

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

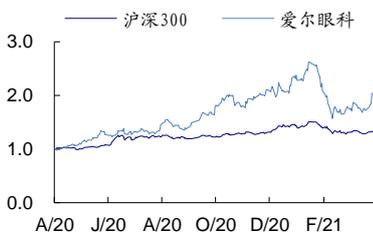
医疗器械与服务

**爱尔眼科(300015)**
**买入**

2020 年年报暨 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 28 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,122/3,434
总市值/流通(百万元)	304,910/254,082
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	92.69/36.86

**相关研究报告:**

《爱尔眼科-300015-2020 年三季报点评: 业绩超预期, 眼科真龙头》——2020-10-28  
 《爱尔眼科-300015-2020 年半年报点评: 业绩强劲恢复, 彰显龙头本色》——2020-08-27  
 《爱尔眼科-300015-2019 年年报暨 2020 年一季报点评: 疫情影响 20Q1, 预计逐渐恢复》——2020-04-29  
 《爱尔眼科-300015-2019 年半年报点评: 内生强劲, 并购提速》——2019-08-23  
 《爱尔眼科-300015-2018 年年报暨 2019 年一季报点评: 业绩高速增长, 内生强劲》——2019-04-28

**证券分析师: 朱寒青**

电话: 0755-81981837  
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002  
**联系人: 张超**  
 电话: 0755-81982940  
 E-MAIL: zhangchao4@guosen.com.cn

**独立性声明:**

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。

**财报点评**

# 扣非业绩超预期, “二次创业” 稳步推进

**● 2020 年扣非业绩超预期, 2021Q1 稳健增长**

2020 年实现营收 119.12 亿 (+19.2%), 归母净利润 17.24 亿 (+25.0%), 扣非归母净利润 21.31 亿 (+49.1%), 下半年业绩在后疫情时代快速修复, 前期受抑制的患者刚性需求逐步释放。扣非后归母净利润超预期增长, 主要是受到公允价值变动、商誉减值和大量捐赠支出影响。2021Q1 延续强势增长趋势, 实现营收 4.84 亿 (+113.9%), 归母净利润为 4.84 亿 (+509.9%)。

**● 毛利率和净利率双双提升, 销售及管理费用显著下降**

2020 年销售毛利率 51.0% (1.7pp), 主要得益于高毛利的屈光和视光业务收入占比上升, 且“其他项目”毛利率大幅提升所致。销售费用率 9.0% (-1.5pp), 管理费用率 13.3% (-1.2pp), 主要是由于上半年疫情使得员工差旅和市场推广活动减少。财务费用率 0.8%, 基本稳定。

**● 屈光及视光业务强劲增长, 白内障业务逐步转型**

2020 年公司门诊量 755 万人次 (+13.89%), 手术量 69.5 万例 (+14.19%), 形成了量价齐升的局面。屈光、视光、白内障业务营收分别为 43.49 亿元 (+23.17%)、24.54 亿元 (+27.15%) 和 19.61 亿元 (+11.41%)。屈光业务中全飞秒、ICL 等高端手术占比进一步提高, 并且加大对各地、县级医院屈光科室的建设投入, 更好地满足了低线城市患者的手术需求。视光业务维持高景气度, 加快建设视光中心; 白内障业务进入消费转型期, 呈现复明性向屈光性升级的态势。

**● 风险提示: 新冠疫情影响、并购整合进度不达预期、医疗事故风险等**
**● 投资建议: 略上调盈利预测, 维持“买入”评级**

公司是国内眼科领域的龙头公司, 通过连锁复制模式迅速扩张, 内生+外延共同支持业绩增长。新冠疫情下业绩恢复强劲, 彰显龙头本色, 品牌形象进一步加强; 推出新一期定增计划, 新十年“二次创业”稳步推进。我们略上调盈利预测, 2021-2023 年净利润 23.91/31.54/40.78 (2021-22 年原为 23.40/31.08) 亿, 同比增速 38.7%/31.9%/29.3%, 当前股价对应 PE 为 128/97/75x, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

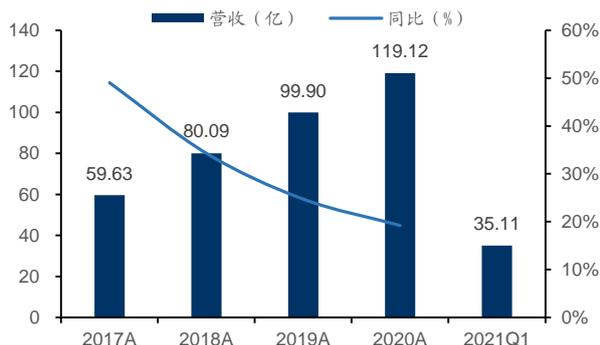
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990	11,912	14,764	18,115	22,166
(+/-%)	24.7%	19.2%	23.9%	22.7%	22.4%
净利润(百万元)	1379	1724	2391	3154	4078
(+/-%)	36.7%	25.0%	38.7%	31.9%	29.3%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.42	0.58	0.77	0.99
EBIT Margin	25.5%	29.9%	25.9%	26.3%	26.9%
净资产收益率(ROE)	20.9%	17.5%	21.4%	24.2%	26.4%
市盈率(PE)	166.2	176.9	127.5	96.7	74.8
EV/EBITDA	80.6	78.0	75.0	60.2	48.3
市净率(PB)	34.76	30.94	27.30	23.39	19.71

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**2020 年扣非业绩超预期，2021Q1 稳健增长。**2020 年实现营收 119.12 亿 (+19.2%)，归母净利润 17.24 亿 (+25.0%)，扣非归母净利润 21.31 亿 (+49.1%)，下半年业绩在后疫情时代快速修复，前期受抑制的患者刚性需求逐步释放，并且在疫情中线上教育和电子设备大幅应用反而促使青少年近视率进一步提升。扣非后归母净利润超预期增长，主要是由于 3.8 亿的金融资产公允价值变动、3.63 亿的商誉减值和 3.26 亿的大额捐赠支出影响。2021Q1 延续强势增长趋势，实现营收 4.84 亿(+113.9%)，归母净利润为 4.84 亿(+509.9%)。19Q1-21Q1 收入 CAGR 为 25.1%，归母净利润 CAGR 为 27.3%。

图 1：爱尔眼科营业收入及增速（单位：亿元、%）



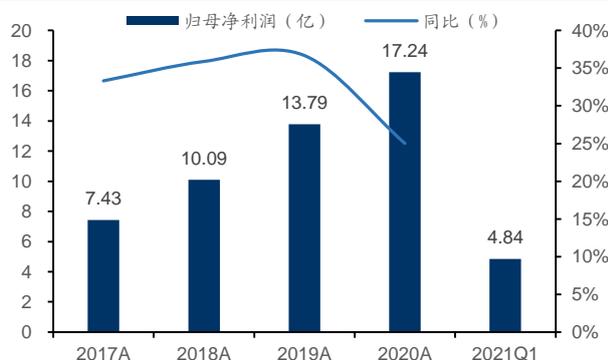
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：爱尔眼科单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



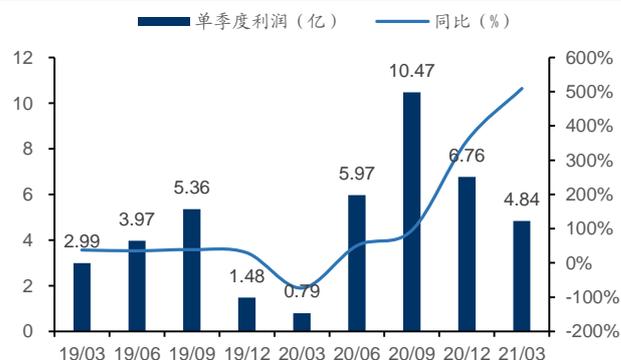
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：爱尔眼科归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

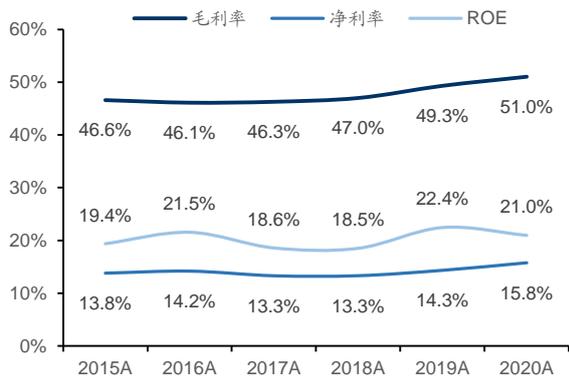
图 4：爱尔眼科单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

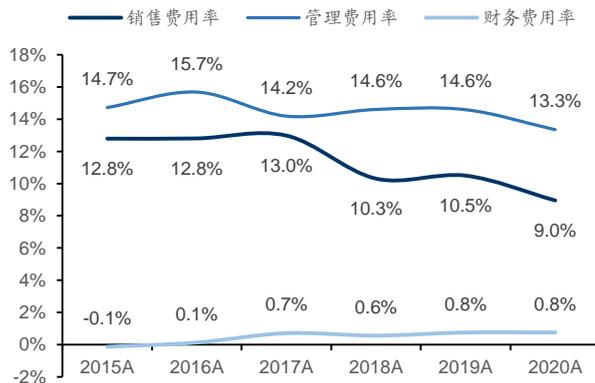
**毛利率和净利率双双提升，销售及管理费用显著下降。**2020 年销售毛利率 51.0% (1.7pp)，主要得益于高毛利的屈光和视光业务收入占比上升。销售费用率 9.0% (-1.5pp)，管理费用率 13.3% (-1.2pp)，主要是由于上半年疫情使得员工差旅和市场推广活动减少。财务费用率 0.8%，基本稳定。2020 年研发投入 1.64 亿 (+7.8%)，公司已形成“五院”“多所”“两站”医教研体系，科研学术能力稳步提升，高水平科研成果不断涌现。

图 5: 爱尔眼科毛利率、净利率、ROE 变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 爱尔眼科三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

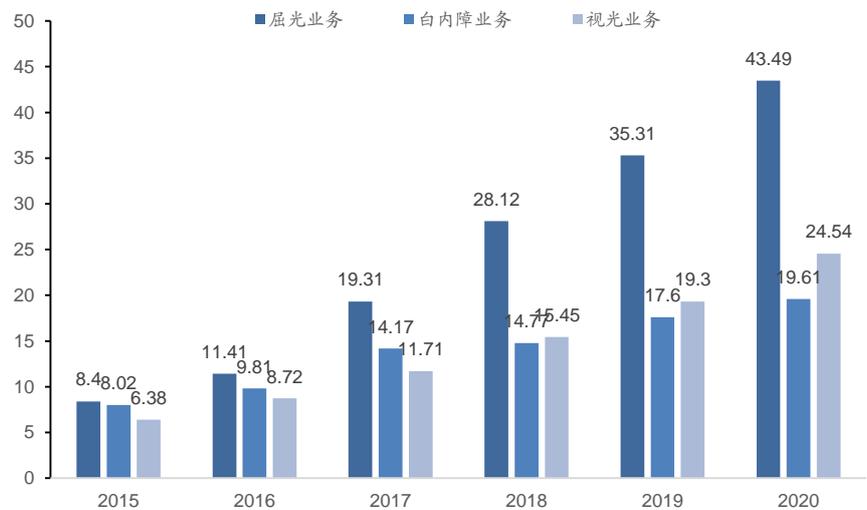
**经营性现金流稳定优质。**2020 年经营性现金流净额为 33.4 亿 (+60.87%)，经营活动现金与营收同比增长，且回款良好。经营性现金流净额与归母净利润的比值仍然达到 194%，与扣非后的归母净利润比值达到 157%，表明公司有着优质的现金流。2020 年账面货币资金达到 30.63 亿，其中部分为定增募集的资金，公司有充足的现金储备以应对宏观环境或市场发生的变化。

图 7: 爱尔眼科现金流情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**屈光及视光业务强劲增长，白内障业务逐步转型。**2020 年公司门诊量 755 万人次 (+13.89%)，手术量 69.5 万例 (+14.19%)，形成了量价齐升的局面。屈光、视光、白内障业务营收分别为 43.49 亿元 (+23.17%)、24.54 亿元 (+27.15%) 和 19.61 亿元 (+11.41%)。屈光业务中全飞秒、ICL 等高端手术占比进一步提高，并且公司加大对各地、县级医院屈光科室的建设投入，更好地满足了低线城市患者的手术需求。视光业务维持高景气度，青少年近视比例在疫情后有明显提高，根据教育部对 9 省份最新调研，相比 2019 年底，2020H1 学生近视率增加 11.7%，后续近视防控刻不容缓。白内障业务进入消费转型期，呈现复明性向屈光性升级的态势，更好地满足了多层次患者的需求，确保了该项目的稳定增长。

**图 8: 爱尔眼科三大核心业务营收情况 (单位: 亿元)**


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 1: 爱尔眼科部分子公司业绩情况 (单位: 亿元、%)**

公司名称	2019A				2020A			
	营收	营收增速	净利润	净利润增速	营收	营收增速	净利润	净利润增速
长沙爱尔	3.92	12.76%	1.34	11.19%	4.44	13.19%	1.69	26.14%
武汉爱尔	5.46	14.65%	1.23	22.76%	4.85	-11.20%	1.42	14.86%
成都爱尔	3.75	16.53%	1.11	24.32%	3.81	1.61%	1.07	-3.82%
沈阳爱尔	3.75	7.73%	0.64	-6.25%	3.86	2.96%	0.87	34.31%
重庆爱尔	2.58	0.00%	0.58	15.52%	2.45	-4.85%	0.44	-23.85%
衡阳爱尔	1.63	12.27%	0.49	20.41%	1.72	5.72%	0.41	-16.47%
东莞爱尔	1.63	28.22%	0.44	36.36%	1.92	17.92%	0.54	22.45%
深圳爱尔	2.33	22.75%	0.36	25.00%	2.41	3.23%	0.50	40.04%
广州爱尔	2.17		0.36		2.16	-0.37%	0.45	27.57%
南宁爱尔/ 株洲三三一爱尔	1.58		0.30		1.34*		0.43*	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 第十行 2020 年为株洲三三一爱尔, 2019 年为南宁爱尔

**2020 年完成 33 家基层医院收购, 体外医院注入提速。**公司旗下的大型省会医院在体量较大的基础上收入增长中枢有所下降, 但是低层级医院的成长活力强, 有更多的医院完成前期爬坡。2020 年 4 月公司发布收购草案, 7 月完成收购, 以 18.7 亿元的交易对价纳入天津中视信、奥理德视光、宣城眼科医院等在内的 30 家基层医院。12 月完成大理华山眼科、汉中阳光和汉中奥斯美的股权收购, 收购对价为 1.19 亿。体外医院注入相较 2018 和 2019 年明显加快。公司眼科医院的全国网络建设逐步完善, 为上市公司持续、快速、健康发展提供坚实的基础, 有助于加强与巩固行业领先地位。

**表 2：2020 年爱尔眼科已完成的重大的股权投资情况（单位：万元）**

标的名称	投资金额	持股比例	标的名称	投资金额	持股比例
大连爱尔	4,141	52.8%	东营爱尔	3,421	51.0%
大同爱尔	10,364	80.0%	乐山爱尔	2,658	70.0%
柳州爱尔	3,996	72.0%	烟台爱尔	5,147	51.0%
钦州爱尔	5,976	75.0%	玉溪爱尔	2,195	51.0%
上饶爱尔	3,928	51.0%	临汾爱尔	3,419	51.0%
十堰爱尔	7,803	70.0%	阿迪娅爱尔	6,300	70.0%
铜陵爱尔	5,610	75.0%	长治爱尔	3,434	70.0%
梧州爱尔	5,077	61.0%	安庆爱尔	4,382	80.0%
西宁爱尔	3,620	40.0%	张家界爱尔	2,362	51.0%
仙桃爱尔	5,790	65.0%	江门爱尔	3,517	51.0%
延吉爱尔	4,703	67.6%	百色爱尔	3,006	75.0%
银川爱尔	7,771	65.0%	湛江奥理德视光中心	21,700	100.0%
玉林爱尔	10,480	85.0%	宣城眼科医院	9,300	80.0%
中山爱尔	4,776	53.3%	万州爱瑞	21,816	90.0%
德州爱尔	3,312	51.0%	开州爱瑞	6,984	90.0%
大理华山眼科医院	7,840	70.0%	汉中爱尔阳光眼科医院	832	51.0%
汉中爱尔奥斯美眼视光门诊	3,251	51.0%			

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**新一期定增预案出炉，助力新十年发展“二次创业”。**2020 年是公司二次创业元年，为了推进新十年战略规划，打造八到九家世界级和国家级区域性眼科中心，公司拟募资不超过 36.5 亿元用于龙头医院的新建及迁址扩建。所涉及的区域中心医院位于湖南长沙、湖北武汉、安徽合肥、辽宁沈阳、上海、贵州贵阳和广西南宁，根据终端需求和实际建设因地制宜，扩大爱尔的覆盖面。除了大型医院建设外，公司会在近几年加速视光中心布局，完善“一城多院”和分级诊疗的格局。

**表 3：定增募集资金数量及用途**

项目名称	预计项目投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
长沙爱尔迁址扩建项目	42,000	42,000
湖北爱尔新建项目	32,835	29,551
安徽爱尔新建项目	51,285	48,721
沈阳爱尔眼视光迁址扩建项目	78,088	78,088
上海爱尔迁址扩建项目	23,694	17,770
贵州爱尔新建项目	52,437	44,572
南宁爱尔迁址扩建项目	15,160	15,160
补充流动资金项目	89,104	89,104
<b>合计</b>	<b>384,603</b>	<b>364,966</b>

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：略上调盈利预测，维持“买入”评级**

公司是国内眼科领域的龙头公司，通过连锁复制模式迅速扩张，内生+外延共同支持业绩增长。新冠疫情下业绩恢复强劲，彰显龙头本色，品牌形象进一步加强，新十年“二次创业”稳步推进。我们略微上调盈利预测，2021-2023 年净利润 23.91/31.54/40.78（21-22 年原为 23.40/31.08）亿，同比增速 38.7%/31.9%/29.3%，当前股价对应 PE 为 122/92/71x，维持“买入”评级。

**表 4: 爱尔眼科盈利预测**

单位: 百万	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	备注
营业收入	3999	5963	8009	9990	11912	14764	18115	22166	疫情影响逐步降低, 预计医院成熟后, 注入节奏有所加快。
YOY	26.36%	49.10%	34.31%	24.74%	19.24%	23.94%	22.70%	22.36%	
毛利率	46.11%	46.28%	47.00%	49.30%	51.03%	50.91%	50.83%	50.90%	
<b>屈光手术</b>									
收入	1141	1931	2812	3531	4,349	5436	6686	8157	屈光业务快速修复, 全飞秒、ICL 等高端手术占比进一步提高。
YOY	36.00%	69.28%	45.59%	25.57%	23.16%	25.00%	23.00%	22.00%	
毛利率	54.35%	52.81%	52.38%	57.38%	58.12%	58.25%	58.35%	58.50%	
<b>白内障手术</b>									
收入	981	1417	1545	1760	1961	2222	2509	2823	白内障业务受医保政策影响增速放缓, 逐步向屈光性白内障转型
YOY	22.34%	44.45%	9.01%	13.93%	11.44%	13.30%	12.90%	12.50%	
毛利率	37.28%	38.21%	37.69%	40.10%	38.05%	38.80%	38.85%	39.00%	
<b>眼前段手术</b>									
收入	606	787	983	1107	1200	1356	1527	1718	
YOY	5.12%	29.80%	24.92%	12.66%	8.44%	13.00%	12.60%	12.50%	
毛利率	40.05%	39.89%	44.19%	47.61%	45.09%	46.30%	46.20%	46.00%	
<b>眼后段手术</b>									
收入	331	478	542	696	817	1017	1250	1531	
YOY	10.81%	44.29%	13.57%	28.32%	17.46%	24.40%	22.90%	22.50%	
毛利率	38.41%	36.78%	34.49%	30.96%	35.40%	34.40%	33.40%	33.20%	
<b>视光服务</b>									
收入	872	1172	1477	1930	2454	3244	4185	5357	视光业务受疫情影响最小, 随着视光中心建设加快, 仍然会维持高速增长
YOY	36.65%	34.38%	26.04%	30.68%	27.15%	32.20%	29.00%	28.00%	
毛利率	52.27%	53.66%	55.47%	55.92%	56.93%	56.30%	56.45%	56.80%	
<b>其他病种项目</b>									
收入	63	172	639	950	1118	1470	1936	2556	
YOY	686.25%	173.17%	271.64%	48.77%	17.69%	31.50%	31.70%	32.00%	
毛利率	47.89%	44.12%	40.55%	37.76%	50.69%	45.50%	42.80%	41.00%	
<b>其它业务</b>									
收入	5	7	11	16	12	18	21	25	
YOY	88.26%	23.59%	68.85%	45.45%	-22.87%	45.00%	20.00%	15.00%	
毛利率	46.24%	64.13%	80.72%	81.59%	83.21%	82.00%	80.00%	81.00%	
管理费用率	15.68%	14.19%	14.60%	14.59%	13.34%	14.45%	14.40%	14.15%	管理费用和销售费用预计 2021 年将恢复至先前水平; 财务费用维持稳定
销售费用率	12.80%	12.98%	10.31%	10.50%	8.95%	10.20%	9.80%	9.50%	
财务费用率	0.14%	0.72%	0.56%	0.76%	0.76%	0.85%	0.80%	0.70%	

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

**表 5: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 2021/4/27	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
300015	爱尔眼科	73.98	3,049	0.56	0.58	0.77	0.99	133.0	127.5	96.7	74.8	26%	3.8	买入
002044	美年健康	12.66	496	0.14	0.22	0.29	0.36	89.5	57.1	43.2	35.0	-8%	1.6	无评级
600763	通策医疗	300.19	963	1.54	2.28	3.03	3.97	195.4	131.5	99.1	75.6	24%	3.5	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 除爱尔眼科外, 美年健康及通策医疗 EPS 均为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3063	3796	4658	6097	营业收入	11912	14764	18115	22166
应收款项	1599	2022	2454	3004	营业成本	5834	7247	8908	10884
存货净额	495	575	720	899	营业税金及附加	30	37	40	47
其他流动资产	189	235	288	352	销售费用	1066	1506	1775	2106
<b>流动资产合计</b>	<b>5645</b>	<b>6928</b>	<b>8420</b>	<b>10653</b>	管理费用	1425	2155	2630	3158
固定资产	2760	2976	3259	3571	财务费用	90	125	145	155
无形资产及其他	546	524	502	480	投资收益	159	100	124	62
投资性房地产	6589	6589	6589	6589	资产减值及公允价值变动	(18)	(200)	(100)	(50)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	(933)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>15541</b>	<b>17017</b>	<b>18771</b>	<b>21294</b>	营业利润	2674	3593	4641	5828
短期借款及交易性金融负债	700	1046	327	0	营业外净收支	(311)	(250)	(200)	(125)
应付款项	1454	958	1137	1049	<b>利润总额</b>	<b>2363</b>	<b>3343</b>	<b>4441</b>	<b>5703</b>
其他流动负债	1180	1398	1706	2073	所得税费用	486	735	999	1255
<b>流动负债合计</b>	<b>3334</b>	<b>3402</b>	<b>3170</b>	<b>3122</b>	少数股东损益	153	217	288	370
长期借款及应付债券	1382	1382	1382	1382	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1724</b>	<b>2391</b>	<b>3154</b>	<b>4078</b>
其他长期负债	172	145	95	8					
<b>长期负债合计</b>	<b>1554</b>	<b>1527</b>	<b>1477</b>	<b>1390</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4888</b>	<b>4929</b>	<b>4647</b>	<b>4511</b>	净利润	1724	2391	3154	4078
少数股东权益	798	918	1088	1309	资产减值准备	77	109	77	65
股东权益	9854	11170	13035	15474	折旧摊销	416	314	380	437
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15541</b>	<b>17017</b>	<b>18771</b>	<b>21294</b>	公允价值变动损失	18	200	100	50
					财务费用	90	125	145	155
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1262)	(746)	(116)	(538)
每股收益	0.42	0.58	0.77	0.99	其它	23	11	94	156
每股红利	0.15	0.26	0.31	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>995</b>	<b>2278</b>	<b>3688</b>	<b>4250</b>
每股净资产	2.39	2.71	3.16	3.75	资本开支	(1092)	(817)	(819)	(843)
ROIC	26%	22%	25%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	21%	24%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1092)</b>	<b>(817)</b>	<b>(819)</b>	<b>(843)</b>
毛利率	51%	51%	51%	51%	权益性融资	826	0	0	0
EBIT Margin	30%	26%	26%	27%	负债净变化	(254)	0	0	0
EBITDA Margin	33%	28%	28%	29%	支付股利、利息	(600)	(1074)	(1289)	(1640)
收入增长	19%	24%	23%	22%	其它融资现金流	2202	346	(719)	(327)
净利润增长率	25%	39%	32%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1320</b>	<b>(729)</b>	<b>(2008)</b>	<b>(1967)</b>
资产负债率	37%	34%	31%	27%	<b>现金净变动</b>	<b>1223</b>	<b>733</b>	<b>862</b>	<b>1439</b>
息率	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	1840	3063	3796	4658
P/E	176.9	127.5	96.7	74.8	货币资金的期末余额	3063	3796	4658	6097
P/B	30.9	27.3	23.4	19.7	企业自由现金流	886	1730	3136	3714
EV/EBITDA	78.0	75.0	60.2	48.3	权益自由现金流	2835	2108	2481	3512

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 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