

清越科技 (688496.SH)

PMOLED 与电子纸模组领先者

核心观点

立足 PMOLED 与电子纸模组，着力开发硅基 OLED。公司为中小型面板生产商，集研发、生产、销售于一体。公司产品架构以 PMOLED 业务为主、电子纸模组与硅基 OLED 业务为辅。公司当前主要产品集中在 PMOLED、电子纸显示模组，并着力研发硅基 OLED 产品。

财务概览：公司 2019~1-1H22 分别实现收入 4.36/4.98/6.94/4.73 亿元，增速逐年提升；实现归母净利润 0.47/0.58/0.59/0.22 亿元。公司 PMOLED 产品收入占比逐年走低，从 2019 年的占比 79% 下降至 22H1 的 30%，电子纸模组量产之后收入占比提升，从 2020 年的 14% 提升至 22H1 的 67%。毛利率分项方面，随着出货量加大，电子纸模组的毛利率由 20 年的 5% 提升至 22H1 的 13%，硅基 OLED 由于产品尚未成熟，当前毛利率为负。

公司当前主要产品集中在 PMOLED、电子纸显示模组，并着力研发硅基 OLED 产品。PMOLED 市场 2025 年容量 3.77 亿美元；电子纸模组市场空间更大，电子价签市场全球容量在 2019 年以超过 10 亿美元，预计 2026 年全行业份额超过 20 亿美元；硅基 OLED 有望成为微型显示器的主流应用技术，下游主要为近眼显示设备（NTE，包括电子取景器和头戴显示器），预计未来 AR 设备将成为近眼显示设备最重要的下游应用，25 年全球规模有望达到 16.39 亿美元。

公司市场地位。PMOLED 行业集中度较高，公司 019 年、2020 年出货量全球第一，其中 20 年出货量 36 万片，占到国内份额 67%，全球份额 31%。电子纸模组快速起量，处于行业前列；硅基 OLED 方面，8 英寸硅基 OLED 显示器生产线于 2021 年一季度完成了产品点亮，并于 2021 年 6 月实现了首次产品出货。

公司 PMOLED 行业的可比公司为臻宝科技与智晶。公司在营收与出货量上均领先同业竞对。毛利率方面，公司在 20 年之前高于竞争对手，但随着公司自身业务逐步复杂，电子纸模组业务起量后，毛利率有所下降。

风险提示：产品研发未达预期风险、关键技术人员流失风险、核心技术泄密风险；存货规模较大且发生跌价、经营现金流为负、产能保证金回收风险、净资产收益率下降风险；国际贸易摩擦加剧风险、规模扩张后的管理风险、产能不足风险。

公司研究 · 新股研究

证券分析师：黄盈 **证券分析师：姜明**
 021-60893313 021-60933128
 huangying4@guosen.com.cn jiangming2@guosen.com.cn
 S0980521010003 S0980521010004

基础数据

发行价	9.16
发行前股本	36000 万股
发行股本	9000 万股
发行后股本	45000 万股
公司大股东	昆山和高信息科技有限公司
发行后大股东持股比例	37.9082%

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

内容目录

公司概况	4
股东结构	4
公司业务：立足 PMOLED 与电子纸模组，着力开发硅基 OLED	4
业务与技术	4
历史成长性与盈利能力	5
客户集中度趋高，电子纸大客户权重较高	7
研发人员与专利情况	7
行业简析	7
公司隶属背板市场，专注利基市场	7
PMOLED 市场：2025 年 3.77 亿美元	7
电子纸显示市场：空间大于 PMOLED	8
硅基 OLED	8
公司市场地位	8
募投项目	9
可比公司情况	9
风险提示	10

图表目录

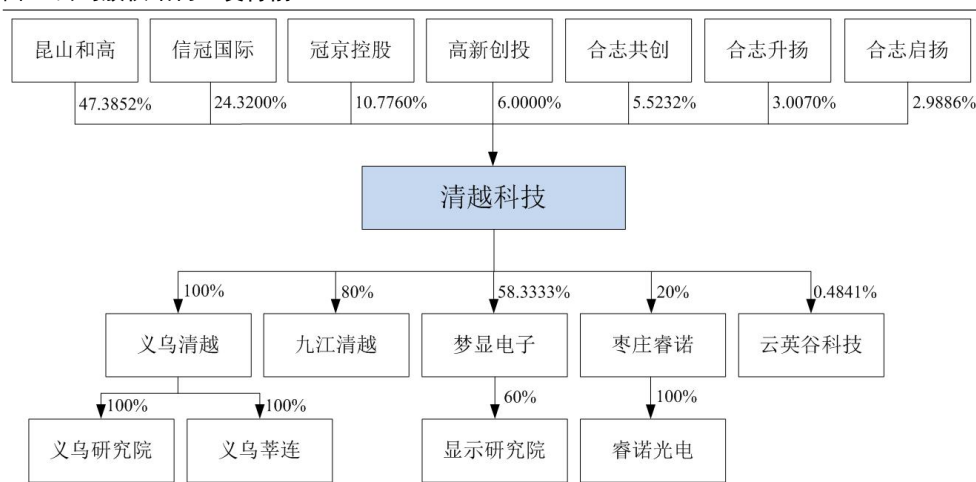
图 1: 公司股权结构	4
图 2: 2019-1H2022 清越科技收入及归母净利润及增速 (百万, %)	5
图 3: 2019-1H2022 清越科技毛利率与净利率 (%)	5
图 4: 2019-1H2022 清越科技收入结构 (%)	6
图 5: 2019-1H2022 清越科技分项毛利率 (%)	6
图 6: 公司下游行业占比 (%)	6
图 7: 2016-2025E PMOLED 屏幕全球与中国出货量 (百万片)	8
图 8: 2020-2025 年各类 NTE 显示设备市场规模 (百万美元)	8
表 1: 清越科技主要产品	5
表 2: 2022H1 清越科技特前五大客户	7
表 3: 清越科技募投项目	9
表 4: 可比公司产品对比	10
表 5: A 股上市公司估值对比	10

公司概况

股东结构

公司的控股股东为昆山和高，实际控制人为高裕弟，发行之前，高裕弟先生通过昆山和高间接控制公司 47.39% 股份的表决权，通过合志共创间接控制公司 5.52% 股份的表决权，合计控制公司 52.91% 股份的表决权。公司实控人高裕弟具备 20 年以上的 OLED 行业经验，曾获得过包括国家技术发明一等奖等多项奖项。

图1：公司股权结构（发行前）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司业务：立足 PMOLED 与电子纸模组，着力开发硅基 OLED

业务与技术

公司为中小型面板生产商，集研发、生产、销售于一体。公司产品架构以 PMOLED 业务为主、电子纸模组与硅基 OLED 业务为辅。公司当前主要产品集中在 PMOLED、电子纸显示模组，并着力研发硅基 OLED 产品。

表1: 清越科技主要产品

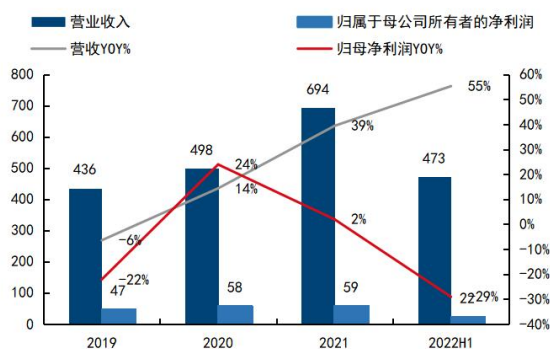
产品品类	下游应用	应用特性
PMOLED	医疗健康	PMOLED 面板结构简单、制程容易、响应速度极快，广泛应用于各种医疗健康产品中，如血氧仪、血压计等。公司产品包括血氧仪 0.96 寸黄蓝双色与 1.12 寸全屏产品，能显示脉搏率、血氧饱和度等 2-3 种信息，双色或者全屏显示提升不同指标数据的区分度。
	家居应用	家居应用中的 PMOLED 产品较于 LCD，无需背光、功耗低、尺寸小，对驱动要求低，对控制电路影响小，对电路改造要求不高，在必要时亦能进行平滑升级。屏幕显示更具有科技感，符合家居应用时尚简约的风格特点。（1）智能家居：终端应用主要为 1.92 寸温控器产品，例如与北美智能家居公司 Vivint 合作的“一体白”产品。（2）智能家电：公司智能家电 PMOLED 面板产品为 0.66 寸、0.96 寸、1.32 寸和 1.92 寸产品，主要应用于电冰箱、洗衣机等家电产品，终端客户包括海尔、三星、小米等。例如与三星合作融入整体的隐藏式显示设计，以及小米合作的“一体黑”圆形显示设计。
	消费电子	消费电子类 PMOLED 显示器件除了充分应用 OLED 具备的轻、薄、广视角等特色外，重点突出高亮度和“一体黑”设计优势，节省消费电子产品的电路空间，把更多的空间留给电池或者其他零组件使用，并能配合外观的一体化设计，能够提高消费电子产品的整体性能、延长消费者的使用时间。产品广泛应用在通讯、定位、便携电子设备等领域，尺寸涵盖 0.42-1.04 寸窄边框产品，其中包括与歌尔股份合作的 0.91 寸用于游戏手柄的产品。
	车载工控	公司聚焦于工控应用市场，开发了包括 2.4 寸白光、2.7 寸黄光等大尺寸产品。产品具有高亮度、宽视角的特点，在 5 米之内任何角度都可以读取仪器的显示数据；并能适应多种运行环境，体现宽温性等优势，符合工控产品在不同地域的工作环境（如低温环境）。公司车载类应用有 1.82 寸、1.84 寸产品，主要应用于高端雷达探测器等车载电子，OLED 产品自发光、高对比度的特性能够保障夜间行车安全的需求。
	穿戴产品	PMOLED 面板以显示触控一体化技术为基础，将触控技术集成至显示驱动技术上，适应手环、蓝牙等穿戴产品对于低功耗、高亮度、高分辨率的需求，实现触控和显示功能合二为一。穿戴产品主要采用 0.49-0.96 寸窄边框产品，终端产品包括采用 0.91 寸的华为手环、0.49 寸和 0.68 寸的法国 Withings 公司手表、0.42 寸的小米二代手环、0.78 寸的小米三代手环以及 0.91 寸白蓝双色小天才儿童定位手表等。
	安全产品	（1）密码锁及安防设备：公司聚焦于安防设备的业务拓展和新技术开发，应用类型范围广。公司安防设备 PMOLED 面板有 0.96 寸、1.3 寸、1.54 寸白光系产品，显示对比度高，能满足指纹锁的设计需求，终端涉及联迪、亚太天能等品牌。（2）金融电子：由于金融电子的生命周期长达数十年以上，并且涉及资金交易，客户注重零组件供应的稳定性。公司产品包括 0.96 寸白光窄边框 U 盾，终端客户包括飞天诚信（300386.SZ）等。
电子纸模组	商超零售	电子纸模组显示类型有点阵和断码等，颜色主要有黑白、黑白红、黑白黄和全彩等。公司应用于商超零售领域的电子货架标签产品包括黑白双色、黑白红三色方案，产品尺寸涵盖 1.54 寸、2.13 寸、2.66 寸、2.9 寸、3.5 寸等规格，能够满足智慧零售市场需求。
硅基 OLED	穿戴产品	硅基 OLED 可与各种穿戴设备集成，通过光学系统放大微型显示器上的图像，在观看者眼中呈现大屏幕图像，实现 VR、AR 等不同效果。公司产品具有高亮度、高色域等特点，涵盖 0.39 寸分辨率 1024*768、0.61 寸分辨率 1024*768 等规格，可满足多种客户需求。

资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所

历史成长性与盈利能力

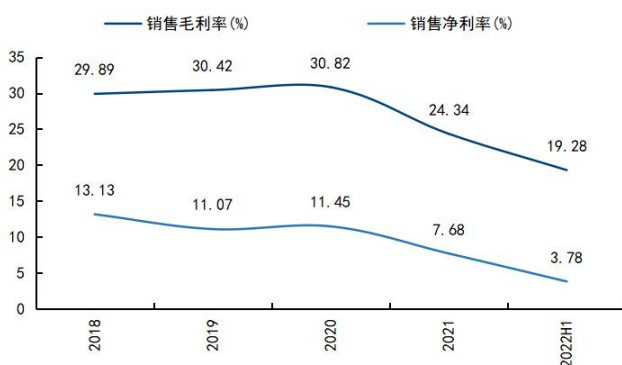
公司 2019~1-1H22 分别实现收入 4.36/4.98/6.94/4.73 亿元，增速逐年提升；实现归母净利润 0.47/0.58/0.59/0.22 亿元。公司收入增速逐年提升，但净利润增速落后于收入，21 年后毛利率与净利率有所下滑，主要系毛利率较低的电子纸模组产品出货量增大、拉低了整体毛利率水平。公司历史表现以成长性为主。

图2: 2019-1H2022 清越科技收入及归母净利润及增速（百万，%）



资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图3: 2019-1H2022 清越科技毛利率与净利率（%）



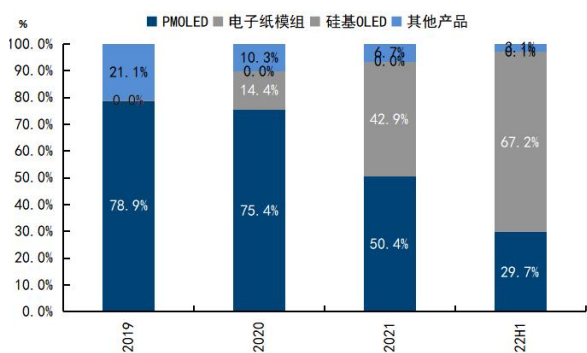
资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

按照产品结构划分,2019-2020,年,PMOLED 产品是公司收入的主要支撑,尤其 2020 年疫情带来了医疗行业对 PMOLED 的大量需求。

但随着公司产品矩阵的逐步丰富,2020 年电子纸模组产品开始出货,2021 年公司商超渠道电子纸模组的销售额增长 308.37%,公司的收入结构开始趋于多元,收入支柱产品也切换着电子纸模组。22H1 电子纸模组收入占比提升至 67%。

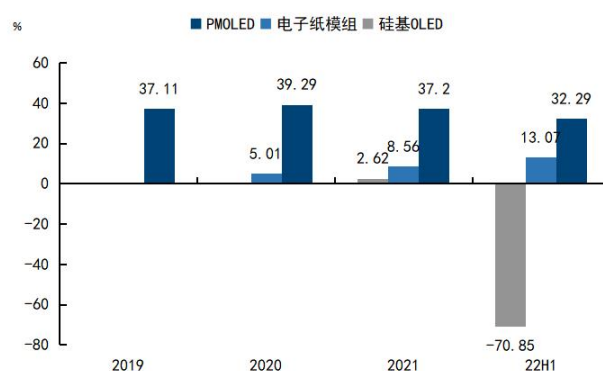
毛利率分项方面,随着出货量加大,电子纸模组的毛利率由 20 年的 5%提升至 22H1 的 13%,硅基 OLED 由于产品尚未成熟,当前毛利率为负。PMOLED 产品毛利率则相对稳定,每年均在 30%以上。

图4: 2019-1H2022 清越科技收入结构 (%)



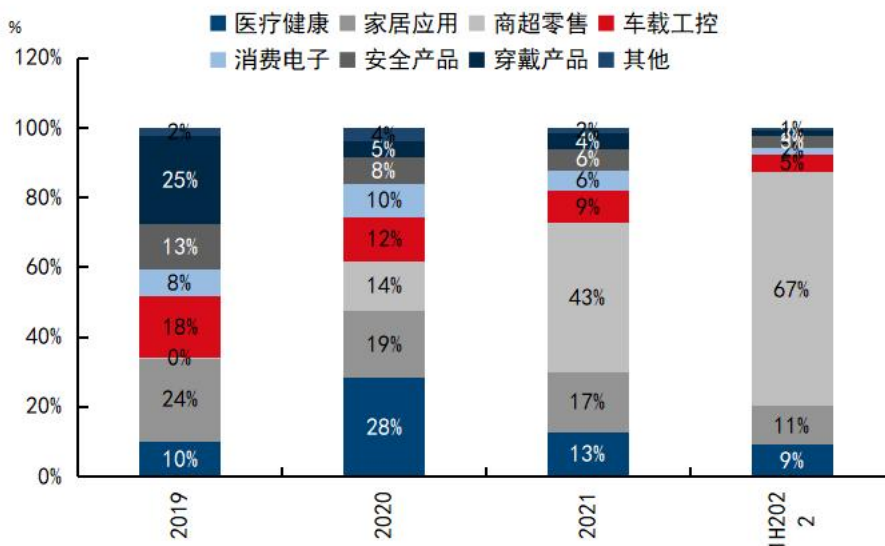
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图5: 2019-1H2022 清越科技分项毛利率 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司下游行业占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

客户集中度超高，电子纸大客户权重较高

公司客户为直销为主。历史上前五大客户相对较为集中，2019-2022H1 前五集中度分别为 43%、53%、57%、79%，22 年前五大客户占比快速提升，其中原因为电子纸模组大客户占比较高。公司最大供应商为元太科技，22H1 金额达到 1.2 亿元，主要供应产品为电子纸膜、PS 保护膜、TFT 阵列基板。

表2: 2022H1 清越科技特前五大客户

序号	客户名称	主要销售产品	主要应用领域	客户类型	金额	销售收入占比
1	汉朔科技	电子纸模组	商超零售	直销	31,082.29	65.69%
2	超思电子	PMOLED	医疗健康	直销	2,774.10	5.86%
3	嘉乐智能	PMOLED	家居应用	直销	1,467.99	3.10%
4	深圳艾顺佳	PMOLED	安全产品、穿戴产品等多领域	经销	1,056.41	2.23%
5	东科升学（深圳）	PMOLED	家居应用	直销	798.56	1.69%
合计					37,179.35	78.57%

资料来源:公司招股说明书,国信证券经济研究所整理

研发人员与专利情况

公司是国家级专精特新小巨人企业，主导或参与国家标准 3 项、行业标准 2 项，截至 2022 年 6 月 30 日，公司共获得中国境内地区授权专利 336 项，其中发明专利 74 项，境外授权专利 29 项。截止 2022 年 6 月 30 日，公司研发人员数量 222 人，占员工总数比例 22.75%。

行业简析

公司隶属背板市场，专注利基市场

OLED 技术可分为主动式驱动背板（AMOLED）、被动式驱动背板（PMOLED）以及集成式驱动背板（硅基 OLED）。其中：

- 1) **AMOLED** 显示品质佳反应速度快，用于中大屏幕为主；
- 2) **PMOLED** 亮度高、成本低，用于定制化中小屏幕为主，3 寸以下市场应用较多。无需 TFT 作为基板、生产成本低、开模费用低、生产工艺成熟，由电流控制灰阶、分辨率、画质表现，产品主要为单色和多色；
- 3) **硅基 OLED** 属于前沿技术，适用于近眼式显示和投影显示系统，有望成为 VR、AR 等下一代智能穿戴显示的主要方案。

电子纸显示模组是一种反射式显示方案，其自身不发光，无需背光源，通过反射环境光实现显示，具有类似传统纸张的显示效果。

公司当前主要产品集中在 **PMOLED、电子纸显示模组**，并着力研发**硅基 OLED** 产品。

PMOLED 市场：2025 年 3.77 亿美元

根据 CINNOResearch，全球 PMOLED 前四大应用场景为智能家居显示屏（白电与小

家电在智能化升级过程中存在安装小尺寸面板的需求)、车载工控、医疗显示屏(医疗仪器设备)和穿戴显示屏。2020 年全球 PMOLED 市场规模为 2.29 亿美元, 预计 2025 年全球 PMOLED 市场规模为 3.77 亿美元, 2020-2025 年年均增幅为 10.5%。PMOLED 行业发展已进入成熟期。

电子纸显示市场：空间大于 PMOLED

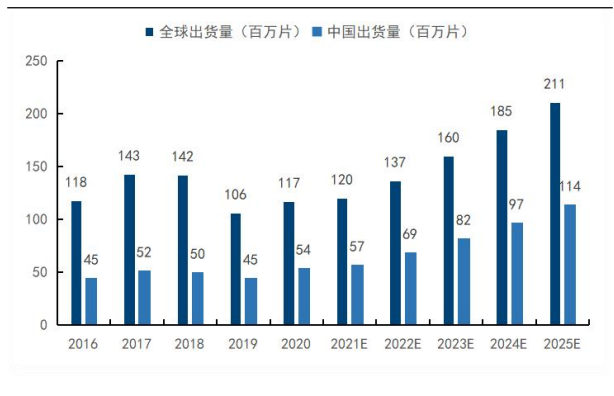
电子纸的下游包括电子阅读器、零售标牌、公告标牌、电子胸牌和电子门牌等。其中阅读器仍为主流市场, 另外电子价签市场全球容量在 2019 年以超过 10 亿美元, 预计 2026 年全行业份额超过 20 亿美元。预计电子纸市场空间大于 PMOLED。公司当前产品主要应用于电子货架标签市场。

硅基 OLED

应用于微型显示器领域的 OLED 技术被称为硅基 OLED, 其是以单晶硅作为驱动背板而制作的 OLED 显示器件, 将传统外置邦定的显示芯片集成在硅基背板中, 像素尺寸为传统显示器件的 1/10, 精细度远远高于传统器件。

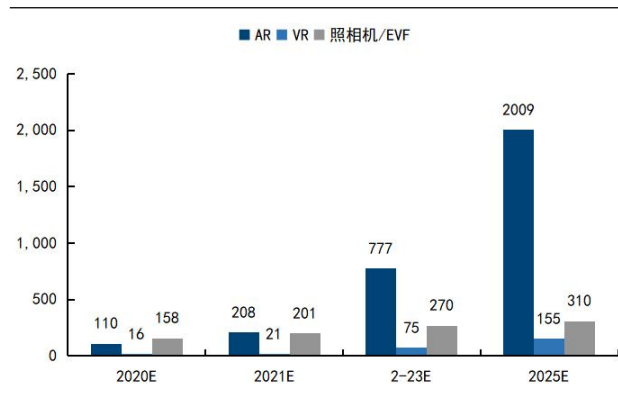
根据 MarketsandMarketsTM, 2020-2025 年硅基 OLED 市场 CAGR 达到 61.2%, 将由 2020 年的 1.5 亿美元成长至 25 年的 16.39 亿美元的全球市场规模。硅基 OLED 有望成为微型显示器的主流应用技术, 下游主要为近眼显示设备(NTE, 包括电子取景器和头戴显示器), 预计未来 AR 设备将成为近眼显示设备最重要的下游应用。

图7: 2016-2025E PMOLED 屏幕全球与中国出货量 (百万片)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图8: 2020-2025 年各类 NTE 显示设备市场规模 (百万美元)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司市场地位

- **PMOLED: 行业集中度较高。**公司拥有国内首条 PMOLED 显示面板大规模生产线, 2018 年出货量全球第二, 2019 年、2020 年出货量全球第一, 其中 20 年出货量 36 万片, 占到国内份额 67%, 全球份额 31%。主要竞争者包括臻宝科技(8104.TW)、智晶(5245.TW)、信利光电、日本双叶(FUTAB.T)等。

- **电子纸模组：**公司 2020 年下半年实现电子纸模组的量产，快速形成了一定的收入规模，并于 2021 年、2022 年 1-6 月持续扩大生产销售规模。下游应用目前主要集中于电子价签领域，未来将有望拓展至数字货币、智慧交通等行业。主要竞争对手重庆京东方、东方科脉、龙庭新技、合力泰等。2022H1，公司电子纸模组收入达到 3.04 亿元。
- **硅基 OLED：**公司 8 英寸硅基 OLED 显示器生产线于 2021 年一季度完成了产品点亮，实现了硅基 CMOS 驱动电路与高效有机发光 OLED 器件的有效集成，并于 2021 年 6 月实现了首次产品出货。竞争对手包括美国 eMagin (EMAN. A)、法国 MICROOLED、云南奥雷德、SONY、国兆光电、Kopin (KOPN. O)、创世界光电、合肥视涯。公司 8 英寸硅基 OLED 显示器生产线于 2021 年一季度完成了产品点亮，并于 2021 年 6 月实现了首次产品出货。

募投项目

本次 IPO，公司计划募集资金不低于 4 亿元投入 3 个建设项目。

1. **硅基 OLED 显示器生产线技改：**计划投入募集资金 2 亿，建设期 2 年。
2. **前沿超低功耗显示及驱动技术工程研究中心建设项目：**拟新建研发中心，购置新材料研发涂布设备、低功耗器件研发设备、柔性显示技术研发设备、中尺寸/大尺寸电子纸模组研发设备、柔性模组研发设备以及检测设备，开展新材料技术、显示器件技术、驱动技术、电子纸模组技术研发。计划投入募投资金 1 亿，建设期 60 个月。
3. **补充营运资金：**计划投入募集资金 1.5 亿元。

表3: 清越科技募投项目

序号	项目名称	预计投资金额	拟投入募集资金金额
1	硅基 OLED 显示器生产线技改项目	30,000.00	15,000.00
2	前沿超低功耗显示及驱动技术工程研究中心建设项目	25,000.00	10,000.00
3	补充营运资金	15,000.00	15,000.00
合计		70,000.00	40,000.00

资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所

可比公司情况

公司 PMOLED 行业的可比公司为镓宝科技与智晶,公司在营收与出货量上均领先同业竞对。毛利率方面,公司在 20 年之前高于竞争对手,但随着公司自身业务逐步复杂,电子纸模组业务起量后,毛利率有所下降。

表4: 可比公司产品对比

公司名称	财报年度	营业收入	净利润	总资产	净资产	出货量(千片)	毛利率
铌宝科技	2019年	37,666.75	1,146.85	79,319.47	41,415.38	28,405	16.03%
	2020年	36,888.91	4,651.60	82,061.64	44,904.65	21,890	25.68%
	2021年	50,126.71	4,327.44	89,410.86	51,592.82	21,283	18.87%
	2022年1-6月	25,697.93	62.63	127,708.33	54,512.34	-	14.85%
智晶	2019年	30,529.85	356.2	40,552.28	23,661.88	17,726	17.39%
	2020年	30,349.37	2,016.35	37,110.46	25,242.56	12,866	24.62%
	2021年	32,741.96	4,455.76	38,573.04	26,600.71	12,164	34.76%
	2022年1-6月	16,789.70	2,520.62	41,537.22	25,057.71	-	36.12%
发行人	2019年	43,573.38	4,679.08	70,893.23	46,804.41	30,311	30.42%
	2020年	49,815.76	5,797.43	118,004.34	57,953.55	35,518	30.82%
	2021年	69,427.92	5,908.43	153,093.11	64,175.63	30,444	24.34%
	2022年1-6月	47,319.65	2,243.02	158,163.88	66,231.90	-	19.28%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

估值方面, 由于业务上直接可比 (PMOLED 与电子纸模组) 的公司并未在 A 股上市, 因此我们此处选取京东方、深天马、TCL 科技这三家面板行业公司作为对照, 几家公司由于周期性原因, 历史业绩与估值水平波动均较大, 但清越科技所处细分市场 and 下游行业与以上几家公司并不相同, 因此该结果仅供部分参考。

表5: A 股上市公司估值对比

股票代码	公司简称	2021 年营收 (亿元)	2021 年归母净利润 (亿元)	22 前三季度收入增速 (%)	22 前三季度归母增速 (%)	近三年营收复合增速 (%)	近三年归母复合增速 (%)	静态 PE2021 (倍)	静态 PE2022E (倍)	总市值 (亿元)
000725	京东方	2,193.1	258.3	-19	-74	31	96	5.0	13.2	1,292.5
000100	TCL 科技	1,636.9	100.6	4	-97	13	43	6.3	14.5	636.8
000050	深天马	318.3	15.4	-4	-29	3	19	13.8	17.7	213.1
	平均					8	31	8.4	15.1	
688496	清越科技	2.32	0.95	69	-19	14	-1	75.9		44.9

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

风险提示

风险提示 1: 技术上, 产品研发未达预期风险、关键技术人员流失风险、核心技术泄密风险;

风险提示 2: 财务上, 存货规模较大且发生跌价、经营现金流为负、产能保证金回收风险、净资产收益率下降风险;

风险提示 3: 经营上, 国际贸易摩擦加剧风险、规模扩张后的管理风险、产能不足风险。

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

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