

300884.SZ
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 11.09

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.7)	(0.6)	3.2	(18.9)
相对深证成指	2.2	(3.0)	7.2	5.7

发行股数(百万)	252
流通股(%)	58
总市值(人民币 百万)	2,795
3个月日均交易额(人民币 百万)	91
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
缪国栋	26

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 12 月 12 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机设备

证券分析师: 杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

联系人: 王晓莲

(8610)66229321

xiaolian.wang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080038

狄耐克

主打医护对讲, 智慧医疗锁定第二成长曲线

狄耐克是楼宇对讲领军企业, 并切入医护对讲、智能家居等智慧物联网领域。老业务受益地产复苏与民生住房建设项目机遇, 新业务(尤其是智慧医疗)进展可观, 兑现连年翻倍增长。近期进一步和华为鸿蒙合作, 成为场景首家落地厂商。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 从医护对讲切入智慧医疗领域, 兑现连年倍增, 更添华为鸿蒙合作新局面。医护对讲空间近 50 亿, 智慧医疗大类市场空间为百亿级。公司从楼宇对讲延伸至医护对讲, 以细分领域切入智慧医疗产业。2022 年, 公司受华为认可, 双方达成合作, 打造鸿蒙终端在智慧医院(医疗信息交互领域)解决方案, 预计 2023 年进入收获期。此外, 疫情带来医护对讲建设高峰: 一方面方舱医院建设规模大、速度快, 公司已助力 40 余家方舱医护; 另一方面, 后疫情时代方舱改建亚定点医院需求不减。公司已内生实现近三年智慧医疗收入翻倍增长(2023 年有望收入 2.5 亿, 占比 15%), 坐实第二增长曲线。
- 楼宇对讲迎地产回暖机遇, 保障性住房与老旧小区改造创造新增量。近期央行和证监会等陆续公布房地产金融支持和融资新政, 地产行业有望回暖, 带动楼宇对讲市场需求。同时, 保障性住房 240 万套及老旧小区改造 965 万户, 为楼宇对讲创造了规模化增量市场。据中国房地产协会, 公司连续三年均为楼宇对讲首选厂商, 与龙湖、世茂、招商、华润等大型房地产商已经建立了良好、稳定的合作关系, 客户基础优质稳定, 未来有望恢复较快增速。
- 智能家居 C 端市场获得突破。从楼宇对讲向智能家居市场延续具备基础。2021 年我国精装房市场回暖, 智能家居设备出货量同比增长 11%, IDC 预测 2022 年整体市场规模超 6000 亿元, 未来五年我国智能家居设备出货量 CAGR 为 21.4%。公司布局智能家居业务, 持续扩张 C 端市场份额, 未来业绩增速有望稳步提升。

估值

- 预计 2022~2024 年净利润 1.11、1.61、2.42 亿元, EPS 为 0.44 元、0.64 元和 0.96 元, PE 为 25X、17X、12X。公司增速提升、估值偏低, 首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 鸿蒙医疗端布局低于预期; 技术研发不及预期; 疫情致院端需求不振。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	778	942	952	1,205	1,625
变动(%)	26	21	1	27	35
净利润(人民币 百万)	154	104	111	161	240
全面摊薄每股收益(人民币)	0.612	0.411	0.441	0.638	0.953
变动(%)	(56.4)	(32.9)	7.5	44.5	49.4
全面摊薄市盈率(倍)	18.1	27.0	25.1	17.4	11.6
价格/每股现金流量(倍)	33.4	630.4	9.8	(9.9)	10.4
每股现金流量(人民币)	0.33	0.02	1.13	(1.12)	1.07
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.0	16.5	10.9	10.3	7.3
每股股息(人民币)	0.095	0.109	0.093	0.152	0.214
股息率(%)	0.9	1.0	0.8	1.4	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

传统楼宇对讲位居龙头，新业务智慧医疗翻倍成长	5
十七年发展领军楼宇对讲，实控人深耕公司多年	5
营收高速增长，毛利率保持稳定.....	6
智慧医疗翻倍增长，新业务占比迅速提升	7
智慧医疗高歌猛进，华为鸿蒙锦上添花	8
鸿蒙在智慧医疗中首次落地，市场空间广阔.....	8
后疫情时代医护对讲增量需求提升	9
政策持续催化，人口老龄化与医疗新基建均有助力	9
提供智慧医疗全场景解决方案，订单充足保障收入延续翻倍增长	10
楼宇对讲传统业务受益于下游房地产复苏	13
地产有望回暖，带动楼宇对讲需求	13
保障性住房建设和老旧小区改造为重点增量市场	14
公司为楼宇对讲领军企业，优势突出，行业首选	15
智能家居获得 C 端市场突破	17
长期布局，品类覆盖齐全.....	17
精装房项目开发带动智能家居需求，市场空间广阔.....	17
竞争格局明朗，划分四大阵营	19
盈利预测与投资建议	21
盈利预测：智慧医疗延续倍增，地产业务回升，整体营收 25-45%增速	21
投资建议：智慧医疗业务迎突破性增长机遇.....	22
风险提示	23

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 实控人缪国栋合计持有 32.77% 股份	6
图表 3. 2016-2021 营收 CAGR 21.87%	6
图表 4. 2016-2021 归母净利 CAGR 13.82%.....	6
图表 5. 2016-2022Q3 毛利率基本维持 40%左右.....	7
图表 6. 医护对讲业务快速增长.....	7
图表 7. 业务格局向智慧医疗业务调整.....	7
图表 8. 2016-2021 年全国医疗卫生机构床位数及增速.....	8
图表 9. 2016-2021 年医护对讲市场规模.....	8
图表 10. 2016-2021 年全国医疗卫生机构数及增速.....	9
图表 11. 2016-2021 年智慧医疗市场规模.....	9
图表 12. 近期智慧医院建设政策.....	10
图表 13. 公司智慧病房业务架构	10
图表 14. 公司智慧门诊业务架构	11
图表 15. 公司的智能机器人产品可以运用到医院、办公楼、商场等多个消毒场景.....	11
图表 16. 公司医护对讲业务收入快速增长.....	12
图表 17. 医护对讲业务毛利率水平较高	12
图表 18. 2016-2022Q3 年度商品住宅竣工面积.....	13
图表 19. 2016-2022Q3 楼宇对讲市场规模	13
图表 20. 2022 年以来房地产政策.....	14
图表 21. 政策持续催化保障性住房建设加速	14
图表 22. 公司楼宇对讲系统架构	15
图表 23. 狄耐克为楼宇对讲首选品牌	15
图表 24. 公司楼宇对讲六大核心优势	15
图表 25. 楼宇对讲收入稳步上升.....	16
图表 26. 毛利率受上游成本上升和疫情影响	16
图表 27. 公司智能家居业务发展历程	17
图表 28. 公司智能家居产品包含平台、终端和传感等	17
图表 29. 近年智能家居支持政策持续催化.....	18
图表 30. 2021 年精装修智能家居项目出现拐点.....	19

图表 31. 智能家居系统渗透率还较低	19
图表 32. 智能家居设备出货量超 2 亿台	19
图表 33. 2022 年智能家居市场规模预计超六千亿	19
图表 34. 智能家居竞争厂商主要分为四大阵营	20
图表 35. 盈利预测	21
图表 36. 费用率预测	21
图表 37. 可比公司估值对比	22
损益表(人民币 百万)	24
资产负债表(人民币 百万)	24
现金流量表(人民币 百万)	24
主要比率 (%)	24

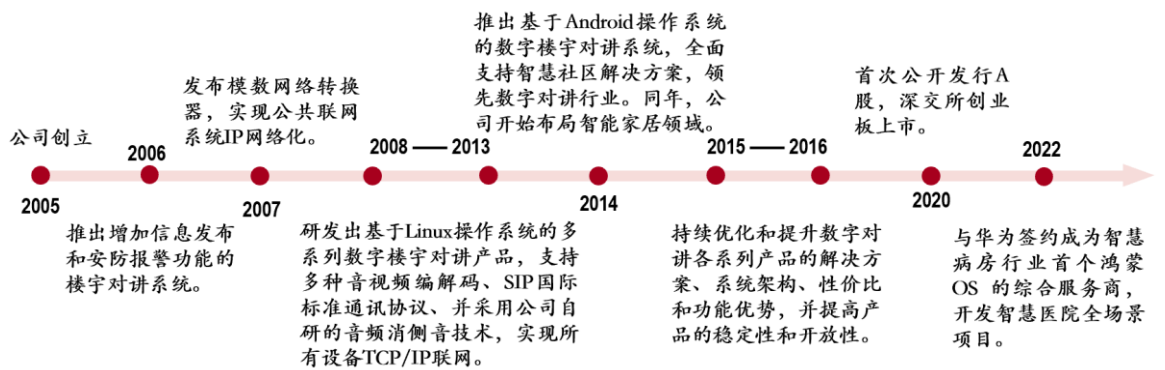
传统楼宇对讲位居龙头，新业务智慧医疗翻倍成长

十七年发展领军楼宇对讲，实控人深耕公司多年

17年积累，领军楼宇对讲，全方位布局智慧社区。厦门狄耐克智能科技股份有限公司（后称“狄耐克”或“公司”）成立于2005年，2008至2013年先后研发出基于Linux操作系统的多系列数字楼宇对讲产品，实现所有设备TCP/IP联网。2014年领先行业推出基于Android操作系统的数字楼宇对讲系统，同时布局智能家居领域。2020年首次公开发行A股，深交所创业板上市。发展至今，公司围绕智慧社区和智慧医院领域，形成以楼宇对讲、智能家居及医护对讲产品为主的产业结构，同时产品覆盖新风系统、智慧通行、智能门锁等智慧社区、智慧医院相关应用领域。

持续完善智慧病房业务，合作寻求新增长动力。9月27日，狄耐克与华为签约成为智慧病房行业首个鸿蒙OS的综合服务商，面向全国提供解决方案，开发智慧医院全场景项目。

图表 1. 公司发展历程

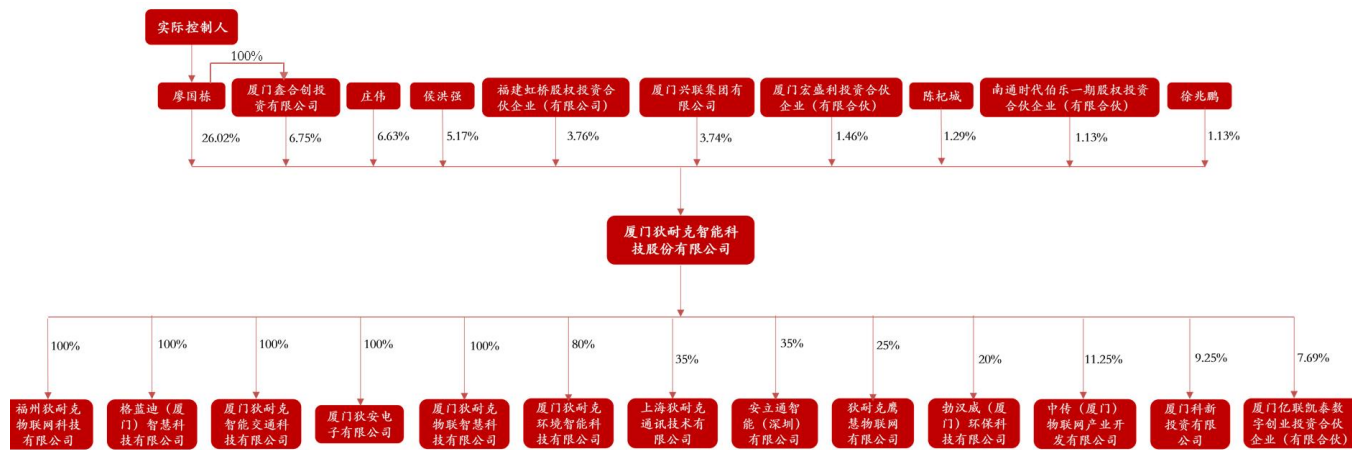


资料来源：公司公告，中银证券

实控人为董事长兼总经理缪国栋，深耕公司多年。缪国栋直接持有26.02%的股份，通过鑫合创间接持有6.75%的股份，合计持有公司32.77%的股份，是公司第一大股东。缪国栋为高级工程师，具有相关生产经验，2005年进入狄耐克，2017年至今担任公司董事长及总经理，深耕狄耐克坚定带领公司持续成长。

业务板块多元，子公司专注各自领域发展。公司的主要子公司及控股公司包括狄耐克智能科技（楼宇对讲）、狄耐克物联智慧（智慧医疗）、狄耐克环境智能（新风系统）、狄耐克鹰慧物联网（智能梯控）、格蓝迪智慧科技（非可视对讲）等。

图表 2. 实控人缪国栋合计持有 32.77% 股份



资料来源：公司公告，中银证券

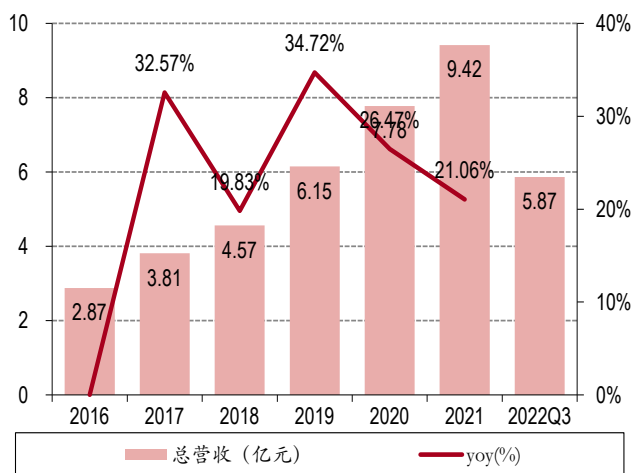
注：截至 2022/11/30

营收高速增长，毛利率保持稳定

2021 年营收 9.42 亿元 (+21.06%)、归母净利润 1.04 亿元 (-32.93%)，2022Q3 营收 5.87 亿元 (-7.54%)、归母净利润 0.58 亿元 (-20.94%)。2016-2021 年营收 CAGR21.87%、归母净利润 CAGR13.82%。近年受原材料和 IC 芯片价格上涨及疫情影响，公司利润端表现不及营收端。同时公司积极应对原材料的持续上涨：(1) 持续产品创新和优化产品结构，探索研发替代方案；(2) 加强供应链精细化管理，调整供应链布局，持续拓展供应商渠道，导入有竞争力的物料，根据原材料波动情况进行策略性采购储备；(3) 通过多元化的定价体系，调整产品的市场销售策略等措施。

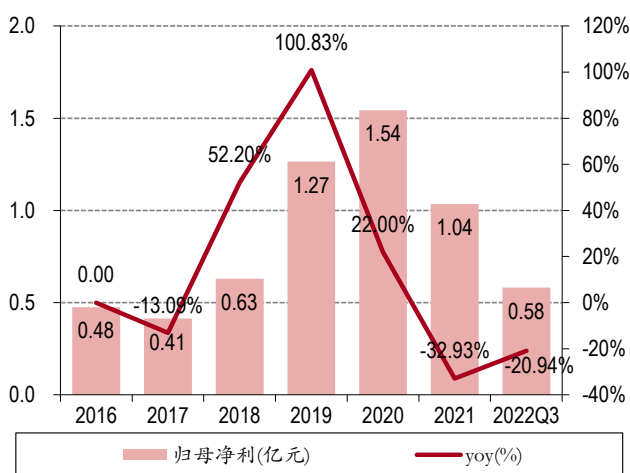
毛利率维持较高水平，研发投入持续加大。公司毛利率维持在 40% 左右，净利率在 10~20%，2022Q3 毛利率和净利率分别为 40.24% 和 10.0%。研发投入逐年上升，2022Q3 研发费用占营收比重达 6.05% 为历史较高水平。

图表 3. 2016-2021 营收 CAGR 21.87%



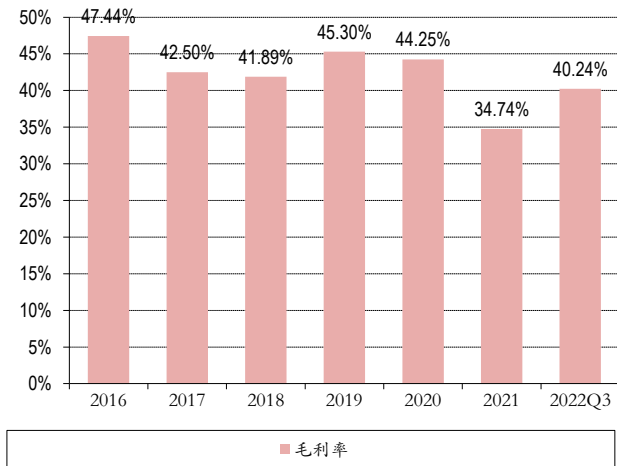
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2016-2021 归母净利润 CAGR 13.82%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2016-2022Q3 毛利率基本维持 40%左右



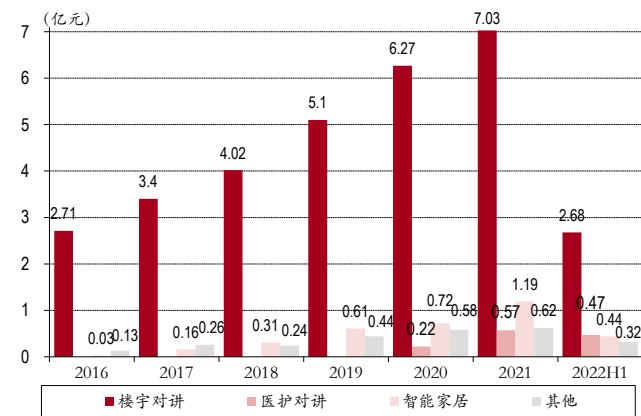
资料来源：公司公告，中银证券

智慧医疗翻倍增长，新业务占比迅速提升

2018 年以前公司业务以楼宇对讲为主，医护对讲、智能家居份额近年明显提升。楼宇对讲在公司营收结构中占比逐年降低，2016-2018 年占比近九成，2022 占比 68.47%。医护对讲为 2019 年新增业务板块，2020、2021、2022H1 营业收入实现高速增长，同比增速分别为 243.17%、161.27%、112.1%。

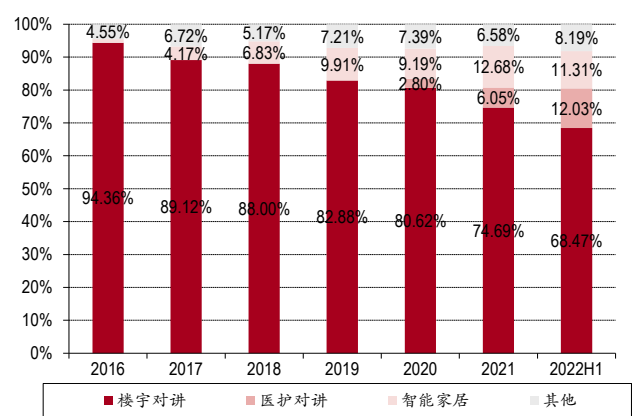
新兴业务占比逐步提升，业务结构加速调整。2022H1，公司的四大业务板块：楼宇对讲、医护对讲、智能家居、其他业务（停车场系统、新风系统、智能锁等）分部收入占比总营收比重分别为 68.47%、12.03%、11.31%、8.19%。楼宇对讲仍为公司最主要的收入来源，但占比逐年下调，与此同时，医护对讲、智能家居业务占比均有较为显著的提升。

图表 6. 医护对讲业务快速增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 业务格局向智慧医疗业务调整



资料来源：公司公告，中银证券

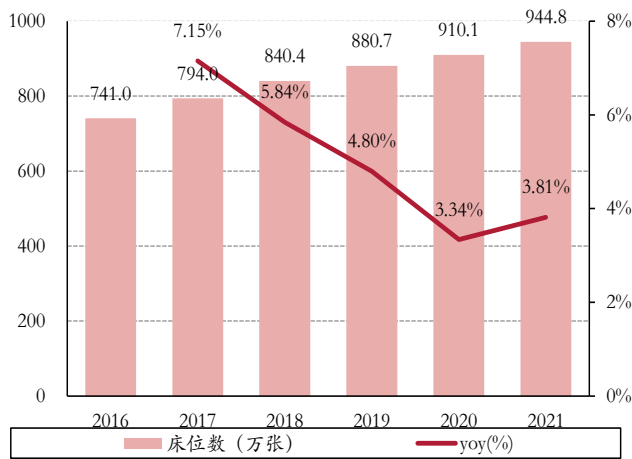
智慧医疗高歌猛进，华为鸿蒙锦上添花

鸿蒙在智慧医疗中首次落地，市场空间广阔

联手华为，加速开拓智慧医疗市场，预计未来占收入三成。2020年公司医护对讲业务收入开始有所体现，至今其占收入比重持续提升，公司在逐步调整业务布局，计划未来智慧医疗板块的收入预计占整体收入的30%左右。2022年9月底，公司与华为签约，双方面向全国提供解决方案，联合开发智慧医院全场景项目。华为鸿蒙终端数量高增多个细分领域产品迅速落地，此次是在智慧医院的医疗信息交互（包含医护对讲、探视、一键报警等）领域的首次落地，有望实现医疗领域从硬件到软件的全场景国产化适配。

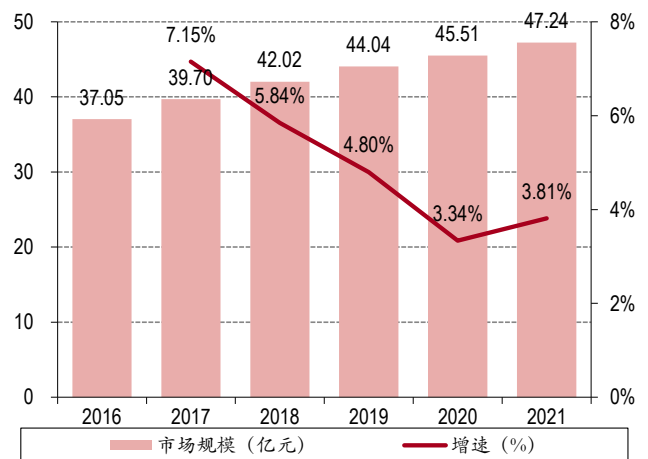
医护对讲空间47亿元。根据卫健委，2016-2021年我国医疗卫生机构床位数由741.0万张增长至944.8万张，复合增长率4.98%。保守假设医护对讲价值500元/床，即2021年医护对讲市场空间为47亿元。

图表 8. 2016-2021 年全国医疗卫生机构床位数及增速



资料来源：卫健委，中银证券

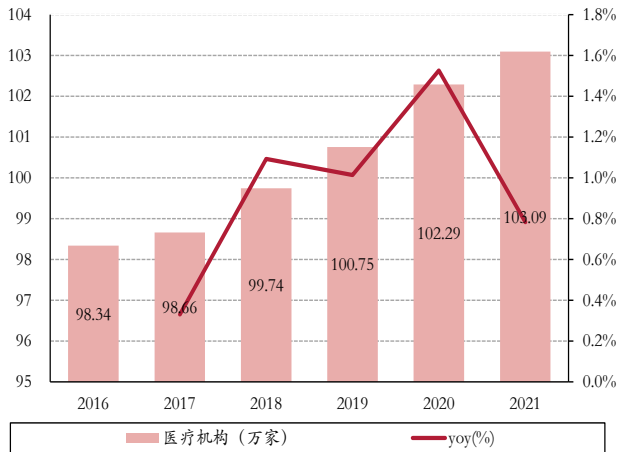
图表 9. 2016-2021 年医护对讲市场规模



资料来源：卫健委，中银证券

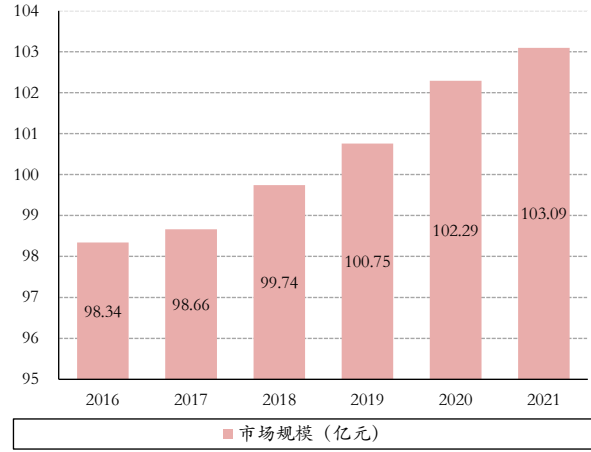
智慧医疗大类市场空间为百亿级。据卫健委，2021年末我国医疗机构103万家，保守按万元/家估算，整体市场超100亿元。目前基于鸿蒙这类系统的智能化产品渗透率还很低，公司智慧医疗业务收入在亿元级别（按线性外推预计），提升空间可观。随着医疗机构数量的扩张，市场规模将快速提升。

图表 10. 2016-2021 年全国医疗卫生机构数及增速



资料来源：卫健委，中银证券

图表 11. 2016-2021 年智慧医疗市场规模



资料来源：卫健委，中银证券

后疫情时代医护对讲增量需求提升

公司面向方舱医院提供定制化的智慧方舱医院解决方案，主要涵盖无线呼叫、有线呼叫和智能呼叫三大类型，产品涵盖病床分机、候诊屏、宣教屏、紧急报警按钮等。方舱医院的产品定制化需求相比大型三甲医院低，偏向于复制性更强的产品和解决方案，但近期在全国各地加速建设方舱医院的趋势下，新增的设备需求规模非常可观。

方舱迎来最大规模建设，显著带动医护对讲设备需求。3月22日国务院公布全国已经建成或正在建设的方舱医院有33家，床位总计3.5万张。4月29日国新办公布截至4月25日全国已建成和正在建设的方舱医院近400家，床位总数约56万余张。下半年各省市方舱建设速度和规模更盛，11月广州已经交付方舱医院16个、床位3.9万张并仍有20个项目在建，全市规划方舱床位超11万张，广东省方舱床位规划近19万张。

截至11月，公司已经助力全国方舱医院项目共计40余家，包括北京新国展方舱医院、杭州白马湖方舱医院、南京西太湖方舱医院、四川正兴方舱医院、厦门国际健康驿站、济南长清方舱医院、济南历城方舱医院、济南旅游路方舱医院等。

根据政策精神，防控常态化后期方舱医院将改建成亚定点医院，建设投入有望持续。

政策持续催化，人口老龄化与医疗新基建建设均有助力

智慧医疗为民生信息化重点内容，人口老龄化需求与医疗新基建均有催化。

国家始终将医疗问题放在民生建设的突出位置，智慧医院建设在关于发展智慧城市以及“互联网+”等国家战略中均被列为了重点项目。随着国家一系列政策文件的出台和新医疗体制改革的不断深入，各地对智慧医院及智慧医疗的建设力度持续加大，进一步促进我国医疗信息化产业的发展，驱动智慧医院行业进入高速发展阶段。

人口老龄化及医疗新基建推动智慧医疗快速发展。人口老龄化、政策驱动、行业技术积累是推动医疗健康行业大发展的关键因素。根据中国发展基金会发布的《中国发展报告2020：中国人口老龄化的发展趋势和政策》预测，我国将在2022年进入深度老龄化社会，从2035年到2050年是中国人口老龄化的高峰阶段，到2050年中国65岁及以上的老年人口将达3.8亿，占总人口比例近30%；60岁及以上的老年人口将接近5亿，占总人口比例超三分之一，发展健康产业是应对我人口老龄化的必然要求。

9月13日，国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，专项再贷款额度2000亿元以上。近日卫健委通知拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，每家医院贷款金额不低于2000万。

图表 12. 近期智慧医院建设政策

发布时间	产业政策	发布单位	主要内容
2022 年 8 月	《公立医院高质量发展评价指标（试行）》	卫健委、中医药局	将“智慧医院建设成效”这一定量指标纳入文件中，持续强化公立医院运营管理的科学化、规范化、精细化，加速推进智慧医院建设发展。
2022 年 7 月	《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》	科技部等六部门	明确要以更智能的城市、更贴心的社会为导向，在医疗健康等领域持续挖掘人工智能应用场景机会，积极探索医疗影像智能辅助诊断、临床诊疗辅助决策支持、医用机器人、互联网医院、智能医疗设备管理、智慧医院、智能公共卫生服务等场景，进一步提升智慧医院建设的战略地位。
2022 年 3 月	《关于“十四五”中医药发展规划》	国务院	再次强调要推进智慧医疗、智慧服务、智慧管理“三位一体”的智慧中医医院建设，明确要持续推进“互联网+医疗健康”、“五个一”服务行动，构建覆盖诊前、诊中、诊后的线上线下一体化中医医疗服务模式，让患者享有更加便捷、高效的中医药服务。
2021 年 6 月	《关于推动公立医院高质量发展的意见》	国务院	指出要强化信息化支撑作用，推动云计算、大数据、物联网、区块链、5G 等新一代信息技术与医疗服务深度融合，推进电子病历、智慧服务、智慧管理“三位一体”的智慧医院建设和医院信息标准化建设。
2021 年 3 月	《医院智慧管理分级评估标准体系（试行）》	卫健委	明确医院智慧管理各级别实现的功能，指导各地、各医院评估医院智慧管理建设发展现状，完善“三位一体”智慧医院建设的顶层设计，建立医院智慧管理持续改进体系，提升医院管理精细化、智能化水平。

资料来源：国务院，卫健委，科技部，中银证券

提供智慧医疗全场景解决方案，订单充足保障收入延续翻倍增长

公司智慧医疗业务以“智慧门诊”和“智慧病房”建设为核心，同时布局机器人产业。通过物联网、大数据、人工智能等前沿技术集成应用，同时运用互联网信息技术改造、优化诊疗流程，改善患者就医体验，提升医疗服务的品质，实现健康医疗服务的标准化、数据化和智能化。

打造多个标杆项目，市场地位显著提升。包括广州呼吸中心、温州医科大学附属第一医院、南京东部战区总医院、中山大学附属第五医院、成都市第二人民医院，中国人民解放军第 906 医院等国内三甲医院，得到客户高度认可，并荣获第九届中国医院建设十佳建筑设备供应商、智慧医疗行业十大品牌，公司在智慧医院的市场地位显著提升。

图表 13. 公司智慧病房业务架构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 公司智慧门诊业务架构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 公司的智能机器人产品可以运用到医院、办公楼、商场等多个消毒场景



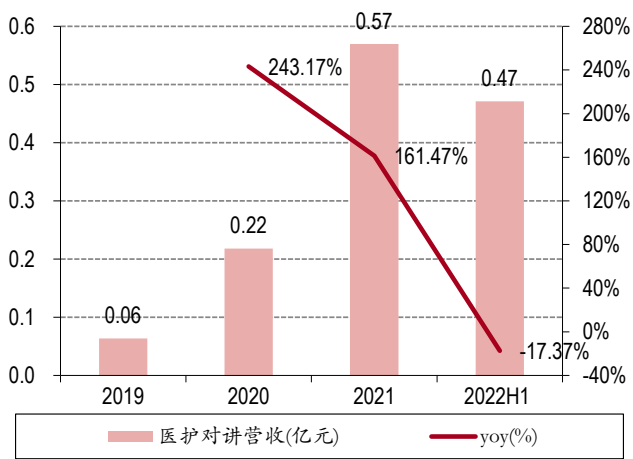
资料来源：公司公告，中银证券

智慧医院为公司重点拓展的新领域，营收高速增长。 医护对讲项目是基于公司楼宇对讲产品优势于 2020 年发展的新增项目。医护对讲 2021 年实现营业收入 0.57 亿元，同比增长 161.27%；2022 上半年公司医护对讲产品实现营业收入 0.47 亿元，同比 112.05%。2020 年、2021 年、2022H1 医护对讲项目营收占比快速增长，分别为 2.80%、6.05%、12.03%，发展势头强劲。

紧抓发展机遇，扩大公司“第二曲线”业务优势。 2022 年上半年，面对反复出现的新冠疫情，公司根据国家和各地方政府对方舱医院、健康驿站、集中隔离点等临时性建筑的部署，快速推出定制化的智慧方舱医院解决方案，主要涵盖无线呼叫、有线呼叫和智能呼叫三大类型。公司助力全国方舱医院项目共计 40 余家。

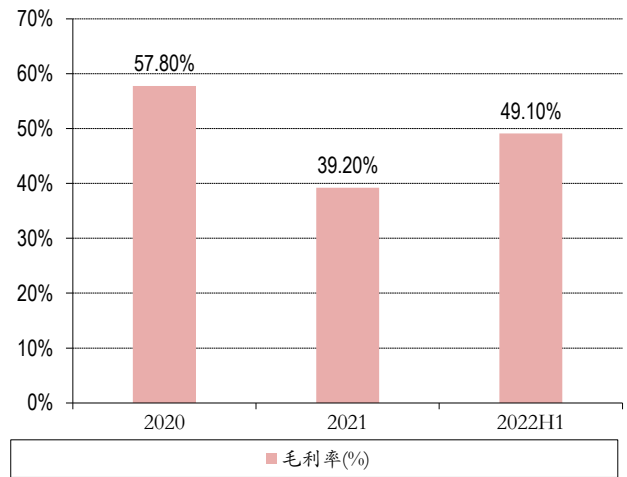
预计未来智慧医疗业务将保持高速增长，目标 2022 年全年收入 1.3 亿元左右，2022 年、2023 年分别收入 2.5 亿和 5 亿元左右。

图表 16. 公司医护对讲业务收入快速增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 医护对讲业务毛利率水平较高



资料来源：公司公告，中银证券

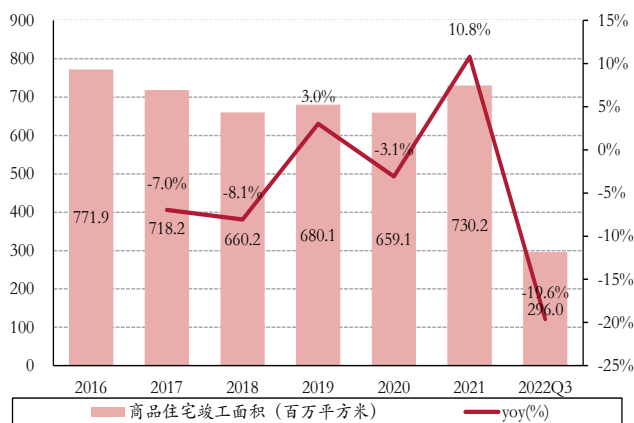
楼宇对讲传统业务受益于下游房地产复苏

地产有望回暖，带动楼宇对讲需求

地产市场对楼宇对讲需求容量呈波动态势。2016-2021 年度竣工面积整体下降，增速呈波动状。2016-2021 年我国实现住宅竣工面积分别为 7.72 亿、7.18 亿、6.6 亿、6.8 亿、6.6 亿、7.3 亿平方米。楼宇对讲系统产品通常是在房地产项目施工的竣工交房前进行施工安装，在宏观政策调控的影响下，市场对楼宇对讲系统需求容量也呈现波动趋势。根据中国安防行业门户 OFweek 安防网数据，若以 TCP/IP 数字楼宇可视对讲产品户均为 800 元，户均面积 100 m² 计算，则可视对讲产品的使用标准为 8 元/m²。此标准估算，2016-2021 年我国楼宇对讲系统在住宅中的应用规模分别约为 61.75 亿元、57.45 亿元、52.81 亿元、54.41 亿元、52.73 亿元和 58.41 亿元。

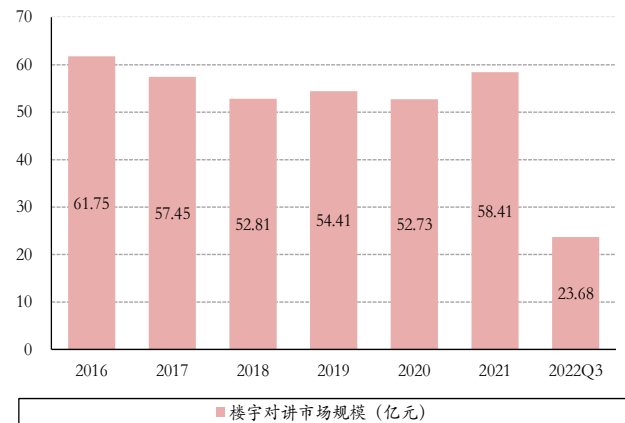
2022 年度房地产走势低迷，前三季度楼宇对讲预计规模仅 23.68 亿。受行业整体交付压力增加、疫情影响、现金流压力导致的停工项目增加的背景下，2022Q3 商品房竣工面积仅为 2.96 亿，同比-19.6%。

图表 18. 2016-2022Q3 年度商品住宅竣工面积



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 19. 2016-2022Q3 楼宇对讲市场规模



资料来源：国家统计局，OFweek，中银证券

证监会公布房地产五条融资新政，市场有望回暖带动下游需求。2022 年以来，房地产行业的政策密集出台，政策层面表态积极，以稳定房地产平稳健康发展。11 月政策频出，金融证券行业对房地产的支持力度持续加码。11 月 28 日，证监会发布“资本市场支持房地产平稳健康发展 5 项措施”即日实施：（1）恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；（2）恢复上市房企和涉房上市公司再融资；（3）调整完善房地产企业境外市场上市政策；（4）进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；（5）积极发挥私募股权投资基金作用。

在政策催化和资本市场支持下，房地产市场有望加快恢复平稳健康发展，房地产企业资产负债表显著改善，项目逐步恢复，带动下游楼宇对讲市场需求。

图表 20. 2022 年以来房地产政策



资料来源: 万得, 央行, 证监会, 中银证券

保障性住房建设和老旧小区改造为重点增量市场

保障性租赁住房为楼宇对讲带来发展新机遇。为解决好大城市住房突出问题,保障好群众住房需求,政策继续坚持租购并举,加快发展长租房市场,推进保障性住房建设,坚持稳地价、稳房价、稳预期,助力房地产行业良性循环和健康发展。住房和城乡建设部表示,2022年要大力增加保障性租赁住房供给,2022年全年实现建设筹集保障性租赁住房240万套,相比2021年任务量高出1.5倍,占“十四五”总目标的37%。由此可见,2022年保障性租赁住房将迎来增长。

老旧小区改造创造楼宇对讲系统新一轮的市场需求。据住建部公布,2021年,全国各类棚户区改造开工165万套,基本建成205万套,稳步推进棚户区改造,全国新开工改造城镇老旧小区5.56万个,惠及居民965万户。“十四五”期间,我国将基本完成2000年底前建成的21.9万个城镇老旧小区改造,加快改善居民居住条件。

图表 21. 政策持续催化保障性住房建设加速

发布时间	产业政策	发布单位	主要内容
2021年7月	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	国务院	出在全国大城市中加大保障性租赁住房供给,缓解住房租赁市场结构性供给不足。
2022年1月	《“十四五”公共服务规划》	住建部	强调加大金融、土地、公共服务等政策支持力度,扩大保障性租赁住房供给,并表示“十四五”期间,40个重点城市初步计划新增650万套保障性租赁住房。
2022年1月	《“十四五”公共服务规划》	发改委	明确了住有所居领域的公共服务项目,其中,基本公共服务包括公租房、棚户区改造、农村危房改造,普惠性非基本公共服务包括保障性租赁住房、共有产权住房、城镇老旧小区改造和住房公积金。不断满足人民群众美好生活需要,努力增进人民群众的获得感、幸福感、安全感。
2022年2月	《2021年国民经济和社会发展统计公报》	统计局	2021年,全国各类棚户区改造开工165万套,基本建成205万套,稳步推进棚户区改造。
2021年7月	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	国务院	提出在全国大城市中加大保障性租赁住房供给,缓解住房租赁市场结构性供给不足。

资料来源: 国务院, 发改委, 住建部, 统计局, 中银证券

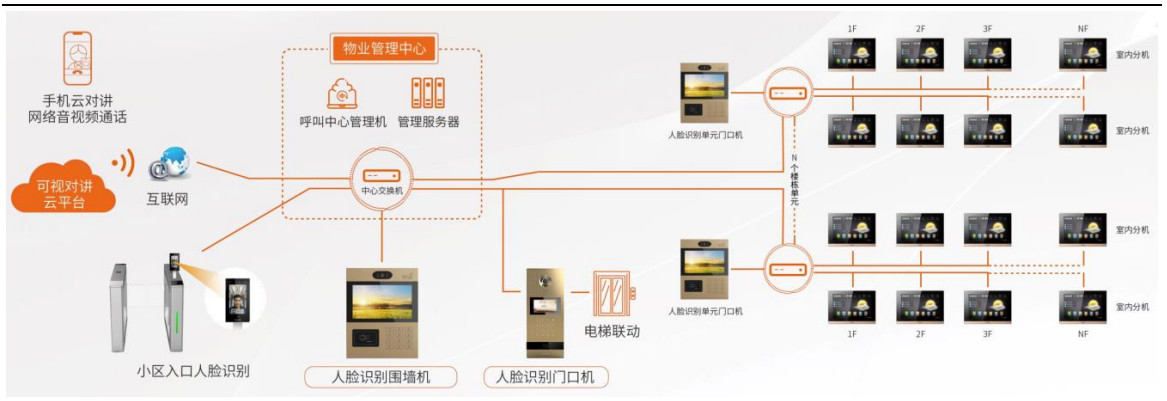
公司为楼宇对讲领军企业，优势突出，行业首选

连续三年品牌首选率排名皆为第一。根据中国房地产业协会与中国房地产测评中心等权威机构公布的《中国房地产开发企业 500 强首选供应商及服务商品品牌测评榜单》数据，2019-2021 年，公司楼宇对讲产品品牌首选率分别为 18%、18%和 16%，连续三年排名皆为第一名，公司楼宇对讲产品的品牌知名度名列前茅。

公司安卓平台数字对讲云社区系统是在传统数字对讲系统的基础上，广泛应用物联网技术和云计算技术，以楼宇安防、智能家居、物业管理、社区 O2O 及多屏联动等技术解决方案实现个人、家庭、社区及城市之间的互联互通。

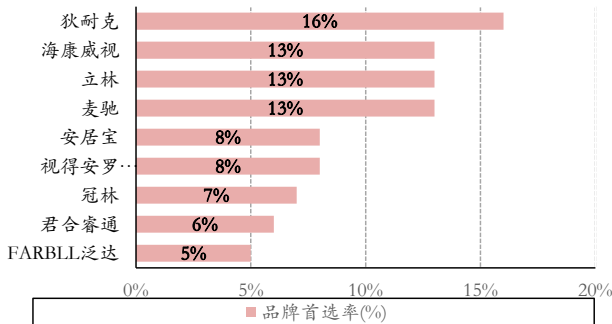
公司是楼宇对讲国家标准、国际标准编制单位之一。狄耐克楼宇对讲产品具备六大核心优势。

图表 22. 公司楼宇对讲系统架构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 狄耐克为楼宇对讲首选品牌



资料来源：中国房地产业协会，中银证券

图表 24. 公司楼宇对讲六大核心优势

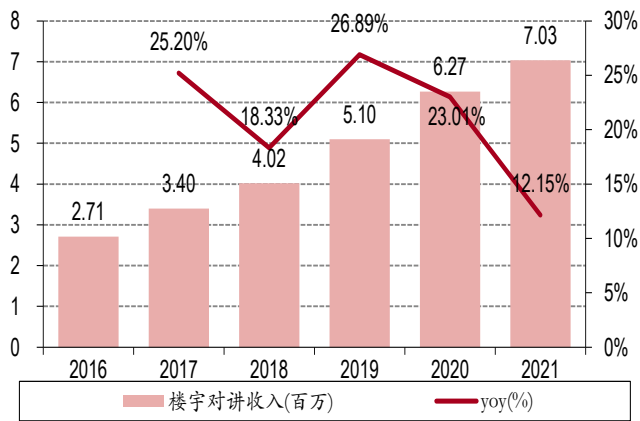


资料来源：公司公告，中银证券

2021 年楼宇对讲系统营业收入 7.03 亿元，同比增长 12.15%，占营收比重为 74.69%。楼宇对讲系统是公司的主要产品，2016-2021 年营收占比逐年递减，但始终超七成。公司加大楼宇对讲系统研发投入，不断更新和提升人脸识别算法和模型，推出新型产品，实现人工智能技术与楼宇对讲产品的有效融合。

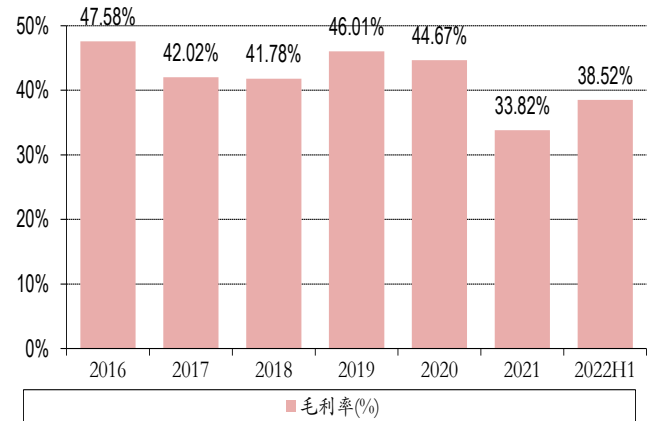
2021 年毛利率比上年同期下降 10.86 个百分点，2022 年有所回升。系主要原材料液晶显示屏和方案 IC 芯片受全球新冠疫情及国际国内市场价格波动等多种因素影响，采购价格大幅上涨，以及芯片供应短缺，导致主营业务毛利率下降。公司通过探索研发替代方案、持续拓展供应商渠道策略性采购储备、调整产品的市场销售策略等措施，积极应对原材料价格上涨及芯片供应短缺带来的不利影响。

图表 25. 楼宇对讲收入稳步上升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 26. 毛利率受上游成本上升和疫情影响



资料来源：公司公告，中银证券

营销渠道稳定，客户资源优质。公司主要采用直销为主的销售模式，截至 2022 年 6 月末，公司在全国各地共设立 60 个直属办事处，拥有 30 多个经销网点，基本实现了全国一、二线城市的办事处布局和销售、服务的本地化公司与龙湖集团、世茂房地产、招商蛇口、绿地控股、中南集团、华润置地、富力地产等大中型房地产商已经建立了良好、稳定的合作关系，连续 7 年荣获“中国房地产开发企业 500 强首选供应商品牌”。在行业中率先推出了战略集采的个性化定制服务机制，具备稳定的长期合作客户资源。

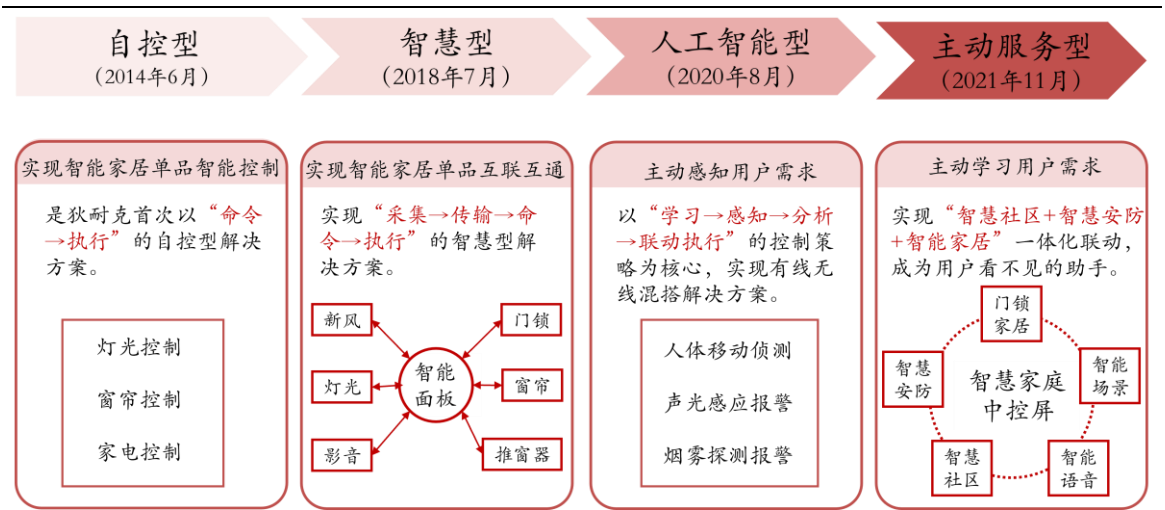
智能家居获得 C 端市场突破

长期布局，品类覆盖齐全

公司长期布局智能家居行业，处于行业领军地位。公司于 2014 年开始布局智能家居业务，以自控型解决方案实现智能家居单品智能控制，随后逐步实现智能家居单品互联互通、主动感知用户阶段。于 2021 年进入主动服务型解决方案，主动学习用户需求，实现“智慧社区+智慧安防+智能家居”一体化联动。

品类覆盖齐全，适配市面所有智能语音系统。公司智能家居产品支持鸿蒙、阿里云、京东云等智能语音系统。深化布局“1+7+N”解决方案，“1”为“智慧社区+智慧安防+智能家居”一体化联动，“7”为七大空间智能场景，“N”为 N 大智能子系统互联互通。

图表 27. 公司智能家居业务发展历程



资料来源：公司公告，中银证券

图表 28. 公司智能家居产品包含平台、终端和传感等



资料来源：公司公告，中银证券

精装房项目开发带动智能家居需求，市场空间广阔

中国智能家居行业受到国家产业政策的重点支持和各级政府的高度重视。国家持续颁布智能家居相关的一系列利好政策，以政策驱动+技术驱动+消费驱动，促进消费升级以及产业落地，推动智能家居行业发展与创新，为智能家居需求增长赋能。

住建部在 2020 年推出 3.9 万个老旧小区改造，涉及到 700 多万户的市场体量，再加上保障性住房的建设，整体市场空间非常可观。

5G、人工智能等技术的发展及智能健康消费的趋势也在催化智能家居行业发展。

图表 29. 近年智能家居支持政策持续催化

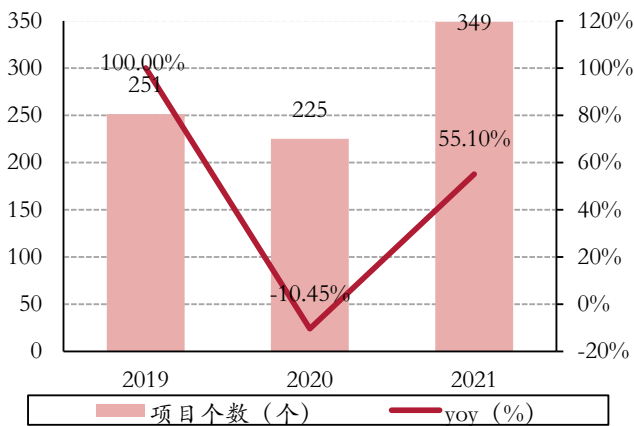
发布时间	政策/文件	发布单位	主要内容
2022.8	《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》	科技部	要针对未来家庭生活中家电、饮食、健康管理等个性化、智能化需求，运用云侧智能决策和主动服务、场景引擎和自适应感知等关键技术，加强主动提醒、智能推荐、健康管理、智慧零操作等综合示范应用，推动实现从单品智能到全屋智能、从被动控制到主动学习、各类智慧产品兼容发展的全屋一体化智控系统。在国家战略发展和一系列政策的支持下，我国智能家居行业必将迎来新的发展机遇，智能家居市场亦将迈入快速成长期。
2022.8	《推进家居产业高质量发展行动方案》	工信部等四部门	到 2025 年，家居产业创新能力明显加强，高质量产品供给明显增加，初步形成供给创造需求、需求牵引供给的更高水平良性循环，反向定制、全屋定制、场景化集成定制等个性化定制比例稳步提高，绿色、智能、健康产品供给明显增加的要求，并确立届时在家居产业培育 50 个左右知名品牌、10 个家居生态品牌，推广一批优秀产品，建立 500 家智能家居体验中心，培育 15 个高水平特色产业集群，以高质量供给促进家居品牌品质消费，进一步培育智能家居发展的有利土壤。
2022.7	《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》	商务部等十三部门	敦促各政府部门、行业协会、电商平台等各方发挥作用，全面促进智慧厨卫、智能安防、智能办公、智慧康养等绿色智能家电消费，并鼓励有条件的地方通过现有资金渠道给予政策支持，不得设置不合理和歧视性的准入、退出条件，扩大政策覆盖面，丰富消费者选择。该政策的实施激发了智能家居消费市场的潜力，进一步推动了消费升级。
2022.4	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	国务院	指出要深入开展人工智能社会实验，推动智能社会治理相关标准的制定，推动智能家居、安防等领域标准的统一，探索建立智能设备标识制度。随着行业制度的不断完善，智能家居企业的经营将更加规范，整体实力也将稳步提升，进而促进行业良性发展。
2021.4	《关于加快发展数字家庭提高居住品质的指导意见》	住建部、工信部等 16 部委	到 2022 年底，数字家庭相关政策制度和标准基本健全，基础条件较好的省(区、市)至少有一个城市或市辖区开展数字家庭建设，基本形成可复制可推广的经验和生活服务模式。到 2025 年底，构建比较完备的数字家庭标准体系;新建全装修住宅和社区配套设施，全面具备通信连接能力，拥有必要的智能产品;既有住宅和社区配套设施，拥有一定的智能产品，数字化改造初见成效;初步形成房地产开发、产品研发生产、运营服务等有序发展的数字家庭产业生态;健康、教育、娱乐、医疗、健身、智慧广电及其他数字家庭生活服务系统较为完善。

资料来源：国务院，住建部，商务部，中银证券

房地产精装房项目的持续开发，带动了数字楼宇对讲及智能家居的需求。根据奥维云网(AVC)监测数据显示，2021 年中国精装修市场智能家居新开盘项目 3036 个，配套规模 254.7 万套；2021 年精装修市场智能家居系统配套规模 27.5 万套，同比上升 63.5%，配置率为 9.6%，较去年提升 4.4%，智能家居系统逆势增高，成为智能家居行业的新风向。

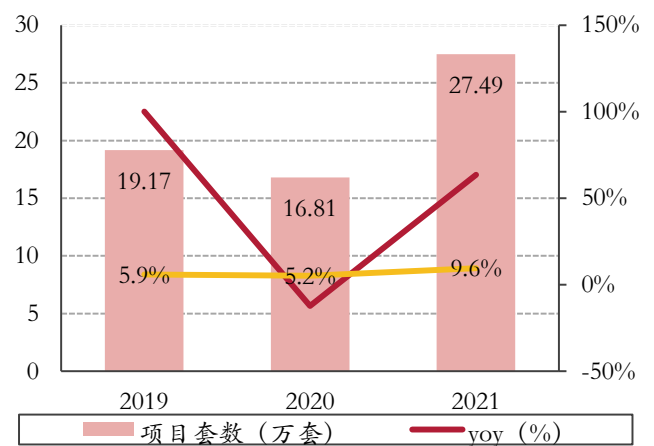
整体市场规模广阔，设备出货量迅速增长。据 IDC，2021 年中国智能家居设备市场出货量超过 2.2 亿台，同比增长 11.0%，预计未来五年中国智能家居设备市场出货量将以 21.4% 的复合增长率持续增长，2025 年市场出货量将接近 5.4 亿台。根据 CSHIA 发布的《中国智能家居生态发展白皮书》，2016-2020 年间，我国智能家居市场规模由 2608.5 亿元增长至 5144.7 亿元，CAGR 达到 18.51%。据 CSHIA 初步统计，中国智能家居行业 2021 年市场规模约为 5800 亿元，2022 年市场规模预计超 6000 亿元。

图表 30. 2021 年精装修智能家居项目出现拐点



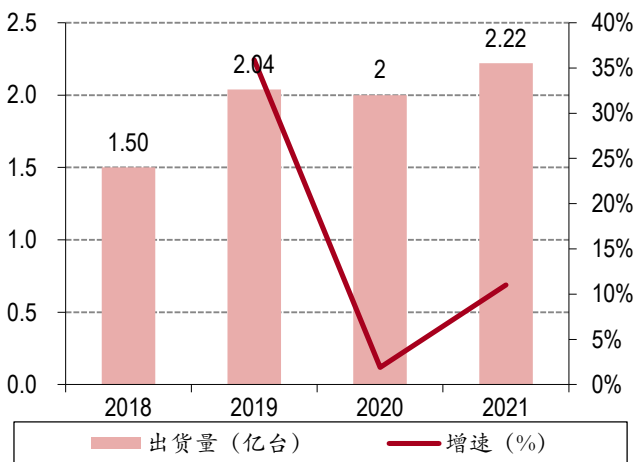
资料来源: AVC, 中银证券

图表 31. 智能家居系统渗透率还较低



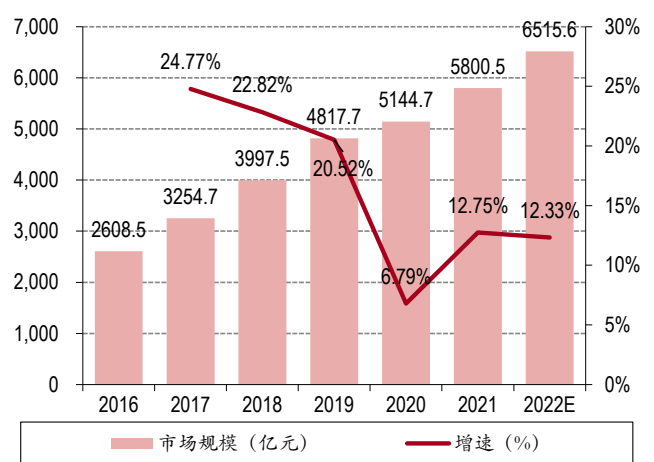
资料来源: AVC, 中银证券

图表 32. 智能家居设备出货量超 2 亿台



资料来源: IDC, 中银证券

图表 33. 2022 年智能家居市场规模预计超六千亿



资料来源: CSHIA, 中银证券

竞争格局明朗，划分四大阵营

智能家居行业生态化竞争主体可分为四大阵营：**互联网和科技企业**、**传统家电企业**、**开关电气和照明企业**、**社区安防和智能家居企业**。

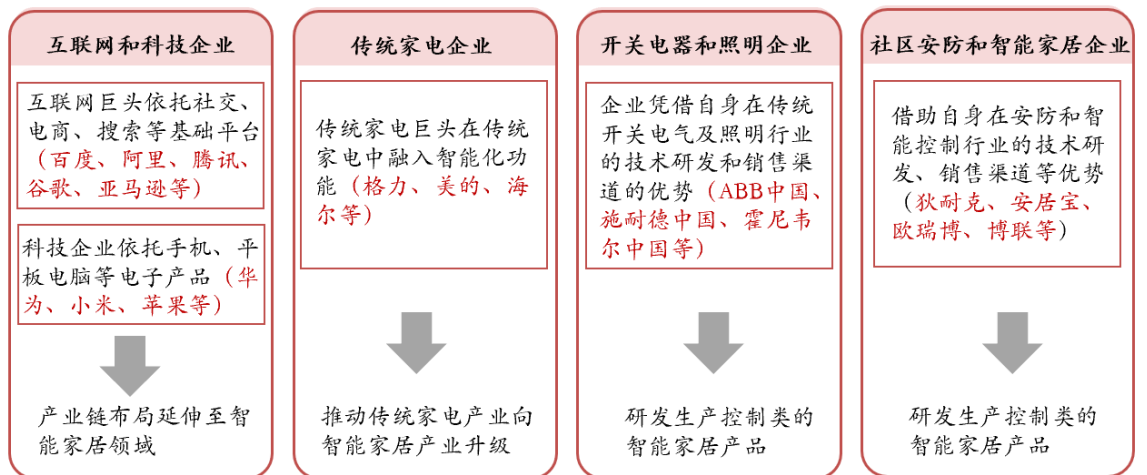
(1) **互联网和科技企业**（互联网企业：百度、阿里、腾讯、谷歌、亚马逊等；科技企业：华为、小米、苹果等）依托基础平台与电子产品，借助云计算和大数据技术，布局智能家居领域，推出智能音箱、智能网关等硬件产品和智能家居 APP 等软件产品。

(2) **传统家电企业**（格力、美的、海尔等）通过在传统家电中融入智能化产品，推动传统家电产业向智能家居产业升级。

(3) **开关电气和照明企业**（ABB 中国、施耐德中国、霍尼韦尔中国等）借助自身在传统开关电气及照明行业的技术研发和销售渠道等优势，向智能家居产业延伸，研发生产出智能开关面板、智能网关、灯控模块、输入输出模块等控制类的智能家居产品。

(4) **社区安防和智能家居企业**（社区安防企业：狄耐克、安居宝、欧瑞博、博联等）借助自身在安防和智能控制行业的技术研发、销售渠道等优势，研发生产出智能开关面板、智能网关、智能传感器、电动窗帘等控制类的智能家居产品。

图表 34. 智能家居竞争厂商主要分为四大阵营



资料来源：CSHIA，中银证券

盈利预测与投资建议

盈利预测：智慧医疗延续倍增，地产业务回升，整体营收 25-45% 增速

业务增速与毛利率假设

- (1) **智慧医疗（含医护对讲）** 业务在手订单情况良好，与华为的合作落地进一步助力大规模增长，2022-2024 年均有望保持翻倍增速。同时随着规模打开后产品毛利率将有提升。
- (2) **楼宇对讲业务** 2022 年主要挑选优质项目，2022 年收入与去年基本持平。2023 年后受房地产行业回暖带动，同时具备保障性住房和老旧小区改造增量需求，公司业务成熟，预计未来保持行业领先优势，收入增速提升，毛利率逐步改善。
- (3) **智能家居业务** 增速有明显提升，毛利率稳步提升。

费用率假设

智慧医疗业务前期销售费用显著高于其他业务，研发费用率逐步提升。随着营收规模快速增长，2024 年开始整体费用率逐步下降。考虑 2022 年已至四季度，业务情况基本确定，此处进一步做 2025 年预测备考。

图表 35. 盈利预测

业务 (人民币：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
楼宇对讲					
收入	703.34	633.01	727.96	858.99	1,030.79
YOY(%)	12.15	(10.00)	15.00	18.00	20.00
毛利率(%)	33.82	40.00	41.00	42.00	43.00
智能家居					
收入	119.41	131.35	157.62	189.15	226.98
YOY(%)	67.10	10.00	20.00	20.00	20.00
毛利率(%)	35.11	40.00	41.00	41.00	41.00
医护对讲					
收入	56.99	125.38	250.75	501.51	802.41
YOY(%)	161.27	120.00	100.00	100.00	60.00
毛利率(%)	39.22	42.00	43.00	43.00	43.00
其他业务					
收入	61.97	62.68	68.95	75.85	83.43
YOY(%)	7.77	9.00	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	40.30	41.00	41.00	41.00	41.00
收入合计	941.72	952.42	1,205.29	1,625.50	2,143.62
YOY(%)	21.06	1.14	26.55	34.86	31.87
毛利率(%)	34.74	40.33	41.42	42.15	42.71

资料来源：万得，中银证券

图表 36. 费用率预测

费用率(%)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
销售费用率	13.82	14.32	14.62	14.25	14.40
管理费用率	3.40	3.99	3.70	3.70	3.79
研发费用率	5.10	5.90	6.10	6.10	6.10

资料来源：公司公告，中银证券

综上所述，预计公司 2022-2024 年营收为 9.52、12.05 和 16.26 亿元，净利润为 1.11、1.61、2.42 亿元，对应 EPS 为 0.44 元、0.64 元和 0.96 元。对应 PE 分别为 25X、17X、12X。

投资建议：智慧医疗业务迎突破性增长机遇

估值分析

采取相对估值/可比公司法。选取可比公司：（1）楼宇对讲与智能家居公司，海康威视。（2）智慧医疗公司，创业慧康、卫宁健康、嘉和美康。

可比公司平均估值为 41/30/23 倍，公司估值为 25/17/12 倍，远低于行业估值。

图表 37. 可比公司估值对比

公司名称	股票代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
海康威视	002415.SZ	34.39	3244	1.7	2.1	2.5	20.3	16.7	14.0
创业慧康	300451.SZ	8.52	132	0.3	0.4	0.5	28.3	22.4	17.8
卫宁健康	300253.SZ	10.57	227	0.2	0.3	0.4	50.7	39.1	30.5
嘉和美康	688246.SH	31.86	44	0.5	0.8	1.1	65.8	42.4	28.4
平均				0.7	0.9	1.1	41.3	30.1	22.7
狄耐克	300884.SZ	11.09	28	0.4	0.6	1.0	25.1	17.3	11.6

资料来源：万得一致性预测，中银证券

注：股价截至 2022/12/12。

投资建议

公司在楼宇对讲领域长期占据龙头地位，产品成熟竞争优势稳定，受地产行业回暖带动有望提速。智能家居 ToB 端空间广阔，受政策、技术和消费催化有望保持高速增长。智慧医疗业务是公司未来重点布局方向，借力华为，随着鸿蒙系统在智慧医疗领域渗透率的提升，公司智慧医疗业务迅速拓展，收入有望保持翻倍增长。综合来看，公司是楼宇对讲和智能家居楼宇的稀缺龙头标的，未来智慧医疗预计成为有力的第二增长曲线。给予**买入**评级。

风险提示

1、鸿蒙医疗端布局低于预期

鸿蒙生态布局进度不及预期，公司与华为在医疗端合作落地延后。

2、技术研发不及预期

技术研发进度不及预期或落地应用成效不及预期。

3、院端需求不振

疫情影响导致行业相应财政预算低于预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	778	942	952	1,205	1,625
销售成本	(439)	(619)	(575)	(713)	(950)
经营费用	(146)	(165)	(167)	(236)	(338)
息税折旧前利润	193	157	211	256	337
折旧及摊销	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)
经营利润(息税前利润)	190	153	206	251	332
净利息收入/(费用)	3	7	8	8	6
其他收益/(损失)	23	44	36	37	33
税前利润	182	116	128	184	273
所得税	(27)	(13)	(17)	(24)	(34)
少数股东权益	0	(0)	(0)	(1)	(1)
净利润	154	104	111	161	240
核心净利润	154	103	111	161	240
每股收益(人民币)	0.612	0.411	0.441	0.638	0.953
核心每股收益(人民币)	0.612	0.411	0.441	0.638	0.953
每股股息(人民币)	0.095	0.109	0.093	0.152	0.214
收入增长(%)	26	21	1	27	35
息税前利润增长(%)	22	(19)	35	22	32
息税折旧前利润增长(%)	21	(19)	34	21	32
每股收益增长(%)	(56)	(33)	7	45	49
核心每股收益增长(%)	(56)	(33)	7	45	49

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	182	116	128	184	273
折旧与摊销	4	5	5	5	5
净利息费用	(2)	(4)	(5)	(4)	(4)
运营资本变动	(43)	(69)	110	(289)	21
税金	(27)	(13)	(17)	(24)	(34)
其他经营现金流	(30)	(30)	65	(154)	7
经营活动产生的现金流	84	4	286	(283)	269
购买固定资产净值	0	(0)	35	40	37
投资减少/增加	0	13	8	12	10
其他投资现金流	(592)	(106)	(69)	(80)	(74)
投资活动产生的现金流	(592)	(94)	(27)	(28)	(27)
净增权益	(24)	(28)	(23)	(38)	(54)
净增债务	4	7	(34)	35	(35)
支付股息	24	28	23	38	54
其他融资现金流	695	(5)	52	(35)	(52)
融资活动产生的现金流	698	2	19	(0)	(86)
现金变动	190	(87)	278	(311)	155
期初现金	111	313	224	502	191
公司自由现金流	(508)	(90)	259	(311)	241
权益自由现金流	(502)	(82)	222	(279)	204

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	313	224	502	191	346
应收帐款	495	625	431	820	924
库存	140	190	119	262	247
其他流动资产	30	14	30	23	48
流动资产总计	1,546	1,692	1,718	1,933	2,203
固定资产	48	93	124	160	193
无形资产	10	10	9	9	8
其他长期资产	31	53	45	51	50
长期资产总计	89	156	178	220	251
总资产	1,638	1,852	1,898	2,153	2,452
应付帐款	236	333	256	347	494
短期债务	27	32	0	35	0
其他流动负债	158	189	185	192	194
流动负债总计	421	554	441	575	688
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	1	1
股本	120	180	252	252	252
储备	1,094	1,114	1,202	1,324	1,510
股东权益	1,346	1,366	1,454	1,576	1,762
少数股东权益	2	3	2	2	1
总负债及权益	1,638	1,852	1,898	2,153	2,452
每股帐面价值(人民币)	5.34	5.42	5.77	6.25	6.99
每股有形资产(人民币)	5.30	5.38	5.73	6.22	6.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.14)	(0.76)	(1.99)	(0.62)	(1.37)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.9	16.7	22.2	21.2	20.7
息税前利润率(%)	24.4	16.2	21.7	20.8	20.4
税前利润率(%)	23.4	12.3	13.4	15.3	16.8
净利率(%)	19.8	11.0	11.7	13.3	14.8
流动性					
流动比率(倍)	3.7	3.1	3.9	3.4	3.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.3	2.7	3.6	2.9	2.8
估值					
市盈率(倍)	18.1	27.0	25.1	17.4	11.6
核心业务市盈率(倍)	18.1	27.0	25.1	17.4	11.6
市净率(倍)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	33.4	630.4	9.8	(9.9)	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.0	16.5	10.9	10.3	7.3
周转率					
存货周转天数	99.4	97.2	98.2	97.6	98.0
应收帐款周转天数	192.4	217.0	202.3	189.4	195.8
应付帐款周转天数	92.3	110.4	113.0	91.4	94.4
回报率					
股息支付率(%)	15.6	26.6	21.1	23.8	22.4
净资产收益率(%)	17.9	7.6	7.9	10.6	14.4
资产收益率(%)	13.9	7.8	9.6	10.8	12.6
已运用资本收益率(%)	4.3	1.9	1.9	2.6	3.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371