

行业“小巨人”，全面高端化

2023年08月22日

► **行业“小巨人”，产品线齐全，研发投入助力全面高端化。**公司是全球少数具有数字示波器、信号发生器、频谱分析仪和矢量网络分析仪四大通用电子测试测量仪器主力产品研发、生产和销售能力的通用电子测试测量仪器厂家，同时也是全球少数同时拥有这四大主力产品并且四大主力产品全线进入高端领域的企业。创新研发是公司发展的核心驱动力，为适应电子测量仪器的高端化进程，公司加大研发投入，1Q23 研发费用为 1676 万元，同比增长 66.33%，研发费用率为 16.4%。

► **下游景气度提升，我国电子测量市场空间广阔。**根据弗若斯特沙利文统计，2019 年我国示波器市场规模 4 亿美元，2025 年有望达到 6 亿美元，2020 年-2025 年 CAGR7.9%。据 Technavio 研究报告，矢量网络分析仪市场体量在 2024 年将达到 10 亿美金左右。下游的通信、电子、汽车领域的发展也将使得矢量网络分析仪类产品市场规模的增长速率超过电子测量行业整体市场规模的增长率。

► **国产化替代空间较大，政策东风不断。**根据弗若斯特沙利文统计，2020 年我国通用电子测量仪器市场规模 48 亿美元，我们梳理了普源精电、鼎阳科技、优利德、创远仪器、坤恒顺维与思林杰 2020 年度国内相关业务收入，测算本土厂商在国内市场份额。上述公司 2020 年国内市占率合计 4.1%，国产化替代仍存在较大空间。电子测量行业关乎我国电子信息产业发展速度及质量，意义重大，属于国家战略性产业。为协同构建中国特色国家实验室体系，科学规划布局前瞻引领型、战略导向型、应用支撑型重大科技基础设施，打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战，我国推出一系列鼓励政策。

► **投资建议：**考虑到国内商用通信、国防与航空航天、电子工业等各个下游领域技术的快速发展，公司产品升级带来的价格提升和新品放量带来的销量提升，我们预计公司 23-25 年收入分别为 5.58/7.79/10.59 亿元，归母净利润分别为 1.71/2.29/3.11 亿元，对应 2023 年 8 月 21 日收盘价 PE 分别为 43x/32x/24x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料供应紧缺及价格波动，芯片等电子元器件进口依赖。

推荐

首次评级

当前价格：

45.54 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：xiezhizhuan@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	398	558	779	1059
增长率 (%)	30.9	40.4	39.6	35.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	141	171	229	311
增长率 (%)	73.7	21.2	34.4	35.5
每股收益 (元)	0.88	1.07	1.44	1.95
PE	52	43	32	24
PB	4.9	4.6	4.2	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 21 日收盘价）

目录

1 国内通用电子测量仪器行业“小巨人”	3
1.1 产品线齐全，全面高端化	3
1.2 业绩亮眼，新品频出	4
2 电子测量高端化加速，国产化替代坡长雪厚	6
2.1 电子测量高端化加速	6
2.2 国产化替代坡长雪厚	8
3 盈利预测与估值	10
3.1 盈利预测假设与业务拆分	10
3.2 估值分析与投资建议	11
4 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

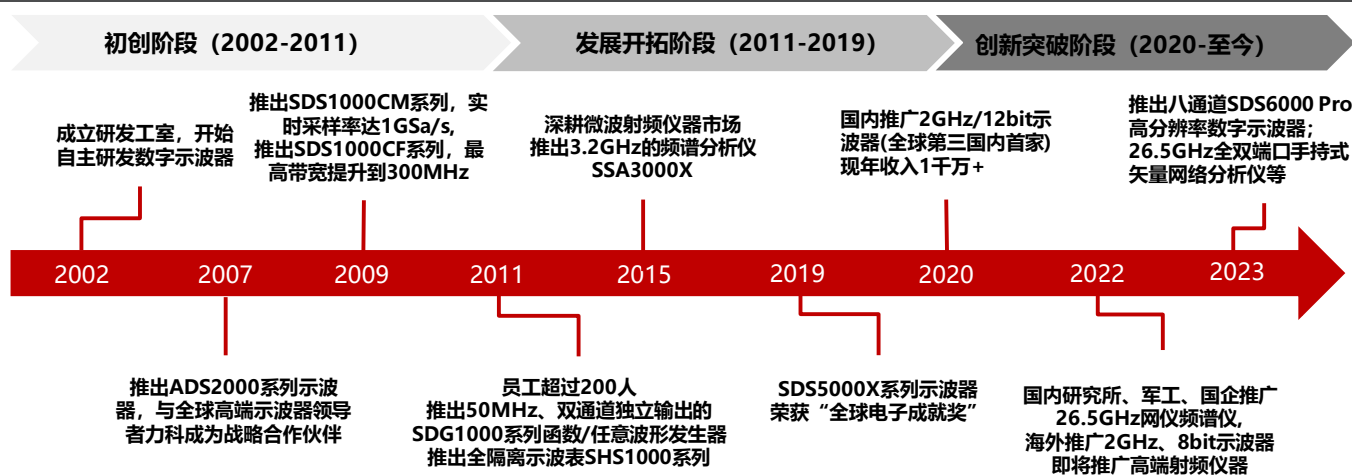
1 国内通用电子测量仪器行业“小巨人”

1.1 产品线齐全，全面高端化

鼎阳科技是国内通用电子测量行业龙头企业。自设立以来，公司一直专注于通用电子测试测量仪器的开发和技术创新，紧紧抓住现代电子信息产业的发展和需求变化，研发出具有自主核心技术的数字示波器、波形和信号发生器、频谱分析仪、矢量网络分析仪等产品，具备国内先进通用电子测试测量仪器研发、生产和销售能力。公司自主品牌“SIGLENT”已经成为全球知名的通用电子测试测量仪器品牌，产品销往全球 80 多个国家和地区，目前已发展成为国内技术领先的通用电子测试测量仪器企业之一。公司在理解行业竞争状况和分析自身竞争力的基础上，制定了“研发+产品+品牌”的发展战略。

产品线齐全，全面高端化。公司是全球少数具有数字示波器、信号发生器、频谱分析仪和矢量网络分析仪四大通用电子测试测量仪器主力产品研发、生产和销售能力的通用电子测试测量仪器厂家，同时也是全球少数同时拥有这四大主力产品并且四大主力产品全线进入高端领域的企业。

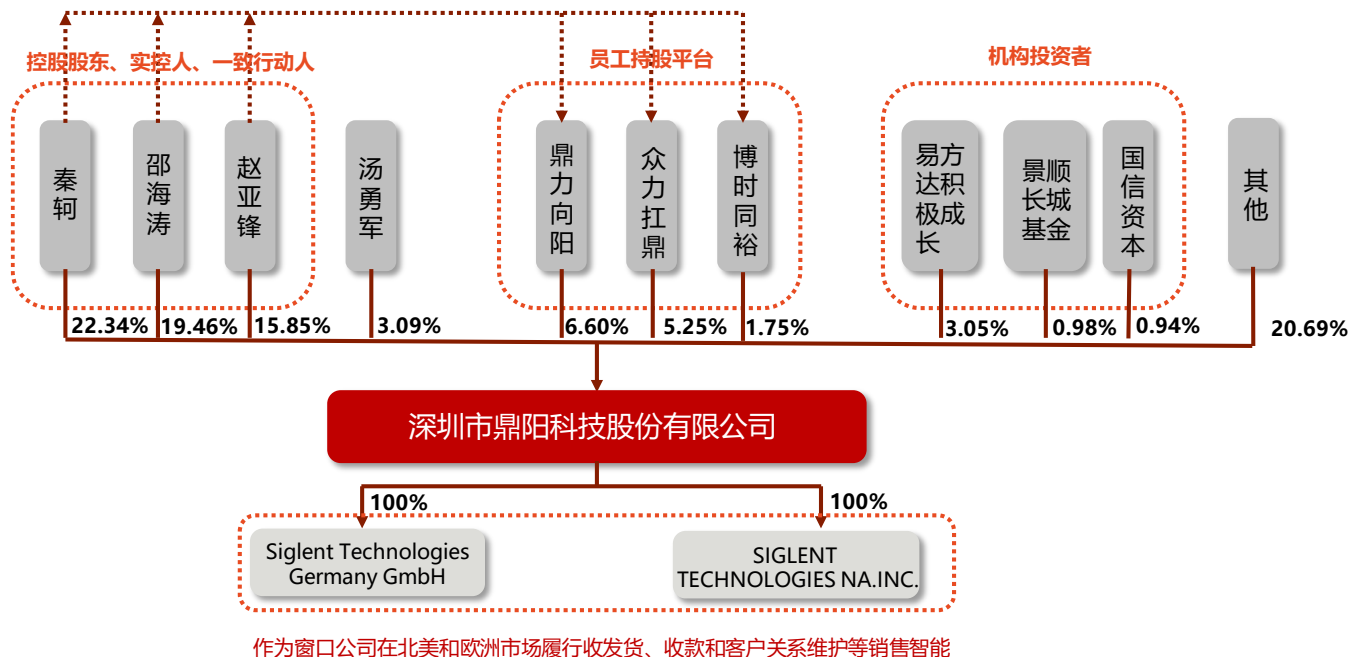
图1：鼎阳科技发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司股权结构稳定，十分注重核心员工的稳定和激励。公司于 2016 年、2017 年和 2019 年分别设立了鼎力向阳、众力扛鼎和博时同裕三个员工持股平台，用于员工股权激励，让核心员工可以分享公司成长利益。

图2：鼎阳科技股权结构

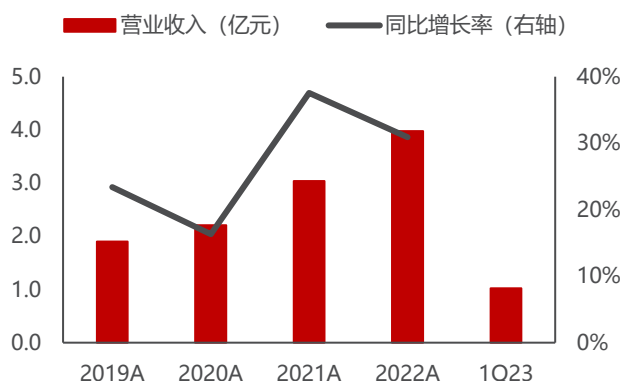


资料来源：公司官网，民生证券研究院（注：数据截止至 2023 年 3 月 31 日）

1.2 业绩亮眼，新品频出

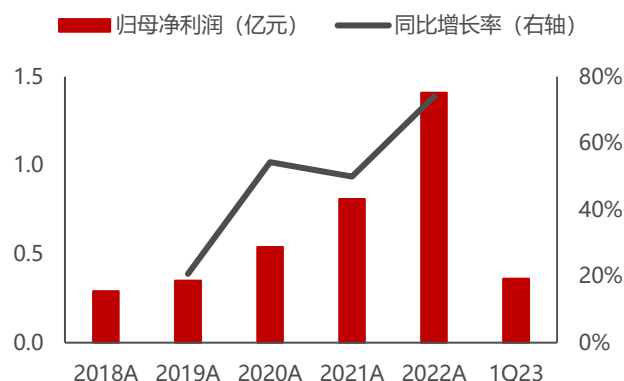
从收入和利润来看，公司收入和归母净利润稳定增长。2022 年公司实现营收 3.98 亿元，同比增长 30.9%；归母净利润 1.41 亿元，同比增长 74.1%；1Q23 公司实现营收 1.02 亿元，同比增长 50.48%；归母净利润 0.36 亿元，同比增长 78.94%。

图3：公司收入情况



资料来源：wind，民生证券研究院

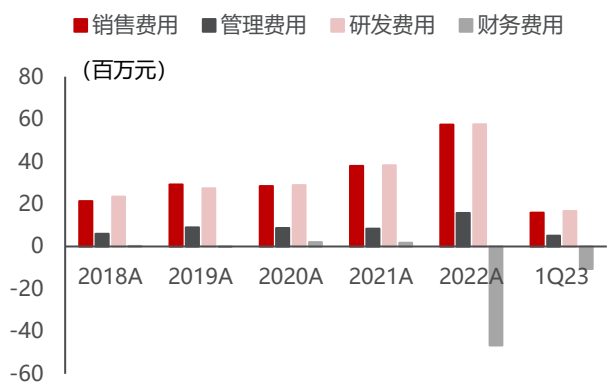
图4：公司归母净利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

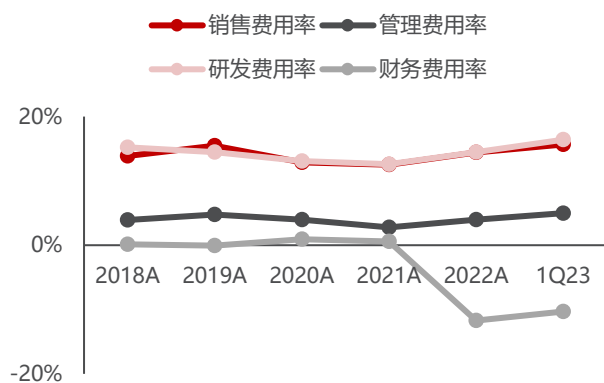
从费用来看，研发费用持续增长。创新研发是公司发展的核心驱动力，公司加大研发投入，1Q23 研发费用为 1676 万元，同比增长 66.33%，研发费用率为 16.4%。公司加大营销渠道建设和品牌推广，1Q23 销售费用为 1600 万元，销售费用率为 15.7%。由于公司进一步提高员工薪酬，增加专业机构服务，1Q23 管理费用为 509 万元，管理费用率为 5.0%。

图5：公司费用情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司费用率情况



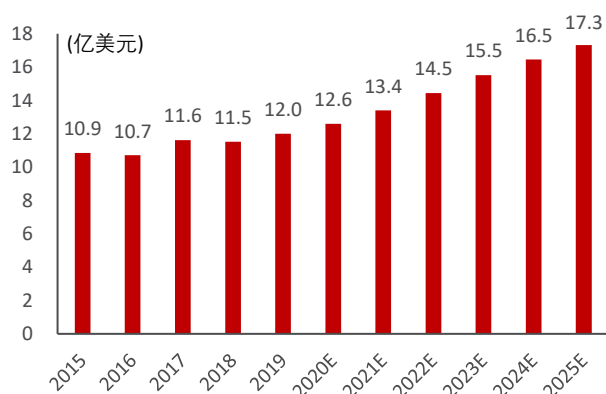
资料来源：wind，民生证券研究院

2 电子测量高端化加速，国产化替代坡长雪厚

2.1 电子测量高端化加速

全球与国内示波器市场增速在电子测量细分赛道处于领先地位。根据弗若斯特沙利文统计，2019 年全球示波器市场规模已达到 12 亿美元，2025 年有望达到 17 亿美元，2020 年-2025 年 CAGR6.6%；2019 年我国示波器市场规模 4 亿美元，2025 年有望达到 6 亿美元，2020 年-2025 年 CAGR7.9%。我国示波器市场占全球市场比重有望从 2019 年的 34.1%提升 3.5pct 至 2025 年达到 37.6%。

图7：全球示波器市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

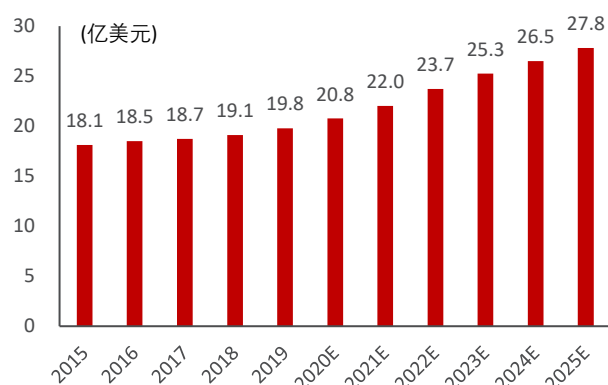
图8：我国示波器市场规模



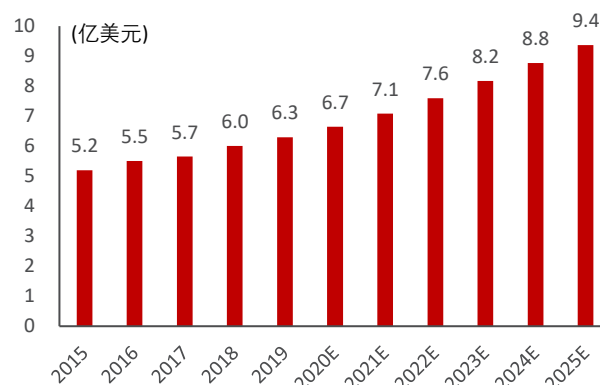
资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

伴随我国大力推进 5G 商用化，我国射频类仪器增速高于全球平均。无线通信与射频微波测试仪器的应用场景与通信行业紧密联系。一方面，在 5G 的落地过程中，每个流程都涉及到大量的测试环节，包括确定 5G 空中接口，验证新技术的性能，优化 5G 网络部署等。以验证新技术的性能为例，与 4G 相比，5G 的频谱组合场景复杂，既有低频段的 Sub-6GHz，又有规划中的毫米波。每项新技术都需要专门的测试解决方案，测试需求增加。另一方面，5G 大大地拓宽了测试场景。目前，无线通信与射频微波仪器的应用领域包括无线通信、通用电子、军工等，未来将随着 5G 技术落地将拓展更多的测试场景。

根据弗若斯特沙利文统计，2020 年-2025 年，我国射频类仪器市场 CAGR 有望实现 7.1%，达到 9 亿美元，较全球同期平均 CAGR 高出 1.1pct。我们认为，受益于 5G 通信规模化效应，射频类仪器有望成为我国电子测量行业高速增长的主要驱动因素。

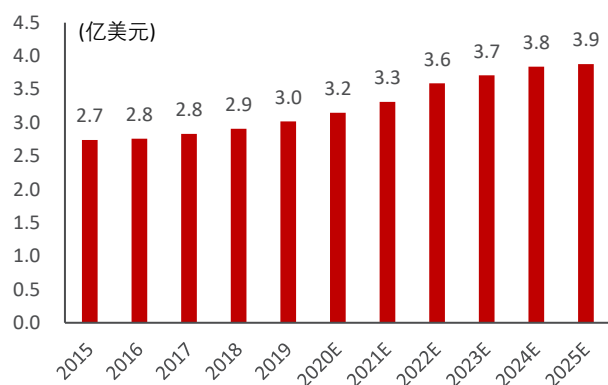
图9：全球射频类仪器市场规模


资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

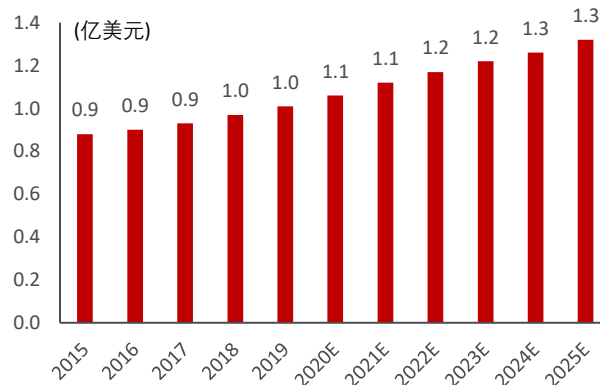
图10：我国射频类仪器市场规模


资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

相比全球市场，波形发生器在我国市场的增长速率将略快。根据弗若斯特沙利文统计，2015 至 2020 期间，我国波形发生器的市场规模从 0.9 亿美元增长至 1.1 亿美元，CAGR3.8%，预计在 2025 年将达到 1.3 亿美元，5 年 CAGR 为 4.5%；2015 年至 2020 年，全球波形发生器的市场规模以 CAGR2.8%从 2.7 亿美元增长至 3.2 亿美元，并将在 2025 年达到 3.9 亿，CAGR4.3%。

图11：全球波形发生器市场规模


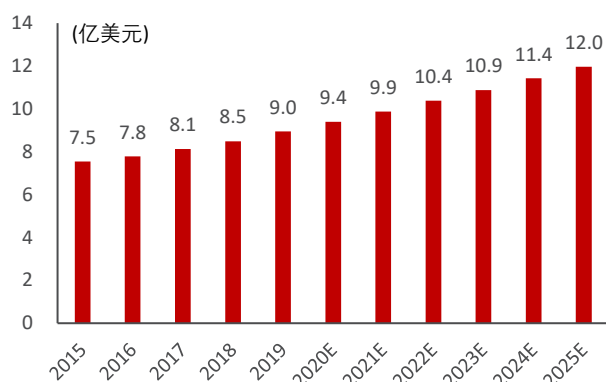
资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图12：我国波形发生器市场规模


资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

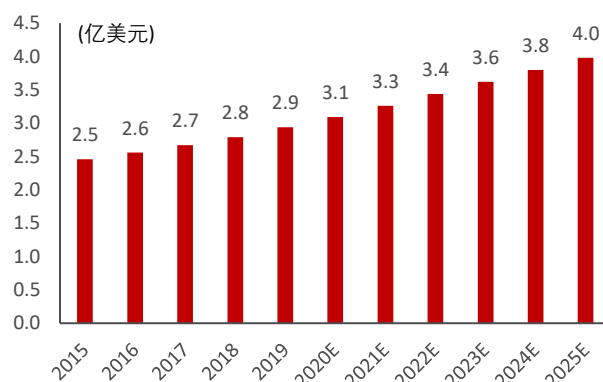
电源与电子负载在我国与全球电子测量市场增长率相似。2015 至 2020 期间，全球电源与电子负载以 CAGR4.5%从 2015 年的 8 亿美元增长至 2020 年的 9 亿美元，2025 年市场有望达到 12 亿美元，CAGR5.0%。2015 年-2020 年，我国电源与电子负载以 CAGR4.7%从 2 亿美元增长至 3 亿美元，预计将在 2025 年达到 4 亿美元。

图13：全球电源与电子负载市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图14：我国电源与电子负载市场规模

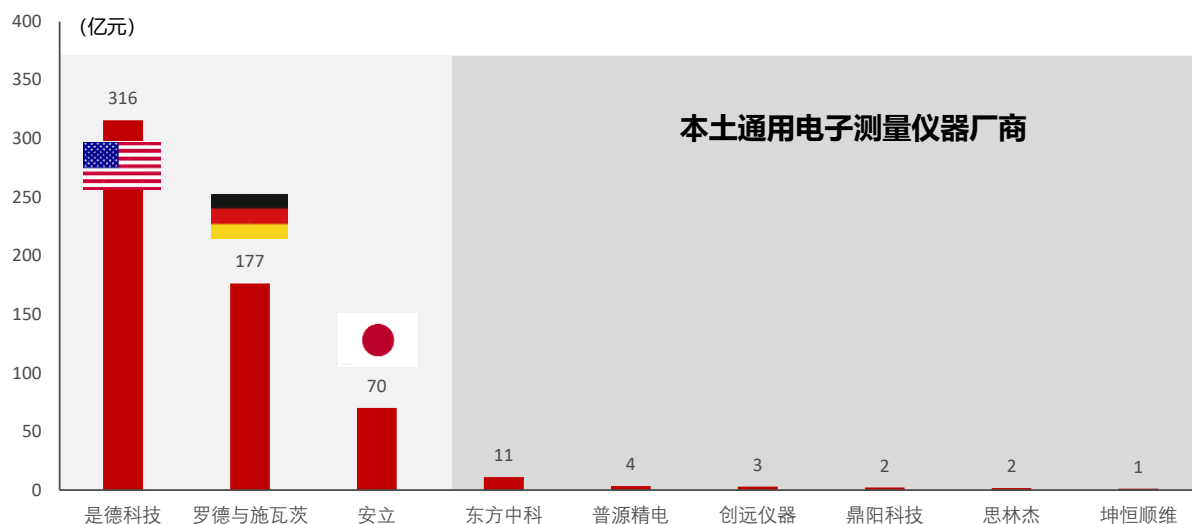


资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

2.2 国产化替代坡长雪厚

我国电子测量市场较为集中，本土厂商较国际巨头存在较大差异。根据弗若斯特沙利文统计，2019 年全球前 5 大厂商是德科技、罗德与施瓦茨、安立、泰克、力科在我国合计市占率达 43.1%，且收入体量较国内厂商存在倍数差距。

图15：海内外电子测量厂商收入存在较大差距



资料来源：公司官网，民生证券研究院；注：选取各公司 2020 财年数据，汇率采用 2021 年 12 月 31 日汇率

本土厂商市场占有率有待提升。根据弗若斯特沙利文统计，2020 年我国通用电子测量仪器市场规模 48 亿美元，我们梳理了普源精电、鼎阳科技、优利德、创远仪器、坤恒顺维与思林杰 2020 年度国内相关业务收入，测算本土厂商在国内市场份额。上述公司 2020 年国内市占率合计 4.1%，国产化替代仍存在较大空间。

国产化替代政策东风不断。电子测量行业关乎我国电子信息产业发展速度及质量，意义重大，属于国家战略性新兴产业。随着国内外局势愈发复杂、中美关系不确定性增强以及我国经济结构优化需求迫切，我国为加快国内电子测量行业快速发

展推出一系列鼓励政策。

8月1日出版的第15期《求是》杂志发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《加强基础研究实现高水平科技自立自强》。文章指出，建设基础研究高水平支撑平台。近年来，我国着力打造世界一流科技期刊、建成一批大国重器，基础研究支撑平台建设取得长足进步，但是从根本上破解“两头在外”问题还任重道远。要协同构建中国特色国家实验室体系，科学规划布局前瞻引领型、战略导向型、应用支撑型重大科技基础设施，打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测假设与业务拆分

鼎阳科技业务主要分为：四大主力产品、电源类及其他。

- 1) 四大主力产品：公司顺应四大主力产品发展趋势，其中，数字示波器往高分辨率模式发展；信号发生器产品上的技术优势显著，公司持续推出高端高性能的新产品；射频类产品的下游需求场景拓宽，公司在迭代频谱仪&网分固有性能的情况下，有望内嵌更多算法模块补齐自身历史空白应用领域。电子测量仪器高端化带来提价空间，结合公司该项业务历史增速，考虑到国产化替代进程加速，产品销量有望进一步提升，我们预计 23-25 年四大主力产品收入增速分别为 46.4%/44.0%/40.5%，考虑到高端电子测量仪器的毛利率提升逻辑，预计 23-25 年四大主力产品毛利率由 22 年的 59.6%提升至 60.1%
- 2) 电源类及其他：包括可编程直流电源、万用表、可编程电子负载等。公司持续完善产品矩阵，电源类产品同质化严重，考虑到未来竞争加剧，我们预计 23-25 年电源类及其他收入增速分别为 33.8%/17.4%/16.7%。预计 23-25 年毛利率为 48.0%。

综上，我们预计 23-25 年公司营收分别为 5.58/7.79/10.59 亿元，同比增长分别为 40.4%/39.6%/35.9%。

表1：鼎阳科技分业务收入及毛利率预测

项目 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	398	558	779	1059
四大主力产品	318	466	671	943
YoY	29.8%	46.4%	44.0%	40.5%
毛利率	59.6%	60.1%	60.1%	60.1%
电源类及其他	69	92	108	126
YoY	34.1%	33.8%	17.4%	16.7%
毛利率	47.9%	48.0%	48.0%	48.0%
其他业务	11	0	0	0
YoY	44.5%	/	/	/
毛利率	58.7%	/	/	/

资料来源：wind，民生证券研究院预测

费用率假设：公司是全球少数同时拥有通用电子测试测量仪器四大主力产品的厂家之一，四大主力产品销售渠道共享，终端用户重叠度高，相互之间能产生良好的协同效应，提高品牌门槛，并增加客户黏度，我们预计 23-25 年销售费用分别为 0.74/0.97/1.23 亿元，2022 年公司销售团队扩张，销售费用率为 14.4%，预计未来几年销售团队不会保持快速增长，伴随着销售团队效率提升，销售费用率逐年下降，分别为 13.2%/12.4%/11.6%；我们预计 23-25 年管理费用分别为

0.16/0.22/0.30 亿元，管理费用率保持 2.8%；通用电子测试测量仪器属于技术密集型行业，公司将继续坚持技术优先，精英人才战略，持续在研发上保持高投入，进行关键核心技术研究，研发费用率逐年增长，我们预计 23-25 年研发费用分别为 0.89/1.37/1.93 亿元，研发费用率分别为 16.0%/17.6%/18.2%。

表2：鼎阳科技费用率预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	14.4%	13.2%	12.4%	11.6%
管理费用率	4.0%	2.8%	2.8%	2.8%
研发费用率	14.5%	16.0%	17.6%	18.2%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

我们预计公司 23-25 年收入分别为 5.58/7.79/10.59 亿元，归母净利润分别为 1.71/2.29/3.11 亿元。对应 2023 年 8 月 21 日收盘价 PE 分别为 43x/32x/24x。

表3：鼎阳科技盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	398	558	779	1,059
增长率（%）	30.9	40.4	39.6	35.9
归属母公司股东净利润（百万元）	141	171	229	311
增长率（%）	73.7	21.2	34.4	35.5
每股收益（元）	0.88	1.07	1.44	1.95
PE	52	43	32	24
PB	4.9	4.6	4.2	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2023 年 08 月 21 日收盘价）

3.2 估值分析与投资建议

我们采用 PE 可比公司估值法，结合公司主营业务，选取电子测试测量可比公司普源精电，科学仪器可比公司坤恒顺维，以上 2 家公司作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 23-25 年 PE 均值分别为 48x/34x/24x，鼎阳科技 23-25 年 PE 分别为 43x/32x/24x，23-24 年低于可比公司 PE 均值，25 年和可比公司 PE 均值持平。考虑到国内商用通信、国防与航空航天、电子工业等各个下游领域技术的快速发展，公司产品升级带来的价格提升和新品放量带来的销量提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表4：可比公司估值对比

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688337.SH	普源精电	47.87	0.76	0.95	1.39	1.98	63	50	34	24
688283.SH	坤恒顺维	65.25	0.97	1.41	1.98	2.76	67	46	33	24
平均							65	48	34	24
688112.SH	鼎阳科技	45.96	0.88	1.07	1.43	1.94	52	43	32	24

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2023 年 08 月 21 日收盘价；可比公司数据采用 wind 一致预期）

4 风险提示

- 1) **原材料供应紧缺及价格波动。**通用电子测量仪器主要原材料中，通用 IC 芯片受到上游半导体产业波动影响较大。如果未来上游半导体产业供应进一步紧缺、价格波动幅度进一步加大，将会对行业内各公司的毛利率水平和盈利能力造成一定的影响。
- 2) **芯片等电子元器件进口依赖。**电子元器件的设计及加工水平直接影响通用电子测量产品的性能，若国际贸易环境发生重大不利变化或外资厂商生产能力受到疫情的巨大影响，公司将面临重要电子料供应紧缺或者采购价格波动的风险，可能会对公司经营产生不利影响。

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	398	558	779	1059
营业成本	169	230	320	434
营业税金及附加	2	3	5	6
销售费用	57	74	97	123
管理费用	16	16	22	30
研发费用	58	89	137	193
EBIT	110	146	199	274
财务费用	-47	-13	-14	-15
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	157	187	251	340
营业外收支	-4	-1	-2	-2
利润总额	153	186	249	338
所得税	12	15	20	27
净利润	141	171	229	311
归属于母公司净利润	141	171	229	311
EBITDA	120	160	215	291

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1279	1387	1469	1589
应收账款及票据	86	94	131	178
预付款项	7	9	12	17
存货	156	173	241	326
其他流动资产	16	19	21	24
流动资产合计	1543	1682	1875	2135
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	18	21	22	22
无形资产	0	1	1	1
非流动资产合计	56	60	62	61
资产合计	1600	1742	1936	2196
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	46	68	95	128
其他流动负债	47	57	77	102
流动负债合计	93	125	172	231
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	19	19	19	19
非流动负债合计	19	19	19	19
负债合计	112	144	191	250
股本	107	159	159	159
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1487	1597	1745	1946
负债和股东权益合计	1600	1742	1936	2196

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	30.90	40.36	39.64	35.92
EBIT 增长率	19.48	33.28	35.88	37.46
净利润增长率	73.67	21.17	34.37	35.48
盈利能力 (%)				
毛利率	57.54	58.83	58.92	59.01
净利率	35.40	30.56	29.41	29.31
总资产收益率 ROA	8.80	9.79	11.84	14.14
净资产收益率 ROE	9.46	10.68	13.13	15.96
偿债能力				
流动比率	16.58	13.45	10.92	9.25
速动比率	14.83	12.00	9.44	7.76
现金比率	13.74	11.09	8.55	6.89
资产负债率 (%)	7.03	8.29	9.87	11.39
经营效率				
应收账款周转天数	78.52	61.41	61.41	61.41
存货周转天数	336.47	274.37	274.37	274.37
总资产周转率	0.25	0.32	0.40	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	1.07	1.44	1.95
每股净资产	9.34	10.03	10.96	12.22
每股经营现金流	0.18	1.17	1.15	1.57
每股股利	0.85	0.38	0.51	0.69
估值分析				
PE	52	43	32	24
PB	4.9	4.6	4.2	3.8
EV/EBITDA	50.55	37.14	27.34	19.75
股息收益率 (%)	1.85	0.83	1.11	1.51

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	141	171	229	311
折旧和摊销	10	14	16	17
营运资金变动	-114	2	-64	-81
经营活动现金流	29	187	182	249
资本开支	-16	-18	-19	-19
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-16	-18	-19	-19
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-56	-61	-81	-110
现金净流量	-34	108	82	120

插图目录

图 1: 鼎阳科技发展历程.....	3
图 2: 鼎阳科技股权结构.....	4
图 3: 公司收入情况.....	4
图 4: 公司归母净利润情况.....	4
图 5: 公司费用情况.....	5
图 6: 公司费用率情况.....	5
图 7: 全球示波器市场规模.....	6
图 8: 我国示波器市场规模.....	6
图 9: 全球射频类仪器市场规模.....	7
图 10: 我国射频类仪器市场规模.....	7
图 11: 全球波形发生器市场规模.....	7
图 12: 我国波形发生器市场规模.....	7
图 13: 全球电源与电子负载市场规模.....	8
图 14: 我国电源与电子负载市场规模.....	8
图 15: 海内外电子测量厂商收入存在较大差距.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 鼎阳科技分业务收入及毛利率预测.....	10
表 2: 鼎阳科技费用率预测.....	11
表 3: 鼎阳科技盈利预测.....	11
表 4: 可比公司估值对比.....	11
公司财务报表数据预测汇总.....	13

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。	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
		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