

皓元医药 (688131.SH) 2022H1 经营稳健，看好下半年收入高增长

2022 年 08 月 28 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

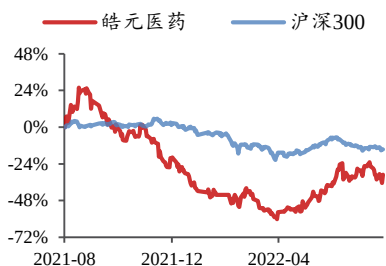
yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070029

日期	2022/8/26
当前股价(元)	153.00
一年最高最低(元)	414.57/112.00
总市值(亿元)	159.24
流通市值(亿元)	93.84
总股本(亿股)	1.04
流通股本(亿股)	0.61
近 3 个月换手率(%)	131.93

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《收入端保持稳健增长，加大投入短期利润承压——公司信息更新报告》-2022.4.27

《顺利完成年初既定目标，夯实各业务线能力，蓄能长期发展——公司信息更新报告》-2022.4.24

《拟收购药源药物 100% 股权，完善后端服务能力——公司信息更新报告》-2022.3.7

● 2022H1 经营稳健，疫情影响下保持高增长

8 月 25 日，皓元医药发布 2022 年半年度报告。2022H1 实现营收 6.21 亿元，同比增长 36.52%；归母净利润为 1.16 亿元，同比增长 22.51%，剔除股权激励费用后，同比增长 36.93%；扣非后归母净利为 1.10 亿元，同比增长 17.40%。单看 Q2，公司营收 3.21 亿元，同比增长 39.95%，环比增长 7.11%；归母净利润为 0.54 亿元，同比增长 32.39%，环比下滑 13.31%；扣非后归母净利为 0.51 亿元，同比增长 27.29%。在上海 4/5 月份疫情影响下，公司经营稳健，预计下半年收入继续保持高增长。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。考虑各业务拓展较多及股权激励导致费用增加，我们下调 2022-2024 年的盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.38/3.88/5.80 亿元（原预计 2022-2024 年分别为 2.73/4.00/5.81 亿元），EPS 分别为 2.29/3.73/5.58 元，当前股价对应 P/E 分别为 66.9/41.1/27.4 倍，预计公司下半年收入有望加速增长，维持“买入”评级。

● 前端品牌持续积累，后端特色原料药/CDMO 双轮驱动，ADC 是一大特色

截止 2022 年 H1，前端分子砌块和工具化合物产品数累计超 7.1 万种，其中分子砌块约 5.2 万种，工具化合物超 1.9 万种；并凭借丰富的产品积累，构建了 130 多种集成化化合物库。分子砌块和工具化合物累计订单数量超 17 万个，使用皓元产品的科研客户累计发表科研文献篇数超 22000 篇，在行业内的品牌力持续加强，品牌效应不断积累。

上市后，公司加快推动后端业务向创新药 CDMO 转型升级，创新药在后端业务的占比持续提升。同时，加大 ADC 项目拓展，ADC 项目数 55 个，合作客户超过 380 家，同比增长 61.92%；销售收入同比增长 69.52%，为公司 CDMO 业务中的一大特色。

● **风险提示：**专利风险；产能投放不及预期；核心技术人员流失；环保和安全生产风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	635	969	1,383	1,981	2,843
YOY(%)	55.3	52.6	42.7	43.3	43.5
归母净利润(百万元)	128	191	238	388	580
YOY(%)	74.9	48.7	24.7	62.9	49.6
毛利率(%)	56.7	54.1	53.4	53.9	54.3
净利率(%)	20.2	19.7	17.2	19.6	20.4
ROE(%)	24.5	10.4	11.7	16.1	19.5
EPS(摊薄/元)	1.23	1.83	2.29	3.73	5.58
P/E(倍)	124.0	83.4	66.9	41.1	27.4
P/B(倍)	30.4	8.7	7.9	6.6	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、2022H1 经营稳健，疫情影响下保持高增长.....	3
2、加强各业务线能力建设，蓄能长期发展.....	5
2.1、前端持续扩充产品种类，品牌效应持续提升.....	5
2.2、后端特色原料药/CDMO 双轮驱动，ADC 是一大特色.....	6
2.3、加大产业扩张与投资收购，蓄能长期发展.....	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

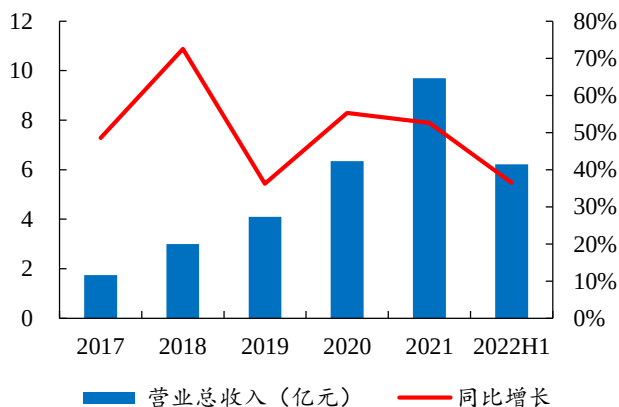
图 1：营业收入快速增长.....	3
图 2：归母净利润稳健增长.....	3
图 3：各业务板块均保持稳健.....	4
图 4：2022H1 毛利率略微提升.....	4
图 5：费用率整体保持稳定.....	5
图 6：前端品类数持续扩充.....	5
图 7：累计发表文献数量快速增长.....	6
图 8：后端特色原料药/CDMO 双轮驱动.....	6
图 9：创新药 CDMO 项目梯队逐渐形成.....	7
表 1：多款 ADC 相关产品获得 DMF 注册号.....	7
表 2：加大产业扩张与投资收购，夯实各业务能力.....	7

1、2022H1 经营稳健，疫情影响下保持高增长

8月25日，皓元医药发布2022年半年度报告。2022H1实现营收6.21亿元，同比增长36.52%；归母净利润为1.16亿元，同比增长22.51%，剔除股权激励费用后，同比增长36.93%；扣非后归母净利为1.10亿元，同比增长17.40%。单看Q2，公司营收3.21亿元，同比增长39.95%，环比增长7.11%；归母净利润为0.54亿元，同比增长32.39%，环比下滑13.31%；扣非后归母净利为0.51亿元，同比增长27.29%。在上海4/5月份疫情影响下，继续保持向上的经营趋势，收入和利润均符合我们的预期。

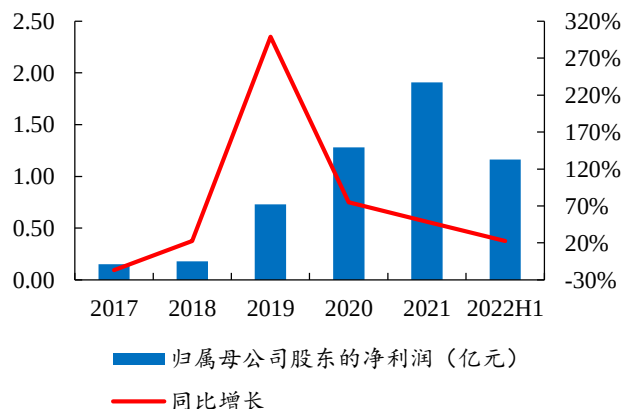
加大各业务线建设，利润增速略低于收入增速：2022H1公司归母净利润增速略低于收入增速，我们认为主要原因有以下方面：（1）上市后，公司加大上海、安徽马鞍山、山东烟台的技术平台建设，办公场所增加，相应的租赁费及装修摊销费增加；（2）为健全管理职能、提高运营能力而扩充人员、优化薪资绩效结构，并在2022年实施股权激励，管理费用增加较多；（3）前端业务加速扩大产品线，工具化合物、分子砌块服务能力快速提升，后端加大技术投入，相应研发费用支出有所增长。

图1：营业收入快速增长



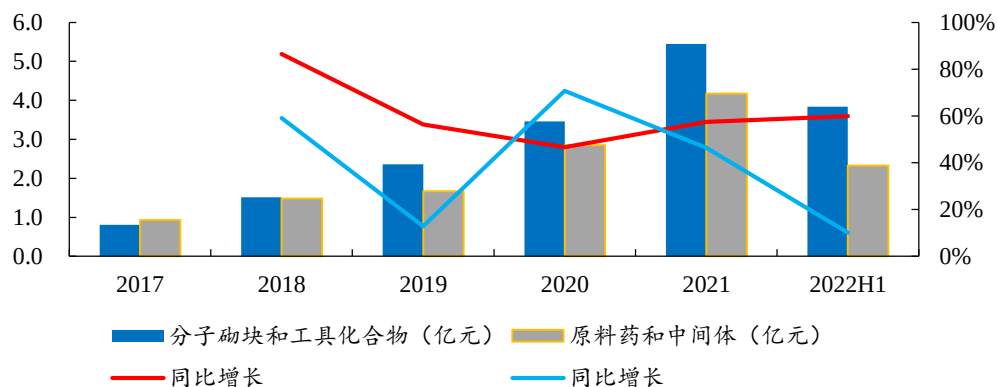
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：归母净利润稳健增长



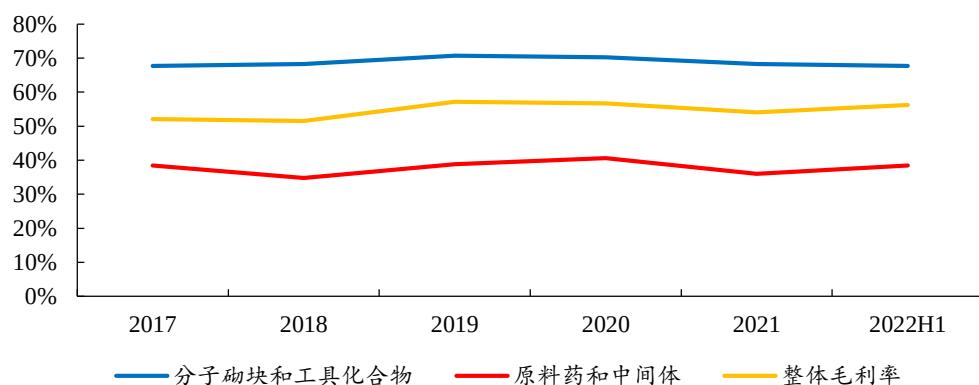
数据来源：Wind、开源证券研究所

前端业务快速增长，后端创新药 CDMO 占比进一步提升：分业务来看，2022H1前端分子砌块和工具化合物业务营收3.84亿元，同比增长59.86%，其中分子砌块为1.13亿元，同比增长78.29%，工具化合物为2.71亿元，同比增长53.26%；后端特色仿制药和创新药CDMO营收2.33亿元，同比增长10.14%，其中创新药为1.39亿元，占比为59.72%，同比增长66.69%，仿制药为0.94亿元，占比40.28%，创新药CDMO占后端比例进一步提升。

图3：各业务板块均保持稳健增长


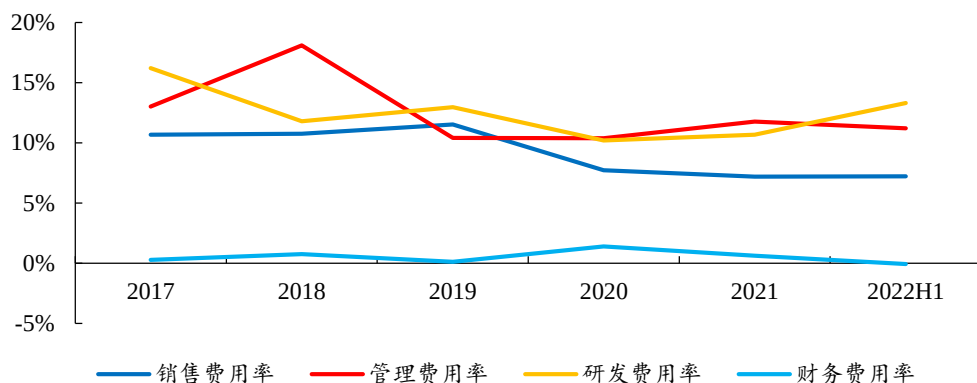
数据来源：Wind、开源证券研究所

营收结构变化带来 2022H1 毛利率略微提升：2022H1 年公司整体毛利率为 56.27%，相较于 2021H1 年提升 2.11pct，其中前端分子砌块和工具化合物业务毛利率为 67.71%；后端中间体和原料药业务毛利率为 38.44%。前端业务毛利率较高并且增速快，带动公司 2022H1 整体毛利率略微提升。

图4：2022H1 毛利率略微提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

费用率整体保持稳定，研发费用率提升较多：2022H1 公司整体费用率保持稳定，为更好的服务客户，公司前端业务加速扩大产品线，工具化合物，后端加大技术投入，相应研发费用支出有所增长，导致研发费用率短期提升较多。

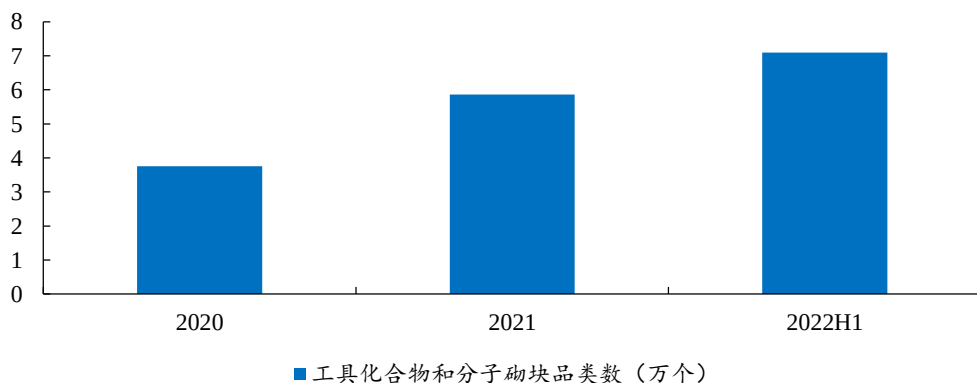
图5：费用率整体保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、加强各业务线能力建设，蓄能长期发展

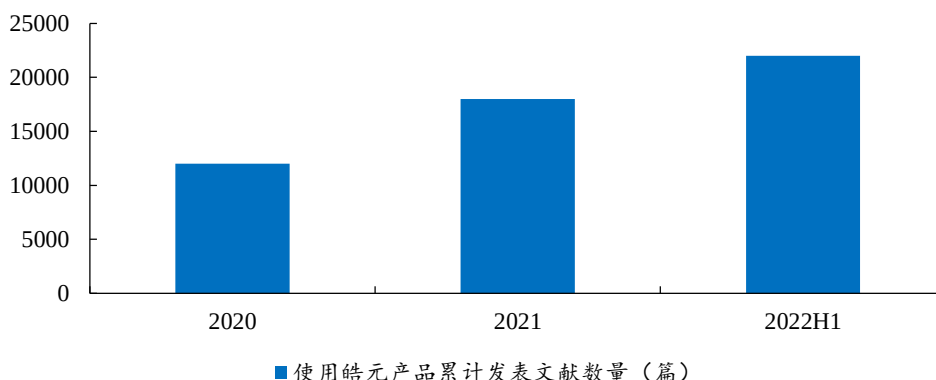
2.1、前端持续扩充产品种类，品牌效应持续提升

紧跟研发热点，前端持续扩充产品种类：上市后，公司加大创新力度和热点项目的研发，横向扩充产品种类，截止 2022H1，公司分子砌块和工具化合物产品数累计超 7.1 万个，其中分子砌块约 5.2 万个，工具化合物超 1.9 万个；并凭借丰富的产品积累，构建了 130 多种集成化化合物库，为新药研发以及新适应症探索的提供强有力的科研工具，并确保公司始终处在科研服务的最前沿。

图6：前端品类数持续扩充


数据来源：公司公告、开源证券研究所

订单量持续扩容，品牌积累持续强化：截止 2022H1，皓元医药的分子砌块和工具化合物累计订单数量超 17 万个，使用皓元产品的科研客户累计发表科研文献篇数超 22000 篇，在行业内的品牌力持续加强，品牌效应不断积累。

图7：累计发表文献数量快速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

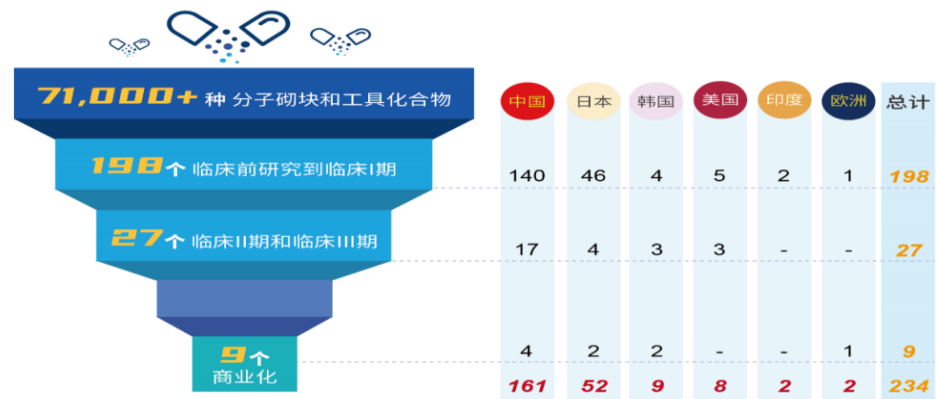
2.2、后端特色原料药/CDMO 双轮驱动，ADC 是一大特色

现阶段，仿制药原料药和中间体及创新药 CDMO 共同驱动后端业务的快速发展。上市后，公司加快推动后端业务向创新药 CDMO 转型升级，创新药在后端业务的占比持续提升，截止 2022H1，创新药 CDMO 业务占后端比例达 59.72%，转型成效显著。同时，公司后端业务在手订单超过 2.5 亿元，为未来业绩增长奠定坚实的基础。

图8：后端特色原料药/CDMO 双轮驱动


资料来源：皓元医药微信公众号

创新药 CDMO 项目梯队逐渐形成，有望持续推动后端业务快速增长：截至 2022H1，累计承接了 234 个创新药项目，处于临床前及临床 I 期项目有 198 个，占比较多，部分项目已进入临床后期及新药上市申报阶段，项目梯队逐渐形成。我们预计，随着客户项目不断向后推进，公司承接的订单有望不断扩大，并为持续推动后端业务快速增长。

图9：创新药 CDMO 项目梯队逐渐形成


资料来源：公司公告

依托领先的合成技术，差异化布局 ADC 等新兴且高难度创新药 CDMO 业务：皓元医药持续加大 ADC 项目拓展，截止 2022H1 ADC 项目数 55 个，合作客户超过 380 家，同比增长 61.92%；销售收入同比增长 69.52%。2022H1 公司已经协助客户完成 IND/NDA 申报 7 个，已获得 DMF 备案 5 个，并有 14 个 CMC 项目在研。

表1：多款 ADC 相关产品获得 DMF 注册号

ADC 相关产品	DMF 号
MMAE	MF036741
MMAE 的一号高级中间体	MF035548
MMAE 的二号高级中间体	MF035549
Vc-MMAE 连接子的高级中间体	MF035550
依喜替康甲磺酸盐	MF036708

资料来源：皓元医药微信公众号、开源证券研究所

2.3、加大产业扩张与投资收购，蓄能长期发展

上市后，公司借助 IPO 募集资金，围绕前后端业务中的短板，针对自身研发能力、自有产能建设、扩充产品管线及纵向延伸产业链，不断加大产业扩张与投资收购，夯实各业务线的能力，蓄能长期发展。我们预计，随着投资建设/并购项目的陆续投入运营，公司的前后端服务能力上将大幅提升，并有望推动未来业绩持续快速增长，长期发展前景广阔。

表2：加大产业扩张与投资收购，夯实各业务能力

投资建设/并购项目	定位/职能	投资金额	资金来源	建筑面积/产能	实施进度	所属业务线
上海研发中心升级建设项目	提升 CMC/CDMO (CMO) 创新药技术开发、原料药注册申报和原料药晶型筛选能力	5000 万元	IPO	约 6262.88 平方米	正式投入运营	后端
安徽皓元生物医药研发中心建设项目	建立高端原料药研发中心及分析测试中心，建成千克级 GMP 实验室、安全评估工程技术研究实验室、分析 CNAS 认证实验室和辅助设施，为工厂的 GMP 生产提供技术支持及为客户提供	4000 万	IPO	约 4,920.3 平方米	正式投入运营	后端

投资建设/并购项目	定位/职能	投资金额	资金来源	建筑面积/产能	实施进度	所属业务线
符合 cGMP 标准的药物研发及实验服务。						
安徽皓元年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目（一期）	符合 GMP 标准的原料药、中间体生产基地	53268.92 万元	IPO	三个生产车间；工程建成后实现 4 个原料药产品和 4 个中间体产品的产业化生产	预计 2022 年 8 月投入运营	后端
收购合肥欧创基因 90% 股权	分子砌块的研发及 CRO 服务；酶、重组蛋白等生物试剂产业化基地	14600 万元	IPO 超募资金（14400 万元）	约 1.4 万平方米	建设中。预计 2022 年投入运营	前端
成立烟台皓元生物医药	创新药物工具化合物的研发、创新药定制化合成服务及共享型工具分子库	6500 万元	IPO 超募资金	约 8800 平方米	建设中。预计 2022 年投入运营	前端
成立上海皓元生化	引进专业技术团队，专注生物试剂的研发	未知	IPO 超募资金	不适用	建设中。预计 2022 年投入运营	前端
新药创制服务实验室建设项目（一期）	为国内外制药企业提供小分子创新药 CDMO 技术服务，更好地服务于创新药的临床前和临床研究阶段、注册申报，协同公司外协及皓元自有 GMP 生产基地提供创新药商业化生产。	9500 万元	IPO 超募资金（8000 万）	3513.78 平方米	建设中。预计 2022 年投入运营	后端
投资成立南京晶立得（持股 60%）	微量杂质结构、药物晶型的确定等生物医药技术测试服务	未知	IPO 超募资金	不适用	已于 2021 年第四季度试运营	前端/后端
拟收购药源药化 100% 股权	提升原料药的研发服务并拓展制剂规模化生产的能力	4.1 亿	发行股份及现金	多个公斤级实验室和原料药 D 级洁净间、制剂的产业化化工厂	预计 2022 年完成收购	后端

资料来源：公司公告、公司招股说明书、公司官网、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

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。考虑各业务拓展较多及股权激励导致费用增加，我们下调 2022-2024 年的盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.38/3.88/5.80 亿元（原预计 2022-2024 年分别为 2.73/4.00/5.81 亿元），EPS 分别为 2.29/3.73/5.58 元，当前股价对应 P/E 分别为 66.9/41.1/27.4 倍，预计公司下半年收入有望加速增长，维持“买入”评级。

4、风险提示

专利风险；产能投放不及预期；核心技术人员流失；环保和安全生产风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	637	1590	2041	2903	4144
现金	292	1037	1480	2120	3042
应收票据及应收账款	87	146	0	0	0
其他应收款	14	9	23	23	43
预付账款	6	11	13	22	29
存货	229	352	490	703	994
其他流动资产	9	35	34	36	35
非流动资产	307	794	818	864	947
长期投资	72	70	68	65	63
固定资产	46	230	265	312	385
无形资产	32	41	47	56	61
其他非流动资产	157	454	438	432	439
资产总计	944	2385	2859	3767	5091
流动负债	310	322	597	1132	1893
短期借款	77	6	485	1035	1762
应付票据及应付账款	104	206	0	0	0
其他流动负债	129	109	112	97	131
非流动负债	110	226	226	226	226
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	110	226	226	226	226
负债合计	420	548	824	1358	2119
少数股东权益	0	14	14	14	13
股本	56	74	104	104	104
资本公积	237	1326	1297	1297	1297
留存收益	228	419	645	1008	1541
归属母公司股东权益	524	1822	2021	2395	2958
负债和股东权益	944	2385	2859	3767	5091

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	117	58	62	166	303
净利润	128	191	238	388	580
折旧摊销	11	29	40	51	65
财务费用	9	6	-30	-36	-58
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	-60	-220	-182	-229	-272
其他经营现金流	30	52	-4	-8	-12
投资活动现金流	-74	-306	-64	-97	-148
资本支出	71	288	66	100	151
长期投资	-3	-20	2	2	2
其他投资现金流	0	2	-0	-0	-0
筹资活动现金流	50	1007	-35	22	41
短期借款	53	-71	479	550	727
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	19	30	0	0
资本公积增加	-0	1089	-30	0	0
其他筹资现金流	-3	-29	-514	-528	-686
现金净增加额	84	752	-36	90	195

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	635	969	1383	1981	2843
营业成本	275	445	645	914	1299
营业税金及附加	2	3	4	6	8
营业费用	49	70	101	135	185
管理费用	66	114	180	238	335
研发费用	65	103	166	228	318
财务费用	9	6	-30	-36	-58
资产减值损失	-31	-29	-54	-68	-105
其他收益	12	15	10	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	149	210	268	432	650
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	149	210	268	432	650
所得税	20	19	30	44	70
净利润	128	191	238	388	580
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	128	191	238	388	580
EBITDA	156	208	286	474	722
EPS(元)	1.23	1.83	2.29	3.73	5.58

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	55.3	52.6	42.7	43.3	43.5
营业利润(%)	76.2	41.1	28.0	60.8	50.6
归属于母公司净利润(%)	74.9	48.7	24.7	62.9	49.6
获利能力					
毛利率(%)	56.7	54.1	53.4	53.9	54.3
净利率(%)	20.2	19.7	17.2	19.6	20.4
ROE(%)	24.5	10.4	11.7	16.1	19.5
ROIC(%)	45.5	22.7	23.4	31.3	37.0
偿债能力					
资产负债率(%)	44.5	23.0	28.8	36.1	41.6
净负债比率(%)	-33.0	-51.5	-45.9	-42.6	-41.1
流动比率	2.1	4.9	3.4	2.6	2.2
速动比率	1.3	3.7	2.5	1.9	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	9.6	8.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.8	3.5	6.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.83	2.29	3.73	5.58
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	0.56	0.60	1.59	2.91
每股净资产(最新摊薄)	5.04	17.51	19.42	23.01	28.42
估值比率					
P/E	124.0	83.4	66.9	41.1	27.4
P/B	30.4	8.7	7.9	6.6	5.4
EV/EBITDA	101.2	72.2	52.5	31.4	20.4

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