

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

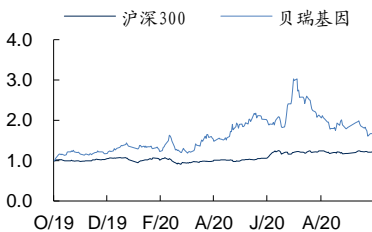
医疗器械与服务

**贝瑞基因(000710)**
**买入**

2020年三季报点评

(维持评级)

2020年11月02日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	355/142
总市值/流通(百万元)	17,971/7,182
上证综指/深圳成指	3,273/13,520
12个月最高/最低(元)	98.00/29.81

**相关研究报告:**

《贝瑞基因-000710-2020 中报点评: 疫情影响业绩, 肿瘤早筛产品上市》——2020-08-31  
 《贝瑞基因-000710-重大事件快评: 拟定增助力产业链布局, 肝癌早筛产品即将上市》——2020-08-14  
 《贝瑞基因-000710-2020 年一季报点评: 业绩符合预期, 收入持续增长》——2020-04-30  
 《贝瑞基因-000710-2019 年年报暨 2020 一季报业绩预告点评: 员工持股方案出台, 肿瘤早筛落地在即》——2020-04-15  
 《贝瑞基因-000710-深度报告: 肿瘤早筛, 蓄势待发》——2020-04-07  
 《贝瑞基因-000710-2019 年三季报点评: 基因测序龙头, 肿瘤早筛潜力巨大》——2019-11-21

**证券分析师: 朱寒青**

电话: 0755-81981837  
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519070002

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**肿瘤早筛优质赛道, 数据持续优化**
**● 2020Q1-3 受疫情影响业绩下滑**

2020Q1-3 营收 7.21 亿元(-4.34%), 归母净利润 1.17 亿元(-53.17%), 扣非归母净利润 0.91 亿元(-41.56%)。2020Q3 营收 3.51 亿元(-16.61%), 归母净利润 0.55 亿元(-33.75%), 扣非归母净利润 0.32 亿元(-48.34%)。上半年受疫情影响较大, 目前逐渐恢复中。

**● 毛利率降低, 管理费用率升高**

2020Q1-3 销售毛利率 53.50%(-7.65pp) 主要是疫情影响收入导致毛利下滑, 销售费用率 16.50%(-2.15pp), 管理费用率 16.38%(+1.98pp), 财务费用率 0.93%(+1.14pp), 主要是中长期借款增加导致利息费用增加及汇率波动造成汇兑损失。此外, 疫情期间防护、物流、采购等各项成本大幅上升。

**● 肝癌早筛数据继续优化, 商业化落地**

8月16日推出“莱思宁(Liver Screening)”, 是经过全球最大规模肝癌早筛前瞻性研究验证的临床级别产品, 通过 LDT 模式率先在国内 20 余家三级医院落地。9月 CSCO 会议更新肝癌早筛结果: 灵敏度 95.42%、特异度 97.67%, 为全球肝癌早筛领域数据最优。肺癌早筛的初步试验结果也公布, 临床研究有望明年启动。伴随诊断领域也推进产品和注册进程。7月发布了大 Panel 基因检测“和全安”系列新品——实体瘤全靶点基因检测, 覆盖 654 个基因及常见免疫抑制检测点, 并且已经启动申报试剂盒流程, 为国内首批申报的几家企业之一, 具有先发优势。2020H1 公司染色体拷贝数变异检测试剂盒(CNV)注册获得受理, 是国内首家申报, 该检测服务公司目前市占率第一, 年检测 10 万人次, 我们预计年底至年初可能获批, 之后将加速放量。

**● 风险提示: 政策、研发进展不及预期, 产品上市及推广不及预期等。**
**● 投资建议: 看好未来发展前景, 维持“买入”投资评级**

考虑到疫情影响, 下调盈利预测 2020-2022 年归母净利润 2.0/3.6/4.5 亿(原 3.0/4.2/5.2 亿元), 增速-49%/81%/25%, 当前股价对应 PE 88/49/39x。公司作为基因测序领域的龙头企业, 技术优势显著, 肝癌早筛全球范围内领先, 产品落地, 潜在市场空间巨大, 我们高度看好公司的发展前景, 公司合理估值 304-340 亿元, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

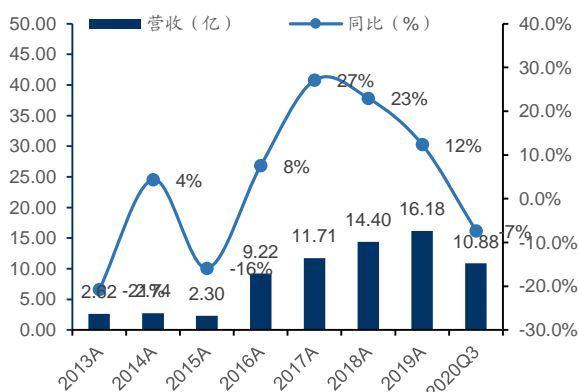
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,440	1,618	1,623	2,226	2,818
(+/-%)	22.93%	12.35%	0.36%	37.12%	26.58%
净利润(百万元)	268	391	200	363	452
(+/-%)	15.18%	45.70%	-48.71%	80.97%	24.56%
摊薄每股收益(元)	0.76	1.10	0.56	1.02	1.27
EBIT Margin	24.37%	27.34%	14.95%	20.64%	20.80%
净资产收益率(ROE)	14.08%	16.78%	7.94%	12.59%	13.60%
市盈率(PE)	66.00	45.30	88.32	48.81	39.18
EV/EBITDA	42.86	35.07	75.10	40.52	32.39
市净率(PB)	9.30	7.60	7.01	6.15	5.33

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

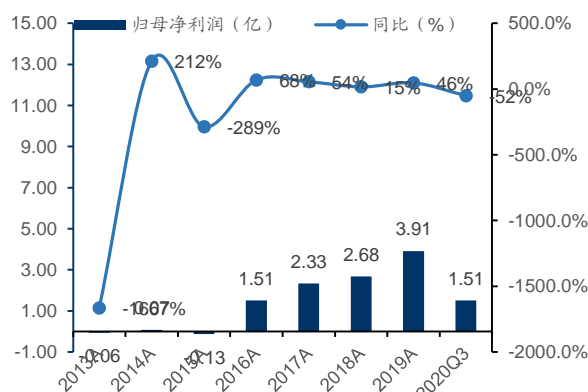
**2020Q1-3 受疫情影响业绩有所下滑。**2020 年前三季度实现年营收 10.88 亿元 (-7.37%)，归母净利润 1.51 亿元 (-51.87%)，若剔除上年同期非经常性损益的 9573 万元 (19Q1 公司确认放弃全资孙公司雅士能基因科技有限公司因此产生投资收益，20Q2 减资退出信念医药，产生约 2700 万收益，其他参股子公司有约 2000 万亏损)，扣非归母净利润 1.16 亿元 (-46.11%)。Q3 单季度营收 3.67 亿元 (-12.78%)，归母净利润 3336 万元 (-47.68%)，扣非归母净利润 3166 万元 (-48.34%)，Q3 较 Q2 收入环比略有提升 5pp。Q1 有部分新冠核酸检测贡献。受新型冠状病毒疫情持续性影响，医院诊疗科室就诊人数下降，上半年公司检测类服务终端需求受到影响，随着医院诊疗恢复，目前业务已经逐渐恢复，估计 Q4 收入增速会继续好转。

图 1：贝瑞基因营业收入及增速（单位：亿元、%）



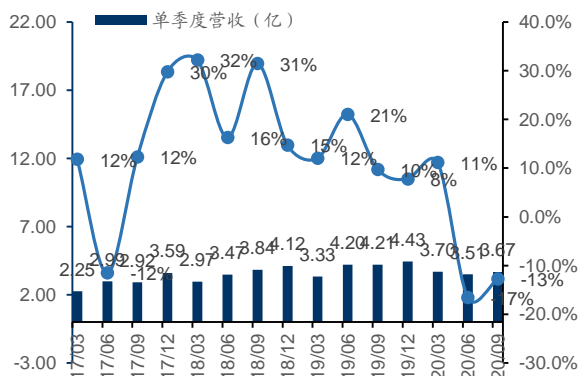
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：贝瑞基因归母净利润及增速（单位：亿元、%）



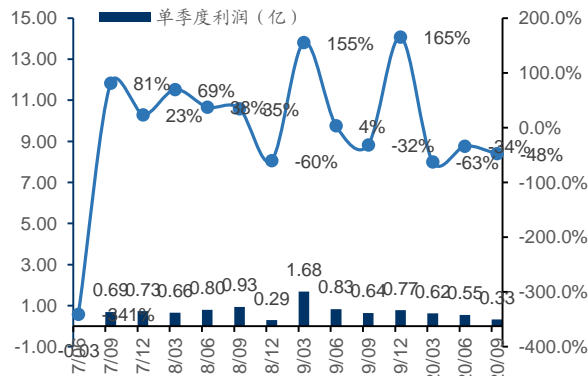
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：贝瑞基因分季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

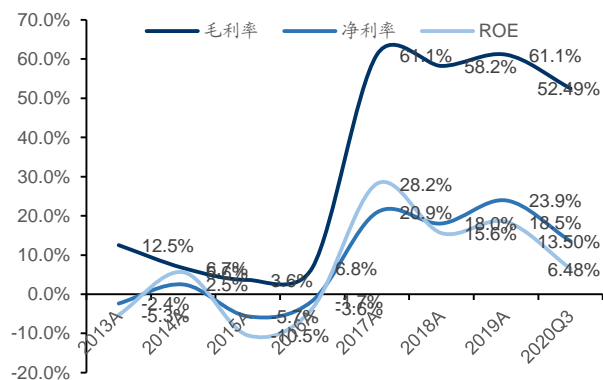
图 4：贝瑞基因分季度净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

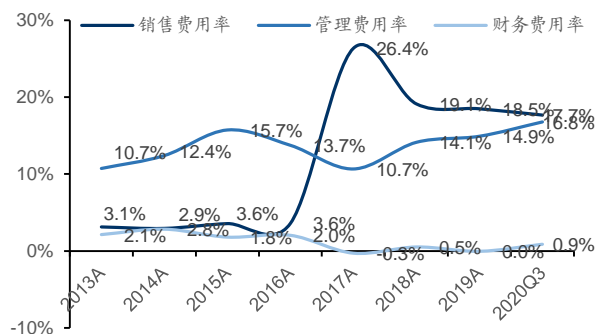
**毛利率降低，管理费用率升高。**2020Q1-Q3 销售毛利率 52.49% (-6.13pp)，销售费用率 17.67% (-0.83pp)，管理费用率 16.78% (+2.68pp)，财务费用率 0.87% (+0.86pp)，主要是因为中长期借款增加导致利息费用增加及汇率波动造成汇兑损失增加所致。疫情期间，为了做好新型冠状病毒防疫工作，防护、物流、采购等各项成本大幅上升。

图 5：贝瑞基因毛利率、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

图 6：贝瑞基因三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**试剂盒申报有序进行。**2020 年上半年，公司染色体拷贝数变异检测试剂盒(可逆末端终止测序法)医疗器械注册申请获得受理，为国内首家，受疫情影响，估计明年初会获批。该试剂盒较传统的染色体畸变检测技术，可精准、全面、高效、经济地获得染色体拷贝数检测结果，供临床参考使用。目前 CNV 检测公司每年做到 10 万例，约占市场 90%份额，未来该试剂盒若获批上市，将快速放量。

**肝癌早筛产品提前落地，早筛潜在空间大。**福建和瑞加快 PreCar 项目产品转化及商业落地并于 2020 年 8 月 16 日推出 PreCar 项目产品——“莱思宁(Liver Screening)”。莱思宁(Liver Screening)是目前国内经过超大规模前瞻性随访队列研究验证的临床级别产品，是全球同类研究中规模最大（5000 人入组）、进展最快（最早观察数据已超 2 年）、数据最优（灵敏度、特异性、富集度），如我们 2020 年 4 月 7 日外发的深度报告《贝瑞基因：肿瘤早筛，蓄势待发》中所指出的，目前全球范围内几乎没有针对肝癌早筛的前瞻性大队列研究，公司的规模和进度均遥遥领先，至少具有 1-2 年的独家优势。此外，从应用范围上来看，不仅可以辅助肝癌早筛早诊，区分肝结节的良性与恶性人群，还可作为监控肝癌复发，为患者提供精准的术后动态监测，有效延长生存期。中国有 700 万肝硬化患者为肝癌高危人群，9000 万乙肝患者和 1000 万丙肝患者。商业化落地首先将针对肝硬化人群，通过 LDT 的模式为目前已有临床合作的医院以及其他医院提供检测服务，目前合计有 20 余家三级医院。预计 2021 年公司将正式申报早筛试剂盒，同时也作为“十三五”国家科技重大专项，完成结题。我们预计公司近期也将启动肝癌早筛在肝炎人群中的入组，未来可能会推广到肝炎人群，扩大应用场景。

**CSCO 会议公布肝癌早筛数据进一步优化。**9 月的 CSCO 卫星会，和瑞基因肝癌早筛 precar 项目数据更新。经过一年时间，人群规模从 2000 多人扩大至近 5000 人，并且优化指标，从六类指标精简到四类指标，从去年 2019CSCO 的灵敏度 93.10%、特异度 96.04%，提高到灵敏度 95.42%、特异度 97.67%，AUC=0.996。对于 BLCL 分期 0 期和 A 期的肝癌检测准确性相较于传统指标 AFP 分别提高 5 倍、3 倍。我们判断特异性提高对于 PPV（阳性预测值，临床上更为实用的指标）的提高会有很大帮助。并且指标的精简优化也有利于进一步降低成本。结果的进步也符合我们此前判断：利用 Machine Learning，人数规模扩大和指标优化，检测精准度会不断进步。

**公司肝癌早筛数据全球领先，是 First-in-class 级别创新产品。**我们更新了全球液体活检领域肝癌早筛和泛癌种早筛的最新数据如下表。综合对比，公司的灵敏度特异性等指标极佳，是最大的前瞻性研究，并且进度最快，自 2018.4 月

起 5000 人入组，数据最快的已经观测到第 4-5 个回访点。泛生子的肝癌早筛 2000 人试验入组为 2019 年启动。Exact Sciences 数据为 443 人的回顾性数据。Grail、Thrive 的均为泛癌种，技术路径不同，而其中的肝癌部分人数少。

**表 1：全球肝癌和泛癌种早筛数据对比**

公司	癌种	标志物	灵敏度	特异度	AUC	PPV	人数	研究性质	进展	公司市值
和瑞基因	肝癌	多类别（羟甲基化、片段、核小体等）+AI	95.42%	97.67%	0.996	-	5000 人	前瞻	商业化落地，医院合作	170 亿人民币
泛生子	肝癌	多类别（点突变、甲基化等）	92%	93%	-	35%	2000 人入组（数据为 297 人）	前瞻	落地体检合作，获得 FDA breakthrough	9 亿美元
Exact Sciences	肝癌	多类别（甲基化等）	83%	95%	0.92	-	443 人	回顾	研发中，获得 FDA breakthrough	186 亿美元
Grail	泛癌种	多类别（甲基化等）	43%	99%	-	43%（模型计算值）	1.5 万人	前瞻	2021 年预计 LDT 商业化	80 亿美元被收购
Thrive	泛癌种	多类别（甲基化等）	27.1%	98.9%	-	19.4%	10006 人	前瞻	-	21.5 亿美元被 EXAS 收购

资料来源：各公司官网、2020CSCO、国信证券经济研究所整理

**公司基于测序的早筛底层技术平台搭建完成，为未来开拓其他癌种早筛奠定基础，缩减后续研发时间，肺癌早筛公布初期结果。**公司初期经过摸索，构建了通用的底层技术平台，并结合 AI 学习开发出针对早筛的无创解决方案。在 CSCO 会议上公司与北京大学王俊院士团队合作的肺癌早筛的先导试验结果披露，项目入组近 1000 人，显示结合 DNA 序列和表观修饰（甲基化、羟甲基化）等多指标检测的结果 AUC 达到 0.904，优于单一指标，后续会启动大规模前瞻性试验。

**伴随诊断领域产品重磅推出，肺癌多中心研究项目启动。**福建和瑞携手上海市胸科医院、中国人民解放军总医院等多家医院全面推进“大 Panel 在肺癌靶向用药、免疫治疗等方面的伴随诊断”多中心研究项目实施。该项目将利用基于二代测序技术的多基因大 Panel 对晚期肺癌患者手术标本进行检测，较为全面地覆盖低频基因突变，有效弥补中国大 Panel 肿瘤临床研究试验的空白，获得针对中国肺癌人群的大 Panel 检测第一手数据及其对临床治疗指导的贡献和效果，推进国内肺癌的大 Panel 检测规范化，加速其临床应用。7 月 17 日，公司发布了大 Panel 基因检测“和全安”系列新品——实体瘤全靶点基因检测，覆盖 654 个基因，其中 638 个是全外显子基因，检测范围更广泛，全面覆盖 NMPA/FDA 获批及在研的靶点及新兴的免疫治疗生物标志物，包含 TMB、PD-L1、MSI 等，测序深度高达 15000X，该产品是国内目前测序数据量最大的大 panel 伴随诊断试剂盒。同日，公司公告肺癌液体活检试剂盒注册检验通过，未来申报，将会成为国内首个基于外周血的 NGS 伴随诊断试剂盒（目前获批的其他类似试剂盒均是基于组织样本），适用范围更广、更灵活。目前公司也已经启动了该试剂盒的申报注册公司，为国内首批申报的几家企业之一，具有先发优势。

### 盈利预测

我们按照业务分类对盈利进行预测，考虑到疫情影响，公司前三季度收入略下滑，我们估计疫情前计划的 20 亿收入目标无法完成，此外毛利率下降，财务费用上升，我们调整此前报告中的盈利预测模型，下调收入及利润。

**表 2：贝瑞基因按业务分类盈利预测**

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
总营收	445	921	1,171	1,377	1,618	1,623	2,226	2,818	
YoY	33.24%	106.96%	27.10%	17.53%	12.35%	0.36%	37.12%	26.58%	
毛利率	60.20%	62.77%	61.13%	58.24%	61.13%	55.62%	61.27%	62.00%	
医学检测服务	307	596	647	768	644	1,228	1,657	2,131	
YoY	4.86%	94.35%	8.49%	18.80%	-16.12%	0.00%	35.00%	28.56%	生育检测渗透率仍在提升，NIPT Plus 以及科诺安份额提升，2020 年疫情影响检测业务
毛利率	62.79%	64.26%	57.75%	55.96%	59.55%	56.49%	61.70%	62.59%	
试剂销售	47	211	382	402	468	644	870	1,044	
YoY	51091%	352.74%	80.81%	5.20%	16.59%	0%	35%	20%	
毛利率	78.26%	78.23%	79.62%	70.95%	73.15%	55.00%	60.00%	61.00%	
设备销售	37	70	79	75	115	468	632	885	
YoY		89.60%	11.99%	-4.50%	52.76%	0%	35%	40%	
毛利率	22.85%	22.68%	24.11%	25.23%	25.22%	68.00%	73.00%	73.00%	
基础科研服务	55	44	52	131	361	115	155	202	
YoY	31.62%	-19.95%	18.86%	152.35%	174.54%	0%	35%	30%	2019 年科研服务高速增长，随着产能利用率提升，毛利率迅速提升，后续保持较高增速
毛利率	55.64%	32.53%	30.12%	39.71%	58.01%	18.00%	25.22%	25.22%	
销售费用率			26.35%	19.12%	18.49%	21.00%	21.00%	21.00%	未来预计随着新产品推广，销售费用率提升
管理费用率			10.66%	7.79%	7.53%	9.30%	9.30%	8.70%	
研发费用率			0.00%	6.34%	7.39%	9.80%	9.80%	11.00%	管理费用率考虑股权激励提升
财务费用率			-0.29%	0.52%	-0.04%	1.00%	0.20%	0.20%	预计研发费用率持续提升
归母净利润	36.88	157.73	233	268	410	200	363	452	
YOY		327.75%	-5660.3%	15.2%	52.80%	-48.71%	80.97%	24.56%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

**估值：**贝瑞基因公司从发展历史、业务领域、技术路径等方面与美国生物科技公司高度相似，不同之处在于公司已经拥有一些带来利润和现金流的业务，而海外生物科技公司往往净利润为负。我们认为公司的相对估值应该从分为两个部分来进行分析，一部分是已经有利润的传统业务部分，我们对这部分估值采取和国内可比公司相对估值，2021 年按照 30-40 倍 PE，得到对应市值 109-145 亿元，另一部分是拥有巨大潜力空间的肿瘤检测业务部分，这部分我们参考深度报告的详细测算，肿瘤业务板块（肿瘤早筛+伴随诊断）合计峰值销售 65 亿，参考海外可比公司（海外公司以及研发进展，详细逻辑请参考我们 2020-04-07 深度报告《贝瑞基因-000710-深度报告：肿瘤早筛，蓄势待发》），按照 3 倍 PS，则估值 195 亿，然后再进行两部分加总，得到相对估值合理范围在 304-340 亿元。

**投资建议：**看好未来发展前景，维持“买入”评级。考虑到疫情影响，下调盈利预测 2020-2022 年归母净利润 2.0/3.6/4.5 亿（原 3.0/4.2/5.2 亿元），增速 -49%/81%/25%，当前股价对应 PE 88/49/39x。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，肝癌早筛在全球范围内领先，属于真正的 First-in-class，临床级别产品也如期落地，肿瘤早筛和伴随诊断赛道优质，潜在市场空间巨大，我们高度看好公司的发展前景，公司合理估值 304-340 亿，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策进展低于预期；研发和产品注册进度低于预期；市场推广和商业化进展低于预期。

**表 3: 可比公司估值**

代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 20-10-30	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
000710	贝瑞基因	177	49.9	0.83	0.56	1.02	1.27	60.2	88.3	48.8	39.2	14%	5.7	买入
300676	华大基因	596	149	0.69	8.86	3.89	2.47	215.7	16.8	38.3	60.3	5%	0.3	买入
002030	达安基因	332	37.8	0.11	1.43	0.88	0.99	359.7	26.4	43.1	38.2	1%	0.2	无
300685	艾德生物	186	84	0.61	0.83	1.14	1.51	137.6	101.3	73.5	55.7	14%	2.9	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 其他无评级公司为 wind 一致预测 注: 贝瑞基因 PEG 按照 2019 扣非后计算

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	411	756	986	1317	营业收入	1618	1623	2226	2818
应收款项	840	934	1159	1467	营业成本	629	720	862	1071
存货净额	422	491	639	782	营业税金及附加	6	6	9	11
其他流动资产	173	174	238	301	销售费用	299	341	467	592
<b>流动资产合计</b>	<b>1853</b>	<b>2362</b>	<b>3028</b>	<b>3874</b>	管理费用	241	313	428	558
固定资产	0	330	691	1004	财务费用	(1)	14	37	60
无形资产及其他	72	69	66	63	投资收益	15	5	0	0
投资性房地产	962	962	962	962	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	182	286	390	494	其他收入	(8)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3069</b>	<b>4009</b>	<b>5137</b>	<b>6397</b>	营业利润	450	234	423	526
短期借款及交易性金融负债	11	14	8	11	营业外净收支	(5)	0	0	0
应付款项	213	216	254	310	<b>利润总额</b>	<b>446</b>	<b>234</b>	<b>423</b>	<b>526</b>
其他流动负债	225	316	401	503	所得税费用	59	35	63	79
<b>流动负债合计</b>	<b>450</b>	<b>546</b>	<b>662</b>	<b>824</b>	少数股东损益	(3)	(2)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	245	845	1445	2045	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>391</b>	<b>200</b>	<b>363</b>	<b>452</b>
其他长期负债	27	77	137	197					
<b>长期负债合计</b>	<b>272</b>	<b>922</b>	<b>1582</b>	<b>2242</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>722</b>	<b>1468</b>	<b>2244</b>	<b>3066</b>	净利润	391	200	363	452
少数股东权益	19	17	14	10	资产减值准备	(12)	0	0	0
股东权益	2328	2524	2879	3321	折旧摊销	83	13	33	55
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3069</b>	<b>4009</b>	<b>5137</b>	<b>6397</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(1)	14	37	60
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1162)	(21)	(255)	(295)
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	9	(2)	(3)	(4)
每股收益	1.10	0.56	1.02	1.27	<b>经营活动现金流</b>	<b>(692)</b>	<b>190</b>	<b>137</b>	<b>207</b>
每股红利	0.02	0.01	0.02	0.03	资本开支	518	(340)	(390)	(365)
每股净资产	6.57	7.12	8.12	9.37	其它投资现金流	(6)	0	0	0
ROIC	18%	8%	13%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>407</b>	<b>(444)</b>	<b>(494)</b>	<b>(469)</b>
ROE	17%	8%	13%	14%	权益性融资	1	0	0	0
毛利率	61%	56%	61%	62%	负债净变化	245	300	300	300
EBIT Margin	27%	15%	21%	21%	支付股利、利息	(8)	(4)	(8)	(10)
EBITDA Margin	32%	16%	22%	23%	其它融资现金流	(201)	2	(5)	3
收入增长	12%	0%	37%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>273</b>	<b>598</b>	<b>587</b>	<b>593</b>
净利润增长率	46%	-49%	81%	25%	<b>现金净变动</b>	<b>(12)</b>	<b>345</b>	<b>230</b>	<b>331</b>
资产负债率	24%	37%	44%	48%	货币资金的期初余额	424	411	756	986
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	货币资金的期末余额	411	756	986	1317
P/E	45.3	88.3	48.8	39.2	企业自由现金流	(177)	(141)	(222)	(107)
P/B	7.6	7.0	6.1	5.3	权益自由现金流	(134)	149	42	145
EV/EBITDA	35.1	75.1	40.5	32.4					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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