

## 首次披露海底数据中心收入空间

2023年05月31日

➤ **领先的海洋高科技厂商，20 余年持续深耕。**北京海兰信数据科技股份有限公司于 2001 年注册成立，2004 年成为海军装备供应商，2010 年 3 月在深圳证券交易所创业板上市，拥有齐全的军工资质，是国家专精特新“小巨人”企业。公司成立二十余年来，一直在海洋高科技领域深耕，以海洋强国战略为引领，积极响应国家经略海洋、科技兴海号召，坚守“探索海洋、献身国防”的使命，致力于成为“全球智能航海引领者，智慧海洋中国创新实践者”。

➤ **以自有关键技术为依托，积极发力 UDC 等新业务。**根据公司官网，公司主营业务主要包括：**1) 智能航海：**为船舶提供综合导航装备及智能航行系统；**2) 海洋重大装备：**构建海洋立体观测网的核心设备——海底接驳站，常压潜水系统（普通人穿上该潜水服可以下潜 600 米）、海洋仪器等；**3) 近海雷达观测网：**公司投资建设了 300 个目标雷达站，覆盖中国整个近海 30 海里海域，服务近海防务与维权执法。公司建设了近 100 座地波雷达站，观测 100 海里范围的海浪、流场及风场等，服务海洋预报及海洋环境等；**4) 海底数据中心 (UDC)：**公司是继微软之后的第二家具备海底数据中心的全套技术与实施能力的企业。

➤ **首次披露海底数据中心收入空间，UDC 业务正快速发展。**根据公司公告：**1) UDC 业务发展的最新进展：**公司首批正式交付客户的商用数据舱于 2022 年 12 月下水，在海底共计放置了 5 个舱，整体运营数据良好。海南首批舱的客户主要有中国电信、及新加坡 Atlas 等，目前已新增拓尔思、广联达、云帆长扬等数字经济客户，以及关于阿里云专属云的合作订单，同时拟继续推进赢彻科技、中国移动、腾讯文化产业云业务、京东云、珑微科技等已达成合作意向的订单。截至目前，海南海底数据中心一期项目已在 2023 年一季度确认 UDC 相关收入 3736.40 万元。**2) 未来展望：**海南项目方面，预计于 2026 年前完成布放 100 个数据舱，项目完成后每年可实现租舱收入超过十亿元。上海海上风电项目、上海临海区项目方面：上海海上风电项目计划分 3 年完成对 4 个海上风电场的 UDC 布置，每个风场计划在 2024-2026 年期间累计投入运营 100 个数据舱，项目完成后当期可实现售舱与租舱的累计收入超过 100 亿。上海临海区项目计划初期形成年产产量超过 50 个模块的生产能力，后期满产年产 200 个舱。

➤ **投资建议：**公司是国内智能船舶、海底观探测领域的领军企业，公司立足传统发力创新，UDC 业务首次披露业务规模，未来长期成长可期，有望成为公司成长的核心动力。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.23、3.10、5.01 亿元，对应 PE 分别为 79X、31X、19X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**UDC 业务落地不及预期；公司产品研发和拓展不及预期；产品价格存在波动的可能。

**推荐**

首次评级

当前价格：

13.34 元

**分析师 吕伟**

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei\_yj@mszq.com

**分析师 郭新宇**

执业证书：S0100518120001

电话：010-85127654

邮箱：guoxinyu@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)	724	1128	1747	2396
增长率 (%)	-19.7	55.7	54.9	37.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-789	123	310	501
增长率 (%)	-1712.8	115.6	152.4	61.8
每股收益 (元)	-1.09	0.17	0.43	0.69
PE	/	79	31	19
PB	5.0	4.7	4.1	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 30 日收盘价）

# 目录

<b>1 首次披露海底数据中心收入空间，UDC 业务正快速发展 .....</b>	<b>3</b>
<b>2 智能航海领域领军企业，技术、市场持续突破奠定长期发展基础 .....</b>	<b>6</b>
<b>3 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>9</b>
3.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	9
3.2 估值分析 .....	10
3.3 投资建议 .....	12
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>13</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>15</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>15</b>

## 1 首次披露海底数据中心收入空间，UDC 业务正快速发展

**领先的海洋高科技厂商，20 余年持续深耕。**北京海兰信数据科技股份有限公司于 2001 年注册成立，2004 年成为海军装备供应商，2010 年 3 月在深圳证券交易所创业板上市，拥有齐全的军工资质，是国家专精特新“小巨人”企业。公司成立二十余年来，一直在海洋高科技领域深耕，以海洋强国战略为引领，积极响应国家经略海洋、科技兴海号召，坚守“探索海洋、献身国防”的使命，致力于成为“全球智能航海引领者，智慧海洋中国创新实践者”。

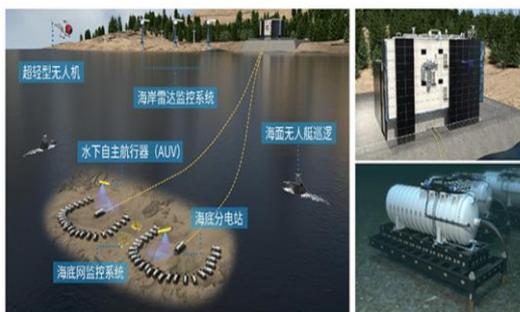
**以自有关键技术为依托，积极发力 UDC 等新业务。**公司主营业务主要包括：1) 智能航海：为船舶提供综合导航装备及智能航行系统；2) 海洋重大装备：构建海洋立体观测网的核心设备——海底接驳站，常压潜水系统（普通人穿上该潜水服可以下潜 600 米）、海洋仪器等；3) 近海雷达观测网：公司投资建设了 300 个目标雷达站，覆盖中国整个近海 30 海里海域（从海南一直到辽宁），服务近海防务与维权执法。公司建设了近 100 座地波雷达站，观测 100 海里范围的海浪、流场及风场等，服务海洋预报及海洋环境等；4) 海底数据中心（UDC）：公司是继微软之后的第二家具备海底数据中心的全套技术与实施能力的企业。

**UDC 在数据中心行业具有明显优势。**海底数据中心（以下简称“UDC”）是将服务器布放在海底的密封舱中，以广阔海洋作为自然冷源，具有“三省、两高、一快”的独特优势，即：省电、省水、省地、高安全、高可靠、快速部署。海底数据中心运行 PUE 低至 1.076，处于数据中心行业领先水平。

图1：公司海底数据中心解决方案示意图

### 海底数据中心（UDC）解决方案

海底数据中心（简称“UDC”）由岸站、海底光电复合缆、海底分电站及海底数据舱组成。海底数据中心主体结构为罐体结构，电气设备、冷却系统均布置在罐体内部，罐体顶部为海水冷却系统。



资料来源：公司官网，民生证券研究院

根据公司发布的《关于对深圳证券交易所 2022 年报问询函的回复公告》，公司对 UDC 业务发展的进展、未来前景做了详细披露：

**UDC 业务发展的最新进展：海南首批商用舱已经落地，大量优质客户储备，2023Q1 相关收入超 3000 万元。**

1) **进度：**公司在海南用了三年时间完成了 UDC 项目的选址、测试、验证等

全业务周期，证明了商业模式从零到一的可行性；公司首批正式交付客户的商用数据舱于 2022 年 12 月下水，整体运营数据良好。

**2) 客户：**海南首批舱的客户主要有中国电信、及新加坡 Atlas 等。公司目前正在对首批下水数据舱的运营情况进行分析，检测报告预计在今年 6 月份发布，为下一步大范围推广提供支撑。

从数量上看，海南海底数据中心一期项目在海底共计放置了 5 个舱。海南海底数据中心项目已新增拓尔思、广联达、云帆长扬等数字经济客户，以及关于阿里云专属云的合作订单；上半年拟继续推进赢彻科技、中国移动、腾讯文化产业云业务、京东云、珑微科技等已达成合作意向的订单。

**3) 首次披露 UDC 业务收入：**截至目前，海南海底数据中心一期项目的 5 个舱各舱体运行正常，已在 2023 年一季度确认 UDC 相关收入 3,736.40 万元。

图2：公司海底数据中心功能特点



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**未来发展的展望：海南项目预计完成后每年租舱收入超 10 亿元，上海多个项目潜力可期。**

**1) 海南项目：**公司计划海南项目于 2026 年前完成布放 100 个数据舱，项目完成后每年可实现租舱收入超过十亿元。

**2) 上海海上风电项目：**公司今年新开拓在上海同本地的海上风电合作项目，计划分 3 年完成对 4 个海上风电场的 UDC 布置，每个风场计划在 2024-2026 年期间累计投入运营 100 个数据舱。项目完成后当期可实现售舱与租舱的累计收入超过 100 亿元，其中对比海南项目收入呈现差异化体现在单舱规模收入有明显提升。

**3) 上海临海区项目：**未来拟在上海临海区域内计划建设海底数据中心模块的制造基地，目前正在跟当地政府招商商谈中，根据未来海底数据中心在全国沿海城市的全面推广及通过一带一路发展海外业务的规划，初期形成年产量超过 50 个模块的生产能力，后期满产年产 200 个舱，具备海底数据中心模块的总装、测试、维修、改造能力。

同时，公司针对上海、广东、浙江等沿海有海上风电规划的省份及城市，目前正在跟当地风场的风电业主和政府积极沟通中；同期海外扩张市场主要集中在香港、新加坡、中东三个核心地区，2023 年重点计划突破香港项目，已组建香港市场团队正积极与香港数据中心需求方对接中。

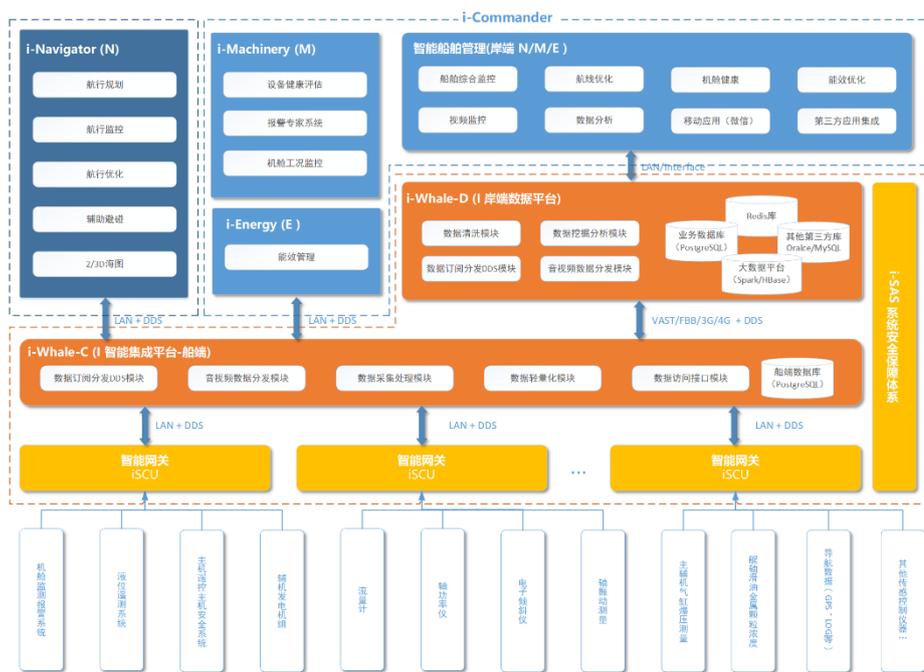
与此同时，公司各个业务协同，打造良好生态。公司有望以客户为导向，采取

资本合作、共建共维等多种方式，进行跨行业的商务与技术联合，探索新的节能高效合作模式，符合国家海洋产业蓝色经济发展要求和双碳政策的指引方向。另外，公司将通过“岸基雷达系统+海面无人艇巡逻+海底观监测网”等高精尖海洋科技系统解决方案来实现 UDC 的全方位安保，并制定周期性维护计划和应急维护措施，规避运维风险。

## 2 智能航海领域领军企业，技术、市场持续突破奠定长期发展基础

**智能航海业务：**公司在智能船舶与智能航运领域主要产品包括：1) 综合导航系统 INS 及相关航海单品，如导航雷达、电子海图、操舵仪、船载航行数据记录仪、集成机舱自动化系统等航海装备；2) 满足智能船舶要求的智能模块，包括智能导航系统 (N)、智能机舱系统 (M)、智能能效管理系统 (E)、智能信息平台 (I)；3) 基于大数据的岸基管理系统。智能船舶系统可以实现船舶航行决策、控制、营运管理、设备健康维护等功能，保障航行安全，实现船舶营运综合节能增效。

图3：公司智能船整体方案

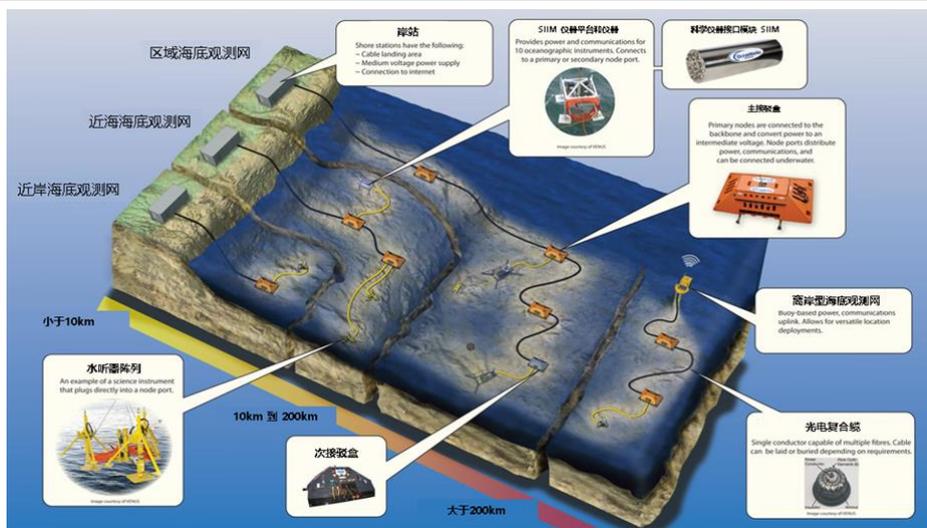


资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司在 2022 年持续攻克多项关键技术，拥有船舶智能导航系统、机舱自动化系统、船岸一体化系统、复合雷达系统等系列海事产品，构建船舶远程信息服务系统，为远洋、沿海、内河客户提供船舶智能化综合解决方案。

**海洋观探测业务：**公司基于多制式雷达系统、海底网、海洋观探测传感器、海洋无人探测系统，实现全天候的海洋立体综合观测，提供海洋安防、海洋环境监测预报、海上生产作业支撑等海洋观探测服务；同时可应用在特种装备领域。

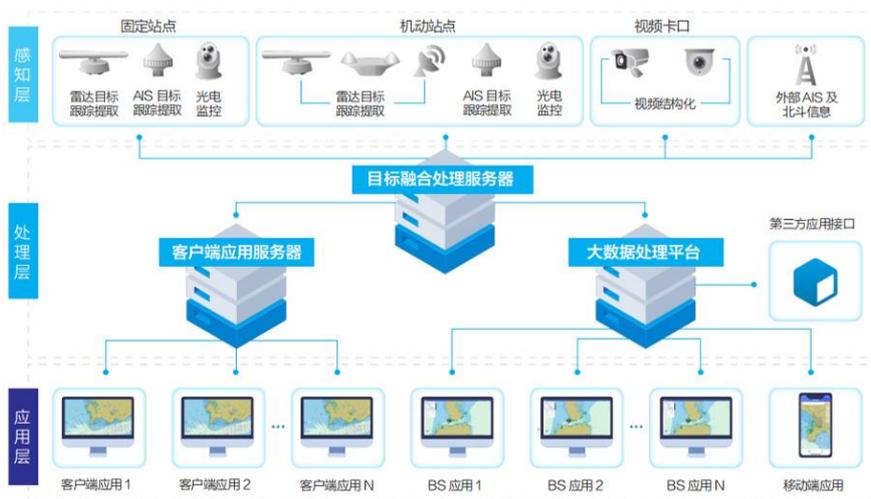
图4：公司海底观测网业务



资料来源：公司官网，民生证券研究院

海洋立体观测探测仪器装备领域，基于多制式雷达系统，主要产品包括近海监测（极小目标探测）雷达（30 海里范围内的小目标探测）和高频地波雷达（最远至 200 海里范围内的海流流场探测）。公司基于“南海立体观测网”组建了“南海海洋大数据中心”，在服务国家海洋安全、资源开发、防灾减灾、海洋经济等方面发挥着重要作用。

图5：公司智能雷达业务



资料来源：公司官网，民生证券研究院

在海洋调查领域，公司是勘探调查领军企业。公司主要提供高端海洋调查仪器系统集成及技术服务，其产品、技术及服务主要涵盖物理海洋、海洋测绘、海洋物探、水下工程等领域。

深海装备系统方面，公司在载人常压潜水系统、专业海底设备等方面实现全球领先。公司子公司欧特海洋定位于深海工程装备、系统和运营服务公司，专业从事水下有人、无人作业装备的研发、试制、生产以及海洋工程服务等业务，是载人常

压潜水系统 (ADS) 和专业海底设备方面的全球领先者, 拥有海底观测网接驳盒系统、载人常压潜水系统、深海电站及海洋工程服务等核心装备和工程作业实施等关键技术, 可以为全球的军事、海上石油天然气、科学研究、海洋立体监测以及其它海洋应用领域的客户提供全方位的深海系统开发、工程制造、运营和海洋工程服务。

**2022 年公司在航海、观探测等领域获得多个成绩, 有望为后续长期发展奠定重要基础:** 斩获 2.8 亿军工订单, 创造单笔军工订单的历史业绩新高; 紧跟绿色智能的船舶市场发展方向, 实现国产内河船舶智能系统应用零的突破; 努力摆脱进口元器件的制衡, 已经实现海底观测网接驳盒技术的进一步技术提升; 载人常压潜水系统 ADS 在国内首次完成大深度载人测试并获得认可。

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测假设与业务拆分

**海洋观探测装备与系统：**1) 收入：2022 年受疫情等因素影响，公司收入有一定波动，考虑到公司在融合极小目标探测雷达、地波雷达、岸线多普勒雷达、光学探测的雷达组网技术，在国内处于领先地位；地波雷达海流探测精度达到国际先进水平，后续随着业务逐步恢复，公司相关收入有望恢复。假设公司 2023 年收入初步恢复到和 2021 年基本相当的水平（假设疫情缓解，海洋观探测仍是国家重点发展领域，因此需求有望恢复，公司优势地位不变），后续保持稳定增长，假设 2023-2025 年增速分别为 100%、20%、20%。2) 毛利率：2022 年受疫情等因素影响，公司毛利率有所波动，后续随着业务推进恢复正常，毛利率有望恢复到 2021 年水平，考虑到公司商业模式相对稳定，因此毛利率有望保持相对稳定水平，假设 2023-2025 年毛利率分别为 42%、42%、42%。

**智能船舶与智能航行系统：**1) 收入：2022 年受疫情等因素影响，公司收入有一定波动，但考虑到公司持续攻克多项关键技术，拥有船舶智能导航系统、机舱自动化系统、船岸一体化系统、复合雷达系统等系列海事产品，构建船舶远程信息服务系统，有能力为客户提供船舶智能化综合解决方案，因此后续收入有望保持稳定增长，假设 2023-2025 年增速分别为 20%、20%、15%。2) 毛利率：2022 年受疫情等因素影响，公司毛利率有所波动，后续随着业务企稳，毛利率有望恢复到 2021 年水平，考虑到公司商业模式相对稳定，因此毛利率有望保持相对稳定水平，假设 2023-2025 年毛利率分别为 27%、27%、27%。

**其他业务：**1) 收入：考虑到公司在《关于对深圳证券交易所 2022 年报问询函的回复公告》中披露：公司计划海南项目于 2026 年前完成布放 100 个数据舱，项目完成后每年可实现租舱收入超过十亿元。同时，公司今年新开拓在上海同本地的海上风电合作项目，计划分 3 年完成对 4 个海上风电场的 UDC 布置，每个风场计划在 2024-2026 年期间累计投入运营 100 个数据舱。项目完成后当期可实现售舱与租舱的累计收入超过 100 亿元。因此，即使仅考虑海南一地的租舱收入，到 2026 年租金就有望达到 10 亿元，如果考虑上海等地的业务，则空间更大。而且相关业务都是持续推进，预计 2023-2025 年相关收入会逐年增加，整体看其他业务收入有望随 UDC 业务放量而快速增长，假设 2023-2025 年增速分别为 700%、300%、80%。2) 毛利率：2022 年受疫情等因素影响，公司毛利率有所波动，后续随着业务企稳，毛利率有望恢复到 2021 年水平。同时考虑到数据港、奥飞数据等数据中心厂商 2022 年毛利率在 28%-29%，公司商业模式相对稳定，因此毛利率有望保持相对稳定水平，假设 2023-2025 年毛利率分别为 30%、31%、32%。

**表1：公司收入及毛利率预测**

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>海洋观探测装备与系统</b>	358.09	174.10	348.20	417.84	501.41
增速		-51%	100%	20%	20%
毛利率	42%	34%	42%	42%	42%
<b>智能船舶与智能航行系统</b>	468.21	532.75	639.30	767.15	882.23
增速		14%	20%	20%	15%
毛利率	27%	13%	27%	27%	27%
<b>其他</b>	76.08	17.57	140.54	562.16	1011.88
增速		-77%	700%	300%	80%
毛利率	32%	28%	30%	31%	32%
<b>总营业收入</b>	902.38	724.41	1128.04	1747.15	2395.52
增速		-20%	56%	55%	37%
毛利率	34%	18%	32%	32%	32%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

**主要费用率：1) 销售费用率：**公司 2022 年销售投入较高，为后续业务拓展蓄势；但中长期看公司市场渠道不断成熟后，相关支出的绝对值水平有望逐步平稳，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 9.0%、7.0%、6.0%；**2) 管理费用率：**公司内部管理能力不断提升，长期看相关支出绝对值水平有望保持相对平稳，管理费用率将逐步收敛，预计 2023-2025 年分别为 11.0%、7.0%、6.0%；**3) 研发费用率：**随着产品不断成熟以及复用率提升，公司中长期内研发费用率有望逐步收敛，预计 2023-2025 年分别为 6.0%、4.5%、3.5%。

**表2：公司主要费用率预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	8.8%	11.9%	9.0%	7.0%	6.0%
管理费用率	10.5%	16.6%	11.0%	7.0%	6.0%
研发费用率	5.3%	8.2%	6.0%	4.5%	3.5%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

## 3.2 估值分析

公司未来以海底 UDC 业务为主要增长点，因此选取计算机行业 IDC 公司为可比公司，包括数据港、奥飞数据、云赛智联、易华录为可比公司，相关公司为国内 IDC 领域的领军企业，与公司未来的核心 UDC 业务可比，公司未来主要增长动力为 UDC 业务，相关业务有望快速发展，占收入比有望不断提升，因此选取数据中心领军企业作为可比公司。公司 UDC 业务还处于快速发展中，短期内规模较小，但公司在公告（前文已提到）中已经明确提到数据中心业务规划，相关业务有望快速发展，因此我们认为更多应重视公司的长期价值而非短期规模，因此应该重点比较 2024/2025 年估值水平。相关可比公司 2024/2025 年平均 PE 为 47X、35X，

公司为 31X、19X，公司具有一定估值优势。

**表3：公司和可比公司估值对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600602.SH	云赛智联	9.50	0.13	0.16	0.19	0.24	73	59	50	40
603881.SH	数据港	33.51	0.35	0.48	0.63	0.78	96	70	53	43
300212.SZ	易华录	33.98	0.02	0.35	0.65	1.00	1699	98	52	34
300738.SZ	奥飞数据	10.80	0.24	0.23	0.34	0.49	45	48	32	22
	平均						478	69	47	35
300065.SZ	海兰信	13.34	-1.09	0.17	0.43	0.69	/	79	31	19

资料来源：wind，民生证券研究院预测（基于 5 月 30 日收盘价；可比公司 eps 采用 wind 一致预期）

### 3.3 投资建议

公司是国内智能船舶、海底观探测领域的领军企业,公司立足传统发力创新,UDC 业务首次披露业务规模,未来长期成长可期,有望成为公司成长的核心动力。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.23、3.10、5.01 亿元,对应 PE 分别为 79X、31X、19X,首次覆盖,给予“推荐”评级。

## 4 风险提示

**1) UDC 业务落地不及预期。**目前 UDC 业务属于新兴业务，如果相关进度不及预期，公司面临收入可能具有波动。

**2) 公司产品研发和拓展不及预期。**公司逐步向 UDC 业务转型，如果公司产品开发进度及市场化推广不及预期，则可能给市场拓展带来波动。

**3) 产品价格存在波动的可能。**目前 UDC 等领域参与厂商较少，目前行业尚未出现较激烈的价格竞争，但未来随着行业发展，大量参与者在数据中心发展等机遇中竞争，价格可能成为竞争的因素之一。

## 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	724	1128	1747	2396
营业成本	592	767	1190	1623
营业税金及附加	4	6	9	12
销售费用	86	102	122	144
管理费用	120	124	122	144
研发费用	59	68	79	84
EBIT	-289	93	282	467
财务费用	25	1	11	14
资产减值损失	-560	-4	-5	-7
投资收益	18	34	61	84
营业利润	-814	122	326	531
营业外收支	3	14	14	14
利润总额	-810	136	340	545
所得税	-7	12	27	38
净利润	-803	124	313	507
归属于母公司净利润	-789	123	310	501
EBITDA	-227	202	461	687

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	586	200	288	490
应收账款及票据	395	597	924	1267
预付款项	92	115	179	243
存货	254	312	420	528
其他流动资产	575	618	686	757
流动资产合计	1902	1841	2496	3285
长期股权投资	98	132	193	276
固定资产	116	286	317	356
无形资产	210	421	398	392
非流动资产合计	701	1110	1161	1264
资产合计	2604	2951	3657	4549
短期借款	117	217	297	347
应付账款及票据	173	210	326	445
其他流动负债	328	408	613	832
流动负债合计	617	835	1236	1623
长期借款	18	10	10	10
其他长期负债	31	41	48	61
非流动负债合计	49	51	58	71
负债合计	666	886	1294	1694
股本	724	724	724	724
少数股东权益	-10	-9	-6	-1
股东权益合计	1938	2065	2363	2854
负债和股东权益合计	2604	2951	3657	4549

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-19.72	55.72	54.88	37.11
EBIT 增长率	-429.58	132.25	202.54	65.83
净利润增长率	-1712.82	115.56	152.42	61.82
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	18.25	32.00	31.87	32.25
净利润率	-108.89	10.88	17.74	20.93
总资产收益率 ROA	-30.30	4.16	8.47	11.02
净资产收益率 ROE	-40.50	5.92	13.08	17.56
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.08	2.20	2.02	2.02
速动比率	2.51	1.68	1.53	1.54
现金比率	0.95	0.24	0.23	0.30
资产负债率 (%)	25.58	30.03	35.39	37.25
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	194.37	190.00	190.00	190.00
存货周转天数	156.44	150.00	130.00	120.00
总资产周转率	0.27	0.41	0.53	0.58
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-1.09	0.17	0.43	0.69
每股净资产	2.69	2.86	3.27	3.94
每股经营现金流	0.02	0.01	0.27	0.55
每股股利	0.00	0.02	0.02	0.02
<b>估值分析</b>				
PE	/	79	31	19
PB	5.0	4.7	4.1	3.4
EV/EBITDA	-40.78	48.01	21.06	13.93
股息收益率 (%)	0.00	0.16	0.15	0.15

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-803	124	313	507
折旧和摊销	62	109	179	220
营运资金变动	68	-198	-246	-261
经营活动现金流	11	4	196	398
资本开支	-226	-444	-138	-204
投资	153	-10	0	0
投资活动现金流	-51	-454	-138	-204
股权募资	321	2	0	0
债务募资	5	77	71	50
筹资活动现金流	314	63	31	8
现金净流量	269	-387	88	202

## 插图目录

图 1: 公司海底数据中心解决方案示意图 .....	3
图 2: 公司海底数据中心功能特点 .....	4
图 3: 公司智能船整体方案 .....	6
图 4: 公司海底观测网业务 .....	7
图 5: 公司智能雷达业务 .....	7

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司收入及毛利率预测 .....	10
表 2: 公司主要费用率预测 .....	10
表 3: 公司和可比公司估值对比 .....	11
公司财务报表数据预测汇总 .....	14

## 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