


公司评级 **增持（首次）**
报告日期 2025 年 11 月 15 日

基础数据

11 月 14 日收盘价（港元）	6.39
总市值（亿港元）	46.37
总股本（亿股）	7.27

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：黄翰漾

S0190519020002

请注意：黄翰漾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

S0190515090001

BUN498

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：乔波耀

S0190525070004

请注意：乔波耀并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

qiaoboyao@xyzq.com.cn

分析师：龚涵清

S0190525060005

请注意：龚涵清并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

gonghanqing@xyzq.com.cn

艾迪康控股(09860.HK)
拟收购冠科生物，推动战略升级
投资要点：

- **艾迪康拟全资收购冠科生物。**艾迪康于 2025 年 11 月 13 日宣布 JSR Life Sciences, LLC 签署最终股份购买协议，拟收购 Crown Bioscience International（“冠科生物”）全部已发行股份。本次交易基础对价为 2.04 亿美元（包括业绩对价），最终金额将根据交割后常规调整情况作相应调整。交易预计将于 2026 年年中完成。

冠科生物是一家全球性的合同研究组织（CRO），专注于药物发现、临床前及转化研究，致力于推动肿瘤与免疫肿瘤领域的科研进展。交易完成后，冠科生物将作为艾迪康旗下的独立实体继续运营，保持科研领先优势和全球客户关系，同时借助艾迪康的资源 and 能力实现进一步发展。

- **标的亮点：冠科生物在临床前体内外肿瘤研究领域实力领先。**冠科生物成立于 2006 年，公司总部位于美国加利福尼亚圣地亚哥，在美洲、欧洲、亚洲设有分公司及研发中心。目前冠科生物拥有全球最大的患者来源肿瘤异种移植（PDX）模型库及先进的肿瘤类器官平台。冠科生物有着高质量的全球客户覆盖及合作，有较高的品牌认可度。冠科生物为全球超过 1100 家生物制药及生物技术公司提供服务，客户群体涵盖全球前 20 大制药公司，其海外业务大约占总收入的 80%。2025 年 10 月，冠科生物获得由《全球健康与医药》杂志颁发的 2025 年度“最佳临床前肿瘤学 CRO”称号。冠科生物 AI 领域布局有领先。冠科生物在 AI 领域的布局紧密围绕其临床前研发核心业务展开，通过构建高质量、大规模的多组学数据库作为底层数据基石，并独立开发了药物协同效应预测平台 SynAI，以解决药物联用及耐药性等研发痛点。
- **艾迪康战略升级，打造全球端到端实验室服务平台。**本次收购是艾迪康战略发展的重要里程碑，标志着公司将从中国领先的诊断平台，正式升级为覆盖检测服务、临床开发与临床前研究的全球一体化实验室服务提供商。本次收购将为艾迪康注入新的增长动能。公司独立临床实验室（ICL）业务产生的稳定现金流，将与冠科生物高利润率的合同研究组织（CRO）服务形成互补，共同构建更平衡、更具扩展性的商业模式。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 26.06、27.42、30.17 亿元，同比增长-10.58%、5.21%、10.05%；归母净利润为 0.56、0.67、0.94 亿元，同比增长 19.79%、18.59%、41.47%。对应 2025 年 11 月 14 日收盘价，PE 为 75.52、63.68、45.01 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动的风险；并购整合不及预期的风险；国际地缘政治环境不确定的风险；行业竞争加剧程度超出预期的风险。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2914	2606	2742	3017
同比增长	-11.64%	-10.58%	5.21%	10.05%
归母净利润（百万元）	47	56	67	94
同比增长	-79.98%	19.79%	18.59%	41.47%
每股收益（元）	0.07	0.08	0.09	0.13
市盈率	117.93	75.52	63.68	45.01

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

艾迪康拟全资收购冠科生物。艾迪康于 2025 年 11 月 13 日宣布 JSR Life Sciences, LLC 签署最终股份购买协议，拟收购 Crown Bioscience International (“冠科生物”) 全部已发行股份。本次交易基础对价为 2.04 亿美元 (包括业绩对价)，最终金额将根据交割后常规调整情况作相应调整。交易预计将于 2026 年年中完成。

冠科生物是一家全球性的合同研究组织 (CRO)，专注于药物发现、临床前及转化研究，致力于推动肿瘤与免疫肿瘤领域的科研进展。交易完成后，冠科生物将作为艾迪康旗下的独立实体继续运营，保持科研领先优势和全球客户关系，同时借助艾迪康的资源 and 能力实现进一步发展。

交易对价结构：首期付款 1.2 亿美元，于交易完成时支付；第一笔或有付款最高 4000 万美元，需满足 2026 年 3 月 31 日止 12 个月的调整后 EBITDA 目标 (1890 万美元)；第二笔或有付款最高 4400 万美元，需满足 2027 年全年调整后 EBITDA 目标 (2600 万美元)。

表1、艾迪康收购冠科生物的交易对价结构

	冠科生物业绩条件	支付价格
首付款	—	1.2 亿美元
第一笔或有付款	2025 年经调整 EBITDA 超过 1890 万美元	4000 万美元
	2025 年经调整 EBITDA 超过 1350 万美元、不足 1890 万美元	超过 1350 万美元的每个 13.5 万美元之整数增量，应付 100 万美元
	2025 年经调整 EBITDA 低于 1350 万美元	0
第二笔或有付款	2027 年经调整 EBITDA 超过 2600 万美元	4400 万美元
	2027 年经调整 EBITDA 超过 2000 万美元、不足 2600 万美元	超过 2000 万美元的每个 13.64 万美元之整数增量，应付 100 万美元
	2027 年经调整 EBITDA 低于 2000 万美元	0

数据来源：艾迪康公告，兴业证券经济与金融研究院整理

冠科生物业绩良好，交易估值合理。截至 2025 年 9 月 30 日的六个月期间 (2025.3–2025.9)，冠科生物实现收入 7167.3 万美元，同比增长 6.88%；EBITDA 968.8 万美元，同比增长 12.79%；除税后溢利 355.4 万美元，同比增长 26.12%。

从交易估值来看，艾迪康需支付的首付款+第一笔或有付款总价 1.60 亿美元，对应冠科生物 2025 财年业绩目标 1890 万美元，相当于约 8.5 倍 EV/EBITDA 比率。艾迪康需支付的首付款+第一笔或有付款+第二笔或有付款总价 2.04 亿美元，对应冠科生物 2027 年业绩目标 2600 万美元，相当于 7.8 倍 EV/EBITDA 比率。

表2、冠科生物基本盈利数据

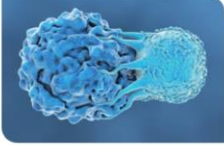
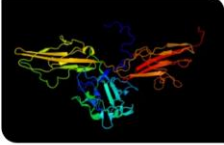
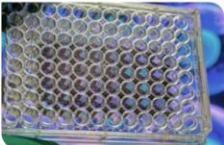
千美元	2023.3- 2024.3	2024.3- 2024.9	2024.3- 2025.3	2025.3- 2025.9
收入	147,690	67,057	139,825	71,673
yoy			-5.33%	6.88%
毛利率	47.70%	46.36%	48.62%	48.92%
毛利	70,453	31,088	67,988	35,063
EBITDA	19,338	7,187	21,642	9,688
yoy			-3.50%	12.79%
EBITDA/收入	13.09%	10.72%	15.48%	13.52%
除税后利润	6,622	1,598	9,565	3,554
yoy			18.21%	26.12%
除税后利润/收入	4.48%	2.38%	6.84%	4.96%

数据来源：艾迪康公告，兴业证券经济与金融研究院整理

点评

- **冠科生物在临床前体外内肿瘤研究领域实力领先。**冠科生物成立于 2006 年，公司总部位于美国加利福尼亚圣地亚哥，在美洲、欧洲、亚洲设有分公司及研发中心。经过多年投入和积累，目前冠科生物拥有全球最大的患者来源肿瘤异种移植（PDX）模型库及先进的肿瘤类器官平台，能够提供卓越的转化性和患者反应预测能力，其专业能力覆盖体外（in vitro）、体内（in vivo）及体外活体（ex vivo）研究方法。艾迪康将继续支持这些创新能力，助力生物制药合作伙伴加速肿瘤药物开发，并提升转化决策的信心。

图1、冠科生物主要服务项目

 生物标志物发现服务 通过在早期识别候选生物标志物来降低药物开发的风险，并利用我们的生物标志物发现服务来优化临床试验设计。 了解更多	 DMPK服务 通过我们的体内药物代谢和药代动力学服务（DMPK）快速评估您分子的药物和安全性，以此来选择最稳健的药物剂型。 了解更多
 功效测试 探究新型HuGEMM™和HuCELL™平台是如何评估您分子的功效，并推进您的免疫肿瘤药物研发计划。 了解更多	 药理学和生物分析服务 充分利用我们的结构生物学服务组合，这包括重组蛋白表达和蛋白质晶体学，以及RNAi靶点验证服务。 了解更多
 筛选 找到最合适的筛选方法，加速您的药物开发：使用MuScreen™发现体内筛选的最佳方式，使用OmniScreen™发现体外细胞系筛选的最佳方式。 了解更多	 毒理学 开展安全药理学研究，可作为单独评估服务，也可添至我们的整组毒理学分析服务，以评估心血管、代谢和肾/泌尿系统。 了解更多

数据来源：冠科生物官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **冠科生物有着高质量的全球客户覆盖及合作，有较高的品牌认可度。**冠科生物为全球超过 1100 家生物制药及生物技术公司提供服务，客户群体涵盖全球前 20 大制药公司，2024 财年其总收入的约 80%来自欧美区域。2025 年

6 月，冠科生物获得知名行业媒体 Fierce Biotech 颁发的"Fierce CRO 全球运营卓越奖"；同年 10 月，冠科生物获得由《全球健康与医药》(GHP) 杂志颁发的 2025 年度医疗与制药大奖，获得“最佳临床前肿瘤学 CRO”称号。

图2、冠科生物部分重点客户



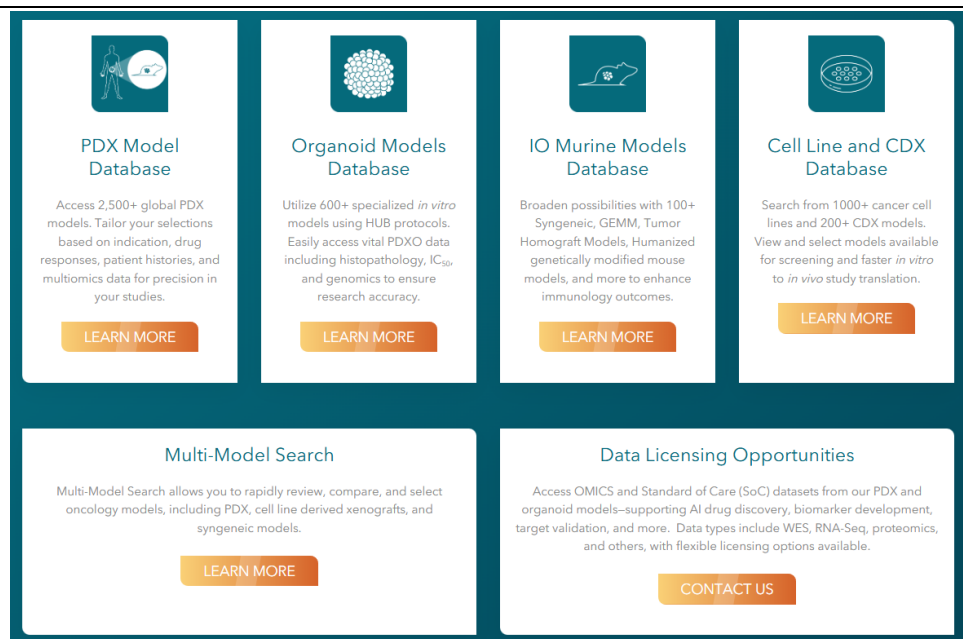
数据来源：冠科生物官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **冠科生物 AI 领域布局有大规模、高质量的数据库，以及先进的模型。**冠科生物在 AI 领域的布局紧密围绕其临床前研发核心业务展开，通过构建高质量、大规模的多组学数据库作为底层数据基石，并独立开发了药物协同效应预测平台 SynAI，以解决药物联用及耐药性等研发痛点。
 - 1) 庞大的模型库与数据规模：冠科生物拥有全球最大、覆盖最广的可商用模型库之一，这是其数据资产的坚实基础。冠科生物建立了大量的 PDX 模型，并沉淀成了丰富的模型数据库，包括可检索的在线人源肿瘤异体移植模型(PDX)数据库 HuBase™，全球首个细胞系及细胞系来源异体移植模型数据库 XenoBase®，可以在线浏览和查询模型基因组、蛋白组以及药理学数据的工具 MuBase®，在线可搜索类器官数据库 OrganoidBase™，能够快速准确地为药物开发研究找到最合适的模型。
 - 2) 独特的预处理模型：冠科生物拥有包含 25 个癌种的超过 300 个 Pretreated PDX 模型，如来自于 KRAS 抑制剂治疗后复发/耐药病人的携带特定 KRAS 突变的模型以及 PD-1/PD-L1 治疗后耐药模型。这些模型来源于对临床现有治疗方案产生耐药性或治疗后复发的患者，能更精准地模拟临床耐药场景，是评估新药和克服耐药性的宝贵工具。
 - 3) 数据的高质量与高临床关联性：通过收购 Indivumed Services，冠科生物获得了接近 100 万份附有全面临床数据的生物样本，这些样本均通过

独特的标准化操作程序获取，确保了其独一无二的质量，适用于深度的多组学分析和模型开发。

- 4) SynAI 使用了包含 NCI 提供的 60 株癌细胞系对超过 100 多种 FDA 批准的小分子药物的 100 多万对联合给药的体外协同效应数据进行训练，并不需要进行实际的药物合成以及对药物结构的分析，同时可以显著提高候选化合物筛选的命中率。

图3、冠科生物肿瘤模型数据库



数据来源：冠科生物官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **艾迪康战略升级，打造全球端到端实验室服务平台。**本次收购是艾迪康战略发展的重要里程碑，标志着公司将从中国领先的诊断平台，正式升级为覆盖检测服务、临床开发与临床前研究的全球一体化实验室服务提供商。通过整合艾迪康覆盖全国的临床实验室网络，与冠科生物在肿瘤学和免疫肿瘤学领域的全球临床前及转化研究专业能力，双方合作将优化生物标志物策略，提升转化预测能力，并助力生物制药客户更高效、更有信心地推进潜力疗法进入临床开发。

本次收购将为艾迪康稳健的检测业务注入新的增长动能。公司独立临床实验室（ICL）业务产生的稳定现金流，将与冠科生物高利润率的合同研究组织（CRO）服务形成互补，共同构建更平衡、更具扩展性的商业模式。

- **艾迪康主业有望随着行业回暖而企稳，新业态提供增长动能。**行业层面，2025年，随着集采陆续落地执行，检测服务价格下调，同时由于 DRG 政策的全面推行，整体市场的检测量有所减少，整体行业处于量价齐跌的状态。而随着

各类政策影响落地出清，政策导向往“反内卷”、支持创新侧重，检测行业有望在 2026 年初步企稳回升。

2025 年上半年，公司总收入 12.7 亿元，同比下滑 13.3%，其中三大新业态板块表现出良好的韧性：

- 1) 共建业务：收入同比增长 30%，四年 CAGR 达 48%，主要受益于多家大型三甲医院项目的成功落地。
 - 2) CRO 业务：收入同比增长 18%。公司通过与国内外领先药企的深度合作，持续巩固糖尿病领域优势地位，在 NASH 领域录得强劲表现，并在实体瘤治疗领域实现创新突破，拓展全新业务版图。
 - 3) 特检业务：收入同比下降 6%，但重点产线保持良好增长态势，例如肿瘤产线增长超过 9%。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司 2025–2027 年营业收入分别为 26.06、27.42、30.17 亿元，同比增长–10.58%、5.21%、10.05%；归母净利润为 0.56、0.67、0.94 亿元，同比增长 19.79%、18.59%、41.47%。对应 2025 年 11 月 14 日收盘价，PE 为 75.52、63.68、45.01 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
 - **风险提示：**行业政策变动的风险；并购整合不及预期的风险；国际地缘政治环境不确定的风险；行业竞争加剧程度超出预期的风险。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,051	3,051	3,218	3,483
货币资金	1,044	946	867	925
应收票据及应收账款	1,377	1,448	1,675	1,844
存货	127	117	123	136
其他	503	541	553	578
非流动资产	1,634	1,588	1,560	1,534
固定资产	399	378	359	342
无形资产	400	389	380	370
其他	836	821	821	821
资产总计	4,685	4,640	4,778	5,016
流动负债	1,925	1,944	2,017	2,160
短期借款	468	588	588	588
应付票据及应付账款	722	679	716	787
其他	735	678	713	784
非流动负债	985	866	866	866
长期借款	838	745	745	745
其他	147	121	121	121
负债合计	2,910	2,810	2,882	3,025
股本	0	0	0	0
储备	1,888	1,941	2,004	2,095
归属母公司股东权益	1,648	1,701	1,764	1,855
少数股东权益	127	129	132	136
股东权益合计	1,775	1,830	1,896	1,991
负债及权益合计	4,685	4,640	4,778	5,016

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	230	-76	-45	88
净利润	47	56	67	94
少数股东权益	16	2	3	4
折旧摊销	176	61	58	56
营运资金变动及其他	-8	-196	-173	-66
投资活动现金流	-47	-2	11	15
资本支出	-118	-30	-30	-30
其他投资	70	28	41	45
筹资活动现金流	-102	-15	-42	-42
借款增加	347	27	0	0
普通股增加	-113	0	0	0
已付股利	0	-42	-42	-42
其他	-336	0	0	0
现金净变动	84	-98	-79	59

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,914	2,606	2,742	3,017
营业成本	1,815	1,685	1,777	1,954
销售费用	466	417	425	459
管理费用	253	248	260	272
研发费用	120	117	123	136
财务费用	52	27	27	29
除税前溢利	92	73	87	123
所得税	29	15	17	25
净利润	63	59	70	98
少数股东损益	16	2	3	4
归属母公司净利润	47	56	67	94
EBIT	144	100	114	152
EBITDA	320	161	173	208
EPS (元)	0.07	0.08	0.09	0.13

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-11.64%	-10.58%	5.21%	10.05%
归母净利润增长率	-79.98%	19.79%	18.59%	41.47%
盈利能力				
毛利率	37.70%	35.33%	35.17%	35.22%
归母净利率	1.61%	2.16%	2.44%	3.13%
ROE	2.85%	3.31%	3.79%	5.09%
ROIC	3.19%	2.53%	2.83%	3.65%
偿债能力				
资产负债率	62.12%	60.56%	60.32%	60.31%
流动比率	1.58	1.57	1.60	1.61
速动比率	1.36	1.35	1.38	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.56	0.58	0.62
应收账款周转率	2.01	1.84	1.76	1.71
应付账款周转率	2.48	2.41	2.55	2.60
每股资料 (元)				
每股收益	0.07	0.08	0.09	0.13
每股经营现金	0.32	-0.11	-0.06	0.12
每股净资产	2.27	2.34	2.43	2.55
估值比率 (倍)				
P/E	117.93	75.52	63.68	45.01
P/B	3.64	2.50	2.41	2.29
EV/EBITDA	19.56	28.82	27.31	22.44

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与徐州高新控股集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、菏泽交通投资发展集团有限公司、菏泽市铁路投资发展集团有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、醴陵市绿江投资控股集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、珠海华发集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、济南高新控股集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、新琪安集团股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、GAOXIN INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、XUZHOUI HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Heze Transportation Investment And Development Group Co., Ltd.、Heze Railway Investment and Development Group Co., Ltd.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Huafa 2024 I Company Limited、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、LILING LUJIANG INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Zhuhai Huafa Group Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH INTERNATIONAL (CAYMAN) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、Jinan Hi-tech Holding Group Co., Ltd.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE'S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Turkey Wealth Fund、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu

Jewellery Co., Ltd.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海

地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk