

稳健医疗（300888.SZ）

收入受防疫高基数影响，全棉时代积极营销推广

买入

核心观点

防疫用品萎缩影响三季度收入表现，资产处置收益增厚利润，账上现金充裕。2023 三季度公司收入同比减少 29.8%至 17.4 亿元，归母净利润同比增长 310%至 14.7 亿元，主要由于城市更新项目贡献资产处置收益接近 16 亿元，实际上扣非净利润下降 78%至 0.71 亿元。分业务看，医疗业务、消费品分别同比变动-48%、+4%，其中医疗业务受防疫产品下降 9 成所影响。三季度毛利率小幅提升至 47.0%，主要是业务结构变化。三季度期间费用率合计提升 10.8 个百分点至 38.8%，与总收入减少、消费品占比提升、全棉时代品牌营销活动增加有关。三季度扣非净利率同比减少 9.1 个百分点至 4.1%。截至 9/30，公司账上净现金约 55 亿元，现金充裕。

医疗板块为防疫产品萎缩拖累，消费品影响力提升。1) **医疗板块：**Q3 收入下降 48%至 8.3 亿元，其中常规品、防疫品分别同比变动+2%、-90%，常规品增速不高同样是由于部分产品受防疫高基数影响。公司医疗业务重视研发投入，拥有多项研发专利及医疗注册证，去年并购的 3 家公司，为公司完善准入证件、布局医疗低值耗材领域奠定基础。同时三季度积极参与各类行业会议提升品牌专业认知度。2) **消费品板块：**Q3 收入增长 4%至 9.0 亿元，增速放缓主要受大环境影响。公司继续发挥优势品类打造干湿棉柔巾等核心爆品，推动促进会员数提升。在品牌建设方面，8 月成立海外事业部、年度会员节积极举办一系列营销活动，向用户传递“棉”的可持续价值。10 月 14 日携手代言人郭晶晶举办线下见面会。

风险提示：疫情反复消费需求下行；国际政治经济风险；市场竞争激烈

投资建议：短期经营承压，中长期看好医疗并购协同效益，及消费品利润率提升。医疗板块方面，短期疾控防护产品需求随疫情稳定收缩拖累业绩表现，目前已逐步回归常态。中长期来看公司账上现金充沛，外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。消费品业务影响力正逐步提升，未来有望通过优势品类聚焦、渠道优化、降本增效等举措，推动盈利能力提升。由于三季度收入及盈利情况不及预期，同时考虑到目前宏观经济景气度不佳，下调盈利预测，预计归母净利润预计分别为 23.6/11.4/13.2 亿元（原为 26.6/14.6/17.3 亿元），同比变动+43%/-52%/+16%，下调目标价至 45-48 元（原为 58-62 元），对应 2024 年 PE 17-18x，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)	8,037	11,351	8,373	8,977	10,156
(+/-%)	-35.9%	41.2%	-26.2%	7.2%	13.1%
净利润(百万元)	2068	1651	2355	1137	1319
(+/-%)	3.7%	-20.2%	42.7%	-51.7%	16.1%
每股收益(元)	4.85	3.87	5.52	2.66	3.09
EBIT Margin	27.1%	18.6%	13.2%	14.8%	15.2%
净资产收益率 (ROE)	19.4%	14.1%	18.0%	8.2%	9.0%
市盈率 (PE)	8.0	10.0	7.0	14.5	12.5
EV/EBITDA	8.1	9.5	13.8	11.6	10.3
市净率 (PB)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

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

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 联系人：关竣尹
0755-81981391 0755-81982834
dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	45.00 - 48.00 元
收盘价	39.50 元
总市值/流通市值	23478/7414 百万元
52 周最高价/最低价	83.12/38.50 元
近 3 个月日均成交额	46.40 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

《稳健医疗（300888.SZ）-上半年收入减少 17%，消费品盈利水平明显改善》——2023-08-17
《稳健医疗（300888.SZ）-防疫产品需求下降，上半年收入预计减少 14%-19%》——2023-07-18
《稳健医疗（300888.SZ）-2022 年净利润增长 33%，2023 年一季度消费门店收入增长 19%》——2023-04-27
《稳健医疗（300888.SZ）-医疗业务高增，全年业绩预计增长 31%至 49%》——2023-01-12
《稳健医疗（300888.SZ）-三季度收入增长 41%，毛利率提升显著》——2022-10-27

三季度收入受高基数影响，费用率提升导致扣非净利承压

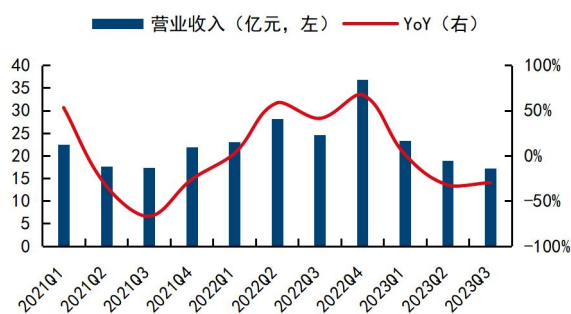
2023 三季度公司收入同比减少 29.8%至 17.4 亿元，归母净利润同比增长 310%至 14.7 亿元，主要由于城市更新项目贡献资产处置收益接近 16 亿元，扣非净利润下降 78%至 0.71 亿元。

分业务看，医疗业务、消费品分别同比变动-48%、+4%，其中医疗业务主要受防疫产品下降 9 成所影响。

三季度毛利率同比提升 1.1 个百分点至 47.0%，毛利率提升主要是由毛利率较高的消费品业务占比提升。三季度期间费用率合计提升 10.8 个百分点至 38.8%，主要由销售费用率提升 9.7 百分点、管理费用率提升 1.9 百分点等引致，销售费用率主要与总收入减少、消费品业务占比提升、全棉时代品牌营销活动增加有关。另外医疗板块的防疫产品处理库存也对毛利率和资产减值产生影响。

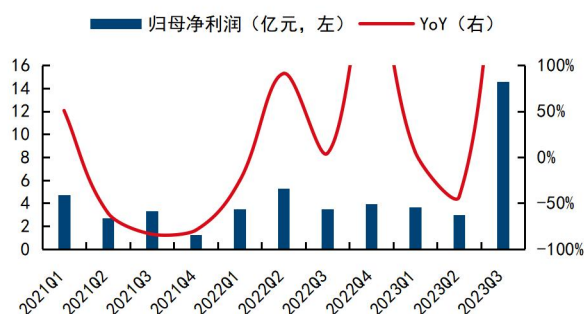
三季度经营利润率/归母净利率/扣非净利率分别为 99.7%/84.1%/4.1%，扣非净利率同比减少 9.1 百分点。

图1：公司单季度营业收入与变化情况



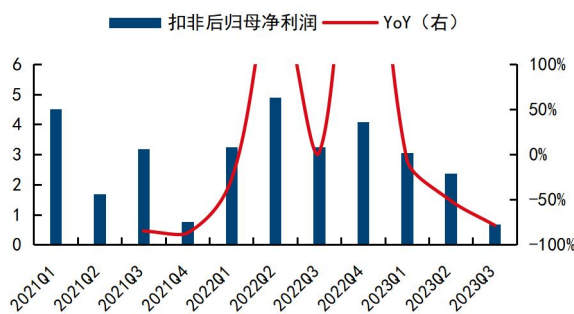
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润与变化情况



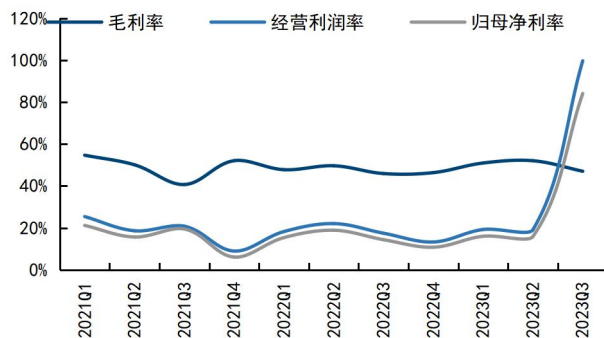
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度扣非净利润与变化情况



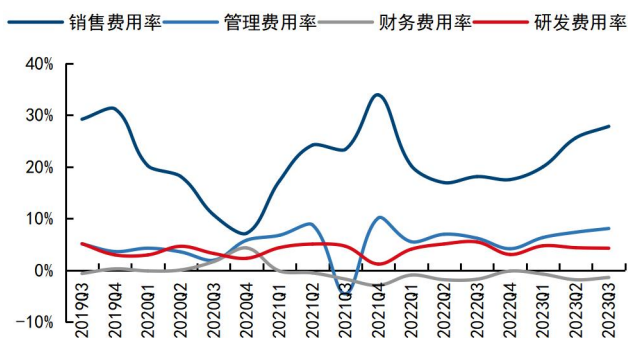
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度利润率



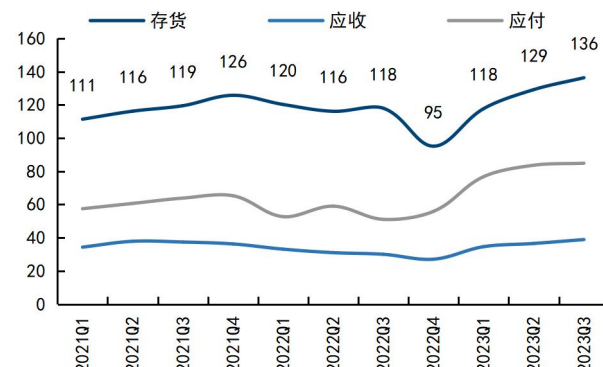
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司存货、应收、应付周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务：医疗板块为防疫产品萎缩拖累，消费品增速放缓

医疗板块：

单三季度收入下降 48%至 8.3 亿元（医疗常规业务/防疫产品分别同比变动 +2%/-90%），前三季度收入累计减少 38%，其中前三季度常规业务累计增长 26%。医疗常规品增速不高实际上也是因为其中部分产品间接与防疫相关，同样有受到去年防疫高基数的影响。

渠道方面，前三季度国内 B 端（国内医院及其他）、国外销售、C 端销售（电子商务+药店）收入占比分别为 38.1%、35.5%及 26.5%，收入结构更加均衡、健康。

医疗品牌建设方面，稳健医疗旨在为患者提供更好的伤口护理、手术感控等解决方案，积极参加各类行业会议，提升品牌专业认知度；报告期内参加了 OTC 行业峰会西普会，蝉联西普金奖；在杭州亚运会开幕之际，邀请奥运冠军吴敏霞联动品牌开展直播，传播运动文化和竞技精神。

消费品业务：

单三季度收入增长 4%至 9.0 亿元，前三季度累计实现营业收入 29.6 亿元，同比增长 9.2%。三季度增速放缓主要由于传统淡季以及受大环境消费力疲软影响。

渠道方面，前三季度线下门店营业收入累计保持双位数增长，对整体增速起到显著拉动作用；线上渠道保持了高个位数增长。

产品方面，核心爆品干湿棉柔巾销售额稳步提升，有纺产品中成人服饰及其他纺织消费品增速较好。

品牌建设方面，全棉时代 8 月份成立海外事业部，积极开拓东南亚以及欧美地区，以进一步推动品牌走向全球。全棉时代在 8 月 18 日年度会员节之际，打造以「你好棉花色」为主题，通过绘画征集、全国 11 城棉花色主题展、《寻找棉花色》溯源影片、时装秀、明星见面会等形式，向用户传播棉的可持续价值，传递全棉时代从原材料到色彩，都源于自然，回归自然的理念。10 月 14 日，携手品牌代言

人郭晶晶举办线下见面会，分享用一朵棉花保护环境的力量和健康育儿理念。10月18日，官宣实力派演员赵丽颖作为家纺居家服饰全球代言人，诠释舒适自在的全棉生活方式。

图7：公司分业务收入、毛利率、营业利润率

	2021	2022	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
总收入	8,037	11,351	5,158	6,193	4,267	2,322	2,836	2,484	3,709	2,352	1,915	1,744
总收入YOY	-35.9%	41.2%	27.0%	55.7%	-17.3%	2.4%	58.3%	41.2%	67.3%	1.3%	-32.5%	-29.8%
总毛利率	49.9%	47.4%	48.8%	46.2%	51.5%	47.8%	49.7%	45.9%	46.4%	51.0%	52.1%	47.0%
医疗：												
收入（百万）	3,922	7,203	3,233	3,970	2,173	1,407	1,826	1,601	2,368	1,364	809	829
防疫产品	2,378	4,735	2,252	2,484	734	999	1,253	876	1,659	617	117	90
非防疫	1,544	2,468	981	1,486	1,439	408	573	725	710	747	692	739
内生	3,922	6,393	3,147	3,246	1,623							
并购		810	86	724	550							
收入YOY	-56%	84%	45%	134%	-33%	-2%	130%	87%	182%	-4%	-56%	-48%
防疫产品	-66%	99%	54%	172%	-67%			123%	218%	-38%	-91%	-90%
非防疫	-19%	60%	29%	90%	47%			56%	124%	83%	21%	2%
内生	-56%	63%	41%	91%	-48%							
并购					538%							
毛利率	47.5%	44.5%	46.3%	43.0%	45.2%							
防疫产品	54.2%	48.4%	49.4%	47.6%	53.3%							
非防疫	37.2%	37.0%	39.3%	35.5%	41.1%							
营业利润率	22.2%	21.4%	24.1%	19.2%	20.3%							
消费品：												
收入（百万）	4,054	4,055	1,862	2,193	2,063	890	991	863	1,311	969	1,094	897
电商	2,541	2,565	1,130	1,435	1,243							
线下门店	1,235	1,184	549	635	647	261	289	-	-	310	337	-
商超	203	232	143	88	142							
大客户	75	74	39	34	32							
收入YOY	15%	0%	4%	-3%	11%	9%	2%	-5%	-3%	9%	10%	4%
电商	9%	1%	2%	0%	10%							
线下门店	29%	-4%	1%	-8%	18%	14%	-8%	-	-	19%	17%	-
商超	51%	14%	35%	-9%	-1%							
大客户	-17%	-1%	2%	-5%	-19%							
毛利率	52.2%	52.8%	53.3%	52.4%	58.2%							
电商	47.8%	48.4%	48.9%	48.1%	54.2%							
线下门店	59.4%	60.6%	60.1%	61.0%	64.8%							
商超	65.4%	62.4%	61.9%	63.4%	63.7%							
大客户	49.1%	49.4%	49.4%	49.4%	53.3%							
营业利润率	10.8%	9.7%	11.1%	8.5%	12.9%							

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

本次盈利预测调整项目包括对收入下调、毛利率的下调以及费用率的上调，具体说明如下：

1、收入下调：2023 年医疗业务、消费品业务收入预测分别比前次盈利预测下调约 4.0 亿元、3.1 亿元，其中医疗业务的防疫用品、常规品分别下调 1.5 亿元、2.5 亿元。主要由于三季度医疗和消费品业务销售表现均不及原来预期，按照目前趋势来看，需要对全年做出一定程度的下调。

2、毛利率下调：2023 年毛利率比之前盈利预测小幅下调 0.8 个百分点，主要是由于医疗业务处理防疫用品存货，导致毛利率下调了 2.4 个百分点，而消费品毛利率表现好于预期，小幅上调。

3、费用率上调：主要受收入整体下调，消费品业务营销推广活动和门店费用支出较大导致，2023 年期间费用率合计上调 1.9 个百分点。

综上所述,2023-2025 年收入预计分别为 84/90/102 亿元(原为 91/101/117 亿元),同比增长-26%/+7%/+13%,归母净利润预计分别为 23.6/11.4/13.2 亿元(原为 26.6/14.6/17.3 亿元),同比变动+43%/-52%/+16%,剔除资产处置收益的归母净利润预计分别为 10.0/11.3/13.2 亿元(原为 13.0/14.6/17.2 亿元),同比变动-39%/+14%/+16%。

图8: 预测分业务假设条件

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万)	4,575	12,534	8,037	11,351	8,373	8,977	10,156
医疗业务:	1,504	8,921	3,922	7,203	3,883	3,890	4,440
防疫产品	149	7,012	2,378	4,735	924	400	400
常规品	1,355	1,909	1,544	2,468	2,959	3,490	4,040
消费品业务:	3,008	3,517	4,054	4,055	4,416	5,009	5,633
电子商务	1,674	2,338	2,541	2,565	2,731	3,052	3,396
线下门店	1,162	955	1,235	1,184	1,333	1,554	1,779
商超渠道	104	134	203	232	273	318	364
大客户	68	90	75	74	78	85	93
其他业务:	62	96	61	94	75	79	82
收入YOY	19.2%	174.0%	-35.9%	41.2%	-26.2%	7.2%	13.1%
医疗业务:	29.3%	493.0%	-56.0%	83.7%	-46.1%	0.2%	14.1%
防疫产品	8.9%	4599.2%	-66.1%	99.1%	-80.5%	-56.7%	0.0%
常规品	32.0%	40.9%	-19.1%	59.8%	19.9%	18.0%	15.8%
消费品业务:	26.2%	16.9%	15.3%	0.0%	8.9%	13.4%	12.5%
电子商务	24.6%	39.7%	8.7%	0.9%	6.5%	11.7%	11.3%
线下门店	30.8%	-17.9%	29.3%	-4.1%	12.6%	16.6%	14.5%
商超渠道	44.9%	29.1%	51.2%	14.1%	18.0%	16.2%	14.6%
大客户	-15.4%	32.3%	-16.6%	-1.4%	5.0%	10.0%	9.0%
其他业务:	22.6%	54.5%	-36.4%	52.9%	-20.1%	5.0%	5.0%
毛利率	51.6%	59.5%	49.9%	47.4%	49.6%	50.1%	50.2%
医疗业务	37.8%	61.5%	47.5%	44.5%	42.3%	42.0%	42.2%
消费品业务	58.7%	55.2%	52.2%	52.8%	56.6%	56.7%	57.0%
期间费用	37.5%	21.1%	32.8%	26.9%	34.6%	33.6%	33.4%
销售费用率	29.6%	12.6%	24.7%	18.1%	24.6%	24.1%	24.0%
管理费用率	4.3%	3.5%	5.7%	5.6%	6.8%	6.2%	6.1%
研发费用率	3.4%	3.3%	3.7%	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%
财务费用率	0.1%	1.7%	-1.3%	-1.1%	-1.0%	-0.8%	-0.8%
所得税率	14.3%	15.1%	15.4%	12.8%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润(百万元):							
归母净利润	546	3810	1239	1651	2361	1137	1319
YOY	28.6%	597.5%	-67.5%	33.2%	43.0%	-51.9%	16.1%
净利率	11.9%	30.4%	15.4%	14.5%	28.2%	12.7%	13.0%
剔除资产处置收益净利润	494	3810	1237	1647	999	1134	1317
YOY	15.8%	671.5%	-67.5%	33.2%	-39.4%	13.5%	16.1%
占收入比重	10.8%	30.4%	15.4%	14.5%	11.9%	12.6%	13.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

投资建议：短期经营承压，中长期看好医疗并购协同效益，及消费品利润率提升

医疗板块方面，短期疾控防护产品需求随疫情稳定收缩拖累业绩表现，目前已逐步回归常态。中长期来看公司账上现金充沛，外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。消费品业务影响力正逐步提升，未来有望通过优势品类聚焦、渠道优化、降本增效等举措，推动盈利能力提升。由于三季度收入及盈利情况不及预期，同时考虑到目前宏观经济景气度

不佳，下调盈利预测，预计归母净利润预计分别为 23.6/11.4/13.2 亿元（原为 26.6/14.6/17.3 亿元），同比变动+43%/-52%/+16%，下调目标价至 45-48 元（原为 58-62 元），对应 2024 年 PE 17-18x，维持“买入”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	8,373	8,977	10,156
(+/-%)	-35.9%	41.2%	-26.2%	7.2%	13.1%
净利润(百万元)	2068	1651	2355	1137	1319
(+/-%)	3.7%	-20.2%	42.7%	-51.7%	16.1%
每股收益(元)	4.85	3.87	5.52	2.66	3.09
经营利润率	27.1%	18.6%	13.2%	14.8%	15.2%
净资产收益率 (ROE)	19.4%	14.1%	18.0%	8.2%	9.0%
市盈率 (PE)	8.0	10.0	7.0	14.5	12.5
EV/EBITDA	8.1	9.5	13.8	11.6	10.3
市净率 (PB)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
稳健医疗	买入	38.7	3.87	5.55	2.61	3.07	10.0	7.0	14.8	12.6
可比公司：										
中顺洁柔	无评级	10.0	0.30	0.34	0.45	0.53	33.0	29.0	22.2	18.7
豪悦护理	无评级	37.7	2.43	3.34	4.08	4.68	15.5	11.3	9.2	8.0
良品计划	无评级	96.5	3.60	4.48	4.93	5.38	26.8	21.6	19.6	18.0
平均值：								20.6	17.0	14.9

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所。备注：无评级公司的 EPS 预测值来自彭博一致预测

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	4274	4527	4867	5601	6466	营业收入	8037	11351	8373	8977	10156
应收款项	1105	1220	900	965	1091	营业成本	4028	5973	4216	4484	5057
存货净额	1597	1559	1058	1115	1260	营业税金及附加	65	98	71	72	81
其他流动资产	239	441	326	349	395	销售费用	1010	2050	2060	2164	2434
流动资产合计	10346	12126	11529	12408	13591	管理费用	763	1177	958	967	1079
固定资产	1693	3078	2731	2711	2679	财务费用	(107)	(123)	(82)	(72)	(81)
无形资产及其他	266	1033	992	950	909	投资收益	103	51	88	45	51
投资性房地产	945	1979	1979	1979	1979	资产减值及公允价值变动	(40)	(391)	1455	(131)	(149)
长期股权投资	17	22	22	22	22	其他收入	113	140	131	131	143
资产总计	13267	18238	17252	18071	19180	营业利润	2455	1977	2824	1407	1631
短期借款及交易性金融负债	216	2511	1000	1000	1000	营业外净收支	(13)	(57)	(6)	(10)	(11)
应付款项	771	1144	777	818	925	利润总额	2442	1920	2817	1397	1620
其他流动负债	1088	1832	1280	1340	1511	所得税费用	376	245	408	202	234
流动负债合计	2075	5487	3056	3158	3436	少数股东损益	(2)	24	55	59	66
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2068	1651	2355	1137	1319
其他长期负债	505	568	568	567	568	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	505	568	568	567	568	净利润	2068	1651	2355	1137	1319
负债合计	2580	6055	3624	3725	4003	资产减值准备	(175)	326	1992	23	(17)
少数股东权益	12	478	511	546	586	折旧摊销	167	266	352	406	442
股东权益	10675	11705	13118	13800	14591	公允价值变动损失	40	391	(1455)	131	149
负债和股东权益总计	13267	18238	17252	18071	19180	财务费用	(107)	(123)	(82)	(72)	(81)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1057)	193	2009	(21)	(57)
每股收益	4.85	3.87	5.52	2.66	3.09	其它	174	(308)	(1959)	13	57
每股红利	1.80	0.94	2.21	1.07	1.24	经营活动现金流	1216	2519	3293	1689	1892
每股净资产	25.03	27.44	30.76	32.36	34.21	资本开支	0	(1530)	(500)	(500)	(500)
ROIC	26%	20%	10%	12%	14%	其它投资现金流	1001	(1248)	0	0	0
ROE	19%	14%	18%	8%	9%	投资活动现金流	997	(2783)	(500)	(500)	(500)
毛利率	50%	47%	50%	50%	50%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	19%	13%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	21%	17%	19%	20%	支付股利、利息	(768)	(401)	(942)	(455)	(528)
收入增长	-36%	41%	-26%	7%	13%	其它融资现金流	(563)	1319	(1511)	0	0
净利润增长率	4%	-20%	43%	-52%	16%	融资活动现金流	(2102)	517	(2453)	(455)	(528)
资产负债率	20%	36%	24%	24%	24%	现金净变动	111	253	340	734	865
息率	4.7%	2.4%	5.7%	2.8%	3.2%	货币资金的期初余额	4163	4274	4527	4867	5601
P/E	8.0	10.0	7.0	14.5	12.5	货币资金的期末余额	4274	4527	4867	5601	6466
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	0	769	2809	1025	1207
EV/EBITDA	8.1	9.5	13.8	11.6	10.3	权益自由现金流	0	2088	1287	1054	1247

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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