

证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

鹿得医疗 (832278)

无评级

医疗保健设备

重大事件快评

2020 年 07 月 26 日

长于家用医疗器械制造，机械血压计等主产品出口额居首

证券分析师：彭若恒

pengruoheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060002

事项：

公司将在 7 月 27 日于精选层挂牌交易。公司本次公开发行选择以净利润为核心的入层标准“市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%”，公司按照发行价格 8.55 元/股，发行后 1.10 亿股计算市值为 9.41 亿元，2019/2018 年按入层指标计算的净利润分别为 2864/1910 万元，加权平均净资产收益率 13.94/10.08%。公司本次实际公开发行 1750 万股，认购金额 1.5 亿元（拟募集资金 1.27 亿元），其中 1.27 亿元拟投入“医疗器械产品及配件智能升级技改项目”、“研发中心建设项目”和“鹿得大数据新零售项目”三大项目。

国信新三板观点：1) 公司系以家用医疗器械为主的医疗器械及保健护理产品供应商，以 ODM 出口为主；2) 在国内细分领域已形成一定的技术和规模优势，部分主要产品出口金额居首；3) 2019/2020Q1 实现收入 3.04/0.42 亿元，同比+7.65/-0.23%，归母净利润 3254/391 万元，同比+60.43/-26.51%，2019 年 EPS 为 0.35 元，PE 为 24.30 倍（按发行价格）；4) 风险提示：境外销售占比高；关联交易较多；原材料价格波动；新增产能消化；产品技术替代；汇率波动；5) 投资建议：公司专攻血压计、听诊器、雾化器等轻型医疗器械，产品以家用为主并能用于医院，研发设计能力和生产技术处于业内较高水平。公司产品获得国际质量认证，具有较高性价比优势，远销全球多个国家地区，部分主产品出口金额业内居首，总体上看在细分领域内已具备一定的规模优势。本次募投项目将在升级扩充产能、强化技术丰富产品线，打造自有品牌、建立线上线下结合的新零售模式方面重点发力，在当前国内个人消费者消费水平和健康意识不断提升、老龄化趋势加剧以及医疗体制改革深化的背景下拥有较大发展潜力，推荐持续关注。

评论：

■ 长于家用医疗器械的研发制造，ODM 模式为主远销海外多国市场，机械血压表等部分品类出口份额居首

公司成立于 2005 年，多年专注于家用医疗器械为主的医疗器械及保健护理产品的研发、生产、销售，当前已成为所处领域内的先进境内企业，产品研发设计能力和生产技术水平在行内均具有较强的竞争力，在境内医疗器械生产企业中已属于规模较大的企业。

公司产品大多数应用于家庭，主要包括血压计、雾化器、听诊器和冲牙器等，有利于帮助个人消费者进行相关疾病的监测、预防和治疗，积极进行健康管理，不少产品同样适用于医院门诊及治疗。公司主要以 ODM 模式生产产品，同时也拥有自主品牌“西恩（SCIEN）”，通过持续研发形成了多项核心技术，目前已经取得 74 项专利，并建立了江苏省家用精密医学器械工程技术研究中心。

公司销售以海外市场为主，多项产品通过了欧盟 CE 认证、美国 FDA 认证，产品质量得到多个国际知名品牌运营商的认可，与国际先进企业相比在成本和产品性价比上具有十分明显的优势，目前远销欧洲、亚洲、美洲等区域的全球多个国家和地区。从 2018 年来看，公司机械血压表、听诊器出口额在境内企业中均排名第一，电子血压计、雾化器分别排名第十三、第八，均处于行业前列。

■ 公司实控人为项友亮及其兄弟、配偶三人，无控股股东，核心管理层业内经验丰富，为多年合作伙伴关系

项友亮与其兄弟项国强、配偶黄捷静为公司共同实际控制人，合计控制公司 56.90%股份（发行后，下同），三人分别直接持股 22.09%、5.82%和 1.86%，项友亮、项国强分别对鹿得实业（持有公司 22.31%股份）出资 38.68%、14.53%，项友亮对鹿晶投资（持有公司 5.00%股份）出资 1.67%且为执行事务合伙人，上述两机构皆为员工持股平台。公司其余持股比例较高的股东为朱文军和祝忠林、祝增凯父子，分别持股 6.73%、3.22%、5.82%，其中祝忠林和祝增凯承诺精选层挂牌后禁售 12 个月，不作为实控人一致行动人。

管理层方面，项友亮为公司董事长兼总经理，涉足医疗器械制造与商贸领域多年，朱文军为董事兼副总经理，其余高管 3 名，包含 1 名核心技术人员，皆持有少量公司股份，合计 3.25%。从履历来看，公司核心管理层均多年合作，为共同创业伙伴。此外，祝忠林、祝增凯父子分别任公司董事、线上运营部经理。

表 1：公司核心管理层情况

人员	公司职务、身份	个人履历
项友亮	董事长、总经理、实际控制人	1970 年出生，中国国籍，具有澳大利亚永久居留权，硕士学历。曾任温州市鸿顺工贸公司总经理；2003 年 1 月至 8 月，任上海鹿得国际贸易有限公司执行董事兼总经理；2004 年-2010 年任上海勒道克电子制造有限公司董事长；2005-2014 年任鹿得医疗器械（南通）有限公司董事长、总经理、法定代表人；2007 年 9 月至今，任上海鹿得医疗器械贸易有限公司董事长、法定代表人；期间还任上海鹿得投资发展有限公司执行董事兼总经理、法定代表；上海鹿得实业发展有限公司董事长、法定代表人；任乐道克电子制造（南通）有限公司董事长、法定代表人；上海鹿晶投资管理中心（有限合伙）执行事务合伙人；上海鹿兴企业管理中心（有限合伙）执行事务合伙人；江苏鹿得医疗电子股份有限公司董事长、总经理、法定代表人等。
黄捷静	实际控制人	1993 年 2 月至 2011 年 4 月，任温州市鸿顺工贸公司财务经理；2005 年 1 月至 2014 年 11 月，任鹿得医疗器械（南通）有限公司董事；2009 年 11 月至 2013 年 8 月，任上海鹿得投资集团有限公司监事；2013 年 8 月至 2018 年 5 月，任上海鹿得实业发展有限公司董事。
项国强	董事、实际控制人	1960 年出生，初中学历。曾任温州市强龙医疗用品厂（前身为温州市瓯海医疗用品厂）厂长；2010 年 12 月至今，任温州市强龙科技发展有限公司（前身为温州市强龙医疗用品有限公司）执行董事兼总经理、法定代表人；2009 年 5 月至 2014 年 11 月，任鹿得医疗器械（南通）有限公司自动化建设组总监；2009 年 11 月至 2013 年 8 月，任上海鹿得投资集团有限公司董事；2013 年 8 月至 2018 年 5 月，任上海鹿得实业发展有限公司监事；2018 年 5 月至今，任上海鹿得实业发展有限公司董事；2014 年 11 月至今，任江苏鹿得医疗电子股份有限公司自动化建设组总监、董事等。
潘新华	董事、副总经理	1967 年出生，本科学历。曾任天津中环科学仪器有限公司研发工程师；中美合资新景医疗电子有限公司销售工程师；天津九安医疗电子股份有限公司生产、采购经理；天津先石光学技术有限公司销售经理；天津鸿石科技有限公司副总经理。2004 年 6 月至 2009 年 6 月，任上海勒道克电子制造有限公司董事、总经理；2009 年 12 月至 2019 年 7 月，任乐道克电子制造（南通）有限公司总经理；2013 年 8 月至今，任上海鹿得实业发展有限公司董事；2014 年 7 月至 2014 年 11 月，任鹿得医疗器械（南通）有限公司运营副总经理；2014 年 11 月至今，任江苏鹿得医疗电子股份有限公司董事、副总经理。
朱文军	董事、副总经理	1966 年出生，本科学历。曾任安徽省纺织品进出口公司业务员、业务部经理；温州市鸿顺工贸公司营销总监；2003 年 1 月至 2013 年 8 月，任上海鹿得国际贸易有限公司监事、营销总监；2005 年 1 月至 2014 年 11 月，任鹿得医疗器械（南通）有限公司董事、营销中心总监；2007 年 9 月至 2009 年 10 月，任上海鹿得医疗器械贸易有限公司监事；2009 年 10 月至今，任上海鹿得医疗器械贸易有限公司董事；2009 年 11 月至今，任上海鹿得实业发展有限公司董事；2014 年 11 月至今，任江苏鹿得医疗电子股份有限公司董事、副总经理。
张玉军	财务总监、董事会秘书	1977 年出生，本科学历。曾任中国第一汽车集团无锡汽车厂成本核算会计；无锡格兰机械集团有限公司高级财务会计；无锡西姆莱斯石油专用管有限公司集团财务部长，2014 年 7 月至 2014 年 11 月，任鹿得医疗器械（南通）有限公司财务总监；2014 年 11 月至今，任江苏鹿得医疗电子股份有限公司财务总监；2015 年 5 月至今，任江苏鹿得医疗电子股份有限公司董事会秘书。
杜文军	研发总监	1970 年出生本科学历。曾任天津自动化仪表工业公司工程师；天津纵横科技有限公司工程师；任天津先石光学技术有限公司高级工程师；2004 年 10 月至 2009 年 6 月，任上海勒道克电子制造有限公司技术部经理；2009 年 7 月至 2012 年 12 月，任乐道克电子制造（南通）有限公司研发总监；2013 年 1 月至 2014 年 11 月，任鹿得医疗器械（南通）有限公司研发总监；2014 年 11 月至今，任江苏鹿得医疗电子股份有限公司研发总监，作为发明人之一，已获得国内授权专利 24 项。

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ 主营分析：生产多种家用为主的医疗器械，血压计（机械血压表、电子血压计）为最主要产品

公司主要生产和销售以家用医疗器械为主的医疗器械及保健护理产品，包括血压计（机械血压表、电子血压计）、雾化器、听诊器和冲牙器几个大类，具体情况如下表所示：

表 2: 公司产品具体情况

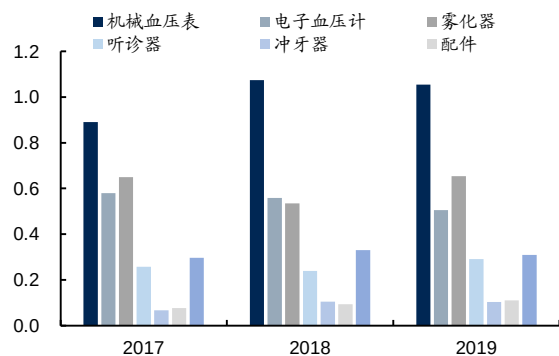
产品种类	功能简介	具体系列	系列特点	图片示例
1、机械血压表	基于胡克定律制作而成的血压测量仪器,通过充气球对袖带进行加压,在袖带内血压作用下敏感原件产生相应的弹性变形,再通过机械零部件进行传动、放大,最终通过指针在分度盘上指示出血压值。	A.机械大表 B.机械小表 C.手持式血压表	外观及表盘尺寸比较大,观察比较清晰,常见于医院中使用。 经济型产品,产品表头设计比较小巧,便于存放和携带,在家庭与医院中均可使用。 充气球与血压表头一体式设计,单手即可操作,使用方便。该系列具有防震、快捷、左右手使用等不同功能设计,在家庭及医院中均可使用	
2、电子血压计	运用压力传感器技术接收袖带内动脉血压信号,再经过CPU 处理而测量得出人体的血压值,并最终以数字形式显示出测量结果。	A.传统臂式血压计 B.传统腕式血压计 C.一体式智血压计	用于测量上臂血压,通过空气管连接机器和臂带进行血压测量,具有智能加压、高清液晶显示等优点,主要适用于日常家用。有语音、温度等多种不同功能型号 用于测量手腕血压,测量时更加方便。有语音、温度等多种不同功能型号 新型智能产品,采用一体式设计;通过无线蓝牙传输,用手机操作进行自动测量;具有 APP 血压数据管理等信息化功能。	
3、雾化器	一种治疗呼吸系统疾病的医疗器械设备;将液体药液雾化成为微小颗粒,再让雾化后的药液通过呼吸吸入的方式进入呼吸道和肺部,以快速有效地治疗感冒、咳嗽、哮喘、咽炎、鼻炎、支气管炎等呼吸系统疾病。	A.压缩式雾化器 B.微网雾化器 C.超声雾化器	通过压缩泵产生压缩空气,经雾化杯将液体药物撞击为气溶胶药物。其中交流型产品雾化量大,治疗时间短;直流型产品体积小,便于携带,可在出差、旅行时使用。 采用压电陶瓷技术将液体药物超声波雾化,再经过微网筛,形成气溶胶药物。气溶胶药物颗粒细腻,治疗效果好,在居家、办公室、旅行等场合均可使用。 利用超声波将液态药物激发为气溶胶药物,颗粒较大,适合日常家用。	
4 听诊器	聆听人体或动物体内的声音进行医学诊断的仪器。通过听头的膜片获取人体内声波的震动,经由拾音腔及管道的放大作用传入使用者的耳朵。	A.心脏科听诊器 B.通用专业听诊器 C.经济型听诊器	针对心脏听诊需求设计的专业听诊器,产品选材与制作工艺标准极高,声音衰减减小,传音清晰,能够更加准确的帮助医生收集到细微的声音变化。 专业听诊器产品,有良好的声音传递功能和出色的听音效果,能满足医生的听诊需求 常规听诊器产品,能满足基本的听诊需求,性价比较高。	
5、冲牙器	一种清洁口腔的辅助性工具,主要利用脉冲水流冲击的方式对口腔中的牙缝、牙龈沟、窝沟等位置进行清洁。	A.家用款冲牙器 B.旅行款冲牙器	有多档位水压调节功能、墙面固定功能、喷嘴收纳盒等特点,可放置于洗漱台面或固定于墙面,适用居家使用。可充电,具有体积小、方便携带的特点,适合日常家用,也可外出携带。	

资料来源:公开发行说明书,国信证券经济研究所整理

收入结构方面,2019 年公司主营业务收入为 3.03 亿元(+3.20%),贡献最大的血压计产品收入 1.56 亿元(-4.41%,占比 51.53%),其中机械血压表 0.89 亿元(-1.83%,占比 34.82%),电子血压计 0.51 亿元(-9.36%,占比 16.71%);雾化器收入 0.65 亿元(+22.23%,占比 21.58%);听诊器收入 0.29 亿元(+21.53%,占比 9.61%);配件 0.11 亿元(+17.11%,占比 3.63%),冲牙器产品收入 0.10 亿元(-0.16%,占比 3.43%);而贸易经营产品收入 0.31 亿元(-6.19%,占比 10.22%),

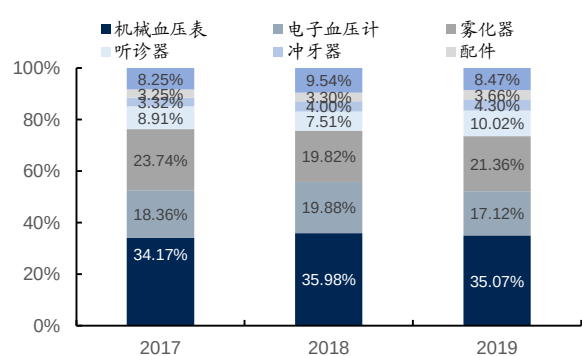
从主营产品的毛利润结构来看,2019 年公司血压计产品贡献 52.19%的毛利润(毛利率 27.33%),其中机械血压表毛利润占比为 35.07%(毛利率 27.18%),电子血压计利润占比为 17.12%(毛利率 27.64%);雾化器毛利润占比为 21.36%(毛利率 26.71%);听诊器利润占比为 10.02%(毛利率 28.14%);配件利润占比为 3.66%(毛利率 27.23%),冲牙器利润占比为 4.03%(毛利率 33.85%);而贸易经营毛利润占比为 8.47%(毛利率 22.37%),

图 1: 2017-2019 按产品服务分类收入(亿元)



资料来源:公开发行说明书,国信证券经济研究所整理

图 2: 2017-2019 按产品服务分类毛利润占比



资料来源:公开发行说明书,国信证券经济研究所整理

公司主要客户基本为医疗器械销售公司，其中前五大客户主要为境外客户，大部分与公司形成常年稳定合作关系，公司不存在对单一客户有重大依赖的情况，2017-2019 年公司前五大客户合计销售收入占营收比例分别为 39.97%、34.67% 和 34.76%，具体情况如下：

表 3：公司前五大客户情况

排序	2019 客户名称	营收占比	2018 客户名称	营收占比	2017 客户名称	营收占比
1	Little Doctor International (S) Pte. Ltd.	21.32%	Little Doctor International (S) Pte. Ltd.	18.16%	Little Doctor International (S) Pte. Ltd.	15.70%
2	Malacca Internation Corp.	6.33%	Malacca Internation Corp.	5.73%	Nipton Distributors Limited.	6.32%
3	Medisana (Far East) Ltd. & COMFORT ENTERPRISE (FAR EAST) HOLDING CO.,LIMITED	5.00%	上海阔丰电子科技有限公司	4.31%	Malacca Internation Corp.	5.06%
4	Cardinal Health Singapore 225 Pte. Ltd.	3.84%	GF Health Products, Inc	3.33%	Medisana (Far East) Ltd.	4.46%
5	GF Health Products, Inc	3.48%	Medisana (Far East) Ltd. & COMFORT ENTERPRISE (FAR EAST) HOLDING CO.,LIMITED	3.14%	GF Health Products, Inc	3.22%
合计		39.97%	合计	34.67%	合计	34.76%

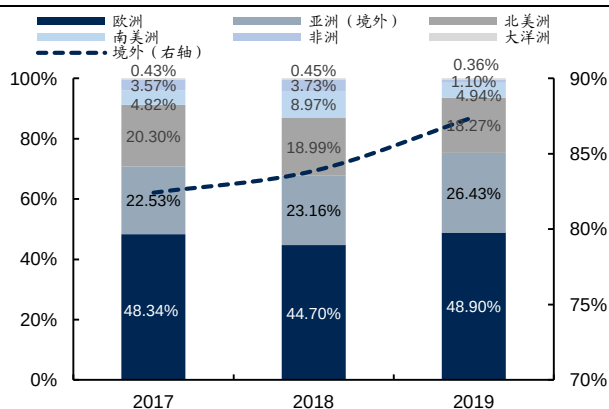
资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

注：2018、2019 年 Medisana (Far East) Ltd. & COMFORT ENTERPRISE (FAR EAST) HOLDING CO.,LIMITED 销售额、营收占比合并计算

从产品销售区域来看，公司当前以出口为主。2017-2019 年来自境外的销售收入占比分别为 82.41%、83.68%、87.42%，欧洲为最大出口区域，当前占比达到 48.90%，其次为亚洲和北美，分别占 26.43%和 16.27%。

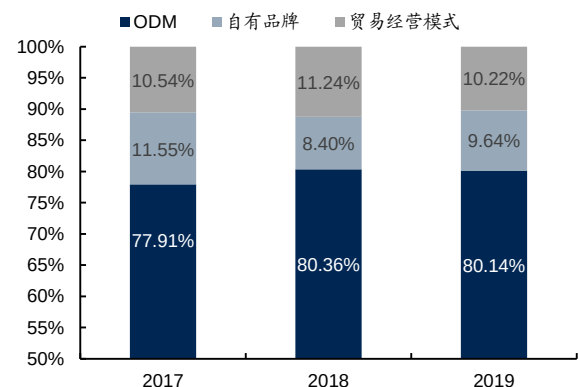
从销售模式来看，主要可分为 ODM、自有品牌和贸易经营 3 种，在境外市场主要以 ODM 模式为主；在境内市场则以自有品牌销售和 ODM 模式相结合，其中自有品牌销售主要采用经销方式。总体来看，ODM 模式收入近 3 年的销售额占比都在 80%左右，贸易模式销售额占比略高于 10%，而自有品牌的销售近 2 年不超过 10%，大部分通过批发商、零售商等以经销的方式销售，少数直接销售给终端用户。

图 3：2017-2019 境外分区域销售收入占比



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

图 4：2017-2019 分销售模式收入占比



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

公司的机械血压表和听诊器的出口金额居行业首位，份额分别达到 26.20%和 14.36%，4 大类主要产品的出口金额排名及市场占有率具体情况如下：

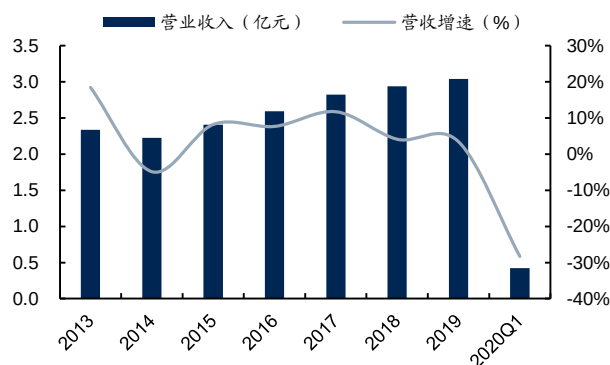
表 4：2018 年公司主要产品出口额排名及出口占口市场份额

项目	机械血压表	电子血压计	雾化器	听诊器
出口额排名	1	13	8	1
占出口市场份额	26.20%	1.69%	4.55%	14.36%

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

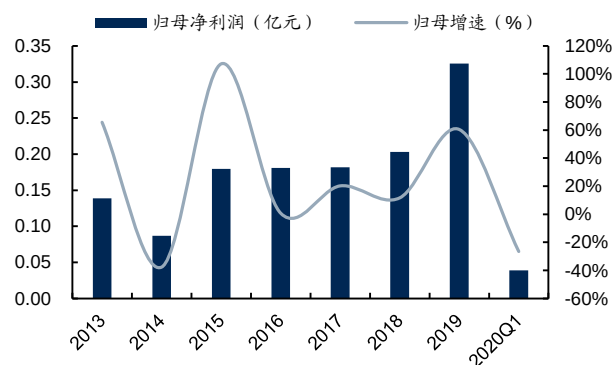
■ 公司财务情况

图 5: 2013-2020Q1 营业收入及增速 (亿元)



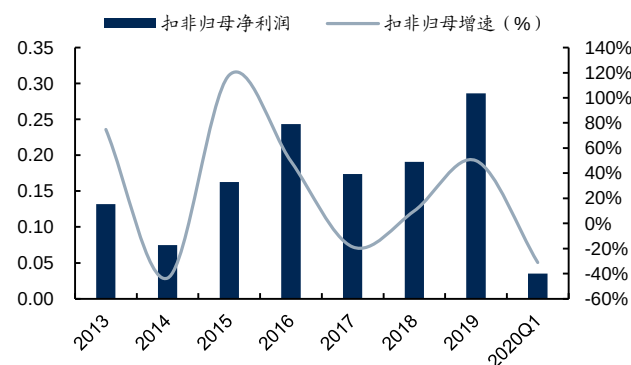
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2013-2020Q1 归母净利润及增速 (亿元)



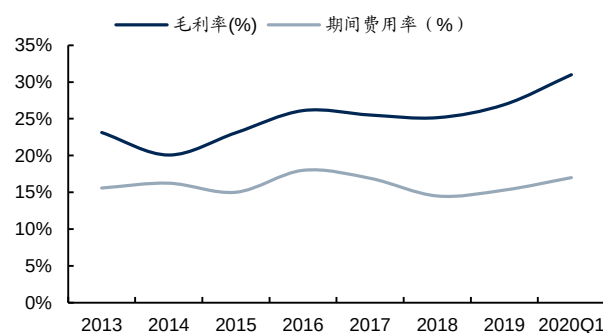
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2013-2020Q1 扣非归母及增速 (亿元)



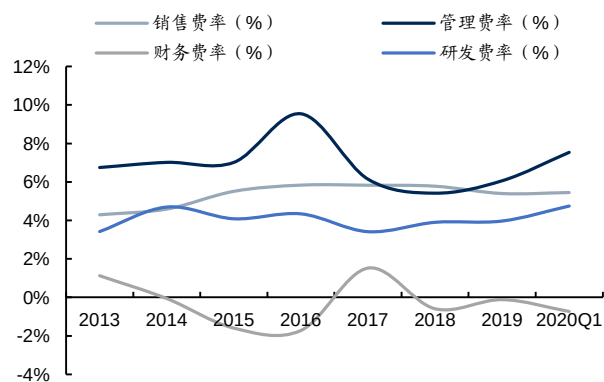
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2013-2020Q1 毛利率及期间费用率



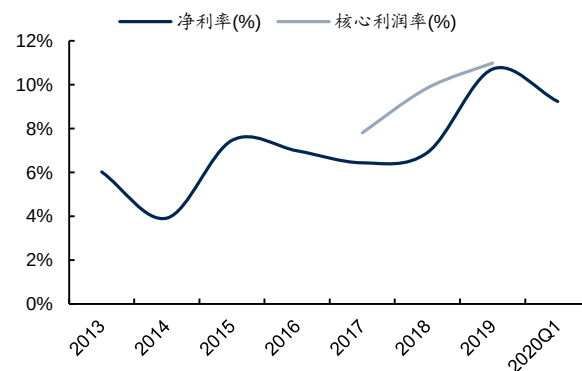
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 2013-2020Q1 四项期间费用率

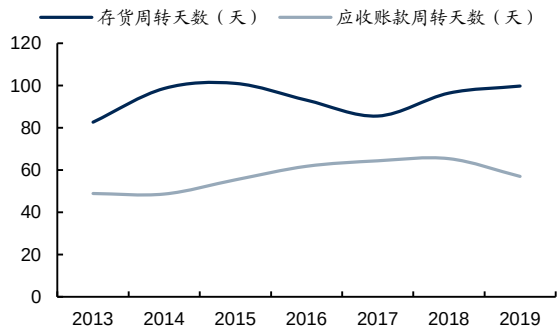


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

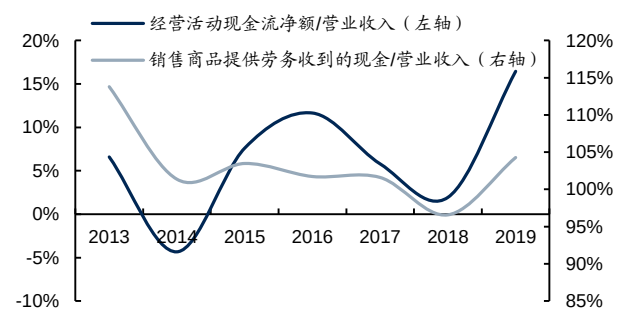
图 10: 2013-2019 净利率及核心利润率



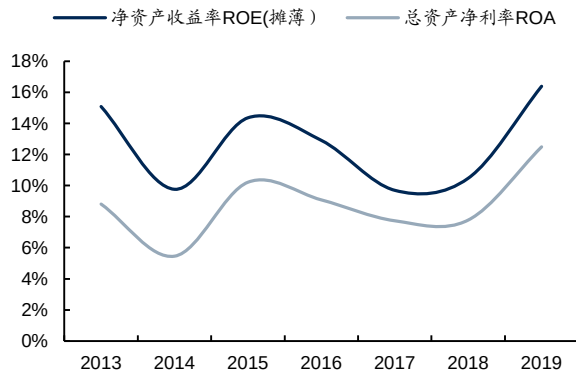
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
核心利润率: 毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 11: 2013-2019 存货及应收周转天数


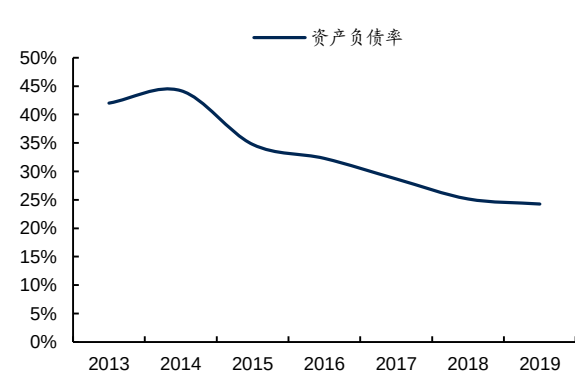
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2013-2019 现金流情况


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2013-2019 净资产收益率及总资产净利率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2013-2019 资产负债率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ **募投项目: 扩充产能实现工艺和智能制造升级, 增加研发投入提升多元化产品力, 大力投入自有品牌及渠道建设**
 公司本次拟募集资金 12,662.01 万元, 全部投入“医疗器械产品及配件智能升级技改项目”、“研发中心建设项目”和“鹿得大数据新零售项目”3 个项目, 具体情况如下:

表 5: 募投项目情况

项目序号	项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)	建设周期	具体内容
1	医疗器械产品及配件智能升级技改项目	6,254.38	6,254.38	18 个月	新增医疗器械产品生产产线, 包括 75 万台电子血压计、80 万台雾化器为公司新增产能, 350 万套机械血压表配件产能, 实现对电子血压计、雾化器、机械血压表配件等一系列家用医疗器械产品及配件的产能扩充及生产技术升级。
2	研发中心建设项目	3,332.63	3,332.63	24 个月	购置先进的研发设备及检验检测设备, 改善研发条件和环境; 加大各类产品及技术的研发投入, 丰富和完善产品体系, 提升智能化技术水平; 并吸引高水平技术人才, 开展前沿技术研究, 增加技术储备
3	鹿得大数据新零售项目	3,075.00	3,075.00	36 个月	加强“SCIAN 西恩”等自有品牌在境内外市场的推广, 包括企业 VIMI 升级、门店推广、会议推广、视频推广、品牌线上广告投放等方式; 加强境内市场的拓展及销售渠道的建设, 建成较为完善的线上、线下相结合的新零售体系。
合计		12,662.01	12,662.01		

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

总体来看本次“医疗器械产品及配件智能升级技改项目”募投项目将新增 75 万台电子血压计、80 万台雾化器为公司新增产能, 对应产能增幅分别达到 78.13%和 100%, 此外还将建设 350 万套机械血压表配件产能用于替换子公司的机械

血压表的老旧落后设备，项目的建成投产将帮助公司在实现产能的扩充与升级的同时提升工艺水平和智能化制造水平，支撑现有业务的扩张。

表 6：公司拟新增产能情况

产品	2019 年产能	产能利用率	产销率	拟新增产能	产能增幅
电子血压计	96	84.08%	89.46%	75	78.13%
雾化器	80	88.23%	94.36%	80	100.00%

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

注：雾化器产能数据实际为雾化器&冲牙器，冲牙器占比较小

“研发中心建设项目”和“鹿得大数据新零售项目”将一方面强化公司的研发能力，有利于丰富和完善产品现有体系，实现多元化产品布局，并积累更多前沿技术，为未来的技术升级打好基础，另一方面，在销售模式的调整上进行重点发力，增加直营零售和国内市场方面的投入，以线上结合线下的方式构建渠道体系，并利用线上新媒体进行流量赋能，强化对自有品牌的打造，从而扩大市场份额，二者皆有利于收入和盈利的持续增长。

■ 投资建议

公司专攻血压计、听诊器、雾化器等轻型医疗器械，产品以家用为主并能用于医院，研发设计能力和生产技术处于业内较高水平。公司产品获得国际质量认证，具有较高性价比优势，远销全球多个国家地区，部分主产品出口金额业内居首，总体上看在细分领域内已具备一定的规模优势。本次募投项目将在升级扩充产能、强化技术丰富产品线，打造自有品牌、建立线上线下结合的新零售模式方面重点发力，在当前国内个人消费者消费水平和健康意识不断提高、老龄化趋势加剧以及医疗体制改革深化的背景下具有较大发展潜力，推荐持续关注。

■ 风险提示：境外销售占比高；关联交易较多；原材料价格波动；新增产能消化；产品技术替代；汇率波动

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 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 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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032