

毕得医药 (688073.SH) 拟收购 Combi-Blocks, 公司迈入发展新阶段

2025年02月04日

——公司信息更新报告
投资评级: 买入 (维持)

日期	2025/1/27
当前股价(元)	48.48
一年最高最低(元)	53.28/28.50
总市值(亿元)	44.06
流通市值(亿元)	20.96
总股本(亿股)	0.91
流通股本(亿股)	0.43
近3个月换手率(%)	179.64

余汝意 (分析师)

 yuruyi@kysec.cn
 证书编号: S0790523070002

汪晋 (联系人)

 wangjin3@kysec.cn
 证书编号: S0790123050021

● 毕得医药: 分子砌块龙头企业, 盈利能力同环比持续提升

毕得医药聚焦新药研发产业链前端, 为全球新药研发机构提供药物分子砌块及科学试剂产品。历经 18 年发展, 公司已成为中国分子砌块龙头企业, 产品与服务得到客户的广泛认可。2018 年起, 公司积极拓展海外市场, 在美国、欧洲、印度等新药研发高地进行业务布局, 努力打造国际型新药研发服务企业, 海外收入占比逐年提升。2025 年 1 月, 毕得医药拟增发收购海外分子砌块老牌企业 Combi-Blocks, 全球业务将进入发展新阶段。自 2024 年第二季度起, 公司各季度间业绩环比已基本企稳向上, 我们看好公司的长期发展, 维持 2024 年并上调 2025/2026 年的盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.18/1.42/2.02 亿元 (原预计为 1.18/1.34/1.61 亿元), EPS 为 1.30/1.56/2.22 元, 当前股价对应 P/E 分别为 37.3/31.0/21.8 倍, 维持“买入”评级。

● Combi-Blocks 是集研产销于一体的老牌分子砌块企业, 与毕得医药高度协同

Combi-Blocks 成立于 1997 年, 总部位于美国圣地亚哥, 是集研发、生产和销售于一体的药物分子砌块和科学试剂企业, 业务与毕得医药高度协同。Combi-Blocks 产品数量丰富, 有超过 12 万种常备分子砌块现货库存, 可向客户提供超过 29 万种分子砌块; 其中, 硼酸类产品优势较明显, 于欧美市场的占有率较高。Combi-Blocks 营业收入与利润保持稳定, 净利率较高, 2023 与 2024 年营收分别为 4996.31/4659.15 万美元, 净利润分别为 2204.18/2042.37 万美元, 净利率分别为 44.1%/43.8%。

2025 年 1 月, 公司公告拟增发收购 Combi-Blocks。我们认为, 本次收购毕得医药有望迈入发展新阶段: 从业务上看, 此次收购可以快速补充分子砌块和科学试剂的产品种类, 并完善海外销售渠道, 提升在全球的供应链与仓储运营效率; 从业绩上看, Combi-Blocks 的收购短期内能够增厚毕得医药的业绩, 中长期维度看, 毕得医药有望凭借 Combi-Blocks 已有的产品线、渠道与客户群提升在全球市场的份额与地位, 并提升公司的盈利能力; 同时, Combi-Blocks 有望依托于毕得医药不断扩充的新品类, 在自身品牌的加持下迎来新的增长。

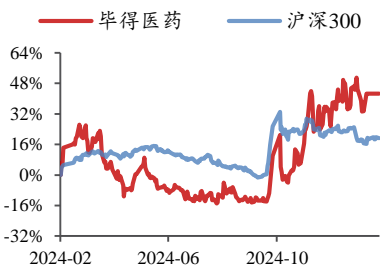
● 风险提示: 收购失败、整合不及预期、药物发现市场需求下降等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	834	1,092	1,155	1,388	1,671
YOY(%)	37.5	30.9	5.8	20.2	20.4
归母净利润(百万元)	146	110	118	142	202
YOY(%)	49.6	-24.9	7.8	20.1	42.1
毛利率(%)	44.4	40.0	39.8	41.0	41.3
净利率(%)	17.5	9.9	10.2	10.2	12.0
ROE(%)	7.0	5.2	5.5	6.4	8.6
EPS(摊薄/元)	1.61	1.21	1.30	1.56	2.22
P/E(倍)	30.2	40.2	37.3	31.0	21.8
P/B(倍)	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

目 录

1、毕得医药：分子砌块龙头企业，盈利能力同环比持续提升	3
2、Combi-Blocks 是集研产销于一体的老牌分子砌块企业，与毕得医药高度协同	5
2.1、毕得医药成立合资公司拟收购 Combi-Blocks，公司有望迈入发展新阶段	6
3、风险提示	7
附：财务预测摘要	8

图表目录

图 1：2019 年至今收入整体增长稳健（百万元）	3
图 2：2024 年各季度业绩环比基本企稳向上（百万元）	3
图 3：2024 年起总毛利率环比已企稳向上	4
图 4：海外业务毛利率高于中国大陆	4
图 5：2019 年至今海外业务收入整体稳健增长	4
图 6：近几年公司海外销售占比稳步提升	4
图 7：公司分子砌块现货储备数量逐年增长	5
图 8：2023-2024 年 Combi-Blocks 营收超 4500 万美元	6
图 9：2023-2024 年 Combi-Blocks 净利润超 2000 万美元	6
图 10：毕得医药与另外两家基金共同设立合资公司，用于收购 Combi-Blocks	7
表 1：2025 年 1 月，毕得医药拟增发收购海外分子砌块龙头企业 Combi-Blocks	3
表 2：药明康德为公司第一大客户	5
表 3：Combi-Blocks 产品数量丰富，有超过 12 万种常备分子砌块现货库存	6

1、毕得医药：分子砌块龙头企业，盈利能力同环比持续提升

毕得医药成立于 2007 年，经过近 18 年的发展，已成为中国分子砌块龙头企业。公司聚焦于新药研发产业链的前端，为新药研发机构提供结构新颖、功能多样的药物分子砌块及科学试剂等产品，满足客户多元化的产品需求。近年来，公司积极拓展海外市场，在美国、欧洲、印度等新药研发高地进行业务布局，努力打造国际型新药研发服务企业。2025 年 1 月，毕得医药拟增发收购海外分子砌块龙头企业 Combi-Blocks，全球业务将进入发展新阶段。

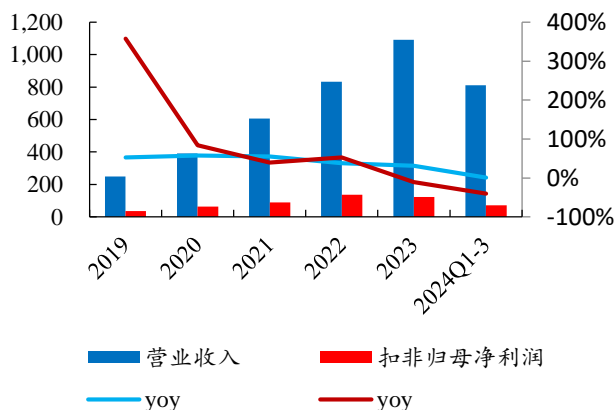
表1：2025 年 1 月，毕得医药拟增发收购海外分子砌块龙头企业 Combi-Blocks

时间	事件
2007 年	上海毕得医药科技有限公司成立，总部位于上海理工大学杨浦科技园
2010 年	通过 ISO-9001 质量管理体系认证，企业规范化管理
2015 年	上海张江研发中心扩大至 1,500m ² ； 购入首台 NMR 检测设备，提升检测分析能力
2017 年	生命科学部成立，布局细分市场，提升核心竞争力
2018 年	美国区域中心投入运营，美国伊利诺伊，芝加哥新研发中心成立； 深圳区域中心投入运营，提高南方市场供应能力
2019 年	印度区域中心投入运营，缩短交付时间，提升服务水平； 天津区域中心、武汉区域中心投入运营； 新增手性 HPLC、NMR 检测设备分析能力
2020 年	德国区域中心投入运营，加强欧洲市场开拓交付能力； 松江 5,300m ² 研发中心成立，研发能力升级； 成都区域中心投入运营；引入高端产品线
2022 年	科创板成功上市； 产品现货种类突破 9 万种，销售额突破 8 亿； 奉贤研发中心开始筹建，加大研发投入和高端人才引进，自研实力全面提升
2023 年	德国、印度新的运营中心投入运营； 产品现货品类突破 11 万种
2025 年	拟增发收购海外分子砌块龙头企业 Combi-Blocks，进入发展新阶段

资料来源：毕得医药官网、毕得医药招股说明书、开源证券研究所

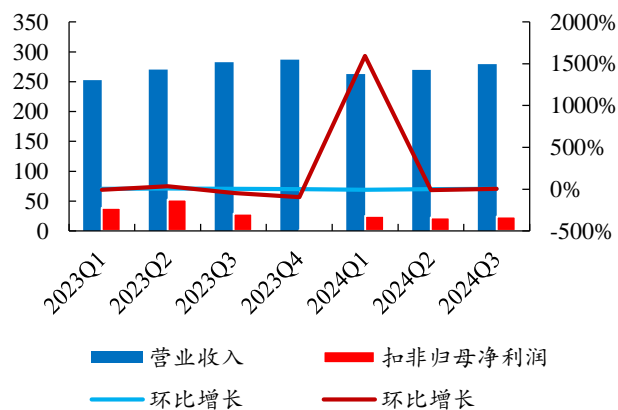
凭借十多年国内外市场的积累，公司产品与服务已经得到了业界的广泛认可。2023 年实现营收 10.92 亿元，同比增长 30.94%；实现扣非归母净利润 1.23 亿元，同比下滑 10.57%；2024Q1-3，公司实现营收 8.11 亿元，同比增长 0.79%；扣非归母净利润 0.72 亿元，同比下滑 40.18%。近 5 年公司收入端整体增长稳健，受行业竞争及费用增加影响利润端阶段性承压；自 2024 年第二季度起，各季度间业绩环比已基本企稳向上。

图1：2019 年至今收入整体增长稳健（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024 年各季度业绩环比基本企稳向上（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年起，公司毛利率环比基本企稳，2024Q1-3 分别为 38.9%/40.1%/44.4%，边际拐点已现。海外业务毛利率高于中国大陆，2024H1 分别为 48.57%/27.86%；随着海外业务毛利率企稳及营收占比持续提升，公司总毛利率持续改善。

图3：2024 年起总毛利率环比已企稳向上

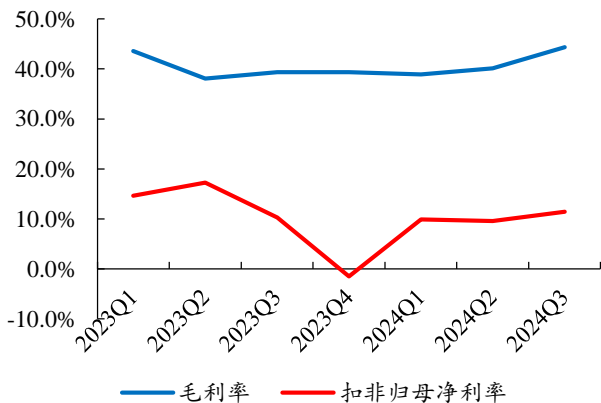
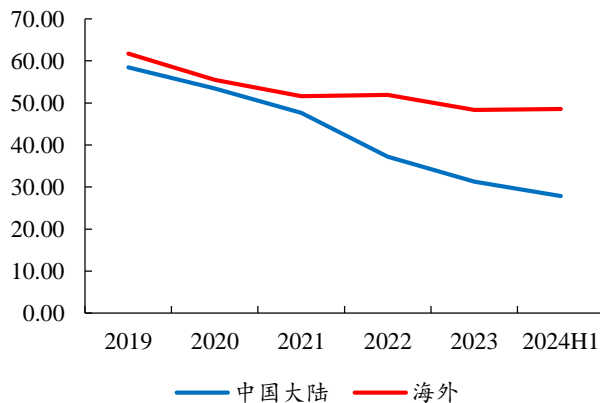


图4：海外业务毛利率高于中国大陆



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

毕得医药致力于成为全球药物分子砌块行业的领先企业，海外业务快速发展。自 2018 年起，毕得医药开始布局海外市场，在美国、欧洲、印度等全球多个新药研发高地进行区域中心建设，积极推进全球化的业务布局。2023 年，公司海外业务实现营收 5.57 亿元，同比增长 37.36%；2024H1 实现营收 2.99 亿元，同比增长 12.7%。近几年公司海外销售占比稳步提升，从 2019 年的 41.12% 上升至 2024H1 的 56.24%。

图5：2019 年至今海外业务收入整体稳健增长

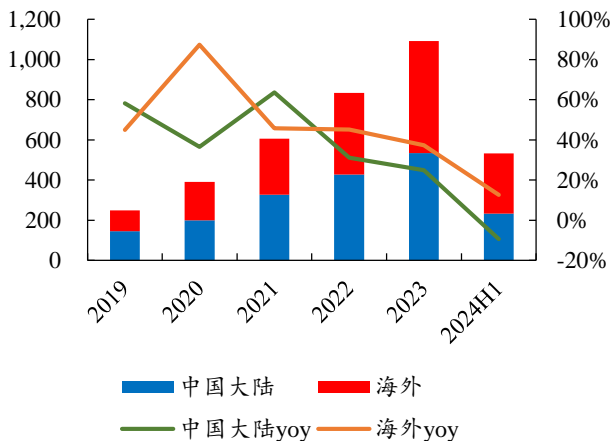
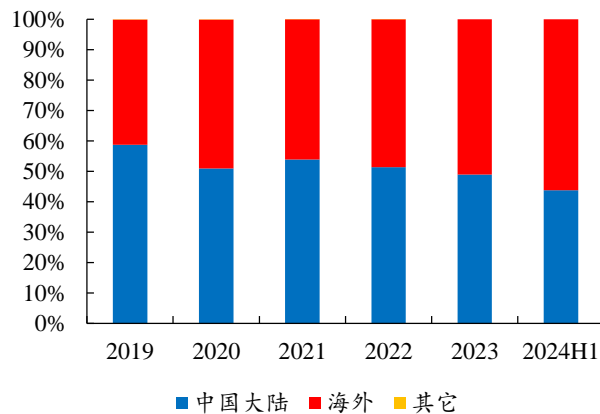


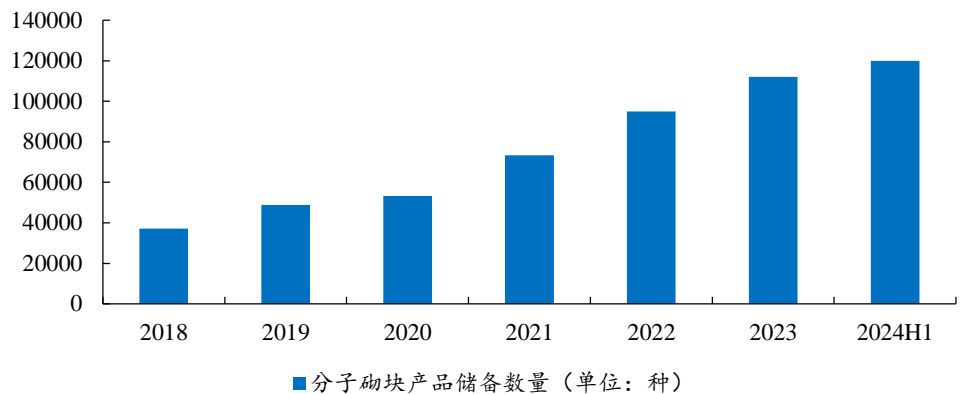
图6：近几年公司海外销售占比稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

分子砌块库种类的丰度直接影响新药筛选的成功率，公司的产品品类不断增加。公司通过询单大数据、市场调研和定制化业务等方式，主动预判并储备热点研发领域所需的药物分子砌块，提供更多砌块种类供客户选择。截至 2024 年 6 月，公司现有 12 万种常备现货种类，可向终端客户提供超过 40 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块，满足下游对药物分子砌块高技术、多品类、微小剂量和多频次的需求。

图7：公司分子砌块现货储备数量逐年增长


数据来源：毕得医药招股说明书、开源证券研究所注：2022年起为常备现货品种

公司客户包括了新药研发机构与海外大型医药综合服务商，客户广泛：其中，新药研发机构包括以创新药企、CRO 机构为主的工业端客户与以科研院所、高等院校为主的科研端客户，多元化的客户结构有助于公司业务长期稳健发展。公司前 5 大客户包括药明康德、Fluorochem、Sigma、康龙化成、Aragen Life Sciences，其中药明康德为公司第一大客户，近几年平均销售占比约 10%。

表2：药明康德为公司第一大客户

年份	项目	第一大客户	第二大客户	第三大客户	第四大客户	第五大客户
2023	名称	药明康德	Fluorochem Limited	Sigma-Aldrich	康龙化成	Aragen Life Sciences Private Limited
	占比	8.05%	3.73%	2.70%	1.92%	1.91%
2022	名称	药明康德	Fluorochem Limited	Sigma-Aldrich	康龙化成	Aragen Life Sciences Private Limited
	占比	10.34%	3.01%	2.49%	2.45%	1.97%
2021	名称	药明康德	Fluorochem Limited	Sigma-Aldrich	康龙化成	Aragen Life Sciences Private Limited
	占比	10.39%	3.13%	2.66%	2.56%	2.21%
2020	名称	药明康德	Fluorochem Limited	Sigma-Aldrich	康龙化成	Aragen Life Sciences Private Limited
	占比	11.29%	6.69%	3.67%	2.99%	2.28%
2019	名称	药明康德	Fluorochem Limited	康龙化成	中国科学院及其下属机构	AstaTech, Inc.
	占比	11.46%	9.08%	3.39%	3.16%	2.59%

资料来源：毕得医药招股说明书、毕得医药年报、开源证券研究所

2、Combi-Blocks 是集研产销于一体的老牌分子砌块企业，与毕得医药高度协同

Combi-Blocks 成立于 1997 年，总部位于美国圣地亚哥，是集研发、生产和销售于一体的药物分子砌块和科学试剂企业。Combi-Blocks 产品主要服务于药物靶点发现等新药研发的前期关键环节，产品数量丰富，有超过 12 万种常备分子砌块现货库存，可向客户提供超 29 万种分子砌块；其中，硼酸类产品优势较明显，于欧

美市场的占有率较高。

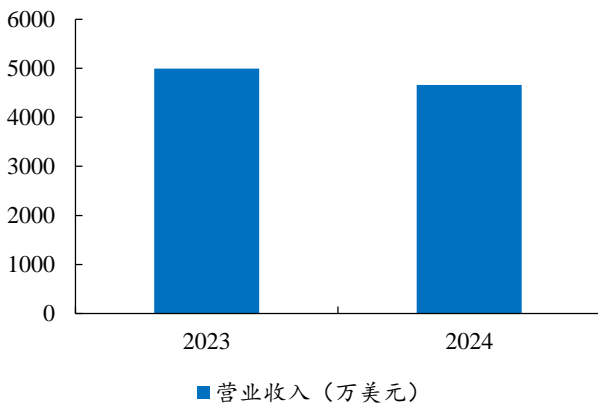
表3: Combi-Blocks 产品数量丰富, 有超过 12 万种常备分子砌块现货库存

核心竞争力	具体描述
技术先进性	Combi 的产品主要服务于药物靶点发现等新药研发的前期关键环节, 经过专业研发团队多年来对行业内新药物分子实体 (NME) 发展动态的密切跟踪, 已形成药物分子砌块和科学试剂研究开发、定制化设计与合成等领域的先进核心技术体系
产品布局完整性	Combi 产品数量丰富, 有超过 12 万种常备分子砌块现货库存, 可向客户提供超过 29 万种分子砌块, 能够满足下游客户对药物分子砌块和科学试剂高技术、多品类、微小剂量和多频次需求
优质的客户群体及销售网络	Combi 进入分子砌块市场较早、发展时间较长、成熟度较高, 其在美国、欧洲、印度、日本、韩国和中国等地区均有销售网络布局, 并与多家全球知名药企及全球知名化学试剂企业建立了长期合作关系

资料来源: 毕得医药公告、开源证券研究所

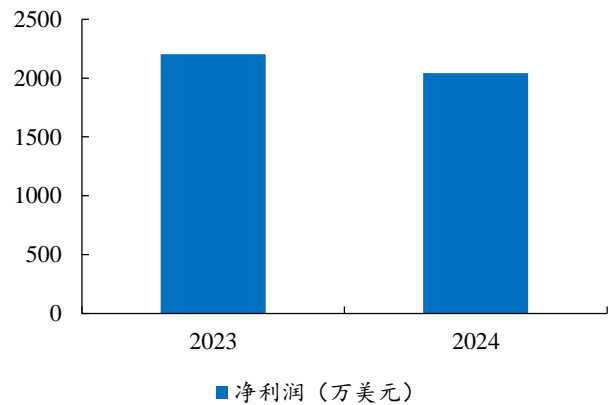
Combi-Blocks 营业收入与利润已基本稳定, 盈利能力较高。2023 与 2024 年营收分别为 4996.31/4659.15 万美元, 净利润分别为 2204.18/2042.37 万美元, 净利率分别为 44.1%/43.8%。

图8: 2023-2024 年 Combi-Blocks 营收超 4500 万美元



数据来源: 毕得医药公告、开源证券研究所

图9: 2023-2024 年 Combi-Blocks 净利润超 2000 万美元

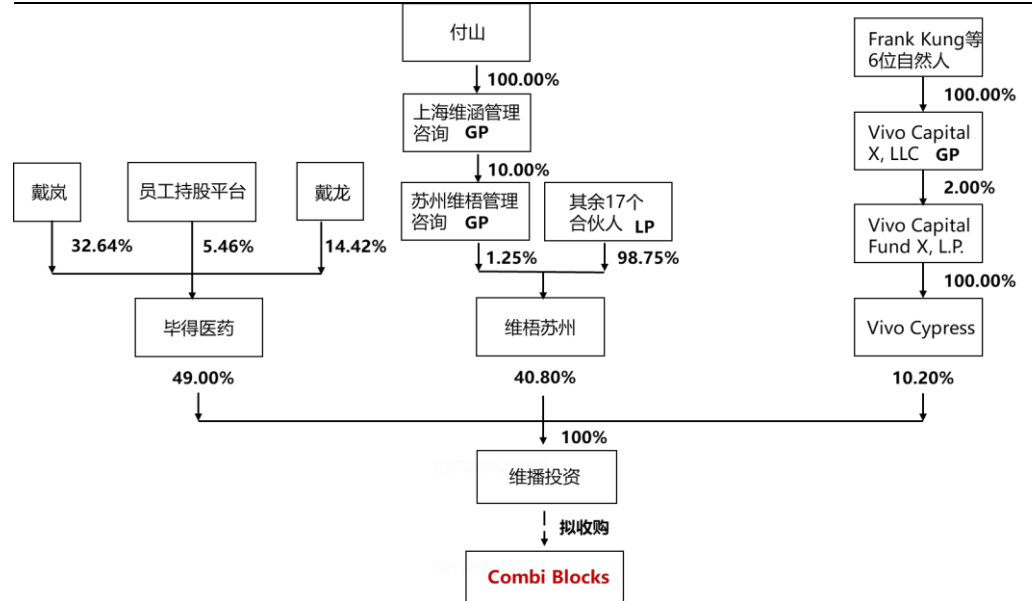


数据来源: 毕得医药公告、开源证券研究所

2.1、毕得医药成立合资公司拟收购 Combi-Blocks, 公司有望迈入发展新阶段

2025 年 1 月 13 日, 毕得医药发布公告, 与维梧 (苏州) 健康产业投资基金、Vivo Cypress X, Co. Limited 共同出资设立合资公司珠海维播投资, 并进一步增资至 2.15 亿美元; 其中, 毕得医药拟向维播投资增资 1.03 亿美元, 增资后的持股比例保持 49.00%。各股东向维播投资支付的出资款主要用于收购 Combi-Blocks, Inc.100% 股权, 维播投资目前已与最终目标公司 Combi-Blocks, Inc.的股东签署收购协议, Combi-Blocks, Inc.100% 股权基础成交价约 2.15 亿美元。

除毕得医药外, 合资公司的其他两个股东均为医疗健康行业投资经验丰富的基金, 其中维梧苏州为合法设立且经备案的专业从事医疗健康行业投资的私募股权投资基金, Vivo Cypress 母公司 Vivo Capital Fund X, L.P.为专业从事医疗健康行业投资的美元基金。

图10：毕得医药与另外两家基金共同设立合资公司，用于收购 Combi-Blocks


资料来源：毕得医药公告、开源证券研究所

2025年1月27日，毕得医药发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》公告，拟向不超过35名符合条件的特定投资者以询价的方式发行股票募集配套资金，购买维梧苏州、Vivo Cypress 所持有的维播投资部分股权，以取得维播投资控制权，从而实现对最终目标公司 Combi-Blocks 的控制，经交易双方协商，本次交易的股份发行价格为 34.02 元/股。

我们认为，本次收购毕得医药有望迈入发展新阶段：从业务上看，此次收购可以快速补充分子砌块和科学试剂的产品种类，并完善海外销售渠道，提升在全球的供应链与仓储运营效率；从业绩上看，Combi-Blocks 的收购短期内能够增厚毕得医药的业绩，中长期维度看，毕得医药有望凭借 Combi-Blocks 已有的产品线、渠道与客户群提升在全球市场的份额与地位，并提升公司的盈利能力；同时，Combi-Blocks 有望依托于毕得医药不断扩充的新品类，在自身品牌的加持下迎来新的增长。同时，自 2024 年第二季度起，公司各季度间业绩环比已基本企稳向上，我们看好公司的长期发展，维持 2024 年并上调 2025/2026 年的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.18/1.42/2.02 亿元（原预计为 1.18/1.34/1.61 亿元），EPS 为 1.30/1.56/2.22 元，当前股价对应 P/E 分别为 37.3/31.0/21.8 倍，维持“买入”评级。

3、风险提示

收购失败、整合不及预期、药物发现市场需求下降等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2245	2261	2459	3204	3474
现金	1506	1274	1348	1620	1950
应收票据及应收账款	177	237	192	329	295
其他应收款	17	11	18	17	25
预付账款	7	9	8	13	12
存货	522	699	597	931	897
其他流动资产	16	30	295	295	295
非流动资产	115	154	140	133	136
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	39	43	40	44	49
无形资产	0	1	1	1	1
其他非流动资产	75	110	100	88	87
资产总计	2359	2415	2599	3337	3610
流动负债	249	275	423	1075	1216
短期借款	10	0	68	783	737
应付票据及应付账款	167	180	265	210	386
其他流动负债	72	95	91	82	94
非流动负债	34	51	51	51	51
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	51	51	51	51
负债合计	283	325	473	1125	1267
少数股东权益	0	0	-0	-1	-2
股本	65	91	91	91	91
资本公积	1776	1754	1754	1754	1754
留存收益	242	252	328	406	495
归属母公司股东权益	2076	2090	2126	2212	2345
负债和股东权益	2359	2415	2599	3337	3610

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	30	-57	357	-380	458
净利润	146	108	118	141	201
折旧摊销	14	24	22	26	16
财务费用	-18	-30	-29	-19	-14
投资损失	-0	-4	0	0	0
营运资金变动	-142	-243	233	-543	243
其他经营现金流	30	87	13	14	12
投资活动现金流	-43	-29	-282	-27	-26
资本支出	38	61	9	19	19
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-4	32	-273	-9	-7
筹资活动现金流	1310	-138	-69	-36	-55
短期借款	10	-9	67	715	-46
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	16	26	0	0	0
资本公积增加	1293	-22	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-132	-136	-752	-9
现金净增加额	1302	-230	7	-444	376

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	834	1092	1155	1388	1671
营业成本	464	655	695	819	980
营业税金及附加	4	5	6	6	8
营业费用	93	127	128	153	180
管理费用	72	120	114	146	155
研发费用	46	63	66	81	90
财务费用	-18	-30	-29	-19	-14
资产减值损失	-7	-18	24	24	24
其他收益	11	7	0	0	0
公允价值变动收益	-0	-13	-8	-9	-7
投资净收益	0	4	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	172	127	138	165	235
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	172	126	138	165	235
所得税	26	18	20	23	34
净利润	146	108	118	141	201
少数股东损益	0	-1	-0	-0	-1
归属母公司净利润	146	110	118	142	202
EBITDA	149	118	129	169	232
EPS(元)	1.61	1.21	1.30	1.56	2.22

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	37.5	30.9	5.8	20.2	20.4
营业利润(%)	49.8	-26.3	8.8	19.7	42.2
归属于母公司净利润(%)	49.6	-24.9	7.8	20.1	42.1
获利能力					
毛利率(%)	44.4	40.0	39.8	41.0	41.3
净利率(%)	17.5	9.9	10.2	10.2	12.0
ROE(%)	7.0	5.2	5.5	6.4	8.6
ROIC(%)	5.5	3.8	4.1	4.1	6.0
偿债能力					
资产负债率(%)	12.0	13.5	18.2	33.7	35.1
净负债比率(%)	-72.1	-60.2	-60.2	-37.8	-51.8
流动比率	9.0	8.2	5.8	3.0	2.9
速动比率	6.8	5.5	4.3	2.1	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.5	5.3	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	2.5	3.8	3.1	3.5	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.61	1.21	1.30	1.56	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	-0.63	3.93	-4.18	5.03
每股净资产(最新摊薄)	22.84	22.99	23.39	24.34	25.80
估值比率					
P/E	30.2	40.2	37.3	31.0	21.8
P/B	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	19.5	26.7	22.2	19.5	12.6

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	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	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，属于商业秘密材料，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3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9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