

三友医疗 (688085.SH) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2022年08月22日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 23.99

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人: 李建

电话:

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

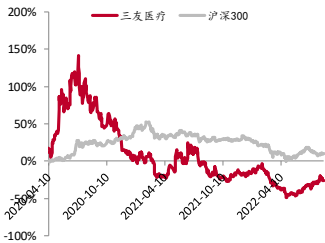
**公司盈利预测及估值**

| 指标         | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 390.43 | 593.36 | 686.22 | 813.20 | 991.88 |
| 增长率 yoy%   | 10.19% | 51.97% | 15.65% | 18.51% | 21.97% |
| 净利润 (百万元)  | 118.56 | 186.37 | 223.42 | 272.80 | 335.24 |
| 增长率 yoy%   | 21.20% | 57.20% | 19.88% | 22.10% | 22.89% |
| 每股收益 (元)   | 0.52   | 0.83   | 0.99   | 1.21   | 1.48   |
| 每股现金流量     | 0.34   | 0.64   | 0.86   | 0.61   | 0.95   |
| 净资产收益率     | 7.73%  | 11.05% | 11.94% | 13.49% | 15.18% |
| P/E        | 45.70  | 29.07  | 24.25  | 19.86  | 16.16  |
| PEG        | 2.16   | 0.51   | 1.22   | 0.90   | 0.71   |
| P/B        | 3.53   | 3.21   | 2.89   | 2.68   | 2.45   |

备注: 数据截至 2022.08.22

**基本状况**

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 225.87   |
| 流通股本(百万股) | 93.06    |
| 市价(元)     | 23.99    |
| 市值(百万元)   | 5,418.55 |
| 流通市值(百万元) | 2,232.44 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 三友医疗(688085.SH)-深度报告: 疗法创新无旁鹜, 静待花开终有时-20201023
- 2 三友医疗(688085.SH)-2021年三季报点评: 收入快速增长, 持续加大研发投入-20211024
- 3 三友医疗(688085.SH)-2021 年报 & 2022 年一季报点评: 脊柱业务增长亮眼, 创伤类产品开始放量-20220425

**投资要点**

- **事件: 公司发布 2022 年中报, 上半年实现营业收入 2.97 亿元, 同比增长 13.68%; 归母净利润 7665.62 万元, 同比增长 8.79%; 扣非净利润 7177.04 万元, 同比增长 35.62%。**
- **Q2 环比加速增长, 下半年有望持续恢复。**2022 上半年, 公司营收、归母和扣非净利润在疫情扰动下仍然实现增长, 同比增速分别为 13.68%、8.80%、35.62%, 公司克服上海疫情封闭管理的影响, 科学安排生产和物流, 同时加强销售渠道的拓展和市场推广力度, 进一步推进渠道下沉, 保证了业绩的稳步增长。单季度来看, Q2 实现收入 1.67 亿元, 同比增长 17.06%, 归母净利润 4349 万元, 同比增长 7.34%, 扣非净利润 4122 万元, 同比增长 37.43%。Q2 扣非净利润增速环比提升 4.20pp, 继续保持 30%+ 的单季度增速, 主要因为公司加强销售拓展与渠道下沉, 以及成本费用管控效果进一步显现, 增强了盈利能力。
- **毛利率保持稳定, 销售费用率下降带动三项费用率减少。**2022 年上半年公司毛利率 90.29%, 同比 2021 年下降 0.21pp, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 48.08%、4.44%、-1.39%, 同比 2021 年下降 1.60pp、0.34pp、0.13pp, 毛利率基本保持稳定, 三项费用率的下降主要因为销售费用率下降所致。
- **与美敦力达成超声骨刀产品合作, 有望以此为基础拓宽合作领域。**公司 2022 年 5 月 25 日发布公告, 子公司水木天蓬授权美敦力在中国大陆地区内以独家的方式推广、营销、销售和经销所有授权产品, 授权产品为超声骨刀设备 FD880A、XD880A 和其配套刀头及其他耗材。水木天蓬在超声骨刀和超声止血刀等方面有着深厚的原创研发积累和核心技术, 是全球超声能量骨动力系统领导者, 其主要产品超声骨动力系统 and 超声止血刀系统, 涉及骨科、脊柱外科、神经外科、整形外科、手足外科和肝胆外科等多项医疗治疗领域。此次合作将借助美敦力智能设备与神外事业部专业、成熟的教育体系、销售团队和渠道优势, 进一步推动超声骨刀系列产品在全国范围内的销售入院和产品推广, 与美敦力共同提升超声骨刀系列产品在中国大陆地区的市场竞争力和市场份额; 同时还确立了与美敦力的战略合作关系, 将联动激发出更多的协同溢出效应, 公司与美敦力今后有望在其他更广阔的领域谋求深入合作发展。
- **盈利预测与投资建议: 我们预计 2022-2024 年公司收入 6.86、8.13、9.92 亿元, 同比增长 15.65%、18.51%、21.97%, 归母净利润 2.23、2.73、3.35 亿元, 同比增长 19.88%、22.10%、22.89%, 对应 EPS 为 0.99、1.21、1.48 元。目前公司股价对应 2022-2024 年 24/20/16 倍 PE, 考虑脊柱植入耗材赛道成长性良好, 公司脊柱产品研发实力领先, 核心竞争力突出, 有望同时受益进口替代和市场集中度提升过程, 同时服务边界持续拓宽带来综合实力不断增强, 维持“买入”评级。**
- **风险提示事件: 政策变动风险, 产品质量及潜在责任风险, 创伤类产品长期研发及市场开拓不达预期的风险, 公开资料信息滞后或更新不及时风险, 集采降价超预期风险。**

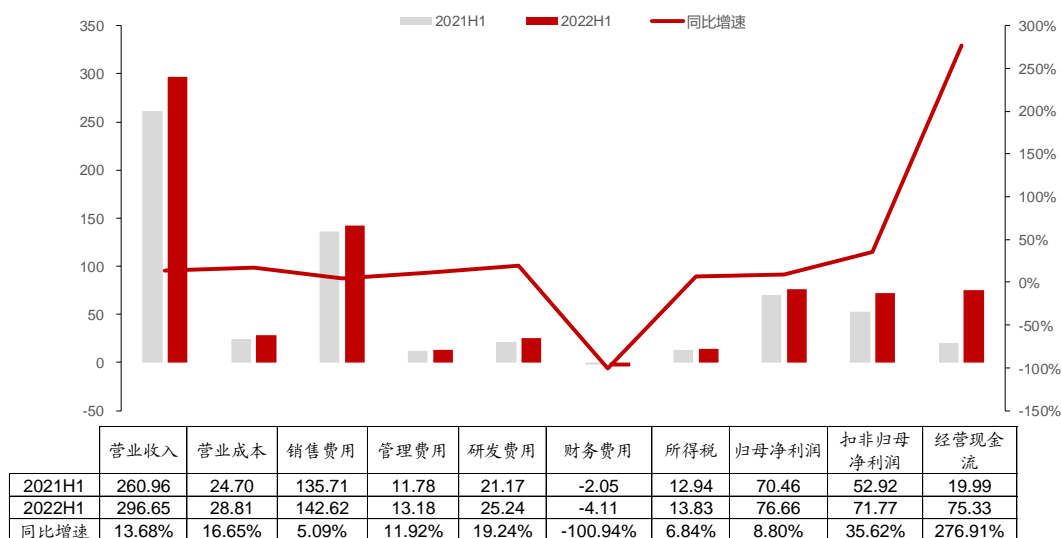
## 内容目录

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| Q2 环比加速增长，下半年有望持续恢复.....          | - 3 - |
| 与美敦力达成超声骨刀产品合作，有望以此为基础拓宽合作领域..... | - 5 - |
| 风险提示.....                         | - 6 - |

## Q2 环比加速增长，下半年有望持续恢复

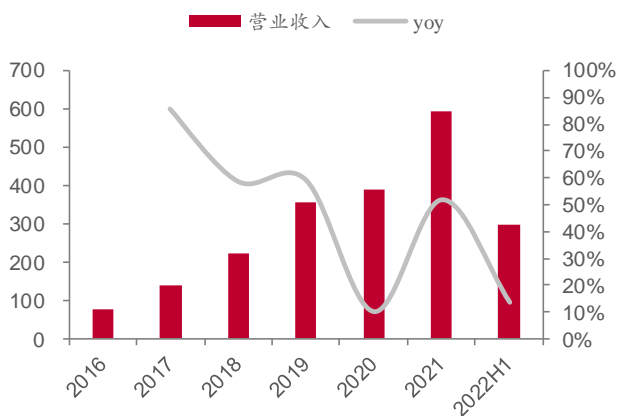
- 2022 年上半年公司实现营业收入 2.97 亿元，同比增长 13.68%；归母净利润 7665.62 万元，同比增长 8.79%；扣非净利润 7177.04 万元，同比增长 35.62%。
- 疫情扰动下仍实现单季度业绩环比加速增长，下半年有望持续恢复。2022 年上半年，公司营收、归母和扣非净利润在疫情扰动下仍然实现增长，同比增速分别为 13.68%、8.80%、35.62%，公司克服上海疫情封闭管理的影响，科学安排生产和物流，同时加强销售渠道的拓展和市场推广力度，进一步推进渠道下沉，保证了业绩的稳步增长。单季度来看，Q2 实现收入 1.67 亿元，同比增长 17.06%，归母净利润 4349 万元，同比增长 7.34%，扣非净利润 4122 万元，同比增长 37.43%。Q2 扣非净利润增速环比提升 4.20pp，继续保持 30%+ 的单季度增速，主要因为公司加强销售拓展与渠道下沉，以及成本费用管控效果进一步显现，增强了盈利能力。

图表 1: 2022H1 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



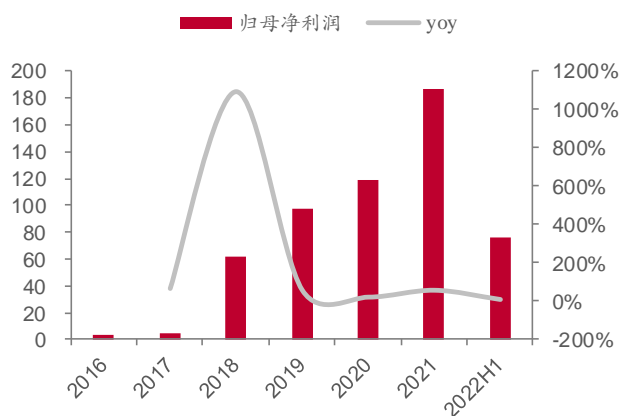
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 三友医疗营业收入 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 三友医疗归母净利润 (百万元, %)



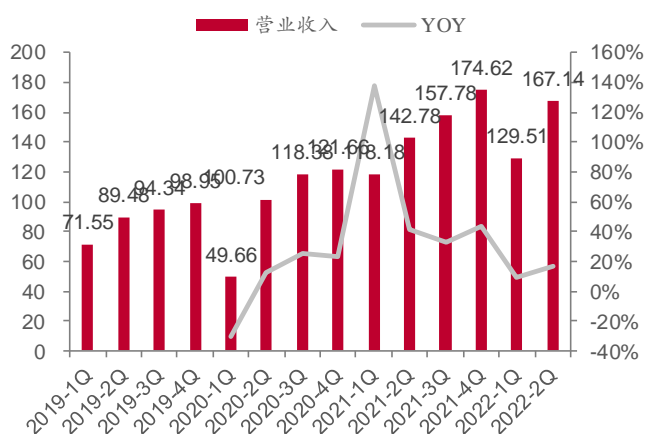
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 分季度财务数据 (单位: 百万元)

| 项目      | 2019-1Q | 2019-2Q | 2019-3Q | 2019-4Q | 2020-1Q | 2020-2Q | 2020-3Q | 2020-4Q | 2021-1Q | 2021-2Q | 2021-3Q | 2021-4Q | 2022-1Q | 2022-2Q |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入    | 71.55   | 89.48   | 94.34   | 98.95   | 49.66   | 100.73  | 118.38  | 121.66  | 118.18  | 142.78  | 157.78  | 174.62  | 129.51  | 167.14  |
| 营业收入同比  |         |         |         |         | -30.59% | 12.57%  | 25.48%  | 22.95%  | 137.98% | 41.75%  | 33.28%  | 43.53%  | 9.59%   | 17.06%  |
| 营业收入环比  |         | 25.06%  | 5.43%   | 4.89%   | -49.81% | 102.84% | 17.52%  | 2.77%   | -2.86%  | 20.82%  | 10.50%  | 10.68%  | -25.84% | 29.06%  |
| 营业成本    | 6.75    | 6.52    | 7.43    | 10.25   | 5.49    | 7.91    | 11.78   | 10.45   | 12.35   | 12.35   | 15.95   | 15.73   | 12.00   | 16.81   |
| 毛利率     | 90.57%  | 92.71%  | 92.12%  | 89.64%  | 88.94%  | 92.15%  | 90.05%  | 91.41%  | 89.55%  | 91.35%  | 89.89%  | 90.99%  | 90.73%  | 89.94%  |
| 销售费用    | 34.21   | 42.43   | 48.89   | 50.49   | 23.75   | 47.70   | 53.67   | 60.81   | 62.92   | 72.79   | 78.54   | 80.51   | 63.76   | 78.85   |
| 管理费用    | 2.86    | 3.34    | 4.03    | 4.97    | 4.01    | 4.22    | 3.71    | 7.56    | 5.18    | 6.60    | 7.43    | 9.16    | 6.46    | 6.72    |
| 研发费用    | 3.62    | 5.24    | 4.27    | 5.33    | 4.60    | 8.06    | 7.04    | 14.21   | 9.19    | 11.98   | 15.66   | 19.72   | 12.31   | 12.93   |
| 财务费用    | 0.01    | -0.11   | -0.09   | 0.02    | -0.10   | -1.72   | -0.31   | -0.72   | -0.91   | -1.14   | -2.75   | -2.65   | -2.17   | -1.94   |
| 营业利润    | 23.38   | 30.58   | 27.91   | 27.47   | 14.16   | 30.60   | 45.13   | 40.49   | 32.77   | 41.38   | 43.55   | 86.32   | 38.30   | 53.10   |
| 利润总额    | 23.36   | 35.20   | 27.91   | 27.48   | 14.16   | 30.96   | 49.21   | 42.61   | 35.52   | 47.88   | 47.20   | 86.73   | 38.27   | 53.23   |
| 所得税     | 3.57    | 5.33    | 4.24    | 2.76    | 2.25    | 4.86    | 7.42    | 3.86    | 5.58    | 7.37    | 4.20    | 5.04    | 5.55    | 8.28    |
| 归母净利润   | 19.58   | 29.84   | 23.67   | 24.72   | 11.91   | 26.10   | 41.79   | 38.76   | 29.95   | 40.52   | 42.98   | 72.93   | 33.17   | 43.49   |
| 归母净利润同比 |         |         |         |         | -39.17% | -12.53% | 76.55%  | 56.80%  | 151.47% | 55.23%  | 2.85%   | 88.15%  | 10.74%  | 7.34%   |
| 净利率     | 27.37%  | 33.35%  | 25.09%  | 24.98%  | 23.98%  | 25.91%  | 35.30%  | 31.86%  | 25.34%  | 28.38%  | 27.24%  | 41.76%  | 25.61%  | 26.02%  |

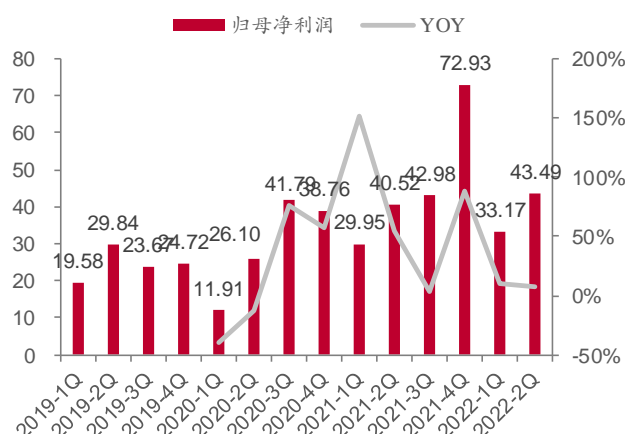
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 三友医疗分季度营收 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

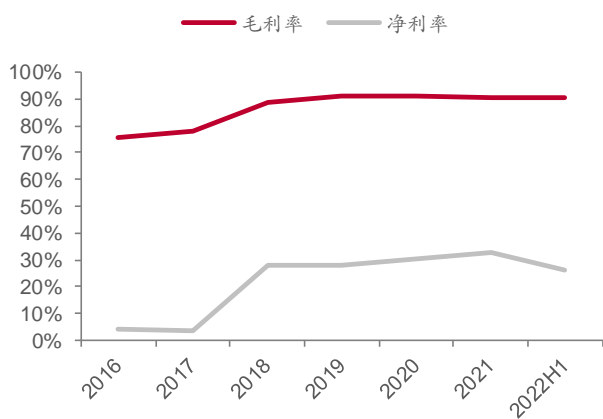
图表 6: 三友医疗分季度归母净利润 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

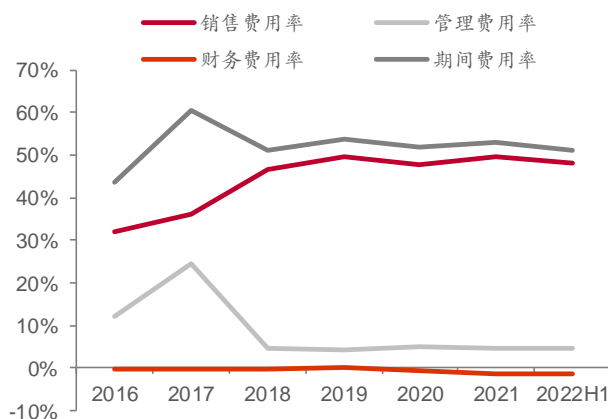
- 毛利率保持稳定, 销售费用率下降带动三项费用率减少。2022 年上半年公司毛利率 90.29%, 同比 2021 年下降 0.21pp, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 48.08%、4.44%、-1.39%, 同比 2021 年下降 1.60pp、0.34pp、0.13pp, 毛利率基本保持稳定, 三项费用率的下降主要因为销售费用率下降所致。

图表 7: 三友医疗毛利率和净利率



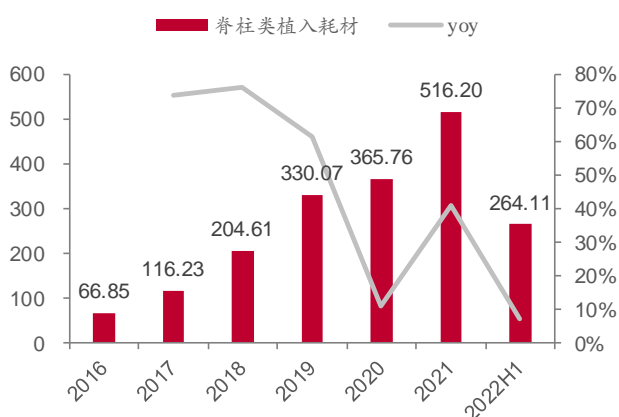
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 三友医疗期间费用率

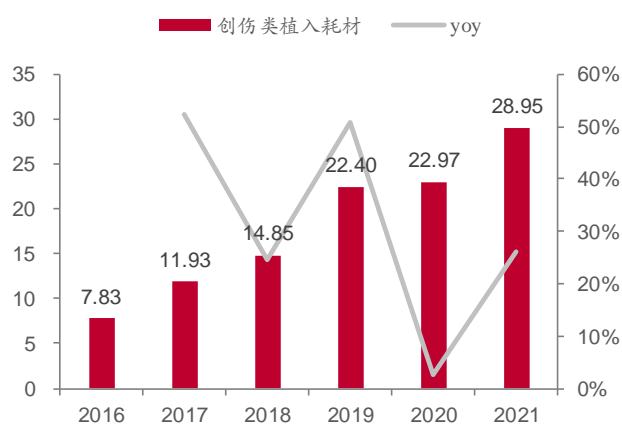


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 分业务看：**脊柱类植入耗材实现收入 2.64 亿元，同比增长 7.25%，收入占比 89.03%，是公司收入和利润的主要来源。创伤类植入耗材方面，公司目前已在河南等十二省市及京津冀“3+N”联盟骨科创伤类集采中以相对较高价格中标，业务规模有望逐步扩大。此外，公司通过收购水木天蓬新增超声骨刀和超声止血刀产品线，并同时开展运动医学和骨科相关战略产品的研发工作，积极布局脊柱椎体成形、射频消融、骨科生物材料及手术机器人等领域，综合竞争力不断增强。

**图表 9：三友医疗脊柱类植入耗材收入情况（百万元，%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 10：三友医疗创伤类植入耗材收入情况（百万元，%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 与美敦力达成超声骨刀产品合作，有望以此为基础拓宽合作领域

- 公司 2022 年 5 月 25 日发布公告，**子公司水木天蓬授权美敦力在中国大陆地区内以独家的方式推广、营销、销售和经销所有授权产品，授权产品为超声骨刀设备 FD880A、XD880A 和其配套刀头及其他耗材。水木天蓬在超声骨刀和超声止血刀等方面有着深厚的原创研发积累和核心技术，是全球超声能量骨动力系统领导者，其主要产品超声骨动力系统 and 超声止血刀系统，涉及骨科、脊柱外科、神经外科、整形外科、手足外科和肝胆外科等多项医疗治疗领域。此次合作将借助美敦力智能设备与神外事业部专业、成熟的教育体系、销售团队和渠道优势，进一步推动超声骨刀系列产品在全国范围内的销售入院和产品推广，与美敦力共同提升超声骨刀系列产品在中国大陆地区的市场竞争力和市场占有率；同时还确立了与美敦力的战略合作关系，将联动激发出更多的协同溢出效应，公司与美敦力今后有望在其他更广阔的领域谋求深入合作发展。

## 风险提示

- **政策变动风险。**目前陕西、安徽、福建、青海等少数省市已试行医疗器械“两票制”，从安徽、江苏、福建等地高值医用耗材带量采购谈判结果来看，平均降幅在40%-67%。一方面，两票制会带来销售模式的变化，公司可能面临应收款回款周期变长、单位销售收入对应的销售费用增加等经营条件变化对公司的销售和业绩造成不利影响的风险；另一方面，若带量采购政策特别是骨科类高值耗材带量采购政策在全国推广普及，可能造成公司无法满足政府投标资格、产品招投标中落标或中标价格大幅下降等情况，公司产品价格可能在较长时间内面临下调风险。
- **产品质量及潜在责任风险。**骨科植入性耗材需要贴合人体的组织结构并长期停留在人体内，产品的性能和使用效果将直接影响到手术的成功率，故其在临床应用中客观上存在一定的风险。若公司产品未来出现质量问题，公司可能面临患者在使用后发生意外事故提出索赔或与公司发生纠纷、法律诉讼和仲裁等事件，而对公司的财务、声誉和经营造成不利影响的风险。
- **创伤类产品长期研发及市场开拓不达预期的风险。**脊柱类植入耗材为公司主要收入和毛利来源，公司创伤类产品营收占比约10%左右，可能面临创伤类产品长期研发及市场开拓可能面临不达预期的风险。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料，可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

**图表 11: 三友医疗财务报表预测**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度            | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| <b>流动资产</b>    | 1151 | 1569  | 2091  | 2364  | <b>营业收入</b>     | 593         | 686          | 813          | 992          |
| 现金             | 382  | 937   | 1287  | 1378  | 营业成本            | 56          | 118          | 144          | 179          |
| 应收账款           | 249  | 319   | 376   | 445   | 营业税金及附加         | 6           | 8            | 9            | 11           |
| 其他应收款          | 1    | 4     | 3     | 4     | 营业费用            | 295         | 265          | 321          | 387          |
| 预付账款           | 7    | 13    | 17    | 21    | 管理费用            | 28          | 24           | 28           | 34           |
| 存货             | 121  | 282   | 392   | 501   | 财务费用            | -7          | -10          | -17          | -20          |
| 其他流动资产         | 390  | 14    | 15    | 16    | 资产减值损失          | -7          | -6           | -6           | -6           |
| <b>非流动资产</b>   | 847  | 708   | 397   | 405   | 公允价值变动收益        | 27          | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 10   | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 26          | 21           | 22           | 22           |
| 固定资产           | 150  | 148   | 145   | 140   | <b>营业利润</b>     | 204         | 245          | 302          | 374          |
| 无形资产           | 33   | 36    | 41    | 45    | 营业外收入           | 14          | 10           | 11           | 11           |
| 其他非流动资产        | 654  | 524   | 211   | 219   | 营业外支出           | 1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 1997 | 2277  | 2488  | 2769  | <b>利润总额</b>     | 217         | 255          | 312          | 384          |
| <b>流动负债</b>    | 235  | 345   | 395   | 480   | 所得税             | 22          | 26           | 32           | 39           |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 195         | 229          | 280          | 345          |
| 应付账款           | 125  | 245   | 295   | 378   | 少数股东损益          | 9           | 5            | 7            | 10           |
| 其他流动负债         | 110  | 100   | 101   | 102   | <b>归属母公司净利润</b> | 186         | 223          | 273          | 335          |
| <b>非流动负债</b>   | 26   | 5     | 6     | 7     | EBITDA          | 222         | 260          | 311          | 380          |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.91        | 0.99         | 1.21         | 1.48         |
| 其他非流动负债        | 26   | 5     | 6     | 7     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 261  | 350   | 402   | 487   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 50   | 56    | 63    | 73    | <b>会计年度</b>     | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 股本             | 205  | 226   | 226   | 226   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 1055 | 1034  | 1035  | 1036  | 营业收入            | 52.0%       | 15.6%        | 18.5%        | 22.0%        |
| 留存收益           | 426  | 612   | 762   | 947   | 营业利润            | 56.5%       | 20.1%        | 23.1%        | 23.8%        |
| 归属母公司股东权益      | 1686 | 1872  | 2023  | 2209  | 归属于母公司净利润       | 57.2%       | 19.9%        | 22.1%        | 22.9%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1997 | 2277  | 2488  | 2769  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 90.5%       | 82.9%        | 82.3%        | 82.0%        |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 31.4%       | 32.6%        | 33.5%        | 33.8%        |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 11.1%       | 11.9%        | 13.5%        | 15.2%        |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 22.3%       | 23.2%        | 37.0%        | 41.5%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 13.1%       | 15.4%        | 16.2%        | 17.6%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 0.99%       | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 4.90        | 4.55         | 5.29         | 4.92         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 4.28        | 3.57         | 4.30         | 3.88         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.32        | 0.32         | 0.34         | 0.38         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 3           | 2            | 2            | 2            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 0.59        | 0.64         | 0.53         | 0.53         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.83        | 0.99         | 1.21         | 1.48         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.64        | 0.86         | 0.61         | 0.95         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 7.46        | 8.29         | 8.96         | 9.78         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 29.07       | 24.25        | 19.86        | 16.16        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 3.21        | 2.89         | 2.68         | 2.45         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 21          | 18           | 15           | 12           |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|  | 评级 | 说明                                 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                    |

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。