

药明康德（603259.SH）——2023 年半年报点评

业绩稳步增长，一体化商业模式优势持续显现

买入

核心观点

2023H1 业绩稳步增长。2023 年上半年营收 189 亿元（+6.3%，剔除新冠商业化项目+27.9%），归母净利润 53 亿元（+14.6%），扣非归母净利润 48 亿元（+23.7%），经调整 Non-IFRS 归母净利润 51 亿元（+18.5%）。其中，二季度单季营收 99 亿元（+6.7%，剔除新冠商业化项目+39.5%），归母净利润 31 亿元（+5.1%），扣非归母净利润 29 亿元（+35.4%），经调整 Non-IFRS 归母净利润 28 亿元（+22.4%）。2023 年公司在建设新能力和新产能的同时，不断提升经营效率，业务持续增长，利润端增速超收入端。

除 DDSU 业务外，各板块均实现增长。公司 2023 年上半年化学、测试、生物学、ATU、DDSU 业务营收分别为 134.67 亿元（+3.8%，剔除新冠商业化项目+36.1%）、30.91 亿元（+18.7%）、12.33 亿元（+13.0%）、7.14 亿元（+16.1%）、3.42 亿元（-24.8%），除 DDSU 业务外各板块均实现增长。

“一体化 CRDMO 和 CTDMO”商业模式成果丰硕。小分子 CRDMO 管线持续扩张，2023H1 新增分子 583 个，包括商业化项目 1 个，临床 III 期项目 1 个，临床 II 期项目 10 个，临床 I 期及临床前项目 571 个。同时，CTDMO 管线进一步扩张，公司为合计 69 个项目提供工艺研发及生产服务，包括临床 III 期项目 7 个（2 个在上市申请审核阶段，2 个在上市申请准备阶段），临床 II 期项目 10 个、临床 I 期及临床前项目 52 个。

测试、生物学持续增长，DDSU 业务收获第一笔收入分成。测试业务方面，2023H1 公司药物安评业务收入同比增长 24%，保持行业领先地位。生物学业务方面，新分子种类相关的生物学能力持续提升，2023H1 相关收入同比增长 51%，占生物学业务收入比重 25.4%；综合筛选平台成为公司下游业务重要的“引流入口”，2023H1 为公司带来超 20% 的新客户。DDSU 业务方面，2023H1 完成 12 项 IND 申报，并获得 11 个临床试验批件，另有多个项目预计将于今年陆续递交 IND 申请。2023Q2 收获第一笔客户销售的收入分成，预计公司未来 10 年销售收入分成 GAGR 超 50%。

投资建议：一体化商业模式优势持续，维持“买入”评级。

一体化商业模式推动业务持续增长、行业地位不断稳固，维持 2023-2025 年盈利预测，预计 2023/2024/2025 年收入 419.33/508.73/642.98 亿元，同比增速 6.6%/21.3%/26.4%，归母净利润 101.28/121.27/158.02 亿元，同比增速 14.9%/19.7%/30.3%。随着公司一体化核心竞争力持续强化、测试类业务逐步恢复，业绩有望稳中向好，维持“买入”评级。

风险提示：行业增速放缓，竞争加剧，业务拓展失败风险，地缘政治风险。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,902	39,355	41,933	50,873	64,298
(+/-%)	38.5%	71.8%	6.6%	21.3%	26.4%
净利润(百万元)	5097	8814	10128	12127	15802
(+/-%)	72.2%	72.9%	14.9%	19.7%	30.3%
每股收益(元)	1.72	2.98	3.42	4.10	5.34
EBIT Margin	19.3%	23.6%	25.7%	26.2%	27.4%
净资产收益率 (ROE)	13.2%	18.9%	18.4%	18.7%	20.3%
市盈率 (PE)	45.1	26.1	22.7	19.0	14.6
EV/EBITDA	44.9	23.0	19.6	16.0	12.2
市净率 (PB)	5.97	4.94	4.20	3.55	2.96

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

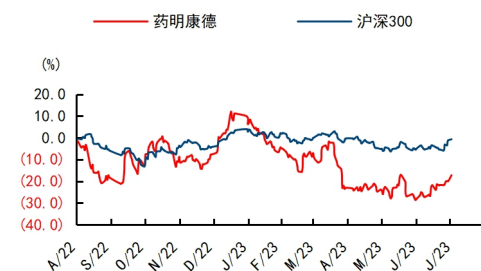
证券分析师：张佳博 021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
证券分析师：陈益凌 021-60933167
cnchenyiling@guosen.com.cn
S0980523050001 S0980519010002

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

基础数据

投资评级 合理 (维持)
合理估值 71.67 元
收盘价 212732/212732 百万元
总市值/流通市值 100.00/61.24 元
52 周最高价/最低价 1447.38 百万元
近 3 个月日均成交额

市场走势



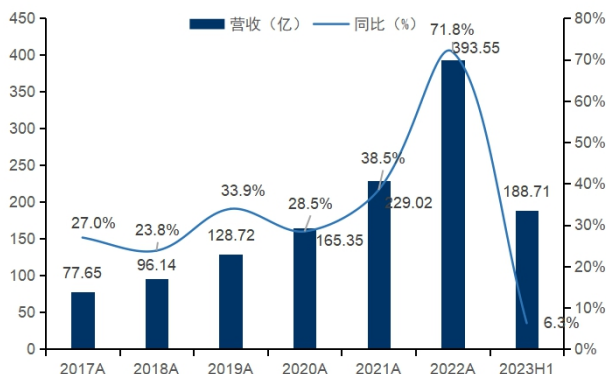
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《药明康德（603259.SH）——2022 年年报点评-全年营收增长 71.84%，单季度营收持续突破百亿》——2023-04-18
《药明康德-603259-2021 年三季报点评：景气度不减，一体化赋能持续发力》——2021-11-12

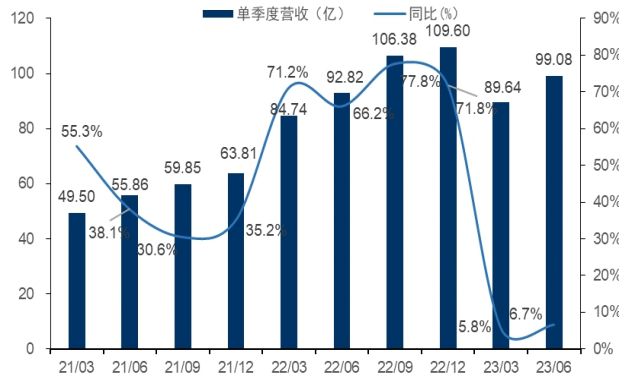
2023H1 业绩持续增长。2023 年上半年营收 189 亿元（+6.3%，剔除新冠商业化项目+27.9%），归母净利润 53 亿元（+14.6%），扣非归母净利润 48 亿元（+23.7%），经调整 Non-IFRS 归母净利润 51 亿元（+18.5%）。其中，二季度单季营收 99 亿元（+6.7%，剔除新冠商业化项目+39.5%），归母净利润 31 亿元（+5.1%），扣非归母净利润 29 亿元（+35.4%），经调整 Non-IFRS 归母净利润 28 亿元（+22.4%）。2023 年公司在建设新能力和新产能的同时，不断提升经营效率，业务持续增长，利润端增速超收入端。

图1：药明康德营业收入及增速（单位：亿元、%）



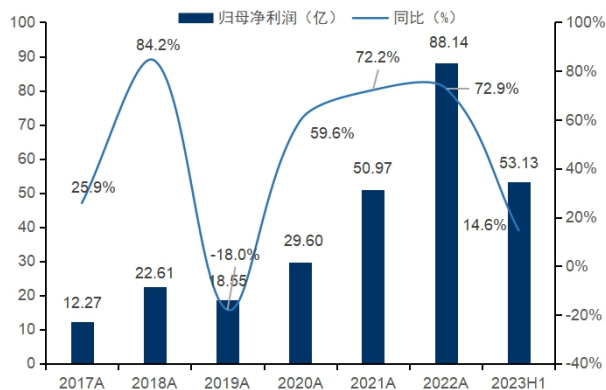
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：药明康德单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



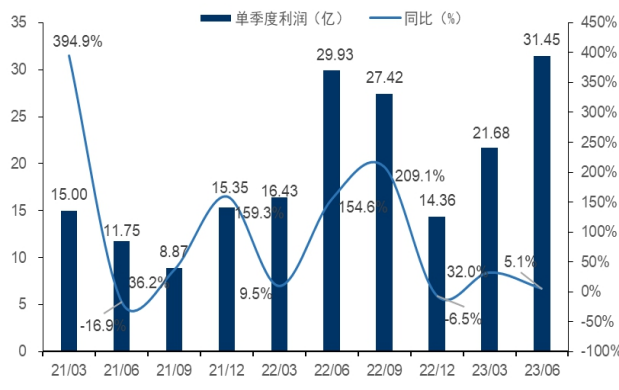
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：药明康德归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

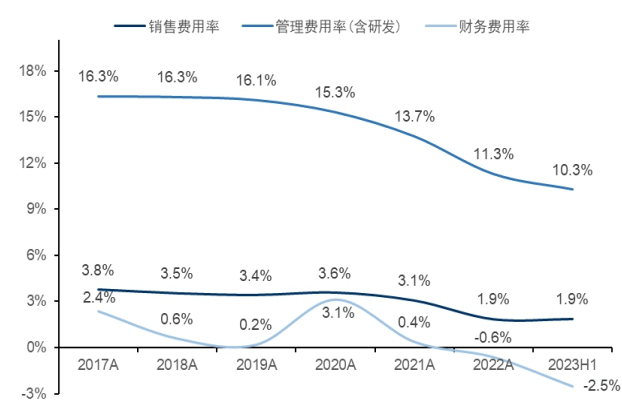
图4：药明康德单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

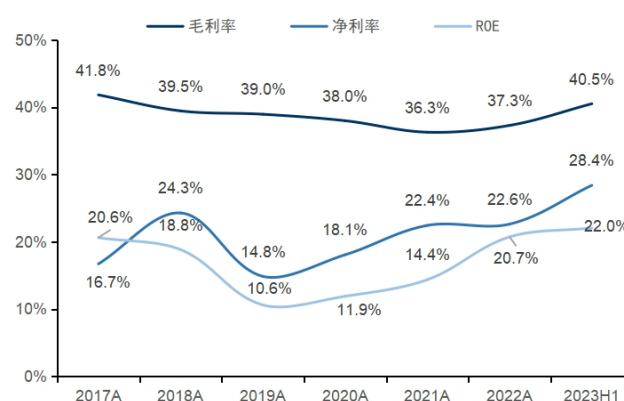
毛利率提升，销售、管理费用率降低。2023 年上半年销售毛利率 40.52%（+4.27pp）；销售费用率 1.87%（-0.13pp），管理费用率 10.28%（-0.57pp），财务费用率 -2.55%（-1.42pp），研发费用率 3.53%（-0.17pp）。三项费用率合计 9.60%（-2.12pp），净利率 28.39%（+2.06pp）。得益于公司规模不断扩大带来的边际效益提升及汇率影响，销售毛利率提高 4.27pp。

图5: 药明康德三费情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

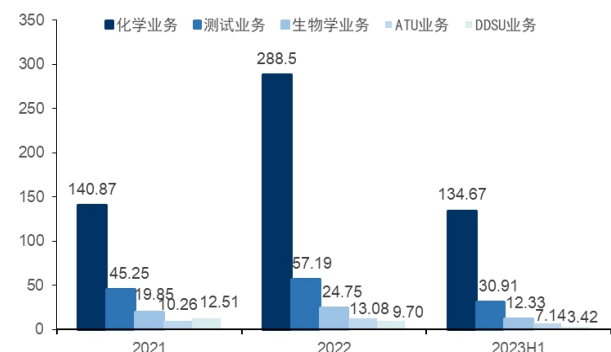
图6: 药明康德利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

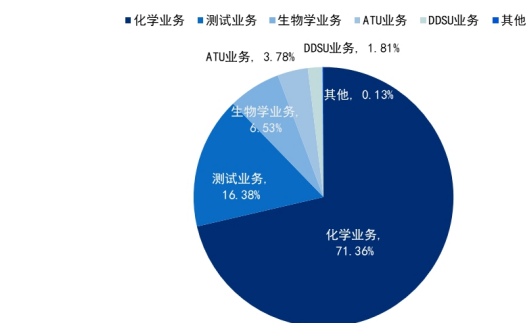
除 DDSU 业务外, 各板块均实现增长。2023H1 化学、测试、生物学、ATU、DDSU 业务营收分别为 134.67 亿元 (+3.8%, 剔除新冠商业化项目+36.1%)、30.91 亿元 (+18.7%)、12.33 亿元 (+13.0%)、7.14 亿元 (+16.1%)、3.42 亿元 (-24.8%)。单看第二季度, 化学业务收入 70.3 亿元 (+2.6%, 剔除新冠商业化项目+51.6%), 测试业务收入 16.4 亿元 (+23.6%), 生物学业务收入 6.6 亿元 (同比+17.5%), ATU 业务收入 3.9 亿元 (同比+22.9%), DDSU 业务收入 1.8 亿元 (同比-17.9%)。上半年启东和苏州的新设施如期投放, 助力下半年业务持续增长。

图7: 药明康德 2021-2023H1 年各板块收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 药明康德 2023H1 年各板块收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

“一体化 CRDMO 和 CTDMO”商业模式成果丰硕。2023 年上半年, 小分子 CRDMO 管线持续扩张, 2023H1 新增分子 583 个, 包括商业化项目 1 个, 临床 III 期项目 1 个, 临床 II 期项目 10 个, 临床 I 期及临床前项目 571 个。在 ATU 业务方面: 公司加强独特的 CTDMO 平台建设, 利用全球产能为客户提供一体化的细胞及基因疗法测试服务, 赋能客户加速研发创新; 目前 7 个项目处于临床 III 期阶段, 其中 2 个项目处在 BLA 审核阶段、2 个项目处在 BLA 准备阶段。

表1: 药明康德化学业务和 ATU 业务项目数量情况

	2020	2021	2022	2023H1
小分子药 CRDMO	1314	1666	2341	2819
临床 I 期及临床前项目	1024	1318	1941	2403
临床 II 期项目	217	257	293	301
临床 III 期项目	45	49	57	59
商业化项目	28	42	50	56
其中				
新分子种类相关 (TIDES)	39	99	189	207
基因和细胞治疗 CTDMO	36	74	68	69
临床 I 期及临床前项目	24	58	50	52
临床 II 期项目	12	5	10	10
临床 III 期项目		11	8	7

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2023 年 6 月 30 日

DDSU 业务主动迭代升级, 获第一笔销售收入分成。2023H1 完成 12 项 IND 申报, 并获得 11 个临床试验批件; 截至 2023H1, 公司累计完成了 184 项 IND 申报, 并获得了 155 个临床试验批件, 包括 2 个已获批上市项目, 2 个上市申请阶段项目, 5 个临床 III 期项目, 30 个临床 II 期项目, 70 个临床 I 期项目。2023Q2 收获第一笔客户销售的收入分成, 随着客户药品陆续上市, 公司预计未来 10 年销售收入分成 GAGR 超 50%。

表2: 药明康德 DDSU 项目情况

	2020	2021	2022	2023H1
年度为客户申报				
IND 申报	33	26	28	12
临床实验批件	30	23	34	11
累计为客户申报				
IND 申报	118	144	172	184
临床实验批件	87	110	144	155
项目临床实验进展				
临床 I 期及临床前项目	60	74	75	70
临床 II 期项目	9	14	24	30
临床 III 期项目	2	3	7	5
上市申请项目		1	1	2

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2023 年 6 月 30 日

国信医药观点:

1) 剔除新冠商业化项目后公司收入增速依旧亮眼, 彰显优秀的拿单能力和交付水平。由于新冠商业化项目的影响, 公司 2023 年二季度表现收入增速有所放缓 (+6.7%), 但剔除新冠商业化项目后收入增速依旧亮眼 (+39.5%), 一定程度上展现了公司作为 CXO 龙头的优秀拿单能力和交付水平。

2) 优秀的客户结构决定公司有望维持长期良好的价格体系。2023 年上半年公司毛利率 40.52% (+4.27pp)。其中, 剔除汇率波动带来的收益, 预计由公司持续的经营效率和资产利用率提升带来了接近一个点的毛利率提升。在 CXO 竞争加剧、价格战蓄势待发的大背景之下, 公司毛利率不降反升, 我们认为这得益于公司良

好的客户结构，以欧美为代表的规范市场客户价格敏感度相对较低，取而代之的是对效率和质量的卓越追求。2023 年上半年，公司美国客户收入贡献 66%，欧洲客户贡献收入 12%，欧美客户收入占比接近 8 成。

3) **大客户是药明康德的核心资源，亦是竞争对手难以撼动的核心壁垒。**从全球创新药领域的收并购交易可以看出，优质的项目往往最终流入大药企，大药企是当前 CDMO 企业的核心资源。从公司的收入结构来看，2023 年上半年全球前 20 大制药企业客户贡献收入 71.4 亿元，剔除新冠商业化项目同比增长 47%，增速明显快于其他客户。

投资建议：一体化核心优势持续，维持“买入”评级。行业地位不断稳固，维持盈利预测，预计 2023-2025 年收入 419.33/508.73/642.98 亿元，同比增速 6.6%/21.3%/26.4%，归母净利润 101.28/121.27/158.02 亿元，同比增速 14.9%/19.7%/30.3%。随着公司一体化核心竞争力持续强化、测试类业务逐步恢复，业绩有望稳中向好，维持“买入”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	2023/7/31	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资 评级
		股价		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E		
603259.SH	药明康德	71.67	2,110	2.98	3.42	4.10	5.34	26.9	22.7	19.0	14.6	19.4	1.1		买入
002821.SZ	凯莱英	124.66	854	9.02	7.11	7.69	9.45	17.0	21.3	19.7	16.0	22.9	13.5		买入
300759.SZ	康龙化成	28.3	476	1.16	1.84	2.49	3.26	48.2	30.3	22.4	17.1	13.7	0.7		买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：凯莱英、康龙化成盈利预测为 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8239	7986	7839	12700	13682	营业收入	22902	39355	41933	50873	64298
应收款项	5007	6217	6548	7944	10041	营业成本	14592	24677	25520	31220	39415
存货净额	5905	5669	5702	6928	8751	营业税金及附加	54	200	126	153	193
其他流动资产	2307	2696	2264	2747	3472	销售费用	699	732	767	916	1093
流动资产合计	21986	23997	23783	31750	37376	管理费用	2203	2826	2927	3215	3582
固定资产	14326	21645	29209	35864	42274	研发费用	942	1614	1803	2035	2392
无形资产及其他	1600	1785	1713	1642	1571	财务费用	84	(248)	44	(153)	(260)
投资性房地产	16538	16061	16061	16061	16061	投资收益	1356	188	983	983	664
长期股权投资	678	1203	1503	1803	2103	资产减值及公允价值变动	(126)	594	480	143	484
资产总计	55127	64690	72270	87119	99384	其他收入	(462)	(1298)	(1803)	(2035)	(2392)
短期借款及交易性金融负债	2658	4102	4500	7514	4000	营业利润	6038	10652	12209	14612	19032
应付款项	1931	1659	1593	1935	2444	营业外净收支	(22)	(34)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	8396	8739	7713	9275	11568	利润总额	6016	10618	12179	14582	19002
流动负债合计	12985	14499	13805	18724	18013	所得税费用	880	1716	1949	2333	3040
长期借款及应付债券	607	781	781	781	781	少数股东损益	39	89	102	122	159
其他长期负债	2778	2483	2363	2243	2123	归属于母公司净利润	5097	8814	10128	12127	15802
长期负债合计	3385	3264	3144	3024	2904	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	16370	17764	16949	21749	20917	净利润	5097	8814	10128	12127	15802
少数股东权益	266	337	425	532	670	资产减值准备	(42)	143	91	81	79
股东权益	38492	46590	54895	64839	77797	折旧摊销	1076	1494	1795	2378	2967
负债和股东权益总计	55127	64690	72270	87119	99384	公允价值变动损失	126	(594)	(480)	(143)	(484)
						财务费用	84	(248)	44	(153)	(260)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(6164)	(966)	(1054)	(1239)	(1883)
每股收益	1.72	2.98	3.42	4.10	5.34	其它	74	(70)	(3)	25	59
每股红利	0.31	0.54	0.62	0.74	0.96	经营活动现金流	168	8821	10478	13230	16540
每股净资产	13.02	15.74	18.54	21.90	26.28	资本开支	0	(9407)	(8900)	(8900)	(8900)
ROIC	10.63%	18.07%	17%	18%	21%	其它投资现金流	4090	(903)	0	0	0
ROE	13.24%	18.92%	18%	19%	20%	投资活动现金流	4177	(10834)	(9200)	(9200)	(9200)
毛利率	36%	37%	39%	39%	39%	权益性融资	(79)	150	0	0	0
EBIT Margin	19%	24%	26%	26%	27%	负债净变化	0	279	0	0	0
EBITDA Margin	24%	27%	30%	31%	32%	支付股利、利息	(916)	(1598)	(1823)	(2183)	(2844)
收入增长	39%	72%	7%	21%	26%	其它融资现金流	(4432)	4249	398	3014	(3514)
净利润增长率	72%	73%	15%	20%	30%	融资活动现金流	(6343)	1760	(1425)	831	(6358)
资产负债率	30%	28%	24%	26%	22%	现金净变动	(1998)	(253)	(147)	4861	982
股息率	0.4%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	10237	8239	7986	7839	12700
P/E	45.1	26.1	22.7	19.0	14.6	货币资金的期末余额	8239	7986	7839	12700	13682
P/B	6.0	4.9	4.2	3.6	3.0	企业自由现金流	0	(1076)	904	3440	6988
EV/EBITDA	44.9	23.0	19.6	16.0	12.2	权益自由现金流	0	3452	1266	6582	3692

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

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