

奥浦迈 (688293.SH)
培养基业务维持高增长，外延并购完善服务能力

2025年03月03日

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

yuruyi@kysec.cn

nieyuanyuan@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790124050002

日期	2025/2/28
当前股价(元)	43.07
一年最高最低(元)	48.67/24.50
总市值(亿元)	48.91
流通市值(亿元)	33.34
总股本(亿股)	1.14
流通股本(亿股)	0.77
近3个月换手率(%)	39.87

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《培养基业务维持高增长，税率变动致利润阶段性承压——公司信息更新报告》-2024.11.1

《培养基业务高速增长，CDMO业务影响短期利润——公司信息更新报告》-2024.8.28

《培养基业务快速增长，CDMO重整后再出发——公司信息更新报告》-2024.4.30

● 奥浦迈：国产培养基龙头企业，2024年培养基业务高增长

2025年2月27日，公司发布2024年度业绩快报。2024年公司实现营业收入2.97亿元，同比+22.26%；归母净利润0.21亿元，同比-60.90%；扣非归母净利润666万元，同比-80.82%。2024年海外业务收入较2023年增长163.10%。单看Q4，公司实现营收0.81亿元，同比+13.93%，环比+12.64%。因受部分客户项目暂停或取消、融资进程受阻等多重因素的影响，公司CDMO服务收入较上年同期进一步下降。我们下调2024-2025年、上调2026年盈利预测，预计归母净利润分别为0.21/0.59/0.99亿元（原预计为0.47/0.67/0.93亿元），EPS为0.19/0.52/0.87元，当前股价对应P/E分别为233.2/83.6/49.8倍，维持“买入”评级。

● 公司拟收购澎立生物100%股权，将于多方面形成高度协同

2025年2月7日，公司发布拟通过向澎立生物股东增发奥浦迈股份及现金支付的方式收购澎立生物100%股权的预案。通过本次交易，公司与澎立生物将把创新药研究开发与工艺生产良好结合，形成业务和客户协同、海外战略布局协同、运营管理体系协同等显著协同效应，实现优势互补。本次交易完成后，公司将切实有效的提升自身在海外市场的品牌影响力及市场份额，将公司加速打造成为更具国际竞争力的跨国企业。

● 澎立生物：国内最早的CRO公司之一，具有丰富的国内外客户资源

澎立生物成立于2008年，是国内最早聚焦于创新药研发临床前药效学研究评价的CRO公司之一。公司拥有一支成熟的国际化服务技术团队和国际化商务拓展团队，与包括赛诺菲、BI、梯瓦、武田、强生等在内的国际化制药企业等达成合作，积累了优质且丰富的客户资源。2024年澎立生物海外业务收入占比超过30%，还于2024年下半年顺利完成对美国BTS Research的战略并购，使公司具备了美国GLP标准的药物研发安全性评价能力，进一步加速了澎立生物国际化。

● 风险提示：培养基配方流失、客户在研管线推进不及预期、客户项目商业化不及预期、CDMO商业化产能释放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	294	243	297	411	553
YOY(%)	38.4	-17.4	22.3	38.4	34.4
归母净利润(百万元)	105	54	21	59	99
YOY(%)	74.5	-48.7	-60.9	179.0	67.8
毛利率(%)	64.0	58.8	56.7	60.3	60.9
净利率(%)	35.8	22.2	7.1	14.3	17.9
ROE(%)	4.8	2.5	1.0	2.6	4.3
EPS(摊薄/元)	0.93	0.48	0.19	0.52	0.87
P/E(倍)	46.7	91.1	233.2	83.6	49.8
P/B(倍)	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 奥浦迈：国产培养基龙头企业，2024 年培养基业务高增长.....	3
2、 奥浦迈收购澎立生物，加速公司全链条和国际化布局.....	5
2.1、 澎立生物：国内最早的 CRO 公司之一，具有丰富的国内外客户资源.....	5
2.2、 公司拟收购澎立生物 100% 股权，将与公司多方面形成高度协同.....	7
3、 风险提示.....	7
附： 财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 2024 年公司业绩同比回升（亿元）.....	3
图 2： 2024 年公司利润端短暂承压（亿元）.....	3
图 3： 公司培养基业务占比逐步提升.....	4
图 4： 公司海外业务增长势头强劲.....	5
图 5： 公司业务在新药研发流程中所处的阶段.....	5
图 6： 澎立生物营收及利润稳步增长.....	6
图 7： 澎立生物业务将与公司多方面形成高度协同.....	7
表 1： 历时 12 年高速发展，公司已发展成为我国国产培养基龙头.....	3
表 2： 公司产品与服务已经得到了业界的广泛认可，使用公司培养基产品的客户范围不断扩大.....	4
表 3： 2022 年 1-9 月，澎立生物前五大客户合计销售占比 18.58%.....	6

1、奥浦迈：国产培养基龙头企业，2024 年培养基业务高增长

奥浦迈成立于 2013 年，历时 12 年高速发展，现已成为我国国产蛋白/抗体培养基龙头。公司拥有国际领先的技术研发团队和完整的商业化生产质量管理体系，为客户提供卓越、稳定、个性化的“一站式”细胞培养解决方案，成为了全球制药企业的重要战略合作伙伴。公司在实现国内蛋白抗体培养基进口替代的同时，也积极拓展海外业务。截至 2024Q3 海外业务增长势头强劲。

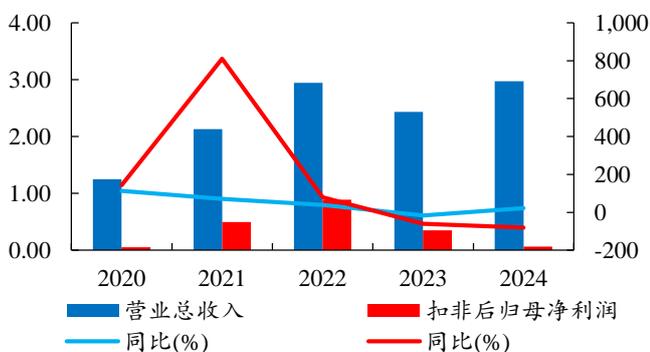
表1：历时 12 年高速发展，公司已发展成为我国国产培养基龙头

年份	事件
2013	设立上海奥浦迈生物科技有限公司
2014	约 500 m ² 培养基研发实验室
2015	Rrc-A 轮融资
2016	约 2000 m ² 培养基生产车间&研发拓展
2017	A 轮融资：达晨创投；ISO9001 质量体系认证（德国 TUV NORD）；约 2000 平方米培养基生产车间
2018	约 4000 m ² CDMO 平台；A+轮融资：华兴医疗产业基金
2019	培养基研发实验室拓展至约 1500 m ²
2020	Pre-B 轮融资：国寿大健康基金；B 轮融资：中信产业基金
2021	第二期约 6000 m ² 培养基生产基地正式投产
2022	登陆科创板；OPM Biosciences Inc. 在美国注册成立
2023	约 6000 m ² 生物药 CDMO 平台落成

资料来源：公司官网、开源证券研究所

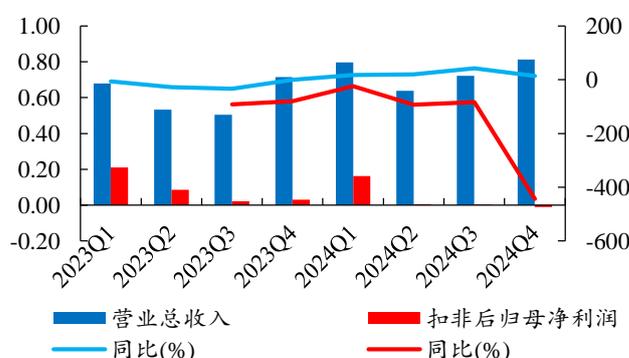
2023 年公司营收及利润受到 CDMO 业务影响而下降，2024 年营收同比已实现回升。2023 年实现营收 2.43 亿元，同比下滑 17.41%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比下滑 48.72%；扣非归母净利润 0.35 亿元，同比下滑 60.89%；2024 年公司实现营业收入 2.97 亿元，同比增长 22.26%；归母净利润 0.21 亿元，同比下滑 60.90%；扣非归母净利润 666.03 万元，同比下滑 80.82%。2024 年公司营收实现已实现回升，利润端承压主要是优于公司所得税税率变动导致。公司于 2024 年收到被取消高新技术企业资格的通知，即自 2024 年开始，公司不再享受国家高新技术企业的相关优惠政策，故公司的所得税税率将从 15% 增至 25%。

图1：2024 年公司业绩同比回升（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

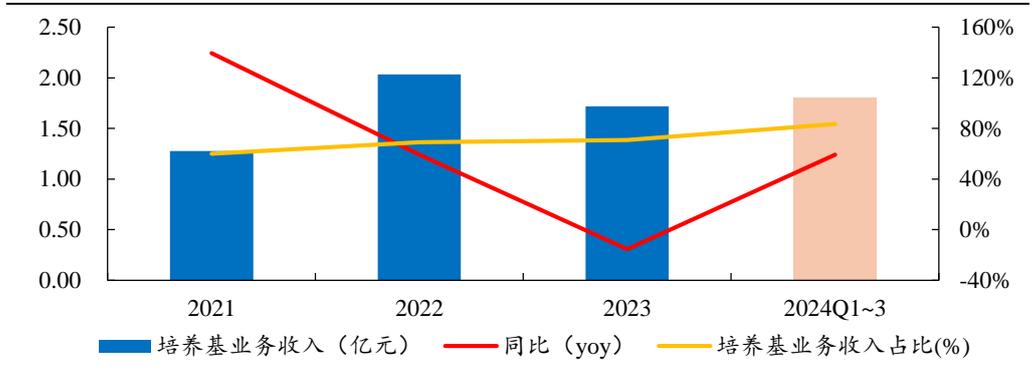
图2：2024 年公司利润端短暂承压（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司培养基业务收入占比逐步提升，截至 2024Q3 培养基收入占比达到了 83.4%。公司在过去十年一直聚焦于蛋白抗体培养基领域，管线数量增长迅速，从 IPO 申报

时（2021年末）的74个增至2024年三季度末的230个。培养基收入也从2021年的1.28亿元增长至2024Q3的1.80亿元，培养基收入占比达到了83.4%。若剔除2022年主要IVD企业客户以及海外某重大客户因特殊原因采购培养基收入影响后，培养基业务收入实现了实质性的增长。公司未来将持续聚焦核心业务培养基，推进国际化，建立以细胞培养产品和服务为核心的生命科学及生物制造国际化平台。

图3：公司培养基业务占比逐步提升


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

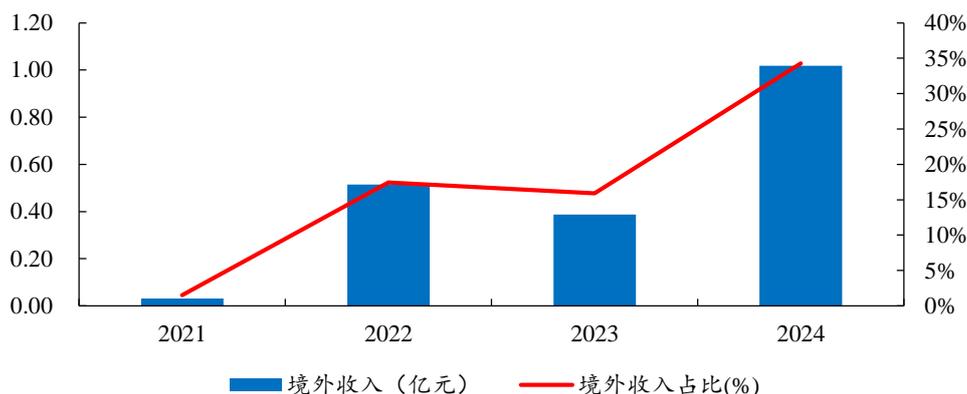
使用公司培养基产品的客户范围不断扩大，截至2024Q3共有230个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品。得益于公司新一代高性能目录培养基产品的优异表现和不断的市场拓展，以及客户管线的稳步推进，使用公司培养基产品的客户基础和产品应用范围不断扩大。截至2024Q3，共有230个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段140个、临床I期阶段30个、临床II期阶段26个、临床III期阶段26个、商业化生产阶段8个，整体相较2023年末增加60个，进一步提升了公司在该领域的竞争力。

表2：公司产品与服务已经得到了业界的广泛认可，使用公司培养基产品的客户范围不断扩大

c	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
2021年末	46	8	7	12	1	74
2022年末	70	19	7	14	1	111
2023年末	96	32	20	19	3	170
2024年第三季度末	140	30	26	26	8	230
2024年前三季度变动	44	-2	6	7	5	60

数据来源：公司2024年第三季度报告、开源证券研究所

得益于公司培养基产品的优异表现以及与境外培养基厂商相比更快的相应速度，公司在海外市场的拓展也取得了显著成绩。2021年到2023年境外收入的复合增长率高达248.69%，显示了公司产品在国际市场上的竞争力和品牌影响力。此外，公司还与多个国内外知名药企、Biotech和科研院所建立了合作关系，截至2023年末累计服务了超过1,400家客户，进一步证明了其在行业内的领先地位。2024年公司海外业务的增长势头依然强劲，2024年实现海外收入1.02亿元，同比增长163.10%。公司未来将持续推进国际化，建立以细胞培养产品和服务为核心的生命科学及生物制造国际化平台。

图4：公司海外业务增长势头强劲


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2、奥浦迈收购澎立生物，加速公司全链条和国际化布局

2025年2月7日，公司发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案。公司拟通过向澎立生物股东增发奥浦迈股份及现金支付的方式收购澎立生物100%股权。经交易各方友好协商，本次发行股份价格为32.00元/股，不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%，锁定期12个月。同时拟向不超过35名特定投资者定增募集配套资金，资金总额不超过购买资产交易价格的100%，发行股份数量不超过交易前上市公司总股本的30%，锁定期6个月。

2.1、澎立生物：国内最早的CRO公司之一，具有丰富的国内外客户资源

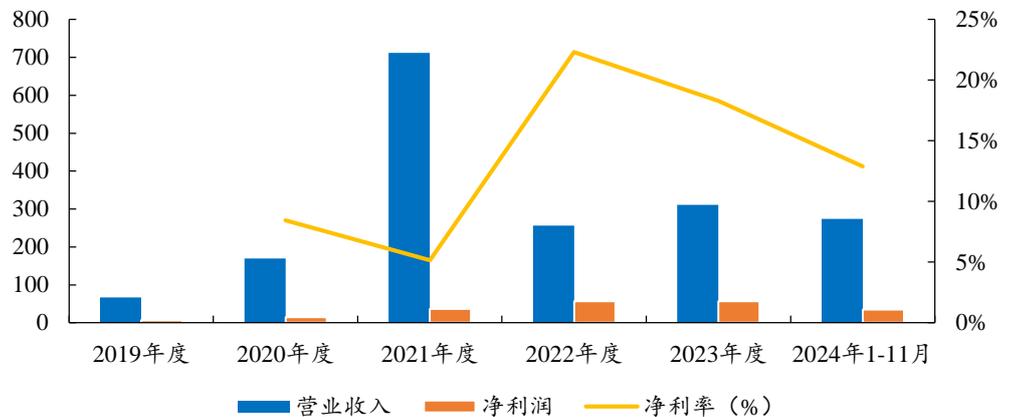
澎立生物成立于2008年，是国内最早聚焦于创新药研发临床前药效学研究评价的CRO公司之一。澎立生物持续专注于临床前药效学研究评价领域，所参与的药物研发项目中，IND申报项目超过600件。通过大量的项目试验积累，标的公司在药效评价等服务领域积累了丰富的经验，使得澎立生物在对疾病的理解、药物评价know-how等方面建立起了领先优势。

图5：公司业务在新药研发流程中所处的阶段


资料来源：公司公告

澎立生物 2024 年营收及利润略有下降, 2025 年有望逐步恢复。公司 2022 年度、2023 年度与 2024 年（截至 11 月 30 日）营收分别为 2.56/3.11/2.74 亿元, 净利润分别为 0.57/0.57/0.35 亿元, 净利率分别为 22.3%/18.3%/12.9%。2024 年澎立生物收入及利润略有下滑, 主要系行业需求不振, 国内竞争激烈, 同时并购 BTS 的影响。

图6: 澎立生物营收及利润稳步增长



数据来源: 公司公告、澎立生物招股说明书、开源证券研究所

澎立生物已与国内外近千家制药企业、生物科技公司、科研单位等达成合作, 积累了优质且丰富的客户资源。持续专注的服务亦为标的公司赢得了广泛的客户信赖, 标的公司已与包括赛诺菲、勃林格殷格翰、梯瓦、武田、强生, 以及恒瑞医药、科伦博泰、正大天晴、迈威生物、天境生物、上海医药等在内的国内外近千家制药企业、生物科技公司、科研单位等达成合作, 积累了优质且丰富的客户资源。根据澎立生物 2023 年 3 月招股说明书, 2022 年 1-9 月澎立生物前五大客户分别为长春高新、Teva、Imcheck、北京大有生物医药有限公司以及 Prometheus Biosciences。前五大客户合计销售占比 18.58%。

表3: 2022 年 1-9 月, 澎立生物前五大客户合计销售占比 18.58%

序号	客户名称	销售内容	销售金额(万元)	销售占比 (%)
1	长春高新技术产业(集团)股份有限公司	药物临床前 CRO 服务	984.07	5.47
2	Teva Pharmaceutical Industries Ltd	药物临床前 CRO 服务	771.07	4.29
3	Imcheck Therapeutics	药物临床前 CRO 服务	671.13	3.73
4	北京大有生物医药有限公司	药物临床前 CRO 服务	497.51	2.77
5	Prometheus Biosciences, Inc	药物临床前 CRO 服务	417.90	2.33
合计			3,341.68	18.58

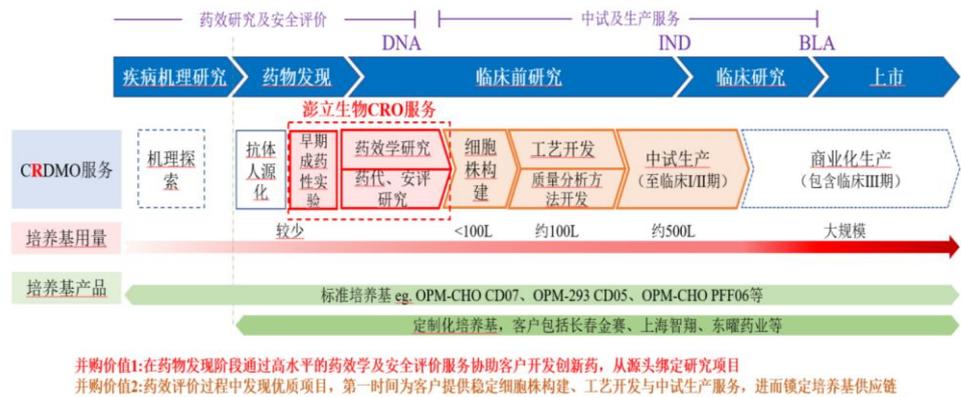
资料来源: 澎立生物招股说明书、开源证券研究所

澎立生物拥有一支成熟的国际化服务技术团队和国际化商务拓展团队, 与部分国际化制药企业建立了全面深入的战略合作。澎立生物自成立伊始持续建立国际化服务能力, 以其前瞻性开发的非人灵长类动物药效学评价平台在大分子药物建立了先发竞争优势地位, 近年澎立生物服务大分子创新药(包括 ADC 药物)的收入占比已突破 50%, 同时, 小分子创新药物以及创新医疗器械业务均具有较强的客户粘性。2024 年澎立生物海外业务收入占比超过 30%, 还于 2024 年下半年顺利完成对美国 BTS Research 的战略并购, 使公司具备了美国 GLP 标准的药物研发安全性评价能力, 进一步加速了国际化。

2.2、公司拟收购澎立生物 100%股权，将与公司多方面形成高度协同

通过本次交易，奥浦迈与澎立生物将把创新药研究开发与工艺生产良好结合，形成业务和客户协同、海外战略布局协同、运营管理体系协同等显著协同效应，实现优势互补。奥浦迈将切实有效的提升自身在海外市场的品牌影响力及市场份额，将公司加速打造成为更具国际竞争力的跨国企业。

图7：澎立生物业务将与公司多方面形成高度协同



资料来源：公司公告

3、风险提示

培养基配方流失、客户在研管线推进不及预期、客户项目商业化不及预期、CDMO 商业化产能释放不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1869	1659	1612	1600	1618
现金	1506	1282	1190	1100	1035
应收票据及应收账款	77	96	115	178	216
其他应收款	8	8	12	16	21
预付账款	2	2	3	3	5
存货	44	49	71	82	120
其他流动资产	232	222	222	222	222
非流动资产	479	643	668	723	788
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	117	164	191	236	283
无形资产	40	39	46	55	65
其他非流动资产	322	440	431	433	439
资产总计	2348	2302	2280	2323	2406
流动负债	89	71	28	29	34
短期借款	20	0	0	0	0
应付票据及应付账款	21	37	0	0	0
其他流动负债	48	33	28	29	34
非流动负债	74	74	74	74	74
长期借款	11	0	0	0	1
其他非流动负债	63	74	74	74	74
负债合计	163	144	101	103	109
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-2
股本	82	115	115	115	115
资本公积	1925	1899	1899	1899	1899
留存收益	178	159	177	227	308
归属母公司股东权益	2185	2159	2180	2221	2299
负债和股东权益	2348	2302	2280	2323	2406

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	112	58	-41	19	71
净利润	105	53	21	59	98
折旧摊销	29	34	41	53	69
财务费用	-11	-21	-17	-9	-9
投资损失	-4	-13	-6	-7	-7
营运资金变动	-40	-39	-87	-83	-87
其他经营现金流	32	43	6	5	7
投资活动现金流	-386	-150	-60	-100	-125
资本支出	147	78	67	108	133
长期投资	-3	-30	0	0	0
其他投资现金流	-236	-42	7	8	9
筹资活动现金流	1474	-133	8	-8	-12
短期借款	-20	-20	0	0	0
长期借款	-7	-11	0	0	0
普通股增加	20	33	0	0	0
资本公积增加	1496	-26	0	0	0
其他筹资现金流	-15	-109	8	-9	-12
现金净增加额	1203	-224	-93	-90	-66

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	294	243	297	411	553
营业成本	106	100	129	163	216
营业税金及附加	1	1	2	2	2
营业费用	14	16	26	33	41
管理费用	46	58	85	115	138
研发费用	33	43	33	41	50
财务费用	-11	-21	-17	-9	-9
资产减值损失	-0	-0	-9	-6	-8
其他收益	10	8	6	7	8
公允价值变动收益	2	2	1	1	1
投资净收益	4	13	6	7	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	116	62	37	68	114
营业外收入	4	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	119	62	37	68	114
所得税	14	8	16	9	16
净利润	105	53	21	59	98
少数股东损益	0	-1	-0	-0	-1
归属母公司净利润	105	54	21	59	99
EBITDA	113	64	48	94	157
EPS(元)	0.93	0.48	0.19	0.52	0.87

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	38.4	-17.4	22.3	38.4	34.4
营业利润(%)	80.5	-46.7	-40.7	85.5	67.5
归属于母公司净利润(%)	74.5	-48.7	-60.9	179.0	67.8
获利能力					
毛利率(%)	64.0	58.8	56.7	60.3	60.9
净利率(%)	35.8	22.2	7.1	14.3	17.9
ROE(%)	4.8	2.5	1.0	2.6	4.3
ROIC(%)	3.3	1.2	0.2	1.6	3.3
偿债能力					
资产负债率(%)	6.9	6.3	4.4	4.4	4.5
净负债比率(%)	-66.5	-58.5	-54.0	-49.0	-44.5
流动比率	20.9	23.5	58.4	55.1	47.1
速动比率	19.7	21.7	53.1	49.6	41.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	5.0	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	6.1	3.4	6.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	0.48	0.19	0.52	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.51	-0.36	0.17	0.63
每股净资产(最新摊薄)	19.24	19.01	19.20	19.56	20.24
估值比率					
P/E	46.7	91.1	233.2	83.6	49.8
P/B	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	29.8	56.2	76.3	40.0	24.2

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