

# 皓元医药(688131.SH)

# 收入端强劲增长, 加大投入蓄能长期发展

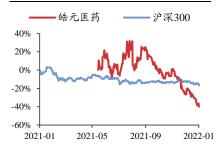
2022年01月25日

——公司信息更新报告

## 投资评级: 买入(维持)

日期	2022/1/25
当前股价(元)	188.33
一年最高最低(元)	425.00/184.51
总市值(亿元)	140.01
流通市值(亿元)	30.14
总股本(亿股)	0.74
流通股本(亿股)	0.16
近3个月换手率(%)	258.01

## 股价走势图



数据来源: 聚源

# 相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩持续高增长,增资拓展生物试剂并加强分子砌块业务能力》-2021.10.27

《公司信息更新报告-前后端业务高速增长,ADC药物服务能力持续增强》 -2021.8.26

《公司首次覆盖报告-立足研发和品牌,一体化赋能新药开发》-2021.8.1

## 蔡明子 (分析师)

caimingzi@kysec.cn 证书编号: S0790520070001

### ● 收入端强劲增长, 加大投入蓄能长期发展, 维持"买入"评级

1月24日,公司发布2021年业绩预告。预计2021年实现营业收入9.53-9.84亿元,同比增长50%-55%;归母净利润1.80-1.99亿元,同比增长40%-55%;扣非后归母净利润1.66-1.84亿元,同比增长40%-55%。皓元医药前后端一体化布局,打造全流程服务药品研发的技术平台,我们看好公司的长期发展。根据公司发展趋势,我们略微下调2021年业绩并上调2022/2023年的业绩,原预计2021-2023年归母净利润分别为2.01/2.75/3.95亿元,EPS分别为2.71/3.70/5.32元,调整为2021-2023年归母净利润分别为1.94/2.78/4.13亿元,EPS分别为2.61/3.74/5.56元,当前股价对应P/E分别为72.1/50.4/33.9倍,维持"买入"评级。

## ● 加大各业务线投入, 奠定长期发展基础

皓元医药收入端强劲增长,利润增速略低于收入增速,利润短期承压的原因主要为: (1)上市后,公司加大上海总部、安徽省马鞍山的技术平台建设,相应人才招聘加大,整体研发投入增加; (2)前端业务加速扩大产品线,工具化合物、分子砌块服务能力快速提升,相应费用支出有所增长。我们认为,公司技术平台和研发团队的建设以及前端产品线的扩充,将大幅提升公司前后端业务的服务能力,并奠定未来快速发展的基础,有利于公司的长远发展。

## ● 皓元医药成长逻辑清晰,长期发展可期:

(1)前端高效率服务药品研发,打造品牌优势,工具化合物产品被顶级期刊引用文献篇数逐年攀升,品牌效应不断积累,盈利能力强;分子砌块快速发展,拟收购欧创基因提升自研分子砌块能力,盈利能力在提升;(2)后端特色仿制药原料药和中间体与创新药 CDMO 双轮驱动,特色仿制药原料药和中间体的下游客户多处于研发注册阶段,后期弹性大;公司不断加强 CDMO 业务能力建设,随着募投产能落地,公司发展有望迈上新台阶。

● **风险提示**: 专利风险; 核心技术人员流失; 市场竞争加剧; 环保和安全生产风险。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	409	635	969	1,319	1,804
YOY(%)	36.2	55.3	52.5	36.2	36.8
归母净利润(百万元)	73	128	194	278	413
YOY(%)	298.8	74.9	51.3	43.0	48.7
毛利率(%)	57.2	56.7	57.1	57.7	58.4
净利率(%)	18.0	20.2	20.1	21.1	22.9
ROE(%)	18.4	24.3	26.9	27.8	29.2
EPS(摊薄/元)	0.99	1.73	2.61	3.74	5.56
P/E(倍)	190.7	109.0	72.1	50.4	33.9
P/B(倍)	35.0	26.5	19.4	14.0	9.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所



# 附: 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	425	637	884	1170	1632	营业收入	409	635	969	1319	1804
现金	203	292	380	537	733	营业成本	175	275	416	557	750
应收票据及应收账款	54	87	128	165	236	营业税金及附加	1	2	2	4	5
其他应收款	4	14	13	23	27	营业费用	47	49	98	132	178
预付账款	5	6	10	12	18	管理费用	43	66	97	132	180
存货	150	229	343	424	609	研发费用	53	65	128	161	206
其他流动资产	10	9	9	9	9	财务费用	1	9	9	11	13
非流动资产	117	220	240	280	324	资产减值损失	-11	-31	0	0	0
长期投资	51	72	95	117	139	其他收益	7	12	8	8	9
固定资产	23	46	44	57	72	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	24	32	37	43	51	投资净收益	1	1	1	1	1
其他非流动资产	20	70	65	63	62	资产处置收益	-0	-0	0	0	0
资产总计	542	857	1125	1450	1955	营业利润	84	149	227	331	482
流动负债	124	295	350	397	489	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	24	77	77	77	77	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	55	103	135	184	245	利润总额	84	149	227	331	481
其他流动负债	45	115	138	136	167	所得税	11	20	32	53	68
非流动负债	19	34	34	34	34	净利润	73	128	194	278	413
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	34	34	34	34	归母净利润	73	128	194	278	413
负债合计	143	329	384	432	524	EBITDA	87	156	234	338	488
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.99	1.73	2.61	3.74	5.56
股本	56	56	74	74	74						
资本公积	238	237	237	237	237	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	103	232	426	704	1117	成长能力					
归属母公司股东权益	400	528	741	1018	1432	营业收入(%)	36.2	55.3	52.5	36.2	36.8
负债和股东权益	542	857	1125	1450	1955	营业利润(%)	252.1	76.2	52.4	46.0	45.6
						归属于母公司净利润(%)	298.8	74.9	51.3	43.0	48.7
						获利能力					
						毛利率(%)	57.2	56.7	57.1	57.7	58.4
						净利率(%)	18.0	20.2	20.1	21.1	
现金流量表(百万元)								20.2	20.1	21.1	22.9
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	` '	18.4		20.1 26.9	21.1 27.8	22.9 29.2
	<b>2019A</b> 57	<b>2020A</b>	<b>2021E</b> 112	<b>2022E</b> 222	<b>2023E</b> 272	ROE(%)	18.4	24.3	26.9	21.1 27.8 24.3	29.2
经营活动现金流	57	117	2021E 112 194	222	272	ROE(%) ROIC(%)				27.8	29.2
<b>经营活动现金流</b> 净利润	57 73	117 128	112 194	222 278	272 413	ROE(%) ROIC(%) 偿债能力	18.4 15.7	24.3 19.5	26.9 22.8	27.8 24.3	29.2 26.3
<b>经营活动现金流</b> 净利润 折旧摊销	57	117 128 11	112 194 13	222 278 16	272 413 21	ROE(%) ROIC(%) <b>偿债能力</b> 资产负债率(%)	18.4 15.7 26.3	24.3 19.5 38.4	26.9 22.8 34.1	27.8 24.3 29.8	29.2 26.3 26.8
<b>经营活动现金流</b> 净利润 折旧摊销 财务费用	57 73 8 1	117 128 11 9	112 194 13 9	222 278 16 11	272 413 21 13	ROE(%) ROIC(%) <b>偿债能力</b> 资产负债率(%) 净负债比率(%)	18.4 15.7 26.3 -39.9	24.3 19.5 38.4 -34.3	26.9 22.8 34.1 -37.3	27.8 24.3 29.8 -42.6	29.2 26.3 26.8 -44.0
<b>经营活动现金流</b> 净利润 折旧摊销 财务费用 投资损失	57 73 8 1 -1	117 128 11 9 -1	112 194 13 9 -1	222 278 16 11 -1	272 413 21 13 -1	ROE(%) ROIC(%) <b>偿债能力</b> 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3
<b>经营活动现金流</b> 净利润 折旧摊销 财务费用 投资损失 营运资金变动	57 73 8 1 -1	117 128 11 9 -1	112 194 13 9 -1	222 278 16 11 -1 -82	272 413 21 13 -1 -174	ROE(%) ROIC(%) <b>偿债能力</b> 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率	18.4 15.7 26.3 -39.9	24.3 19.5 38.4 -34.3	26.9 22.8 34.1 -37.3	27.8 24.3 29.8 -42.6	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3
<b>经营活动现金流</b> 净利润 折旧摊销 财务费用 投资损失 营运资金变动 其他经营现金流	57 73 8 1 -1 -37	117 128 11 9 -1 -60 30	112 194 13 9 -1 -104	222 278 16 11 -1 -82	272 413 21 13 -1 -174	ROE(%) ROIC(%) <b>偿债能力</b> 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0
经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 投资资金变动 其他经营现金流 <b>投资活动现金流</b>	57 73 8 1 -1 -37 13	117 128 11 9 -1 -60 30 -74	112 194 13 9 -1 -104 0	222 278 16 11 -1 -82 0 -55	272 413 21 13 -1 -174 0 -64	ROE(%) ROIC(%) <b>偿债能力</b> 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率 <b>营运能力</b> 总资产周转率	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0
<b>经营活动现金流</b> 净利润 折田 费用 好资损失 营运资经营现金 其 <b>投资</b> 活动现金流 资本支出	57 73 8 1 -1 -37 13 -70 21	117 128 11 9 -1 -60 30 -74	112 194 13 9 -1 -104 0 -33	222 278 16 11 -1 -82 0 -55	272 413 21 13 -1 -174 0 -64	ROE(%) ROIC(%) <b>偿债能力</b> 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率 <b>营运能力</b> 总资产周转率 应收账款周转率	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0
<b>经营活动现金流</b> 净利润 折时势期 投资损失 营运经营现金 <b>投资</b> <b>经活动现金流</b> 投资本 投资 长 数	57 73 8 1 -1 -37 13 -70 21 -50	117 128 11 9 -1 -60 30 -74 71	112 194 13 9 -1 -104 0 -33 -2	222 278 16 11 -1 -82 0 -55 17 -23	272 413 21 13 -1 -174 0 -64 21 -22	ROE(%) ROIC(%) <b>偿债能力</b> 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率 <b>营运能力</b> 总资产周转率 应收账款周转率	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0
<b>经营活功现金流</b> 净利润销 明务损失 营运资经营现级金流 英经营动力 大支投资本 大支投资本 大大支投资现金流 大大大投资, 大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大大	57 73 8 1 -1 -37 13 -70 21 -50	117 128 11 9 -1 -60 30 -74 71 -3 -6	112 194 13 9 -1 -104 0 -33	222 278 16 11 -1 -82 0 -55 17 -23 -60	272 413 21 13 -1 -174 0 -64 21 -22 -65	ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 建运动比率 营运能力 总资产制转率 应收账款周转率 应付账款周转率	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1 1.0 8.4 3.9	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3 0.9 9.0 3.5	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8 1.0 9.0 3.5	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0 1.1 9.0 3.5
<b>经营活</b> <b>双金流</b> 净利旧费捐 特用大资资经营 <b>对</b> 要要要要要要要要要要要要要要要要要要要要。 要要要要要要要要要要要要要要	57 73 8 1 -1 -37 13 -70 21 -50 -100 131	117 128 11 9 -1 -60 30 -74 71 -3 -6 50	112 194 13 9 -1 -104 0 -33 -2 -22 -57	222 278 16 11 -1 -82 0 -55 17 -23 -60	272 413 21 13 -1 -174 0 -64 21 -22 -65	ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速进的 超	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1 1.0 8.4 3.9	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3 0.9 9.0 3.5	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5 1.0 9.0 3.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8 1.0 9.0 3.5	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0 1.1 9.0 3.5
<b>经</b> 等	57 73 8 1 -1 -37 13 -70 21 -50 -100 131 -14	117 128 11 9 -1 -60 30 -74 71 -3 -6 50 53	112 194 13 9 -1 -104 0 -33 -2 -22 -57 9	222 278 16 11 -1 -82 0 -55 17 -23 -60 -11	272 413 21 13 -1 -174 0 -64 21 -22 -65 -13 0	ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产账款周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股经营现金流最新摊薄)	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1 1.0 8.4 3.9 0.99 0.77	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3 0.9 9.0 3.5	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5 1.0 9.0 3.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8 1.0 9.0 3.5	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0 1.1 9.0 3.5 5.56 3.66
<b>经</b> 等利阳 <b>外</b> 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我 会 经 者 去 去 我 我 我 会 经 者 去 去 去 投 投 者 者 去 去 去 去 去 投 投 者 者 者 去 去 去 去	57 73 8 1 -1 -37 13 -70 21 -50 -100 131 -14 0	117 128 11 9 -1 -60 30 -74 71 -3 -6 50 53	112 194 13 9 -1 -104 0 -33 -2 -22 -57 9 0	222 278 16 11 -1 -82 0 -55 17 -23 -60 -11 0	272 413 21 13 -1 -174 0 -64 21 -22 -65 -13 0	ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股经营现金流最新摊薄) 每股净资产(最新摊薄)	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1 1.0 8.4 3.9	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3 0.9 9.0 3.5	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5 1.0 9.0 3.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8 1.0 9.0 3.5	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0 1.1 9.0 3.5
<b>经</b> 净折财投营其 <b>投</b> 资长其 <b>筹</b> 短长普 <b>活</b> 和期销用失变还 <b>还为</b> 现金流物,现金资经营的,这个人,这个人,这个人,这个人,这个人,这个人,这个人,这个人,这个人,这个人	57 73 8 1 -1 -37 13 -70 21 -50 -100 131 -14 0 8	117 128 11 9 -1 -60 30 -74 71 -3 -6 50 53 0	112 194 13 9 -1 -104 0 -33 -2 -22 -57 9 0 0	222 278 16 11 -1 -82 0 -55 17 -23 -60 -11 0 0	272 413 21 13 -1 -174 0 -64 21 -22 -65 -13 0 0	ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速速形力 总资产局转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股收益(最新摊薄) 每股经营现金流最新摊薄) 每股争资产(最新摊薄) 估值比率	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1 1.0 8.4 3.9 0.99 0.77 5.38	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3 0.9 9.0 3.5 1.73 1.57 7.10	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5 1.0 9.0 3.5 2.61 1.50 9.71	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8 1.0 9.0 3.5 3.74 2.99 13.45	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0 1.1 9.0 3.5 5.56 3.66 19.01
<b>经</b> ** 学利阳务资适性 大功 大功 大功 大力 大力 大力 大力 大力 大力 大力 大力 大力 大力	57 73 8 1 -1 -37 13 -70 21 -50 -100 131 -14 0	117 128 11 9 -1 -60 30 -74 71 -3 -6 50 53	112 194 13 9 -1 -104 0 -33 -2 -22 -57 9 0	222 278 16 11 -1 -82 0 -55 17 -23 -60 -11 0	272 413 21 13 -1 -174 0 -64 21 -22 -65 -13 0	ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股经营现金流最新摊薄) 每股净资产(最新摊薄)	18.4 15.7 26.3 -39.9 3.4 2.1 1.0 8.4 3.9 0.99 0.77	24.3 19.5 38.4 -34.3 2.2 1.3 0.9 9.0 3.5	26.9 22.8 34.1 -37.3 2.5 1.5 1.0 9.0 3.5	27.8 24.3 29.8 -42.6 2.9 1.8 1.0 9.0 3.5	29.2 26.3 26.8 -44.0 3.3 2.0 1.1 9.0 3.5 5.56 3.66



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定,开源证券评定此研报的风险等级为R4(中高风险),因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者,请取消阅读,请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置,若给您造成不便,烦请见谅!感谢您给予的理解与配合。

# 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证,本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与,不与,也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
证券评级	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%;
7 7 7 7 7 7	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
行业评级	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注:评级标准为以报告日后的6~12个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现,其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议;投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况,比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性,估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司(以下简称"本公司")的机构或个人客户(以下简称"客户")使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的,属于机密材料,只有开源证券客户才能参考或使用,如接收人并非开源证券客户,请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接,开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便,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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 地址:深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号

楼10层 楼45层

邮编: 200120 邮编: 518000

邮箱: research@kysec.cn 邮箱: research@kysec.cn

北京 西安

地址:北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层 地址:西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编: 100044 邮编: 710065

邮箱: research@kysec.cn 邮箱: research@kysec.cn