

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

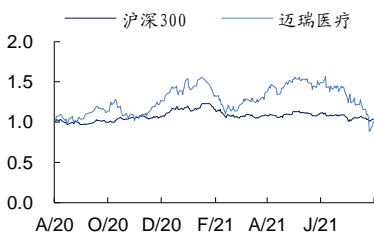
医疗器械与服务

**迈瑞医疗(300760)**
**买入**

2021年半年报点评

(维持评级)

2021年08月26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)	1,216/499
总市值/流通(百万元)	387,562/159,124
上证综指/深圳成指	3,540/14,697
12个月最高/最低(元)	503.51/276.31

**相关研究报告:**

《迈瑞医疗-300760-2020 年年报暨 2021 年一季报点评: 海外加快突破, 器械龙头稳步远航》——2021-05-07

《迈瑞医疗-300760-2020 年三季报点评: 器械龙头加速全球化, 抗疫产品延续高速增长》——2020-10-30

《迈瑞医疗-300760-2020 年中报点评: 业绩超出预期, 抗疫产品高速增长》——2020-08-28

《迈瑞医疗-300760-2020 年一季报点评: 疫情拉动生命监护线, 国际化进程加速》——2020-04-30

《迈瑞医疗-300760-2019 年年报点评: 器械龙头稳健, 高端产品引领增长》——2020-04-02

**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

**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**

## 后疫情时代, 器械龙头稳定增长

**● 业绩稳定增长, 符合预期**

2021H1 实现营收 127.78 亿元 (+20.96%), 归母净利润 43.44 亿元 (+25.79%), 扣非归母净利润 43.09 亿元 (+28.02%)。销售毛利率 65.57% (-0.39pp), 基本稳定, 销售费用率 14.67% (-3.45pp) 下降, 管理费用率(含研发) 12.93% (-0.11pp), 财务费用率-0.34% (+1.09pp), 销售净利率 34.00% (+1.31pp) 明显提升。公司拟出资 10 亿元回购股份用于股权激励或员工持股计划。

**● 体外诊断和影像业务恢复性高增长, 国内恢复性高速增长**

分业务线来看, 2021H1 生命信息与支持业务实现营收 62.21 亿元 (+12.68%), 毛利率 67.25% (-2.33pp), 主要得益于国内以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建的逐步开展, 此外 AED 和微创外科等受疫情抑制的品类实现恢复增长; 体外诊断收入 39.61 亿元 (+30.76%), 毛利率 62.2% (+4.74pp), 受益于国内和部分国际地区常规检测试剂量的显著恢复, 加强单机和级联仪器的布局, 高端仪器持续实现客户群突破, 收购荷兰 Hytest 实现产业链上游布局; 医学影像收入 26.71 亿元 (+26.87%), 毛利率 66.83% (-2.04pp), 随着受疫情抑制的超声采购恢复, 实现高增长。分区域来看, 国内实现 37% 的恢复性高增长, 得益于常规业务的复苏及医疗新基建的开展。

**● 研发创新不断突破, 筑造护城河**

2021H1 研发投入 11.65 亿元 (+16.02%), 占收入比例达到 9.12%, 不断推出新产品, 如 4K 超高清荧光内窥镜摄像系统、POC 高端平板彩超 TE9 等, 新获得医疗器械注册证 843 个, 累计授权专利 3251 件。

**● 风险提示: 行业采购政策风险, 汇率波动, 疫情影响业务等。**
**● 投资建议: 器械龙头扬帆远航, 维持“买入”评级**

维持此前预测 2021-2023 年归母净利润分别为 80.2/96.6/117.8 亿, 增速 21%/21%/22%, 当前股价对应 PE 分别为 48/40/32x, 三年复合增长约 20%。按照 2023 年 PE40-45X, 提高公司合理估值至 387.60-436.05 元(原 2020 年 255-268 元)。公司作为中国医疗器械龙头, 产品管线丰富, 立足全球市场, 海外国际化进程加快, 将稳步提升排名, 从中国器械龙头走向全球器械龙头, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

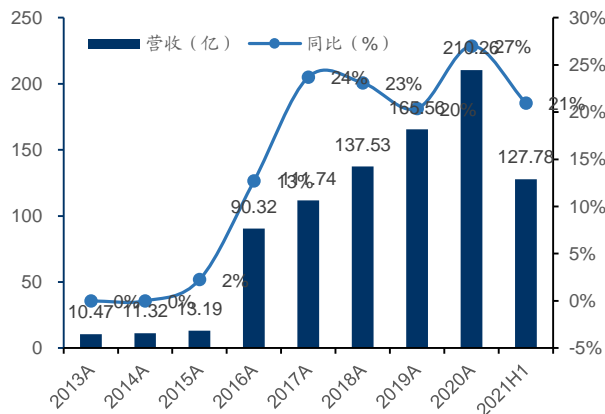
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,556	21,026	25,300	30,597	37,068
(+/-%)	20.4%	27.0%	20.3%	20.9%	21.1%
净利润(百万元)	4681	6658	8021	9661	11780
(+/-%)	25.8%	42.2%	20.5%	20.5%	21.9%
摊薄每股收益(元)	3.85	5.48	6.60	7.95	9.69
EBIT Margin	27.9%	33.6%	34.4%	34.1%	34.3%
净资产收益率(ROE)	25.2%	28.6%	27.5%	26.6%	26.2%
市盈率(PE)	82.8	58.2	48.3	40.1	32.9
EV/EBITDA	78.6	52.8	43.6	36.5	30.2
市净率(PB)	20.84	16.65	13.28	10.67	8.61

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

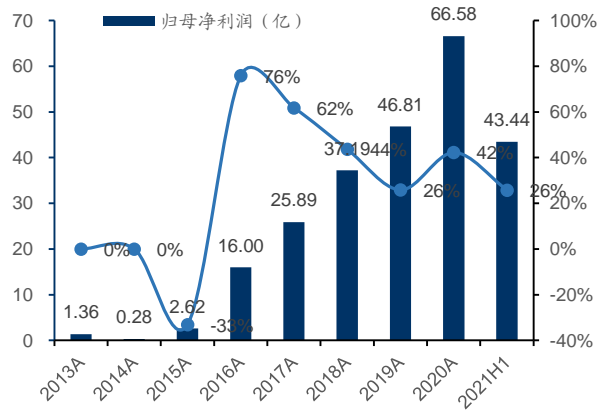
业绩高速增长，符合预期。2021H1 实现营收 127.78 亿元 (+20.96%)，归母净利润 43.44 亿元 (+25.79%)，扣非归母净利润 43.09 亿元 (+28.02%)，归母净利润 43.44 亿元 (+30.6%)。其中国内常规业务的复苏，以及医疗新基建的开展，拉动国内市场实现 37% 的恢复性高速增长。国际常规业务也呈现良好的复苏趋势。

图 1：迈瑞医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



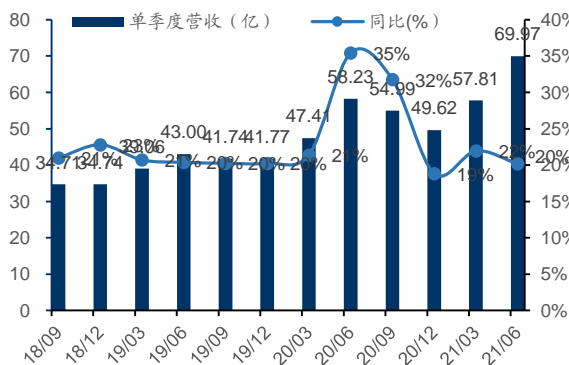
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：迈瑞医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



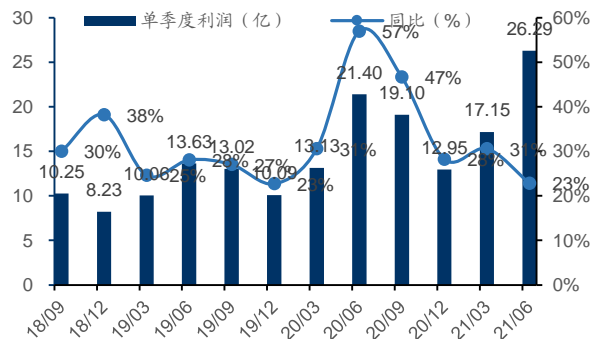
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：迈瑞医疗分季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

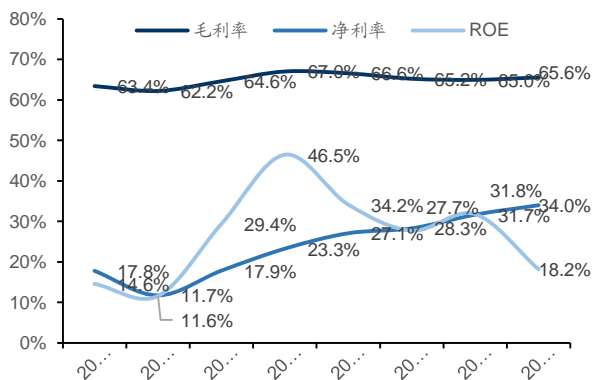
图 4：迈瑞医疗分季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

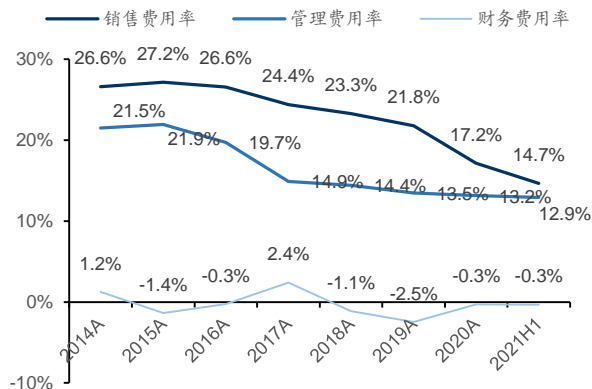
毛利率维持稳定，费用率大幅降低，净利率提升明显。2020H1 销售毛利率 65.57% (-0.39pp)，基本稳定，销售费用率 14.67% (-3.45pp) 大幅下降，管理费用率（含研发）12.93% (-0.11pp)，财务费用率 -0.34% (+1.09pp)，销售净利率 34.00% (+1.31pp) 明显提升。

图 3：迈瑞医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

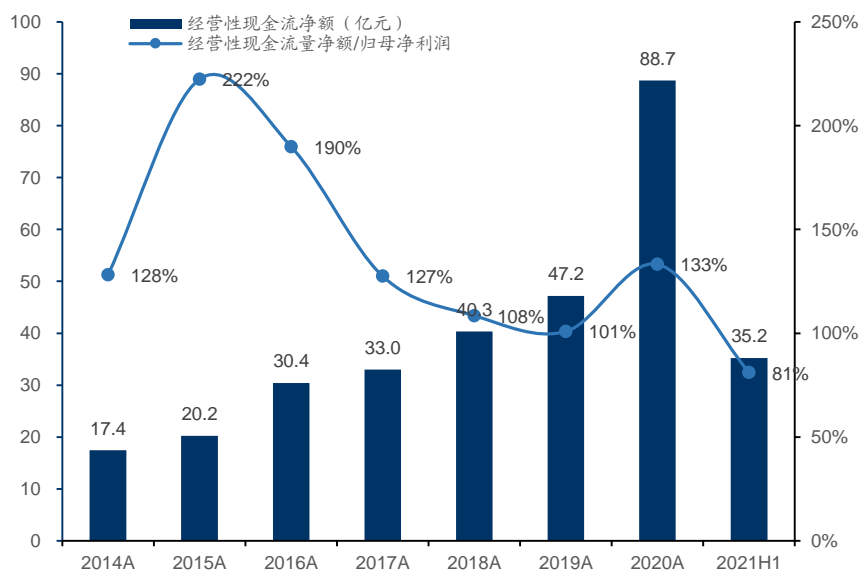
图 4：迈瑞医疗三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流保持同步增长，现金流状况良好。**公司现金流质量一直很好，经营性现金流净额与净利润始终保持基本匹配。2020H1 经营性现金流净额为 35.2 亿元，与净利润比值为 81%。

图 5：迈瑞医疗现金流情况（单位：亿元、%）

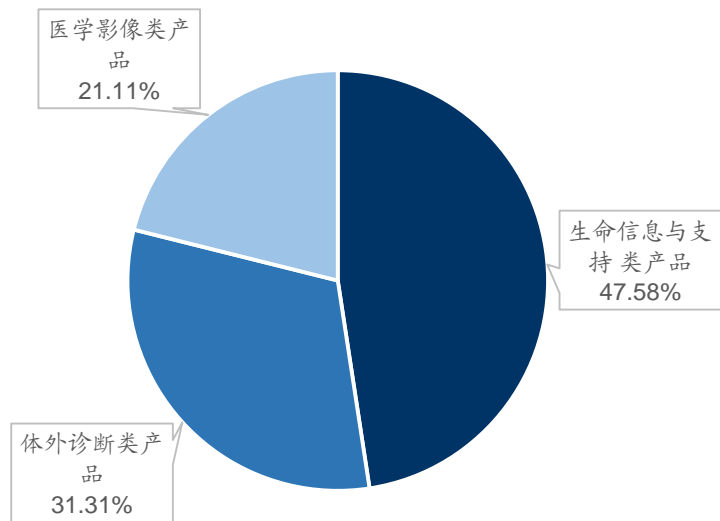


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**体外诊断和影像业务恢复性高增长。**2021H1 公司生命信息与支持业务实现营业收入 62.21 亿元 (+12.68%)，毛利率 67.25% (-2.33pp)，主要得益于国内以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建的逐步开展，建设内容包括新建手术室、ICU 病房、大型公立医院分院区等，建设的重点科室包括外科、重症医学科、麻醉科、影像科、检验科等围绕提升手术能力的科室，去年受到疫情抑制的非抗疫产品逐步复苏，尤其是 AED 和微创外科。体外诊断业务实现营业收入 39.61 亿元 (+30.76%)，毛利率 62.2% (+4.74pp)，受益于国内和部分国际地区常规检测试剂量的显著恢复，同时，公司加强了单机和级联仪器的布局，高端荧光五分类血液细胞+CRP+SAA 分析仪、高速生化分析仪、高速化学发光免疫分析仪持续实现客户群突破，并且现金收购 Hytest Invest Oy 及其下属

子公司 100% 的股权，若完成并购，可快速提升公司的原料研发能力。医学影像业务实现营业收入 26.71 亿元（+26.87%），毛利率 66.83%（-2.04pp），随着受疫情抑制的超声采购实现了恢复性高增长。在国内市场，通过超声产品持续的技术高端化和应用临床化，公司在院内加速实现高端突破，二、三级医院占国内超声收入的比重连年提升。在国际市场，通过去年在欧洲、独联体、拉美等市场凭借 MX 及 ME 系列高端便携超声完成的高端客户装机，公司将加速实现台式超声的全面突破；此外，受疫情影响打击最深的国际中小型影像中心正迎来复苏，对中低端超声需求有较强的推动作用。

图 6: 迈瑞医疗 2021H1 营收组成



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**持续注重自主研发，科研成果突出。**2021 年上半年研发投入达 11.65 亿元，同比增长 16.02%，产品不断丰富，持续推陈出新，尤其在高端产品不断实现突破。2021 年上半年，公司推出了一系列能为医护人员创造显著临床价值的创新产品和解决方案。公司推出了智监护（2.0 版）新生儿科室版本、BeneFusion e 系列输注泵（eVP/eSP/eDS）（中国区新上市）、BeneFusion n/e 输液泵封闭耗材（国际区域新上市）、高端麻醉机 A8/A9（中国区新上市）、SV300Pro 呼吸机、HyPixel R1 4K 超高清荧光内窥镜摄像系统、硬镜器械（150mm 加长简易穿刺、复用穿刺）等新产品；在医学影像领域，主要推出了 POC 高端平板彩超 TE9、中低端台式彩超剪切波解决方案（DC-70、DC-60 Ultra）；在体外诊断领域，公司推出了三维荧光、全自动末梢血、高速 CRP 和 SAA 检测一体机 BC-7500 CS 系列血液细胞分析仪以及一系列生化 and 免疫试剂新产品。公司注重通过专利来保护自主知识产权，截至 2021 年 6 月 30 日，共计申请专利 6603 件，其中发明专利 4687 件；共计授权专利 3251 件，其中发明专利授权 1566 件。截至 2021 年 6 月末，公司医疗器械注册证数量达 843 个，较去年同期增加 155 个。

**拟回购股份用于股权激励或员工持股计划。**公司拟使用自有资金 10 亿元以集中竞价交易方式回购公司股份，回购价格不超过 400 元/股，预计回购股份数量为 250 万股，占公司当前总股本的 0.21%。回购的股份将全部用于实施股权激励或员工持股计划。回购股份的实施期限自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内。

**盈利预测:** 我们根据公司各条产线的销量和价格分别进行预测, 得出以下结果。

**表 1: 迈瑞医疗盈利预测**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	备注
营业总收入 (百万)	9,032	11,174	13,753	16,556	21,026	25,300	30,597	37,068	
YOY	12.7%	23.7%	23.1%	20.4%	27.0%	20.3%	20.9%	21.1%	
毛利率	64.62%	67.03%	66.57%	65.24%	64.97%	67.41%	67.06%	66.69%	
<b>一、生命信息与支持类</b>	<b>3,562</b>	<b>4,236</b>	<b>5,224</b>	<b>6,341</b>	<b>10,006</b>	<b>12,020</b>	<b>14,960</b>	<b>18,645</b>	生命信息支持业务 20%左右增长, 毛利率稳中有升
YOY	12.21%	18.93%	23.3%	21.4%	57.8%	20.1%	24.5%	24.6%	
毛利率	62.45%	65.52%	65.71%	65.56%	67.98%	67.03%	66.36%	65.71%	
监护仪	1,465	1,620	2,052	2,419	4,320	5,221	6,312	7,632	
YOY	11.8%	10.6%	26.6%	17.9%	78.6%	20.8%	20.9%	20.9%	
毛利率	70.79%	72.63%	72.70%	73.00%	75.70%	75.00%	74.00%	73.00%	
麻醉机	420	542	693	795	781	925	1,096	1,298	
YOY	14.2%	28.9%	27.9%	14.6%	-1.7%	18.5%	18.5%	18.5%	
毛利率	64.21%	66.16%	66.10%	66.10%	67.00%	66.50%	66.30%	66.10%	
灯床塔	302	379	499	690	711	854	1,024	1,229	
YOY	-8.1%	25.6%	31.6%	38.4%	3.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
毛利率	55.04%	60.22%	60.10%	60.10%	61.00%	61.00%	60.50%	60.10%	
除颤仪	222	333	433	564	834	1,126	1,463	1,902	
YOY	17.9%	50.0%	29.8%	30.4%	47.8%	35.0%	30.0%	30.0%	
毛利率	67.77%	66.19%	66.00%	66.10%	67.00%	66.30%	66.50%	66.50%	
其他	1,153	1,362	1,548	1,830	3,358	3,896	5,064	6,584	
YOY	17.7%	18.1%	13.7%	18.2%	83.5%	16.0%	30.0%	30.0%	
毛利率	52.13%	58.11%	58.00%	58.00%	60.00%	58.00%	58.00%	58.00%	
<b>二、体外诊断类</b>	<b>2,894</b>	<b>3,741</b>	<b>4,626</b>	<b>5,814</b>	<b>6,646</b>	<b>8,232</b>	<b>9,844</b>	<b>11,772</b>	体外诊断 20%+增长, 毛利率由于市场推广等下滑, 未来随着试剂销售占比提升有所提升
YOY	19.72%	29.26%	23.66%	25.69%	14.31%	23.87%	19.58%	19.59%	
毛利率	64.55%	66.11%	64.12%	64.07%	59.73%	65.20%	65.10%	65.00%	
试剂	1,508	1,951	2,442	3,352	3,731	4,702	5,583	6,630	
YOY	30.37%	29.33%	25.19%	37.24%	11.33%	26.00%	18.75%	18.75%	
毛利率	75.71%	78.19%	76.00%	76.00%	71.00%	76.00%	76.00%	76.00%	
仪器	1,286	1,640	1,997	2,390	2,656	3,208	3,873	4,677	
YOY	17.77%	27.49%	21.76%	19.71%	11.13%	20.75%	20.75%	20.75%	
毛利率	52.15%	53.48%	52.00%	52.00%	46.00%	52.00%	52.00%	52.00%	
其他	99	150	187	225	259	323	388	465	
<b>三、医学影像类</b>	<b>2,354</b>	<b>2,935</b>	<b>3,597</b>	<b>4,039</b>	<b>4,196</b>	<b>4,841</b>	<b>5,550</b>	<b>6,365</b>	医学影像业务 15%左右增长, 毛利率由于市场竞争而下滑, 未来随着高端产品占比提高稳中有升
YOY	5.53%	24.67%	22.55%	12.30%	3.88%	15.36%	14.65%	14.67%	
毛利率	68.54%	70.46%	71.00%	71.40%	66.18%	72.25%	72.50%	72.76%	
彩超	1,650	2,123	2,679	3,179	3,176	3,668	4,237	4,894	
YOY	13.83%	28.66%	26.22%	18.64%	-0.09%	15.50%	15.50%	15.50%	
毛利率	72.92%	75.49%	75.70%	77.00%	70.00%	76.80%	77.00%	77.20%	
其他	704	812	918	1,010	1,020	1,173	1,313	1,471	
<b>四、其他主营业务</b>	<b>212</b>	<b>220</b>	<b>263</b>	<b>325</b>	<b>133</b>	<b>159</b>	<b>191</b>	<b>229</b>	
YOY	12.72%	3.64%	20%	23%	-59%	20%	20%	20%	
毛利率	58.42%	67.46%	66.35%	66.35%	62.21%	66.40%	66.40%	66.40%	
<b>五、其他业务</b>	<b>9</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>36</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	
YOY	301.83%	343.65%	6%	-16%	23%	5%	10%	10%	
毛利率	68.79%	58.29%	66.93%	58.00%	63.64%	59.00%	60.00%	60.00%	
销售费用率	26.58%	24.40%	23.28%	21.78%	17.18%	19.20%	18.80%	18.70%	销售费用率平稳; 规模效应, 管理费用率略下降趋势
管理费用率	19.74%	14.90%	14.41%	13.47%	13.16%	13.30%	13.20%	13.10%	
财务费用率	-0.26%	2.39%	-1.13%	-1.00%	-0.29%	0.00%	0.00%	0.00%	

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

**投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。**随着新基建拉动医疗器械配置需求提升和产品升级, 海外疫情使得公司加快了高端医院拓展, 公司收入保持 20%以上快速发展, 而规模效益以及高端产品的高速增长也将助力毛利率稳定,

管理费用率和销售费用率下降，盈利能力增强。公司作为器械领域的龙头，优势显著，产品立足全球市场，伴随监护、超声等高端产品发力和化学发光的迅速装机，业绩稳健增长。维持此前预测 2021-2023 年归母净利润分别为 80.2/96.6/117.8 亿，增速 21%/21/22%，当前股价对应 PE 分别为 48/40/32x，三年复合增长约 20%。按照 2023 年 PE40-45X，提高公司两年期合理估值至 387.60-436.05 元（原 2020 年合理估值 255-268 元）。公司作为中国器械领域龙头，产品管线丰富，立足全球市场，海外国际化进程加快，将稳步提升排名，从中国医疗器械龙头走向全球医疗器械龙头，维持“买入”评级。

**表 2：国内医疗器械上市公司估值**

代码	公司简称	股价 8月25日	总市值 亿元	EPS				PE				CAGR	2021 PEG	评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
300003	乐普医疗	25.59	462	1.00	1.29	1.60	2.01	25.6	19.9	16.0	12.7	18%	0.8	买入
300633	开立医疗	32.44	130	-0.12	0.56	0.72	0.95	-281.8	57.6	44.8	34.3	5%	-0.2	无
603658	安图生物	54.3	318	1.28	1.93	2.54	3.30	42.6	28.1	21.4	16.4	33%	0.8	无
300463	迈克生物	31.35	175	1.43	1.81	2.22	2.75	22.0	17.4	14.1	11.4	18%	0.7	买入
	<b>平均</b>							-47.9	30.7	24.1	18.7	19%	0.5	
300760	迈瑞医疗	318.8	3876	5.48	6.60	7.95	9.69	58.2	48.3	40.1	32.9	27%	2.3	买入
600276	恒瑞医药	47.41	3033	0.99	1.15	1.36	1.64	47.9	41.4	35.0	29.0	22%	2.3	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测，安图生物、开立医疗为 Wind 一致预测，CAGR 为 2021-2023 年



## 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	15865	22078	28381	36385	营业收入	21026	25300	30597	37068
应收款项	1595	2287	2803	3186	营业成本	7366	8245	10079	12347
存货净额	3541	3358	4297	5414	营业税金及附加	218	324	392	474
其他流动资产	607	730	883	1070	销售费用	3612	4858	5875	6932
<b>流动资产合计</b>	<b>21632</b>	<b>28477</b>	<b>36388</b>	<b>46080</b>	管理费用	2767	3167	3821	4619
固定资产	4129	5073	6025	6944	财务费用	(61)	(433)	(548)	(727)
无形资产及其他	1145	1099	1053	1008	投资收益	(4)	(39)	(15)	(19)
投资性房地产	6375	6375	6375	6375	资产减值及公允价值变动	110	110	126	115
长期股权投资	26	26	26	26	其他收入	224	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>33306</b>	<b>41051</b>	<b>49867</b>	<b>60433</b>	营业利润	7455	9210	11090	13519
短期借款及交易性金融负债	0	1844	1844	1844	营业外净收支	(17)	(17)	(17)	(17)
应付款项	1500	1724	2048	2345	<b>利润总额</b>	<b>7438</b>	<b>9193</b>	<b>11073</b>	<b>13502</b>
其他流动负债	6737	6500	7895	9552	所得税费用	779	1170	1410	1719
<b>流动负债合计</b>	<b>8236</b>	<b>10067</b>	<b>11787</b>	<b>13742</b>	少数股东损益	2	2	3	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6658</b>	<b>8021</b>	<b>9661</b>	<b>11780</b>
其他长期负债	1780	1780	1754	1681					
<b>长期负债合计</b>	<b>1780</b>	<b>1780</b>	<b>1754</b>	<b>1681</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>10016</b>	<b>11847</b>	<b>13541</b>	<b>15422</b>	净利润	6658	8021	9661	11780
少数股东权益	13	15	17	19	资产减值准备	(25)	68	36	38
股东权益	23278	29189	36309	44991	折旧摊销	472	444	549	637
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33306</b>	<b>41051</b>	<b>49867</b>	<b>60433</b>	公允价值变动损失	(110)	(110)	(126)	(115)
					财务费用	(61)	(433)	(548)	(727)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2421)	(577)	122	232
每股收益	5.48	6.60	7.95	9.69	其它	27	(67)	(34)	(36)
每股红利	1.50	1.73	2.09	2.55	<b>经营活动现金流</b>	<b>4600</b>	<b>7779</b>	<b>10209</b>	<b>12537</b>
每股净资产	19.15	24.01	29.87	37.01	资本开支	(854)	(1301)	(1366)	(1434)
ROIC	31%	33%	39%	46%	其它投资现金流	(4)	0	0	0
ROE	29%	27%	27%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(879)</b>	<b>(1301)</b>	<b>(1366)</b>	<b>(1434)</b>
毛利率	65%	67%	67%	67%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	34%	34%	34%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	36%	36%	36%	36%	支付股利、利息	(1824)	(2109)	(2541)	(3098)
收入增长	27%	20%	21%	21%	其它融资现金流	1518	1844	0	0
净利润增长率	42%	20%	20%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2130)</b>	<b>(265)</b>	<b>(2541)</b>	<b>(3098)</b>
资产负债率	30%	29%	27%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>1592</b>	<b>6213</b>	<b>6303</b>	<b>8005</b>
息率	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	货币资金的期初余额	14273	15865	22078	28381
P/E	58.2	48.3	40.1	32.9	货币资金的期末余额	15865	22078	28381	36385
P/B	16.6	13.3	10.7	8.6	企业自由现金流	3522	6164	8409	10515
EV/EBITDA	52.8	43.6	36.5	30.2	权益自由现金流	5039	8386	8887	11149

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。

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