

药石科技 (300725.SZ)
高基数下继续稳健增长，单季度收入创新高

2022年08月15日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
蔡明子（分析师）
余汝意（联系人）

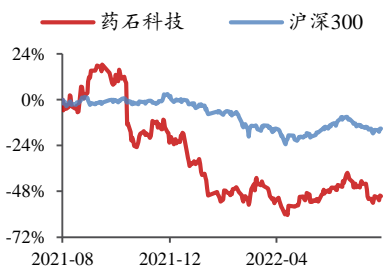
caimingzi@kysec.cn

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070029

日期	2022/8/12
当前股价(元)	85.51
一年最高最低(元)	210.80/66.00
总市值(亿元)	170.73
流通市值(亿元)	139.49
总股本(亿股)	2.00
流通股本(亿股)	1.63
近3个月换手率(%)	121.48

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），稳固核心管理团队和技术人员——公司信息更新报告》-2022.6.21

《2021 年实现稳健增长，2022Q1 经营持续向好——公司信息更新报告》-2022.5.3

《可转债落地，CDMO 业务快速发展在即——公司信息更新报告》-2022.4.19

● 高基数下继续稳健增长，单季度收入创新高

8月12日，公司发布2022年半年度报告，实现营业收入7.35亿元（+18.23%），归母净利润1.53亿元（-59.84%），扣非后归母净利润1.51亿元（+4.15%）。因折旧、管理费用及研发费用增加较多，上半年公司扣非后净利润的增速慢于收入的增速。基于在创新分子砌块积累的优势，药石科技不断拓展创新药外包服务全产业链，纵向一体化布局“Non-GMP/GMP 中间体—原料药—制剂”等创新药 CDMO 业务，并进一步搭建了创新药物发现技术平台，为客户提供新药筛选服务。受股权激励、人员增加较多等影响，我们下调盈利预测，原预计公司2022-2024年归母净利润为3.72/5.40/7.40亿元，EPS为1.86/2.71/3.71元，调整为2022-2024年归母净利润为3.31/4.69/6.63亿元，EPS分别为1.66/2.35/3.32元，当前股价对应PE分别为51.7/36.4/25.8倍，公司CDMO业务有望迎来快速发展期，我们维持“买入”评级。

● CDMO 业务各项能力进一步加强，即将迎来快速发展期

在 CDMO 业务上，药石科技已完成中间体-原料药-制剂的一体化布局，并形成丰富并可持续增长的项目管线。某大客户商业化项目终端销售持续快速增长，有望为公司持续贡献业绩。合规产能建设稳步推进，进一步消除公司生产瓶颈，502 和 503 车间将在 2022 年 8 月下旬及 2023 年上半年陆续启用，山东药石口服固体制剂车间也已通过药监部门审核。在项目上，约有 60% 的客户是基于长期合作或有一定分子砌块目录业务合作的基础，向 CMC 合作引流，双向引流格局已形成。

● 聚焦成药性，分子砌块领先优势继续夯实，快速拓展新型小分子业务

聚焦成药性，分子砌块的领先优势进一步夯实，订单交付效率持续提升，公斤级以上客户快速增长。依托在分子砌块领域的优势，拓展新型小分子业务，快速取得进展，尽显药石科技在分子砌块领域的深厚的客户、技术等资源优势。

● **风险提示：**CDMO 产能落地不及预期，客户流失风险，产能爬坡不及预期，大客户订单波动的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,022	1,202	1,613	2,208	3,020
YOY(%)	54.4	17.5	34.2	36.9	36.8
净利润(百万元)	184	487	331	469	663
YOY(%)	21.1	164.1	-32.1	41.9	41.3
毛利率(%)	45.8	48.1	47.2	47.2	46.8
净利率(%)	18.0	41.9	20.7	21.5	22.2
ROE(%)	9.7	19.2	11.4	14.0	16.6
EPS(摊薄/元)	0.92	2.44	1.66	2.35	3.32
P/E(倍)	92.7	35.1	51.7	36.4	25.8
P/B(倍)	9.0	7.0	6.2	5.4	4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、高基数下继续保持增长，单季度收入创历史新高.....	3
2、上半年经营亮点较多，看好下半年经营持续向上.....	4
2.1、聚焦成药性，巩固分子砌块领域的优势.....	4
2.2、API项目数持续增长，CDMO项目管线日趋丰富.....	5
2.3、CMC与分子砌块业务双向引流，持续扩大服务客户群体.....	7
2.4、快速拓展新型小分子业务，尽显分子砌块资源优势.....	7
3、盈利预测与投资建议.....	8
4、风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

图表目录

图 1：公司营业收入创历史新高.....	3
图 2：高基数下扣非后净利润保持增长.....	3
图 3：公司整体盈利能力保持稳定.....	3
图 4：国内保持高增长，受大订单影响国外增长较慢（单位：百万元）.....	4
图 5：聚焦成药性，巩固分子砌块领域的优势.....	5
图 6：CDMO项目管线日趋丰富.....	5
图 7：大项目终端销售持续增长（单位：百万美元）.....	6
图 8：CDMO业务保持稳健增长.....	7
图 9：CMC与分子砌块业务双向引流，持续扩大服务客户群体.....	7
表 1：产能建设稳步推进.....	6
表 2：依托分子砌块资源，拓展新型小分子业务.....	8

1、高基数下继续保持增长，单季度收入创历史新高

8月12日，公司发布2022年半年度报告，实现营业收入7.35亿元(+18.23%)，归母净利润1.53亿元(-59.84%)，扣非后归母净利润1.51亿元(+4.15%)。其中，Q2公司收入3.99亿元(+18.91%)，创单季度历史新高；归母净利润为0.82亿元(-73.59%)，下滑的主要原因是2021年Q2原持有股权公允价值重新计量产生2.22亿元的非经常性损益；扣非后归母净利润0.86亿元(+6.87%)，高基数下继续稳健增长，并创单季度历史新高。

图1：公司营业收入创历史新高

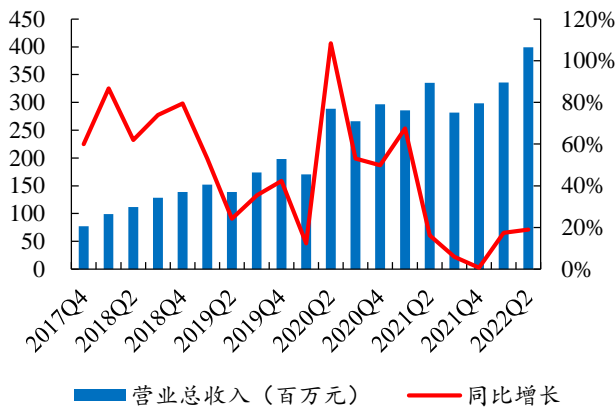
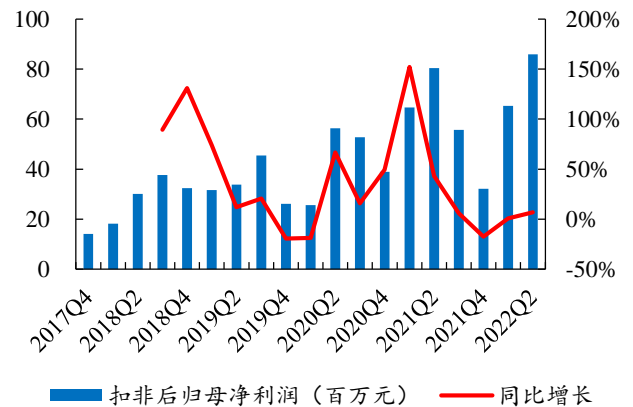


图2：高基数下扣非后净利润保持增长

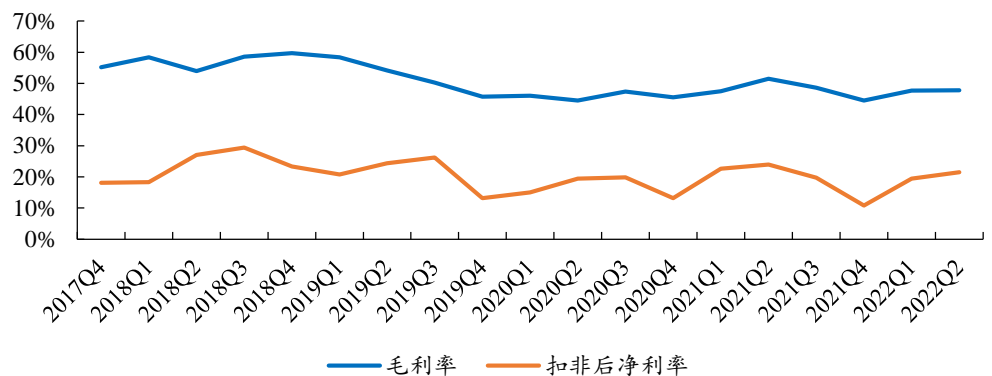


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司整体盈利能力保持稳定：2022上半年，公司整体毛利率为47.74%，同比下降1.9个百分点，基本保持稳定；2022Q2毛利率为47.83%，同比下降3.67个百分点，环比提升0.18个百分点。我们预计，2022Q2毛利率同比下降主要是大客户商业化项目交付周期阶段性影响导致的。

图3：公司整体盈利能力保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

费用端增加较多，导致短期利润增速不及收入增速：上半年公司扣非后净利润的增速慢于收入的主要原因如下：(1)因固定资产增加及晖石合并产生的差异，折旧金额3651.82万元，同比增长83.97%；(2)人员规模和薪资待遇显著增长，导致管理费用增加较多，人力资源相关支出23529万元，同比增长82.16%；(3)公司在分子砌块、化学新工艺新技术、新药发现技术等方面持续加大研发投入，研发费用7182.23万元，同比增长41.36%。整体上，公司2022年上半年费用端增加较多，导

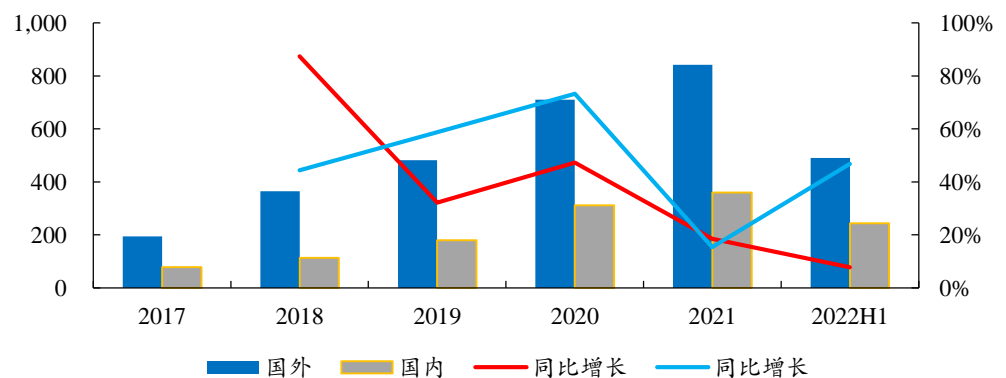
致短期利润增速不及收入增长。

2、上半年经营亮点较多，看好下半年经营持续向上

分业务看，CDMO 在产能爬坡阶段保持稳健增长，分子砌块高速增长：2022 年上半年，CDMO 收入 5.55 亿元 (+9.96%)，毛利率为 43.17% (-2.13pct)，若剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响，同比增长 21.14%，在公司新增产能尚处于试运行及产能爬升阶段，CDMO 业务保持稳健增长，显示整体运营效率稳步提升。我们预计，随着新产能利用率的进一步提升，公司 CDMO 有望进一步快速增长。2022 年上半年，分子砌块收入 1.73 亿元 (+50.15%)，毛利率为 61.95% (-6.82pct)，我们预计，公司分子砌块增速较快主要是前期募投的研发中心投入使用及研发人员增加，整体产能快速释放，产能瓶颈得到解决；毛利率下滑较多主要是低毛利的公斤级以上砌块增速较快。其他收入 646.11 万元 (+341.91%)，毛利率为 59.55% (+23.14pct)。

分地区看，国内保持高增长，受大订单影响国外增长较慢：2022 年上半年，国内收入 2.44 亿元 (+46.78%)，毛利率为 44.91% (-0.6pct)，整体保持高速增长，盈利能力稳定；国外收入 4.90 亿元 (+7.78%)，毛利率为 49.33% (-1.82pct)，收入增长较慢，我们预计国外收入较慢主要是受某大客户商业化项目交付周期阶段性影响。

图4：国内保持高增长，受大订单影响国外增长较慢（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、聚焦成药性，巩固分子砌块领域的优势

截止 2022 年 6 月底，药石科技已设计超过 16 万种化合物。我们认为，创新型分子砌块核心壁垒在设计端，资深的研发团队和权威数据库是砌块设计的灵感来源。药石科技的分子设计团队具有深厚的药物化学背景，通过对药物化学相关文献和专利持续分析，可以把握国际新药研发前沿动态，2022 年上半年设计分子式超过 1 万种，覆盖所有热门分子、热门靶点所需分子砌块片段。

订单交付效率持续提升，公斤级以上客户快速增长：2022 年上半年，公司完成公斤级以下订单 3000 余个，公斤级以上项目 200 余个，完成近 1.5 万种化合物的出库，项目的成功率超过 90%，订单交付效率持续提升。公司公斤级以上终端客户数 166 家，同比增长 58%；销售额 500 万以上客户数 35 家，同比增长 30%，公斤级以上分子砌块销售快速增长。

图5：聚焦成药性，巩固分子砌块领域的优势



资料来源：药石科技微信公众号

2.2、API 项目数持续增长，CDMO 项目管线日趋丰富

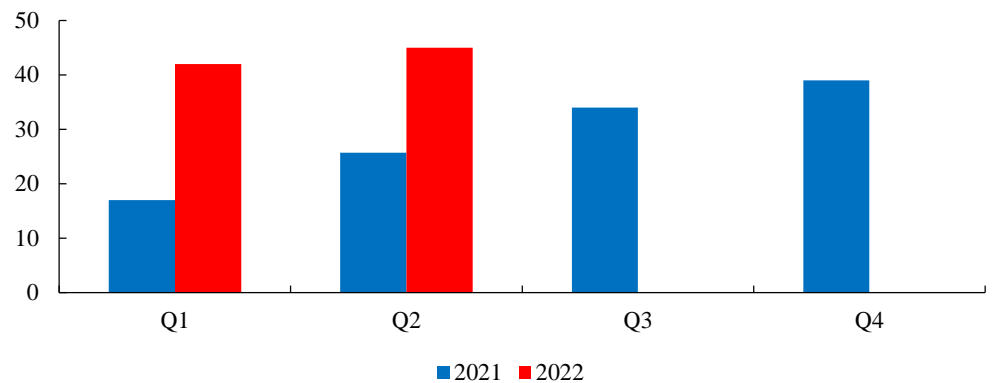
2022 年上半年，公司承接的项目中有 890 个处在临床前至临床 II 期，38 个处在临床 III 期至商业化阶段。其中，承接的 API 项目有 55 个，并有 5 个 API 进入 III 期、注册验证及商业化阶段。在 API 业务基础上，公司加快原料药-制剂一体化业务布局，上半年承接了 4 个原料药-制剂一体化项目，其中 1 个进入了 III 期及商业化阶段，并在制剂 CDMO 取的快速发展，上半年为 7 个客户 10 个化合物提供制剂 CDMO 服务，订单金额超过 2800 万元。整体上，药石科技在 CDMO 业务上，已完成中间体-原料药-制剂的一体化布局，并形成丰富并可持续增长的项目管线。

图6：CDMO 项目管线日趋丰富



资料来源：公司公告

某大客户商业化项目终端销售持续快速增长，有望持续贡献业绩：2022 年 Q2 公司的大客户商业化项目的终端销售额为 4500 万美元，同比增长 75.1%，环比增长 7.14%；2022 年上半年，合计销售额约为 8700 万美元，同比增长 103.75%，保持高速增长。整体上看，客户的商业化项目处于快速放量的阶段，有望持续为药石科技继续贡献业绩增量。

图7：大项目终端销售持续增长（单位：百万美元）


数据来源：Lily 公告、开源证券研究所

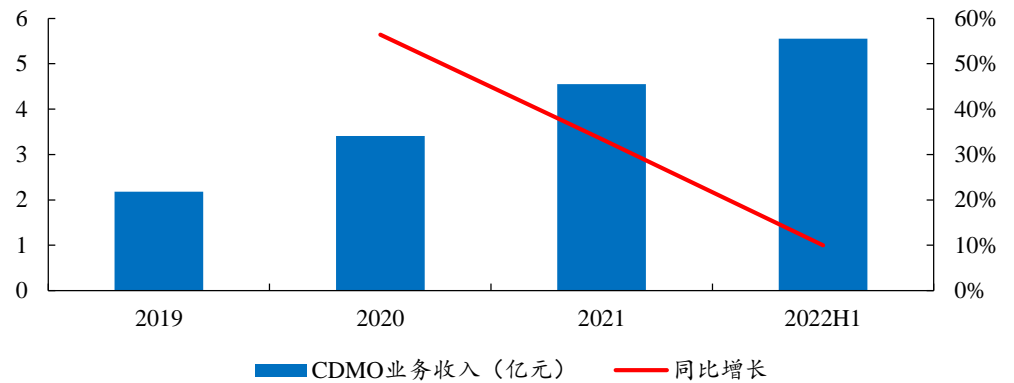
产能建设稳步推进，进一步消除公司生产瓶颈：2022 年 3 月，浙江晖石 501 多功能 GMP 自动化车间正式启用，501 车间启用后，浙江晖石总反应釜体积达到 350m³；相较于 2021 年底，实现了 90% 的增长，快速扩充了 CDMO 服务产能。502 和 503 车间也将在 2022 年 8 月下旬及 2023 年上半年陆续启用，高标准、合规产能的陆续投入使用，将奠定公司未来 2-3 年关键中间体和原料药 CDMO 业务快速增长的基础。另一方面，2022 年上半年，山东药石的口服固体制剂车间通过了山东省药品监督管理局的审核，获得《药品生产许可证》，该车间可提供从百克至百公斤批量的制剂生产，可以满足不同临床阶段至商业化生产的制剂 CDMO 服务的需求。

表1：产能建设稳步推进

车间	产能	投产进度
501	165 立方米	2022 年 3 月 4 号投产
502	94.3 立方米	预计 2022 年 8 月下旬投产
503	171 立方米	预计 2023 年上半年投产
车间 5 (山东药石)	3 条生产线，年产能为片剂、胶囊剂 30 亿片/粒	通过了山东省药品监督管理局的审核，获得《药品生产许可证》

资料来源：公司公告、开源证券研究所

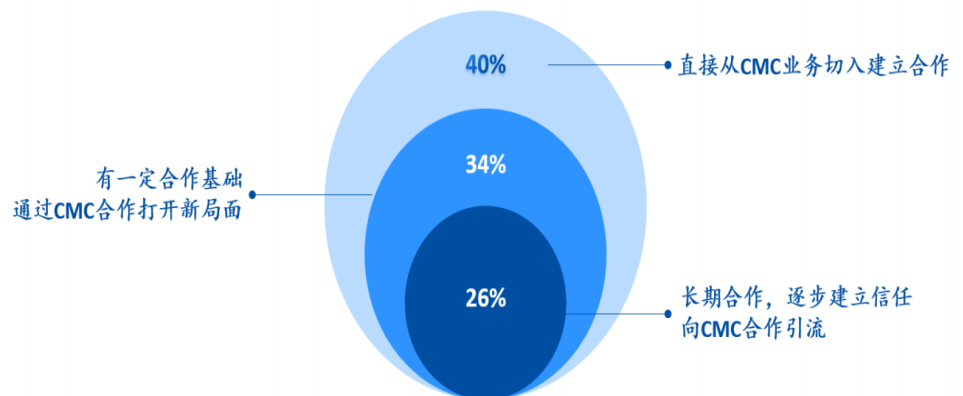
从收入端看，近年来药石科技的 CDMO 业务保持快速增长，2022 年上半年，在公司新增产能尚处于试运行及产能爬升阶段，CDMO 业务保持稳健增长，CDMO 收入 5.55 亿元，同比增长 9.96%，若剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响，同比增长 21.14%，增速依然强劲。往后看，我们预计随着新产能利用率的提升及丰富的项目管线往临床后期推进，药石科技的 CDMO 业务有望持续保持快速增长。

图8：CDMO 业务保持稳健增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、CMC 与分子砌块业务双向引流，持续扩大服务客户群体

有别于其他 CDMO 公司，药石科技获取 CDMO 客户的主要途径包括原有分子砌块客户的转化延伸，以及在持续服务国内外大型创新药研发制造企业、生物科技公司基础上的新客户拓展，逐步形成了 CMC 与分子砌块业务双向引流的业务发展新格局。目前，公司承接的项目中，约有 60% 的客户是基于和公司长期合作建立的信任关系或原先有一定分子砌块目录业务合作基础，向 CMC 合作引流，进一步深化合作。

图9：CMC 与分子砌块业务双向引流，持续扩大服务客户群体


资料来源：公司公告

2.4、快速拓展新型小分子业务，尽显分子砌块资源优势

依托在分子砌块领域的优势，快速拓展新型小分子业务：公司在寡核苷酸和 mRNA 产业链、PROTAC、ADC 等新型药物形式进行布局。2022 年上半年，公司完成了 1 个 PROTAC API 项目的工艺开发和 GMP 生产并承接了国外某大型制药公司的 ADC 项目，快速取得进展，尽显药石科技在分子砌块领域的深厚的客户、技术等资源优势。

表2: 依托分子砌块资源, 拓展新型小分子业务

新业务类别	主要进展
寡核苷酸	目前已经完成近 600 种非天然核苷相关砌块的设计
PROTAC	目前分子库覆盖 40 种以上的 E3 ligands(E3 泛素连接酶配体)和近 1,000 种各类 linker, 个别产品规模已达百公斤以上; 2022 年上半年, 完成了 1 个 PROTAC API 项目的工艺开发和 GMP 生产, 此外还有多个 PROTAC API 及 E3 ligands 项目处于开发阶段。
ADC	2022 年上半年, 推出了近百条的 linker-payload 目录以及近千条的 linker 目录, 部分 linker 产品已完成交付; 承接了国外某大型制药公司的 ADC 项目, 负责高难度 payload 工艺开发; 浙江晖石正在加快建设高活公斤级实验室。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

基于在创新分子砌块积累的优势, 药石科技不断拓展创新药外包服务全产业链, 纵向一体化布局“Non-GMP/GMP 中间体—原料药—制剂”等创新药 CDMO 业务, 并进一步搭建了创新药物发现技术平台, 为客户提供新药筛选服务。受股权激励、人员增加较多等影响, 我们下调盈利预测, 原预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.72/5.40/7.40 亿元, EPS 为 1.86/2.71/3.71 元, 调整为 2022-2024 年归母净利润为 3.31/4.69/6.63 亿元, EPS 分别为 1.66/2.35/3.32 元, 当前股价对应 PE 分别为 51.7/36.4/25.8 倍, 公司 CDMO 业务有望迎来快速发展期, 我们维持“买入”评级。

4、风险提示

CDMO 产能落地不及预期, 客户流失风险, 产能爬坡不及预期, 大客户订单波动的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1873	1804	1986	2591	3369	营业收入	1022	1202	1613	2208	3020
现金	1245	700	939	1286	1758	营业成本	554	623	851	1165	1606
应收票据及应收账款	167	201	0	0	0	营业税金及附加	6	8	16	18	23
其他应收款	1	2	2	4	5	营业费用	31	24	32	40	42
预付账款	15	24	28	43	54	管理费用	121	150	185	243	302
存货	310	448	587	829	1122	研发费用	91	114	145	199	272
其他流动资产	135	429	429	429	429	财务费用	20	16	20	25	34
非流动资产	556	1703	1678	1721	1872	资产减值损失	-2	-10	0	0	0
长期投资	156	8	-140	-288	-436	其他收益	0	0	0	0	0
固定资产	138	596	761	943	1166	公允价值变动收益	0	2	0	1	1
无形资产	34	111	127	144	164	投资净收益	3	238	0	0	0
其他非流动资产	228	988	929	922	979	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	2429	3507	3663	4313	5241	营业利润	194	493	363	519	742
流动负债	478	789	636	842	1127	营业外收入	11	15	13	14	13
短期借款	120	348	418	601	808	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	184	267	0	0	0	利润总额	205	508	375	533	755
其他流动负债	174	174	218	241	319	所得税	20	4	41	59	83
非流动负债	56	90	86	82	78	净利润	184	504	334	474	672
长期借款	0	24	19	15	11	少数股东损益	-0	17	4	5	9
其他非流动负债	56	67	67	67	67	归属母公司净利润	184	487	331	469	663
负债合计	534	879	721	924	1205	EBITDA	201	566	461	647	903
少数股东权益	0	200	204	209	219	EPS(元)	0.92	2.44	1.66	2.35	3.32
股本	154	200	200	200	200						
资本公积	1313	1299	1299	1299	1299	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	496	967	1265	1695	2312	成长能力					
归属母公司股东权益	1895	2427	2738	3179	3818	营业收入(%)	54.4	17.5	34.2	36.9	36.8
负债和股东权益	2429	3507	3663	4313	5241	营业利润(%)	18.7	153.9	-26.4	43.1	42.9
						归属于母公司净利润(%)	21.1	164.1	-32.1	41.9	41.3
						获利能力					
						毛利率(%)	45.8	48.1	47.2	47.2	46.8
						净利率(%)	18.0	41.9	20.7	21.5	22.2
						ROE(%)	9.7	19.2	11.4	14.0	16.6
						ROIC(%)	28.3	27.8	15.9	18.7	22.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	22.0	25.1	19.7	21.4	23.0
						净负债比率(%)	-56.4	-10.1	-15.1	-18.0	-21.8
						流动比率	3.9	2.3	3.1	3.1	3.0
						速动比率	3.2	1.5	2.0	1.9	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6
						应收账款周转率	8.3	6.5	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	12.8	7.3	14.7	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.92	2.44	1.66	2.35	3.32
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	1.19	1.40	1.90	3.15
						每股净资产(最新摊薄)	9.49	12.16	13.71	15.92	19.12
						估值比率					
						P/E	92.7	35.1	51.7	36.4	25.8
						P/B	9.0	7.0	6.2	5.4	4.5
						EV/EBITDA	79.2	29.5	35.9	25.3	17.8

现金流量表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	272	238	279	379	628
净利润	184	504	334	474	672
折旧摊销	26	57	86	116	150
财务费用	20	16	20	25	34
投资损失	-3	-238	0	0	0
营运资金变动	-9	-144	-161	-235	-227
其他经营现金流	52	43	-0	-1	-1
投资活动现金流	-145	-914	-60	-159	-301
资本支出	75	506	209	308	449
长期投资	-72	-276	148	148	148
其他投资现金流	2	-132	0	1	1
筹资活动现金流	993	145	-50	-56	-62
短期借款	60	227	70	183	207
长期借款	0	24	-4	-4	-4
普通股增加	9	46	0	0	0
资本公积增加	994	-14	0	0	0
其他筹资现金流	-71	-138	-116	-235	-265
现金净增加额	1096	-548	169	164	266

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn