

威高骨科 (688161.SH)

业绩受集采影响，新掌舵人带领骨科龙头加速创新和国际化

增持

核心观点

2023 年业绩受到带量采购执行所导致的出厂价格下降以及渠道库存补差影响，陈敏女士就任董事长。2023 年实现营收 12.84 亿元，经会计重述后同比下降 37.6%；归母净利润 1.12 亿元，经会计重述后同比下降 81.3%。其中四季度单季营收 2.01 亿（-55.8%），归母净利润亏损 0.10 亿元。业绩出现较大幅度下滑主要是由于带量采购执行引起产品出厂价格下降以及渠道存货补差给予进货价格折让的影响。2024 年 3 月 26 日，公司公告选举董事陈敏女士为新任董事长，陈敏在骨科行业从业经验丰富，曾担任强生骨科事业部中国总经理一职，负责骨科事业部的业务发展战略、创新市场发展及产品线管理等，是强生中国董事会成员之一，也是亚太区骨科领导团队成员。陈敏董事长的加入有望带领威高成为骨科创新医疗科技的全球化公司，推动出海战略，从全球视野进行销售渠道建立以及研发项目推进。

各业务线收入均有不同程度的承压，运动医学和组织修复产品成为重要收入来源。2023 年脊柱类产品实现收入 4.72 亿（-48.5%），创伤类产品收入 1.95 亿（-53.9%），关节类产品收入 2.89 亿（-35.3%），各业务线随着国家或省份联盟集采的逐步推进在 2023 年持续消化价格高基数和渠道库存的影响，毛利率亦有不同程度的下滑，预计随着出厂价格逐步稳定和渠道库存清理的完成，各业务线将回归正常的增长节奏。此外，2023 年年初公司以 10.3 亿收购威高新生医疗 100% 股权，拓展新业务领域，运动医学和组织修复产品 2023 年实现收入 2.27 亿，成为重要收入来源。

毛净利率下滑，销售和研发费用率提升明显。2023 年公司毛利率为 66.5%（-8.3pp），主要由于集采降价和渠道存货补差的影响。销售费用率 43.7%（+11.2pp），销售费用同比下降 21.1%，主要是商务服务费降低，但收窄幅度小于收入下滑；研发费用率 10.1%（+4.3pp），研发费用同比增长 10.7%，公司持续加大研发投入力度；管理费用率 4.8%（+1.0pp），净利率下滑至 8.8%（-20.6pp），加速触底。

风险提示：关节和脊柱产品放量低于预期；续约价格变动；医疗事故风险。

投资建议：公司是平台化发展的国产骨科龙头，实现了脊柱、创伤、关节和运动医学的全面覆盖，集采趋势下公司快速提升市场份额，巩固龙头地位。考虑集采降价影响，预计 2024-2026 年归母净利润为 2.50/3.28/3.90 亿元（盈利预测调整见内文），同比增长 122.2%/31.6%/18.8%；EPS 为 0.62/0.82/0.98 元，当前股价对应 PE 41/31/26 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,848	1,284	1,502	1,779	2,055
(+/-%)	-14.2%	-30.5%	17.0%	18.4%	15.5%
净利润(百万元)	544	112	250	328	390
(+/-%)	-21.2%	-79.4%	122.2%	31.6%	18.8%
每股收益(元)	1.36	0.28	0.62	0.82	0.98
EBIT Margin	31.2%	6.5%	15.6%	19.5%	20.7%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	2.9%	6.1%	7.6%	8.5%
市盈率 (PE)	19.0	91.9	41.4	31.4	26.4
EV/EBITDA	17.7	79.2	40.5	29.0	24.4
市净率 (PB)	2.12	2.67	2.54	2.40	2.26

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：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	25.80 元
总市值/流通市值	10320/1978 百万元
52 周最高价/最低价	61.84/24.50 元
近 3 个月日均成交额	30.16 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

- 《威高骨科 (688161.SH) —2022 年年报点评：业绩受疫情和集采短期影响，平台化发展持续巩固龙头地位》——2023-04-17
- 《威高骨科 (688161.SH) -国产骨科龙头具有平台化优势，加速进口替代》——2022-10-09
- 《威高骨科 (688161.SH) —2022 年中报点评：上半年归母净利润同比增长近 8%，二季度业绩快速修复》——2022-09-06
- 《器械集采复盘系列 2——骨科：集采影响持续出清，发展新阶段可期》——2023-08-16
- 《骨科器械行业专题及财报总结：行而不辍，未来可期》——2023-06-15

2023 年业绩受到带量采购执行所导致的出厂价格下降以及渠道库存补差影响。2023 年实现营收 12.84 亿元，经会计重述后同比下降 37.6%；归母净利润 1.12 亿元，经会计重述后同比下降 81.3%。其中四季度单季营收 2.01 亿（-55.8%），归母净利润亏损 0.10 亿元。业绩出现较大幅度下滑主要是由于带量采购执行引起产品出厂价格下降以及渠道存货补差给予进货价格折让的影响。2024 年 3 月 26 日，公司公告选举董事陈敏女士为新任董事长，陈敏在骨科行业从业经验丰富，曾担任强生骨科事业部中国总经理一职，负责骨科事业部的业务发展战略、创新市场发展及产品线管理等，是强生中国董事会成员之一，也是亚太区骨科领导团队成员。陈敏董事长的加入有望带领威高成为骨科创新医疗科技的全球化公司，推动出海战略，从全球视野进行销售渠道建立以及研发项目推进。

图1：威高骨科营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

图2：威高骨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：威高骨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
注：2022 年数据未进行会计重述，仅列示 2022 年年报数据

图4：威高骨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

各业务线收入均有不同程度的承压，运动医学和组织修复产品成为重要收入来源。2023 年脊柱类产品实现收入 4.72 亿（-48.5%），创伤类产品收入 1.95 亿（-53.9%），关节类产品收入 2.89 亿（-35.3%），各业务线随着国家或省份联盟集采的逐步推进在 2023 年持续消化价格高基数和渠道库存的影响，毛利率亦有不同程度的下滑，预计随着出厂价格逐步稳定和渠道库存清理的完成，各业务线将回归正常的增长节奏。此外，2023 年年初公司以 10.3 亿收购威高新生医疗 100% 股权，拓展新业务领域，运动医学和组织修复产品 2023 年实现收入 2.27 亿，成为重要收入来源。

图5: 威高骨科各产品系列的收入增长情况

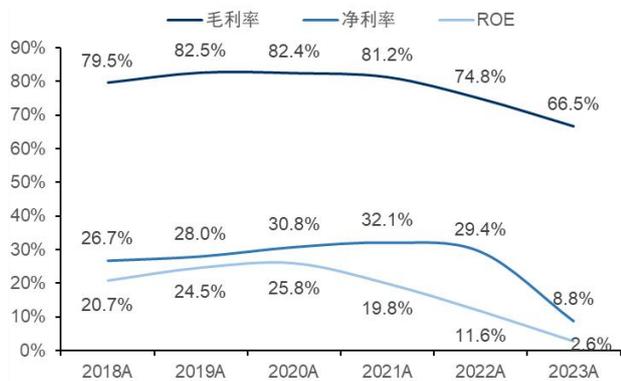


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 2022 年数据未进行会计重述, 仅列示 2022 年年报数据

毛净利率下滑, 销售和研发费用率提升明显。2023 年公司毛利率为 66.5% (-8.3pp), 主要由于集采降价和渠道存货补差的影响。销售费用率 43.7% (+11.2pp), 销售费用同比下降 21.1%, 主要是商务服务费降低, 但收窄幅度小于收入下滑; 研发费用率 10.1% (+4.3pp), 研发费用同比增长 10.7%, 公司持续加大研发投入力度; 管理费用率 4.8% (+1.0pp), 净利率下滑至 8.8% (-20.6pp), 加速触底。

图6: 威高骨科毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 2022 年数据未进行会计重述, 仅列示 2022 年年报数据

图7: 威高骨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

注: 2022 年数据未进行会计重述, 仅列示 2022 年年报数据

2023 年经营性现金流量净额为 1.2 亿, 公司经营销售回款减少, 账期有所延长, 经营现金流与净利润的比值达 106%。

图8: 威高骨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

注: 2022 年数据未进行会计重述, 仅列示 2022 年年报数据

研发投入维持高强度, 多项产品处于注册阶段。2023 年研发费用为 1.3 亿 (+10.66%), 研发费用率为 10.1%。公司持续加大对新技术和新疗法的研发投入, 在 3D 打印技术、生物可吸收材料、骨科手术机器人、智慧骨科疗法等领域快速布局, 2023 年公司获得第 II 类医疗器械产品注册证 17 项, 第 III 类医疗器械产品注册证 31 项。

表1: 威高骨科在研项目情况 (万元, 截止 2023 年年报)

序号	项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	具体应用前景
1	涂层融合器	2,000	311.33	4,057.15	注册阶段	应用于椎间融合术, 利于融合器初期稳定、促进融合器表面的骨长入, 提高融合效果
2	零切迹颈椎融合器	1,300	216.35	1,684.04	上市阶段	应用于颈椎前路手术, 对周围组织损伤小、减压彻底、稳定性好、融合率高
3	骨小梁椎间融合器	1,600	249.06	2,507.96	确认阶段	采用类人体骨小梁结构设计, 利于成骨细胞的增殖分化, 促进骨组织再生与重建, 加快愈合
4	外固定支架系统	1,000	117.39	1,052.62	上市阶段	应用于骨折断面愈合术, 提供稳定的固定、保护局部血运, 从力学及生物学双重保障骨折愈合
5	万向锁定接骨板系统	700	57.20	1,036.63	上市阶段	应用于四肢骨折内固定, 角度稳定性高、可以根据病人解剖情况万向调节置钉角度
6	新型 3D 打印髌关节系统	1,500	803.09	3,816.38	已取证	应用于髌关节置换手术, 耐磨性高、减少骨溶解、利于骨长入
7	单髁膝关节假体系统	1,800	704.39	4,377.75	已取证	应用于单间室膝关节置换, 耐磨性高、旋转稳定性高, 具固定平台及活动平台两种临床选择
8	生物诱导型可吸收带线锚钉	1,000	860.53	2,119.11	已取证	常用于膝、髌、肩、肘等关节部位的骨与软组织连接固定, 实现解剖型复位、力学性能优、实现体内自然降解、促进骨生长
9	可降解镁合金空心螺钉	1,490	158.56	579.33	注册阶段	适用于四肢骨折内固定, 特别是骨质疏松骨折固定
10	诱导成骨多孔钽融合器	1,911	273.00	332.37	研发阶段	用于腰椎融合的内固定治疗
11	可视化高通畅负压引流套装	738.60	38.89	257.29	研发阶段	针对皮肤或软组织缺损后形成的创面, 以硅胶材料充当填充介质并配合引流, 将开放性创面变为闭合性创面, 促进愈合
12	等离子手术设备	200	43.99	99.80	型检阶段	主要用于关节和矫形外科手术

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

脊柱类：2022 年进行国家带量采购，2023 年二季度开始陆续执行，公司有望提升市场份额促进销售放量，但价格调整可能影响毛利率水平，保守测算毛利率由 90% 下滑至 77%；

创伤类：2022-23 年陆续执行带量采购价格，公司份额稳步提升，产品价格体系逐步进行调整，收入增速和毛利率均受到影响，2024 年收入端增速转正；

关节类：2022 年执行国家集采，终端医院覆盖率和市场份额快速提升，择期手术需求恢复，2024 年后恢复到正常业务增速，毛利率略有调整；

手术器械及其他：运动医学等新产品未来 3 年内快速放量，整合活性生物骨、富血小板血浆制备套装（PRP）等再生医学业务，推动创新产品快速增长。

表2: 威高骨科营收拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
脊柱类					
收入	887	472	521	620	739
增速	-13.1%	-46.7%	10.3%	19.0%	19.2%
毛利率(%)	89.2%	78.2%	77.8%	77.8%	78.3%
创伤类					
收入	417	195	246	297	322
增速	-31.6%	-53.2%	26.4%	20.7%	8.3%
毛利率(%)	78.6%	57.9%	53.1%	59.6%	61.2%
关节类					
收入	446	289	353	425	498
增速	-4.8%	-35.3%	22.3%	20.4%	17.3%
毛利率(%)	51.2%	41.9%	43.3%	43.0%	42.8%
手术器械及其他（运动医学、组织修复等）					
收入	99	326	380	435	494
毛利率(%)	35.9%	76.6%	75.8%	76.0%	75.8%
其他业务					
收入	0.8	1.3	1.5	1.5	1.5
毛利率(%)	60.9%	73.9%	70.0%	70.0%	70.0%
合计					
总营收	1,848	1,284	1,502	1,779	2,055
增速	-14.2%	-30.5%	17.0%	18.4%	15.5%
毛利率	74.8%	66.5%	65.1%	66.0%	66.4%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

注：2022 年数据未进行会计重述，列示 2022 年报披露情况，2023 年同比情况未进行会计重述

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收 15.02/17.79/20.55 亿元，同比增长 17.0%/18.4%/15.5%，毛利率分别为 65.1%/66.0%/66.4%。

未来 3 年业绩预测

表3: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1284	1502	1779	2055
营业成本	430	523	604	691
销售费用	561	527	581	659
管理费用	61	69	80	92
研发费用	130	128	142	160
财务费用	-26	-25	-21	-20
营业利润	131	292	384	456
利润总额	132	292	385	457
归属于母公司净利润	112	250	328	390

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们预计公司 2024-26 年营收 15.02/17.79/20.55 亿元, 同比增长 17.0%/18.4%/15.5%; 归母净利润分别为 2.50/3.28/3.90 亿元, 同比增长 122.2%/31.6%/18.8%; 2024-25 年归母净利润原预测为 7.57/9.39 亿。

投资建议: 公司是平台化发展的国产骨科龙头, 实现了脊柱、创伤、关节和运动医学的全面覆盖, 集采趋势下公司快速提升市场份额, 巩固龙头地位。当前国内骨科行业尤其是退行性疾病为主的脊柱、关节手术渗透率较低, 未来行业将保持较快增长。下调 2024-25 年盈利预测, 新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 2.50/3.28/3.90 亿元, 同比增长 122.2%/31.6%/18.8%; EPS 为 0.62/0.82/0.98 元, 当前股价对应 PE 41/31/26 倍。看好公司长期成长潜力和抗风险属性, 维持“增持”评级。

表4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			ROE (摊薄)		PEG
		2024/4/9	亿元/港币	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)
688161	威高骨科	25.80	103	0.28	0.62	0.82	0.98	91.9	41.4	31.4	26.4	3%	1.7
002901	大博医疗	32.47	134	0.14	1.14	1.57	-	228.0	28.5	20.7	-	2%	0.8
688085	三友医疗	17.07	42	0.37	0.65	0.84	-	46.5	26.3	20.4	-	5%	0.9
688236	春立医疗	20.58	68	0.72	0.84	1.08	1.38	28.4	24.4	19.0	14.9	10%	0.9
1789.HK	爱康医疗	5.41	61	0.16	0.24	0.31	0.39	30.8	21.1	16.1	12.7	8%	0.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 港股股价及市值以港币计价, 其余为人民币计价, 除威高骨科、春立医疗、爱康医疗外, 其余为 Wind 一致预测; 三友医疗已披露 2023 年业绩快报

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2615	1860	2091	2392	2851	营业收入	1848	1284	1502	1779	2055
应收款项	429	320	362	414	467	营业成本	466	430	523	604	691
存货净额	658	754	811	866	908	营业税金及附加	27	19	20	24	28
其他流动资产	1294	1330	1202	1156	1027	销售费用	601	561	527	581	659
流动资产合计	4995	4264	4465	4828	5253	管理费用	70	61	69	80	92
固定资产	425	460	456	425	381	研发费用	108	130	128	142	160
无形资产及其他	100	114	110	107	103	财务费用	(37)	(26)	(25)	(21)	(20)
投资性房地产	231	258	258	258	258	投资收益	28	28	28	25	22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及信用减值损失	(16)	(15)	(4)	(20)	(23)
资产总计	5752	5097	5290	5619	5996	其他收入	(94)	(122)	(119)	(132)	(148)
短期借款及交易性金融负债	4	5	5	5	5	营业利润	639	131	292	384	456
应付款项	381	380	473	551	635	营业外净收支	(0)	1	0	0	0
其他流动负债	382	702	599	618	636	利润总额	638	132	292	385	457
流动负债合计	768	1087	1077	1174	1276	所得税费用	95	19	41	54	64
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	1	2	2	3
其他长期负债	114	136	136	136	136	归属于母公司净利润	544	112	250	328	390
长期负债合计	114	136	136	136	136	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	882	1222	1213	1310	1412	净利润	544	112	250	328	390
少数股东权益	0	5	7	8	10	资产减值准备	4	23	(1)	(2)	(3)
股东权益	4870	3869	4070	4300	4574	折旧摊销	56	62	55	58	60
负债和股东权益总计	5752	5097	5290	5619	5996	公允价值变动损失	(7)	(31)	4	20	23
						财务费用	(37)	(26)	(25)	(21)	(20)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(258)	314	19	33	133
每股收益	1.36	0.28	0.62	0.82	0.98	其它	(4)	(24)	2	4	5
每股红利	0.53	0.41	0.12	0.25	0.29	经营活动现金流	335	457	329	441	609
每股净资产	12.18	9.67	10.18	10.75	11.43	资本开支	0	(142)	(51)	(41)	(33)
ROIC	11%	2%	6%	9%	12%	其它投资现金流	10	0	0	0	0
ROE	11%	3%	6%	8%	9%	投资活动现金流	10	(142)	(51)	(41)	(33)
毛利率	75%	67%	65%	66%	66%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	31%	6%	16%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	11%	19%	23%	23%	支付股利、利息	(211)	(164)	(48)	(99)	(117)
收入增长	-14%	-31%	17%	18%	16%	其它融资现金流	134	(742)	0	0	0
净利润增长率	-21%	-79%	122%	32%	19%	融资活动现金流	(290)	(1070)	(48)	(99)	(117)
资产负债率	15%	24%	23%	23%	24%	现金净变动	55	(754)	230	301	459
息率	2.0%	1.6%	0.5%	1.0%	1.1%	货币资金的期初余额	2560	2615	1860	2091	2392
P/E	19.0	91.9	41.4	31.4	26.4	货币资金的期末余额	2615	1860	2091	2392	2851
P/B	2.1	2.7	2.5	2.4	2.3	企业自由现金流	289	306	225	348	527
EV/EBITDA	17.7	79.2	40.5	29.0	24.4	权益自由现金流	423	(436)	246	396	583

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 2022 年财务数据未进行会计重述, 仅列示 2022 年年报数据, 并可能导致部分 2023 年数据勾稽计算有所差异, 以公司年报披露为准。

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