

► **收单主业成长动力十足。**新国都自 2021 年以来进入成长快车道，公司单季度收入开始提速，连续 7 个季度收入同比增速超过 20%，22Q2 和 22Q3 单季度收入规模均突破 11 亿元。而进入 2022 年，公司盈利能力也逐步稳定，单季度归母净利润同比增速均超过 50%。公司的收单、电子终端两大业务都进入高速增长阶段。

► **积极有为开拓市场，收单份额持续提升。**新国都高速成长的动力来源于收单流水的快速扩张，从 2020 年上半年情况看，新国都流水规模仅为 0.58 万亿元，远低于行业内上市公司拉卡拉、新大陆，但公司此时开始扩张团队提升流水规模，到 2022 年上半年公司半年度流水规模已经达到 1.34 万亿元，超过竞争对手新大陆，增长速度较为领先。

► **收单行业有望迎来“流水提升+费率提升”的双击。**展望 2023 年，收单行业同样有望迎来底部反转的机会，经济活动恢复带来收单流水回暖，行业格局改善带来费率层面的提升空间，同时海外移动支付渗透率提升的背景下智能 pos 机出海有望继续保持良好增速。

► **子公司布局 AI 多年，拥有火爆的 AIGC 应用。**新国都海外子公司深度布局 AI+图像，累计处理超过 2 亿次的 AI 深度任务计算量。新国都子公司新国都智能依托 AI 深度内容生成、视频处理技术等，在海外市场成功推出多款工具类产品，基于图像深度学习、计算机视觉等前沿 AI 技术。

► **投资建议：**我们预计新国都 2022-2024 年实现营收 47.3、61.0、73.4 亿元，同比增速分别为 31%、29%、20%；预计实现归母净利润 3.5、5.0、6.1 亿元，同比增速分别为 72%、46%、22%，当前市值对应 23、24 年 PE 分别为 16、13 倍。而考虑到新国都在 AIGC 业务领域的领先布局，公司有望受益于整个 AI 革命性技术带来的积极影响，AI 业务有望开花结果，因此公司当前市值仍显著低估。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**收单行业竞争加剧；海外硬件需求景气度衰减；AI 新技术落地具有不确定性

推荐

首次评级

当前价格：

16.32 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)	3612	4728	6101	7339
增长率 (%)	37.2	30.9	29.1	20.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	201	282	503	612
增长率 (%)	132.0	40.7	78.3	21.6
每股收益 (元)	0.40	0.56	1.00	1.21
PE	41	29	16	13
PB	3.3	2.9	2.5	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 10 日收盘价）

目录

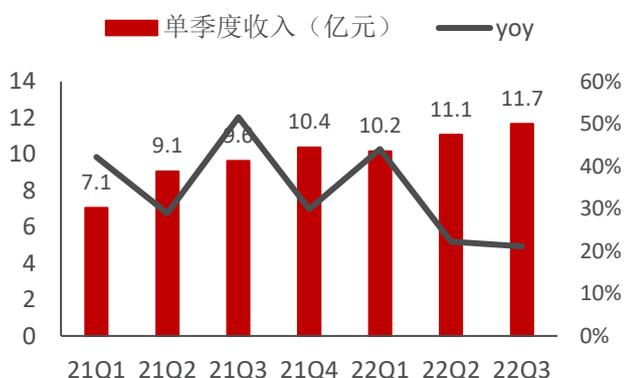
1 AIGC 业务尚未被发掘，收单业务积极扩张	3
1.1 收单主业积极扩张，行业迎来流水+费率提升双击.....	3
1.2 海外子公司前瞻布局 AI，应用落地.....	6
2 盈利预测与投资建议	8
2.1 盈利预测假设与业务拆分.....	8
2.2 估值分析.....	9
3 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 AIGC 业务尚未被发掘，收单业务积极扩张

1.1 收单主业积极扩张，行业迎来流水+费率提升双击

公司积极扩张，21年以来单季度收入与利润持续保持高增长。新国都自2021年以来进入成长快车道，公司单季度收入开始提速，连续7个季度收入同比增速超过20%，22Q2和22Q3单季度收入规模均突破11亿元。而进入2022年，公司盈利能力也逐步稳定，单季度归母净利润同比增速均超过50%。公司的收单、电子终端两大业务都进入高速成长阶段。

图1：2021Q1-2022Q3 公司单季度收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

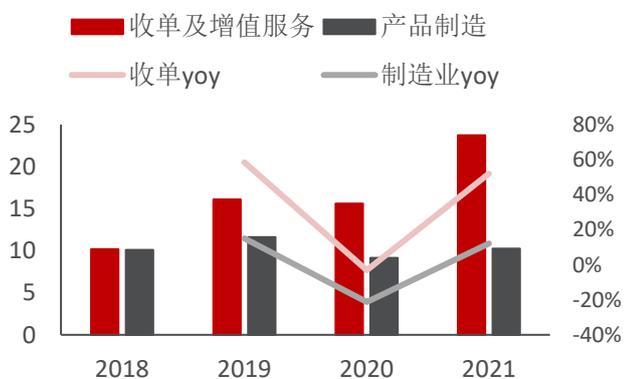
图2：2021Q1-2022Q3 公司单季度归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

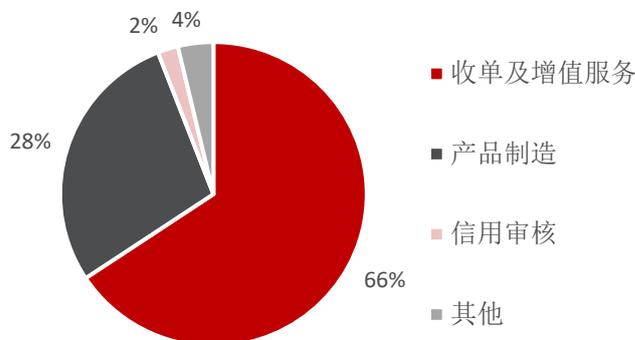
新国都电子终端与收单业务近两年均实现高速增长。新国都目前有两大核心业务，分别是支付收单业务以及以pos机制造为主的硬件业务，两大业务在2021年均实现了良好成长，其中收单业务2021年同比增速达到52%，硬件业务也在海外需求的拉动下达到12%的同比增速。

图3：2021Q1-2022Q3 公司单季度收入（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2021 新国都业务收入构成情况

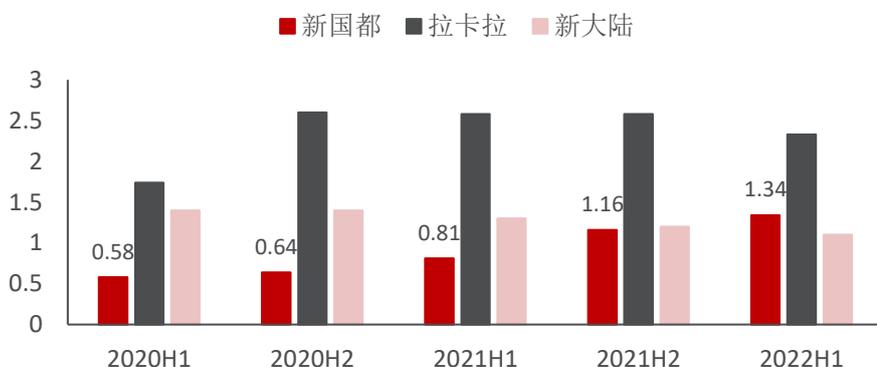


资料来源：wind，民生证券研究院

收单流水规模跃升，2022年成长性进一步显现。新国都高速成长的动力来源于收单流水的快速扩张，从2020年上半年情况看，新国都流水规模仅为0.58亿元，远低于行业内上市公司拉卡拉、新大陆，但公司此时开始扩张团队提升流水

规模，到 2022 年上半年公司半年度流水规模已经达到 1.34 万亿元，超过竞争对手新大陆，增长速度较为领先。

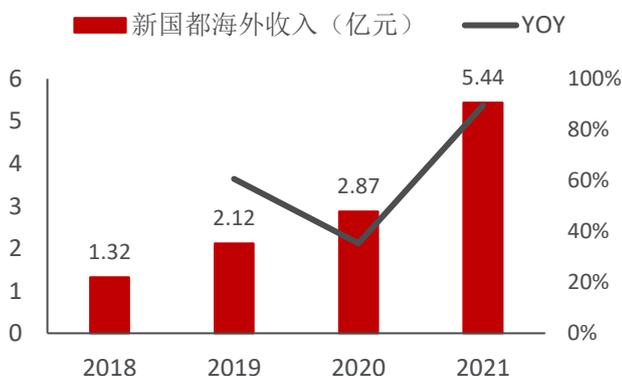
图5：A 股三大收单公司半年度流水规模（万亿元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

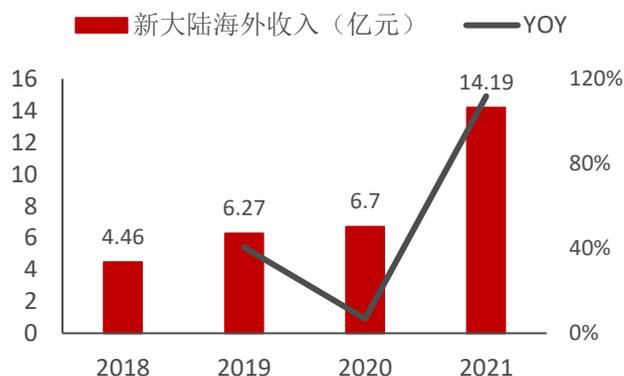
另一大业务电子终端，迎来海外需要高景气。公司另一大高成长业务源自电子终端景气的海外需求，受益于海外尤其是拉美地区移动支付的持续渗透，以智能 pos 机为代表的电子终端业务迎来新的成长动力。2021 年公司海外收入达到 5.44 亿元，同比增长 90%，而另一家同样参与海外支付硬件推广的新大陆海外业务也同样迎来高速增长，足以证明海外硬件终端需求的高景气。

图6：2018-2021 年新国都海外收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2018-2021 年新大陆海外收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

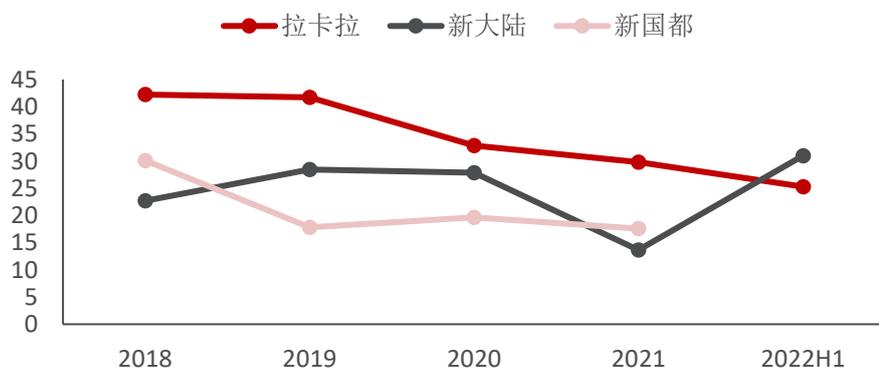
2022 年仍保持十足成长韧性，也侧面反映公司牌照影响有限。根据新国都发布的 2022 年业绩预告，也能够初步看到公司 22 年经营情况，整体看在疫情严重冲击的背景下，公司依然保持了 35% 以上的归母净利润增速，扣非净利润也保持了较高的增长趋势。新国都的 2022 年业绩预告有两点值得关注，一方面公司 2022 年流水规模达到 2.58 万亿元，同比增长 31%，进一步证明公司扩张的能力；另一方面，根据数据计算，公司 2022H2 流水规模 1.24 万亿元，同比增长 7%，也能够从侧面反映 2022 年 6 月 27 日公司支付许可证续展中止并未影响公司业务正常开展。

表1：新国都 2022 年业绩预告关键要点梳理（单位：亿元）

项目	2022	2021	同比增速	备注
归母净利润	2.7-3.1	2.0	35%-55%	新国都 2022 年流水规模约为 2.58 万亿元
扣非净利润	1.6-2.0	1.2	37%-71%	新国都 2022 年拟计提商誉 0.8-1.1 亿元

资料来源：wind，民生证券研究院

展望 2023 年，收单行业费率有望触底反弹。收单行业自“96 费改”以来，面临激烈的行业竞争，收单公司的费率在激烈的市场化竞争下持续下行，体现在公司的报表端，收单业务的毛利率近年来持续下行。而经历 2020、2022 年两轮疫情的冲击，行业的格局持续改善，收单公司的费率在市场竞争缓解的背景下有机会实现触底回升，而对于收单公司而言收单费率提升反映在报表端毛利率的提升，而成本多来自渠道铺设和费用投放，因此毛利率提升将较大程度转换成利润。

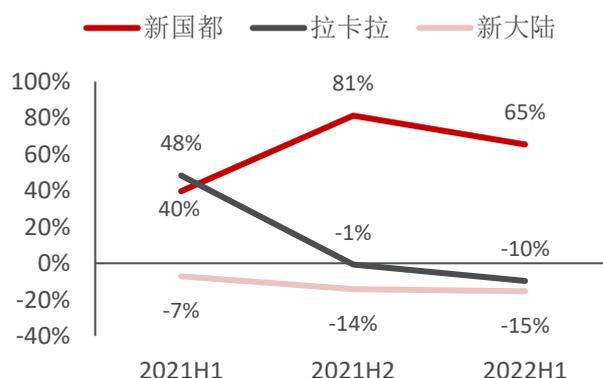
图8：2018-2022 上半年 A 股三大收单公司收单业务毛利率的变化（%）


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

跟随经济恢复，消费流水同样有望迎来回升。流水规模式收单公司增长的重要基础，而 2022 年疫情反复严重冲击了线下消费等收单公司最典型的业务场景，多数收单公司在流水端都面临一定的压力，从上市公司的情况来看，除了持续扩张的新国都外，拉卡拉、新大陆收单流水均受到影响呈现半年度的下滑趋势。而展望 2023 年，随着线下消费场景复苏，收单公司的整体流水金额有望重回增长。

图9：2020-2022 年社零当月同比变化


资料来源：wind，民生证券研究院

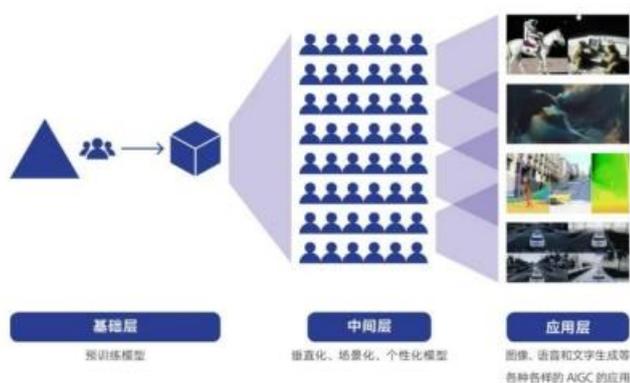
图10：2021H1-2022H1 三大收单公司流水同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 海外子公司前瞻布局 AI，应用落地

AIGC 持续火爆，生态应用不断涌现。AIGC 即人工智能生成内容，作为当前新型的内容生产方式，已经率先在传媒、电商、影视、娱乐等数字化程度高、内容需求丰富的行业取得重大创新发展，市场潜力逐渐显现。根据 6pen 预测，未来五年 10%-30% 的图片内容由 AI 参与生成，有望创造超过 600 亿以上市场空间，若考虑到下一代互联网对内容需求的迅速提升，国外商业咨询机构 Acumen Research and Consulting 预测，2030 年 AIGC 市场规模将达到 1100 亿美元。

图11: AIGC 产业生态体系



资料来源：腾讯研究院，民生证券研究院

图12: AIGC 具体应用场景



资料来源：人民日报微博，民生证券研究院

ChatGPT 横空出世，人工智能迎来里程碑革新。ChatGPT 是由人工智能实验室 OpenAI 研发的通用聊天机器人，其使用 Transformer 神经网络架构，能够高效问答并具备撰写多类文本的能力，ChatGPT 的问世为 AIGC 打开了丰富的想象空间。比尔·盖茨甚至评价 ChatGPT 称，这种人工智能技术出现的重大历史意义，不亚于互联网和个人电脑的诞生。

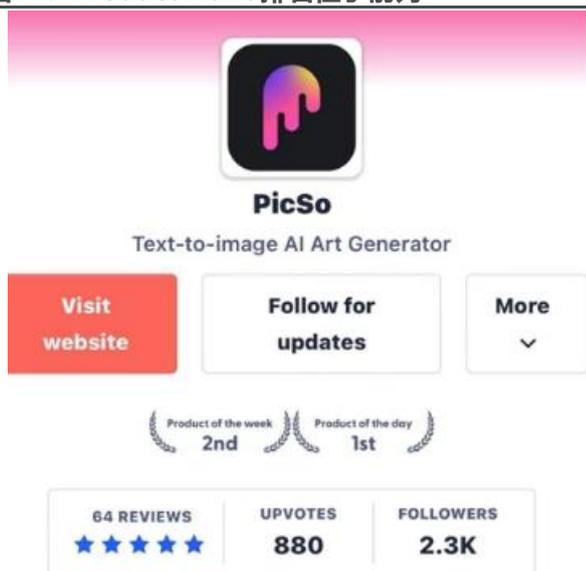
图13: ChatGPT 商业化落地进程

- 2015年12月11日, OpenAI成立
- 2022年11月30日, OpenAI推出通用式对话系统ChatGPT
- 2023年2月2日, OpenAI推出付费订阅版ChatGPT Plus, 20美元/月
- 2023年2月6日, 谷歌宣布推出对话人工智能服务Bard
- 2023年2月7日, 百度官宣大模型新项目: 文心一言 (英文名ERNIE Bot)
- 2023年2月8日, 微软率先落地ChatGPT产品, 推出基于ChatGPT 的全新搜索软件 Bing和浏览器Edge, 推出集成 GPT-3.5 AI 大型语言模式的 Teams Premium, 将OpenAI技术引入 Word、PowerPoint和Outlook.
- 2022年2月10日, 京东宣布将推出产业版ChatGPT: ChatJD
- 2023年2月17日, 微软Dynamics 365加入GPT功能, ChatGPT落地首个公共部门迪拜水利局 (DEWA)
- 2023年2月20日, 微软Azure OpenAI落地首批中国企业级服务: 万科预警平台

资料来源: 民生证券研究院整理

新国都旗下子公司洞见科技 (Meta Insight Technology Limited) 于 2022 年 10 月 14 日出品热门软件 PicSo。PicSo 是一款从文本到图像的智能 AI 绘画软件, 主要用于创意数字艺术, 拥有多种绘画风格。与谷歌、OpenAI 等其他专业平台不同, PicSo 降低了使用文本生成图像艺术等尖端 AI 技术的障碍, 用户可以直接使用手机进行创造。PicSo 发布后迅速成为 Product Hunt 的每日排行榜的第一名和每周产品排行榜的第二名, 截至 2023 年 3 月 2 日, 在 Google Play 有高达 50 万次的下载量。

图14: Product Hunt 排名位于前列



资料来源: Product Hunt 官网, 民生证券研究院

图15: GooglePlay 下载量高



资料来源: GooglePlay, 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

根据新国都的业务情况,我们可以分为收单及增值服务、产品制造、审核服务、技术服务和其他五大部分:

1) 收单及增值服务: 2022 年,在国家出台的一系列消费刺激政策推动下,公司收单业务交易流水恢复增长趋势。同时,近年来公司不断提升商户需求响应速度、提高商户服务质量,得益于在市场渠道方面的深耕与积累,以及业务出海,预计 22-24 年收单及增值服务业务收入增速分别为 25%、20%、20%。

2) 产品制造: 公司大力拓展海外市场业务,逐步在全球多个国家和地区实现产品规模化销售及提供优质的解决方案,重点布局地区的出货量呈现较快增长,电子支付设备海外销售收入呈现高增长态势,预计 22-24 年电子支付产品业务收入增速分别为 50%、50%、30%。

3) 审核服务、技术服务和其他: 预计 22-24 年审核服务、技术服务和其他业务收入增速均为 5%、5%、5%。

表2: 新国都 2022-2024 年营收、毛利率拆分及预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	36.11	47.28	61.01	73.39
Yoy	37%	31%	29%	20%
收单及增值服务(行业)	23.72	29.65	35.58	40.92
Yoy	16%	25%	20%	15%
产品制造	10.26	15.39	23.09	30.01
Yoy	12%	50%	50%	30%
信用审核(行业)	0.78	0.82	0.86	0.90
Yoy	31%	5%	5%	5%
其他(行业)	1.35	1.42	1.49	1.56
Yoy	65%	5%	5%	5%
项目	2021	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	22%	24%	25%	25%
收单及增值服务(行业)	18%	18%	19%	19%
产品制造	29%	30%	30%	30%
信用审核(行业)	50%	70%	70%	70%
其他(行业)	55%	60%	60%	60%

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:

在收单业务方面,由于公司在 2021 年对市场渠道、银行合作建设以及商户端补贴的投入较多,随着入网商户数量的增加及交易流水规模的增长,预计 22-24 年毛利率水平为 18%, 19%, 19%。在产品制造方面由于海外业务毛利率相较国

内业务毛利率更高，公司加大对海外市场的战略投入，预计 22-24 年毛利率水平为 30%，30%，30%。

我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 47.3、61.0、73.4 亿元，归母净利润分别为 3.5、5.0、6.1 亿元。

表3：新国都 2022-2024 年盈利预测

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,612	4,728	6,101	7,339
营业成本	2,825	3,590	4,583	5,505
营业税金及附加	9	12	15	18
销售费用	198	284	366	440
管理费用	199	236	305	367
研发费用	247	331	427	514
营业利润	224	317	565	687
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	221	317	565	687
所得税	18	32	57	69
净利润	203	285	509	618
归属于母公司净利润	201	282	503	612

资料来源：wind，民生证券研究院预测

2.2 估值分析

考虑到新国都的业务结构，我们选择 A 股中同样拥有收单业务的两家拉卡拉、新大陆作为可比公司，根据 wind 一致预期，拉卡拉、新大陆 2023、2024 年 PE 均值为 18、13 倍，而根据我们的测算新国都 2023、2024 年 PE 为 16、13 倍，而考虑到新国都在 AIGC 业务领域的领先布局，公司有望受益于整个 AI 革命性技术带来的积极影响，AI 业务有望开花结果，因此公司当前市值仍显著低估。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表4：可比公司 PE 数据对比

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
拉卡拉	19.25	1.35	0.65	1.00	1.48	21	28	18	12
新大陆	16.52	0.68	0.73	0.91	1.15	27	22	17	14
平均值						24	25	18	13
新国都	16.32	0.41	0.56	1.00	1.21	36	29	16	13

资料来源：wind，民生证券研究院

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 3 月 2 日

3 风险提示

1) 收单行业竞争加剧。在经济活动恢复带来收单流水回暖和收单行业费率提升的情况下,收单行业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,可能会影响公司在收单行业的竞争地位,公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 海外硬件需求景气度衰减。如若拉丁美洲为代表的海外地区移动支付渗透速度放缓,公司海外业务增长空间不及预期,会对公司的盈利能力造成负面影响。

3) AI 新技术落地具有不确定性。目前 ChatGPT 和 AIGC 处于市场热点中心,但是 AI 新技术本身还有许多不完善之处,未来可能面临着技术落地的考验,如受到监管或者受到版权方面的风险导致商业化面临阻碍。

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	3612	4728	6101	7339
营业成本	2825	3590	4583	5505
营业税金及附加	9	12	15	18
销售费用	198	284	366	440
管理费用	199	236	305	367
研发费用	247	331	427	514
EBIT	228	275	405	495
财务费用	3	-18	-20	-24
资产减值损失	-16	-100	-20	-25
投资收益	0	0	0	0
营业利润	224	317	565	687
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	221	317	565	687
所得税	18	32	57	69
净利润	203	285	509	618
归属于母公司净利润	201	282	503	612
EBITDA	294	309	446	544

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1752	1962	2422	3058
应收账款及票据	481	640	759	892
预付款项	56	72	92	110
存货	252	195	357	427
其他流动资产	146	211	219	225
流动资产合计	2687	3080	3847	4713
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	107	125	135	138
无形资产	4	4	4	5
非流动资产合计	1111	1129	1140	1143
资产合计	3798	4209	4987	5856
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	416	393	502	603
其他流动负债	761	910	1071	1220
流动负债合计	1178	1303	1573	1823
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	76	76	76	76
非流动负债合计	76	76	76	76
负债合计	1254	1379	1649	1899
股本	489	505	505	505
少数股东权益	19	22	27	33
股东权益合计	2545	2830	3338	3957
负债和股东权益合计	3798	4209	4987	5856

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	37.21	30.90	29.06	20.29
EBIT 增长率	5.13	20.76	47.13	22.42
净利润增长率	131.98	40.70	78.31	21.59
盈利能力 (%)				
毛利率	21.78	24.07	24.88	25.00
净利润率	5.61	6.03	8.33	8.42
总资产收益率 ROA	5.28	6.71	10.09	10.45
净资产收益率 ROE	7.95	10.06	15.20	15.60
偿债能力				
流动比率	2.28	2.36	2.45	2.59
速动比率	2.02	2.16	2.16	2.29
现金比率	1.49	1.51	1.54	1.68
资产负债率 (%)	33.00	32.77	33.06	32.43
经营效率				
应收账款周转天数	46.84	50.00	46.00	45.00
存货周转天数	32.60	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.95	1.12	1.22	1.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.56	1.00	1.21
每股净资产	5.00	5.56	6.56	7.77
每股经营现金流	0.46	0.51	1.01	1.36
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	41	29	16	13
PB	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	23.28	21.47	13.83	10.17
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	203	285	509	618
折旧和摊销	66	34	41	49
营运资金变动	-66	-168	-69	-17
经营活动现金流	233	259	511	688
资本开支	-23	-52	-52	-52
投资	7	3	0	0
投资活动现金流	-14	-49	-52	-52
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-179	0	0	0
现金净流量	37	210	459	636

插图目录

图 1: 2021Q1-2022Q3 公司单季度收入及增速	3
图 2: 2021Q1-2022Q3 公司单季度归母净利润及增速	3
图 3: 2021Q1-2022Q3 公司单季度收入 (亿元) 及增速	3
图 4: 2021 新国都业务收入构成情况	3
图 5: A 股三大收单公司半年度流水规模 (万亿元)	4
图 6: 2018-2021 年新国都海外收入及增速	4
图 7: 2018-2021 年新大陆海外收入及增速	4
图 8: 2018-2022 上半年 A 股三大收单公司收单业务毛利率的变化 (%)	5
图 9: 2020-2022 年社零当月同比变化	5
图 10: 2021H1-2022H1 三大收单公司流水同比增速	5
图 11: AIGC 产业生态体系	6
图 12: AIGC 具体应用场景	6
图 13: ChatGPT 商业化落地进程	7
图 14: Product Hunt 排名位于前列	7
图 15: GooglePay 下载量高	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 新国都 2022 年业绩预告关键点梳理 (单位: 亿元)	5
表 2: 新国都 2022-2024 年营收、毛利率拆分及预测	8
表 3: 新国都 2022-2024 年盈利预测	9
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