

聚焦金融科技，信创&分布式浪潮驱动发展

2022年11月24日

► **业务健康发展，证券 IT 表现亮眼。**金证股份成立于 1998 年，是我国金融 IT 领域第一批上市公司，国内金融科技全领域服务商，为证券、基金、银行、期货、信托、交易所、监管机构等行业客户提供全技术栈、全产品线解决方案，同时与政府机关、互联网公司合作开展包括智慧城市在内的数字经济业务，证券 IT 和资管 IT 是公司的两大基石业务。疫情影响下，公司财务状况稳定，费用端控制良好，2022 年前三季度证券 IT 业务收入同比增长 22.35%，毛利率达到 87.62%，表现十分突出。

► **全方位技术赋能，多元创新寻求突破。**金证股份推行“金融科技+数字经济”双循环战略，在财富管理、资产管理、机构服务、自营投资、投行服务等领域为证券公司提供全方位的技术赋能解决方案，公司重点拓展核心产品新一代证券综合业务平台 FS2.0，在安信证券整体上线后，核心部件相继应用于中金财富、广发证券等多家客户。创新类业务是公司未来持续发力的方向，逐步与公司双基石业务产生良好的协同作用，具体业务涉及监管科技、智能客服、智能投行、RPA（机器人流程自动化）、金融云、交易所业务等领域。

► **金融科技领域投入布局不断加大，证券行业数字化转型全面加速。**根据中证协数据，截止到 2021 年，我国证券行业信息技术投入 338.20 亿元，同比增长 28.7%，占 2021 年度营业收入的 6.81%。证券公司信息技术投入指标发布以来，证券行业对信息科技重视程度不断增强，行业信息技术投入逐年增长，2017 年至今证券行业在信息技术领域累计投入近 1200 亿元。

► **信创&分布式驱动，金融 IT 架构向分布式转型。**数字化转型是推动金融机构高质量发展，适应现代经济发展的必然选择，而推动数字化转型关键在于改变传统架构，推动传统架构向分布式架构转型。分布式架构在成本、安全自主、灵活兼容、扩展伸缩方面有比较显著的优势，随着金融系统需要处理的交易量与数据量越来越大，分布式架构在这方面的优势也会越来越明显。

► **投资建议：**我们预计公司 22-24 年营收分别为 72.71、82.81、93.26 亿元，归母净利润分别为 2.8、3.8、4.8 亿元，当前股价对应 22-24 年 PE 分别为 37、27、22 倍，四家可比公司 22-24 年 Wind 一致预期 PE 均值分别为 46、33、26 倍。考虑到金证在金融信息化行业的扎根深入和创新业务的发展，公司 22-24 年增长速度值得期待，而当前估值明显低于可比公司，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧的风险；国内新冠疫情反复的风险；下游行业周期风险；人力成本上升风险。

推荐

首次评级

当前价格：

10.96 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 丁辰晖

执业证书：S0100522090006

电话：021-80508288

邮箱：dingchenhui@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6646	7271	8281	9326
增长率 (%)	17.8	9.4	13.9	12.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	249	279	376	477
增长率 (%)	-29.9	11.8	34.8	27.0
每股收益 (元)	0.26	0.30	0.40	0.51
PE	41	37	27	22
PB	2.9	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 23 日收盘价）

目录

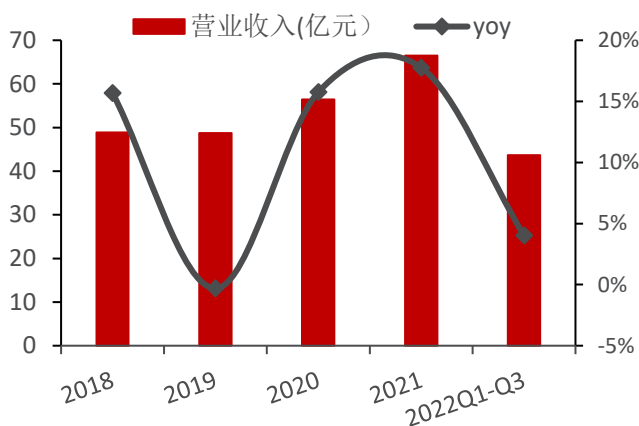
1 证券 IT 迎信创&分布式浪潮，金证乘势而上	3
1.1 金融科技发力，2022Q3 证券业务加速增长	3
1.2 财务视角：稳健增长，投资收益导致表观利润下滑	5
2 盈利预测与投资建议	7
2.1 盈利预测假设与业务拆分	7
2.2 估值分析	9
3 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 证券 IT 迎信创&分布式浪潮，金证乘势而上

1.1 金融科技发力，2022Q3 证券业务加速增长

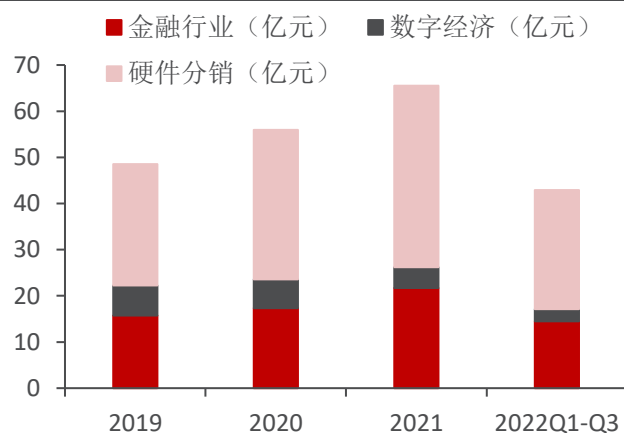
收入稳健增长，金融 IT 业务占比达到 1/3。金证于 10 月 28 日发布三季报，2022 年前三季度实现营收 43.66 亿元，同比增长 4%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比下滑 38%。从第三季度来看，公司 Q3 单季度实现营收 16.43 亿元，同比增长 2%。若将公司收入结构进一步拆分，能够看到 2022 年前三季度公司的金融、数字经济、分销业务分别实现营收 14.5、2.6、25.8 亿元，同比增速分别为 8%、36%、0%，公司软件业务保持稳健增长。

图1：2018-2022Q1-Q3 金证营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

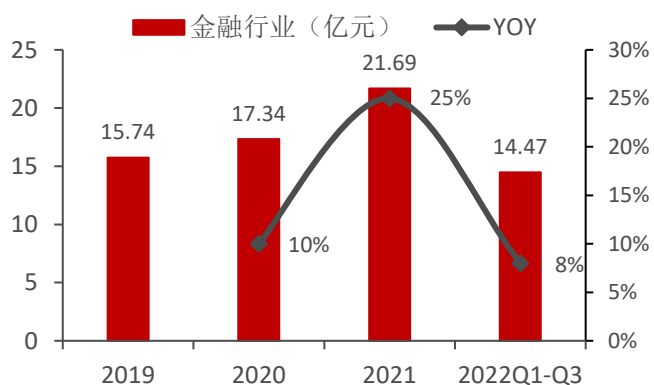
图2：2019-2022Q1-Q3 金证业务收入结构



资料来源：wind，民生证券研究院

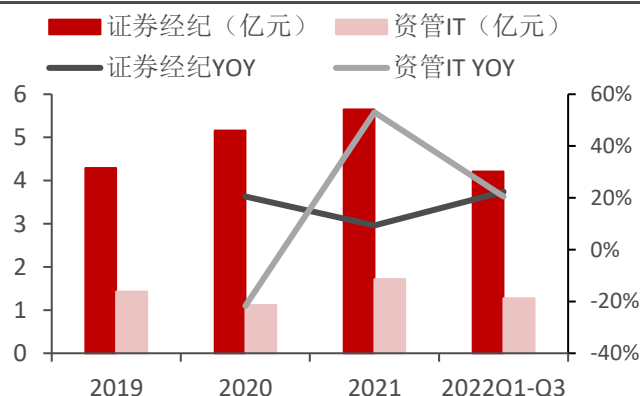
证券 IT 业务保持快速增长，证券经纪业务 Q3 单季度收入增长 69%。金证核心业务在于其金融业务，其中证券经纪业务是公司基石产品，同时在三季度也有亮眼表现，单季度收入增速达 69%，前三季度收入增速达到 22%。另一大核心板块资管业务 2022 年同样保持良好增长趋势，前三季度收入增速达到 20%。证券 IT 是金证起家的业务板块，也是当前具备较高行业景气度的方向，公司把握行业机遇，巩固在经纪业务中的领先地位，同时发力资管和金融创新业务线。

图3：2019-2022Q1-Q3 金证金融行业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2019-2022Q1-Q3 金证证券&资管收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

“金融科技+数字经济”双轮驱动，证券经纪业务是基石。从业务结构来看，近年来金证持续聚焦软件业务，形成了金融科技和数字经济两大软件板块双轮驱动的发展趋势。其中，金融科技主要以证券 IT 为核心，包含了证券、资管、创新、银行等业务条线，而数字经济业务以智慧城市为主要场景。证券 IT 是金证的基石业务，其中以证券交易解决方案为核心，公司打造了在财富管理、资产管理、机构服务、自营投资、投资银行等领域为证券公司提供全方位的技术赋能解决方案，在中台业务与技术、金融云平台等方面为证券公司提供全面、专业的技术支持和服务。

图5：金证股份“金融科技+数字经济”战略布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

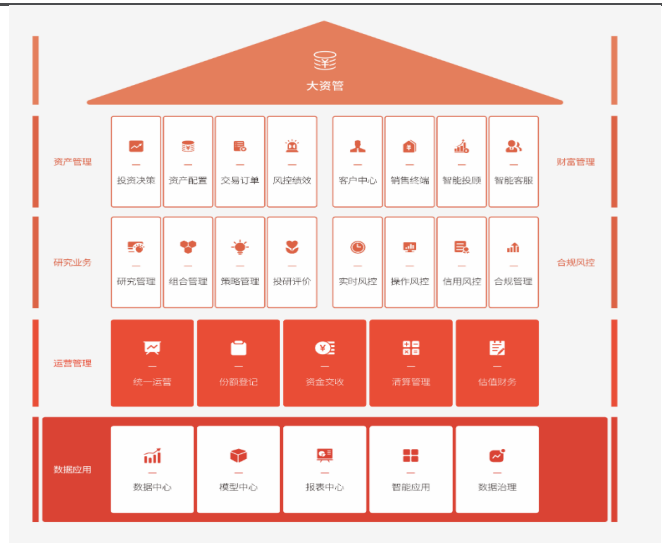
图6：金证股份证券经纪业务产品体系



资料来源：公司官网，民生证券研究院

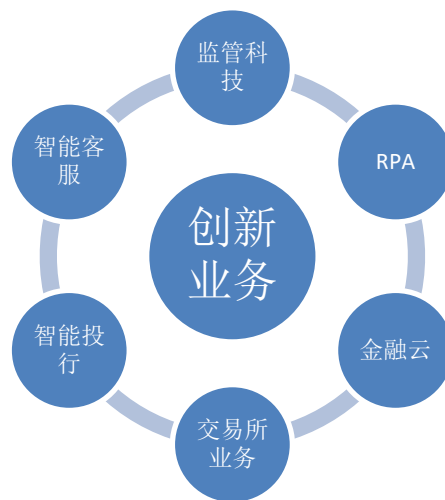
拓展资管产品线，多元探索金融创新。公司的资管 IT 业务经过近年来的持续投入，以及市场的锤炼，已在资管产品核心模块、功能与案例上实现了全覆盖。此外，前期投放资管领域各市场的核心产品陆续上线，包括交银理财投资交易系统、中邮理财投资交易系统、五矿信托新一代 TA 系统等。创新类业务是公司未来持续发力的方向，逐步与公司双基石业务产生良好的协同作用，具体业务涉及监管科技、RPA（机器人流程自动化）、金融云、交易所业务等领域。据公司公告显示，截止到 2022 年上半年，子公司金智维凭借强有竞争力的 RPA 产品，签约客户数达 500 余家，并在零售、电商、制造、能源等行业实现不同程度的突破；在云业务上，今年上半年公司与上交所、深证通、腾讯云、华为云均有新的商务合作。

图7：金证股份资管 IT 业务体系



资料来源：公司官网，民生证券研究院

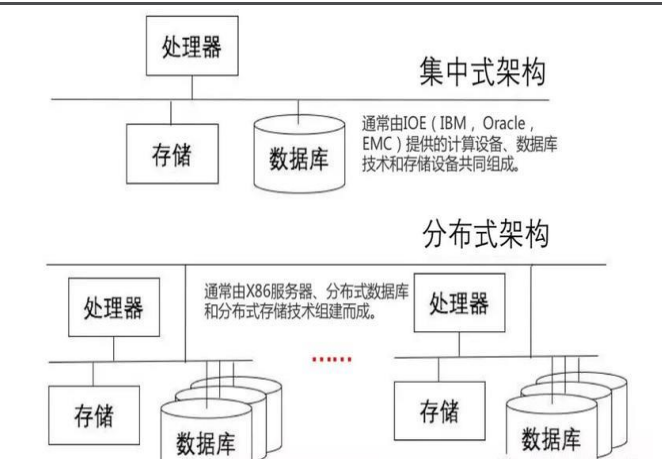
图8：金证股份创新类业务板块



资料来源：公司官网，民生证券研究院

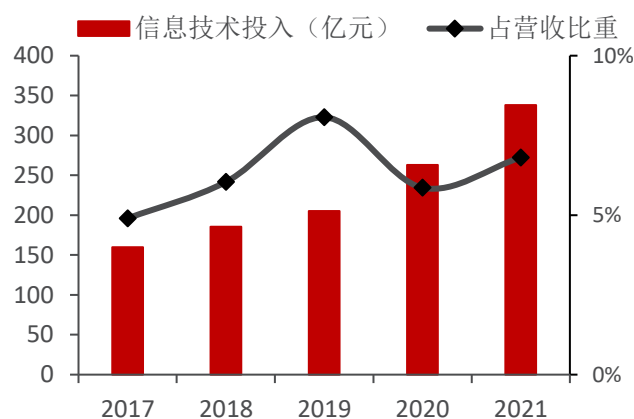
信创&分布式共振，证券 IT 投入力度有望持续加大。近年来，随着信创加速推进，分布式架构在 Google、Amazon、Facebook、阿里巴巴、腾讯等互联网公司广泛应用基础上，也越来越多被金融行业关注和应用，证券 IT 架构正从集中式架构向分布式架构转型。根据中证协数据，截止到 2021 年，我国证券行业信息技术投入 338.20 亿元，同比增长 28.7%，占 2021 年度营业收入的 6.81%。证券行业对信息技术重视程度不断增强，行业信息技术投入逐年增长，2017 年至今证券行业在信息技术领域累计投入近 1200 亿元，持续加大信息技术领域的投入为推进证券行业数字化转型和实现证券公司高质量发展奠定坚实基础。

图9：证券业分布式架构演进路线



资料来源：阿里云，民生证券研究院

图10：2017-2021 我国证券行业信息技术投入及占比

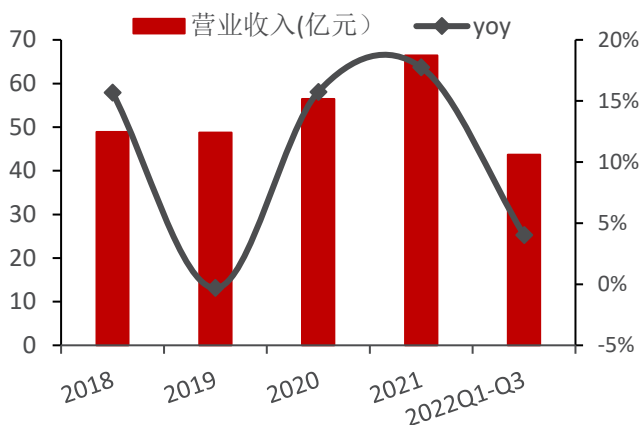


资料来源：中国证券业协会，民生证券研究院

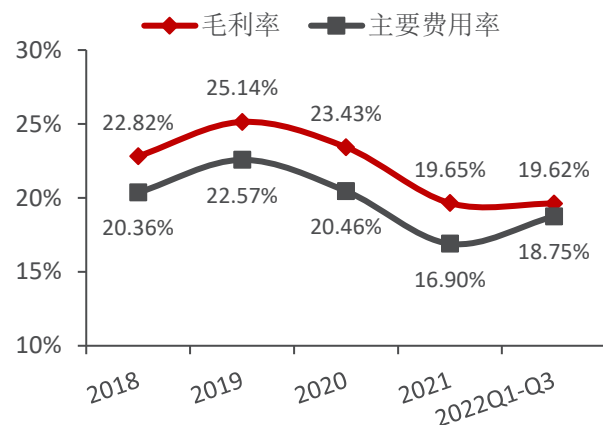
1.2 财务视角：稳健增长，投资收益导致表观利润下滑

2022 年前三季度保持稳健增长，收入结构变化导致毛利率波动。2022 年前三季度，实现营收 43.66 亿元，同比增长 4.02%，18-21 年，公司收入稳定增长，

复合增速为 9.47%，在国内疫情影响下，公司保持收入端的稳健，表现出强劲的成长性。公司整体毛利率基本稳定在 20%以上，但呈现小幅下滑趋势，这与公司的业务模式有较强的相关性，收入结构的变化导致毛利率短期波动。分行业类型来看，金融行业毛利率较高，“证券 IT+资管 IT”作为公司双基石业务，表现尤其突出，两项业务的毛利率均保持在 80%左右的高水平。

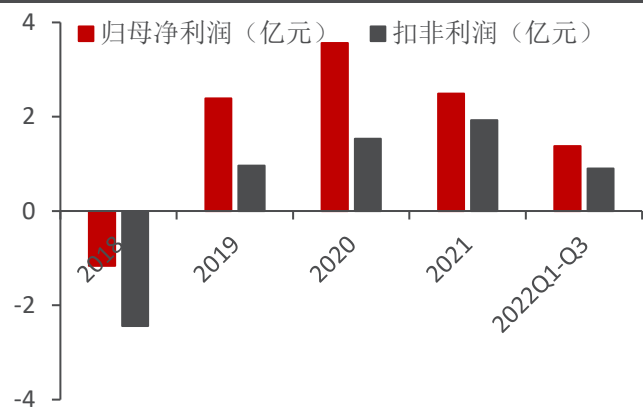
图11：2018-2022Q1-Q3 金证营业收入及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

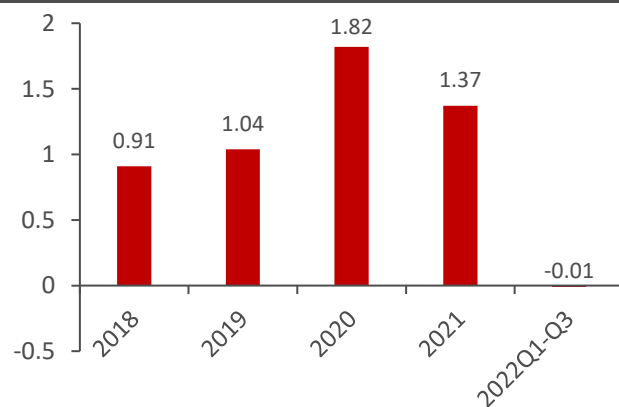
图12：2018-2022Q1-Q3 金证毛利率及主要费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

利润端有所承压，主要系投资收益波动带来的基数效应。2018-2020年，公司归母净利润高速增长，2019年至2021年归母净利润分别为2.39亿元、3.56亿元和2.49亿元，同比变动幅度为305.67%、48.58%以及-29.88%，2021年回落主要系投资收益减少以及计提负债所致。疫情影响下，公司稳健经营，费用端加强控制，2022年前三季度实现归母净利润1.38亿元，较去年同期下滑37.54%，主要原因是本期投资收益减少，去年同期参股子公司金智维增资扩股，公司对外转让部分金智维股权，合计确认投资收益1.15亿元。

图13：2018-2022Q1-Q3 金证利润端表现


资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2018-2022Q1-Q3 金证投资收益情况（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2 盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测假设与业务拆分

根据公司三季报披露的业务分拆,可以将金证的业务分为硬件业务、软件业务、定制及系统集成服务业务,科技园租赁业务,其中:

1) 硬件业务,主要为满足客户集成需求的外购硬件产品,2020年同比增速23.26%,2021年同比增速21.61%,随着后续公司的战略重心转向金融科技,更多会在软件业务方面投入较多的资源,因此硬件业务我们预计未来将保持5%左右的相对中低速的平稳增长。

2) 软件业务,包括证券经纪软件、资管机构软件、银行机构软件、综合金融软件业务等。证券经纪业务是公司的两大基石业务之一,证券经纪业务2019-2021年复合增速为14.79%。资管机构业务2022年取得较大的突破,回顾业绩,营收在2021年达到1.72亿元,同比增长53.05%,增速较快,2022年前三季度,实现营业收入1.27亿元,同比增长20.48%,2019-2021年收入复合增速为9.47%。公司积极巩固软件业务市场份额,保障存量业务稳步增长,2022业务订单因为疫情原因有所压制,随着疫情压力的释放,软件业务的需求会逐渐释放,2023年预计达到短时间内的峰值,因此我们预计未来2022-2024年收入增速为25%,30%,25%。

3) 定制及系统集成服务业务,定制化软件开发业务指软件厂商根据特定使用对象或特定项目,在已有的软件平台上,根据特殊需求对软件进行定制开发,使之更加满足客户需求,实现某些特定功能组合,通常还包括IT规划、系统集成。公司基于在金融科技领域的核心软件能力,拓展定制及系统集成服务业务,2020年增速为-2.79%,2021年增速为30.52%。2022年由于疫情压力,定制及系统集成服务业务订单需求有所压制,随着疫情压力释放,预计2023年业务迎来短期的需求高峰,后续回调至相对稳定的水平,因此我们预计未来22-24年收入增速为5%,20%,15%。

4) 科技园区租赁业务:2019年-2021年,因为公司业务规模扩张,南京、成都产业园投入使用,用户逐渐增多,订单增量骤增,在19-21年收入复合增速为87.74%。随着发展稳定,后续公司的战略重心转向金融科技,更多会在软件业务方面投入较多的资源业务,因此我们预计未来22-24年科技园区租赁业务收入增速将保持10%左右的相对平稳增长。

表1: 2020-2024年金证股份营收拆分及预测(单位:亿元)

业务拆分	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收合计	56.43	66.46	72.71	82.81	93.26
YOY	15.75%	17.76%	9.55%	13.90%	12.62%

硬件	32.36	39.35	41.32	43.38	45.55
YOY	23.26%	21.61%	5%	5%	5%
软件	14.95	14.87	18.59	24.16	30.20
YOY	11.91%	-0.50%	25%	30%	25%
定制及系统集成服务	8.65	11.29	11.85	14.23	16.36
YOY	-2.79%	30.52%	5%	20%	15%
科技园租赁	0.40	0.86	0.95	1.04	1.14
YOY	63.00%	116.23%	10%	10%	10%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

关于毛利率, 根据业务拆分我们也进行了相应的预测:

硬件业务的毛利率不高, 过去两年在 3%左右, 预计 22-24 年毛利率水平为 3%, 2%, 2%。

软件业务, 由于软件开发与销售售卖的基本为标准软件产品, 毛利率相对稳定, 公司的双基石业务是毛利率保持稳定态势的主要原因, 回顾历史数据可以看到, 证券、资管 IT 的毛利率水平基本围绕 80%波动, 20/21 年软件业务整体毛利率分别为 55.8%/56.7%, 因此我们预测 22-24 年软件业务的毛利率保持在 55%。

定制及系统集成服务业务和科技园区租赁业务与合同签订、人力成本相关, 展望 22-24 年也基本处于稳定状态, 预计 22-24 年毛利率分别稳定在 30%、40%。

表2: 2022-2024 年金证股份毛利率拆分及预测

业务拆分	2020	2021	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	23%	20%	21%	23%	25%
硬件	3.9%	2.2%	3%	2%	2%
软件	55.8%	56.7%	55%	55%	55%
定制及系统集成服务	39.8%	29.3%	30%	30%	30%
科技园区租赁	39.2%	48.3%	40%	40%	40%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

盈利预测结果: 预计公司 22-24 年营收分别为 72.71、82.81、93.26 亿元, 同比增速分别为 9.55%、13.90%、12.62%; 归母净利润分别为 2.8、3.8、4.8 亿元, 同比增速分别为 11.8%、34.8%、27.0%。

表3: 2021-2024 金证股份盈利预测结果

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,646	7,271	8,281	9,326
营业成本	5,340	5,751	6,384	7,037
营业税金及附加	24	22	25	28
销售费用	181	218	290	420
管理费用	349	436	497	560
研发费用	593	618	745	839
财务费用	-36	-26	-32	-43
营业利润	357	296	464	589

营业外收支	-49	49	0	0
利润总额	308	344	464	589
所得税	26	34	46	59
净利润	282	310	418	530
归属于母公司净利润	249	279	376	477

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

2.2 估值分析

公司作为金融科技全领域服务商,为证券、基金、银行、期货、信托、交易所、监管机构等行业客户提供全技术栈、全产品线解决方案,同时与政府机关、互联网公司合作开展包括智慧城市在内的数字经济业务,证券 IT 和资管 IT 是公司的两大基石业务。目前长亮科技、宇信科技、恒生电子、顶点软件的业务方向、下游客户与公司较为相似。我们预计公司 22-24 年营收分别为 72.71、82.81、93.26 亿元,归母净利润分别为 2.8、3.8、4.8 亿元,当前股价对应 22-24 年 PE 分别为 37、27、22 倍,四家可比公司 22-24 年 Wind 一致预期 PE 均值分别为 46、33、26 倍。考虑到金证在金融信息化行业的扎根深入和创新业务的发展,公司 22-24 年增长速度值得期待,而当前估值明显低于可比公司,首次覆盖,给予“推荐”评级。

表4: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300348.SZ	长亮科技	83.90	1.75	2.50	3.28	48	34	26
300674.SZ	宇信科技	114.77	4.43	5.74	7.34	26	20	16
600570.SH	恒生电子	810.54	13.36	18.22	22.93	61	44	35
603383.SH	顶点软件	86.07	1.76	2.41	3.18	49	36	27
可比公司 PE 均值						46	33	26
600446.SH	金证股份	103.14	2.79	3.76	4.77	37	27	22

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 市值日期为 2022 年 11 月 23 日

3 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在行业厂商纷纷加大投入的情况下,金融 IT 市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品,可能会影响公司在细分市场的领先地位,从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑,公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 国内新冠疫情反复的风险。受疫情影响,部分项目招标、验收、运维等工作都将延后,同时也导致公司项目无法在客户端实施交付。

2) 下游行业周期风险。公司核心业务为证券 IT,下游证券行业具有明显的周期性。资本市场低迷时期,证券客户经营压力增加,可能削减或延后其 IT 投入。上述情况可能对公司的业务发展、财务状况造成不利影响。

3) 人力成本上升风险。软件企业的人才竞争非常激烈,随着规模及业务量的不断扩大,公司将面临人力资源成本上升、技术人员和核心业务骨干缺乏的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6646	7271	8281	9326
营业成本	5340	5751	6384	7037
营业税金及附加	24	22	25	28
销售费用	181	218	290	420
管理费用	349	436	497	560
研发费用	593	618	745	839
EBIT	205	225	340	442
财务费用	-36	-26	-32	-43
资产减值损失	-38	-40	-42	-45
投资收益	137	36	83	93
营业利润	357	296	464	589
营业外收支	-49	49	0	0
利润总额	308	344	464	589
所得税	26	34	46	59
净利润	282	310	418	530
归属于母公司净利润	249	279	376	477
EBITDA	267	303	410	515

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1888	1811	2018	2334
应收账款及票据	854	986	1119	1259
预付款项	119	144	160	176
存货	1343	1457	1620	1787
其他流动资产	1006	1358	1448	1540
流动资产合计	5210	5756	6364	7095
长期股权投资	489	489	489	489
固定资产	67	68	70	71
无形资产	16	17	20	22
非流动资产合计	1374	1356	1347	1334
资产合计	6585	7113	7711	8429
短期借款	625	625	625	625
应付账款及票据	625	630	700	771
其他流动负债	1520	1808	1948	2093
流动负债合计	2770	3064	3273	3489
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	82	35	35	35
非流动负债合计	82	35	35	35
负债合计	2853	3099	3308	3524
股本	941	941	941	941
少数股东权益	200	231	272	325
股东权益合计	3732	4014	4403	4905
负债和股东权益合计	6585	7113	7711	8429

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.76	9.40	13.90	12.62
EBIT 增长率	5.21	9.87	51.29	29.99
净利润增长率	-29.89	11.83	34.78	27.01
盈利能力 (%)				
毛利率	19.65	20.89	22.91	24.54
净利润率	4.24	4.26	5.04	5.69
总资产收益率 ROA	3.79	3.92	4.87	5.66
净资产收益率 ROE	7.06	7.37	9.10	10.42
偿债能力				
流动比率	1.88	1.88	1.94	2.03
速动比率	1.16	1.17	1.20	1.26
现金比率	0.68	0.59	0.62	0.67
资产负债率 (%)	43.32	43.57	42.90	41.81
经营效率				
应收账款周转天数	46.13	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	91.82	95.00	95.00	95.00
总资产周转率	1.01	1.02	1.07	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.30	0.40	0.51
每股净资产	3.75	4.02	4.39	4.87
每股经营现金流	-0.17	0.34	0.29	0.40
每股股利	0.03	0.03	0.03	0.03
估值分析				
PE	41	37	27	22
PB	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	34.91	30.98	22.40	17.20
股息收益率 (%)	0.25	0.27	0.27	0.27

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	282	310	418	530
折旧和摊销	62	78	69	73
营运资金变动	-448	-93	-249	-263
经营活动现金流	-164	322	275	374
资本开支	-33	-40	-40	-40
投资	-69	-306	-20	-20
投资活动现金流	-41	-261	23	33
股权募资	986	0	0	0
债务募资	-6	0	0	0
筹资活动现金流	768	-138	-91	-91
现金净流量	564	-77	207	316

插图目录

图 1: 2018-2022Q1-Q3 金证营业收入及增速	3
图 2: 2019-2022Q1-Q3 金证业务收入结构.....	3
图 3: 2019-2022Q1-Q3 金证金融行业收入及增速	3
图 4: 2019-2022Q1-Q3 金证证券&资管收入及增速.....	3
图 5: 金证股份“金融科技+数字经济”战略布局.....	4
图 6: 金证股份证券经纪业务产品体系.....	4
图 7: 金证股份资管 IT 业务体系.....	5
图 8: 金证股份创新类业务板块	5
图 9: 证券业分布式架构演进路线.....	5
图 10: 2017-2021 我国证券行业信息技术投入及占比.....	5
图 11: 2018-2022Q1-Q3 金证营业收入及增速	6
图 12: 2018-2022Q1-Q3 金证毛利率及主要费用率.....	6
图 13: 2018-2022Q1-Q3 金证利润端表现	6
图 14: 2018-2022Q1-Q3 金证投资收益情况 (亿元)	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2020-2024 年金证股份营收拆分及预测 (单位: 亿元)	7
表 2: 2022-2024 年金证股份毛利率拆分及预测	8
表 3: 2021-2024 金证股份盈利预测结果.....	8
表 4: 可比公司 PE 数据对比.....	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