

事件概述: 3 月 28 日，公司发布 2022 年年报：公司 2022 年实现营业收入 42.27 亿元，同比+44.41%；实现归母净利 10.80 亿元，同比+45.65%；扣非后归母净利 9.72 亿元，同比+48.69%。分季度看，22Q4 实现营业收入 9.61 亿元，同比+14.83%，环比-18.78%；实现归母净利 2.22 亿元，同比+8.87%，环比-27.59%；扣非后归母净利 1.82 亿元，同比+18.67%，环比-34.61%。

点评：三大业务齐头并进，超导产品销量接近翻倍

- 量：22 年公司超导产品销量同比增长 99.36%。** 22 年主要产品需求持续增长，高端钛合金材料、超导产品以及高温合金材料产销量进一步提升。其中，钛合金销量同比+26.28%，至 8604 吨。超导产品销量同比+99.36%，至 1110 吨。高温合金销量同比+45.67%，至 732 吨。
- 价：22 年公司毛利率下滑 1.37pct，至 39.45%。** 2022 年主要原材料价格上涨，其中海绵钛价格同比+11.91%，电解镍价格同比+44.11%。钛合金方面，22 年公司产品售价同比+3.39%，至 37.30 万/吨，但由于原料端海绵钛涨幅更大，钛合金毛利率同比下滑 2.02pct，至 43.29%。高温合金方面，22 年售价同比+22.45%，至 24.74 万/吨，原料端镍价上涨，高温合金毛利率同比下滑 0.72pct，随着 23 年青山、华友精炼镍项目逐步释放，镍价相较 22 年有望走弱，高温合金成本压力将缓解。超导产品方面，22 年售价同比+30.84%，至 56.15 万/吨，毛利率同比上升 14.11pct，至 30.44%。22 年公司毛利率下滑 1.37pct，至 39.45%。

未来核心看点

- 超导产品放量。** 超导产品市场开拓顺利，公司持续开发超导材料和磁体技术在半导体、光伏、医疗及电力领域的应用，其中 MRI 用超导线 22 年产销量再创新高，随着公司超导产品产能提升，超导产品业绩贡献可期。
- 定增项目加码高温合金+钛合金材料，成长性再上台阶。** 定增募投的航空航天用高性能金属材料产业化项目新增钛合金材料 5050 吨，高温合金 1500 吨的生产能力，定增项目 2024 年投产后，钛合金总产能将达到 1 万吨。高温合金方面，随着 2019 年公司首发募投的 2500 吨在 2023 年投产，定增募投的 1500 吨在 2024 年投产，公司高温合金产能将达到 6000 吨，届时高温合金生产能力将处于国内第一梯队，未来将充分受益下游军工等领域的快速发展。

投资建议: 受益于航天航空等下游领域发展，公司产品需求空间广阔，随着高端产品项目投产，公司盈利能力有望持续攀升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.4/16.2/19.8 亿，对应现价，PE 为 27/23/19 倍，维持公司“推荐”评级。

风险提示: 下游需求不及预期；原材料涨价超预期；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,227	5,634	6,961	8,341
增长率 (%)	44.4	33.3	23.6	19.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,080	1,341	1,618	1,978
增长率 (%)	45.7	24.1	20.7	22.2
每股收益 (元)	2.33	2.89	3.49	4.26
PE	34	27	23	19
PB	6.1	5.4	4.6	3.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
79.40 元

分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qizuxue@mszq.com


分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

分析师 张航

执业证书: S0100522080002

邮箱: zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书: S0100522080006

邮箱: zhangjianye@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书: S0100121120036

邮箱: sunerchun@mszq.com

相关研究

- 西部超导 (688122.SH) 2022 年业绩快报点评: Q4 钛行业景气度下滑拖累业绩，高温合金+钛合金项目稳步推进-2023/02/28
- 西部超导 (688122.SH) 2022 年三季度报点评: 钛价环比下滑拖累 Q3 业绩，高温合金+钛合金项目稳步推进-2022/10/24
- 西部超导 (688122.SH) 2022 年半年报点评: 半年业绩创历史新高，定增加码高端产品产能-2022/08/21

目录

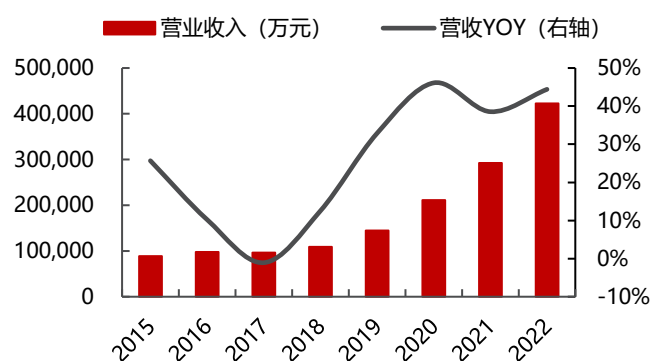
1 事件概述：2022 年归母净利同比增长 45.65%	3
2 点评：三大业务齐头并进，超导产品销量接近翻倍	4
2.1 三大业务齐头并进，超导产品销量接近翻倍.....	4
2.2 2022Q4 业绩环比有所下滑，同比有所提升.....	7
3 核心看点：超导产品放量，定增项目加码高温合金+钛合金材料，成长性有望再上台阶	9
4 盈利预测与投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件概述：2022 年归母净利润同比增长 45.65%

公司发布 2022 年报：公司 2022 年实现营业收入 42.27 亿元，同比+44.41%；实现归母净利润 10.80 亿元，同比+45.65%；扣非后归母净利润 9.72 亿元，同比+48.69%。2022 年归母净利润稍低于此前发布的业绩快报。

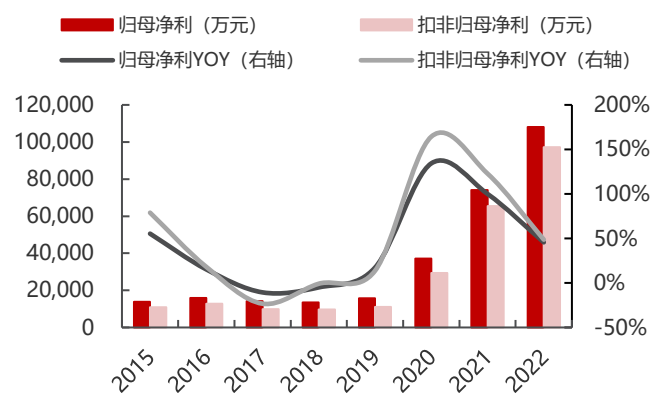
分季度看，22Q4 实现营业收入 9.61 亿元，同比+14.83%，环比-18.78%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比+8.87%，环比-27.59%；扣非后归母净利润 1.82 亿元，同比+18.67%，环比-34.61%。

图1：2022 年营收同比+44.41%



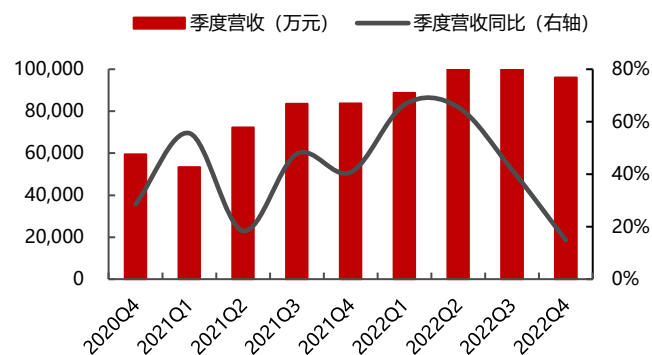
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年归母净利润同比+45.65%



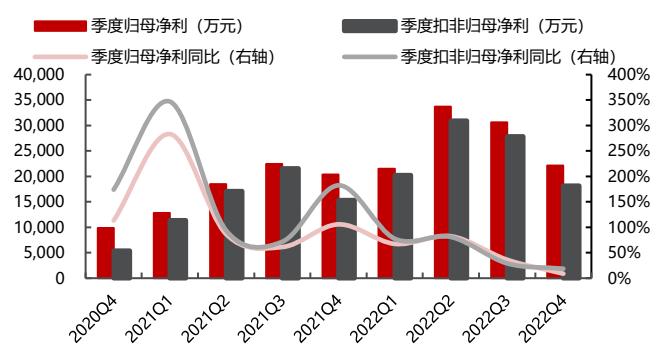
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评: 三大业务齐头并进, 超导产品销量接近翻倍

2.1 三大业务齐头并进, 超导产品销量接近翻倍

量: 22 年公司超导产品销量同比增长 99.36%。22 年主要产品需求持续增长, 高端钛合金材料、超导产品以及高温合金材料产销量进一步提升。其中, 钛合金销量同比+26.28%, 至 8604 吨。超导产品销量同比+99.36%, 至 1110 吨。高温合金销量同比+45.67%, 至 732 吨。

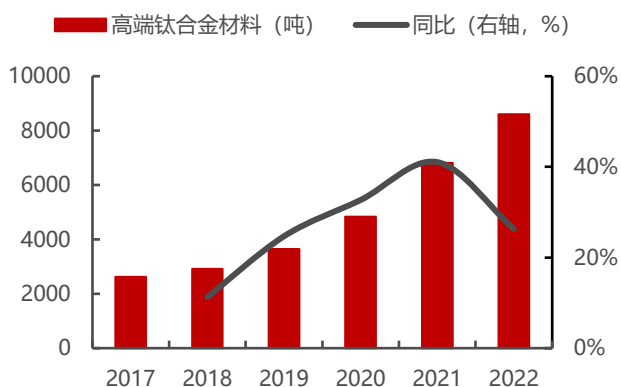
价: 22 年公司毛利率下滑 1.37pct, 至 39.45%。2022 年主要原材料价格上涨, 其中海绵钛价格同比+11.91%, 电解镍价格同比+44.11%。钛合金方面, 22 年公司产品售价同比+3.39%, 至 37.30 万/吨, 但由于原料端海绵钛涨幅更大, 钛合金毛利率同比下滑 2.02pct, 至 43.29%。高温合金方面, 22 年售价同比+22.45%, 至 24.74 万/吨, 原料端镍价上涨, 高温合金毛利率同比下滑 0.72pct, 随着 23 年青山、华友精炼镍项目逐步释放, 镍价相较 22 年有望走弱, 高温合金成本压力将缓解。超导产品方面, 22 年售价同比+30.84%, 至 56.15 万/吨, 毛利率同比上升 14.11pct, 至 30.44%。22 年公司毛利率下滑 1.37pct, 至 39.45%。

表1: 公司主要产品销量情况 (单位: 吨)

类别	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
高端钛合金材料	3,640.49	4,830.75	6,813.49	8,604.28
超导产品	330.09	492.00	556.92	1,110.28
高性能高温合金材料	81.59	246.25	502.77	732.41

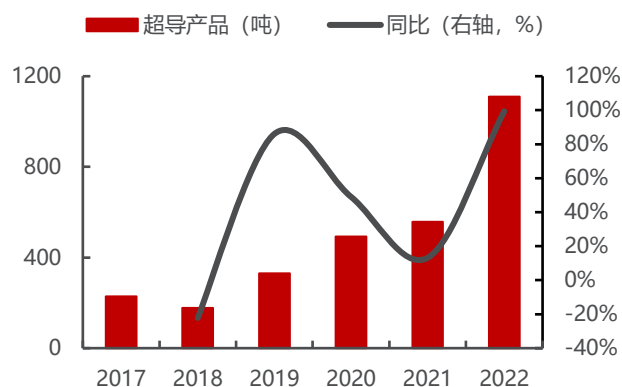
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 2022 年高端钛合金销量同比+26.28%



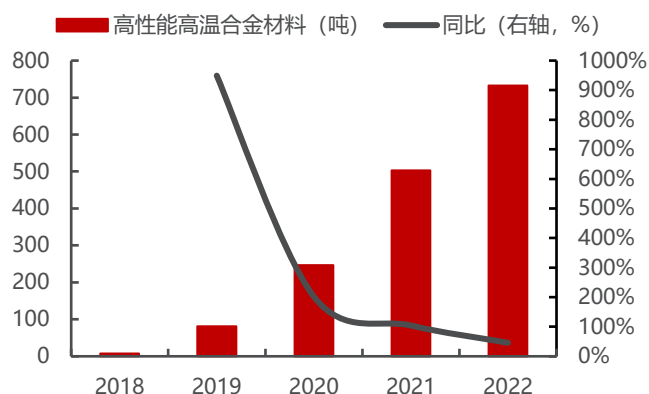
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 2022 年超导产品销量同比+99.36%



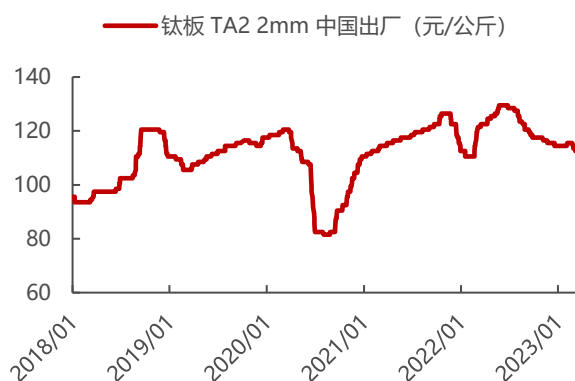
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 2022 年高温合金销量同比+45.67%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 钛板价格走势 (单位: 元/公斤)



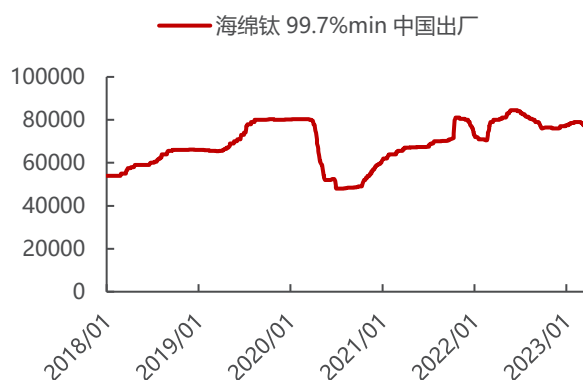
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图9: 电解镍价格走势 (单位: 元/吨)



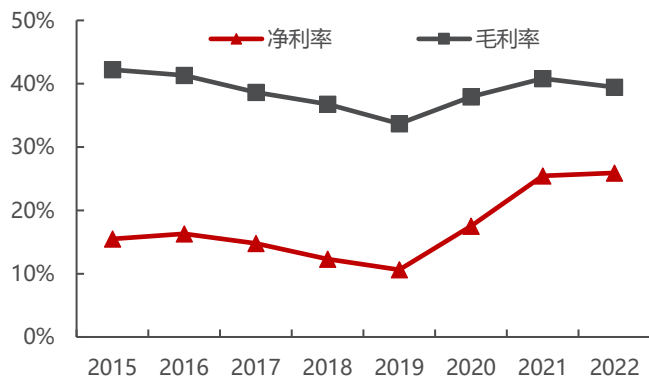
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 海绵钛价格走势 (单位: 元/吨)



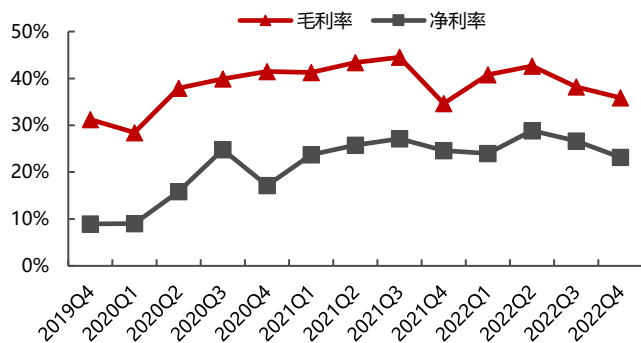
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图11: 2022 年公司毛利率下滑

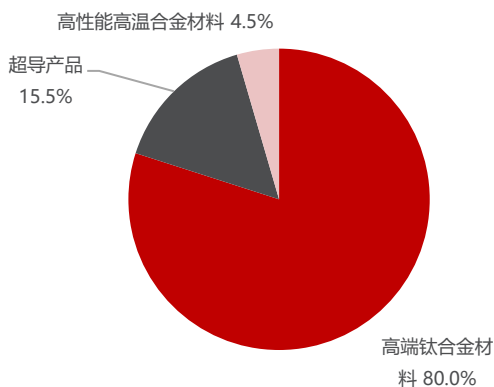


资料来源: wind, 民生证券研究院

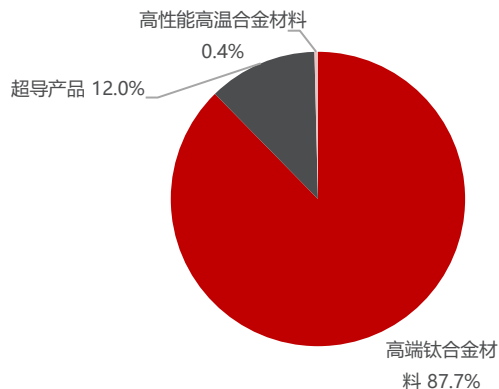
图12: 公司分季度毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2022 年公司分产品营收占比 (单位: %)


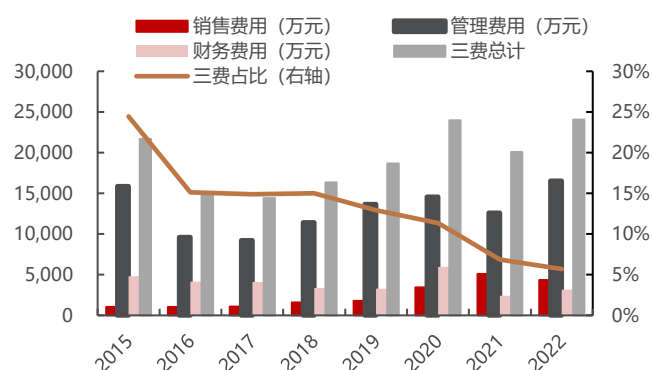
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2022 年公司分产品毛利占比 (单位: %)


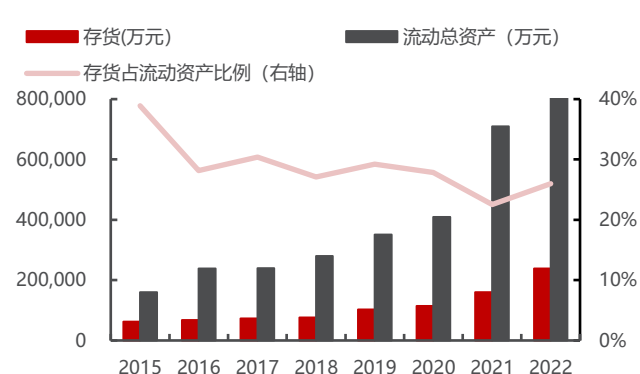
资料来源: wind, 民生证券研究院

期间费用率下滑。公司 2022 年期间费用同比+19.75%，至 2.40 亿元，期间费用率同比下滑 1.17pct，至 5.69%。其中财务费用增加 0.08 亿元，主要是公司根据经营资金需求增加流动资金贷款使得当期利息支出增加 (+0.13 亿元) 所致；管理费用增加 0.39 亿元，主要是员工薪酬支出增加 (+0.41 亿元) 所致；销售费用减少 0.07 亿元，主要为购买新材料保险费减少 (-0.08 亿元) 所致。

期末存货增加。由于生产规模扩大，主要产品生产周期较长，原料备库增加，公司 2022 年末存货同比+48.88%，至 23.80 亿。其中，在产品增加 3.03 亿，发出商品增加 0.46 亿，库存商品增加 1.64 亿。此外，2022 年末高温合金库存量同比+108.31%至 421 吨，也对年末存货增加产生一定影响。

图15: 2022 年公司期间费用率下滑


资料来源: wind, 民生证券研究院

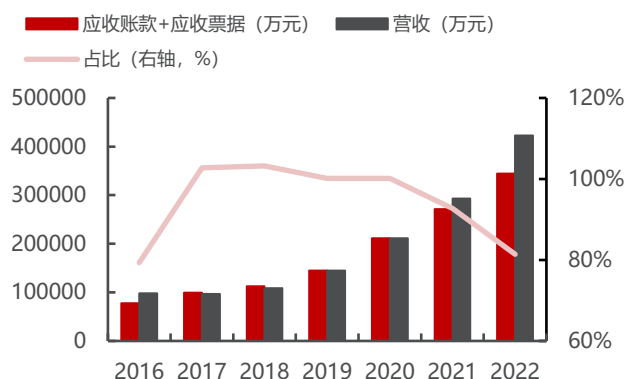
图16: 2022 年末公司库存增加


资料来源: wind, 民生证券研究院

应收账款及应收票据占营业收入比重下滑。由于下游军工企业付款结算周期较长且下游军工行业客户多以商业承兑汇票进行结算，公司应收账款及应收票据一直较高。2022 年公司回款状况有所改善，应收账款及应收票据占营业收入比重下滑 11.32pct，至 81.41%。

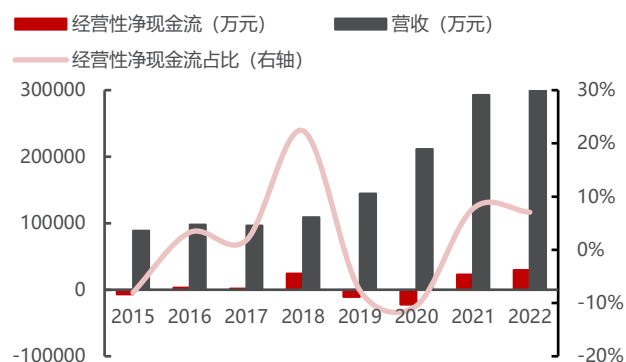
经营活动产生的现金流量净额同比增加 0.7 亿元。2022 年公司回款状况有所改善，虽然原材料等价格上涨，但商品与接受劳务支出增幅不及回款，公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额同比增加 0.7 亿元，至 2.98 亿元。

图17：2022 年公司应收账款及应收票据占营收比重下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

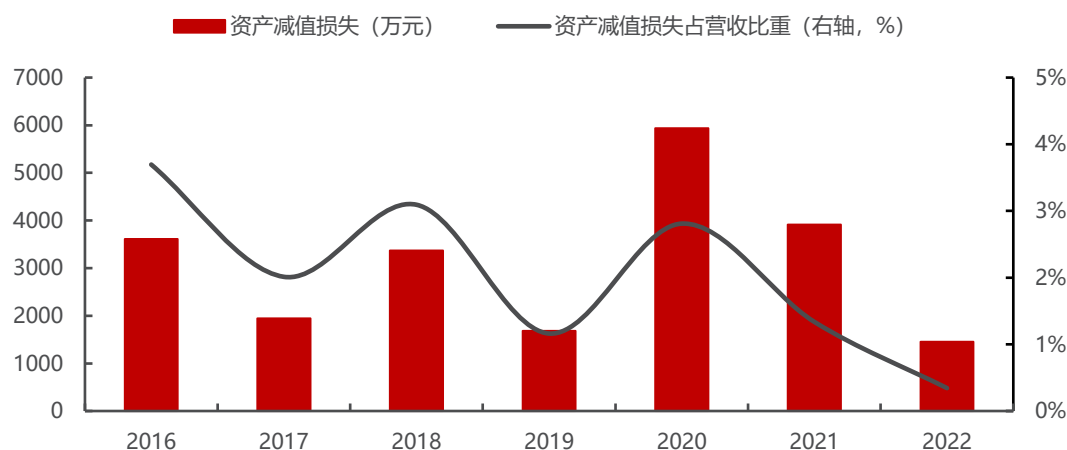
图18：2022 年公司经营性现金流改善



资料来源：wind，民生证券研究院

资产减值损失减少 2460.58 万。由于依会计政策计提的存货跌价损失减少，2022 年资产减值损失减少 2460.58 万，至 1452.48 万元，其中存货跌价损失及合同履约成本减值损失 3840.14 万元，同比减少 2097.54 万元。

图19：2022 年资产减值损失减少



资料来源：wind，民生证券研究院

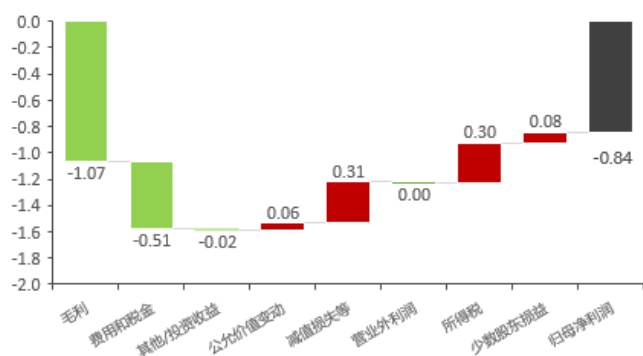
2.2 2022Q4 业绩环比有所下滑，同比有所提升

2022Q4 vs 2022Q3：2022Q4 归母净利润环比减少 0.84 亿元，主要的增利点在于所得税 (+0.30 亿元)、减值损失 (0.31 亿元)、公允价值变动 (+0.06 亿元)；主要的减利点包括费用和税金 (-0.51 亿元)、其他/投资收益 (-0.02 亿元)、

毛利 (-1.07 亿元)。

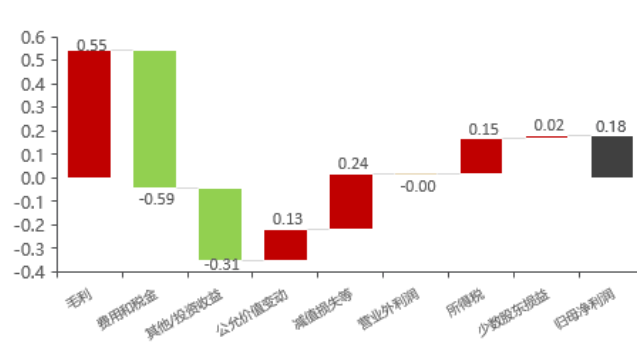
2022Q4 vs 2021Q4: 2022Q4 归母净利润同比增加 0.18 亿元，主要的增利点在于毛利 (+0.55 亿元)、减值损失 (+0.24 亿元)、所得税 (+0.15 亿元)、公允价值变动 (+0.13 亿元)；主要的减利点包括费用和税金 (-0.59 亿元)、其他/投资收益 (-0.31 亿元)。

图20: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点: 超导产品放量, 定增项目加码高温合金 +钛合金材料, 成长性有望再上台阶

高温合金业绩贡献逐步显现。公司作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商之一, 众多产品广泛应用于国家军工重大装备、大型科学工程等, GH4169、GH738 等典型高温合金在多个型号发动机、燃机和商发长江系列发动机进入批量供货阶段。2022 年公司高温合金销量 732.41 吨, 同比+45.67%, 随着未来逐步释放产能, 叠加原料端镍、钴等价格趋弱, 高温合金业绩贡献有望逐步抬升。

定增项目加码高温合金+钛合金材料, 成长性再上台阶。2022 年 1 月公司完成定增, 共募集资金净额 19.81 亿元, 其中 9.91 亿元规划建设航空航天用高性能金属材料产业化项目, 新增钛合金材料 5050 吨, 高温合金 1500 吨的生产能力。定增项目 2024 年投产后, 钛合金总产能将达到 1 万吨。高温合金方面, 随着 2019 年公司首发募投的 2500 吨在 2023 年投产, 定增募投的 1500 吨在 2024 年投产, 公司高温合金产能将达到 6000 吨, 届时高温合金生产能力将处于国内第一梯队, 未来将充分受益下游军工等领域发展。

超导产品放量。超导产品市场开拓顺利, 公司持续开发超导材料和磁体技术在半导体、光伏、医疗及电力领域的应用, 其中 MRI 用超导导线 22 年产销量再创新高, 1.5T-5T 高场超导磁共振成像仪 (MRI) 用 NbTi 线材产品国际国内市场份额持续扩大。此外公司相继中标国家重大项目超导导线采购项目, 核聚变用高性能 Nb3Sn 超导导线打破国外垄断, 形成批量供应。2022 年公司超导产品销量同比+99.36%至 1110 吨, 随着公司超导产品产能提升, 超导产品业绩贡献可期。

表2: 主要项目投资建设情况

在建项目	主要产品产能	项目进度	预计投产时间
发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目	高温合金 2500 吨	106.23%	2023 年 1 月
航空航天用高性能金属材料产业化项目	高温合金 1500 吨 钛合金材料 5050 吨	23.36%	2024 年 12 月
高性能超导线材产业化项目	MRI 用超导线材 2000 吨	13.45%	2024 年 12 月

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

受益于航天航空等下游领域发展,公司产品需求空间广阔,随着高端产品项目投产,公司盈利能力有望持续攀升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.4/16.2/19.8 亿,对应现价,PE 为 27/23/19 倍,维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。高端钛合金材料是公司的主要收入来源，随着航空工业的发展，飞机和发动机制造对钛合金材料的性能质量提出了越来越高的要求，如果公司不能通过长期的市场跟踪和持续研发成为未来发展的新型飞机和发动机钛合金材料供应商，公司未来订单可能受到影响。

3) 原材料价格大幅波动。公司原材料采购主要包括海绵钛、铌锭、镍、无氧铜及中间合金等，如果未来海绵钛、中间合金等原材料出现大幅波动，可能会给公司生产经营带来不利影响。

2) 项目进展不及预期。国家环保等政策、疫情等因素可能对公司在建项目产生影响，导致项目进展不及预期，进而延迟相关产品产能释放。

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	4,227	5,634	6,961	8,341
营业成本	2,559	3,412	4,287	5,142
营业税金及附加	29	37	45	54
销售费用	44	82	101	121
管理费用	165	208	258	304
研发费用	254	366	452	525
EBIT	1,245	1,621	1,928	2,324
财务费用	32	38	53	56
资产减值损失	-15	-21	-15	-13
投资收益	-4	-7	1	3
营业利润	1,238	1,555	1,866	2,266
营业外收支	0	1	1	3
利润总额	1,238	1,555	1,867	2,269
所得税	142	194	224	261
净利润	1,095	1,361	1,643	2,008
归属于母公司净利润	1,080	1,341	1,618	1,978
EBITDA	1,369	1,767	2,117	2,550

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,112	1,675	2,049	1,883
应收账款及票据	3,441	4,520	5,070	6,352
预付款项	34	49	60	73
存货	2,380	2,933	3,721	4,279
其他流动资产	1,198	1,217	1,210	1,231
流动资产合计	9,166	10,394	12,110	13,818
长期股权投资	154	207	260	313
固定资产	1,154	1,354	1,787	2,259
无形资产	179	178	174	167
非流动资产合计	2,140	2,482	3,054	3,366
资产合计	11,306	12,877	15,164	17,184
短期借款	982	1,082	1,182	1,382
应付账款及票据	1,737	1,960	2,767	2,669
其他流动负债	687	938	1,057	1,231
流动负债合计	3,406	3,980	5,006	5,283
长期借款	1,160	1,260	1,360	1,560
其他长期负债	378	378	360	360
非流动负债合计	1,539	1,639	1,721	1,921
负债合计	4,945	5,618	6,727	7,203
股本	464	464	464	464
少数股东权益	365	385	410	440
股东权益合计	6,361	7,258	8,437	9,981
负债和股东权益合计	11,306	12,877	15,164	17,184

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	44.41	33.28	23.57	19.82
EBIT 增长率	45.57	30.22	18.92	20.53
净利润增长率	45.65	24.13	20.71	22.21
盈利能力 (%)				
毛利率	39.45	39.44	38.41	38.35
净利润率	25.55	23.80	23.25	23.71
总资产收益率 ROA	9.55	10.41	10.67	11.51
净资产收益率 ROE	18.01	19.51	20.16	20.73
偿债能力				
流动比率	2.69	2.61	2.42	2.62
速动比率	1.98	1.86	1.66	1.79
现金比率	0.62	0.42	0.41	0.36
资产负债率 (%)	43.73	43.63	44.36	41.92
经营效率				
应收账款周转天数	105.52	95.00	90.00	88.00
存货周转天数	279.81	281.38	280.86	281.03
总资产周转率	0.42	0.47	0.50	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	2.33	2.89	3.49	4.26
每股净资产	12.92	14.81	17.30	20.56
每股经营现金流	0.64	0.87	3.22	1.12
每股股利	1.00	1.00	1.00	1.00
估值分析				
PE	34	27	23	19
PB	6.1	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	25.36	19.90	16.44	13.71
股息收益率 (%)	1.26	1.26	1.26	1.26

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,095	1,361	1,643	2,008
折旧和摊销	124	146	189	226
营运资金变动	-989	-1,232	-445	-1,831
经营活动现金流	298	403	1,496	519
资本开支	-661	-435	-702	-475
投资	-1,080	-53	-52	-53
投资活动现金流	-1,710	-495	-753	-525
股权募资	241	0	0	0
债务募资	1,028	200	182	400
筹资活动现金流	743	-344	-369	-161
现金净流量	-663	-437	374	-167

插图目录

图 1: 2022 年营收同比+44.41%.....	3
图 2: 2022 年归母净利润同比+45.65%.....	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化.....	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化.....	3
图 5: 2022 年高端钛合金销量同比+26.28%.....	4
图 6: 2022 年超导产品销量同比+99.36%.....	4
图 7: 2022 年高温合金销量同比+45.67%.....	5
图 8: 钛板价格走势 (单位: 元/公斤).....	5
图 9: 电解镍价格走势 (单位: 元/吨).....	5
图 10: 海绵钛价格走势 (单位: 元/吨).....	5
图 11: 2022 年公司毛利率下滑.....	5
图 12: 公司分季度毛利率变化.....	5
图 13: 2022 年公司分产品营收占比 (单位: %).....	6
图 14: 2022 年公司分产品毛利占比 (单位: %).....	6
图 15: 2022 年公司期间费用率下滑.....	6
图 16: 2022 年末公司库存增加.....	6
图 17: 2022 年公司应收账款及应收票据占营收比重下滑.....	7
图 18: 2022 年公司经营性现金流改善.....	7
图 19: 2022 年资产减值损失减少.....	7
图 20: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元).....	8
图 21: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元).....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司主要产品销量情况 (单位: 吨).....	4
表 2: 主要项目投资建设情况.....	9
公司财务报表数据预测汇总.....	12

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收到任何形式的补偿。

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。	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
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	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