

迈瑞医疗 (300760.SZ)

2021年归母净利润同比增长20%，国产器械龙头走向世界

买入

核心观点

业绩稳健增长，符合预期。2021年实现营收252.70亿元(+20.2%)，归母净利润80.02亿元(+20.2%)，扣非归母净利润78.50亿元(+20.0%)。2022Q1实现营收69.43亿元(+20.1%)，归母净利润21.05亿元(+22.7%)。国内疫情整体保持稳定，医院的常规诊疗活动和公司的各项业务恢复常态，常规采购需求逐步恢复。海外常规诊疗量也基本恢复至疫情前的水平，随着公司品牌影响力和知名度的大幅提升，国际体外诊断和医学影像的常规业务实现了加速复苏。分区域看，国内收入152.59亿元(+37.3%)，受益医疗新基建以及进口替代；国际收入100.10亿元(+0.96%)，成功突破700多家全新高端医疗机构，并实现已有700余家高端客户的横向产品突破。

体外诊断领衔增长，生命信息在高基数下仍稳健发展，影像业务快速修复。2021年生命信息与支持业务占比44.14%，实现收入111.53亿元(+11.5%)，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。从可及市场角度，国内医疗新基建的市场空间超过200亿元；体外诊断业务占比33.43%，实现收入84.49亿元(+27.12%)，全球范围常规诊疗、体检量、手术量持续复苏，常规试剂消耗量显著恢复，同时得益于集高端荧光五分类、全自动末梢血进样、高速CRP联检为一体的BC-7500CRP这一爆款新品快速上量；医学影像业务占比21.47%，实现收入54.26亿元(+29.29%)，公司在院内传统超声科室和新兴临床科室加速实现高端突破，二、三级医院占国内超声收入的比重连年提升，超声首次超越进口品牌成为国内第二。

毛净利率稳定，研发费用率进一步提升。2021年销售毛利率65.01%(+0.04pp)。销售费用率15.83%(-1.35pp)，研发费用率9.99%(+1.10pp)。公司继续降本增效，销售净利率31.67%，盈利能力保持稳定。研发投入高达27亿元(+30.08%)，拥有近3500名研发工程师，已具备体系化研发创新能力。公司现金流质量维持健康优质，人均创收维持高位(172万/人)。

风险提示：集采政策风险，汇率波动风险，新冠疫情造成的不确定性风险。

投资建议：小幅调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑新冠疫情的不确定性，小幅调整2022-23年盈利预测，新增2024年盈利预测，预计2022-24年归母净利润96.93/117.19/141.07亿元(2022-23年原为96.61/117.80亿元)，同比增速21.1%/20.9%/20.4%；摊薄EPS=7.99/9.67/11.64元，当前股价对应PE=39.6/32.8/27.2x。公司作为中国医疗器械龙头，产品管线丰富，立足国内市场，加快海外国际化进程，业绩稳健快速成长，从中国医械龙头转变为全球医械龙头，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,026	25,270	30,514	36,813	44,231
(+/-%)	27.0%	20.2%	20.8%	20.6%	20.1%
净利润(百万元)	6,658	8,002	9,693	11,719	14,107
(+/-%)	42.2%	20.2%	21.1%	20.9%	20.4%
每股收益(元)	5.48	6.58	7.99	9.67	11.64
EBIT Margin	33.6%	33.7%	34.3%	34.6%	34.8%
净资产收益率(ROE)	28.6%	29.7%	28.8%	28.0%	27.3%
市盈率(PE)	57.9	48.2	39.6	32.8	27.2
EV/EBITDA	52.5	43.4	36.3	29.9	24.8
市净率(PB)	16.55	14.30	11.41	9.18	7.44

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

公司研究·财报点评

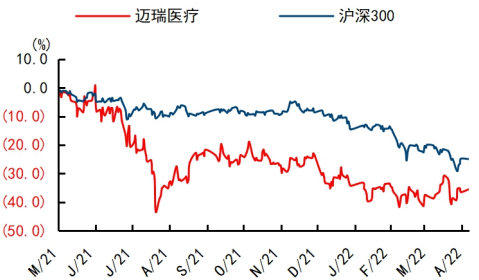
医药生物·医疗器械

证券分析师：**陈益凌** 联系人：**张超**
 021-60933167 0755-81982940
 chenyingling@guosen.com.cn zhangchao4@guosen.com.cn
 S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	316.97元
总市值/流通市值	384168/384168百万元
52周最高价/最低价	502.00/276.31元
近3个月日均成交额	1249.25百万元

市场走势



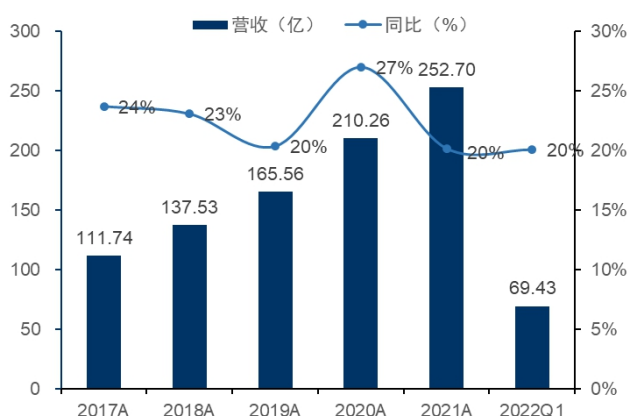
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

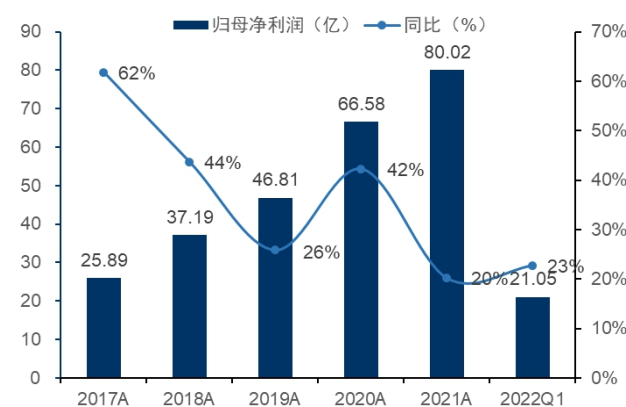
- 《迈瑞医疗-300760-2021年三季报点评：业绩稳定增长，器械龙头扬帆远航》——2021-10-20
- 《迈瑞医疗-300760-2021年半年报点评：后疫情时代，器械龙头稳定增长》——2021-08-27
- 《迈瑞医疗-300760-2020年年报暨2021年一季报点评：海外加快突破，器械龙头稳步远航》——2021-05-07
- 《迈瑞医疗-300760-2020年三季报点评：器械龙头加速全球化，抗疫产品延续高速增长》——2020-10-30
- 《迈瑞医疗-300760-2020年中报点评：业绩超出预期，抗疫产品高速增长》——2020-08-28

业绩稳健增长，符合预期。2021 年实现营收 252.70 亿元（+20.2%），归母净利润 80.02 亿元（+20.2%），扣非归母净利润 78.50 亿元（+20.0%）。2022Q1 实现营收 69.43 亿元（+20.1%），归母净利润 21.05 亿元（+22.7%）。国内疫情整体保持稳定，医院的常规诊疗活动和公司的各项业务逐步恢复常态，使得超声、血球、生化、化学发光等常规诊断采购需求恢复。海外疫情尽管仍在持续，但海外常规诊疗量已经基本恢复至疫情前的水平，随着公司品牌影响力和知名度的大幅提升，国际体外诊断和医学影像的常规业务实现了加速复苏，因此体外诊断业务和医学影像业务在报告期内实现了高速增长。分区域来看，2021 年国内收入 152.59 亿元（+37.3%），受益医疗新基建以及进口替代；国际收入 100.10 亿元（+0.96%），产品成功突破 700 多家全新高端医疗机构，延续了海外高端突破的趋势，并实现已有 700 余家高端客户的横向产品突破，进一步夯实市场地位。其中北美收入 18.72 亿，同比增长 11.7%，欧洲收入 22.68 亿，同比下降 1.6%。拉丁美洲收入 15.68 亿，同比增长 2.6%，亚太区收入 21.74 亿，同比增长 40.4%，海外主要是亚太地区快速增长。

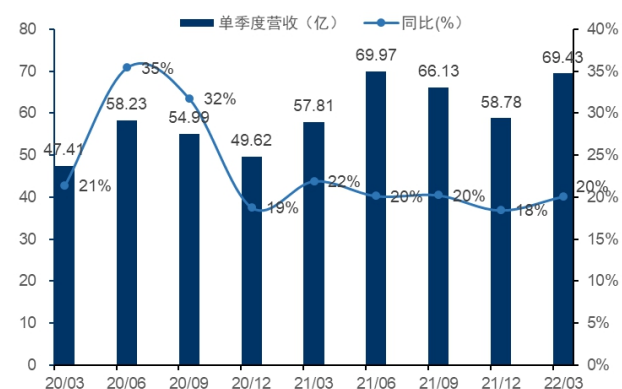
2021Q1 国内的高速增长受到医疗新基建和常规诊疗修复拉动，体外诊断、医学影像在国内高端市场持续突破。北美市场得益于高端医联体客户的重大突破而实现了快速增长。

图1：迈瑞医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）


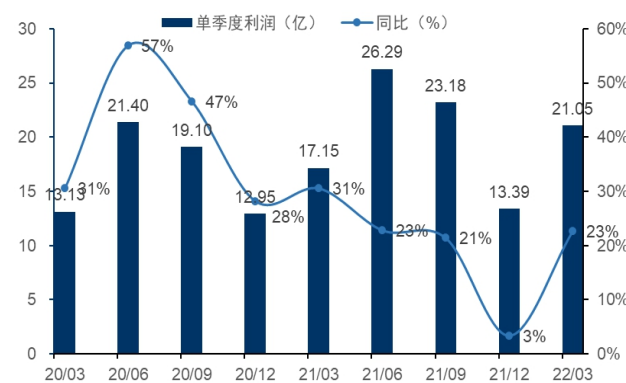
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

体外诊断领衔增长，生命信息在高基数仍稳健发展，影像业务快速修复。2021年生命信息与支持业务占比44.14%，实现收入111.53亿元，同比增长11.5%；体外诊断业务占比33.43%，实现营业收入84.49亿元，同比增长27.12%，医学影像业务占比21.47%，实现收入54.26亿元，同比增长29.29%。

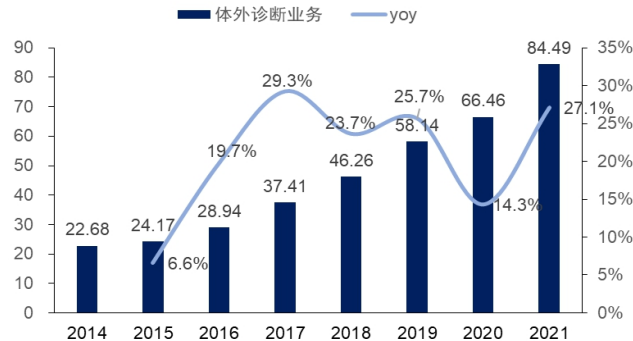
- 生命信息与支持业务：2021年公司生命信息与支持业务收入占比44.4%，实现收入111.53亿元，同比增长11.47%，毛利率66.39%（-1.59pp）。作为疫情期间需求量最大的业务领域，生命信息与支持业务在2020年实现超过50%增长，有较高的基数，但2021年仍然维持了良好的增长，主要得益于国内以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建的逐步开展。从可及市场角度，国内医疗新基建的市场空间超过200亿元。公司作为国产器械龙头品牌，有完善的全院级整体解决方案和智慧医疗“三瑞”生态系统，有效提升公司的赢单率和客户粘性。各产品销量增速分别为监护仪（-1.01%），麻醉机（+53.69%）、除颤仪（+93.08%）、灯床塔（+103.92%）。受到疫情抑制的非疫情相关产品在报告期内逐步复苏，其中AED和微创外科这两类种子业务均实现了高速增长。
- 体外诊断业务：2021年公司体外诊断业务收入占比33.43%，实现营业收入84.49亿元，同比增长27.12%，毛利率62.51%（+2.78pp）。全球范围常规诊疗、体检量、手术量持续复苏，常规试剂消耗量显著恢复，同时得益于集高端荧光五分类、全自动末梢血进样、高速CRP联检为一体的BC-7500CRP这一爆款新品快速上量，带动了体外诊断业务实现了高速增长。公司的血球业务首次超越进口品牌成为国内第一。公司还陆续推出了全自动细胞形态学分析仪MC-80、高端全自动生化分析仪BS-2800M、高端全自动化学发光免疫分析仪CL-8000i等，今年将推出新一代高端凝血分析仪及配套试剂，有望不断打造爆款新品。公司还推出了“迈瑞智检”实验室IT方案，在助力实验室实现自动化、智能化、标准化的同时，为临床提供更多有价值的诊断依据。2021年完成了抗原抗体供应商Hytest的并购整合，提升了公司IVD业务的核心竞争力。
- 医学影像业务：2021年公司医学影像业务收入占比21.47%，实现收入54.26亿元，同比增长29.29%，毛利率66.34%（+0.16pp）。随着全球范围常规诊疗、体检的逐渐恢复，超声采购随之恢复常态，驱动医学影像业务实现恢复性高增长。公司在院内传统超声科室和新兴临床科室加速实现高端突破，二、三级医院占国内超声收入的比重连年提升，公司的超声业务首次超越进口品牌成为国内第二。公司在欧洲、独联体、拉美等市场凭借MX及ME系列高端便携超声完成高端客户装机，超声业务将全面开启从中低端客户向高端客户突破的征程。公司将继续开发完善妇产、心血管、麻醉、介入等临床解决方案，并通过对超高端超声领域的技术积累，实现高端客户群的全面突破。
- 智慧医疗“三瑞”生态体系：截至2021年底，“瑞智联”IT解决方案实现签单医院数量累计超过200家，仅2021年新增超过150家，增长迅猛，已在北京协和医院、天坛医院、上海中山医院、武汉同济医院、湖南湘雅医院等多家顶级医院完成装机。“瑞影云++”实现累计装机超过1,300套，2021年新增装机超过1,100套，装机提速显著，装机医院集团包括深圳宝安区人民医院、中山大学附属第一医院、华润武钢总医院等。“迈瑞智检”实验室IT方案在全国实现了近60家医院的装机，其中60%为三级医院。
- 2021年底公司医疗器械注册证数量达到879个，年内新增163个。

图5: 生命信息与支持业务收入及增速 (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6: 体外诊断业务收入及增速 (单位: 亿元、%)



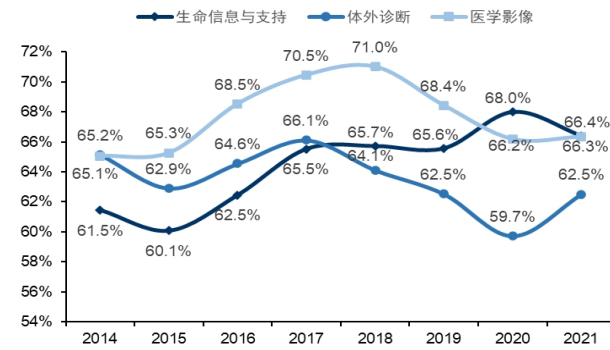
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 医学影像业务 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

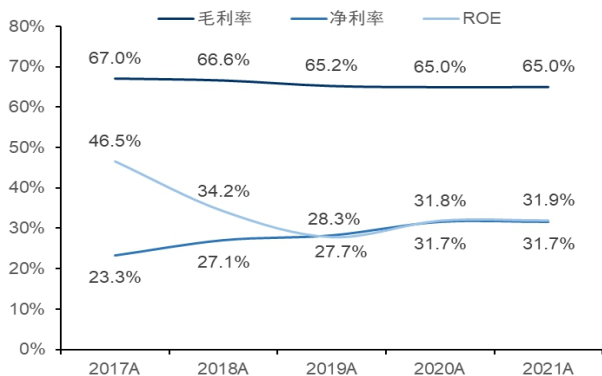
图8: 三大类业务毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

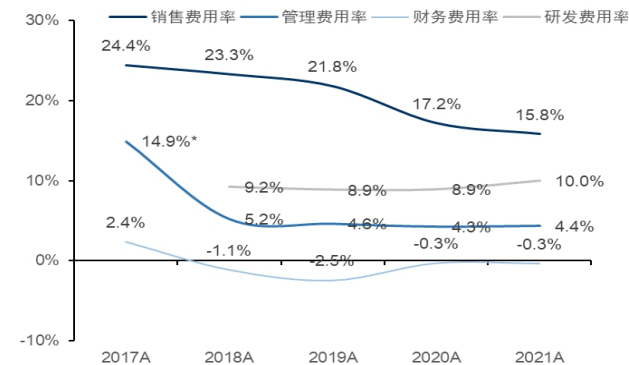
毛净利率稳定, 研发费用率进一步提升。2021 年销售毛利率 65.01% (+0.04pp)。销售费用率 15.83% (-1.35pp), 管理费用率 4.38% (+0.11pp), 研发费用率 9.99% (+1.10pp), 财务费用率-0.34% (-0.05pp)。期间费用率合计 29.85% (-0.19pp), 继续降本增效, 销售净利率 31.67%, 盈利能力保持稳定。

图9: 迈瑞医疗毛利率、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

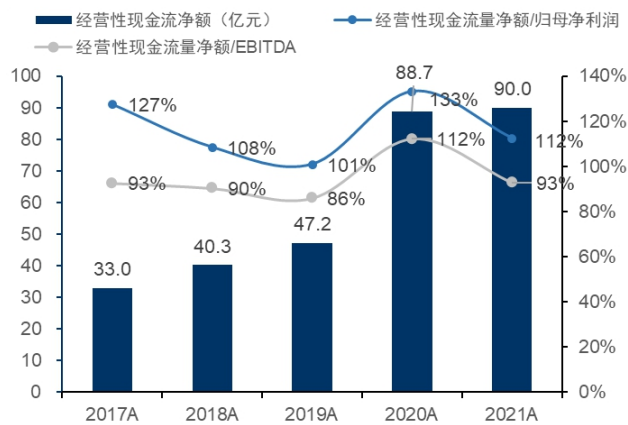
图10: 迈瑞医疗四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2017 年管理费用率含研发费用

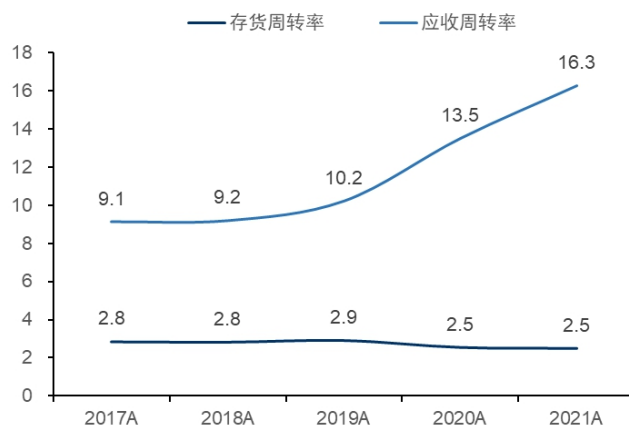
经营性现金流保持同步增长，存货周转率继续上行。公司现金流质量维持健康优质，经营性现金流净额与归母净利润比值为 1.12，基本匹配。存货周转率近年来保持上行趋势，应收周转率大体稳健，公司动销健康。

图 11: 迈瑞医疗经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

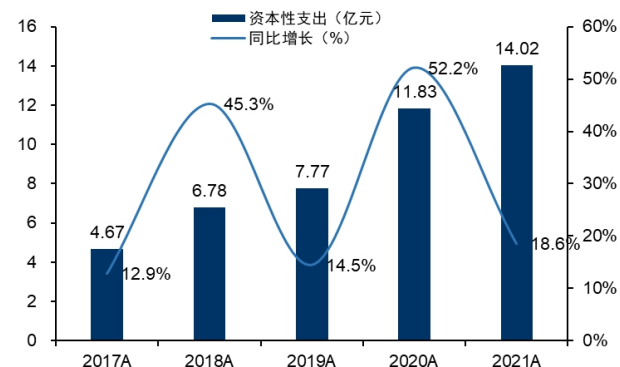
图 12: 迈瑞医疗主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

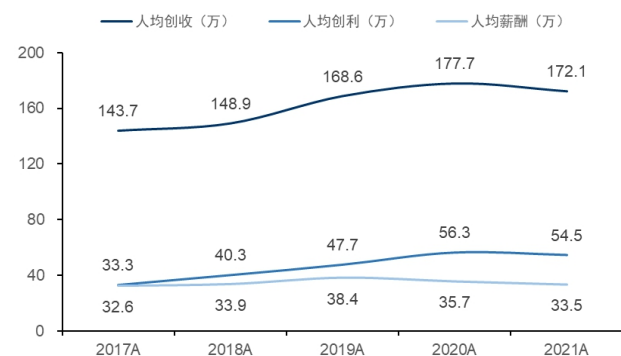
公司人效持续上升。人均创收维持高位，2021 年人均创收 172.1 万。

图 13: 迈瑞医疗资本开支情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 迈瑞医疗人效情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发投入进一步加大，专利创新、技术升级是医疗器械企业的生命线。2021 年公司的研发投入高达 27 亿元（+30.08%），占收入比例达到 10.79%。公司已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，设有十大研发中心，共有 3,492 名研发工程师，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、美国硅谷、美国新泽西、美国西雅图和欧洲。公司武汉研究院项目的建设进展顺利，拟建成公司的第二大研发中心，开启迈瑞自主创新与发展的新征程。公司的研发团队正围绕公司所积累的 7400 多项专利储备和 5308 项发明专利，继续探索前沿医疗科技的无人区，不断拓展医疗器械的创新边界。

具备强大的体系化研发创新能力，产学研一体化屡获殊荣。2021 年，公司与大连理工大学团队共同研发的“血液细胞荧光成像染料的创制及应用”项目获得 2020 年度国家技术发明二等奖。公司“一种超声成像的方法和装置”获得第二十二届中国专利银奖（发明）；“ARDS 精准化诊疗体系的建立与同质化平台推广”获得 2021

年度江苏省科技进步一等奖；“疟原虫感染的红细胞的识别方法及装置”获得第八届广东省专利奖（银奖）；“流量监测与控制的装置”获得 2021 年度深圳市专利奖；“高端数字移动式 X 射线机（DR）”获得 2021 年度深圳市科技进步一等奖。

产品推陈出新，形成强竞争力的整体解决方案。2021 年度，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。在生命信息与支持领域，公司推出了推出了“瑞智联”生态系统·智监护+、VS 8/9 生命体征监测仪、uMED 除颤仪、BeneFusion e 系列输注泵（eVP/eSP/eDS）、高端麻醉机 A8/A9、成人无创呼吸机、HyPixelR1 4K 超高清荧光内窥镜摄像系统、HyBase V8 新平台手术床、HyPort R80 新吊桥 I 型、4K 数字化手术室等新产品；在医学影像领域，主要推出了超声综合应用解决方案“昆仑 R7”（中国）、妇儿应用解决方案“女娲 R7”（中国）、POC 高端平板彩超 TE9（全球）、高端笔记本彩超 M10（中国）、中低端台式彩超 DC-70 剪切波解决方案（全球）、中端便携 MX/ME 系列拓展多应用领域、高端移动 DR MobiEye 700/750/800 系列（中国）等新产品；在体外诊断领域，公司推出了推出了全自动细胞形态学分析仪 MC-80、高端全自动生化分析仪 BS-2800M、高端全自动化学发光免疫分析仪 CL-8000i、全自动血液细胞分析仪 BC-7500CS、全自动尿液分析一体机 EU-5600 等新产品。

公司已打造先进的质量管理和智能制造体系。公司始终坚持产品质量标准，持续优化管理职责、生产控制、纠正预防、设计控制等模块，产品成功打入欧美等发达国家市场。2021 年，公司质量体系顺利通过各类审核共 56 次。公司拥有总面积超过 30 万平方米的制造基地，满足了全球销售的生产需求。公司还引入医疗产品创新（MPI）流程，通过全生命周期的管理和电子平台，全面提升研发效率，实现研发和制造联动。

公司已建立全球深度覆盖、专业服务的营销体系。公司营销人员有 3540 人，在国内超过 30 个省市自治区均设有分公司。公司在境外超过 30 个国家拥有子公司，产品远销 190 多个国家及地区。在北美拥有专业直销团队，已与美国四大集团采购组织 Vizient、Premier、Intalere（原 Amerinet）和 HPG 合作，项目覆盖北美近万家终端医疗机构；此外，公司在美国还服务于超七成的 IDN 医联体客户，并与多家大型 IDN 医联体建立了长期合作关系，其中包括 HCA Healthcare、Kaiser Permanente、Tenet Healthcare 等。在欧洲，公司采用了“直销+经销”的销售模式，产品持续进入欧洲高端医疗集团、综合医院以及专科医院。

投资建议：小幅调整盈利预测，维持“买入”评级。

公司在国内受益于医疗新基建拉动的医疗器械配置需求提升和产品升级，并同步在海外加快高端医院拓展。体外诊断业务领衔增长，生命信息与支持业务及医学影像业务稳健成长，微创外科、骨科等创新业务高速放量，驱动收入保持 20% 以上快速增长，规模效应以及高端产品的占比提升促进盈利水平稳中有升。考虑新冠疫情的不确定性，略下调 2022-23 年收入预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-24 年收入 305/368/442 亿元（2022-23 年原为 306/371 亿元），同比增速 20.8%/20.6%/20.1%，归母净利润 96.93/117.19/141.07 亿元（2022-23 年原为 96.61/117.80 亿元），同比增速 21.1%/20.9%/20.4%；摊薄 EPS=7.99/9.67/11.64 元，当前股价对应 PE=39.6/32.8/27.2x。公司作为中国医疗器械龙头，产品管线丰富，立足中国市场，加快海外国际化进程，业绩稳健快速成长，从中国医械龙头转变为全球医械龙头，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE（扣非）	PEG	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)	
300760	迈瑞医疗	316.97	3843	6.58	7.99	9.67	11.64	48.2	39.6	32.8	27.2	31%	1.9	买入
300832	新产业	40.39	318	1.24	1.73	2.28	2.91	32.6	23.4	17.7	13.9	17%	0.7	无
300633	开立医疗	25.47	109	0.58	0.68	0.88	1.14	44.3	37.5	29.1	22.3	9%	1.5	无
603658	安图生物	47.15	276	1.66	2.16	2.76	3.50	28.4	21.9	17.1	13.5	14%	0.8	无
300463	迈克生物	19.49	119	1.72	1.77	2.06	2.44	11.3	11.0	9.4	8.0	23%	0.7	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注：除迈瑞医疗外，其余均为 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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	15865	15361	18870	22644	27682	营业收入	21026	25270	30514	36813	44231
应收款项	1595	1916	2341	2925	3635	营业成本	7366	8843	10515	12712	15334
存货净额	3541	3565	4266	5438	6823	营业税金及附加	218	282	336	405	487
其他流动资产	607	466	562	678	815	销售费用	3612	3999	4882	5853	6944
流动资产合计	21632	21335	26066	31711	38983	管理费用	897	1106	1190	1399	1637
固定资产	4129	4898	5931	7020	8172	研发费用	1869	2524	3112	3718	4423
无形资产及其他	1145	2061	1979	1896	1814	财务费用	(61)	(86)	(92)	(110)	(133)
投资性房地产	6375	9783	12717	15261	18313	投资收益	(4)	1	0	0	0
长期股权投资	26	26	226	426	626	资产减值及公允价值变动	110	142	(121)	(126)	(124)
资产总计	33306	38103	46919	56315	67907	其他收入	(1645)	(2203)	(2587)	(3168)	(3885)
短期借款及交易性金融负债	0	85	200	250	250	营业利润	7455	9066	10974	13260	15954
应付款项	1500	2281	2275	2571	2895	营业外净收支	(17)	(49)	(51)	(54)	(56)
其他流动负债	6737	6263	7826	8923	10677	利润总额	7438	9017	10923	13207	15897
流动负债合计	8236	8629	10301	11744	13822	所得税费用	779	1013	1227	1484	1786
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	2	3	4	4
其他长期负债	1780	2506	2906	2706	2406	归属于母公司净利润	6658	8002	9693	11719	14107
长期负债合计	1780	2506	2906	2706	2406	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	10016	11135	13207	14450	16228	净利润	6658	8002	9693	11719	14107
少数股东权益	13	15	17	20	23	资产减值准备	(25)	(14)	59	30	35
股东权益	23278	26953	33694	41845	51657	折旧摊销	472	616	553	689	808
负债和股东权益总计	33306	38103	46919	56315	67907	公允价值变动损失	(110)	(142)	121	126	124
						财务费用	(61)	(86)	(92)	(110)	(133)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(2421)	(2592)	(2140)	(3193)	(3471)
每股收益	5.48	6.58	7.99	9.67	11.64	其它	27	16	(57)	(27)	(32)
每股红利	1.50	2.50	2.43	2.94	3.54	经营活动现金流	4600	5886	8229	9343	11571
每股净资产	19.15	22.17	27.79	34.51	42.61	资本开支	0	(1261)	(1683)	(1851)	(2036)
ROIC	31%	31%	33%	35%	37%	其它投资现金流	(4)	(2)	0	0	0
ROE	29%	30%	29%	28%	27%	投资活动现金流	(25)	(1264)	(1883)	(2051)	(2236)
毛利率	65%	65%	66%	65%	65%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	34%	34%	35%	35%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	36%	36%	36%	36%	36%	支付股利、利息	(1824)	(3039)	(2952)	(3568)	(4296)
收入增长	27%	20%	21%	21%	20%	其它融资现金流	664	953	115	50	0
净利润增长率	42%	20%	21%	21%	20%	融资活动现金流	(2983)	(5126)	(2837)	(3518)	(4296)
资产负债率	30%	29%	28%	26%	24%	现金净变动	1592	(504)	3509	3773	5039
息率	0.5%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	14273	15865	15361	18870	22644
P/E	57.9	48.2	39.6	32.8	27.2	货币资金的期末余额	15865	15361	18870	22644	27682
P/B	16.6	14.3	11.4	9.2	7.4	企业自由现金流	4375	4323	6031	6940	8977
EV/EBITDA	52.5	43.4	36.3	29.9	24.8	权益自由现金流	5039	5276	6520	7442	9525

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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