

# 微电生理 (688351.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 三维手术量高速增长,房颤领域率先国产替代

### 业绩简评

2024年3月30日,公司发布2023年年度报告。2023年公司实现收入3.29亿元,同比+26%;实现归母净利润569万元,同比+85%;实现扣非归母净利润-3547万元;

分季度来看,2023年Q4公司实现收入9312万元,同比+36%;归母净利润-583万元,扣非归母净利润-1802万元。

### 经营分析

**三维手术量高速增长,国际市场拓展加速。**2023年公司导管类产品实现收入2.19亿元,同比增长+32%,其中TrueForce压力导管作为首款获得NMPA批准上市的国产压力导管已在多家中心完成了1000余例压力监测指导下的射频消融手术,开启房颤术式国产化替代进程。截至2023年末,公司产品累计覆盖全国1000余家医院,三维手术累计突破5万例。此外境外业务实现收入0.69亿元,同比+60%,占主营业务收入比例21.5%,国际业务占比快速提升。  
**研发投入持续增长,重磅研发项目推进顺利。**2023年公司综合毛利率达到63.5%(-5.6pct),整体产品毛利率下降主要与福建牵头省际联盟集采后电生理产品降价相关;全年公司净利率达到1.7%(+0.6pct),整体费用率稳步下降。重磅研发项目中,压力脉冲消融导管项目已进入随访阶段,PFA产品的布局将推进公司“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局。

**冷冻消融产品率先上市,品牌技术认可度持续加强。**2023年公司IceMagic球囊型冷冻消融导管及冷冻消融设备获得NMPA注册证,成为首个获批用于房颤治疗的国产冷冻消融产品,目前已完成20多个省份的挂网,产品在温度控制技术、贴靠和封堵等方面有着良好表现,可进一步提升手术安全性和效率。凭借公司高效研发效率及优秀产品实力,未来有望在房颤领域率先实现国产替代。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好公司未来在电生理领域的发展前景,预计2024-2026年公司归母净利润分别为0.29、0.66、1.19亿元,同比增长417%、125%、81%,EPS分别为0.06、0.14、0.25元,现价对应PS为26、18、13倍,维持“增持”评级。

### 风险提示

医保控费政策风险;在研项目推进不达预期风险;产品推广不达预期风险;无实控人和控股股东风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

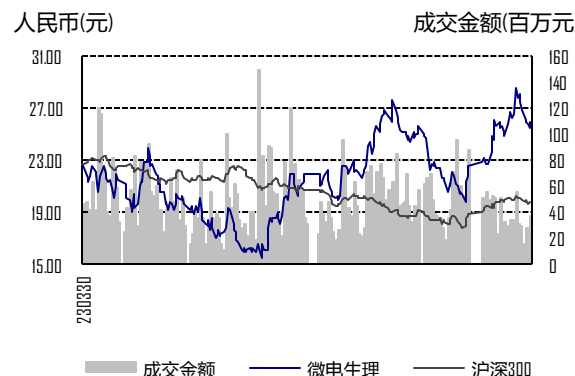
分析师:何冠洲(执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):26.00元

相关报告:

- 《微电生理公司点评:三季度收入快速增长,冷冻消融产品顺利获批》,2023.10.27
- 《微电生理公司点评:电生理需求快速恢复,压力导管推广顺利》,2023.8.20
- 《微电生理公司点评:研发投入提升明显,承接鼻科射频消融项目》,2023.4.23



### 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2022   | 2023   | 2024E   | 2025E   | 2026E  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 260    | 329    | 474     | 668     | 925    |
| 营业收入增长率        | 36.99% | 26.46% | 43.91%  | 41.04%  | 38.43% |
| 归母净利润(百万元)     | 3      | 6      | 29      | 66      | 119    |
| 归母净利润增长率       | N/A    | 91.41% | 416.59% | 124.55% | 80.70% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.006  | 0.012  | 0.062   | 0.140   | 0.253  |
| 每股经营性现金流净额     | -0.02  | -0.08  | 0.04    | 0.05    | 0.14   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 0.18%  | 0.34%  | 1.71%   | 3.71%   | 6.28%  |
| P/S            | N/A    | 36.67  | 25.83   | 18.31   | 13.23  |
| P/B            | N/A    | 7.16   | 7.14    | 6.87    | 6.44   |

来源:公司年报、国金证券研究所

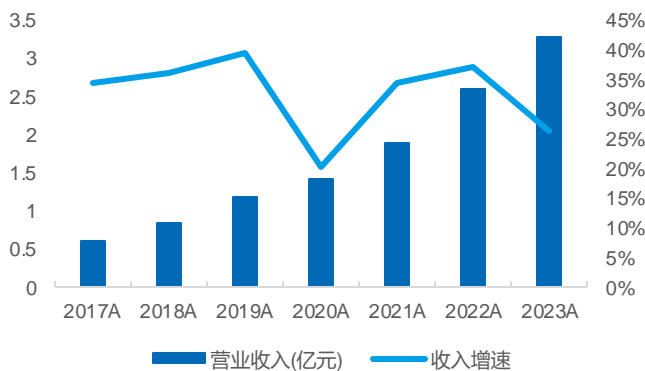
### 三维手术量高速增长，国际市场拓展加速

公司 2023 年持续深耕国内外市场，加快研发创新成果转化，全面加强预算管理，经营效益显著提升。

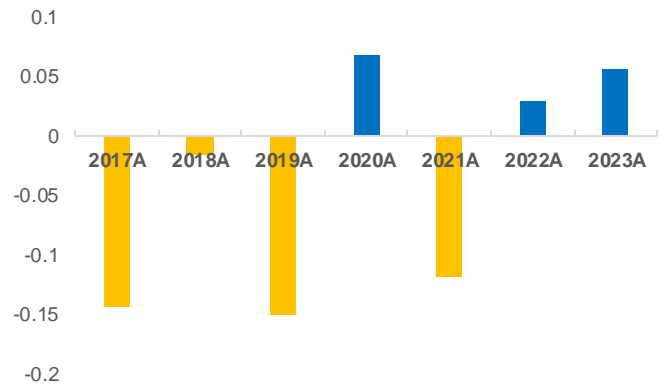
主营业务中，公司导管类产品实现收入 2.19 亿元，同比增长+32%，其中 TrueForce 压力导管作为首款获得 NMPA 批准上市的国产压力导管自上市以来，已在多家中心完成了 1000 余例压力监测指导下的射频消融手术，开启房颤术式国产化替代进程；设备类产品实现收入 1667 万元，同比-60%；其他产品实现收入 0.84 亿元，同比增长+69%。截至 2023 年末，公司产品累计覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的 1000 余家医院，三维手术累计突破 5 万例，市场品牌力得到进一步提升。

分地区来看，境内业务实现收入 2.51 亿元，同比+17%；境外业务实现收入 0.69 亿元，同比+60%，占主营业务收入比例 21.5%，境外业务占比快速提升。目前公司已累计覆盖 35 个国家和地区，累计 21 款产品获得 CE 认证，4 款产品获得美国 FDA 注册许可，1 款产品获得英国 UKCA 认证，20 款产品获得巴西注册证。

图表1：2017-2023 公司营业收入及增速



图表2：2017-2023 公司归母净利润(亿元)

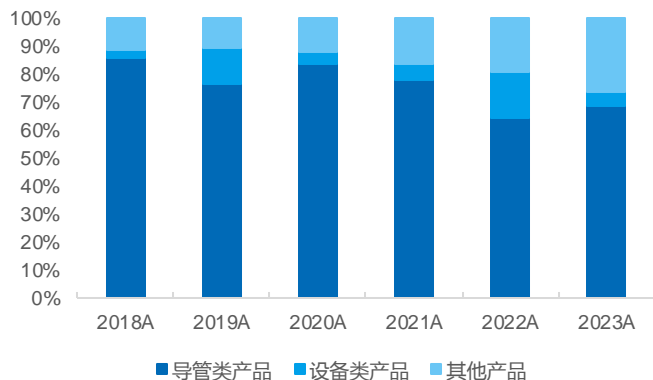


来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

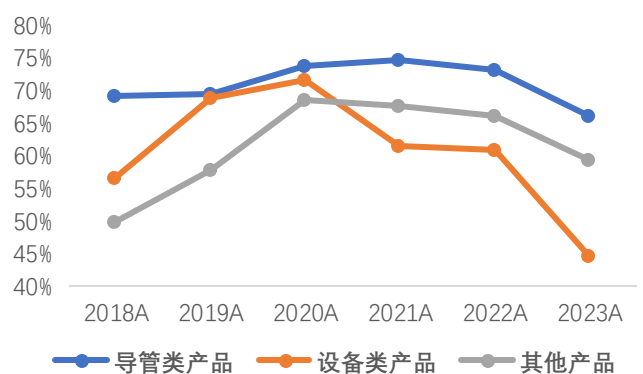
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

从分板块毛利率来看，导管类产品毛利率 66.0% (-7.1pct)；设备类产品毛利率 44.6% (-16.2pct)；其他产品毛利率 59.2% (-6.7pct)，整体产品毛利率下降主要与福建牵头省际联盟集采后电生理产品降价相关。2023 年公司在北京市医疗机构 DRG 付费和电生理带量采购终端款产品中中标，冷冻系列产品已申请增补，未来入院速度及使用量有望快速提升。

图表3：2017-2023 公司收入结构变化



图表4：2017-2023 公司各业务毛利率变化



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

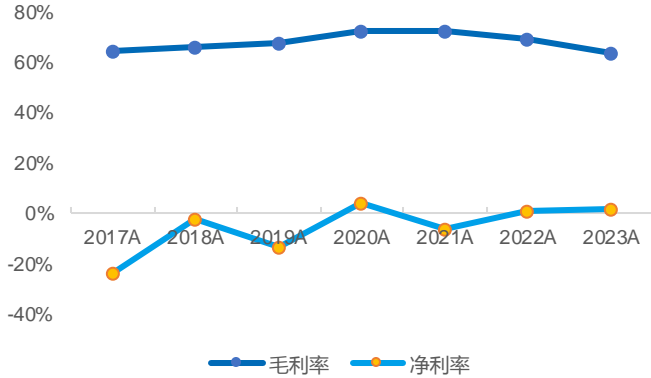
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

### 研发投入持续增长，重磅研发项目推进顺利

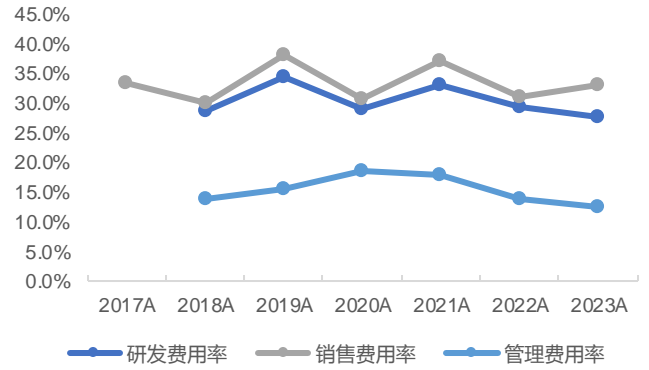
2023 年公司综合毛利率达到 63.5% (-5.6pct)，全年公司净利率达到 1.7% (+0.6pct)。公司全年销售费用率 33.2% (+2.1pct)，管理费用率 12.4% (-1.5pct)，研发费用率 27.7% (-1.8pct)，整体费用率稳步下降。重磅研发项目中，压力脉冲消融导管项目完成临床入组，已进入随访阶段，PFA 产品的布局将推进公司“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局；肾动脉消融项目进入临床试验阶段，未来将进入潜在空间巨大的高血压治疗领

域，创新产品布局有望逐步完善。

图表5: 2017-2023 公司利润率变化



图表6: 2017-2023 公司费用率变化



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

### 冷冻消融产品率先上市，品牌技术认可度持续加强

2023 年公司 IceMagic 球囊型冷冻消融导管及冷冻消融设备获得 NMPA 注册证，成为首个获批用于房颤治疗的国产冷冻消融产品，截至目前已完成 20 多个省份的挂网，并在解放军北部战区总院、武汉亚洲心脏病医院等多个中心开展试用，在温度控制技术、贴靠和封堵等方面有着良好表现，可进一步提升手术安全性和手术效率。凭借公司高效的研发进度及优秀的产品实力，未来有望在房颤领域率先实现国产替代。

### 风险提示

**医保控费政策风险：**若未来公司产品在带量采购或 DRGs 等医保控费政策中的价格下滑幅度过大，或者公司未能在招标采购中中标，将可能对公司业绩造成负面影响。

**在研项目推进不达预期风险：**若公司肾动脉射频消融或冷冻消融等在研项目推进缓慢，或研发项目失败而中止，将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险，将可能对公司造成负面影响。

**产品推广不达预期风险：**如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低，导致产品上市后推广进场缓慢，将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

**无实控人和控股股东风险：**公司不存在控股股东和实际控制人，经营方针及重大事项的决策均由股东大会和董事会按照公司议事规则讨论后确定，可能未来存在公司决策效率低下及控制权发生变动的风险。

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)      |            |            |            |            |            |            |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                   | 2021       | 2022       | 2023       | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
| <b>主营业务收入</b>     | <b>190</b> | <b>260</b> | <b>329</b> | <b>474</b> | <b>668</b> | <b>925</b> |
| 增长率               |            | 37.0%      | 26.5%      | 43.9%      | 41.0%      | 38.4%      |
| 主营业务成本            | -52        | -80        | -120       | -162       | -228       | -314       |
| %销售收入             | 27.6%      | 30.9%      | 36.5%      | 34.1%      | 34.2%      | 33.9%      |
| 毛利                | 138        | 180        | 209        | 312        | 440        | 611        |
| %销售收入             | 72.4%      | 69.1%      | 63.5%      | 65.9%      | 65.8%      | 66.1%      |
| 营业税金及附加           | -1         | -1         | -2         | -2         | -3         | -5         |
| %销售收入             | 0.5%       | 0.5%       | 0.7%       | 0.5%       | 0.5%       | 0.5%       |
| 销售费用              | -71        | -81        | -109       | -142       | -180       | -231       |
| %销售收入             | 37.2%      | 31.1%      | 33.2%      | 30.0%      | 27.0%      | 25.0%      |
| 管理费用              | -34        | -36        | -41        | -54        | -67        | -83        |
| %销售收入             | 17.8%      | 13.9%      | 12.4%      | 11.5%      | 10.0%      | 9.0%       |
| 研发费用              | -63        | -77        | -91        | -126       | -160       | -203       |
| %销售收入             | 33.2%      | 29.6%      | 27.7%      | 26.5%      | 24.0%      | 22.0%      |
| 息税前利润 (EBIT)      | -31        | -15        | -35        | -12        | 29         | 89         |
| %销售收入             | n.a        | n.a        | n.a        | n.a        | 4.3%       | 9.6%       |
| 财务费用              | 7          | 10         | 6          | 5          | 5          | 5          |
| %销售收入             | -3.6%      | -3.7%      | -1.8%      | -1.0%      | -0.7%      | -0.6%      |
| 资产减值损失            | -1         | -2         | -2         | 0          | 0          | 0          |
| 公允价值变动收益          | 0          | 3          | 12         | 16         | 16         | 16         |
| 投资收益              | -3         | -2         | 10         | 10         | 10         | 10         |
| %税前利润             | n.a        | n.a        | 180.7%     | 29.9%      | 13.3%      | 7.4%       |
| 营业利润              | -12        | 3          | 8          | 33         | 75         | 135        |
| 营业利润率             | n.a        | 1.2%       | 2.3%       | 7.0%       | 11.2%      | 14.6%      |
| 营业外收支             | 0          | 0          | -2         | 0          | 0          | 0          |
| 税前利润              | -12        | 3          | 6          | 33         | 75         | 135        |
| 利润率               | n.a        | 1.1%       | 1.7%       | 7.0%       | 11.2%      | 14.6%      |
| 所得税               | 0          | 0          | 0          | -4         | -9         | -16        |
| 所得税率              | n.a        | 0.0%       | -1.4%      | 12.0%      | 12.0%      | 12.0%      |
| 净利润               | -12        | 3          | 6          | 29         | 66         | 119        |
| 少数股东损益            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>-12</b> | <b>3</b>   | <b>6</b>   | <b>29</b>  | <b>66</b>  | <b>119</b> |
| 净利率               | n.a        | 1.1%       | 1.7%       | 6.2%       | 9.9%       | 12.9%      |

| 资产负债表 (人民币百万元)  |            |              |              |              |              |              |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                 | 2021       | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 货币资金            | 430        | 585          | 266          | 283          | 286          | 333          |
| 应收款项            | 27         | 38           | 57           | 61           | 86           | 120          |
| 存货              | 45         | 87           | 122          | 135          | 191          | 262          |
| 其他流动资产          | 6          | 887          | 1,074        | 1,092        | 1,112        | 1,133        |
| 流动资产            | 508        | 1,596        | 1,519        | 1,571        | 1,676        | 1,849        |
| %总资产            | 76.0%      | 89.2%        | 83.3%        | 84.7%        | 85.3%        | 86.5%        |
| 长期投资            | 7          | 3            | 72           | 72           | 72           | 72           |
| 固定资产            | 65         | 71           | 90           | 91           | 95           | 96           |
| %总资产            | 9.6%       | 4.0%         | 4.9%         | 4.9%         | 4.8%         | 4.5%         |
| 无形资产            | 76         | 90           | 113          | 97           | 99           | 101          |
| 非流动资产           | 160        | 192          | 304          | 283          | 288          | 289          |
| %总资产            | 24.0%      | 10.8%        | 16.7%        | 15.3%        | 14.7%        | 13.5%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>669</b> | <b>1,788</b> | <b>1,823</b> | <b>1,854</b> | <b>1,963</b> | <b>2,138</b> |
| 短期借款            | 4          | 8            | 9            | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项            | 25         | 35           | 57           | 62           | 86           | 116          |
| 其他流动负债          | 18         | 24           | 30           | 35           | 48           | 64           |
| 流动负债            | 47         | 66           | 96           | 97           | 133          | 180          |
| 长期贷款            | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债          | 33         | 47           | 42           | 43           | 50           | 59           |
| 负债              | 79         | 113          | 138          | 140          | 183          | 238          |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>590</b> | <b>1,675</b> | <b>1,685</b> | <b>1,714</b> | <b>1,780</b> | <b>1,900</b> |
| 其中：股本           | 400        | 471          | 471          | 471          | 471          | 471          |
| 未分配利润           | -58        | -55          | -49          | -20          | 46           | 165          |
| 少数股东权益          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>669</b> | <b>1,788</b> | <b>1,823</b> | <b>1,854</b> | <b>1,963</b> | <b>2,138</b> |

| 比率分析          |         |         |         |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|               | 2021    | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | -0.030  | 0.006   | 0.012   | 0.062   | 0.140   | 0.253   |
| 每股净资产         | 1.474   | 3.560   | 3.581   | 3.643   | 3.783   | 4.037   |
| 每股经营现金净流      | -0.003  | -0.020  | -0.081  | 0.045   | 0.047   | 0.139   |
| 每股股利          | 0.100   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | -2.03%  | 0.18%   | 0.34%   | 1.71%   | 3.71%   | 6.28%   |
| 总资产收益率        | -1.79%  | 0.17%   | 0.31%   | 1.58%   | 3.36%   | 5.58%   |
| 投入资本收益率       | -5.22%  | -0.92%  | -2.07%  | -0.63%  | 1.43%   | 4.10%   |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 34.50%  | 36.99%  | 26.46%  | 43.91%  | 41.04%  | 38.43%  |
| EBIT 增长率      | 267.16% | -50.00% | 123.41% | -64.52% | -335.3% | 206.98% |
| 净利润增长率        | N/A     | N/A     | 91.4%   | 416.59% | 124.6%  | 80.70%  |
| 总资产增长率        | 6.30%   | 167.38% | 1.95%   | 1.70%   | 5.88%   | 8.90%   |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 49.3    | 43.7    | 50.4    | 45.0    | 45.0    | 45.0    |
| 存货周转天数        | 277.3   | 299.5   | 318.1   | 305.0   | 305.0   | 305.0   |
| 应付账款周转天数      | 64.1    | 80.2    | 89.7    | 89.7    | 89.7    | 89.7    |
| 固定资产周转天数      | 123.9   | 100.2   | 99.8    | 70.2    | 51.8    | 37.8    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -72.34% | -86.96% | -78.52% | -79.67% | -77.81% | -76.27% |
| EBIT 利息保障倍数   | 4.5     | 1.6     | 5.8     | 2.6     | -5.9    | -16.4   |
| 资产负债率         | 11.84%  | 6.31%   | 7.58%   | 7.54%   | 9.32%   | 11.15%  |

| 现金流量表 (人民币百万元)  |            |              |             |           |            |            |
|-----------------|------------|--------------|-------------|-----------|------------|------------|
|                 | 2021       | 2022         | 2023        | 2024E     | 2025E      | 2026E      |
| 净利润             | -12        | 3            | 6           | 29        | 66         | 119        |
| 少数股东损益          | 0          | 0            | 0           | 0         | 0          | 0          |
| 非现金支出           | 17         | 20           | 33          | 23        | 26         | 30         |
| 非经营收益           | 3          | -1           | -22         | -25       | -25        | -25        |
| 营运资金变动          | -9         | -32          | -55         | -7        | -45        | -58        |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>-1</b>  | <b>-9</b>    | <b>-38</b>  | <b>21</b> | <b>22</b>  | <b>65</b>  |
| 资本开支            | -37        | -32          | -42         | -6        | -31        | -31        |
| 投资              | 0          | -877         | -258        | 0         | 0          | 0          |
| 其他              | 2          | 4            | 25          | 10        | 10         | 10         |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-35</b> | <b>-905</b>  | <b>-275</b> | <b>4</b>  | <b>-21</b> | <b>-21</b> |
| 股权募资            | 0          | 1,085        | 0           | 0         | 0          | 0          |
| 债权募资            | 0          | 0            | 0           | -6        | 3          | 4          |
| 其他              | -5         | -19          | -10         | -1        | -1         | -1         |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-5</b>  | <b>1,066</b> | <b>-10</b>  | <b>-7</b> | <b>2</b>   | <b>3</b>   |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-41</b> | <b>152</b>   | <b>-323</b> | <b>18</b> | <b>3</b>   | <b>47</b>  |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 2    | 3    | 5    | 25   |
| 增持 | 1    | 2    | 2    | 3    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 2.00 | 1.50 | 1.40 | 1.38 | 1.00 |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2022-12-13 | 增持 | 24.61 | 24.61~29.15 |
| 2  | 2023-01-20 | 增持 | 25.46 | N/A         |
| 3  | 2023-03-29 | 增持 | 22.61 | N/A         |
| 4  | 2023-04-23 | 增持 | 21.50 | N/A         |
| 5  | 2023-08-20 | 增持 | 15.98 | N/A         |
| 6  | 2023-10-27 | 增持 | 20.26 | N/A         |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                               | 深圳                                     |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                  | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn        | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                        | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |