

证券研究报告—动态报告

医药保健

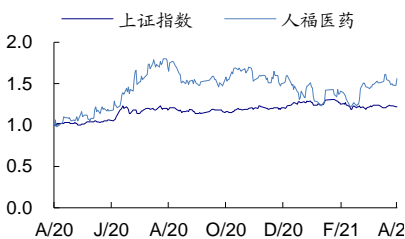
制药与生物

人福医药(600079)
买入

2020 年报及 2021 一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,633/1,354
总市值/流通(百万元)	53,810/44,605
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	39.54/20.29

相关研究报告:

《人福医药-600079-深度报告: 归核聚焦, 麻醉药旗舰再起航》——2021-03-19
 《人福医药-600079-2015 年一季报点评: 业绩增长迅速, 静待外延收购》——2015-04-27
 《人福医药-600079-2013 年报点评: 处于平稳较快增长期》——2014-03-17
 《人福医药-600079-2013 中报点评: 较快增长, 符合预期》——2013-08-29
 《人福医药-600079-2013 一季报点评: 各业务板块表现符合预期》——2013-05-02

证券分析师: 陈益凌

电话: 021-60933167
 E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

联系人: 李虹达

电话: 0755-81982970
 E-MAIL: lihongda@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
麻醉药稳健增长, 高壁垒赛道强者恒强
● 业绩稳健增长, 合并范围变化影响收入端增速

人福医药 2020 年实现营收 203.69 亿元 (-6.59%), 归母净利润 11.49 亿元 (+36.32%), 扣非归母净利润 7.62 亿元 (+41.66%)。其中四季度单季度营收 55.23 亿元 (-3.15%), 单季度扣非归母净利润 1.53 亿元 (+393.96%)。收入端下降主要受到出售四川人福、乐福思集团等股权导致合并范围变化影响。但受益于产品结构调整、期间费用率下降、减税降费等因素, 公司利润端稳健增长。2021 年 Q1 公司实现营收 46.70 亿元 (+2.09%), 归母净利润 3.01 亿元 (+120.22%), 扣非归母净利润 2.72 亿元 (+97.61%)。利润端去年同期受疫情影响基数较低, 加之宜昌人福持股比例从 67% 提升至 80%, 利于增厚公司业绩。

● 宜昌人福延续高增长, 麻醉药非手术推广顺利

核心子公司宜昌人福 2020 年实现收入 48.16 亿元 (+20%), 实现净利润 15.77 亿元 (+43%), 符合预期, 其麻醉药品收入约 42 亿元 (+16%), 其中非手术科室收入约 8 亿元 (+35%), 核心品种瑞芬太尼、舒芬太尼销售量增速分别为 21% 和 5%。葛店人福收入约 6.58 亿元 (+9%), 净利润 1.04 亿元 (+27%); 新疆维药收入 5.89 亿元 (+11%), 实现净利润 0.90 亿 (+47%)。商业板块受疫情影响增速有所放缓。

● 高壁垒赛道龙头, 归核化持续推进

麻醉药品壁垒极高, 核心品种需求刚性、增长稳健。新产品阿芬太尼、瑞马唑仑新近上市, 有望凭借公司较强的学术推广能力实现快速放量。公司严格落实“归核聚焦”战略, 2020 年先后出售乐福思集团、四川人福等股权, 累计收回股权转让款约 19 亿元, 实现投资收益约 2.45 亿元, 21Q1 资产负债率已下降到 56%, 有息负债规模有所降低。

● 风险提示: 政策重大变化; 销售不及预期; 归核化战略出现较大变化
● 投资建议: 业绩稳健增长, 麻醉龙头强者恒强。维持“买入”评级。

随着归核化战略的推进, 对宜昌人福持股比例的提升, 公司经营效率和资本结构有望持续改善, 业绩重回稳健增长轨道。预计 2020~2022 年归母净利润达到 15.91/22.04/27.43 亿元, 对应当前股价 PE 为 34/24/20X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,807	20,369	20,731	23,928	27,076
(+/-%)	17.03%	-6.59%	1.78%	15.43%	13.15%
净利润(百万元)	843	1,149	1,591	2,204	2,743
(+/-%)	-135.74%	36.31%	38.55%	38.50%	24.47%
摊薄每股收益(元)	0.62	0.74	0.97	1.35	1.68
EBIT Margin	11.60%	13.40%	15.85%	17.09%	18.05%
净资产收益率(ROE)	8.30%	10.67%	13.72%	17.29%	19.35%
市盈率(PE)	52.8	44.19	33.73	24.36	19.57
EV/EBITDA	21.08	20.58	19.02	15.78	13.52
市净率(PB)	4.38	4.71	4.63	4.21	3.79

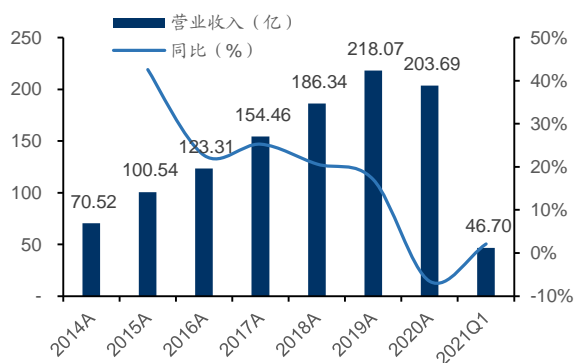
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩稳健增长，合并范围变化影响收入端增速。人福医药 2020 年实现营收 203.69 亿元 (-6.59%)，归母净利润 11.49 亿元 (+36.32%)，扣非归母净利润 7.62 亿元 (+41.66%)。其中四季度单季度营收 55.23 亿元 (-3.15%)，单季度归母净利润 5.36 亿元 (+452.72%)，单季度扣非归母净利润 1.53 亿元 (+393.96%)。收入端下降主要受到公司持续推进“归核聚焦”战略，出售四川人福、乐福思集团等部分股权导致合并范围变化影响，此外新冠疫情预计也对公司收入端带来一定影响。但受益于公司产品结构调整、期间费用率下降、减税降费等政策支持，公司利润端实现较高增长。

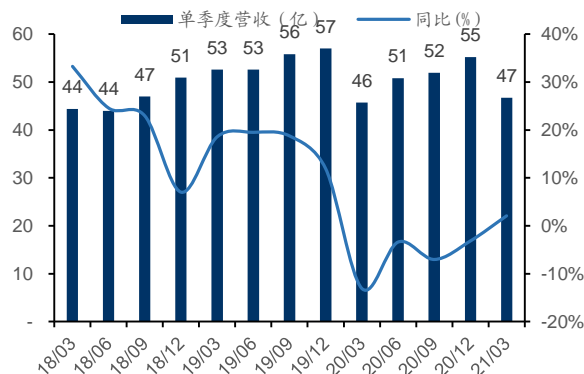
Q1 业绩高增长，主要受低基数及宜昌人福持股比例增加影响。2021 年 Q1 公司实现营收 46.70 亿元 (+2.09%)，归母净利润 3.01 亿元 (+120.22%)，扣非归母净利润 2.72 亿元 (+97.61%)。预计合并范围变化对收入端增速带来一定影响，利润端去年同期受疫情影响基数略低，加之对核心子公司宜昌人福持股比例从 67% 提升至 80%，增厚上市公司业绩。

图 1：人福医药营业收入及增速（单位：亿元、%）



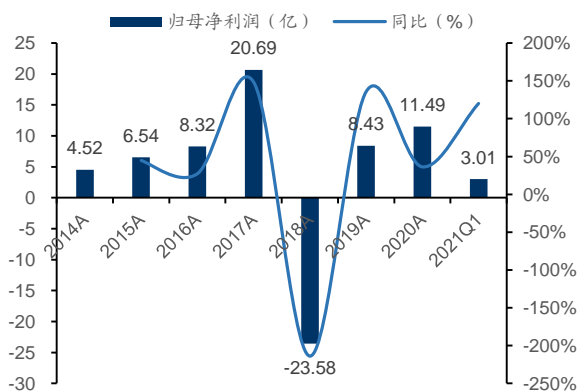
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：人福医药单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



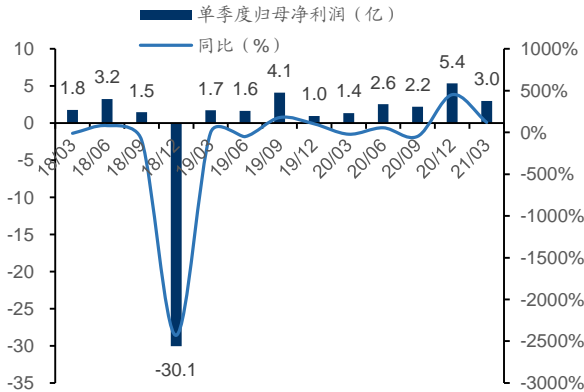
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：人福医药归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

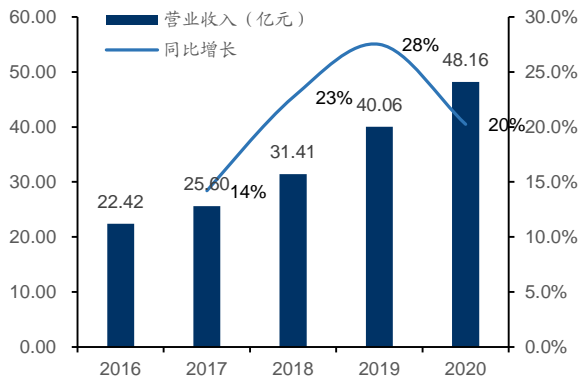
图 4：人福医药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

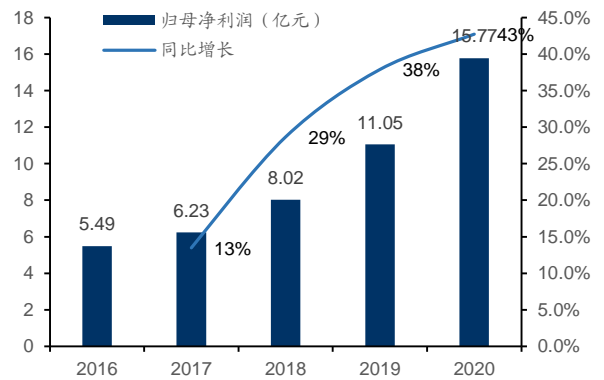
宜昌人福延续高增长，麻醉药非手术推广顺利。2020 年核心子公司宜昌人福实现收入 48.16 亿元 (+20%)，实现净利润 15.77 亿元 (+43%)。宜昌人福麻醉药品实现收入约 42 亿元，同比增长约 16%，其中非手术科室实现销售收入约 8 亿元，同比增长 35%，核心品种瑞芬太尼销售量增速 21%，舒芬太尼销售量增速约 5%，氢吗啡酮、纳布啡、咪达唑仑销售量增速分别达到 64%、30% 和 35%。

图 5: 宜昌人福营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 宜昌人福归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

医药工业其他特色板块保持稳健增长。葛店人福 2020 年实现收入约 6.58 亿元, 同比增长约 9%, 净利润约 1.04 亿元, 同比增长约 27%; 新疆维药积极拓展疆外市场, 现已覆盖 11 个省份, 2020 年实现收入 5.89 亿元, 同比增长 11%, 实现净利润 0.90 亿元, 同比增长 47%, 加强营销管理和费用控制带来净利率回升, 净利润增幅较高。武汉人福 2020 年实现收入 4.77 亿元 (-19.24%), 实现净利润 6740 万元 (-16.52%), 主要受疫情影响较大, 2021Q1 预计已经逐步恢复。

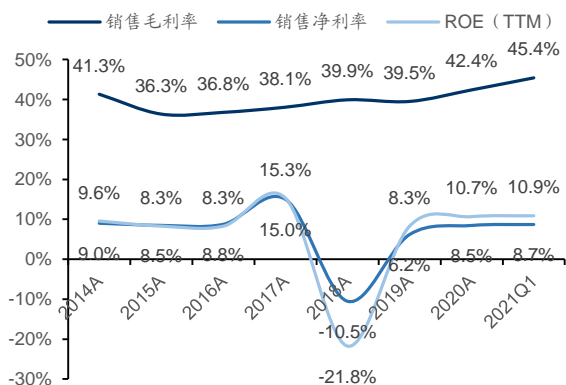
医药商业板块加大归核聚焦力度, 出售四川人福。子公司人福湖北在省内建立起专业化的区域性医药商业网络, 2020 年公司全力支持疫情防控物资保障工作, 受疫情及医保控费影响, 实现收入 65.37 亿元 (+2.94%), 实现净利润 1.29 亿元 (-10.62%)。北京巴瑞医疗是罗氏诊断中国市场最大的区域经销商之一, 主要覆盖京津冀区域, 2020 年收入 10.55 亿元 (-19.28%), 净利润 1.12 亿元 (-45.33%), 主要受到疫情及医保控费及供应商提价等因素影响。

海外业务延续良好势头, Epic Pharma 业绩增幅较大。公司 2020 年海外收入达到 26.71 亿元, 同比下降 1.87%, 收入占比进一步提升到 13.11% (+0.63pp)。全资子公司 Epic Pharma 实现收入 8.58 亿元 (+2.01%), 实现净利润 8716 万元 (+427.42%)。

毛利率提升显著, 费用率控制较好。人福医药 2020 年销售毛利率为 42.41% (+2.89pp), 预计主要受益于收入结构优化, 低毛利商业板块收入占比下降所致。公司销售费用率 18.01% (-0.32pp), 管理费用率 6.56% (+0.40pp), 研发费用率 4.60% (+1.12pp), 财务费用率 4.27% (+0.27pp), 期间费用率合计 32.60% (+1.40pp)。

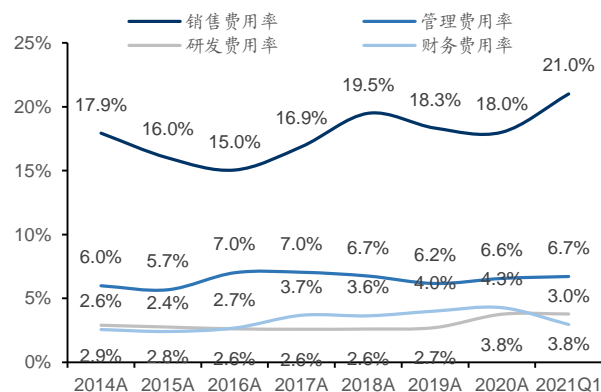
Q1 毛利率延续提升态势。2021 年 Q1 公司销售毛利率达 45.43% (+2.33pp), 销售费用率 21.01% (+0.86pp), 管理费用率 6.71% (+0.07pp), 研发费用率 3.78% (+0.85pp), 财务费用率 2.95% (-1.17pp), 期间费用率合计 30.67% (-0.24pp), 销售净利率 8.70% (+3.26pp)。

图 7: 人福医药毛利率、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

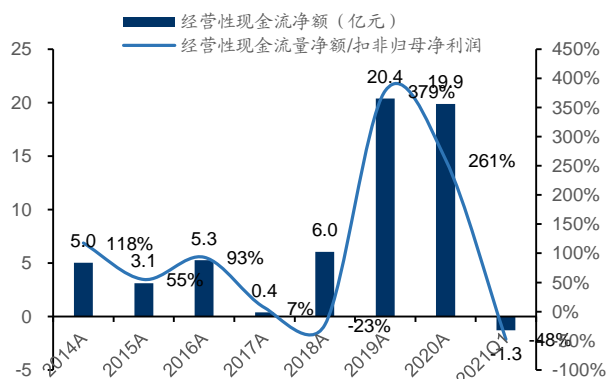
图 8: 人福医药期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

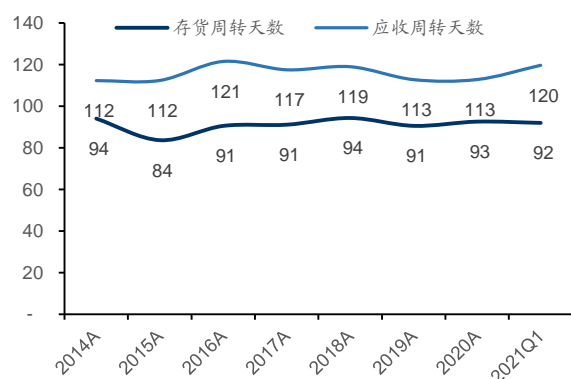
经营活动净现金流略有下降, 应收账款周转率基本稳定。公司 2020 年经营活动产生的净现金流达到 19.9 亿元 (-2.42%), 同比略有下降, 受疫情和合并报表范围影响经营活动现金流入和流出均有所下降。Q1 经营活动现金流为-1.3 亿元, 去年同期为-0.78 亿元, 主要由于上年同期受疫情影响, 政府出台相应税费社保减免及缓交政策, 而今年 Q1 各项税费正常缴纳所致。2020 年应收账款和存货周转率基本保持稳定, Q1 周转率较去年同期显著改善。

图 9: 人福医药经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

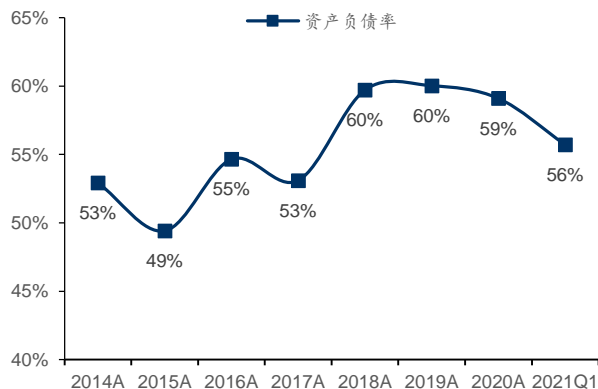
图 10: 人福医药存货及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

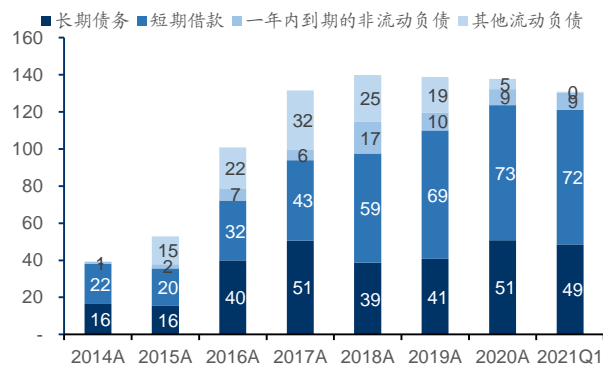
资产负债率显著下降, 有息负债有所降低。2020 年公司资产负债率降低到 55.71%, 2021 年 Q1 进一步下降到 56%。预计一方面由于公司 2021 年 Q1 完成增发配股, 净资产有所增加, 另一方面与公司归核聚焦战略顺利推行有关。公司有息负债规模略有下降, 流动比率和速动比率持续提升, EBIT/利息费用持续提升, 总体偿债能力逐步改善。

图 11: 人福医药资产负债率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 人福医药有息债务规模变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测: 工业核心子公司稳健增长, 商业板块收入占比降低

公司核心业务板块为医药制造业板块, 随着归核化推进, 其收入占比持续提升, 有望带来公司毛利率和净利率的持续改善。麻醉药、维吾尔药、生育调节药等核心板块将成为公司利润的主要增长点。

- **宜昌人福:** 麻醉镇痛龙头地位稳固, 成长性和盈利能力较强。芬太尼系列有望稳健增长, 新品阿芬太尼与瑞马唑仑获批上市有望贡献业绩弹性, 毛利率和净利率有望继续维持较高水平。随着公司对其持股比例提升到 80%, 盈利能力有望改善。
- **葛店人福:** 生育调节药细分领域具有领先地位, 甾体激素类药物属于专科利基品种, 竞争格局相对较好, 有望保持稳健增长。
- **新疆维药:** 维吾尔民族药细分领域龙头, 产品已进入中亚市场, 大力开发疆外市场, 已进入多个省份, 有望保持稳健增长。
- **乐福思:** 2020 年 12 月完成出售 40% 股权, 已不再纳入公司合并范围, 将对 2021 年上市公司收入端表观增速有所影响。
- **医药商业:** 核心医药商业子公司人福湖北疫情过后增速有望恢复, 北京巴瑞受政策影响预计收入增速和利润率可能受到一定影响。非核心商业资产可能逐步处置, 2020 年出售子公司四川人福 70% 股权, 预计对 2021 年上市公司表观收入增速有所影响。

表 1: 人福医药收入与盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	123.31	154.46	186.34	218.07	203.69	207.31	239.28	270.76
医药制造业	54.39	67.99	81.03	97.18	102.76	103.60	123.32	142.73
宜昌人福	22.42	25.60	31.41	40.06	48.16	60.76	75.08	88.84
葛店人福	3.75	4.23	5.10	6.03	6.58	7.90	9.32	10.72
新疆维药	3.41	3.72	4.30	5.32	5.89	7.36	8.98	10.60
乐福思		5.22	16.58	19.28	16.69			
Epic		7.74	4.51	8.41	8.59	9.88	11.36	13.06
其他		21.48	19.13	18.09	16.85	17.69	18.58	19.50
医药商业	67.39	84.22	103.37	118.25	98.56	102.14	114.39	126.46
人福湖北		46.81	55.56	63.51	65.37	75.18	84.20	92.62
北京巴瑞	10.05	11.57	13.35	13.07	10.55	11.60	12.53	13.54
其他		25.84	34.46	41.67	22.64	15.35	17.66	20.31
其他业务	1.53	2.25	1.93	2.64	1.57	1.57	1.57	1.57
收入增速		25%	21%	17%	-7%	2%	15%	13%
医药制造业		25%	19%	20%	6%	1%	19%	16%
宜昌人福		14%	23%	28%	20%	26%	24%	18%
葛店人福		13%	21%	18%	9%	20%	18%	15%
新疆维药		9%	16%	24%	11%	25%	22%	18%
乐福思			218%	16%	-13%			
Epic			-42%	86%	2%	15%	15%	15%
其他			-11%	-5%	-7%	5%	5%	5%
医药商业		25%	23%	14%	-17%	4%	12%	
人福湖北			19%	14%	3%	15%	12%	10%
北京巴瑞		15%	15%	-2%	-19%	10%	8%	8%
其他			33%	21%	-46%	-32%	15%	15%
其他业务		47%	-14%	36%	-14%			
毛利	45.25	58.83	74.47	86.07	86.39	92.36	109.29	126.14
医药制造业	36.11	44.21	53.24	64.55	69.72	74.98	90.58	105.91
宜昌人福			28.37	35.71	43.20	53.56	66.46	78.97
其他			24.87	28.84	26.51	21.42	24.12	26.94
医药商业	8.63	14.07	20.44	20.52	15.74	16.75	18.07	19.60
其他业务	0.51	0.55	0.80	1.00	0.69	0.63	0.63	0.63
毛利率	36.7%	38.1%	40.0%	39.5%	42.4%	44.6%	45.7%	46.6%
医药制造业	66.4%	65.0%	65.7%	66.4%	67.8%	72.4%	73.5%	74.2%
宜昌人福			90.3%	89.2%	89.7%	88.1%	88.5%	88.9%
其他			50.1%	50.5%	48.6%	50.0%	50.0%	50.0%
医药商业	12.8%	16.7%	19.8%	17.4%	16.0%	16.4%	15.8%	15.5%
其他业务	33.1%	24.4%	41.3%	38.0%	44.0%	40.0%	40.0%	40.0%
期间费用								
销售费用	18.56	26.06	36.32	39.98	36.69	37.94	44.27	50.36
销售费用率	15.0%	16.9%	19.5%	18.3%	18.0%	18.3%	18.5%	18.6%
管理费用(含研发)	11.86	14.86	17.41	19.35	21.01	18.66	22.01	25.18
管理费用率	9.6%	9.6%	9.3%	8.9%	10.32%	9.00%	9.20%	9.30%
财务费用	3.30	5.68	6.76	8.73	8.70	6.24	6.61	6.69
财务费用率	2.7%	3.7%	3.6%	4.0%	4%	3%	3%	2%
归母净利润	8.32	20.69	-23.58	8.43	11.49	15.91	22.04	27.43
增速	27%	149%	-214%	136%	36%	39%	39%	24%
净利率	7%	13%	-13%	4%	6%	8%	9%	10%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：业绩稳健增长，麻药龙头强者恒强。维持“买入”评级。随着归核化战略的推进，对宜昌人福持股比例的提升，公司经营效率和资本结构有望持续改善，业绩重回稳健增长轨道。预计 2020~2022 年公司收入达到 207.31/239.28/270.76 亿元，同比增长 2%/15%/13%，归母净利润达到 15.91/22.04/27.43 亿元，同比增长 39%/39%/24%，对应当前股价 PE 为 34/24/20X，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210429	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评 级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
600079	人福医药	32.87	537	0.70	0.97	1.35	1.68	46.7	33.7	24.4	19.6	8.3	1.0	买入
600276	恒瑞医药	82.35	4391	1.19	1.46	1.77	2.12	69.4	56.3	46.4	38.8	21.5	2.4	买入
002262	恩华药业	15.83	160	0.72	0.89	1.09	1.34	21.9	17.8	14.5	11.8	18.3	0.8	买入
002422	科伦药业	21.60	311	0.58	0.86	1.04	1.04	37.5	25.2	20.8	20.8	7.1	2.0	买入

资料来源: Wind、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)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5366	7984	7490	7292	营业收入	20369	20731	23928	27076
应收款项	6773	8162	9421	10660	营业成本	11730	11495	13000	14462
存货净额	2622	2910	3290	3658	营业税金及附加	140	151	170	192
其他流动资产	1620	1471	1698	1921	销售费用	3669	3794	4427	5036
流动资产合计	16973	21121	22492	24125	管理费用	2101	2006	2244	2500
固定资产	5664	6227	6860	7538	财务费用	870	624	661	669
无形资产及其他	1407	1379	1446	1597	投资收益	353	100	50	50
投资性房地产	3538	3538	3538	3538	资产减值及公允价值变动	50	0	0	0
长期股权投资	4045	4333	4622	4911	其他收入	(88)	0	0	0
资产总计	31627	36598	38958	41708	营业利润	2174	2761	3477	4268
短期借款及交易性金融负债	8148	7881	7881	7970	营业外净收支	(63)	(52)	(58)	(58)
应付款项	2311	2839	3209	3568	利润总额	2111	2709	3419	4210
其他流动负债	2453	4050	4611	5158	所得税费用	387	569	718	884
流动负债合计	12911	14770	15701	16697	少数股东损益	576	549	497	583
长期借款及应付债券	5072	7046	7046	7046	归属于母公司净利润	1149	1591	2204	2743
其他长期负债	707	712	717	718					
长期负债合计	5779	7758	7762	7764	现金流量表 (百万元)				
负债合计	18690	22528	23463	24461	净利润	1149	1591	2204	2743
少数股东权益	2173	2475	2748	3069	资产减值准备	(178)	39	6	8
股东权益	10764	11595	12746	14179	折旧摊销	645	722	801	891
负债和股东权益总计	31627	36598	38958	41708	公允价值变动损失	(50)	0	0	0
					财务费用	870	624	661	669
关键财务与估值指标					营运资本变动	1622	640	(924)	(915)
每股收益	0.74	0.97	1.35	1.68	其它	380	263	267	313
每股红利	0.48	0.47	0.64	0.80	经营活动现金流	3567	3255	2355	3040
每股净资产	6.97	7.10	7.81	8.68	资本开支	(643)	(1296)	(1507)	(1727)
ROIC	11%	13%	16%	17%	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROE	11%	14%	17%	19%	投资活动现金流	(1926)	(1584)	(1796)	(2016)
毛利率	42%	45%	46%	47%	权益性融资	30	0	0	0
EBIT Margin	13%	16%	17%	18%	负债净变化	(589)	1000	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	20%	21%	支付股利、利息	(745)	(760)	(1053)	(1310)
收入增长	-7%	2%	15%	13%	其它融资现金流	2924	(266)	0	89
净利润增长率	36%	39%	39%	24%	融资活动现金流	286	947	(1053)	(1222)
资产负债率	66%	68%	67%	66%	现金净变动	1927	2618	(494)	(198)
息率	1.5%	1.5%	2.1%	2.6%	货币资金的期初余额	3438	5366	7984	7490
P/E	44.2	33.7	24.4	19.6	货币资金的期末余额	5366	7984	7490	7292
P/B	4.7	4.6	4.2	3.8	企业自由现金流	3853	2661	1601	2109
EV/EBITDA	20.6	19.0	15.8	13.5	权益自由现金流	6188	2902	1078	1669

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