

眼科医美双轮驱动，助力公司重回高增长

增持|维持

——昊海生科 2020 年报点评

当前价：105.19 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 195.85 / 69.63

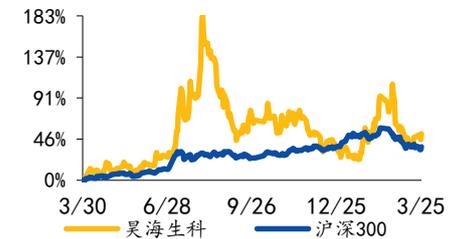
A 股流通股 (百万股): 78.28

A 股总股本 (百万股): 176.62

流通市值 (百万元): 8234.13

总市值 (百万元): 18578.88

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-昊海生科(688366)近期动态点评报告: 医美眼科双管齐下, 为公司提供新增长点》
2021.03.23

《国元证券公司研究-昊海生科(688366) 2020 年三季报点评: 疫情影响减弱, Q3 业绩修复向好》2020.10.28

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

事件:

2021 年 3 月 26 日, 公司公告: 2020 年年报: 报告期内实现营收 13.32 亿元, 同比下滑 16.95%, 归母净利润 2.30 亿元, 同比下降 37.95%。同时公告, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 5.00 元。

分季度来看, 公司 2020 年 H1 受疫情影响显著, H2 明显复苏并呈现增长态势。分板块来看, 受疫情影响手术量和门诊服务下滑, 眼科与医美等板块承压。随着疫情逐步放缓可控, 公司业务逐步恢复, 四大板块均有望实现高增长。3 月 26 日披露 21 年一季度业绩预告, 预计归母净利润同比扭亏为盈, 达到 0.8-1 亿元, 扣非净利润 0.75-0.95 亿元, 2021 年业绩可期。

● **眼科板块: 布局逐步完善, 白内障手术和全年龄段屈光矫正后续发力**
公司在眼科布局齐全, 是中国最大的人工晶状体生产商, 销售量市占率 30%; 同时是国内最大的眼科粘弹剂生产商, 2020 年中国市场份额为 45.85%、连续 13 年超过四成。2020 年公司人工晶状体产品、视光材料、眼科粘弹剂产品分别实现营业收入 3.31、1.33、0.85 亿元, 相比分别下降 23.62%、12.87%、25.13%, 出现明显下滑。随着疫情逐步放缓可控, 未来白内障手术和屈光矫正仍是长期向上发展趋势。公司在人工晶状体行业已完成全产业链布局; 同时公司通过自主研发和外延并购方式, 不断扩充成人和儿童屈光矫正产品。公司在 2021 年不断加码眼科行业投入, 未来公司凭借眼科深入布局, 有望实现新增长点。

● **医美板块: “玻尿酸+肉毒毒素+光电设备” 组合**

随着 2020 年 8 月“海魅”上市销售, 目前公司拥有主打塑形功能的“海薇”、主打组织填充功能的“姣兰”及主打精准雕饰功能的“海魅”三款中高端玻尿酸, 在产品特点和功效方面形成差异化定位和互补式发展, 满足日趋细分化、多元化的医美市场需求, 随着海魅商业化推广进一步发力, 预期将为公司业绩带来一定贡献。同时公司通过外延并购进军射频及光电类设备, 扩充肉毒毒素产品, 医美板块未来可期。

● **投资建议与盈利预测**

考虑到公司 2020 业绩受疫情影响基数较低, 同时 2021 年公司已不断通过并购优质标的, 强化在眼科和医美板块布局, 对业绩有显著提振, 预计公司 21-23 年营收为 18.53/ 24.51/ 30.82 亿元, 归母净利润为 4.29/ 6.08/ 7.73 亿元, EPS 分别为 2.42/ 3.43/ 4.36 元/股, 对应 PE43/ 31/ 24, 维持至增持评级。

● **风险提示**

医美整顿影响超过预期; 疫情影响超过预期; 耗材集采降价风险; 产品竞争加剧, 产品研发不及预期。

附表: 盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1604.33	1332.43	1853.29	2451.47	3081.77
收入同比 (%)	2.94	-16.95	39.09	32.28	25.71
归母净利润(百万元)	370.78	230.07	429.39	607.84	773.44
归母净利润同比 (%)	-10.56	-37.95	86.63	41.56	27.24
ROE (%)	6.80	4.19	7.21	9.45	11.01
每股收益 (元)	2.09	1.30	2.42	3.43	4.36
市盈率(P/E)	50.27	81.02	43.41	30.67	24.10

资料来源: Wind, 国元证券研究所

分季度来看，上半年受疫情影响显著，下半年明显复苏并呈现增长态势。公司 Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别实现营业收入 1.54 亿元 (-50.64%)、3.42 亿元 (-27.70%)、3.96 亿元 (+10.31%) 和 4.40 亿元 (-6.98%)，归母净利润分别为-0.25 亿元 (-137.33%)、0.52 亿元 (-54.83%)、0.85 亿元 (24.30%)、1.17 亿元 (-1.93%)。公司一季度受疫情影响尤为显著，二季度随着国内基本控制新冠疫情的蔓延和传播，业绩快速恢复至去年同期的七成，下半年则进一步呈现出明显复苏和增长态势，三季度实现正增长，四季度小幅波动。同时，3 月 26 日公司披露 21 年一季度业绩预告，预计归母净利润同比扭亏为盈，达到 0.8-1 亿元，扣非净利润 0.75-0.95 亿元。公司因疫情带来的阴霾已经逐步散去，2021 年有望开启快速增长进程。

分板块来看，受疫情影响手术量和门诊服务下滑，眼科与医美等板块承压。2020 年公司眼科产品实现收入 5.66 亿元 (-20.62%)，占比为 42.49%；整形美容与创面护理产品实现收入 2.42 亿元 (-19.33%)，占比为 18.17%；骨科产品实现收入 3.32 亿元 (-7.52%)，占比为 24.92%；防粘连及止血产品实现收入 1.72 亿元 (-9.47%)，占比为 12.91%；其他产品实现收入 0.21 亿元 (-50%)，占比 1.58%。各子板块均有不同程度的下滑，主要系 2020 年疫情爆发导致公司业务涉及的眼科、择期手术、非急诊外科手术及骨关节腔注射等慢性病诊疗服务、医美门诊都纳入停诊或暂停服务。随着后疫情时代的到来，公司业务逐步恢复，四大板块均有望实现高增速。

受到以上板块调整因素，2020 年毛利率为 74.93%，同比下降 2.38pct。主要系毛利率较高的玻尿酸业务营收占比下降较大所致。在疫情、医美终端行业监管力度趋严等多重影响下，国内医美机构自身业务及其对玻尿酸的需求受到显著影响，玻尿酸产品销售数量减少，业务占比下滑。公司具有线性无颗粒特征的第三代玻尿酸产品“海魅”获得药监局批准，2020 年 8 月上市销售，进一步完善了公司玻尿酸产品组合。海魅定位于高端，主打精准雕饰功能，由于其抗高温、抗酶解、无颗粒化及高内聚性特点，预计在人体内具有更长的填充和支撑时间，有望为后续成长性提供助力，提升高毛利的玻尿酸业务占比。

营收、毛利率下滑，销售费用、研发费用提升，以及各项经营费用支出维持相对高位，利润收窄，归母净利润下降。2020 年公司实现归母和扣非归母分别为 2.30 亿元和 2.06 亿元，同比分别下降 37.95%和 42.25%。净利率为 16.99%，同比下降 6.47pct，主要系：

- (1) **销售费用增长约 1200 万**：2020 年，虽然受到疫情的影响，线下市场活动在第一季度几近停滞，但在疫情得到基本控制后，公司自第二季度开始持续进行市场和营销活动的投入，并积极开展线上推广活动，维护市场份额，强化和加深市场对公司产品特别是新产品的认可度，因此销售费用整体较 2019 年度略有增长。当期销售费用达 5.56 亿元，较 2019 年同比增长 2.21%，销售费用率也提高 7.79pct 至 41.71%。
- (2) **研发费用增长约 1000 万**：因加大对眼科和医美新产品的投入，当期公司研发费用达 1.26 亿元，较 2019 年增长 8.6%，研发占比也提高 2.23pct 至 9.46%；

公司在眼科和玻尿酸产品方面研发进展顺利。公司 2020 年研发投入较大，眼科板块和玻尿酸板块均取得进展：

- (1) 在白内障治疗领域，自主研发的创新疏水模注工艺非球面人工晶状体产品，已于 2020 年 9 月在国内启动临床试验。该产品系可折叠、疏水性丙烯酸酯、单焦、非球面人工晶状体，用于矫正白内障超声乳化手术中无晶状体眼的视力，于 2021 年 1 月获得欧盟 CE 认证证书，成功将产品线拓展至疏水系列人工晶状体产品线。
- (2) 在近视防控及屈光矫正领域，公司研制的新型角膜塑形镜产品于 2020 年 1 月启动临床试验，目前正有序推进。第二代 PRL 产品房水通透型有晶体眼后房人工晶状体进入注册检验阶段，相较前一代产品，该产品将实现房水循环，并能够提供更为宽泛的视力矫正范围。
- (3) 在眼表治疗领域，公司研制的盐酸莫西沙星滴眼液于 2021 年 3 月获得国家药监局批复的产品注册证书，该产品是第四代氟喹诺酮类药物，为细菌性结膜炎治疗的主流用药之一。用于眼科手术局部麻醉的盐酸利多卡因眼用凝胶，已处于申报生产阶段。
- (4) 在眼底治疗领域，公司眼内填充用线性交联透明质酸钠凝胶、新型人工玻璃体等研发项目持续推进。其中，用于封堵视网膜裂孔治疗孔源性视网膜脱离的产品“眼内填充用线性交联透明质酸钠凝胶”，已于 2020 年 7 月启动临床试验。
- (5) 在医美板块，具有线性无颗粒特征的第三代玻尿酸产品“海魅”，已于 2020 年 2 月获得国家药监局批准注册，并于 2020 年 8 月正式上市销售。该产品主打“精准雕饰”功能，其独特的无颗粒化结构不仅能够带来高内聚力，还能够减缓透明质酸的生物降解，从而使注射效果更为持久，同时可以防止生物膜的产生，降低不良反应发生率，大大提高产品的安全性。2020 年 11 月，公司在研的第四代有机交联玻尿酸产品进入临床试验阶段。该产品使用天然产物为交联剂，降解产物为不能合成的人体必需氨基酸，相较于传统化学交联剂，具有更好的远期安全性。此外，该产品为国内首个封闭透明质酸酶作用位点的产品，具有更为长效的特质。

表 1：2020 年公司新产品及研发重大进展

序号	事件
1	可折叠、疏水性丙烯酸酯、单焦、非球面人工晶状体于 2020 年 9 月在国内启动临床试验，并于 2021 年 1 月获得欧盟 CE 认证证书
2	新型角膜塑形镜产品于 2020 年 1 月启动临床试验
3	第二代 PRL 产品房水通透型有晶体眼后房人工晶状体进入注册检验阶段
4	酸莫西沙星滴眼液于 2021 年 3 月获得国家药监局批复的产品注册证书
5	盐酸利多卡因眼用凝胶，已处于申报生产阶段
6	眼内填充用线性交联透明质酸钠凝胶、新型人工玻璃体等研发项目已于 2020 年 7 月启动临床试验
7	具有线性无颗粒特征的第三代玻尿酸产品“海魅”，于 2020 年 8 月正式上市销售
8	在研的第四代有机交联玻尿酸产品 2020 年 11 月进入临床试验阶段

资料来源：公司年报、国元证券研究所

眼科布局逐步完善，有望后续发力：公司在眼科布局齐全，已成为中国最大的人工晶状体生产商，按销售数量计算，市场份额为 30%；公司已成为中国最大的眼科粘弹剂生产商，2020 年中国市场份额为 45.85%、连续 13 年超过四成。2020 年公司人工晶状体产品、视光材料、眼科粘弹剂产品分别实现营业收入 3.31 亿元、1.33 亿元和 0.85 亿元，与 2019 年相比分别下降 23.62%、12.87%、25.13%，出现明显下滑。随着疫情逐步放缓可控，未来白内障手术和屈光矫正仍是长期向上发展趋势。公司在人工晶状体行业已完成全产业链布局；同时公司通过自主研发和外延并购方式，不断扩充成人和儿童屈光矫正产品；其次公司在 2021 年不断加码眼科行业投入，未来公司凭借眼科深入布局，有望实现新增长点。

- (1) 2020 年 4 月将用于成年人近视矫正的国产唯一一款屈光晶体依镜®PRL 纳入昊海眼视光版图之后，昊海生科进一步拓展完善青少年近视防控产品线。
- (2) 战略合作亨泰，取得目前国内最高透氧率的 OK 镜产品——迈儿康®myOK® 独家经销权，能够为全年龄段人群提供近视解决方案。
- (3) 可折叠、疏水性丙烯酸酯、单焦、非球面人工晶状体获得 CE 认证，成为国内唯一同时掌握亲水和疏水两种工艺路线且拥有获准上市销售产品的人工晶状体制造商。
- (4) 公司自研盐酸莫西沙星滴眼液获 NMPA 批准注册，成为国产首仿。

医美板块：“玻尿酸+肉毒毒素+光电设备”组合：

- (1) 随着 2020 年 8 月“海魅”上市销售，目前公司拥有**主打塑形功能的“海薇”、主打组织填充功能的“姣兰”及主打精准雕饰功能的“海魅”**三款低中高端玻尿酸，在产品特点和功效方面形成差异化定位和互补式发展，满足日趋细分化、多元化的医美市场需求。
- (2) 2021 年 2 月收购欧华美科 63.64%的股权，通过**并购进军射频及光电类设备**，公司的产品线拓展至物理类皮肤旋切设备，激光、射频类皮肤护理光电设备领域，并加强了玻尿酸及几丁糖生物医用材料创新研发能力和产品储备。**同时借力欧华美科渠道优势，充分发挥协同效应，为公司医美产品终端销售提供有力支撑。**
- (3) 2021 年 3 月认购 Eirion 约 13.96%股权，通过投资获得了拓展**“外用涂抹+经典注射”肉毒毒素产品以及白发脱发治疗药品未来在中国市场的商业化权利**，进一步扩充和完善提高公司医疗美容产品线，推动公司医疗美容业务的发展。

图 1：公司各板块产品布局情况

技术/材料 应用领域	生物医用材料技术				基因工程技术
	人工晶状体及视光材料	医用透明质酸钠/玻璃酸钠	医用几丁糖	可降解止血和组织填充材料	外用重组人表皮生长因子
眼科	视光材料 人工晶状体 有晶体眼后房屈光晶体 	眼科粘弹剂 	润眼液 		
整形美容与创面护理		玻尿酸 			外用重组人表皮生长因子
骨科		骨关节腔粘弹补充剂 			
防粘连及止血		手术防粘连剂 		医用胶原蛋白海绵 	

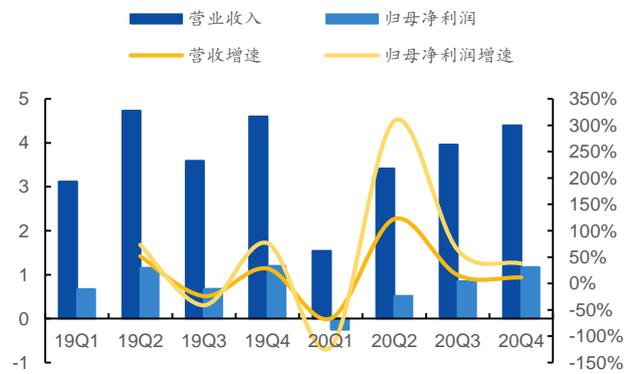
资料来源：公司年报、国元证券研究所

图 2：公司营收和归母净利润及增速（亿元，%）



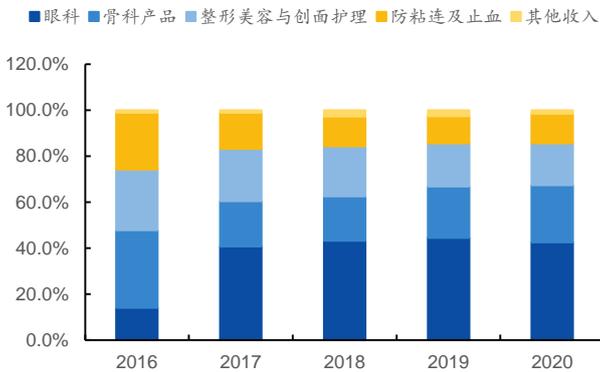
资料来源：公司年报、wind、国元证券研究所

图 3：公司单季度营收和归母净利润及增速（亿元，%）



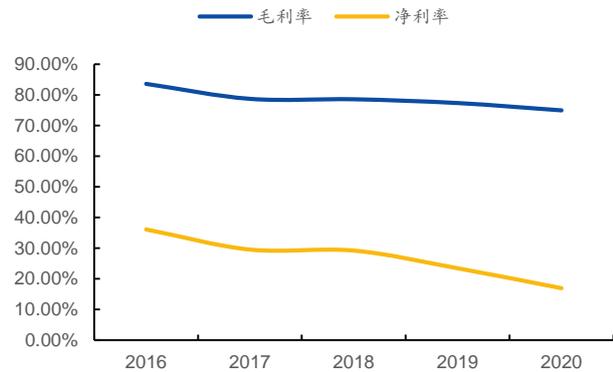
资料来源：公司年报、wind、国元证券研究所

图 4：公司分业务营收占比 (%)



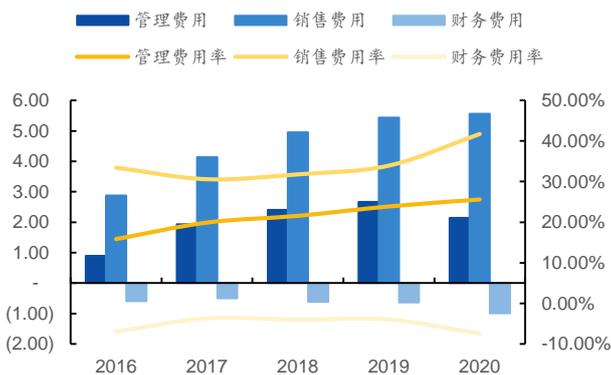
资料来源：公司年报、wind、国元证券研究所

图 5：公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源：公司年报、wind、国元证券研究所

图 6：公司期间费用率不断增长 (%)



资料来源：公司年报、wind、国元证券研究所

图 7：公司不断加码研发投入 (亿元)



资料来源：公司年报、wind、国元证券研究所

投资建议与盈利预测

考虑到公司 2020 业绩受疫情影响基数较低，同时 2021 年公司不断通过并购优质标的，强化在眼科和医美板块布局，对业绩有显著提振，预计公司 21-23 年营收为 18.53/ 24.51/ 30.82 亿元，归母净利润为 4.29/ 6.08/ 7.73 亿元，EPS 分别为 2.42/ 3.43/ 4.36 元/股，对应 PE43/ 31/ 24，维持至增持评级。

风险提示

医美整顿影响超过预期；疫情影响超过预期；耗材集采降价风险；产品竞争加剧，产品研发不及预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3945.38	3809.96	4496.07	5155.67	5967.03
现金	3222.51	3143.57	3658.36	4044.11	4570.88
应收账款	381.99	333.53	416.99	551.58	693.40
其他应收款	10.45	11.65	18.53	24.51	30.82
预付账款	37.43	43.72	52.94	70.94	90.10
存货	239.99	255.13	324.25	434.52	551.83
其他流动资产	53.01	22.36	25.00	30.00	30.00
非流动资产	2206.49	2488.75	2349.64	2202.49	2035.41
长期投资	5.33	50.22	50.00	50.00	50.00
固定资产	534.49	532.30	675.55	688.65	636.69
无形资产	613.99	578.89	538.89	488.89	428.89
其他非流动资产	1052.68	1327.34	1085.21	974.95	919.83
资产总计	6151.87	6298.71	6845.71	7358.17	8002.43
流动负债	359.97	433.77	494.10	505.81	531.37
短期借款	5.30	78.69	100.00	100.00	100.00
应付账款	36.79	28.03	48.53	65.03	82.59
其他流动负债	317.88	327.04	345.57	340.78	348.78
非流动负债	138.55	130.70	140.58	140.58	140.58
长期借款	0.65	0.58	0.58	0.58	0.58
其他非流动负债	137.90	130.12	140.00	140.00	140.00
负债合计	498.52	564.46	634.68	646.40	671.95
少数股东权益	198.57	243.49	258.83	280.54	308.16
股本	177.85	177.21	177.21	177.21	177.21
资本公积	3281.59	3259.54	3259.54	3259.54	3259.54
留存收益	1935.54	2046.07	2475.46	2954.48	3545.57
归属母公司股东权益	5454.78	5490.75	5952.21	6431.23	7022.32
负债和股东权益	6151.87	6298.71	6845.71	7358.17	8002.43

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	348.91	262.07	265.68	328.34	499.02
净利润	376.38	226.34	444.73	629.55	801.06
折旧摊销	100.04	117.54	117.26	147.15	167.09
财务费用	-63.55	-99.12	-133.37	-151.22	-170.11
投资损失	-20.57	-36.85	-40.00	-40.00	-40.00
营运资金变动	-34.21	51.89	-143.14	-274.34	-277.18
其他经营现金流	-9.17	2.27	20.20	17.21	18.15
投资活动现金流	-1135.74	316.92	71.39	35.00	40.00
资本支出	399.30	195.86	0.00	0.00	0.00
长期投资	768.13	-326.70	-5.50	0.00	0.00
其他投资现金流	31.69	186.08	65.89	35.00	40.00
筹资活动现金流	1392.55	-190.06	177.73	22.40	-12.24
短期借款	-13.59	73.39	21.31	0.00	0.00
长期借款	-15.73	-0.07	0.00	0.00	0.00
普通股增加	17.80	-0.64	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1511.47	-22.05	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-107.40	-240.69	156.43	22.40	-12.24
现金净增加额	608.88	383.38	514.80	385.75	526.78

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1604.33	1332.43	1853.29	2451.47	3081.77
营业成本	364.00	334.00	441.15	591.19	750.79
营业税金及附加	9.26	9.62	11.12	17.16	21.57
营业费用	544.13	555.73	667.18	833.50	1016.98
管理费用	266.56	214.16	296.53	367.72	462.27
研发费用	116.08	126.47	140.00	150.00	160.00
财务费用	-63.55	-99.12	-133.37	-151.22	-170.11
资产减值损失	-0.56	-3.97	0.50	0.50	0.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.57	36.85	40.00	40.00	40.00
营业利润	435.38	259.01	511.18	723.62	920.76
营业外收入	0.02	0.44	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.05	2.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	434.35	257.02	511.18	723.62	920.76
所得税	57.97	30.69	66.45	94.07	119.70
净利润	376.38	226.34	444.73	629.55	801.06
少数股东损益	5.60	-3.73	15.34	21.71	27.62
归属母公司净利润	370.78	230.07	429.39	607.84	773.44
EBITDA	471.87	277.43	495.07	719.55	917.75
EPS (元)	2.08	1.30	2.42	3.43	4.36

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	2.94	-16.95	39.09	32.28	25.71
营业利润 (%)	-17.31	-40.51	97.36	41.56	27.24
归属母公司净利润 (%)	-10.56	-37.95	86.63	41.56	27.24
获利能力					
毛利率 (%)	77.31	74.93	76.20	75.88	75.64
净利率 (%)	23.11	17.27	23.17	24.79	25.10
ROE (%)	6.80	4.19	7.21	9.45	11.01
ROIC (%)	14.08	6.24	14.49	20.94	26.44
偿债能力					
资产负债率 (%)	8.10	8.96	9.27	8.78	8.40
净负债比率 (%)	5.29	15.64	15.85	15.56	14.97
流动比率	10.96	8.78	9.10	10.19	11.23
速动比率	10.29	8.18	8.43	9.32	10.17
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.21	0.28	0.35	0.40
应收账款周转率	4.01	3.41	4.46	4.56	4.46
应付账款周转率	9.89	10.31	11.52	10.41	10.17
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.09	1.30	2.42	3.43	4.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.97	1.48	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	30.78	30.99	33.59	36.29	39.63
估值比率					
P/E	50.27	81.02	43.41	30.67	24.10
P/B	3.42	3.39	3.13	2.90	2.65
EV/EBITDA	32.32	54.98	30.81	21.20	16.62

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188