集团旗下子公司 SCIEX Diagnostics 的 SCIEX Triple Quad 4500MD LC-MS / MS 系统及液相质谱检测技术。
- 3) 2018 年 4 月和 Foundation Medicine 及 Roche 合作签署十年协议，独家获得 FoundationOne®、FoundationOne® Heme 和 FoundationACT®产品相关的服务的许可引入。2017 年 12 月 1 日 FDA 和 CMS 同时批准 Foundation Medicine 旗下产品--FoundationOne CDx (F1CDx) 用于泛癌症临床伴随诊断，这是**首款突破性的基于 NGS 的体外诊断产品，能对任何实体肿瘤进行诊断，在体外诊断领域具有里程碑式的意义**（注：截止目前美国已经有三款 NGS-based 的伴随诊断产品获批）。该产品基于 NGS 技术，可覆盖 324 个肿瘤相关基因及 TMB、MSI 两大基因组特征，能够高效检测肿瘤基因的 SNV、Inedel、MSI 以及 TMB 等，总体准确率可达 94.6%。基于 NGS 的伴随诊断目前国内有诺禾致源、燃石、艾德等公司正在申报，但基本是基于一个位点或几个位点，检测靶点数较少。
- 4) 2018 年 7 月 6 日迪安诊断重庆精准医疗产业技术研究院正式开业，将为医疗科研供给和大健康产业需求搭好桥梁，为产业医疗诊断共性技术研发组建平台，形成知识流动和成果转化的枢纽。

附 2: 2015 年 12 月报告回顾:《国信医药-海外技术专题深度报告-当西方遇到东方-硅谷行见闻》中 Foundation Medicine 介绍

Foundation Medicine Inc (FMI): NGS 测序癌症临床诊断标杆

FMI 是基因检测服务领军企业，因曾为乔布斯进行检测而知名，当前市值 6.3 亿美金。现有超过 3000 名医生选用 FMI 产品，拥有 25 家生物医药公司合作伙伴，涉及超过 200 个以上临床实验，已发表或完成草稿的学术文章达到 86 篇。今年 1 月罗氏通过增发和二级市场购买共计持有公司 60% 股份，并拟在未来 5 年最多支付公司 1.05 亿美元用于获取公司分子信息平台等研发信息。

图 3: FMI 取得了众多成就

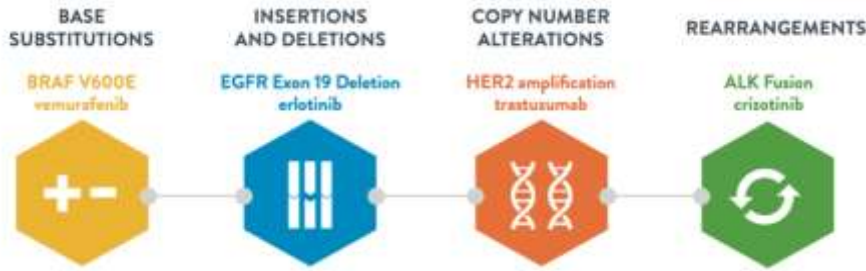


资料来源: 公司 2020 愿景宣传册

公司产品面向临床肿瘤诊断，定价较高。公司研发分为分子信息平台、免疫疗法检测平台、ctDNA 平台、伴随诊断平台 4 个方向，现有产品包括 FoundationOne 实体瘤检测和 FoundationOne 血癌检测，公司还建立了 FoundationCore 分子检测知识库。目前产品定价较高，2015 年平均每单价格约为 3200 美元，14 年约为 3600 美元，其中实体瘤和血液瘤的订单比例约为 7: 1。

检测技术目前为二代高通量测序，拟推出液体活检产品。公司基因检测使用的设备是 Illumina HiSeq2000，由于测序设备外购导致毛利率较低。公司以检测结果指导临床治疗，目前拟推出液体活检产品，预计将于 2016 年上半年商业化。

图 4: FMI 的基因测序可以得到 4 类不同的突变信息



资料来源: 公司 FoundationOne 产品宣传册

产品获得大型医保覆盖具有里程碑意义, 目前尚未实现盈利。近日公司公告与美国最大私立保险公司 UnitedHealthcare 达成协议, UnitedHealthcare 将覆盖其主力产品 FoundationOne 在 IV 期转移性非小细胞肺癌患者的应用, 这将提高公司产品市场渗透率, 有效提升公司业绩, 大型保险公司首次认可基因检测服务提供商产品在临床的应用对于此类创新企业具有里程碑意义。此前公司并不是大多数商业保险的合约医疗护理提供者, 大多数情况下以 CPT 代码方式获得保险收入, 医保报销比例由谈判决定。对于国家医保, 公司只是 Medicare 合约医疗提供者。Medicare 覆盖病人约占公司 FoundationOne 实体瘤和血癌美国总体测试病人数量 31%, 由于与 Medicare 本地合约商的争议, 公司自 2013 年以来申请 Medicare 支付一直没有确认收入, 公司正在申诉。公司 2015 年三季度共进行 8012 个测试, 目前累计 Medicare 未支付测试数量高达 3.25 万个, 按单个测试均价 3200 美元计算, 未确认收入超过 1 亿美元。由于持续教育医生导致的销售费用上升以及主流保险公司此前并未大规模覆盖公司产品同时与 Medicare 存在支付上的争议, 公司至今尚未实现盈利。

表 1: FMI 2015Q3 财报收入表部分信息汇总 (千美元)

|        | 2015 (1-9 月) | 2014 (1-9 月) |
|--------|--------------|--------------|
| 收入     | 58557        | 41715        |
| 销售推广费用 | 36630        | 20753        |
| 管理费用   | 41810        | 18326        |
| 研发费用   | 31118        | 22790        |
| 净亏损    | 70611        | 38925        |

资料来源: 公司 2015Q3 季报, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2017        | 2018E       | 2019E        | 2020E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 755         | 982         | 1277         | 1660         |
| 应收款项             | 1885        | 2468        | 3237         | 4248         |
| 存货净额             | 679         | 801         | 1047         | 1372         |
| 其他流动资产           | 186         | 242         | 318          | 417          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3506</b> | <b>4494</b> | <b>5879</b>  | <b>7696</b>  |
| 固定资产             | 676         | 982         | 1306         | 1643         |
| 无形资产及其他          | 19          | 18          | 17           | 16           |
| 投资性房地产           | 2354        | 2354        | 2354         | 2354         |
| 长期股权投资           | 836         | 886         | 936          | 986          |
| <b>资产总计</b>      | <b>7390</b> | <b>8733</b> | <b>10491</b> | <b>12695</b> |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1214        | 1744        | 2443         | 3245         |
| 应付款项             | 662         | 879         | 1149         | 1505         |
| 其他流动负债           | 567         | 742         | 971          | 1272         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2442</b> | <b>3364</b> | <b>4563</b>  | <b>6022</b>  |
| 长期借款及应付债券        | 1920        | 1920        | 1920         | 1920         |
| 其他长期负债           | 80          | 80          | 80           | 80           |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2001</b> | <b>2001</b> | <b>2001</b>  | <b>2001</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>4443</b> | <b>5365</b> | <b>6564</b>  | <b>8022</b>  |
| 少数股东权益           | 595         | 708         | 858          | 1057         |
| 股东权益             | 2352        | 2660        | 3070         | 3616         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>7390</b> | <b>8733</b> | <b>10491</b> | <b>12695</b> |

| 关键财务与估值指标     | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.63 | 0.80  | 1.06  | 1.41  |
| 每股红利          | 0.21 | 0.24  | 0.32  | 0.42  |
| 每股净资产         | 4.27 | 4.83  | 5.57  | 6.56  |
| ROIC          | 9%   | 11%   | 12%   | 13%   |
| ROE           | 15%  | 17%   | 19%   | 22%   |
| 毛利率           | 33%  | 34%   | 34%   | 34%   |
| EBIT Margin   | 11%  | 12%   | 12%   | 13%   |
| EBITDA Margin | 13%  | 14%   | 14%   | 14%   |
| 收入增长          | 31%  | 31%   | 31%   | 31%   |
| 净利润增长率        | 33%  | 26%   | 33%   | 33%   |
| 资产负债率         | 68%  | 70%   | 71%   | 72%   |
| 息率            | 1.2% | 1.3%  | 1.8%  | 2.3%  |
| P/E           | 28.5 | 22.6  | 17.0  | 12.8  |
| P/B           | 4.2  | 3.7   | 3.2   | 2.8   |
| EV/EBITDA     | 21.6 | 17.2  | 14.0  | 11.5  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元)        | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>5004</b> | <b>6552</b> | <b>8593</b> | <b>11276</b> |
| 营业成本             | 3332        | 4357        | 5699        | 7457         |
| 营业税金及附加          | 19          | 25          | 33          | 43           |
| 销售费用             | 464         | 577         | 756         | 992          |
| 管理费用             | 639         | 787         | 1032        | 1354         |
| 财务费用             | 112         | 99          | 114         | 131          |
| 投资收益             | 197         | 55          | 55          | 55           |
| 资产减值及公允价值变动      | (49)        | (12)        | (12)        | (12)         |
| 其他收入             | 6           | 0           | 0           | 0            |
| 营业利润             | 593         | 752         | 1004        | 1343         |
| 营业外净收支           | 37          | 24          | 26          | 29           |
| <b>利润总额</b>      | <b>629</b>  | <b>776</b>  | <b>1030</b> | <b>1372</b>  |
| 所得税费用            | 165         | 194         | 258         | 343          |
| 少数股东损益           | 114         | 141         | 187         | 250          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>350</b>  | <b>441</b>  | <b>585</b>  | <b>780</b>   |

| 现金流量表 (百万元)    | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>     | <b>350</b>   | <b>441</b>   | <b>585</b>   | <b>780</b>   |
| 资产减值准备         | 42           | 18           | 18           | 22           |
| 折旧摊销           | 117          | 85           | 110          | 138          |
| 公允价值变动损失       | 49           | 12           | 12           | 12           |
| 财务费用           | 112          | 99           | 114          | 131          |
| 营运资本变动         | (1235)       | (352)        | (573)        | (755)        |
| 其它             | 35           | 95           | 132          | 178          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(642)</b> | <b>298</b>   | <b>284</b>   | <b>374</b>   |
| 资本开支           | (262)        | (420)        | (462)        | (508)        |
| 其它投资现金流        | 1            | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(396)</b> | <b>(470)</b> | <b>(512)</b> | <b>(558)</b> |
| 权益性融资          | 84           | 0            | 0            | 0            |
| 负债净变化          | 445          | 0            | 0            | 0            |
| 支付股利、利息        | (115)        | (132)        | (176)        | (234)        |
| 其它融资现金流        | 510          | 531          | 699          | 802          |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>1255</b>  | <b>398</b>   | <b>523</b>   | <b>568</b>   |
| <b>现金净变动</b>   | <b>216</b>   | <b>227</b>   | <b>295</b>   | <b>383</b>   |
| 货币资金的期初余额      | 539          | 755          | 982          | 1277         |
| 货币资金的期末余额      | 755          | 982          | 1277         | 1660         |
| 企业自由现金流        | (974)        | (82)         | (120)        | (53)         |
| 权益自由现金流        | (19)         | 375          | 493          | 651          |

## 相关研究报告

《迪安诊断-300244-乘长风破万里浪》 ——2018-05-25  
 《迪安诊断-300244-乘长风破万里浪》 ——2018-05-25  
 《迪安诊断-300244-独立医学实验室产业先锋》 ——2011-07-18

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。