

爱尔眼科 (300015.SZ)

2023年一季度营收同比增长20%，分级连锁医疗网络不断完善

买入

核心观点

2022年业绩因疫情有所承压，2023年一季度强劲复苏。2022年实现营收161.10亿元(+7.39%)，归母净利润25.24亿(+8.65%)；其中Q4单季度实现营收30.58亿(-10.17%)，归母净利润1.67亿(-47.73%)，由于外部不可抗力因素影响，多地医院多次限流或停诊，影响患者就医，但公司通过线上线下互动融合，并得益于持续增强的品牌影响力，全年业绩仍实现稳健增长。2022年实现门诊量1125.12万人次(+10.35%)，手术量87.07万例(+6.54%)。2023年一季度实现营收50.21亿(+20.44%)，归母净利润7.81亿(+27.92%)，扣非归母净利润7.52亿(+20.73%)，复苏强劲。

毛利率略有下滑，管理费用率略微增长。2022年毛利率为50.5%(-1.5pp)，各项业务的毛利率均有不同程度的下滑，预计与疫情等多重因素有关，但净利率仍稳定在16.7%(+0.2pp)。销售费用率9.7%，管理费用率14.2%(+1.2pp)，主要是由于股权激励费用增加，人员薪酬、设备保养等费用增加。财务费用同比下降94%，主要受益于汇兑收益。研发投入2.72亿(+22.1%)，公司持续加大对眼科临床运用技术及数字化转型研究投入。经营性现金流净额为44.9亿(+10.0%)，与归母净利润的比值为178%。

屈光及视光业务维持良好增长，进一步完善医教研平台提升学术实力。2022年屈光项目收入达63.37亿(+14.8%)，毛利率56.82%，屈光手术量增长的同时，高端手术占比进一步提高，形成量价齐升的良好局面。白内障业务受疫情影响，项目收入同比下降2.19%，毛利率35.34%(-2.33pp)，随着复明性白内障向屈光性白内障升级，白内障业务仍具有巨大发展空间。视光项目收入同比增长11.85%，达到37.79亿，毛利率56.44%(-1.60pp)，随着国家青少年近视防控战略的实施和公司视光产品线不断完善，爱尔视光的品牌影响力进一步提升，促进视光业务的稳定增长和品质升级。2022年公司与西北大学和河南大学签署战略合作协议，形成了以“多院”“多所”“两站”为核心的医教研体系，不断提高科研学术能力。

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：下调2023-24年盈利预测，新增2025年盈利预测，预计2023-25年归母净利润34.55/45.36/57.83亿(2023-24年原为37.90/49.30亿元)，同比增长36.9%/31.3%/27.5%，当前股价对应PE=60.6/46.1/36.2X。公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司，通过分级连锁模式迅速扩张，“内生+外延”共同支撑业绩成长，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,001	16,110	20,995	26,246	32,170
(+/-%)	25.9%	7.4%	30.3%	25.0%	22.6%
净利润(百万元)	2323	2524	3455	4536	5783
(+/-%)	34.8%	8.6%	36.9%	31.3%	27.5%
每股收益(元)	0.43	0.35	0.48	0.63	0.81
EBIT Margin	29.0%	26.3%	24.9%	25.1%	25.7%
净资产收益率(ROE)	20.5%	15.1%	15.4%	17.8%	19.8%
市盈率(PE)	67.8	82.9	60.6	46.1	36.2
EV/EBITDA	34.6	44.9	38.7	30.8	24.7
市净率(PB)	13.93	12.55	9.31	8.23	7.16

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·医疗服务

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.91元
总市值/流通市值	207473/171626百万元
52周最高价/最低价	45.81/24.20元
近3个月日均成交额	994.63百万元

市场走势



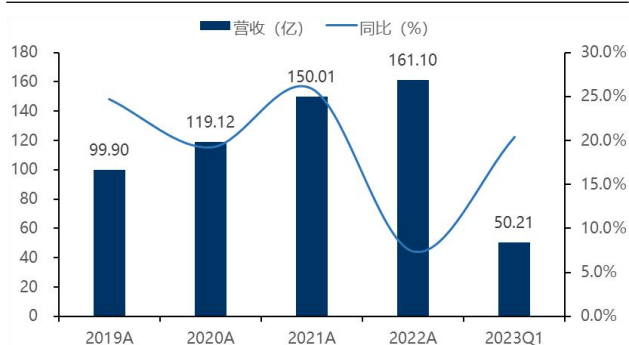
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《爱尔眼科(300015.SZ)-收购14家医院部分股权，进一步深化分级连锁体系》——2023-01-08
- 《爱尔眼科(300015.SZ)-2022年三季度点评：单三季度归母净利润同比增长20%，疫情扰动下维持稳健经营》——2022-10-29
- 《爱尔眼科(300015.SZ)-2022年中报点评：上半年归母净利润增长近16%，疫情扰动不改成长前景》——2022-08-26
- 《爱尔眼科(300015.SZ)-2021年报及2022年一季度点评：2021年归母净利润同比增长34.8%，践行新十年发展战略》——2022-04-29
- 《爱尔眼科-300015-2021年三季度点评：业绩符合预期，收购多家医院完善分级连锁网络》——2021-10-27
- 《医疗大数据盘点系列(3)-眼科产业链：服务为首，器械唯新，药物为基》-2020-11-23
- 《创新器械盘点系列(1)-眼科产业链：创新驱动，服务为王》-2020-05-30

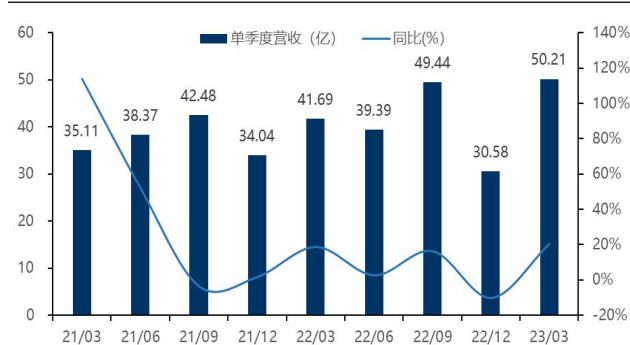
2022 年业绩因疫情有所承压，2023 年一季度强劲复苏。2022 年实现营收 161.10 亿元，同比增长 7.39%；实现归母净利润 25.24 亿，同比增长 8.65%。其中 Q4 单季度实现营收 30.58 亿（-10.17%），归母净利润 1.67 亿（-47.73%），由于外部不可抗力因素影响，多地医院多次限流或停诊，影响患者就医，但公司通过线上线下互动融合，并得益于持续增强的品牌影响力，全年业绩仍实现稳健增长。2022 年公司实现门诊量 1125.12 万人次（+10.35%），手术量 87.07 万例（+6.54%）。截至 2022 年底，公司境内医院 215 家，门诊部 148 家，分级连锁医疗网络不断完善；海外已布局 118 家眼科中心及诊所，形成覆盖全球的医疗服务网络。2023 年一季度实现营收 50.21 亿，同比增长 20.44%；归母净利润 7.81 亿，同比增长 27.92%；扣非归母净利润 7.52 亿，同比增长 20.73%，复苏力度强劲。

图1：爱尔眼科营业收入及增速（单位：亿元、%）



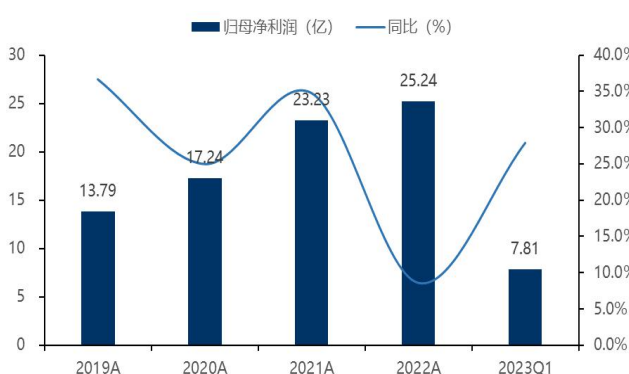
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：爱尔眼科单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



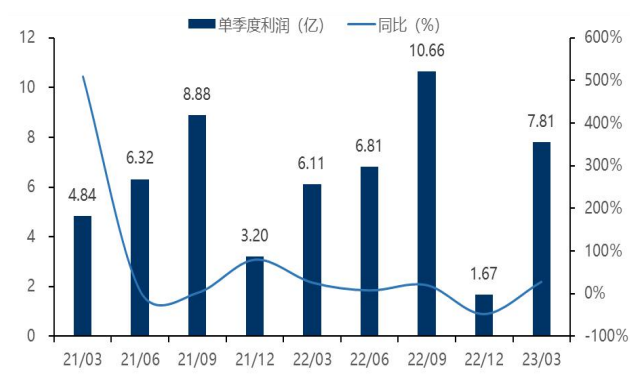
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

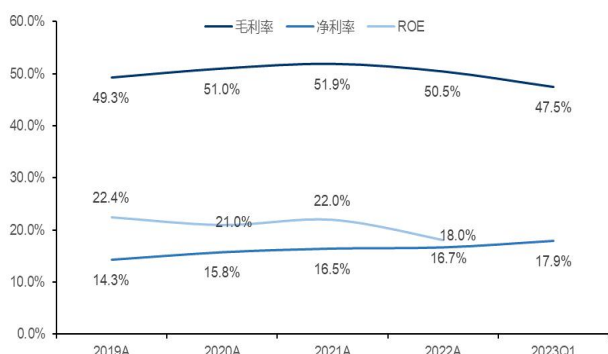
图4：爱尔眼科单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

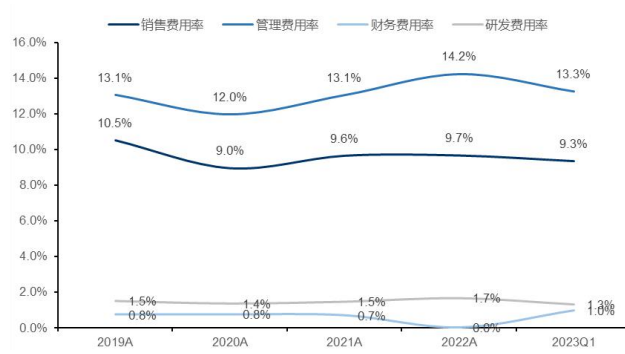
毛利率略有下滑，管理费用率略微增长。2022 年毛利率为 50.5%（-1.5pp），各项业务的毛利率均有不同程度的下滑，预计与疫情、DRG/DIP 付费模式调整和周年促销等多重因素有关，但净利率维持稳定在 16.7%（+0.2pp）。销售费用率 9.7%，主要增加了健康教育人员薪酬及科普活动等费用；管理费用率 14.2%（+1.2pp），主要是由于股权激励费用增加，人员薪酬、设备保养等费用增加。财务费用同比下降 94%，主要是受益于汇兑收益。2022 年研发投入 2.72 亿（+22.1%），公司持续加大对眼科临床运用技术及数字化转型研究投入。

图5: 爱尔眼科毛利率、净利率和 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

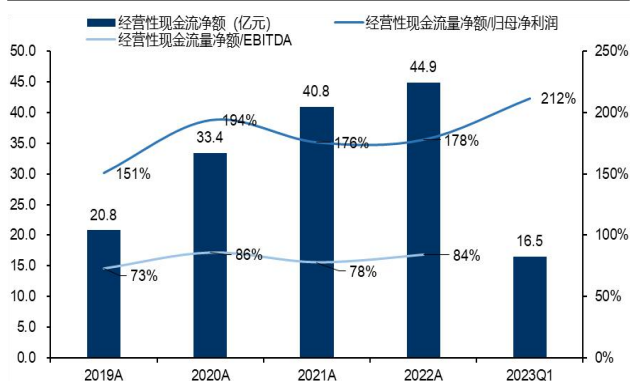


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

*2017 年管理费用率包含研发费用

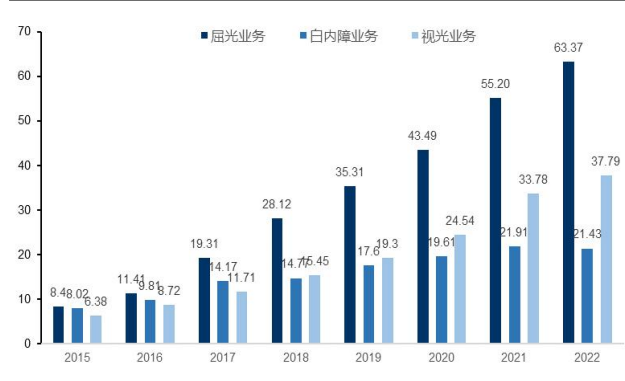
经营性现金流维持健康优质。2022 年经营性现金流净额为 44.91 亿 (+10.0%)，经营性现金流净额与归母净利润的比值为 178%，表明公司有着优质健康的现金流，2023 年一季度现金流进一步同比提升。2022 年一季度账面货币资金达到 65.63 亿，随着新一轮定增的落地，公司有充足的现金储备用于医院的改扩建和市场扩张。

图7: 爱尔眼科经营性现金流情况



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、Wind、国信证券经济研究所整理

屈光及视光业务维持良好增长，白内障及眼前段项目等眼病受疫情负面影响。屈光项目收入达 63.37 亿 (+14.8%)，毛利率为 56.82%，屈光手术量增长的同时，高端手术占比进一步提高，形成量价齐升的良好局面，公司不断加大对基层医院屈光科室的建设投入。白内障业务受疫情影响，项目收入同比下降 2.19%，毛利率为 35.34% (-2.33pp)，随着复发性白内障向屈光性白内障升级，白内障业务仍具有巨大发展空间。视光项目收入同比增长 11.85%，达到 37.79 亿，毛利率为 56.44% (-1.60pp)，随着国家青少年近视防控战略的实施和公司视光产品线不断完善，爱尔视光的品牌影响力进一步提升，促进视光业务的稳定增长和品质升级。

公司加强医疗质量管理体系建设，进一步完善医教研平台提升学术实力。2022 年公司白内障术后眼内炎发生率 0.0083% (国家统计三甲医院发生率约 0.03%)；玻切术后眼内炎发生率 0.0115% (国内外相关统计发生率约 0.05%)；平均医院处方合格率 97.7%，平均医院医嘱合格率 98.8%，以上指标均达到国家三级眼科医院评价标准。公司形成了以“多院”“多所”“两站”为核心的医教研体系，2022 年

与西北大学签署战略合作协议，正式揭牌成立“西北大学附属爱尔眼科医院”；与河南大学正式达成战略合作，共建“河南大学附属爱尔眼科医院”、“河南大学爱尔眼科临床学院”、“河南大学爱尔眼科研究院”。国家级“博士后科研工作站”博士后已进站，拥有了湖南省眼视光工程技术研究中心、湖南省眼视光国际科技合作基地两个省级创新平台。公司正式接棒 2024 年第 19 届世界近视眼大会的主办权。

公司持续引进新技术、新产品，保持技术领先领域，满足患者多层次需求。2022 年公司推出“智臻飞秒 ICL 手术”，实现飞秒激光技术与 ICL 晶体植入手术的融合；依托博鳌乐城先行先试政策优势，推动开展 ICL-V5 晶体手术集团“首例工程”，推进 ICL 手术新技术应用；引进离焦框架眼镜“升级版”——“思问”离焦定制框架眼镜和散光三焦点人工晶体。博鳌乐城的爱尔眼科医院作为首批机构应用氟轻松玻璃体植入剂治疗糖尿病性黄斑水肿。同时，公司推进青少年近视防控门诊、糖尿病眼病门诊、老花白内障门诊、高度近视门诊及干眼诊疗门诊五大眼病专病门诊内涵建设，为患者提供个性化、全周期的一站式诊疗方案。

表 1：爱尔眼科主要子公司业绩情况（单位：亿元、%）

公司名称	2022 年				公司名称	2021 年			
	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	4.67	1.98%	1.36	-23.29%	长沙爱尔	4.58	3.21%	1.77	4.68%
武汉爱尔	5.07	-5.65%	1.36	-7.70%	武汉爱尔	5.38	10.88%	1.47	3.72%
成都爱尔	3.82	-8.40%	1.20	-5.65%	成都爱尔	4.17	9.43%	1.27	18.88%
辽宁爱尔	3.80	-	0.87	-	沈阳爱尔	4.24	9.81%	0.98	13.65%
东莞爱尔	2.47	6.82%	0.64	9.70%	东莞爱尔	2.32	20.52%	0.59	9.40%
广州爱尔	2.65	8.22%	0.49	20.82%	深圳爱尔	2.98	24.00%	0.53	6.40%
重庆爱尔	2.57	-1.04%	0.48	-1.42%	重庆爱尔	2.60	5.77%	0.49	11.19%
深圳爱尔	2.56	-14.27%	0.45	-14.42%	衡阳爱尔	1.91	10.95%	0.46	11.59%
衡阳爱尔	1.83	-4.52%	0.39	-15.35%	贵阳爱尔	1.89	-	0.44	-
滨州湖滨爱尔	2.00	-	0.37	-	广州爱尔	2.45	13.34%	0.40	-11.01%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

顺利完成定增，推进实施公司新十年战略。公司 2022 年完成定向增发募集资金总额 35.36 亿元，主要投入长沙、湖北、安徽、沈阳、上海、贵州以及南宁七家省会城市医院，打造区域性眼科中心。其中，长沙爱尔、上海爱尔以及南宁爱尔已搬迁，湖北爱尔、安徽爱尔尚在装修中，沈阳爱尔、贵阳爱尔正在建设中。公司 22 年也完成对顺德爱尔、南漳爱尔、忻州爱尔、西陵爱尔、西安爱尔等 40 多家医疗机构部分股权的收购，提升了地、县基层医院网络的布局。

表 2：2022 年爱尔眼科完成的股权投资情况（单位：万元，截止 2022 年 12 月 31 日）

标的名称	股权取得时间	股权取得成本	股权取得比例	报告期合并收入	报告期合并净利润
赣州爱尔	2022/1/1	4,910	60.87%	3,847	1,366
抚顺爱尔	2022/1/1	6,008	75.00%	3,058	391
铁岭爱尔	2022/1/1	3,310	55.00%	2,419	558
齐齐哈尔爱尔	2022/1/1	6,035	75.00%	5,322	1,016
葫芦岛爱尔	2022/1/1	4,677	75.00%	2,538	429
营口爱尔	2022/1/1	4,952	55.00%	3,318	534
广东顺德爱尔	2022/1/1	7,257	70.00%	8,125	1,375
长沙星沙爱尔	2022/3/1	0	55.00%	1,955	-751
南漳爱尔	2022/5/1	1,400	70.00%	831	-16
辽阳首山爱尔眼科王忠谦诊所	2022/5/1	0	93.33%	40	-11
辽阳宏伟爱尔眼科陈秀波诊所	2022/5/1	0	92.67%	31	-14
IE Centre Sdn. Bhd.	2022/5/1	6,757	100.00%	2,360	594
Kampar Eye Sdn. Bhd.	2022/5/1	1,254	100.00%	472	95
TE Centre Sdn. Bhd.	2022/5/1	76	50.00%	0	-0.4

OME Centre Sdn. Bhd.	2022/5/1	76	50.00%	0	-2.8
Taiping Eye Sdn. Bhd.	2022/5/1	76	50.00%	0	-0.4
忻州爱尔	2022/10/1	5,114	70.00%	360	-32
宜昌西陵爱尔	2022/10/1	2,874	55.00%	280	-96
济宁任城爱尔	2022/12/1	5,468	51.00%	169	-195
潜江爱尔	2022/12/1	4,822	80.00%	89	-148
西安爱尔	2022/12/1	8,832	51.00%	271	-257
营口市鲅鱼圈区渤海爱尔	2022/12/1	1,197	55.00%	52	-68
张家口爱尔	2022/12/1	4,550	60.00%	162	-167
泉州爱尔	2022/12/1	9,275	70.00%	413	182
盘锦爱尔	2022/12/1	3,872	80.00%	127	-65
锦州爱尔	2022/12/1	3,270	55.00%	129	5
呼伦贝尔爱尔	2022/12/1	3,441	80.00%	29	-245
池州爱尔	2022/12/1	2,087	80.00%	41	-35
楚雄爱尔	2022/12/1	2,490	51.00%	177	15
钟祥爱尔	2022/12/1	1,137	51.00%	51	-55
张掖爱尔	2022/12/1	2,308	65.00%	78	9
重庆铜梁爱尔	2022/12/1	4,317	75.00%	139	-160
浏阳爱尔	2022/12/1	1,910	51.00%	53	218
景德镇爱尔	2022/12/1	2,315	70.00%	61	-26
萍乡爱尔保良	2022/12/1	2,055	51.00%	88	-17
隆回爱尔	2022/12/1	1,412	70.00%	45	-44
横州爱尔	2022/12/1	1,758	70.00%	101	-56
江门鹤山爱尔新希望	2022/12/1	1,792	51.00%	106	102
惠安惠光爱尔	2022/12/1	5,339	65.00%	264	-11
芜湖昭美眼科	2022/12/1	8,220	82.02%	190	-249
都江堰爱尔	2022/12/1	3,607	71.00%	142	-13
安化爱尔	2022/12/1	1,020	71.00%	26	-38
长春爱尔亮视	2022/12/1	3,285	90.00%	40	4

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调 2023-24 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-25 年收入 210/262/322 亿元（2023-24 年原为 213/261 亿元），同比增速 30.3%/25.0%/22.6%，归母净利润 34.55/45.36/57.83 亿（2023-24 年原为 37.9/49.3 亿元），同比增速 36.9%/31.3%/27.5%；摊薄 EPS=0.48/0.63/0.81 元，当前股价对应 PE=60.6/46.1/36.2X。公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司，通过分级连锁模式迅速扩张，“内生+外延”共同支撑业绩成长。营收净利稳健增长，品牌影响力持续增强，并已形成完善的医教研体系和人才培养机制，新十年“二次创业”稳步推进，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (23/04/26)	总市值 亿人民币	EPS				PE			扣非 ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E				
300015	爱尔眼科	28.91	2075	0.35	0.48	0.63	0.81	82.2	60.1	45.7	35.9	21%	1.9	买入
301267	华厦眼科	80.15	449	0.91	1.21	1.57	2.01	87.7	66.4	51.2	40.0	16%	2.2	无
301239	普瑞眼科	106.08	159	0.14	0.98	1.39		771.7	108.3	76.3		1%	0.5	无
600763	通策医疗*	115.37	370	2.17	2.78	3.55		53.1	41.4	32.5		0%	1.5	无
2273.HK	固生堂	50.35	121	0.76	1.03	1.37	1.79	58.3	43.1	32.4	24.8	10%	1.3	买入
1951.HK	锦欣生殖	5.14	123	0.04	0.13	0.17	0.21	101.8	34.9	26.7	21.6	2%	0.5	买入
6078.HK	海吉亚医疗	55.65	310	0.75	1.19	1.55	1.98	65.0	41.3	31.6	24.7	10%	1.1	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除爱尔眼科、锦欣生殖、固生堂为国信预测外，其余均为 Wind 一致预测；通策医疗暂未披露 2022 年年报。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4402	6004	6896	8518	11074	营业收入	15001	16110	20995	26246	32170
应收款项	1784	1808	2588	3308	4231	营业成本	7212	7980	10266	12725	15516
存货净额	571	731	1032	1174	1518	营业税金及附加	41	45	59	73	90
其他流动资产	158	214	279	367	483	销售费用	1447	1556	2037	2572	3120
流动资产合计	7215	9657	12796	15768	20105	管理费用	1958	2293	3077	3865	4665
固定资产	3204	4041	4856	6039	6913	研发费用	207	238	336	420	515
无形资产及其他	751	814	781	749	716	财务费用	106	7	106	7	105
投资性房地产	10678	12067	12067	12067	12067	投资收益	141	44	100	110	100
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(231)	(261)	(250)	(270)	(250)
资产总计	21849	26579	30499	34622	39801	其他收入	(652)	(477)	(336)	(420)	(515)
短期借款及交易性金融负债	2321	1112	1000	1000	1000	营业利润	3494	3534	4965	6424	8009
应付款项	1380	1466	1847	2357	2871	营业外净收支	(346)	(199)	(300)	(300)	(200)
其他流动负债	2575	2791	3833	4779	5812	利润总额	3148	3335	4665	6124	7809
流动负债合计	6276	5369	6680	8136	9683	所得税费用	678	646	980	1286	1640
长期借款及应付债券	58	115	115	115	115	少数股东损益	147	165	230	303	386
其他长期负债	3291	3480	3680	3180	2780	归属于母公司净利润	2323	2524	3455	4536	5783
长期负债合计	3349	3595	3795	3295	2895	现金流量表 (百万元)					
负债合计	9625	8963	10475	11431	12577	净利润	2323	2524	3455	4536	5783
少数股东权益	914	944	1095	1293	1545	资产减值准备	(140)	(152)	26	40	48
股东权益	11310	16671	22466	25433	29215	折旧摊销	489	620	442	539	660
负债和股东权益总计	21849	26579	34035	38157	43337	公允价值变动损失	231	261	250	270	250
关键财务与估值指标						财务费用	106	7	106	7	105
每股收益	0.43	0.35	0.48	0.63	0.81	营运资本变动	(20)	(1290)	503	46	(188)
每股红利	0.15	0.12	0.17	0.22	0.28	其它	236	259	125	158	204
每股净资产	2.09	2.32	3.13	3.54	4.07	经营活动现金流	3120	2223	4801	5589	6758
ROIC	26%	21%	24%	29%	35%	资本开支	0	(1008)	(1500)	(2000)	(1800)
ROE	21%	15%	15%	18%	20%	其它投资现金流	0	(600)	(1100)	(400)	(400)
毛利率	52%	50%	51%	52%	52%	投资活动现金流	0	(1607)	(2600)	(2400)	(2200)
EBIT Margin	29%	26%	25%	25%	26%	权益性融资	1344	3878	0	0	0
EBITDA Margin	32%	30%	27%	27%	28%	负债净变化	(1324)	57	0	0	0
收入增长	26%	7%	30%	25%	23%	支付股利、利息	(800)	(875)	(1196)	(1568)	(2002)
净利润增长率	35%	9%	37%	31%	28%	其它融资现金流	1122	(1257)	(112)	0	0
资产负债率	48%	37%	34%	33%	33%	融资活动现金流	(1781)	987	(1308)	(1568)	(2002)
息率	0.5%	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	现金净变动	1339	1602	892	1621	2556
P/E	67.8	82.9	60.6	46.1	36.2	货币资金的期初余额	3063	4402	6004	6896	8518
P/B	13.9	12.5	9.3	8.2	7.2	货币资金的期末余额	4402	6004	6896	8518	11074
EV/EBITDA	34.6	44.9	38.8	30.9	24.9	企业自由现金流	3877	1737	3570	3793	5201
						权益自由现金流	3675	537	3645	4022	5505

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