

下游景气回暖，业绩拐点将至

➤ **数据港发布 2022 年度业绩。**2022 年 3 月 10 日，数据港发布 2022 年度报告。收入 14.6 亿元，同比增长 16.9%；归母净利润 1.1 亿元，同比下降 5.5%；EBITDA 10.2 亿元，同比增长 21.5%。单季度看，4Q22 收入 3.6 亿元，同比下滑 7.3%；归母净利润 0.4 亿元，同比增长 128.0%。

➤ **手握核心资源，聚焦算力高需求地区。**分业务看，2022 年 IDC 服务业、IDC 解决方案、云销售分别实现收入 14.5 亿元/281 万元/27 万元。分地区看，长三角、大湾区、京津冀收入占比 35.5%/21.3%/40.0%，毛利率分别为 11.1%/37.7%/38.1%。目前公司已建成 35 座数据中心，运营 IT 兆瓦数达 371MW，按 5KW 标准机柜折算合计约 7.42 万个标准柜。根据中国信通院联合发布的《中国第三方数据中心运营商分析报告（2022 年）》，**数据港总体规模已跃升至行业第二**。公司紧跟国家“东数西算”政策，在东西部国家枢纽节点均有布局，我们认为随着公司未来廊坊、闵行等项目建设完成，整体规模将得到进一步提升，客户群体更趋于多元化。

➤ **泛在算力互联需有望增多，算力网络创新加速。**金融、交通、教育、工业等行业对泛在算力场景的需求不断增长，用户需要随时随地可接入的更优惠、更高质的算力服务，基于算力泛在使用和交易需求衍生的算力网络成为下一代算力基础设施发展的重点。**中国联通**在全国多地开展算力网络建设试点，通过算力网络业务链、网络切片、资源感知实现算力资源调度和感知，形成云网安一体服务。**中国电信**在算力网络建设过程中重点强调“云”为核心，侧重网络、算力和存储三大资源相互融合，推进天翼云持续升级，实现天翼云节点和天翼边缘节点统一管理调度，云网融合、云边协同是电信云的优势。**中国移动**重点改造底层算力基础设施，基于 X86 和 ARM 架构打造通用算力网络，同时基于 GPU、ASIC 不断丰富智能算力。我们认为，我国正处于各行业数字化转型的加速期，以数据中心为代表的数字基础设施应用场景仍将扩大，数据中心产业将迎来更大机遇，发展前景将更为广阔。

➤ **投资建议：**我们看好“东数西算”+AI 大参数模型背景下，下游企业需求复苏。我们认为随着公司多地数据中心扩建平稳落地，多元的客户结构也有望增强公司收入规模化效应，并带来更平稳的经营性现金流。预计 23 年~25 年公司收入 16.6/18.5/19.9 亿元，EBITDA 11.0/13.3/15.2 亿元，对应 3 月 14 日收盘价 EV/EBITDA 13/10/9x，归母净利润 1.6/2.4/2.6 亿元，对应 3 月 14 日收盘价 P/E 68/47/43x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**客户集中度较高的风险、市场竞争加剧风险、项目交付风险。

推荐

首次评级

当前价格：

34.67 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003
电话：021-80508466
邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理 谢致远

执业证书：S0100122060027
邮箱：xiezhiyuan@mszq.com

相关研究

- 【民生通信】数据港 (603881)：批发型 IDC 核心标的，EBITDA 高增延续-2021/10/29
- 【民生通信】数据港(603881)2020 年年度报告点评：2020 完美收官，看好 IDC 优质标的长期高成长性-2021/03/22

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1455	1655	1848	1993
增长率（%）	16.9	13.7	11.7	7.9
归属母公司股东净利润（百万元）	115	162	235	260
增长率（%）	-5.4	41.3	45.0	10.6
每股收益（元）	0.35	0.49	0.72	0.79
PE	97	68	47	43
PB	3.7	3.5	3.3	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 03 月 14 日收盘价)

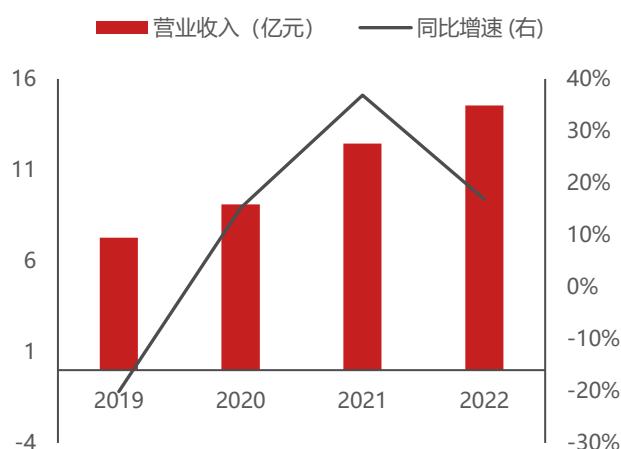
目录

1 公司发布 2022 年报	3
2 期间费用率持续降低，营运能力较为突出	4
3 海外市场稳步增长，2023 年国内供需情况有望改善	5
4 盈利预测与估值	8
4.1 盈利预测假设与业务拆分	8
4.2 估值分析	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 公司发布 2022 年报

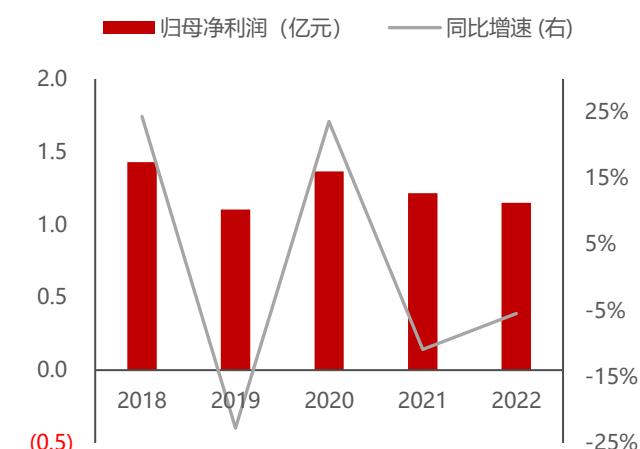
公司发布 2022 年年报: 2022 年公司实现营收 14.6 亿元, 同比增加 16.9%; 归母净利润 1.1 亿元, 同比下降 5.5%; 扣非归母净利润 9458 万元, 同比下降 13.7%。分季度来看, 4Q22 公司实现营收 3.6 亿元, 同比下降 7.3%, 环比下降 5.1%; 归母净利润 4055 万元, 同比增长 128.0%, 环比增加 23.8%。

图1：公司收入情况



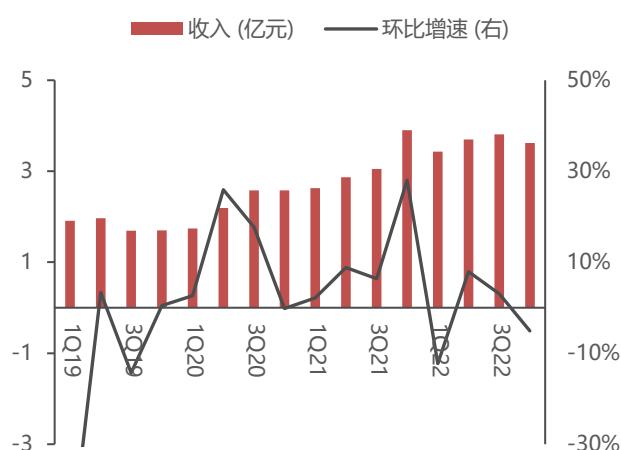
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2：公司归母净利润情况



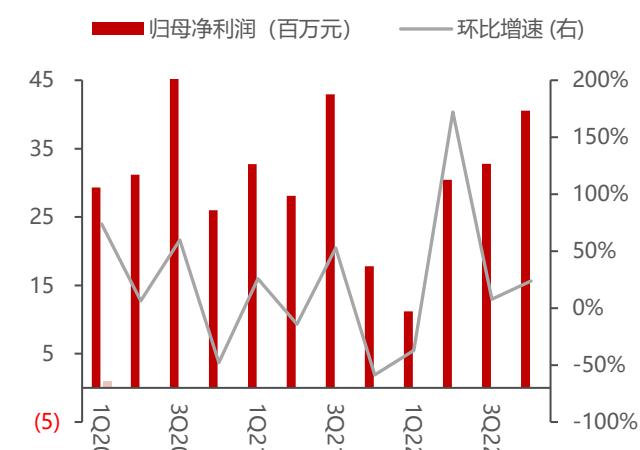
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3：公司分季度收入



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4：公司分季度净利润

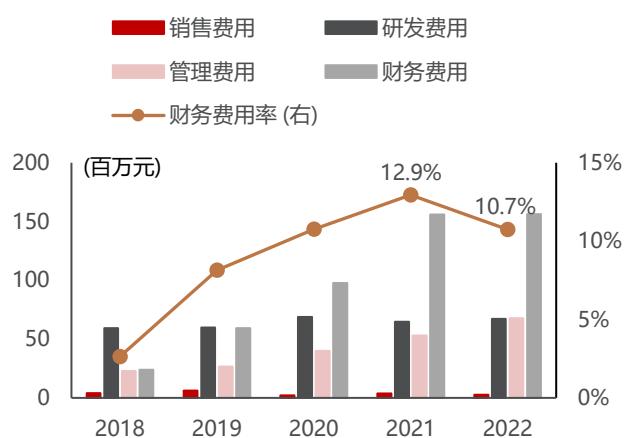


资料来源: wind, 民生证券研究院

2 期间费用率持续降低，营运能力较为突出

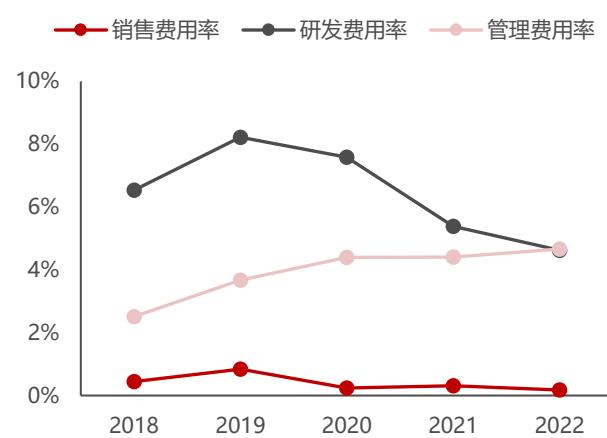
从期间费用来看，2022年公司期间费用率维持在低位水平。随着已交付项目产生运营收入，公司销售+研发+管理费用率逐渐降低，由2021年的10.1%降低至2022年的9.5%。年度同比来看：2022年财务费用同比提升0.2%，主要因为手续费增加；管理费用同比提升27.7%，主要由于公司咨询服务和租赁费的增加；销售费用同比下降31.0%，主要是由于疫情期间差旅减少及公司销售降本增效。

图5：期间费用逐步下降，以财务费用为主



资料来源：wind，民生证券研究院

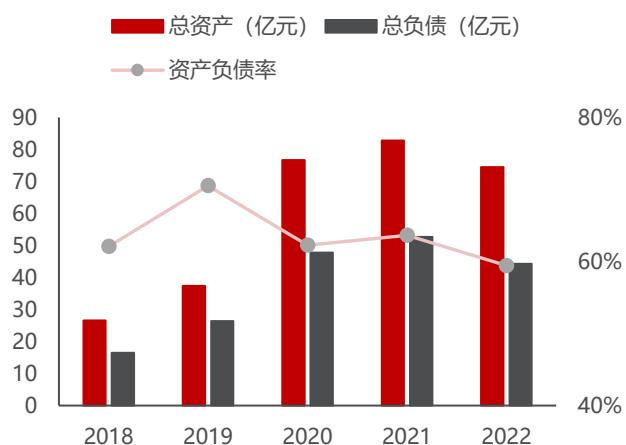
图6：公司费用率保持低位



资料来源：wind，民生证券研究院

资产质量、营运能力较为突出。从资金能力的角度来看，2022年公司实现经营活动现金流11.8亿元，同比提升65.6%，主要是由于项目运营回款较2021年有所增加。公司资产负债率整体保持下降趋势，截至2022年12月31日，公司资产负债率为59.4%。

图7：2022年底公司资产负债率为59.43%



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司经营活动净现金流



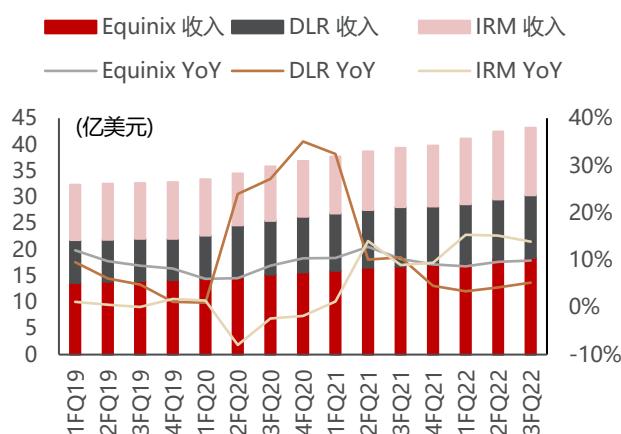
资料来源：wind，民生证券研究院

3 海外市场稳步增长, 2023 年国内供需情况有望改善

善

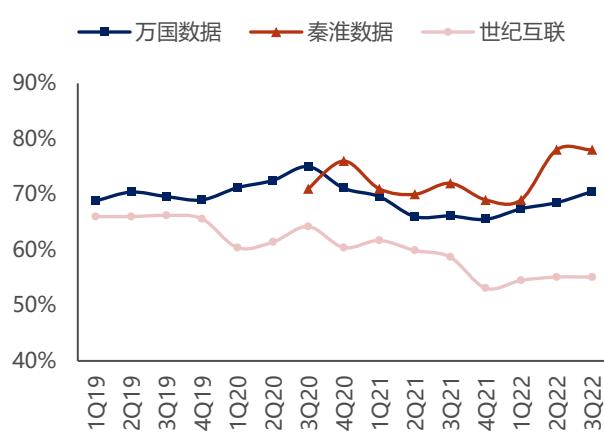
全球维度看, 以 EQIX、DLR、IRM 等 IDC 龙头公司收入均呈稳步增长, 3FQ22 三家公司收入分别同比增长 9.9%/5.2%/13.9%。我们认为海外 IDC 企业收入稳步增长主要受益于下游客户加大对数字化转型投入正相关。此外, 海外区域分布式混合云也加大了流量算力需求。回顾国内, 自 3Q21 电价市场改革以来, IDC 公司总成本承压。结合 REITs、ESG 等新兴投融资方式, 我们认为“绿色化能力较差”的 IDC 公司将面临融资成本上升, PUE 改造升级等内外部压力, 预计未来行业竞争格局出现改善。

图9: 海外 IDC 公司收入及增速



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

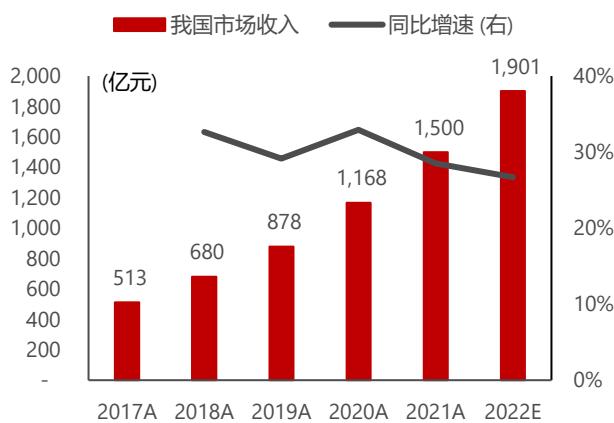
图10: 万国数据、秦淮数据、世纪互联上架率回升



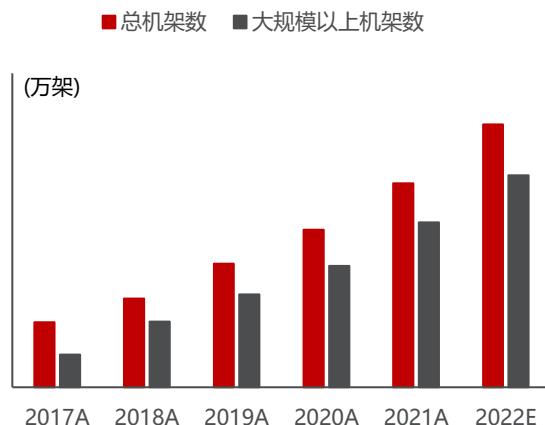
资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

AI+数字经济拉动 IDC 需求稳定增长; 需求拉动, 数据中心加速向大型化转型。根据中国信通院统计, 2021 年我国数据中心行业市场收入达到 1,500 亿元左右, 近三年年均复合增长率达到 30.7%。AI+数字经济加速云产业发展, 国内互联网行业受人口红利减弱及反垄断政策的影响, 互联网厂商近年来资本开支呈现疲软态势。我们认为, AI 的激增算力将加大对算力提升的需求, 加之数字经济政策进一步推动企业上云, 云计算产业有望加速发展。

我国数据中心机架规模稳步增长。按照标准机架 2.5kW 统计, 2021 年, 我国在用数据中心机架规模达到 520 万架, 近 5 年 CAGR 超过 30%。其中, 大型以上数据中心机架规模增长更为迅速, 按照标准机架 2.5kW 统计, 机架规模 420 万架, 占比达到 80%。

图11：我国数据中心市场规模


资料来源：中国信通院，民生证券研究院

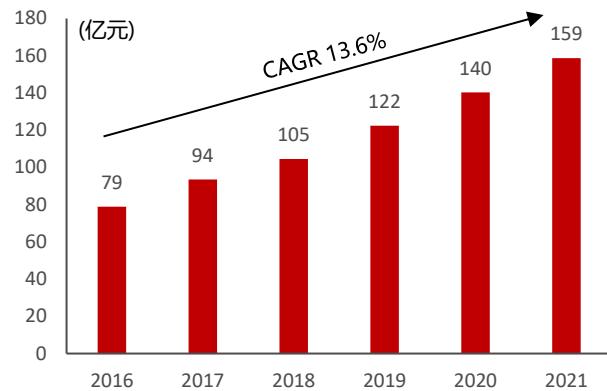
图12：我国数据中心机架规模


资料来源：中国信通院，民生证券研究院

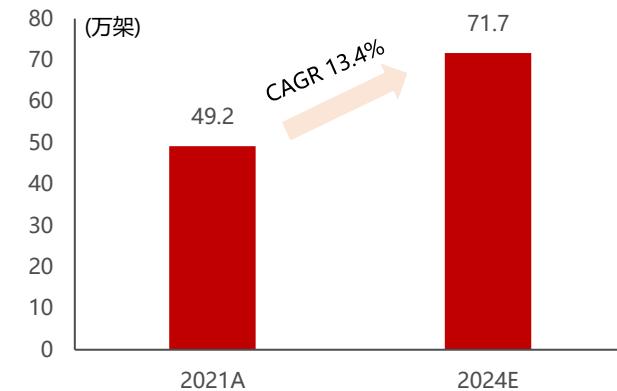
IDC 基础设施有明显的地域性特征。 IDC 的地域集中性和中国网络拓扑结构及客户需求密切相关，因为 IDC 需要保障客户数据对外的网络连接顺畅。用户选择 IDC 资源时，网络时延是重要的考虑因素；对时延要求敏感的应用如远程服务、在线娱乐、在线支付等需求快速增长，且向头部城市靠拢，导致一线城市 IDC 需求强劲增长。国内网络结构中，核心节点为北京、上海、广州、沈阳、南京、武汉、成都和西安八个城市，其中北京、上海、广州为三个中心，与其他核心节点互联并负责与国际 Internet 互联。

复盘 IDC，社交媒体改变/数据井喷有望带来需求高增。 我们认为上海数字经济发展位于全国前列，沪上 IDC 市场空间增长一定程度代表了数字经济背景下国内 IDC 行业的发展。根据科智咨询统计，2021 上海地区传统 IDC 业务市场规模达到 159 亿元，实现平稳增长。供给侧和需求侧的双重影响，上海地区潜在有效供给持续增加，需求平稳增长，以公有云为代表的泛互联网行业仍是上海新增需求的主要驱动力。未来几年，基于上海本地互联网企业云化进程加速、全国互联网企业在华东区域的规模化布局的这一大背景下，5G、AI 等技术有望带动消费互联网进一步创新，同时随着传统产业持续数字化转型，上海市数据中心产业仍有望保持快速增长。

2021 年北京地区数据中心增长同样印证了前文逻辑。 2021 年，北京及周边地区 IDC 市场最主要的需求来源为视频、电商、游戏等互联网行业，互联网行业 IDC 需求占比达到 65.2%。我们认为北京地区需求侧的增长同样来自于社交媒体的改变。2020-2021 年短视频的广泛传播一方面加大了用户流量；另一方面短视频的数据格式相较文字更为复杂，多维度计算同样加大了算力需求。

图13：上海传统 IDC 业务市场空间


资料来源：科智咨询，民生证券研究院

图14：北京及周边地区 IDC 机柜供给快速增长


资料来源：中国工信产业网，民生证券研究院

阿里规划多模态语义及大模型，开源后算力需求高企可期。2021 年起，阿里巴巴达摩院先后发布多个版本的多模态及语言大模型。不仅在平台化训练侧有优势，其使用的 512 卡 GPU 即训练全球首个 10 万亿参数大模型 M6 相当程度降低了大模型训练门槛。通过部署超大模型及轻量化版本，阿里巴巴通义大模型系列已在超过 200 个场景中提供服务。典型使用场景包括电商跨模态搜索、AI 辅助设计、开放域人机对话、法律文书学习、医疗文本理解等。我们认为如未来阿里 M6 大参数模型通过开放 API 接入多个 AI 应用，其算力需求有望再上台阶，数据港作为阿里深度绑定合作伙伴，收入增长同样可期。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测假设与业务拆分

根据数据港业务，我们主要可以划分为 IDC 服务业、IDC 解决方案及云销售三大类。由于公司 IDC 解决方案、云销售业务占比较小，我们将其合并为其他业务。

1) IDC 服务业：国家“东数西算”背景下，下游景气度回升，公司该项业务处于稳步增长态势。同时随着近年来公司不断扩充机柜密度，快速响应下游客户需求，公司已进入上架密集期，我们预计未来公司 IDC 机柜上架率将持续每年提升 4~5pct，新增 IT 负载保持历史增长趋势，预计 23 年-25 年 IDC 业务收入增速分别为 13.7%/11.7%/7.9%。

2) 其他：主要包含 IDC 解决方案及云销售业务，目前国内云业务需求不断加大，且公司响应能力持续提升，我们认为该部分业务增长速度符合历史增速，预计 23 年-25 年两部分业务合计收入增速分别为 20.0%/18.0%/16.0%。

表1：数据港 2023-2025 年营收、毛利率拆分

项目	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	1,455	1,655	1,848	1,993
IDC 业务	1,452	1,651	1,843	1,988
YoY	16.9%	13.7%	11.7%	7.9%
解决方案+云销售	3.1	3.7	4.4	5.1
YoY	22.4%	20.0%	18.0%	16.0%
项目	2022A	2023E	2024E	2025E
综合毛利率	28.8%	30.1%	35.1%	35.1%
IDC 业务	28.9%	30.2%	35.2%	35.2%
解决方案+云销售	12.8%	12.6%	12.4%	12.2%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 16.6/18.5/19.9 亿元，归母净利润分别为 1.6/2.4/2.6 亿元。

表2：数据港 2023-2025 年盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,455	1,655	1,848	1,993
营业成本	1,036	1,156	1,198	1,292
营业税金及附加	2	2	2	2
销售费用	3	3	3	4
管理费用	67	75	82	88
研发费用	68	76	85	88
EBIT	308	374	511	557
财务费用	156	165	208	221
资产减值损失	-3	0	0	0

投资收益	5	6	6	7
营业利润	146	214	310	343
营业外收支	-1	-0	-0	-0
利润总额	145	214	310	343
所得税	38	51	74	82
净利润	107	162	235	260
归母净利润	115	162	235	260
EBITDA	1,027	1,101	1,333	1,520

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

考虑到数据港的业务结构, 我们选择 A 股中 IDC “老兵” 润泽科技、奥飞数据、光环新网、宝信软件作为可比公司, 考虑到 IDC 属于重资产行业, 且各家企业折旧摊销方式存在一定差别, EBITDA 较净利润更能直观反应公司资产质量, 衡量经营效率, 我们选取 EV/EBITDA 作为估值指标。根据 wind 一致预期, 润泽科技、奥飞数据、光环新网、宝信软件 2023 年~2024 年 EV/EBITDA 均值为 22/17 倍, 而根据我们的测算数据港 2023~2024 年 EV/EBITDA 为 13/10 倍, 而考虑到数据港在阿里巴巴大模型领域的领先布局, 当前市值仍有上行空间。

表3: 可比公司盈利预测与估值比较

代码	简称	市值	企业价值	EBITDA (亿元)				净利润 (亿元)				EV/EBITDA		
		(亿元)		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300738.SZ	奥飞数据	103	135	4.6	5.4	6.4	8.2	1.4	1.7	2.0	2.5	25	21	16
300442.SZ	润泽科技	620	683	0.3	18.5	24.4	32.6	-0.1	12.4	18.6	24.4	37	28	21
300383.SZ	光环新网	194	216	16.6	15.1	19.5	24.2	8.4	6.4	8.5	10.8	14	11	9
600845.SH	宝信软件	920	877	25.2	27.2	33.1	41.0	18.2	21.7	27.3	34.4	32	27	21
平均												27	22	17
603881.SH	数据港	111	140	8.2	10.3	11.0	13.3	1.1	1.1	1.6	2.4	14	13	10

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; 注: 数据港 22 年财务数据为实际值 (A), 可比公司均采用 wind 一致预期; 股价时间为 2023 年 03 月 14 日

公司数据中心业务以批发型为主, 零售型为辅, 我们看好 “东数西算” +AI 大参数模型背景下, 下游企业需求复苏。我们认为随着公司多地数据中心扩建平稳落地, 多元的客户结构也有望增强公司收入规模化效应, 并带来更平稳的经营性现金流。预计 23 年~25 年公司收入 16.6/18.5/19.9 亿元, EBITDA 11.0/13.3/15.2 亿元, 对应 3 月 14 日收盘价 EV/EBITDA 13/10/9x, 归母净利润 1.6/2.4/2.6 亿元, 对应 3 月 14 日收盘价 P/E 68/47/43x。首次覆盖, 给予 “推荐” 评级。

5 风险提示

1) 客户集中度较高的风险。公司直接及间接来自于某大型互联网公司的收入占比较高，若基础电信运营商及最终用户经营状况发生重大不利变化，将直接影响到公司的生产经营，从而给公司盈利能力造成不利影响。

2) 市场竞争加剧风险。公司作为国内主要的网络中立数据中心服务商之一，未来可能将面临更为激烈的市场竞争。一方面，竞争加剧使公司面临市场份额被竞争对手抢夺的风险，原有的市场份额可能减小；另一方面，竞争加剧还可能导致行业整体利润率下降。

3) 项目交付风险。若公司在建、拟建或在运营的数据中心项目不符合当地政策要求，将面临无法按时完成项目验收交付、项目整改或关停并转等措施，给公司带来相应的经营风险或经济损失。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1455	1655	1848	1993
营业成本	1036	1156	1198	1292
营业税金及附加	2	2	2	2
销售费用	3	3	3	4
管理费用	67	75	82	88
研发费用	68	76	85	88
EBIT	308	374	511	557
财务费用	156	165	208	221
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	5	6	6	7
营业利润	146	214	310	343
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	145	214	310	343
所得税	38	51	74	82
净利润	107	162	235	260
归属于母公司净利润	115	162	235	260
EBITDA	1027	1101	1333	1520

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	456	170	33	100
应收账款及票据	87	101	113	122
预付款项	20	34	35	38
存货	15	17	17	19
其他流动资产	668	703	761	804
流动资产合计	1246	1025	959	1082
长期股权投资	0	6	12	18
固定资产	4890	5107	5244	6168
无形资产	33	32	32	32
非流动资产合计	6201	7257	7621	7487
资产合计	7447	8281	8581	8569
短期借款	1200	1200	1200	1200
应付账款及票据	529	590	612	660
其他流动负债	724	745	109	118
流动负债合计	2453	2535	1921	1978
长期借款	1470	2070	2770	2470
其他长期负债	503	504	497	490
非流动负债合计	1973	2573	3266	2959
负债合计	4426	5108	5187	4937
股本	329	329	329	329
少数股东权益	5	5	5	5
股东权益合计	3021	3173	3393	3632
负债和股东权益合计	7447	8281	8581	8569

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.88	13.68	11.68	7.88
EBIT 增长率	0.04	21.46	36.90	8.95
净利润增长率	-5.45	41.27	45.03	10.62
盈利能力 (%)				
毛利率	28.84	30.16	35.15	35.16
净利润率	7.90	9.81	12.74	13.06
总资产收益率 ROA	1.54	1.96	2.74	3.04
净资产收益率 ROE	3.81	5.12	6.95	7.18
偿债能力				
流动比率	0.51	0.40	0.50	0.55
速动比率	0.29	0.17	0.17	0.20
现金比率	0.19	0.07	0.02	0.05
资产负债率 (%)	59.43	61.69	60.45	57.61
经营效率				
应收账款周转天数	21.91	22.33	22.33	22.33
存货周转天数	5.16	5.31	5.31	5.31
总资产周转率	0.19	0.21	0.22	0.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.49	0.72	0.79
每股净资产	9.17	9.63	10.30	11.03
每股经营现金流	3.60	3.26	3.70	4.37
每股股利	0.00	0.05	0.07	0.07
估值分析				
PE	97	68	47	43
PB	3.7	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	14.06	13.92	11.64	9.96
股息收益率 (%)	0.00	0.13	0.20	0.22
现金流量表 (百万元)				
净利润	107	162	235	260
折旧和摊销	720	727	822	963
营运资金变动	197	18	-43	0
经营活动现金流	1184	1073	1218	1438
资本开支	-1036	-1709	-1113	-748
投资	210	0	0	0
投资活动现金流	-810	-1709	-1113	-748
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-248	600	57	-300
筹资活动现金流	-515	351	-242	-624
现金净流量	-142	-286	-137	66

插图目录

图 1: 公司收入情况	3
图 2: 公司归母净利润情况	3
图 3: 公司分季度收入	3
图 4: 公司分季度净利润	3
图 5: 期间费用逐步下降, 以财务费用为主	4
图 6: 公司费用率保持低位	4
图 7: 2022 年底公司资产负债率为 59.43%	4
图 8: 公司经营活动净现金流	4
图 9: 海外 IDC 公司收入及增速	5
图 10: 万国数据、秦淮数据、世纪互联上架率回升	5
图 11: 我国数据中心市场规模	6
图 12: 我国数据中心机架规模	6
图 13: 上海传统 IDC 业务市场空间	7
图 14: 北京及周边地区 IDC 机柜供给快速增长	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 数据港 2023-2025 年营收、毛利率拆分	8
表 2: 数据港 2023-2025 年盈利预测	8
表 3: 可比公司盈利预测与估值比较	9
公司财务报表数据预测汇总	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026