

事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年，公司实现营收 6.89 亿元，同比-7.72%，主要系镍价下行叠加产品结构变化导致产品均价下降；实现归母净利润-0.32 亿元，同比-121.05%，主要系镍价下行幅度较大公司计提存货减值，叠加公司高毛利产品结构占比下降；实现扣非归母净利润-0.38 亿元，同比-125.28%。2023Q4，公司实现营收 1.98 亿元，环比-5.13%；归母净利润-0.45 亿元，环比-0.41 亿元，扣非归母净利润-0.30 亿元，环比-0.28 亿元，主要系 23Q4 计提存货减值以及退回政府补助。2024Q1，公司实现营收 2.00 亿元，环比+1.16%，归母净利润 0.16 亿元，环比+0.61 亿元，扣非归母净利润 0.10 亿元，环比+0.41 亿元，主要系高价库存成本经过一年周转后显著下降，同时结构端高毛利产品销售出现好转。

量：镍粉销量持续增长，复苏趋势明确，银包铜开始放量。2023 年，公司镍粉销量 1045 吨，同比+6.43%，银包铜粉销量 22.41 吨，铜粉销量 60.13 吨，同比+9.02%，银粉销量 4.46 吨，同比-31.01%。公司镍粉销量逐季增加，复苏势头明确，银包铜粉顺利实现放量。2024Q1，公司高端镍粉产品销售已出现边际改善趋势，同时新推出高毛利镍粉产品放量节奏稳步推进，结构端优化或指引盈利拐点来临；同时白银价格上涨背景下，银包铜粉应用意愿或增强，利好银包铜粉产品持续放量。

价：镍粉毛利率持续修复，盈利拐点来临。2023 年，公司毛利率约 15.04%，同比-21.74pct，主要系镍价下行，公司囤积高价库存较多，拖累盈利，同时公司高毛利产品销量下滑显著；2023Q4，公司毛利率 13.35%，环比-3.51pct，主要系 23Q4 镍价加速下行；24Q1，公司毛利率 18.79%，主要系镍价趋稳，库存成本消化一年后下降，同时产品结构端略有改善。分产品来看，2023 年公司镍粉毛利率 18.36%，同比-23.74pct，银包铜粉毛利率 12.54%。

减值&存货：2023 年镍价下行，公司计提资产减值准备和信用减值准备共 2951.16 万元。截止 2024Q1，公司存货 3.96 亿元，呈现持续下降趋势，主要系公司镍粉出货量持续提升以及镍价下行。2023 年，镍价整体呈现下行趋势，全年镍均价为 175150.39 元/吨，同比下跌 12.61%；23Q4 镍价加速下行，2023 年 12 月 29 日镍价为 131930.00 元/吨，相较 2023 全年镍均价下跌 24.68%。2024Q1，镍均价约 134039.66 元/吨，环比-5.08%。

投资建议：我们认为电子行业需求复苏趋势明确，伴随新品推出结构端也在不断优化，公司镍粉业务有望实现量利双增，银包铜粉出货量级也有望持续提升，业绩预计呈现环比持续改善走势。公司依托核心技术优势构建了坚实护城河，竞争格局优异，“一体两翼”布局，成长空间可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润预测为 0.84、1.80、2.62 亿元，以 2024 年 4 月 30 日收盘价为基准，PE 分别为 70X、33X、23X，维持公司“推荐”评级。

风险提示：需求不及预期，新品进展不及预期，原材料价格波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	689	1,004	1,359	1,682
增长率 (%)	-7.7	45.7	35.4	23.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	-32	84	180	262
增长率 (%)	-121.1	361.2	113.5	45.1
每股收益 (元)	-0.12	0.32	0.69	1.00
PE	/	70	33	23
PB	3.7	3.5	3.3	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

22.57 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

- 博迁新材 (605376.SH) 2023 年三季报点评：主营业务环比持续改善，新品放量带动毛利率提升-2023/10/27
- 博迁新材 (605376.SH) 2023 年半年报点评：环比改善趋势明确，新业务进展顺利-2023/08/19
- 博迁新材 (605376.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：下游需求疲弱销量受挫，新产品依然值得期待-2023/05/06
- 博迁新材 (605376.SH) 深度报告：PVD 技术为基，“一体两翼”起飞-2023/02/15

目录

1 公司发布 23 年年报及 24 年一季报	3
2 周期低点已过，盈利拐点来临	4
2.1 同比来看，周期下行叠加镍价下行拖累业绩	4
2.2 环比来看，镍价企稳，结构边际好转，盈利拐点有望来临	7
3 核心看点：盈利拐点来临，新品放量加速业绩修复	10
4 盈利预测与投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

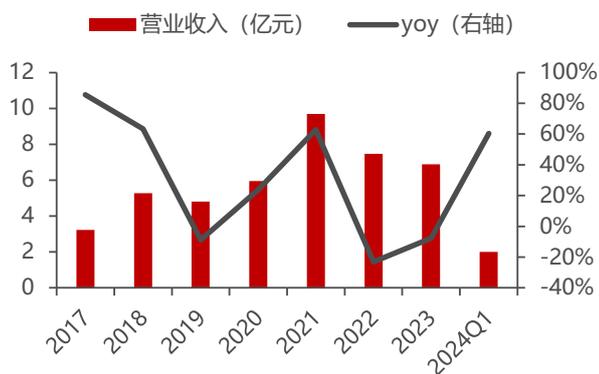
1 公司发布 23 年年报及 24 年一季报

公司发布 2023 年报：2023 年，公司实现营收 6.89 亿元，同比-7.72%，主要系镍价下行叠加产品结构变化导致产品均价下降；实现归母净利润-0.32 亿元，同比-121.05%，实现扣非归母净利润-0.38 亿元，同比-125.28%；公司利润同比下滑主要系公司计提存货减值准备，叠加公司高毛利产品结构占比下降。

2023Q4，公司实现营收 1.98 亿元，环比-5.13%；归母净利润-0.45 亿元，环比-0.41 亿元，扣非归母净利润-0.30 亿元，环比-0.28 亿元，主要系 23Q4 计提存货减值以及退回政府补助。

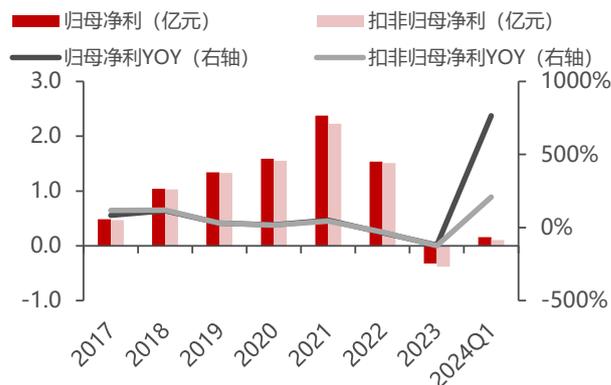
公司发布 2024 年一季报：2024Q1，公司实现营收 2.00 亿元，环比+1.16%，归母净利润 0.16 亿元，环比+0.61 亿元，扣非归母净利润 0.10 亿元，环比+0.41 亿元，主要系高价库存成本经过一年周转后显著下降，镍价也逐步企稳，同时在结构端高毛利产品销售也略有好转。

图1：2023 年，公司实现营收 6.89 亿元



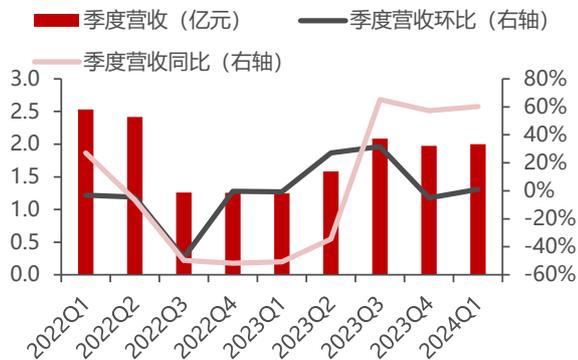
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023 年，公司实现归母净利润-0.32 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q1，公司实现营收 2.00 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q1，公司实现归母净利润 0.16 亿元



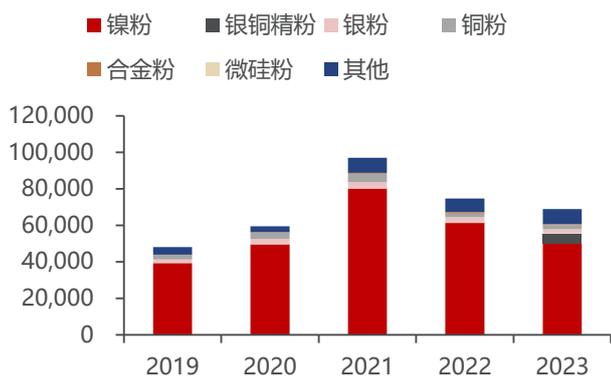
资料来源：ifind，民生证券研究院

2 周期低点已过，盈利拐点来临

2.1 同比来看，周期下行叠加镍价下行拖累业绩

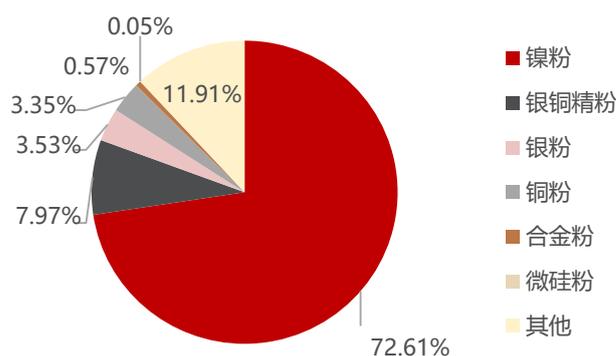
镍粉营收占据主要份额，银包铜粉放量营收份额升至第二。2023 年，镍粉实现营收 5.00 亿元，同比-18.54%，营收贡献下滑 9.6pct 至 72.6%，主要系 MLCC 周期下行导致公司镍粉销量同比下滑，同时镍价下行导致产品售价同比下滑；银包铜粉实现营收 5493 万元，23 年首次单独披露，营收占比达 8.0%为第二大业务，主要系银包铜粉经过前期验证后顺利放量；铜粉实现营收 2308 万元，营收占比约 3.3%；银粉实现营收 2434 万元，营收占比约 3.5%；合金粉实现营收 392 万元，同比下滑主要系银包铜粉之前合并并在合金粉口径中现单独披露，营收占比约 0.6%；硅粉实现营收 36 万元，营收占比约 0.1%。

图5：公司分产品营收情况（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：2023 年分产品营收占比结构

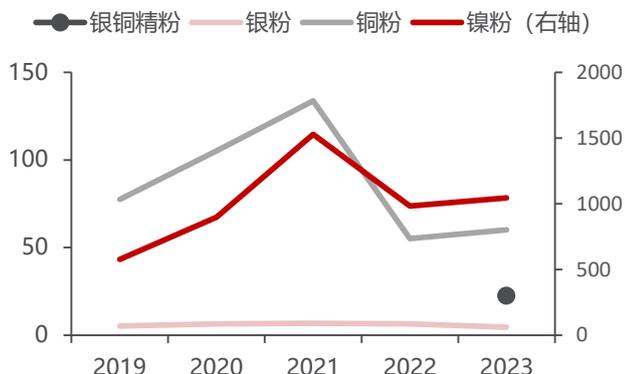


资料来源：ifind，民生证券研究院

公司产品销量整体稳中有升。2023 年，MLCC 处于周期底部位置，公司销量同比下滑，但呈现出逐季好转趋势。2023 年，镍粉销量 1045.17 吨，同比+6.43%，银包铜粉销售 22.41 吨，同比大幅增长开始放量；银粉销量 4.46 吨，同比-31.01%；铜粉销量 60.13 吨，同比+9.02%。

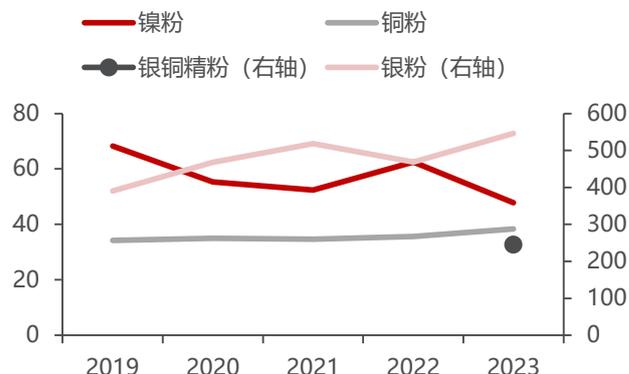
受镍价下行及产品结构变化影响，公司镍粉价格同比下行。2023 年，公司镍粉平均价格约 48 万元/吨，同比降低 23.47%，主要系 23 年镍价同比下行，公司定价模式为“金属价格+加工费”模式，售价同比下行，同时高价产品销售占比下滑；铜粉平均价格为 38 万元/吨，同比提升 7.64%；银粉平均价格为 546 万元/吨，同比提升 16.46%；银包铜粉平均价格为 245 万元/吨。

图7: 公司主要产品销量 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

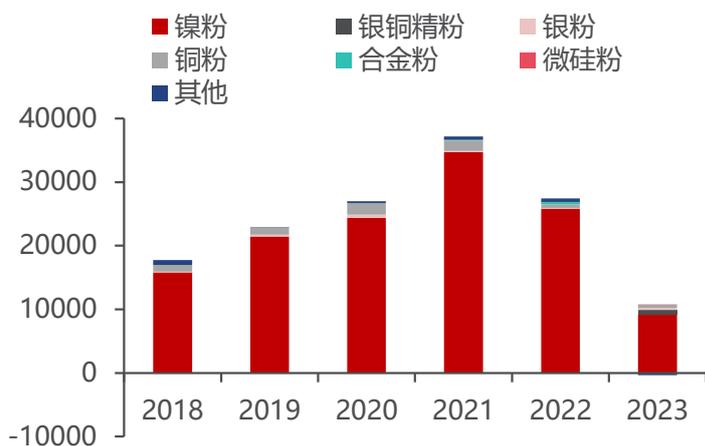
图8: 公司主要产品单价 (单位: 万元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

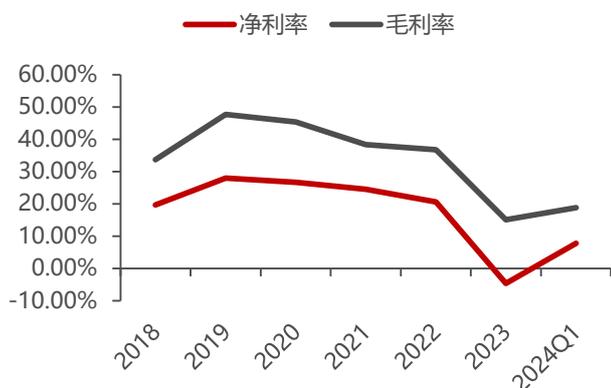
毛利方面, 镍产品毛利同比下滑, 但仍占据主要份额。2023 年, 公司综合毛利率为 15.04%, 同比-21.74pct。分产品来看, 2023 年, 公司镍粉产品毛利率为 18.36%, 同比-23.74pct, 毛利占比 88.67%, 同比-5.50pct; 银包铜粉毛利率为 12.54%, 毛利占比 6.65%; 铜粉毛利率为 21.19%, 同比-9.37pct, 毛利占比 4.72%, 同比+2.53pct; 银粉毛利率为 15.10%, 同比+13.17%, 毛利占比为 3.55%, 同比+3.34pct。

图9: 公司毛利分产品占比情况 (亿元)



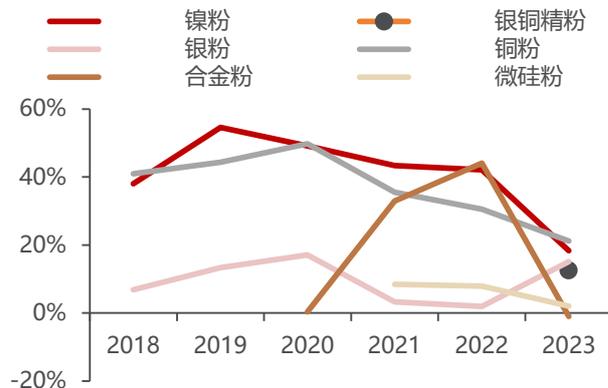
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图10：公司净利率与毛利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

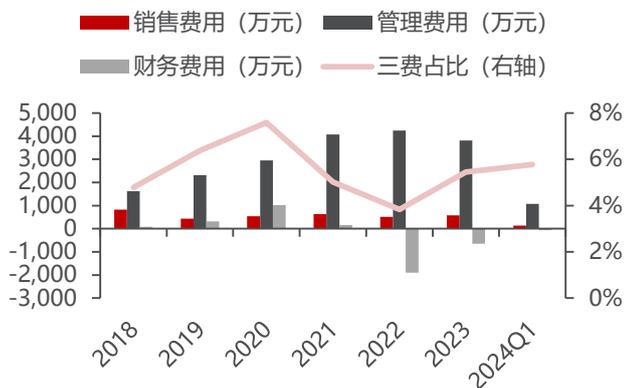
图11：公司分产品毛利率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

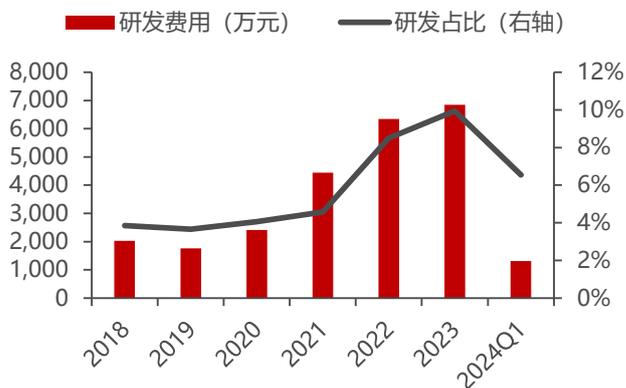
2023年，公司期间费用同比略微提升。2023年，公司期间费用约1.06亿元，同比+15.20%，占营收比重约15.39%，同比+3.06pct，其中公司三费（销售、管理和财务）占营收比重略有增长，同比增长1.62pct至5.45%，主要系23年汇兑收益同比减少影响财务费用，公司研发费用占营收比重同比提升1.45pct至9.94%。

图12：公司三费情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图13：公司研发费用情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

存货减值方面，2023年镍价下行，公司计提资产减值损失3227.06万元，预计影响归母净利润超2471万元。2022年公司囤积较多高价库存，23年镍价持续下行高价原材料库存拖累公司盈利。截止2024Q1，公司存货3.96亿元，呈现持续下降趋势，主要系公司镍粉出货量持续提升以及镍价下行。

综合来看，2023年业绩同比下行主要系毛利大幅下降。减利项主要来自毛利(-1.71亿元)、费用及税金(-1689万元)、减值损失等(-2676万元)、公允价值变动(-327万元)，增利项主要来自其他/投资收益等(+718万元)、营业外

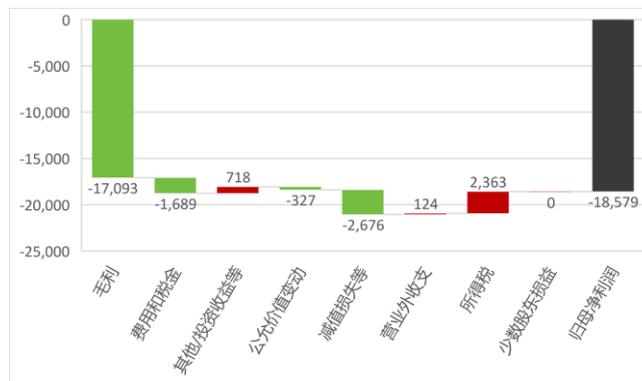
收支 (+124 万元)、所得税 (+2363 万元)。

图14: 公司存货情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图15: 2023 年公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



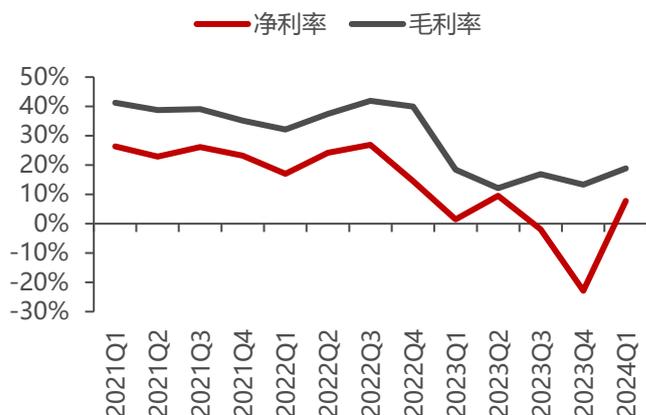
资料来源: ifind, 民生证券研究院

2.2 环比来看, 镍价企稳, 结构边际好转, 盈利拐点有望来临

2024Q1, 公司毛利率环比增加 5.44pct 到 18.79%, 边际改善显著, 主要系 24Q1 镍价企稳, 同时产品结构端高毛利产品销售开始回暖。

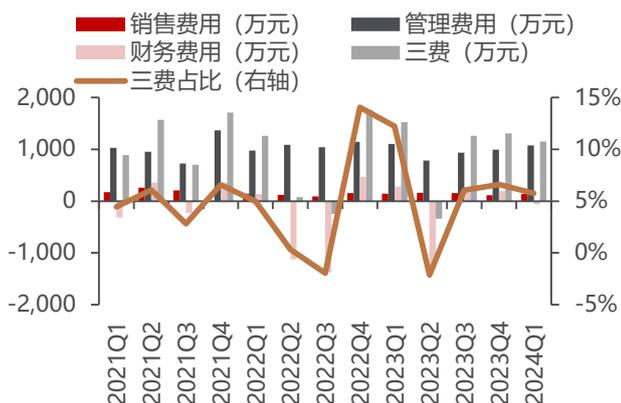
分季度看, 2024Q1, 期间费用约 2462.09 万元, 同比降低 816.38 万元, 环比减少 276.63 万元; 其中销售费用、管理费用和财务费用分别同比变化-4.58/-28.28/-337.94 万元, 环比变化+22.95 /+79.88 万元/-256.16 万元, 研发费用为 1308.48 万元, 同比降 445.59 万元, 环比降低 123.30 万元; 费用率方面, 销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 0.70%/5.38%/-0.30%/6.55%, 同比-0.46/-3.47/-2.53/-7.52pct, 环比+0.11/+0.34/-1.29/-0.70pct。

图16: 公司分季度毛利率与净利率情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: 公司分季度三费情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

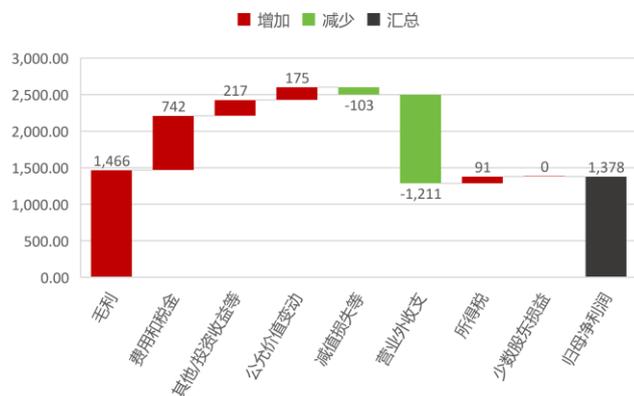
图18: 公司分季度研发费用率情况



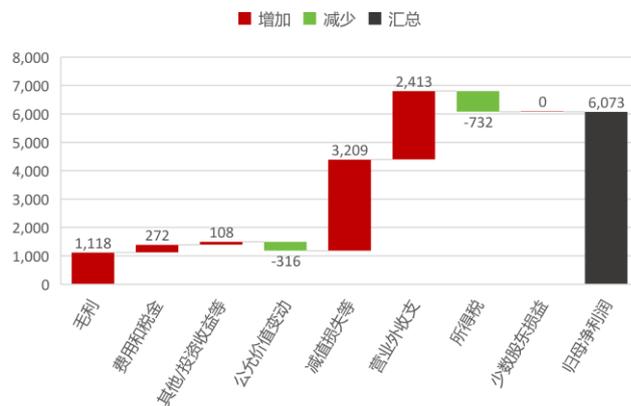
资料来源: ifind, 民生证券研究院

同比来看, 2024Q1 v.s. 2023Q1: 2024Q1, 公司归母净利润同比增加1378万元。增利项主要来自于毛利 (+1466万元)、费用和税金 (+742万元)、其他投资收益 (+217万元)、公允价值变动 (+175万元)、所得税 (+91万元), 减利项主要来自于减值损失 (-103万元)、营业外收支 (-1211万元)。

环比来看, 2024Q1 v.s. 2023Q4: 2024Q1, 公司归母净利润环比增加6073万元。增利项主要在于毛利 (+1118万元)、费用和税金 (+272万元), 其他投资收益 (+108万元)、减值损失等 (+3209万元)、营业外收支 (+2413万元); 减利主要来自于公允价值变动 (-316万元)、所得税 (-732万元)。

图19: 2024Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图20: 2024Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 核心看点：盈利拐点来临，新品放量加速业绩修复

1) 镍粉：目前公司共计 168 条纳米金属粉体产线，其中镍粉 162 条，铜粉 4 条，银粉 2 条。公司积极对现有生产制造工艺进行改革创新，通过开发新分级工艺、调整工艺路线等有效途径，使得分级过程更为精准可控；同时公司还围绕市场需求趋势布局产品线，加大适配高容电子浆料用小粒径成品粉体开发力度，推出多种新型号和粒径规格的粉体产品，实现 MLCC 用全系列电极镍粉产品布局。目前电子下游需求复苏趋势明确，公司镍粉销售持续增长，结构端也已出现边际改善现象，公司镍粉盈利拐点已现，有望伴随行业回暖叠加新品放量实现量利双增。

2) 银包铜粉：公司持续优化银包铜粉量产工艺，着力提升粉体各方面性能，为下游客户提供一系列低银含量定制化产品，满足客户端日益增长的高性能、低成本需求。同时，公司不断强化生产线的质量管理体系，2023 年上半年顺利完成了从中试产线到半自动量产线的转化，并于下半年持续进行量产关键设备的精益化改造，不断提升量产品质。2023 年，公司银包铜粉销售超 22 吨，顺利实现放量。随着 HJT 电池降本需求的不断提升，同时白银价格持续上涨，预计下游浆料厂家对银包铜粉体的需求意愿有望抬升。

3) 硅基材料和合金粉体：公司在粉体材料领域拥有很多产品储备，包括纳米硅粉、合金粉等系列产品，纳米硅粉主要应用于硅基负极材料领域、合金粉体可应用于电感等领域。公司充分利用研发技术平台资源，持续推进硅基材料、多元合金粉体等新产品开发工作，配合下游客户共同解决硅基负极材料体积膨胀问题，共同探讨验证硅基材料在固态电池应用领域的可能性，为客户定制差异化特性纳米合金粉体。同时公司也在积极探索和拓展亚微米级、微米级合金粉体产品的应用场景。

4 盈利预测与投资建议

我们认为电子行业需求复苏趋势明确，伴随新品推出结构端也在不断优化，公司镍粉业务有望实现量利双增，银包铜粉出货量级也有望持续提升，业绩预计呈现环比持续改善走势。公司依托核心技术优势构建了坚实护城河，竞争格局优异，“一体两翼”布局，成长空间可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润预测为 0.84、1.80、2.62 亿元，以 2024 年 4 月 30 日收盘价为基准，PE 分别为 70X、33X、23X，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 需求不及预期。公司主要业务镍粉下游对应 MLCC 市场，受电子行业需求波动影响较大，电子行业需求复苏节奏若不及预期或对公司镍粉业务产生影响；公司主要业务银包铜粉下游对应 HJT 电池市场，HJT 电池渗透率提升节奏若不及预期或对公司银包铜业务产生影响。

2) 原材料价格大幅波动风险。公司产品的主要原材料为镍块、铜棒及银砂，其价格会随该金属品种的全球市场的价格波动而发生变化。公司主要原材料采购价格受大宗商品及相关商品期货价格的影响较大，价格波动可能对公司的生产成本造成较大影响。

3) 新品研发不及预期。公司布局银包铜粉和纳米硅粉业务处于刚刚起步和前期验证阶段，下游应用领域的持续需求尚不明朗，若银包铜方案和硅基负极材料技术路径验证情况不及预期，公司银包铜粉和纳米硅粉业务成长持续性或存在不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	689	1,004	1,359	1,682
营业成本	585	765	987	1,206
营业税金及附加	8	10	12	13
销售费用	6	7	8	9
管理费用	38	50	61	67
研发费用	68	80	95	101
EBIT	-35	100	209	301
财务费用	-6	7	8	11
资产减值损失	-32	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	-32	94	200	291
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-33	94	200	291
所得税	0	9	20	29
净利润	-32	84	180	262
归属于母公司净利润	-32	84	180	262
EBITDA	45	198	332	441

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	96	458	572	830
应收账款及票据	183	193	224	278
预付款项	14	19	25	30
存货	435	315	379	397
其他流动资产	67	63	76	87
流动资产合计	795	1,048	1,275	1,622
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	924	1,087	1,064	1,050
无形资产	99	98	98	97
非流动资产合计	1,147	1,319	1,293	1,277
资产合计	1,942	2,367	2,568	2,899
短期借款	80	330	430	530
应付账款及票据	106	139	180	220
其他流动负债	134	175	99	120
流动负债合计	320	645	709	870
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	43	43	43	43
非流动负债合计	43	43	43	43
负债合计	363	688	752	913
股本	262	262	262	262
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,578	1,679	1,816	1,986
负债和股东权益合计	1,942	2,367	2,568	2,899

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.72	45.72	35.37	23.75
EBIT 增长率	-121.49	385.41	107.76	44.30
净利润增长率	-121.05	361.20	113.55	45.11
盈利能力 (%)				
毛利率	15.04	23.76	27.36	28.26
净利润率	-4.69	8.41	13.26	15.55
总资产收益率 ROA	-1.66	3.57	7.02	9.02
净资产收益率 ROE	-2.05	5.03	9.92	13.17
偿债能力				
流动比率	2.48	1.63	1.80	1.86
速动比率	1.00	1.07	1.19	1.34
现金比率	0.30	0.71	0.81	0.95
资产负债率 (%)	18.72	29.06	29.28	31.50
经营效率				
应收账款周转天数	96.69	70.00	60.00	60.00
存货周转天数	270.96	150.00	140.00	120.00
总资产周转率	0.34	0.47	0.55	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	-0.12	0.32	0.69	1.00
每股净资产	6.03	6.42	6.94	7.59
每股经营现金流	0.69	1.30	1.02	1.49
每股股利	0.18	0.16	0.35	0.51
估值分析				
PE	/	70	33	23
PB	3.7	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	133.73	30.39	18.12	13.65
股息收益率 (%)	0.80	0.73	1.56	2.26

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-32	84	180	262
折旧和摊销	80	97	123	139
营运资金变动	104	151	-51	-27
经营活动现金流	180	341	267	391
资本开支	-227	-255	-92	-118
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-221	-265	-92	-118
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-80	283	1	100
筹资活动现金流	-46	287	-61	-15
现金净流量	-83	363	113	258

插图目录

图 1: 2023 年, 公司实现营收 6.89 亿元.....	3
图 2: 2023 年, 公司实现归母净利润-0.32 亿元.....	3
图 3: 2024Q1, 公司实现营收 2.00 亿元.....	3
图 4: 2024Q1, 公司实现归母净利润 0.16 亿元.....	3
图 5: 公司分产品营收情况 (单位: 亿元)	4
图 6: 2023 年分产品营收占比结构	4
图 7: 公司主要产品销量 (单位: 吨)	5
图 8: 公司主要产品单价 (单位: 万元/吨)	5
图 9: 公司毛利分产品占比情况 (亿元)	5
图 10: 公司净利率与毛利率情况	6
图 11: 公司分产品毛利率变化.....	6
图 12: 公司三费情况	6
图 13: 公司研发费用情况.....	6
图 14: 公司存货情况	7
图 15: 2023 年公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	7
图 16: 公司分季度毛利率与净利率情况.....	8
图 17: 公司分季度三费情况.....	8
图 18: 公司分季度研发费用率情况	8
图 19: 2024Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	9
图 20: 2024Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
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。	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
	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