

国产培养基龙头，自主可控下持续增长

—— 奥浦迈公司深度报告

2025 年 4 月 21 日

核心观点

- 事件：**2025 年 4 月 16 日，奥浦迈发布 2024 年度报告，公司 2024 年实现营业收入 2.97 亿元，同比增长 22.26%；归母净利润 2105 万元，同比减少 61.04%；扣非归母净利润 659 万元，同比减少 81.03%。
- 国产培养基龙头，主业培养基产品收入保持高增长，CDMO 短期承压。**2024 年公司收入增长主要来自培养基产品收入的增长，产品销售收入同比增长 42%。CDMO 服务业务受行业景气度影响，收入同比明显下降，一定程度拖累整体业绩。利润承压主要原因有三：①CDMO 平台投入运营导致固定费用增加；②CDMO 业务增长未及预期带来的资产减值，回款困难带来的信用减值；③高新技术企业资格暂时取消带来的税率上升。
- 培养基市场持续扩容，国产替代加速进行。**细胞培养基广泛应用于生物制药和科学研究，是生物制品生产的关键核心原材料，蛋白/抗体和 CGT 为高门槛领域。在生物药市场壮大、细胞培养工艺改进等因素的推动下，全球及中国细胞培养基市场快速增长。目前培养基市场国产化率较低，高端培养基进口垄断更为明显。然而在医药行业整体承压的背景下，降本增效成为企业的必然选择，培养基占据上游生产主要原料成本，扩大生产规模和提高抗体表达水平均能降低生产成本，国产替代势在必行。公司培养基性能领先，可助力下游厂商降本增效，且产品技术工艺自主可控，已获国内头部药企认可。
- 产品管线数量创新高，推动培养基产品收入快速增长。**培养基随着客户产品管线逐渐推进具有显著的放大效应，到临床后期直至商业化，其用量呈千百倍量级增长。结合监管要求下培养基的高客户粘性，公司培养基销量将伴随其客户管线的推进而逐渐放量。截至 2024 年末，共有 247 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中临床前 141 个、I 期 41 个、II 期 28 个、III 期 29 个、商业化生产阶段 8 个，整体相较 2023 年末增加 77 个，同比增长 45.29%。
- 投资建议：**公司培养基业务正处于加速兑现期，CDMO 短期承压，但长期来看与培养基业务协同发展。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.70/1.18/1.50 亿元，同比增长 234.42%/68.25%/26.55%，EPS 分别为 0.62/1.04/1.32 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 66/39/31 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**新产品研发进度不及预期的风险；国产替代进程不及预期的风险；下游客户管线进展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	297.24	389.70	508.61	635.76
收入增长率%	22.26	31.10	30.51	25.00
归母净利润(百万元)	21.05	70.40	118.45	149.90
利润增速%	-61.04	234.42	68.25	26.55
毛利率%	53.03	63.15	65.39	66.24
摊薄 EPS(元)	0.19	0.62	1.04	1.32
PE	220.01	65.79	39.10	30.90
PB	2.21	2.30	2.49	2.77
PS	15.58	11.89	9.11	7.29

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

奥浦迈 (688293.SH)

推荐 首次评级

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

研究助理 谭依凡

市场数据

2025-04-18

股票代码	688293.SH
A 股收盘价(元)	40.79
上证指数	3276.73
总股本(百万股)	113.55
实际流通 A 股(百万股)	77.41
流通 A 股市值(亿元)	31.58

相对沪深 300 表现图

2025-04-18



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

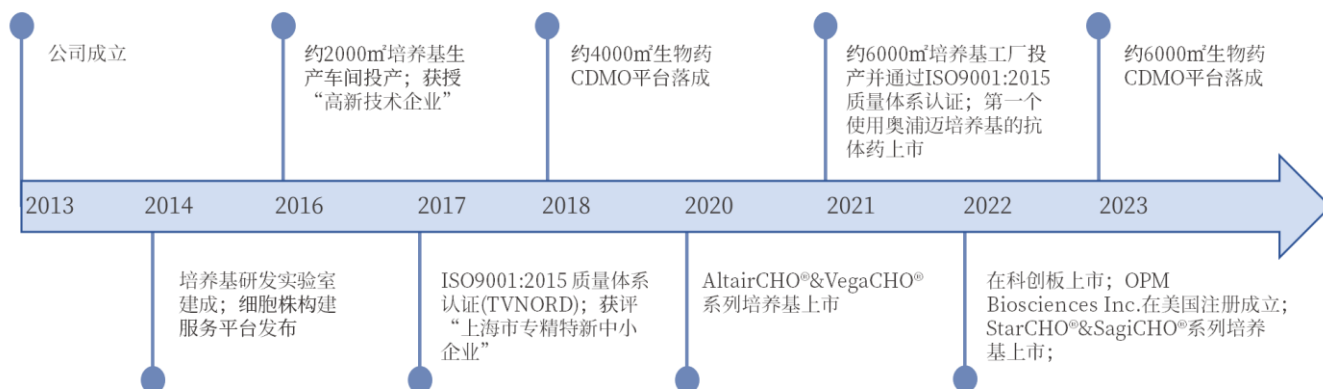
一、 奥浦迈：国产培养基龙头企业	3
（一） 国产培养基龙头，CDMO 协同发展	3
（二） 收入恢复增长，利润仍然承压.....	6
二、 培养基市场持续扩容，国产替代加速进行	8
（一） 培养基为生物制药重要原料，市场规模持续增长	8
（二） 降本增效推动国产替代，公司产品质量领先	11
（三） 客户粘性+放大效应，商业化管线推动后续高增长	14
三、 盈利预测与估值	16
（一） 收入拆分和盈利预测	16
（二） 相对估值	16
（三） 绝对估值	17
四、 风险提示	18

一、奥浦迈：国产培养基龙头企业

（一）国产培养基龙头，CDMO 协同发展

奥浦迈成立于 2013 年，是一家提供细胞培养解决方案和端到端 CDMO 服务的高科技生物技术企业；公司分别在 2016 年和 2021 年建成投产 2000 m² 和 6000 m² 的培养基生产车间；在 2018 年和 2023 年落成 4000 m² 和 6000 m² 的 CDMO 平台；2021 年，第一个使用奥浦迈培养基的抗体药物上市；2022 年，奥浦迈在科创板上市。

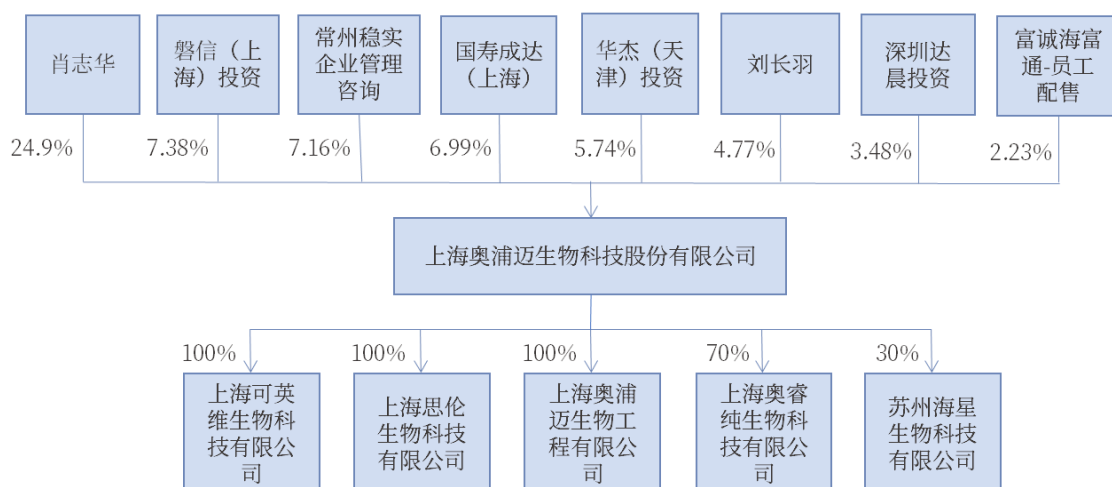
图1：公司发展历程



资料来源：奥浦迈官网，中国银河证券研究院

股权结构清晰，管理层经验丰富。公司实际控制人为肖志华和贺芸芬夫妇，截至 2025.3.31，肖志华博士直接持有 24.9% 股份。肖志华先生毕业于纽约州立大学，化学工程专业博士学位，曾于 Invitrogen 任资深研发经理，Life Technologies 任资深经理兼工艺科学研究总监；贺芸芬女士毕业于纽约州立大学，生物物理学专业博士学位，曾于 NESG (NorthEast Structural Genomics consortium) 担任博士后研究员。另外，公司有全资子公司可英维、思伦生物、奥浦迈生物工程，控股子公司奥睿纯、苏州海星生物等。

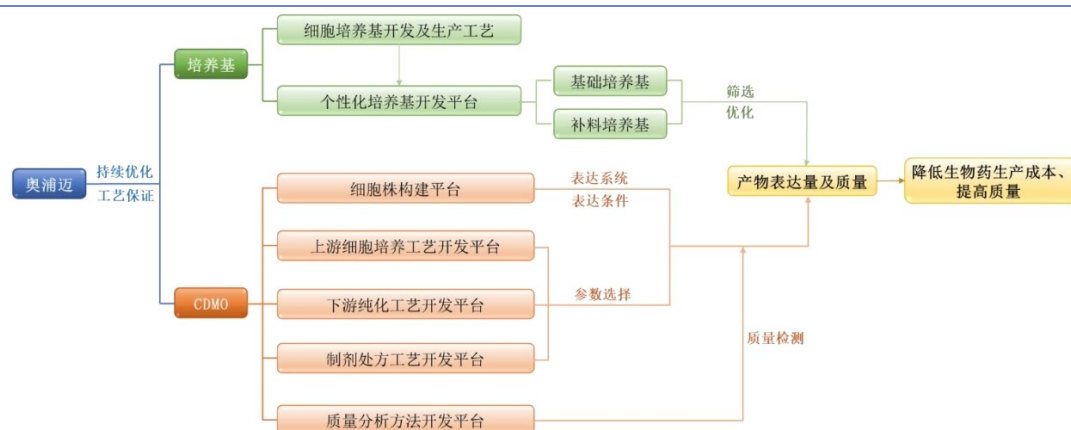
图2：公司股权结构（截至 2025.3.31）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司主营业务为细胞培养基产品和 CDMO 服务，公司专注于抗体和疫苗用培养基的研发和生产，基于动物细胞培养理念和无血清/化学成分限定的培养基工艺开发经验，建立了大规模符合 GMP 要求的培养基生产基地，开发了多种经客户确认能够替代进口品牌的培养基产品，并已实现商业化销售，广泛应用于蛋白/抗体生产、疫苗生产、细胞治疗和基因治疗等生物制品生产领域。在拥有高品质培养基产品的同时，公司建成了抗体药物开发 CDMO 服务平台，致力于为国内外客户提供从抗体工程人源化筛选、细胞株构建、工艺开发到中试生产以及临床 I&II 期样品生产的全流程服务。基于良好的细胞培养技术、生产工艺和发展理念，公司通过将细胞培养产品与服务的有机整合，为客户提供整体解决方案，加速新药从基因（DNA）到临床申报（IND）及上市申请（BLA）的进程，通过优化细胞培养产品和工艺降低生物制药的生产成本。

图3：奥浦迈主要产品及服务



资料来源：奥浦迈招股说明书，中国银河证券研究院

公司向客户提供多种目录培养基产品，包括 CHO 细胞培养基、HEK293 细胞培养基、昆虫细胞培养基等，目录培养基种类超过 100 种，是公司最主要的产品销售类型。公司提供的目录培养基种类丰富，能够较好地满足生物制品生产企业的研发及产业化需求，在多个项目上展现了良好的产物表达量及批次间稳定性，响应速度快，为提升客户药品开发效率提供助力。除目录培养基产品外，公司还会根据客户的具体需求，为客户开发定制化培养基产品，公司已服务的客户包括康方生物、长春金赛、重庆智翔、东曜药业等制药企业。

表1：公司主要的培养基产品

产品类别	细胞类型	培养基种类	培养基名称	简介
目录培养基产品	CHO 培养基	基础培养基	OPM-CHO CD07	CHO CD07、CHO CD08、CHO CDP3、VegaCHO Medium、AltairCHO Medium、StarCHO Medium、SagiCHO Medium 培养基为化学成分确定的基础培养基，不含动物来源成分，也不含植物或动物来源水解物。适合于各种类型的 CHO 细胞，如 CHO DG44 细胞、CHO-K1 细胞和 CHO-S 细胞等。
			OPM-CHO CD08	
			OPM-CHO CDP3	
			VegaCHO Medium	
			AltairCHO Medium	
			StarCHO Medium	
		补料培养基	SagiCHO Medium	CHO PFF06 添加一种单一组分植物来源蛋白水解物的高效浓缩添加剂。CHO CDF18、AltairCHO Feed、VegaCHO Feed Plus、AltairCHO Feed Plus 是化学成分确定的细胞培养的高浓缩补料，无动物来源成分，不含任何蛋白或生长
			OPM-CHO PFF06	
			OPM-CHO CDF18	
			VegaCHO Feed	
			AltairCHO Feed	

			StarCHO Feed VegaCHO Feed Plus AltairCHO Feed Plus OPM-AF132 OPM-AF183 OPM-AF169	因子。VegaCHO Feed、StarCHO Feed 是化学成分确定的细胞培养的高浓缩补料，无动物来源成分，不含任何蛋白。一般与 CHO 系列基础培养基联用。
	HEK293 培养基	基础培养基	OPM-293CD05	293CD05 培养基是完全化学成分确定的基础培养基, 无动物来源成分, 无蛋白或生长因子, 无动物或植物来源蛋白水解物, 适合于各种亚型 HEK293 细胞的高密度培养, 可用于 HEK293 细胞的瞬时转染。
		补料培养基	OPM-293ProFeed	OPM-293ProFeed 添加一种单一组分植物来源蛋白水解物的高效浓缩添加剂。
	昆虫细胞培养基	基础培养基	StarInsect OPM-AM380 High Five SFM1	StarInsect 和 OPM-AM380 是不含动物源成分的无血清培养基, 适合昆虫细胞 sf9 的生长和病毒扩增, High Five SFM1 是不含动物源成分的无血清培养基, 适合昆虫细胞 High Five 的生长和蛋白表达。
	MDCK 细胞培养基	基础培养基	StarMDCK	StarMDCK 和 OPM-AF381 为不含任何动物源成分的无血清培养基, 适合 MDCK 细胞生长及疫苗生产。
定制化培养基产品	根据下游客户的具体需求, 为客户开发定制化培养基产品			
OEM 培养基加工	根据客户需求和其提供的配方进行 OEM 培养基加工服务			
培养基配方	部分客户希望发行人将此定制化的培养基配方所有权转让予客户			

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

CDMO 是基于客户提供的原始药物结构进行生产工艺研发、优化和质量研究等, 根据设计的生产工艺, 进一步进行药物生产。随着药品上市许可持有人制度的不断推行, CDMO 服务已经成为新药开发产业链中至关重要的一环。目前, 公司能够在药物发现、临床前研究与临床研究环节中为制药企业客户提供细胞株构建、工艺开发和中试生产等服务。

表2: 公司 CDMO 平台

服务平台	介绍
细胞株构建平台	1、根据抗体序列或 cDNA 载体, 提供从分子克隆至高表达稳定细胞株构建的完整服务; 2、构建包含目的基因的载体并选择合适的 CHO 表达宿主细胞 (例如 CHO-K1) 进行转染; 3、根据表达量和质量选择最优的稳定表达克隆; 4、多种 CHO 宿主系统稳转细胞株构建经验; 5、细胞无血清驯化; 6、提供 GMP 建库服务。
上下游工艺开发	包括上游细胞培养工艺开发和下游纯化工艺开发等。
制剂处方工艺开发	包括处方前研究, 制剂处方开发及优化、制剂工艺开发及优化、包材选型等服务。
中试生产	工艺开发完成后进行的生产环节。
CDMO 生物药商业化生产平台	符合中国/欧盟/美国 GMP 质量管理体系要求, 满足商业化药品的生产需求, 能够为客户提供临床 III 期试验用药及商业化药品生产。
质量分析平台	包含理化、结合活性和细胞活性分析的方法开发。
个性化培养基开发平台	针对不同细胞株特性和所表达抗体的不同, 为客户量身定制培养基和对应补料, 在保证质量的前提下, 提高产物的表达量。

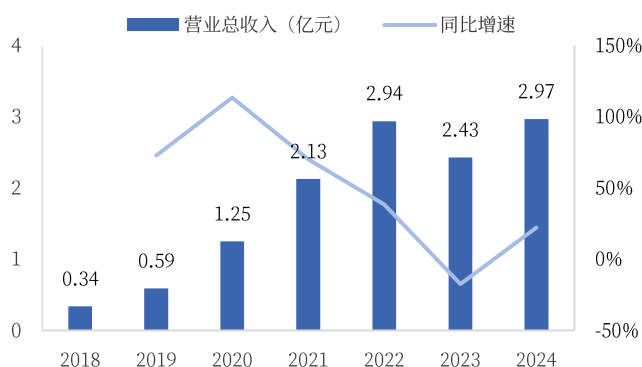
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

（二）收入恢复增长，利润仍然承压

培养基产品收入增长可观，CDMO 短期承压。2024 年，公司实现营业收入 2.97 亿元，同比增长 22.26%；归母净利润 2105 万元，同比减少 61.04%；扣非归母净利润 659 万元，同比减少 81.03%。收入增长主要来自培养基产品收入的增长，尤其是与海外客户合作的不断深化，产品销售收入同比增长 42%。CDMO 服务业务受到行业景气度的影响，收入同比明显下降，一定程度上对冲了产品收入的增长幅度。

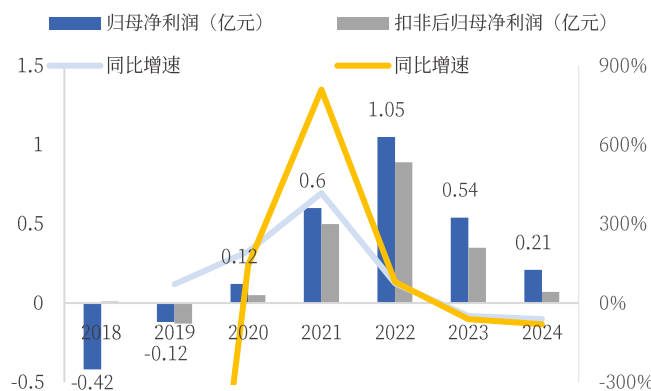
利润承压主要原因有三：①固定费用增加：2024 年，公司募投项目 CDMO 平台正式投入运营，运营初期固定资产投入较大。②资产减值：CDMO 业务增长未及预期，计提了长期资产减值损失 1003.02 万元，受宏观环境波动及部分客户经营状况变化的影响，部分应收账款未能收回，计提信用减值损失 692.43 万元。③税率变化：取消高新技术企业资格，企业所得税税率由 15% 上升至 25%，所得税费用增加 655.96 万元。

图4：2018-2024 奥浦迈营收情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

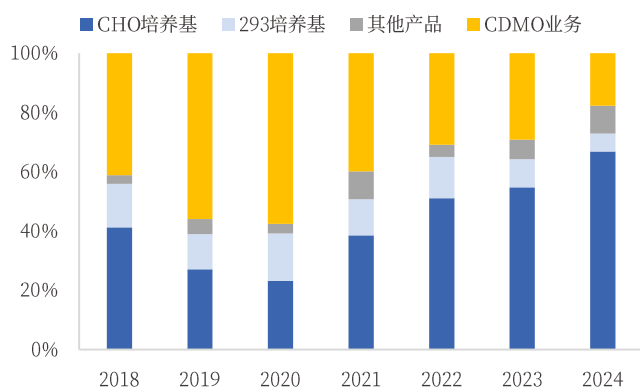
图5：2018-2024 奥浦迈利润情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

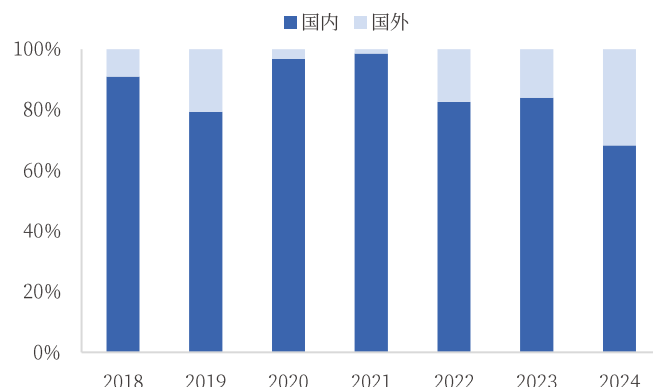
按收入结构来看，培养基为公司核心业务，且收入主要来自国内。2023 年，公司培养基产品收入达 2.44 亿元，同比增长 40%，收入占比达到 82.15%；CDMO 业务收入 0.53 亿元，同比下降 25.35%，收入占比 17.85%。按地区来看，公司 2024 年境内收入与 2023 年基本持平，境外业务收入相较 2023 年度实现了 144% 的强劲增长，反映出公司在海外市场的拓展稳步推进，国际化战略成效显著。

图6：2018-2024 奥浦迈收入结构（按产品）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

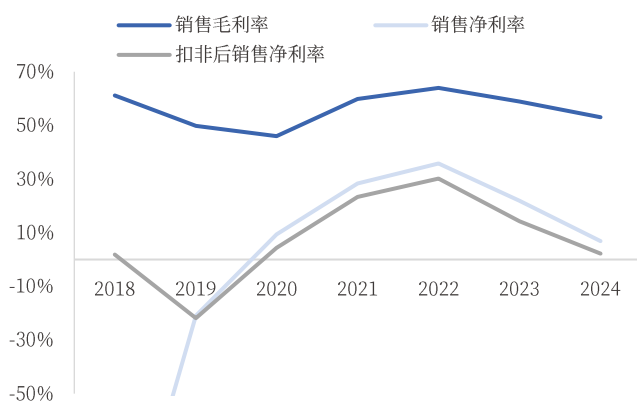
图7：2018-2024 奥浦迈收入结构（按地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

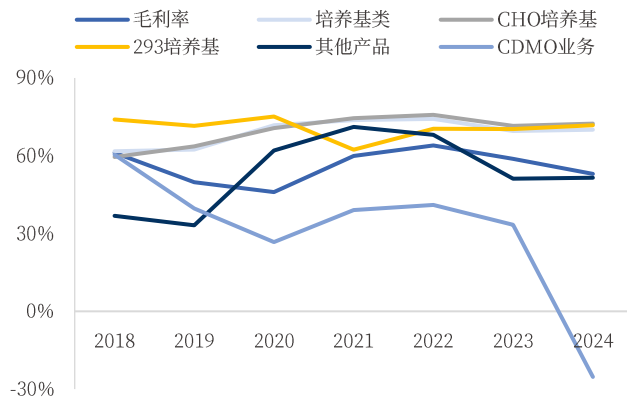
利润率有所下滑,培养基产品毛利率企稳。2024年,公司销售毛利率53.03%,同比下降5.82pct,销售净利率6.81%,同比下降15.1pct,扣非销售净利率2.22%,同比下降12.06pct。毛利率的下滑主要受CDMO业务影响,单看培养基产品业务,毛利率呈企稳状态,2024年培养基产品毛利率69.99%,同比上升0.49pct,细分品类CHO培养基毛利率72.41%,同比上升0.86pct,293培养基毛利率71.8%,同比上升1.48pct,均呈现企稳回升趋势。

图8: 2018-2024 奥浦迈销售毛利率和净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

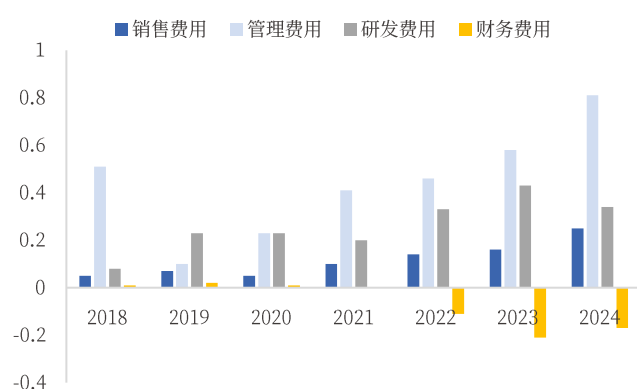
图9: 2018-2024 奥浦迈各业务毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

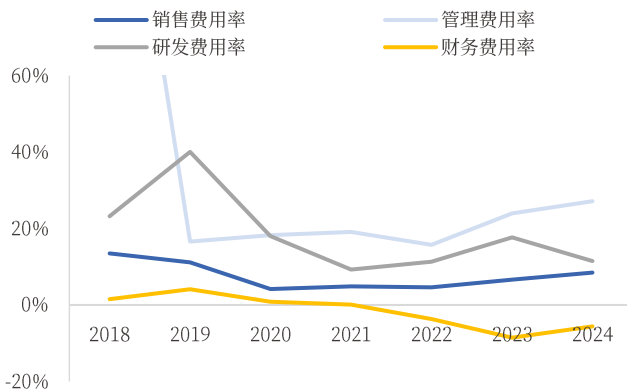
销售、管理费用上升,研发费用回落。2024年,公司①销售费用0.25亿元,同比增长56.25%,销售费用率8.49%,同比上升1.84pct,公司为扩大海外市场,员工薪酬增加,导致销售费用增长;②管理费用0.81亿元,同比增长39.66%,管理费用率27.11%,同比上升3.16pct,公司美国子公司处于初期建设阶段,海外员工薪酬增加,且募投项目CDMO平台于2023年末开始调试验证,产生的相关费用计入管理费用;③研发费用0.34亿元,同比下降20.93%,研发费用率11.5%,同比下降6.21pct,主要因为2023年公司CDMO业务为D3工厂顺利投入使用进行了大量前期研发工作,且奥华院在2023年处于项目启动阶段,导致2023年研发费用基数较高,2024年有所回落;④财务费用-0.17亿元,财务费用率为-5.63%。

图10: 2018-2024 奥浦迈各费用情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 2018-2024 奥浦迈各费用率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、培养基市场持续扩容，国产替代加速进行

（一）培养基为生物制药重要原料，市场规模持续增长

细胞培养基是生物制品生产的关键核心原材料。细胞培养技术是指从生物机体中取出组织分散成单个细胞或直接从生物机体取出的单个细胞，并将取出的细胞在有利于生长的人工环境中培养。动物细胞体外培养中最关键的步骤之一即为选择适当的细胞培养基。细胞培养基通常包含培养细胞的能量来源和调节细胞周期的化合物。典型的细胞培养基还包括补充氨基酸、维生素、无机盐、葡萄糖和血清等。细胞培养基对细胞成长意义重大，可提供细胞营养成分、提供促生长因子及激素、调节渗透压、调节 pH 并提供无毒、无污染的细胞生长环境。

表3：细胞培养基的基本组成

基本组成	简介
缓冲系统	调节 PH 值以维持最佳培养条件，可以用天然缓冲剂或化学缓冲剂达到这目的。
无机盐	培养基中的无机盐有助于保持细胞的渗透平衡，通过提供钠、钾和钙离子调节膜电位。
氨基酸	培养基的必须成分，为细胞蛋白合成，细胞增殖和生存提供原料，浓度可影响细胞密度。
糖类	糖类形式的碳水化合物是细胞能量的主要来源，通常培养基中包含葡萄糖半乳糖。
脂肪酸/脂质	细胞培养的能源物质，支持细胞能量代谢，在无血清培养中很重要。
维生素	是细胞生长和增殖必不可少的成分，需根据不同细胞株定制化，以刺激生长。
微量元素	生物过程必须的微量营养元素，无血清培养基中常需要补充，来替代血清中的常见成分。

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

动物细胞培养基按照配制原料的来源可分为纯天然的培养基和合成培养基。天然培养基仅由天然生成的生物液体组成，适用于多种不同的动物细胞培养。但由于天然培养基的成分具有不确定及不稳定性，培养的可重复性差。天然培养基包括生物液体样品（例如血浆、血清等）、组织提取物等。合成培养基通过添加一些营养物质（有机物和无机物）、维生素、盐、血清蛋白、碳水化合物和辅因子等制备而成。动物培养基根据蛋白/多肽提取物等不确定成分的含量则可划分为含血清培养基、低血清培养基、无血清培养基、无蛋白培养基、化学成分确定培养基，其化学成分的确性递增。

表4：细胞培养基按成分分类

类型	介绍	特点	应用
含血清	含 10%-20%胎牛血清	营养物质丰富	疫苗
低血清	含 1%-5%胎牛血清	营养物质丰富	疫苗
无血清	成分精确	可量产、方便分商和纯化、应用广泛	疫苗、重组蛋白/抗体
无蛋白	不含蛋白质	方便分离和纯化	利用基因工程技术重组的蛋白质
化学成分确定	仅含蛋白质和/或激素	减少生产可变性、易定制、分离成本低、应用广泛	重组蛋白/抗体、细胞基因治疗

资料来源：36 氪研究院，中国银河证券研究院

培养基广泛应用于生物制药和科学研究，蛋白/抗体和 CGT 为高门槛领域。细胞培养基应用范围也十分广泛，主要为生物制药生产领域和科学研究领域两方面。在生物制药生产领域的应用包括

疫苗生产（例如病毒性疫苗、多肽疫苗）、基因工程药物生产（例如促红细胞生成素）、抗体/基因治疗药物生产、细胞工程药物生产和利用细胞法体外测定生物活性物质的活性等。在生物制药中，选用合适的、高质量的培养基可以大幅度提高生物制品表达量，降低生物制品的单位制造成本。在科学研究领域的应用一方面为药物研究开发例如新药筛选、疫苗开发、基因工程药物、细胞工程药物研究与开发、单克隆抗体制备等，另一方面为基础研究例如药物作用机理、基因功能、疾病发生机理研究等。在科学研究中，培养基的合理选择可以尽可能地减少试验中的不稳定因素，带来更加稳定可靠的试验结果。

细胞培养基的下游商业化应用主要包括三个方向：重组蛋白/抗体药物生产、疫苗生产、基因治疗/细胞治疗药物生产。不同的应用方向需要的细胞类型不同，对于细胞培养基的性能特点和生产需求存在很大差异，包括技术难度、生产工艺、产品形式等等。总体上，抗体药物及基因治疗、细胞治疗药物生产用的培养基技术难度高、生产工艺复杂、个性化需求高、且价格偏高，属于技术门槛较高的细分领域。

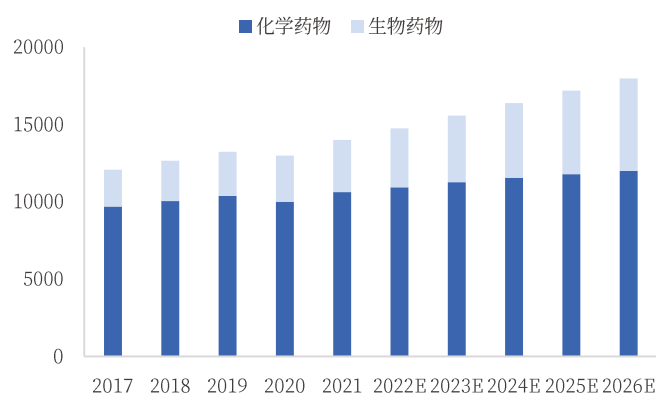
表5：不同应用的培养基特点及需求对比

商业化应用	技术难度	细胞类型	生产工艺	产品形式	产品特点
疫苗(主要为动物疫苗)	一般	BHK 细胞、MDBK 细胞、VERO 细胞等	技术路线成熟，工艺模式化	液体、干粉	标准化产品为主
重组蛋白(包括重组蛋白疫苗)/抗体药物	高	CHO 细胞、HEK293 细胞等	工艺复杂，参数控制要求高，个性化工艺要求高	液体、干粉	标准化产品，同时向定制化产品发展
细胞及基因疗法	高	造血干细胞、T 细胞、自然杀伤细胞等	工艺复杂，参数控制要求高，个性化工艺要求高	液体、干粉	标准化产品，同时向定制化产品发展

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

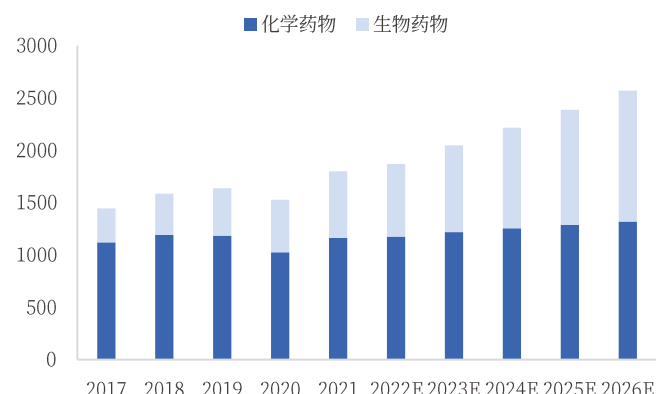
全球及中国生物药市场蓬勃发展。根据弗若斯特沙利文的资料，中国是全球第二大医药市场。2021 年中国化学药物及生物药物市场合共占全球市场的 12.8%。相对于医药行业的化学药物市场，全球及中国生物药市场于 2017 年至 2021 年增长较快（复合年增长率分别为 9.0%及 18.4%），预计于 2022 年至 2026 年将继续以更快的速度增长（复合年增长率分别为 12.0%及 14.5%）。全球生物药市场在 2021 年达到 3384 亿美元，预计将于 2026 年达到 5968 亿美元；中国生物药市场在 2021 年达到 635 亿美元，预计将于 2026 年达到 1252 亿美元。

图12：2017-2026E 全球药物市场规模（亿美元）



资料来源：多宁生物招股说明书，中国银河证券研究院

图13：2017-2026E 中国药物市场规模（亿美元）

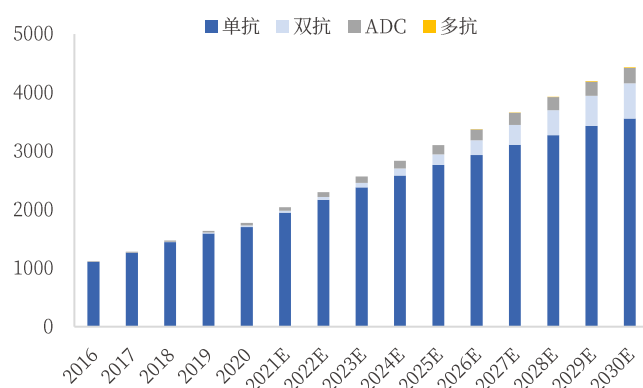


资料来源：多宁生物招股说明书，中国银河证券研究院

在过去的 30 多年里，治疗性抗体已经彻底改变了癌症靶向治疗领域。迄今为止，FDA 已批准超过 100 种单抗用于治疗不同的人类疾病，包括癌症、自身免疫性疾病和慢性炎症性疾病等。此外，单克隆抗体的其他衍生形式，例如双抗、抗体偶联药物（ADC）和抗体融合蛋白也已成功应用于临床，相继成为多种癌症的替代治疗药物。

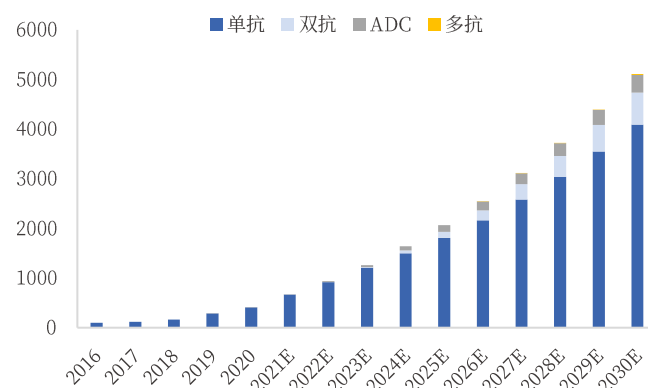
随着技术的进步以及各类型平台的不断成熟，双抗、ADC 以及多抗等多种药物的市场不断扩大。全球抗体药物市场规模在 2020 年达到 1771 亿美元，预计将于 2030 年达到 4431 亿美元，年均复合增长率达 9.6%，近年来双抗和 ADC 药物发展较快，但单抗药物仍占据主要市场。相比于全球，中国的双抗、ADC 以及多抗药物发展起步较晚，2020 年中国抗体药物市场达 412 亿人民币，预计 2030 年将达到 5108 亿人民币，年均复合增长率达 28.63%。

图14：2017-2026E 全球抗体药物市场规模（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

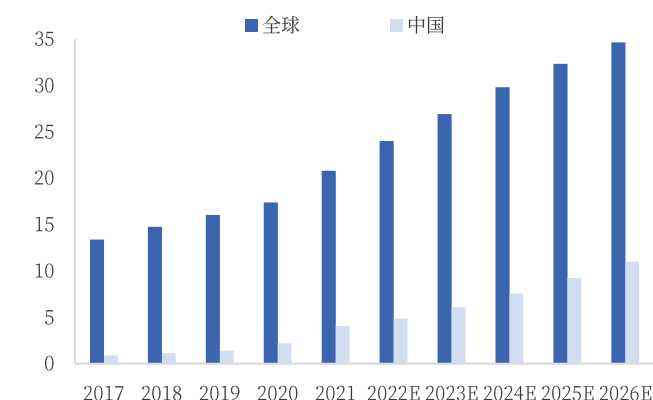
图15：2017-2026E 中国抗体药物市场规模（亿人民币）



资料来源：Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

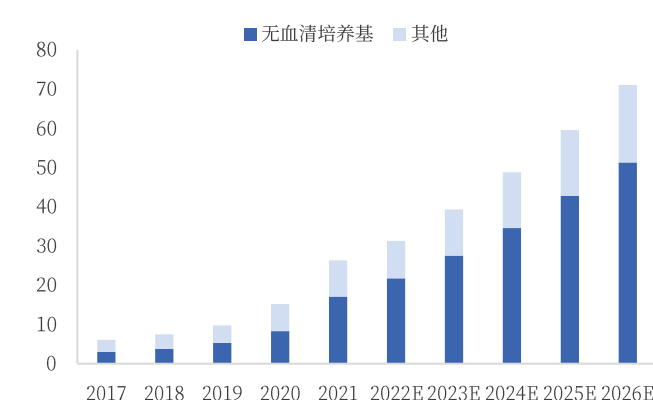
在生物药市场壮大、细胞培养工艺改进等因素的推动下，全球及中国细胞培养基市场快速增长。2021 年全球细胞培养基市场规模达到 20.8 亿美元，其中中国为 4.1 亿美元，预计 2026 年全球及中国培养基市场规模将增长至 34.7 亿美元和 11 亿美元。其中无血清培养基的增速将快于其他品类，2021 年中国无血清培养基市场规模为 17.1 亿元，预计 2026 年将增长至 51.3 亿元。

图16：2017-2026E 全球和中国培养基市场规模（亿美元）



资料来源：多宁生物招股说明书，Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

图17：2017-2026E 中国无血清培养基和其他培养基市场规模（亿元）

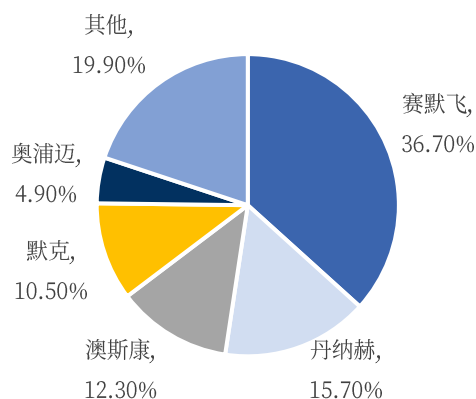


资料来源：澳斯康招股说明书，Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

(二) 降本增效推动国产替代，公司产品质量领先

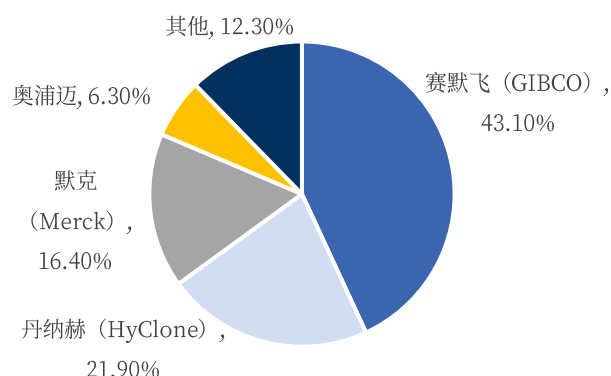
就竞争格局来看，培养基市场国产化率较低，高端培养基进口垄断更为明显。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年，中国所有培养基市场，国内企业澳斯康和奥浦迈分别占据 12.3% 和 4.9% 市场份额；而对于壁垒更高的蛋白及抗体药物培养基，2020 年国内仅有奥浦迈占据 6.3% 市场份额，近九成以上市场被进口产品垄断，而三大国际巨头赛默飞、丹纳赫、默克更是合计占据约 80% 市场份额。

图18：2021 年中国细胞培养基市场竞争格局



资料来源：澳斯康招股说明书，Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

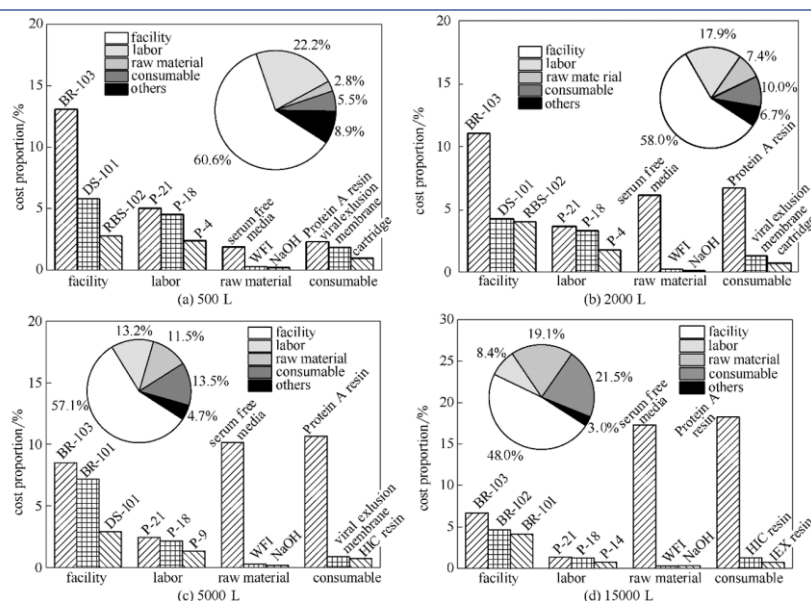
图19：2020 年中国蛋白及抗体药物培养基市场竞争格局



资料来源：奥浦迈招股说明书，Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

在医药行业整体承压的背景下，降本增效成为企业的必然选择。以单抗为例分析生物制药成本构成，单抗的生产成本可以分为五个部分，即设备、原材料、消耗品、劳动力以及其他。设备成本包括固定资产折旧费、设备维护费和保险/税率等；原材料主要包括无血清培养基、缓冲液、注射用水等；消耗品主要包括细胞培养瓶、层析介质、滤膜等；其余为劳动力成本及其他成本。随着规模的扩大，原料和消耗品成本的占比显著增加，原料成本中主要是细胞培养基，占原料总成本 90% 以上；消耗品成本主要是层析介质，用于下游过程的抗体捕获，占消耗品总成本 80% 以上。

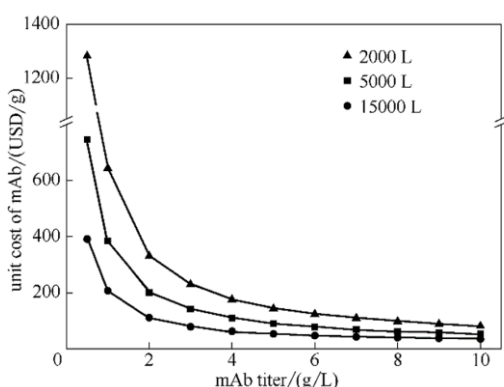
图20：不同生产规模的单抗成本拆分



资料来源：《单抗制备的过程模拟和经济性分析》-史策，虞骥等，中国银河证券研究院

上游过程优化，扩大生产规模和提高抗体表达水平均能降低生产成本。上游过程的主要成本来源是生物反应器的设备相关费用和无血清培养基，分别占上游总成本的 40%~50%和 15%~45%。无血清培养基费用可以通过关键组分替代和国产化来适当降低；另一方面，通过提高细胞株的表达水平，将一定量的培养基转化成更多的单抗产品，从而降低培养基的单位成本。在过去 20 多年中，单抗表达水平从 1995 年 0.5g/L 逐步发展到了目前的 10g/L 左右。整体而言，规模越大成本越低，并且随着单抗表达水平的升高，单抗生产成本逐步下降。当表达量从 0.5g/L 升高到 2g/L，单抗生产成本明显下降，且生产规模越小，成本下降越显著；随着表达量进一步升高，从 2g/L 提高到 5g/L，生产成本的下降趋势变缓，三个生产规模分别下降了 56.6%、54.9%和 52.5%；随着表达量从 5g/L 提升到 10g/L，成本下降幅度较小，基本保持在 40%左右。

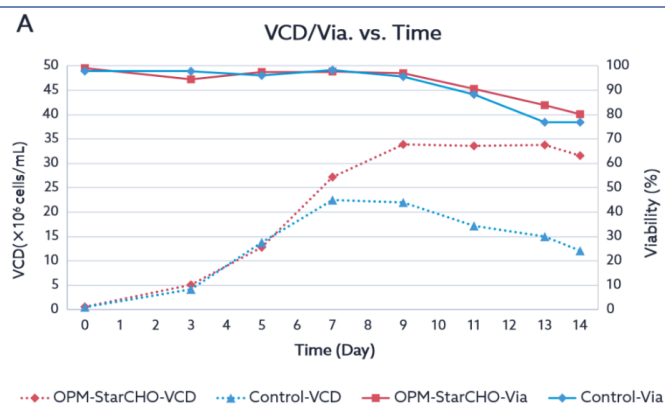
图21：单抗生产成本和细胞表达水平的相关性



资料来源：《单抗制备的过程模拟和经济性分析》-史策，虞骥等，中国银河证券研究院

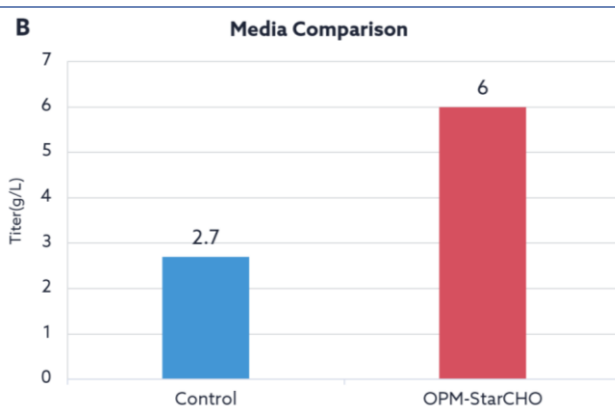
提高培养基性能，助力下游厂商降本增效。衡量培养基性能的指标主要包括细胞活率、蛋白表达量、批次间一致性等。对比奥浦迈的 StarCHO 培养基与国际友商培养基应用于 CHOZN mAb，StarCHO 保持更高的活细胞密度(VCD)和细胞活率(VIA)；且在相同抗体质量下，StarCHO 提高 122% 以上的抗体表达量。此外，奥浦迈 StarCHO 培养基在细胞性能测试中的各项参数均显示出高度一致性，其活细胞密度 (VCD)、细胞活率 (VIA)、乳酸浓度、抗体滴度，相对标准偏差均低于 5%。

图22：奥浦迈 StarCHO 和国际友商培养基的 VCD 和 VIA 对比



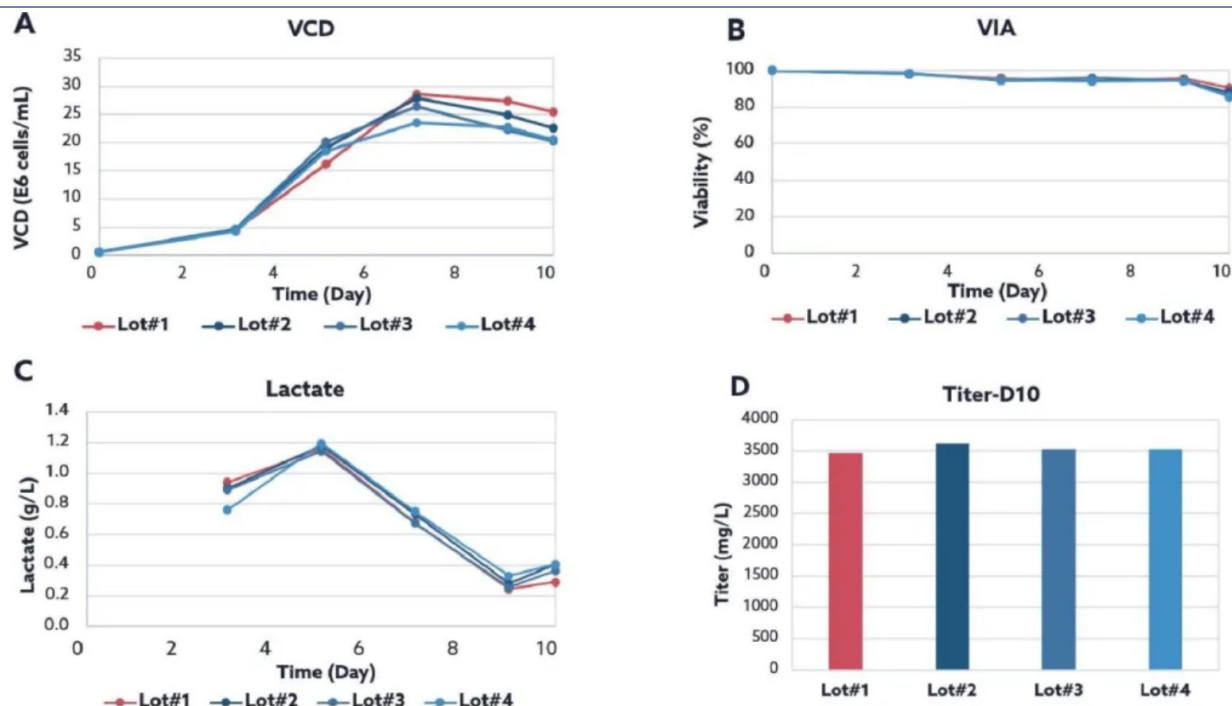
资料来源：奥浦迈公众号，中国银河证券研究院

图23：奥浦迈 StarCHO 和国际友商培养基的抗体表达量对比



资料来源：奥浦迈公众号，中国银河证券研究院

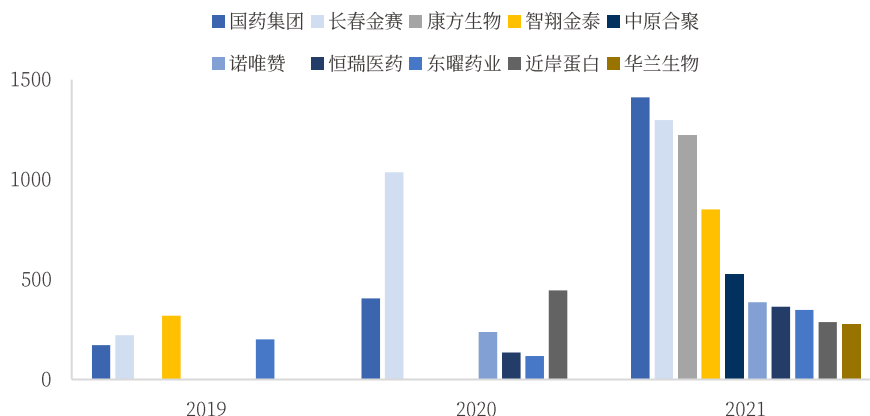
图24：奥浦迈 StarCHO 培养基的各项参数具有高度批次一致性



资料来源：奥浦迈公众号，中国银河证券研究院

细胞培养产品工艺技术自主可控，已获国内头部药企认可。公司自成立以来，在细胞培养产品开发、技术工艺和平台开发等领域持续进行研发投入，完善不同培养基产品生产工艺，尤其在干粉培养基生产方面，其精良的研磨和混匀工艺，保证浓度差异数万倍的成分能够均匀添加和混匀，进而不断稳定扩大生产规模。公司在技术、团队、产能、尤其培养基的性能和质量上，已经实现了完全自主可控，产品质量得到了越来越多的客户认可，在市场销售方面实现了进口替代，已经培育了如国药集团、长春金赛、康方生物、恒瑞医药等大型制药企业客户，加快了细胞培养基国产化应用步伐，打破了生物制品的核心原料——细胞培养基长期被国外垄断的局面，改变了原有低端供给结构，在保证稳定供给的同时，消除了生物制药核心原材料的安全隐患。

图25：2019-2021 公司主要客户销售额（万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）客户粘性+放大效应，商业化管线推动后续高增长

生物制品药学变更限制，导致客户粘性较强。由于培养基应用在生物医药生产领域，除了满足下游用户本身的产品性能要求外，还需满足 CDE 等部门对于制药设备和耗材行业法规的监管要求，关键产品还需满足 GMP 要求。根据国家药监局药品审评中心（CDE）发布的《已上市生物制品药学变更研究技术指导原则（试行）》，对于已上市的生物制品在生产、质控等方面发生的各变更事项，按药学变更可能对生物制品安全性、有效性和质量可控性的风险和产生影响的程度，依据风险和产生影响的程度由高到低分为：重大变更、中等变更、微小变更。其中，培养基的关键工艺变更等均属于重大工艺变更，需要对变更前后生产设施设备的性能、工作原理、生产能力等与生产工艺的匹配性提供支持性资料，同时对连续三批商业生产规模的原液和制剂进行工艺验证和质量分析，并需要 3~6 个月的稳定性研究数据等多项验证工作。由于监管部门对工艺变更的严格监管，导致客户对产品的黏性较强，竞争对手进入门槛高，难以对已商业化的项目进行替换。

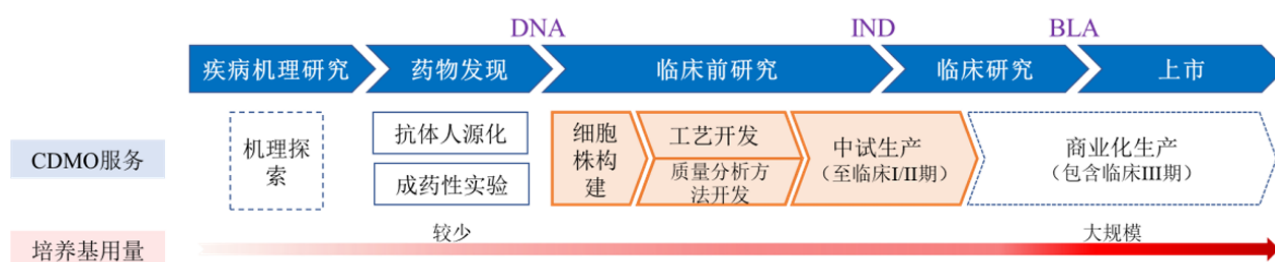
表6：培养基的三类变更对应的前提条件和技术要求

参考类别	前提条件	技术要求
重大变更		说明变更理由。进行连续三批商业生产规模原液和制剂的工艺验证。提供变更前后商业生产规模原液和制剂至少 3 个月加速和/或降解条件下的结果。提供变更前后商业生产规模原液和制剂至少 3-6 个月的实时/实际条件下的稳定性研究数据。提供非临床和/或临床研究数据，或具备国外研究数据，以评估并确保变更后产品的安全有效。
中等变更	关键成分变更，如增加、去除、替换、增多、减少、供应商改变。	说明变更理由。进行连续三批商业生产规模原液和制剂的工艺验证。提供变更前后商业生产规模原液和制剂至少 3 个月加速和/或降解条件下的结果。提供变更前后商业生产规模原液和制剂至少 3-6 个月的实时/实际条件下的稳定性研究数据。
微小变更	非关键成分的变更，如增加、去除、替换、增多、减少、供应商改变。	说明变更理由。进行至少一批商业生产规模原液和制剂的工艺确认并进行变更前后的工艺过程控制和产品质量对比。

资料来源：《已上市生物制品药学变更研究技术指导原则（试行）》-国家药监局药审中心，中国银河证券研究院

培养基具有显著的放大效应，随着客户产品管线逐渐推进到临床后期直至商业化，其用量呈千百倍量级增长。通常在细胞株构建阶段培养基的用量只有数升，随着候选药物推进到小试、临床 1/2 期、临床 3 期以及商业化之后，培养基的用量逐步放大至十升级、百升级、乃至千升级、万升级。结合培养基的高客户粘性，公司培养基销量将伴随其客户管线的推进而逐渐放量。

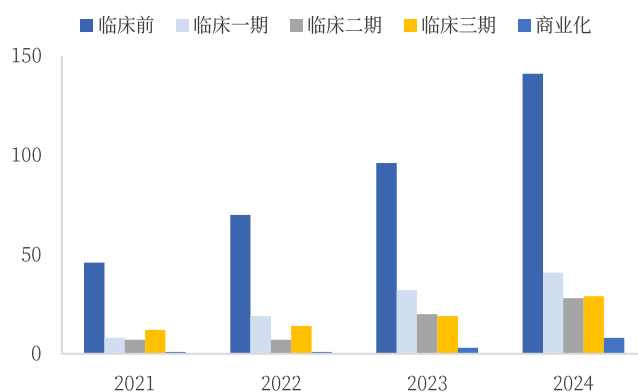
图26：培养基用量的放大效应



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

奥浦迈培养基放大效应逐渐显现，商业化管线支撑后续业绩增长。截至 2024 年底，公司为超过 800 家国内外生物制药企业和科研院所提供优质的产品和服务。尽管外部环境的不确定性对部分客户项目的临床进度造成了一定的影响，但伴随着公司已有客户管线的稳步推进，加上新一代高性能目录培养基产品的卓越表现以及定制化培养基开发服务的持续优化，公司成功吸引了更多新增客户。在此推动下，使用公司培养基产品的客户数量及其管线规模均实现了显著增长，进一步巩固了公司在行业中的领先地位。截至本报告期末，共有 247 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段 141 个、临床 I 期阶段 41 个、临床 II 期阶段 28 个、临床 III 期阶段 29 个、商业化生产阶段 8 个；整体相较 2023 年末增加 77 个，增长幅度 45.29%。

图27：奥浦迈应用于各阶段的培养基产品管线数量



资料来源：奥浦迈公司公告，中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值

(一) 收入拆分和盈利预测

关键假设：

(1) 培养基业务：随着行业规模持续扩容，国产替代持续进行，公司作为目前国内唯一细胞培养基上市公司，已获得头部药企客户认可，随着下游客户产品管线持续推进到临床后期乃至商业化，公司培养基产品收入有望维持高速增长。预计培养基业务 2025-2027 年收入为 3.30、4.29、5.36 亿元，对应增速 35%、30%、25%，在规模效应及毛利率更高的海外业务增长的推动下，预计 2025-2027 毛利率分别为 71%、72%、73%。

(2) CDMO 业务：短期内 CDMO 行业景气度见底，但随着公司募投项目产能逐步爬坡，CDMO 服务能力及竞争力有望大幅提升。预计 CDMO 业务 2025-2027 年收入为 0.60、0.80、1.00 亿元，对应增速 14.16%、33.33%、25%，由于行业景气度低且竞争依然激烈，预计 2025-2027 毛利率分别为 20%、30%、30%。

盈利预测：

我们预计 2025-2027 年整体收入为 3.90、5.09、6.36 亿元，对应增速 31%、31%、25%，归母净利润为 0.70、1.18、1.50 亿元，对应增速 234%、68%、27%，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.62/1.04/1.32 元。

表7：奥浦迈收入拆分和盈利预测

单位（百万元）	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	212.68	294.37	243.12	297.24	389.70	508.61	635.76
yoy	70.19%	38.41%	-17.41%	22.26%	31.10%	30.51%	25.00%
毛利率	59.88%	63.97%	58.85%	53.03%	63.15%	65.39%	66.24%
培养基类	127.80	203.43	171.99	244.22	329.70	428.61	535.76
yoy	139.46%	59.18%	-15.46%	42.00%	35.00%	30.00%	25.00%
毛利率	73.72%	74.22%	69.50%	69.99%	71.00%	72.00%	73.00%
CDMO 业务	84.88	90.84	70.70	52.56	60.00	80.00	100.00
yoy	18.55%	7.01%	-22.17%	-25.66%	14.16%	33.33%	25.00%
毛利率	39.05%	40.99%	33.37%	-25.29%	20%	30%	30%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 相对估值

根据奥浦迈主营业务为细胞培养基产品和 CDMO 服务，对应生物制药上游细分赛道培养基，目前国内尚无其他细胞培养基公司上市，故选取生物制药上游相似业务的公司——百普赛斯、皓元医药、毕得医药作为可比公司，分别对应上游重组蛋白原料、生物试剂等细分领域。根据 wind 一致预期，2025-2026 年可比公司 PE 均值为 28.36、22.13，根据预计奥浦迈 2025-2027 年归母净利润为 0.70、1.18、1.50 亿元，当前股价对应 PE 为 65.79、39.10、30.90。

鉴于奥浦迈目前高质量客户核心管线项目推进顺利，培养基业务正进入快速兑现期，同时正开启培养基出海新征程。相比同业公司，发展阶段处于更早期，未来的业绩增速相对更高。且对比重组蛋白、生物试剂、色谱填料等类似领域，重组蛋白有百普赛斯、义翘神州等，生物试剂有诺唯赞、阿拉丁、泰坦科技等，色谱填料有纳微科技、赛分科技等，而培养基领域仅奥浦迈一家上市公司，短期内并无其他企业上市的动作，竞争格局相对良好，给予一定估值溢价。因此我们给予奥浦迈 2026

年 50-60 倍 PE，目标市值 59-71 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：可比公司 PE 估值

	最新总市值(亿)	营业总收入（亿元）			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
皓元医药	72.55	22.70	27.36	32.97	2.02	2.52	3.35	35.99	28.81	21.64
毕得医药	34.36	11.02	13.23	15.61	1.23	1.51	1.98	27.99	22.73	17.35
百普赛斯	51.79	6.34	7.63	9.26	1.23	1.54	1.89	42.05	33.53	27.40
奥浦迈	46.32	2.97	3.90	5.09	0.21	0.70	1.18	220.01	65.79	39.10
可比公司平均								35.34	28.36	22.13

资料来源：Wind，收盘价日期 2025/4/18，中国银河证券研究院

（三）绝对估值

采用三阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2025-2027 年，参照本节及附录中盈利预测；第二阶段为 2028-2037 年，假设过渡期增长率为 15%；第三阶段为 2037 年以后，假设永续增长率为 2.0%。

表9：基本假设和关键参数

预测期年数	3	市场的预期收益率 Rm(%)	7.00%
过渡期年数	10	所得税率 T(%)	15.00%
过渡期增长率	15.00%	债务资本成本 Kd	4.00%
永续增长率 g	2.00%	债务资本比重 Wd	1.39%
贝塔值(β)	1.12	股权资本成本 Ke	7.65%
无风险利率 Rf(%)	1.73%	加权平均资本成本 WACC	7.59%

资料来源：Wind，收盘价日期 2025/4/18，中国银河证券研究院

我们对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在二者正负波动 0.2% 的情况下，公司合理每股价值区间为 55.26-61.57 元，对应市值 62.75-69.92 亿元。

表10：估值绝对估值敏感性分析

目标市值（百万元）		折现率						
		6.99%	7.19%	7.39%	7.59%	7.79%	7.99%	8.19%
永续增长率	1.40%	6,911.51	6,677.59	6,460.10	6,257.45	6,068.22	5,891.17	5,725.22
	1.60%	7,054.74	6,808.05	6,579.24	6,366.50	6,168.26	5,983.13	5,809.92
	1.80%	7,209.00	6,948.20	6,706.90	6,483.09	6,274.97	6,081.03	5,899.92
	2.00%	7,375.62	7,099.13	6,844.03	6,608.00	6,389.06	6,185.47	5,995.73
	2.20%	7,556.14	7,262.16	6,991.72	6,742.19	6,511.30	6,297.11	6,097.93
	2.40%	7,752.38	7,438.79	7,151.24	6,886.70	6,642.61	6,416.73	6,207.19
	2.60%	7,966.48	7,630.80	7,324.07	7,042.80	6,784.03	6,545.23	6,324.26

资料来源：Wind，收盘价日期 2025/4/18，中国银河证券研究院

四、风险提示

1. 新产品研发进度不及预期的风险。公司新产品的研发和上市推动客户拓展和销售收入增长，如果新产品研发进度不及预期，将影响公司的未来业绩增长。
2. 国产替代进程不及预期的风险。国产替代是公司业绩增长的主要逻辑之一，如果培养基产品的国产替代进程不及预期，将影响公司未来成长的天花板。
3. 下游客户管线进展不及预期的风险。管线从研发到临床到商业化生产阶段推进，培养基用量具有放大效应，客户项目推进放缓或取消会一定程度影响公司培养基需求。
4. 行业竞争加剧的风险。如果国产培养基厂商变多，可能会导致市场竞争加剧，价格内卷，进而影响公司盈利水平。

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构（截至 2025.3.31）	3
图 3: 奥浦迈主要产品及服务	4
图 4: 2018-2024 奥浦迈营收情况	6
图 5: 2018-2024 奥浦迈利润情况	6
图 6: 2018-2024 奥浦迈收入结构（按产品）	6
图 7: 2018-2024 奥浦迈收入结构（按地区）	6
图 8: 2018-2024 奥浦迈销售毛利率和净利率	7
图 9: 2018-2024 奥浦迈各业务毛利率	7
图 10: 2018-2024 奥浦迈各费用情况（亿元）	7
图 11: 2018-2024 奥浦迈各费用率情况.....	7
图 12: 2017-2026E 全球药物市场规模（亿美元）	9
图 13: 2017-2026E 中国药物市场规模（亿美元）	9
图 14: 2017-2026E 全球抗体药物市场规模（亿美元）	10
图 15: 2017-2026E 中国抗体药物市场规模（亿人民币）	10
图 16: 2017-2026E 全球和中国培养基市场规模（亿美元）	10
图 17: 2017-2026E 中国无血清培养基和其他培养基市场规模（亿元）	10
图 18: 2021 年中国细胞培养基市场竞争格局.....	11
图 19: 2020 年中国蛋白及抗体药物培养基市场竞争格局	11
图 20: 不同生产规模的单抗成本拆分	11
图 21: 单抗生产成本和细胞表达水平的相关性	12
图 22: 奥浦迈 StarCHO 和国际友商培养基的 VCD 和 VIA 对比	12
图 23: 奥浦迈 StarCHO 和国际友商培养基的抗体表达量对比	12
图 24: 奥浦迈 StarCHO 培养基的各项参数具有高度批次一致性	13
图 25: 2019-2021 公司主要客户销售额（万元）	13
图 26: 培养基用量的放大效应.....	14
图 27: 奥浦迈应用于各阶段的培养基产品管线数量	15
表 1: 公司主要的培养基产品	4
表 2: 公司 CDMO 平台.....	5
表 3: 细胞培养基的基本组成	8
表 4: 细胞培养基按成分分类	8

表 5: 不同应用的培养基特点及需求对比.....	9
表 6: 培养基的三类变更对应的前提条件和技术要求	14
表 7: 奥浦迈收入拆分和盈利预测	16
表 8: 可比公司 PE 估值	17
表 9: 基本假设和关键参数	17
表 10: 估值绝对估值敏感性分析.....	17

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1549.08	1452.71	1326.92	1164.27
现金	891.14	764.51	578.65	353.32
应收账款	101.93	129.83	171.98	213.18
其它应收款	8.57	11.80	15.47	19.14
预付账款	0.37	1.41	1.48	1.70
存货	59.12	57.88	68.41	82.79
其他	487.94	487.28	490.94	494.14
非流动资产	737.17	741.64	745.49	748.78
长期投资	44.29	44.29	44.29	44.29
固定资产	160.50	150.63	140.86	130.20
无形资产	37.68	37.68	37.68	37.68
其他	494.70	509.04	522.67	536.61
资产总计	2286.25	2194.35	2072.41	1913.05
流动负债	119.42	114.31	142.45	173.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	62.80	55.03	71.10	86.87
其他	56.62	59.27	71.35	86.16
非流动负债	71.55	71.55	71.55	71.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	71.55	71.55	71.55	71.55
负债合计	190.97	185.86	214.00	244.57
少数股东权益	-1.47	-1.47	-1.47	-1.47
归属母公司股东权益	2096.75	2009.96	1859.88	1669.94
负债和股东权益	2286.25	2194.35	2072.41	1913.05

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	69.25	45.56	97.67	134.52
净利润	20.24	70.40	118.45	149.90
折旧摊销	55.56	15.54	16.14	16.72
财务费用	0.71	0.00	0.00	0.00
投资损失	-13.63	-5.00	-5.00	0.00
营运资金变动	-4.60	-44.38	-37.92	-35.11
其它	10.98	9.00	6.00	3.00
投资活动现金流	-370.54	-15.00	-15.00	-20.00
资本支出	-120.86	-20.00	-20.00	-20.00
长期投资	-42.00	0.00	0.00	0.00
其他	-207.68	5.00	5.00	0.00
筹资活动现金流	-99.64	-159.61	-268.54	-339.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-99.64	-159.61	-268.54	-339.84
现金净增加额	-398.51	-126.63	-185.87	-225.33

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	297.24	389.70	508.61	635.76
营业成本	139.62	143.61	176.01	214.65
营业税金及附加	2.21	1.28	1.64	2.07
营业费用	25.24	31.18	35.60	38.15
管理费用	80.57	85.73	101.72	114.44
财务费用	-16.75	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-9.54	-6.00	-4.00	-2.00
公允价值变动收益	4.63	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.63	5.00	5.00	0.00
营业利润	36.59	93.87	157.93	199.87
营业外收入	0.03	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	36.43	93.87	157.93	199.87
所得税	16.19	23.47	39.48	49.97
净利润	20.24	70.40	118.45	149.90
少数股东损益	-0.82	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	21.05	70.40	118.45	149.90
EBITDA	67.08	109.41	174.08	216.59
EPS (元)	0.19	0.62	1.04	1.32

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22.26%	31.10%	30.51%	25.00%
营业利润	-40.80%	156.56%	68.25%	26.55%
归属母公司净利润	-61.04%	234.42%	68.25%	26.55%
毛利率	53.03%	63.15%	65.39%	66.24%
净利率	7.08%	18.07%	23.29%	23.58%
ROE	1.00%	3.50%	6.37%	8.98%
ROIC	0.30%	3.39%	6.16%	8.65%
资产负债率	8.35%	8.47%	10.33%	12.78%
净负债比率	-39.41%	-34.81%	-27.62%	-17.26%
流动比率	12.97	12.71	9.31	6.73
速动比率	11.46	11.13	7.98	5.54
总资产周转率	0.13	0.17	0.24	0.32
应收账款周转率	3.06	3.36	3.37	3.30
应付账款周转率	2.79	2.44	2.79	2.72
每股收益	0.19	0.62	1.04	1.32
每股经营现金	0.61	0.40	0.86	1.18
每股净资产	18.47	17.70	16.38	14.71
P/E	220.01	65.79	39.10	30.90
P/B	2.21	2.30	2.49	2.77
EV/EBITDA	50.10	35.94	23.66	20.05
P/S	15.58	11.89	9.11	7.29

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn