

2024年12月15日

北交所2025年并购策略：天时地利人和兼备，着重新质生产力、强链补链

——北交所策略专题报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 2013-2015年创业板并购热潮回顾：经济转型+产业升级+并购周期三线并行

2013-2015年并购潮形成时中国的经济正处于关键的转型期，这一转型不仅仅是速度的调整更是结构和动力的转换。这一时期的并购重组活动对于促进相关行业的的技术进步和市场扩张，以及实现产业升级具有重要意义。2012年11月A股IPO的暂停也为并购重组提供了外部条件。在此期间，政府逐步推出了一系列支持性政策，如并购重组政策的制定更加注重解决产能过剩问题，鼓励行业内的强强联合。同时随着移动互联网时代的兴起，在2013年初至2015年中的市场行情中，传媒和计算机行业的并购表现尤为显著。这一期间传媒、计算机、电子、通信行业的区间涨幅分别达到了356.3%、406.8%、211.1%和239.7%。作为并购潮主战场的创业板，也在并购潮带动下指数走出低谷，2013年-2015年在主要市场中表现较好。

● 北交所并购：天时地利人和兼备，成为跨年度投资主线

天时：在IPO节奏放缓的背景下，并购方式退出或成为中国股权市场退出方式的新机会，且对于资本市场的高质量发展和市场生态的良性发展都具有重要意义。此外，北交所估值回归合理区间，一二级倒挂现象改善，有助促进换股并购等多元方式。

地利：北交所定位为服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，推动传统产业转型升级，培育经济发展新动能，促进经济高质量发展。在国家大力发展新质生产力的背景下，北交所是更适合新兴行业企业的主阵地。

人和：2024年来政策大力支持并购重组，“并购六条”相关政策措施适用于北交所上市公司，且北交所等相关部门高频召开座谈会强调政策指引方向，体现监管层面的重视与支持。在这样的背景下，北交所并购市场活力有望被加速激发。

● 北交所并购三大关注方向：资源优化整合、新质生产力、强链补链

(1) 关注“蛇吞象”式并购，同一集团内优质资源整合为新机遇。案例：五新隧装公告拟收购同一集团内优质资产，标的包括曾试图IPO上市的企业，且收入规模大于五新隧装。(2) 积极拥抱新兴行业，关注新质生产力行业。案例：佳先股份收购沙丰新材和英美特，上延产业链及光刻胶板块。(3) 关注补链强链方向。强链：凯德石英收购沈阳芯贝伊尔，获冷加工技术，与自身的火加工产品形成互补，扩产并完善半导体产业布局。补链：佳合科技收购越南立盛，拓展海外区域生产布局，合并报表收入及利润获大幅增长。我们建议从以下三个角度来发掘北交所未来潜在的并购重组标的：(1) 关注实控人为央国企的北交所公司；(2) 关注新质生产力企业并购整合；(3) 关注同一实控人下有IPO被撤回或中止的企业，相关公司详情参见正文名单。

● **风险提示：**宏观经济环境变化的风险、政策变化风险、相关公司业绩下滑风险

相关研究报告

《越野品牌及越野改装装备小巨人，整车前装市场开拓顺利——北交所信息更新》-2024.12.10

《林泰新材(920106.BJ)：汽车自动变速器湿式纸基摩擦片国内领先——北交所新股申购报告》-2024.12.9

《人工智能产品服务商，持续深化与华为信息技术合作——北交所首次覆盖报告》-2024.12.9

目 录

1、 以史为鉴：2013-2015 年创业板并购潮行情回顾	4
1.1、 经济转型：2013 年经济转型，产能调整	4
1.2、 产业周期：产业结构升级，移动互联网时代带动 TMT 板块热潮	5
1.3、 并购周期：IPO 暂停，并购重组政策出台指明方向	6
1.4、 2013 年-2015 年创业板成功并购案例回顾	9
1.4.1、 中际旭创（300308.SZ）：收购苏州旭创进入光模块领域，持续收购强链补链	9
1.4.2、 新宙邦（300037.SZ）：通过收购实现横向拓展及开展电解液新业务	13
2、 北交所并购：天时地利人和兼备，成为跨年度投资主线	17
2.1、 天时：新质生产力是重点产业发展方向，IPO 放缓并购热度上升	19
2.2、 地利：北交所是更适合新兴行业企业的主阵地	21
2.3、 人和：并购六条激发并购市场活力，北交所座谈会传递政策支持	23
2.4、 北交所并购三大关注方向	25
2.4.1、 关注“蛇吞象”式并购，同一集团内优质资源整合为新机遇	26
2.4.2、 积极拥抱新兴行业，关注新质生产力行业	27
2.4.3、 关注补链强链方向	28
3、 北交所潜在并购标的选股逻辑	29
4、 风险提示	33

图表目录

图 1： 2013 年中国经济进入重大转型期	4
图 2： 2013 年后我国第三产业加速发展（单位：亿元）	4
图 3： 2013 年初至 2015 年中的行情中，传媒与计算机行情最为突出（单位：%）	5
图 4： 2013-2015 年创业板并购最活跃的行业为传媒行业（单位：起）	5
图 5： 2013-2015 年首次披露进行并购的创业板企业 84.9% 的市值小于 100 亿	6
图 6： 被并购标的市盈率在 10-20 倍区间内的数量最多	6
图 7： 2013-2015 年创业板进入并购潮	7
图 8： 创业板公司并购重组的主要目的为横向整合为主（单位：起）	9
图 9： 中际旭创通过收购“强链补链”光通信行业	9
图 10： 中际装备收购苏州旭创前业绩增长停滞，收购后新业务带动收入快速增长	10
图 11： 中际旭创 PE band（2015.1.1-2017.12.31）（左轴：收盘价/元，右轴：PE）	10
图 12： 2023 年储翰科技贡献公司整体 4% 的收入	11
图 13： 君歌电子超声波雷达市场占比 20%	12
图 14： 中际旭创 PE band（2018.1.1-2024.12.4）（左轴：收盘价/元，右轴：PE）	12
图 15： 新宙邦通过收购扩大规模	13
图 16： 2023 年海斯福贡献了新宙邦 25.3% 的收入和 72.7% 的净利润	14
图 17： 新宙邦 PE band（2013.1.1-2015.12.31）（左轴：收盘价/元，右轴：PE）	14
图 18： 新宙邦 PE band（2016.1.1-2020.12.31）（左轴：收盘价/元，右轴：PE）	15
图 19： 新宙邦 PE band（2021.1.1-2024.12.4）（左轴：收盘价/元，右轴：PE）	16
图 20： 2014-2022 年新宙邦收入持续正增长	16
图 21： 新宙邦主营业务构成随收购行为变化	16
图 22： 终止 IPO 行业集中在计算机、机械、医药等新质生产力领域（单位：家）	19

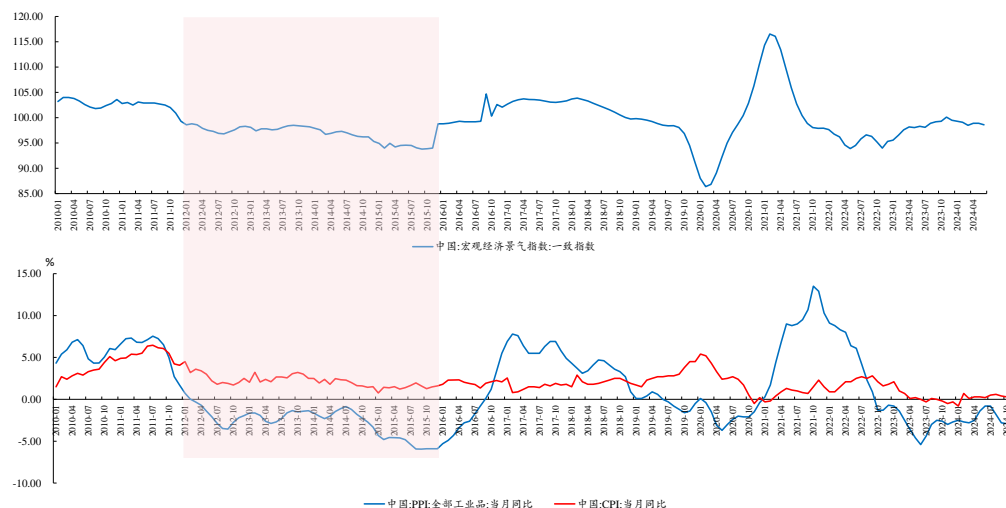
图 23: 截至 2024 年 11 月 29 日, 共有 280 家公司在 IPO 审核申报.....	20
图 24: 2023 年中国股市场并购退出案例有 243 笔 (单位: 笔)	20
图 25: 北证 A 股整体 PE TTM 为 43.3 倍 (单位: 倍)	21
图 26: 北交所上市企业 PE TTM 主要集中在 20X-60X 的区间 (单位: 家)	21
图 27: 北交所上市企业中, 专精特新“小巨人”企业达到 148 家, 数量占比 57.81%	22
图 28: 北交所上市企业中机械企业中 77.61% 为专精特新“小巨人”企业	22
图 29: 2023 年科创板企业研发支出占总营收比例最高, 达到 11.16%	22
图 30: 北交所较多公司在手现金充沛, 有利于把握并购机遇 (单位: 家)	23
图 31: 上市公司进行重大资产重组不同支付方式的数量占比	23
图 32: 2024 年 9 月 24 日后, 重组指数跑赢上证指数	25
图 33: 五新科技营业收入大于同期的五新隧装 (单位: 亿元)	26
图 34: 五新科技归母净利润大于同期的五新隧装 (单位: 亿元)	26
图 35: 2023 年沙丰新材料收入占公司总营收 63.4%	27
图 36: 收购沙丰新材料后硬脂酸盐类产品占比上升	27
图 37: 凯德芯贝 2023 年贡献凯德石英整体 27.6% 的收入及 46.8% 的净利润	28
图 38: 越南立盛业绩近年来持续上升	29
图 39: 越南立盛并表后佳合科技利润表数据改善	29
表 1: 2014 年并购相关政策强调转型转产, 简化审批	7
表 2: 北交所并购初露头角	17
表 3: 北交所公司股权被收购案例	18
表 4: 2024 年并购重组相关政策	24
表 5: 关注实控人为央国企的公司	30
表 6: 建议关注北交所新质生产力行业公司	30
表 7: 关注同一实控人下有相似行业的 IPO 被撤回或中止的企业	33

1、以史为鉴：2013-2015 年创业板并购潮行情回顾

1.1、经济转型：2013 年经济转型，产能调整

回顾 2013-2015 年并购潮形成时，中国的经济正处于关键的转型期。这一时期，国内经济增速放缓，内需收缩，整体经济基本面相对较弱。同时，国内产能过剩的问题也变得尤为突出。2013 年中国经济进入了重大转型期。这一转型不仅仅是速度的调整，更是结构和动力的转换，从要素驱动向效率驱动、创新驱动转变。

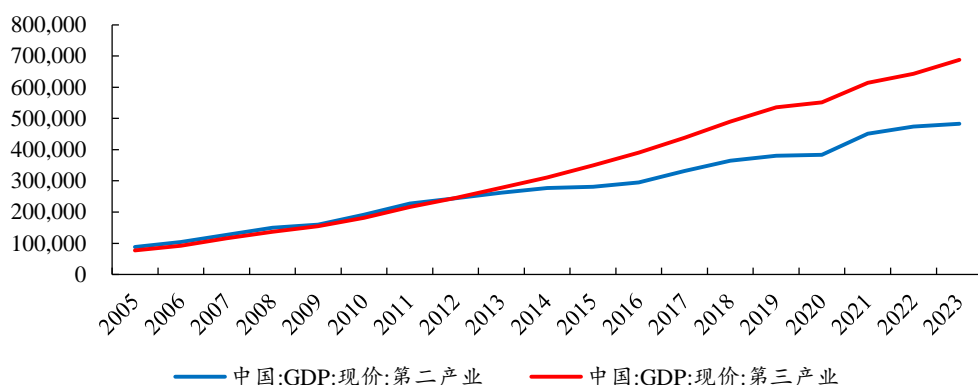
图1：2013 年中国经济进入重大转型期



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

从 2013 年开始，中国的产业结构和消费结构已经提升到了一个新的水平。在这一背景下，并购重组成为了优化产业结构、提高发展质量的重要途径。政府也出台了一系列支持政策，推动重点传统产业的兼并重组，以促进经济结构的调整和升级。

图2：2013 年后我国第三产业加速发展（单位：亿元）

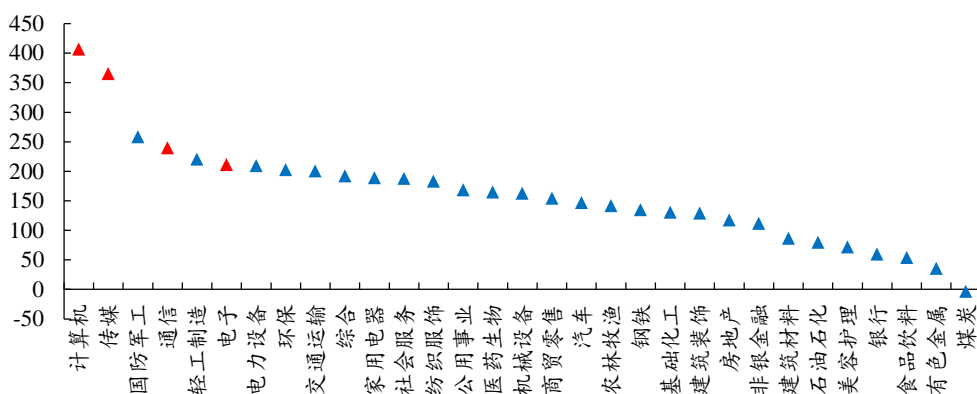


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

1.2、产业周期：产业结构升级，移动互联网时代带动 TMT 板块热潮

产业结构的演变不仅是消费结构升级加速的直接体现，也是产业结构调整政策持续推进的结果。2013 年，随着移动互联网时代的兴起，全球科技行业正处于一个上升周期，这一趋势为并购潮提供了强有力的推动。在 2013 年初至 2015 年中的市场行情中，传媒和计算机行业的并购表现尤为显著。市场行情于 2015 年 6 月达到了顶峰，其中传媒、计算机、电子、通信行业的区间涨幅（统计区间为 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 6 月 30 日）分别达到了 356.3%、406.8%、211.1% 和 239.7%。这一时期的并购活动不仅促进了行业的整合和创新，也为参与并购的企业带来了新的增长机遇和市场竞争能力。

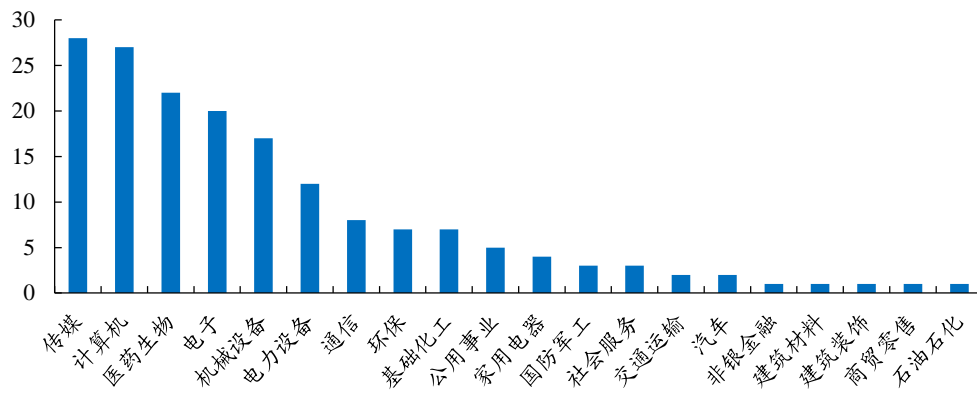
图3：2013 年初至 2015 年中的行情中，传媒与计算机行情最为突出（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

并购重组是企业优化产业结构、提升发展质量的关键策略和有效手段。在 2013 至 2015 年期间，创业板的并购活动最为活跃的领域是传媒行业，紧随其后的是计算机、生物医药和电子行业。这些行业在当时是国家发展的重点，它们在推动产业结构优化方面发挥了核心作用。通过并购重组，这些行业不仅加强了资源整合，还提高了企业的经营效率和市场竞争能力。这一时期的并购重组活动，对于促进相关行业的技术进步和市场扩张，以及实现产业升级具有重要意义。

图4：2013-2015 年创业板并购最活跃的行业为传媒行业（单位：起）

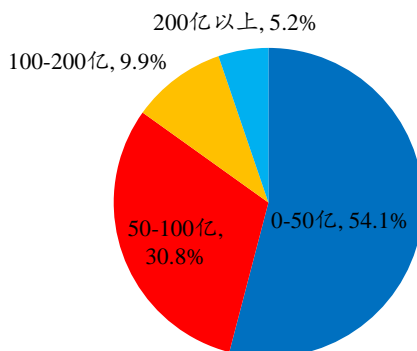


数据来源：Wind、开源证券研究所

2013-2015 年，首次披露进行并购的企业中，中小市值企业占据主导地位。市值

(以首次披露日为准) 小于 50 亿企业占比 54.1%，50-100 亿的企业占比 30.8%，100 亿以下市值的企业合计占比 84.9%，显示出中小企业在并购活动中的活跃度。

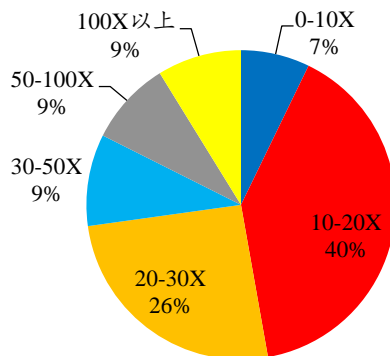
图5：2013-2015 年首次披露进行并购的创业板企业 84.9%的市值小于 100 亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

从被并购标的角度看,2013-2015 年创业板并购标的的市盈率普遍在 30X 以下,其中市盈率在 10 至 20 倍之间的标的最多,占比约为 40%。

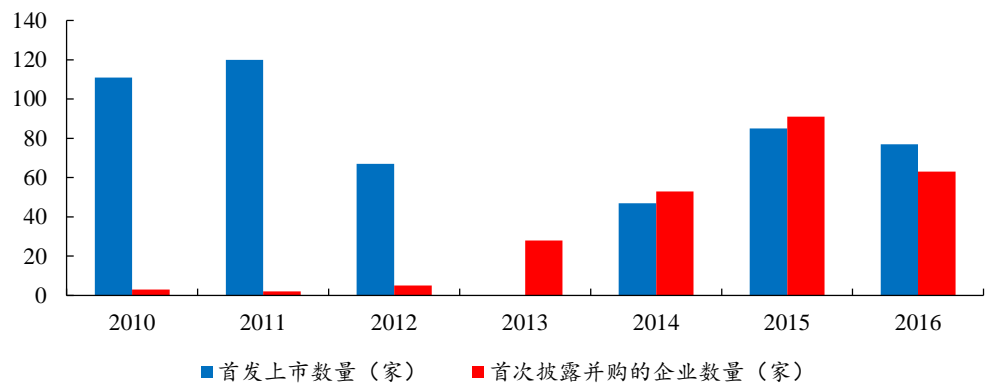
图6：被并购标的的市盈率在 10-20 倍区间内的数量最多



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、并购周期：IPO 暂停，并购重组政策出台指明方向

2013 至 2015 年间，创业板市场的并购热潮主要源于 2012 年 11 月 A 股 IPO 的暂停，这一政策的实施为并购重组提供了外在发展机遇。在此期间，政府逐步推出了一系列支持性政策，旨在推动传统产业的兼并重组，以优化产业结构并提升发展质量。这些政策的实施，加上市场对并购重组业务增加的预期，为并购市场注入了活力，促使重点传统产业通过并购重组实现了结构调整和竞争力的提升。

图7：2013-2015 年创业板进入并购潮


数据来源：Wind、开源证券研究所

2014 年，我国并购重组政策的制定更加注重解决产能过剩问题，鼓励行业内的强强联合以及大型企业带动小型企业的发展模式。同时，政策也对监管和审批手续进行了放宽，以简化审批程序，提高企业兼并重组的效率。在某些特定情况下，甚至取消了审批流程，以促进企业兼并重组活动的顺利进行。这些政策的实施，旨在通过市场化手段优化资源配置，提高产业集中度，增强行业发展的协调和自律能力。

表1：2014 年并购相关政策强调转型转产，简化审批

日期	政策文件	发布机构	主要内容
2014/3/24	《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	国务院	一、加快推进审批制度改革。取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责。取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批(构成借壳上市的除外)。对上市公司要约收购义务豁免的部分情形，取消审批。简化审批程序。 二、改善金融服务。引导商业银行在风险可控的前提下积极稳妥开展并购贷款业务。推动商业银行对兼并重组企业实行综合授信，改善对企业兼并重组的信贷服务。符合条件的企业可以通过发行股票、企业债券、非金融企业债务融资工具、可转换债券等方式融资。允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式，研究推进定向权证等作为支付方式。 三、落实和完善财税政策。加大财政资金投入。中央财政适当增加工业转型升级资金规模，引导实施兼并重组的企业转型升级。 四、加强产业政策引导。发挥产业政策作用。提高节能、环保、质量、安全等标准，规范行业准入，形成倒逼机制，引导企业兼并重组。支持企业通过兼并重组压缩过剩产能、淘汰落后产能、促进转型转产。鼓励优强企业兼并重组。推动优势企业强强联合、实施战略性重组，带动中小企业“专精特新”发展，形成优强企业主导、大中小企业协调发展的产业格局。引导企业开展跨国并购。加强企业兼并重组后的整合。 五、健全企业兼并重组的体制机制。消除跨地区兼并重组障碍。放宽民营资本市场准入。深化国有企业改革。加大国有企业内部资源整合力度，推动国有资本更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域。
2014/6/23	《非上市公众公司收购管理办法》	证监会	取消了上市公司收购报告书审核、上市公司重大资产购买出售置换审批(构成借壳上市除外)行政许可；简化上市公司要约收购义务豁免的部分情形；完善了上

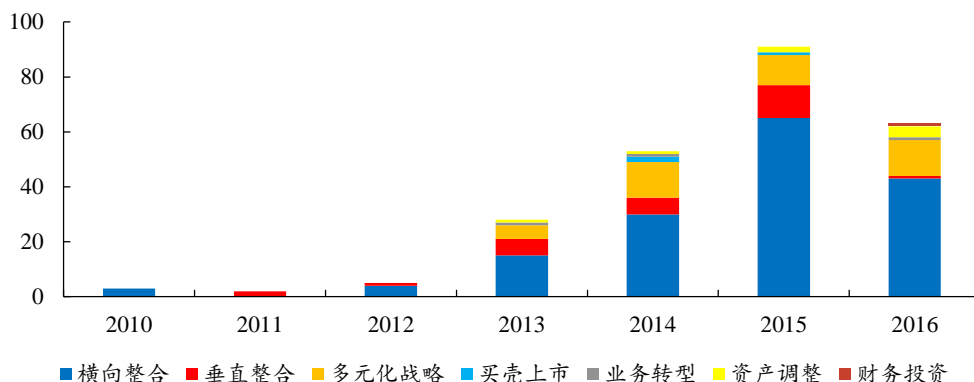
日期	政策文件	发布机构	主要内容
2014/6/23	《非上市公众公司重大资产重组管理办法》		上市公司并购重组定价机制；实施并购重组审核分道制；取消兼并无关联第三方的业绩承诺要求；实行借壳上市与 IPO 标准等同；推出优先股、定向发行可转换债券作为并购支付工具；建立了非上市公众公司兼并重组制度等。
2014/10/23	《上市公司重大资产重组管理办法》		
2014/10/23	关于修改《上市公司收购管理办法》的决定		
2014/10/24	《上市公司并购重组行政许可并联审批工作方案》	工业和信息化部、证监会、发展改革委、商务部联合发布	根据实际情况，不再将发改委实施的境外投资项目核准和备案、商务部实施的外国投资者战略投资上市公司核准、经营者集中审查等三项审批事项，作为中国证监会上市公司并购重组行政许可审批的前置条件，改为并联式审批：（一）不再将上市公司取得相关部委的核准，作为中国证监会上市公司并购重组行政许可的前置条件。上市公司可在股东大会通过后同时向相关部委和中国证监会报送行政许可申请，中国证监会和相关部委对上市公司的申请实行并联审批，独立作出核准决定。（二）涉及并联审批的上市公司并购重组项目，在取得相关部委核准前，不得实施。
2014/12/25	《财政部国家税务总局关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知》	财政部、国家税务总局	将《财政部、国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号）第六条第（二）项中有关“股权收购，收购企业购买的股权不低于被收购企业全部股权的75%”规定调整为“股权收购，收购企业购买的股权不低于被收购企业全部股权的50%”。将财税〔2009〕59号文件第六条第（三）项中有关“资产收购，受让企业收购的资产不低于转让企业全部资产的75%”规定调整为“资产收购，受让企业收购的资产不低于转让企业全部资产的50%”。同时扩大了企业重组的特殊性税务处理适用范围。
2014/12/31	《财政部国家税务总局关于非货币性资产投资企业所得税政策问题的通知》	财政部、国家税务总局	居民企业（以下简称企业）以非货币性资产对外投资确认的非货币性资产转让所得，可在不超过5年期限内，分期均匀计入相应年度的应纳税所得额，按规定计算缴纳企业所得税。

资料来源：国务院、中国政府网、财政部、税务局官网、开源证券研究所

在 2013 至 2016 年期间，创业板公司的并购重组活动主要围绕横向整合、垂直整合以及多元化战略展开。这一时期，部分企业也以买壳上市为主要目的进行并购，尤其是在 2013 年和 2014 年。

这些并购活动旨在通过资源整合和战略调整，优化产业结构，提高企业的市场竞争力和行业集中度。买壳上市作为一种特殊的并购动机，在当时政策较为宽松的背景下，为非上市公司提供了一种间接上市的途径。这些并购重组行为，不仅促进了企业规模的快速扩张，也为创业板市场的活跃度和整体发展质量的提升做出了贡献。

图8：创业板公司并购重组的主要目的为横向整合为主（单位：起）



数据来源：Wind、开源证券研究所

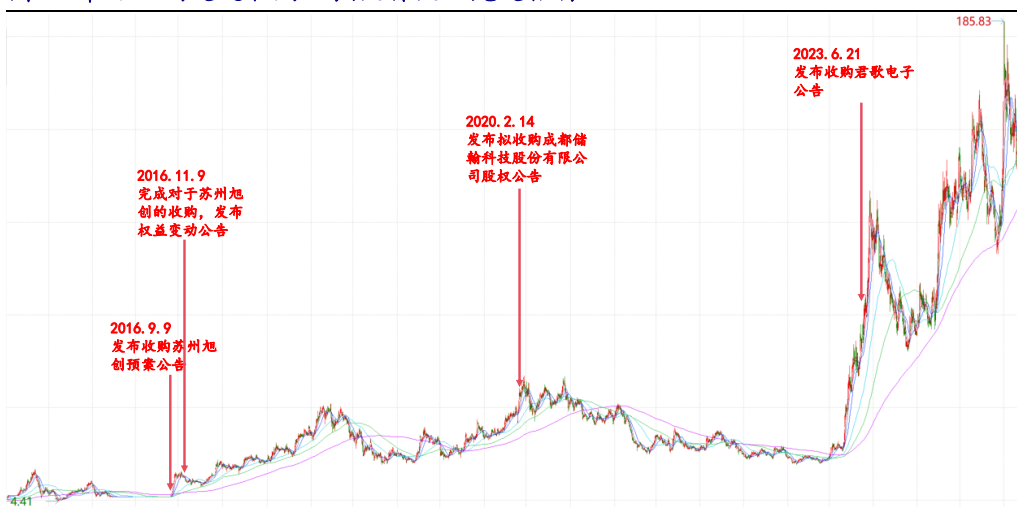
1.4、2013年-2015年创业板成功并购案例回顾

从市场结构的角度来看，以并购为发展动力的行业通常包含多个高度专业化的细分市场，并存在一定程度的专业壁垒。企业为了在竞争中保持领先地位或突破发展的局限，需要不断寻找新的市场机会和增长点。

这些行业往往需要通过并购来跨越专业壁垒，避免从零开始建立品牌和市场份额的漫长过程。同时，并购也有利于企业拓展新的业务领域，分散经营风险，从而实现持续增长和行业领先。

1.4.1、中际旭创（300308.SZ）：收购苏州旭创进入光模块领域，持续收购强链补链

图9：中际旭创通过收购“强链补链”光通信行业



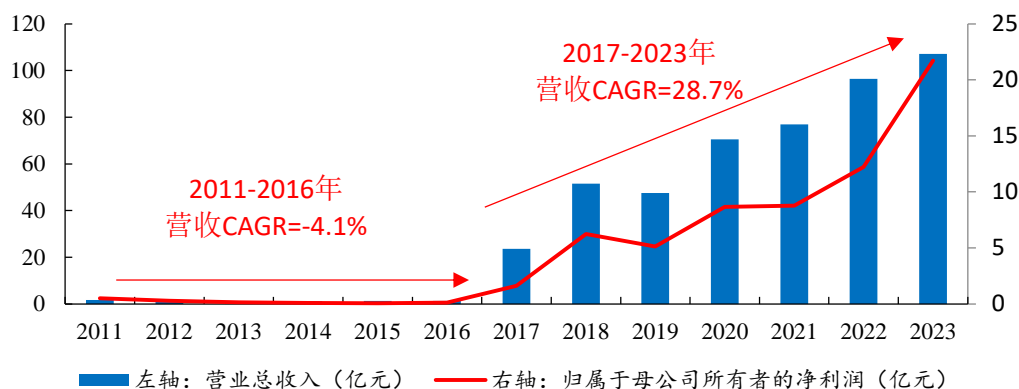
资料来源：Wind、中际旭创公告、开源证券研究所

➤ 2017年收购苏州旭创，主营业务核心向光通信行业转变

2017年，中际装备以发行股份的方式作对价28亿元收购苏州旭创，二者重组后正式更名中际旭创。在收购苏州旭创之前，中际装备主要致力于电机定子绕组制造装备的研发、设计、制造、销售和服务，其产品广泛应用于电机制造业，特别是家用电器电机、工业用中小型电机、汽车电机等电机定子绕组的大规模自动化生产领域。然而，由于当年国内经济的持续下行对公司主营业务的装备需求产生了负面影响，导致公司经营面临压力和挑战。

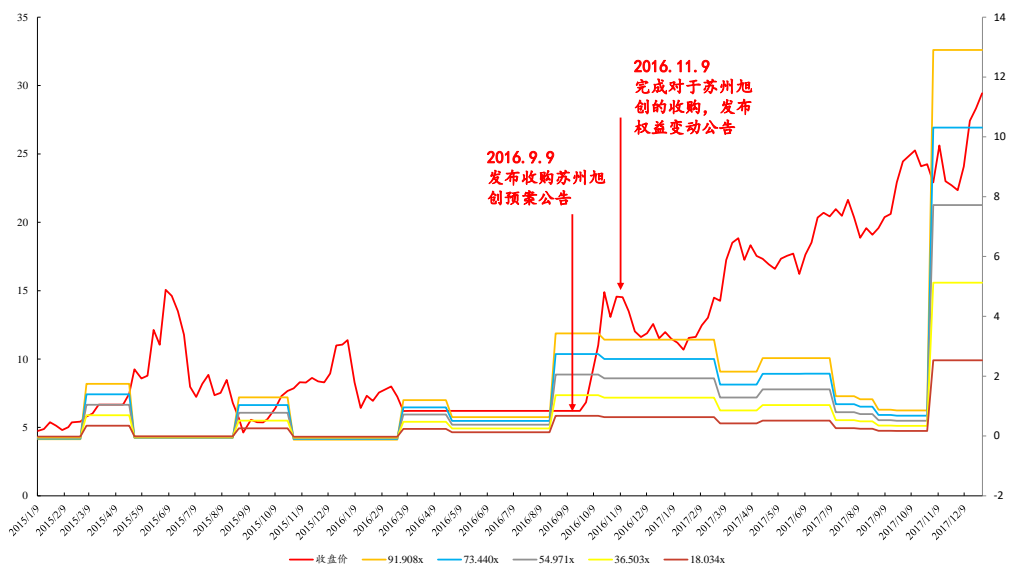
由于公司看好高端通信设备制造业务和光模块行业的发展前景，并且苏州旭创在国内光模块行业居于领先地位，经营业绩良好，中际装备通过收购的方式直接进入相关市场，实现多元化发展，由单一专用设备制造拓展为专用设备制造与高端通信设备制造业务并行。在收购之前，中际装备2011-2016年营业收入CAGR为-4.1%，收购之后中际旭创2017-2023年营收CAGR为28.7%。

图10：中际装备收购苏州旭创前业绩增长停滞，收购后新业务带动收入快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：中际旭创 PE band (2015.1.1-2017.12.31) (左轴：收盘价/元，右轴：PE)

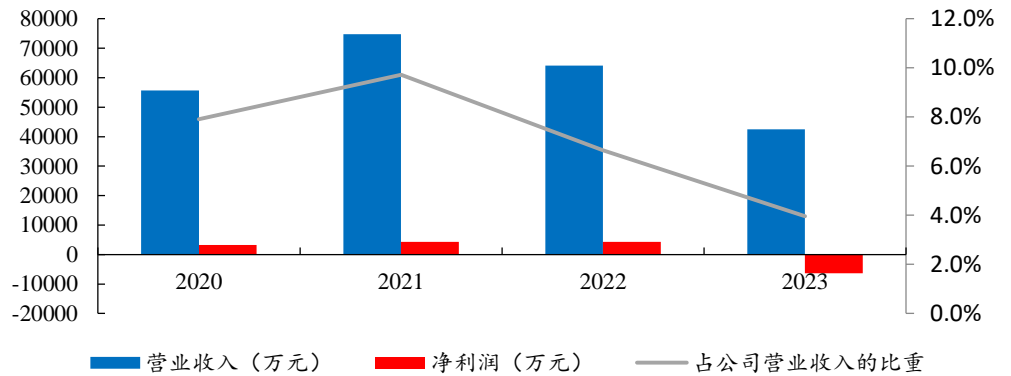


数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 2020年收购储翰科技，进一步实现产业协同

2020年，公司签署股权收购框架协议，以现金对价3.84亿元收购成都储翰科技股份有限公司67.19%的股权，继续完善光模块领域布局。储翰科技同属于光通信行业，但中际旭创与成都储翰科技在主要产品的研发重点、生产制造流程、应用领域、客户基础以及市场覆盖范围等方面各有侧重，同时在供应链上存在重叠。通过整合，实现技术革新、客户资源的共享、规模化生产能力的提升、成本的有效控制、市场占有率的增长以及供应链的优化等协同效益，增强公司在全中国数据中心和电信光模块市场的竞争力。

图12：2023年储翰科技贡献公司整体4%的收入



数据来源：Wind、中际旭创公告、开源证券研究所

➤ 2023年收购君歌电子，拓展汽车光电子领域

2023年6月，中际旭创审议通过了收购重庆君歌电子科技有限公司62.45%股权的议案，计划通过全资子公司智驰网联以增资及股权转让的方式收购君歌电子62.45%的股权，对价为3亿元。

君歌电子主营业务为超声波雷达、视觉传感器、烟雾传感器及车身控制器等产品的研发、生产和销售，在汽车光电子领域积累了较强的技术储备和市场资源，已取得比亚迪、上汽、广汽、长安、长城、东风等国内知名汽车厂的一级供应商资质并实现量产供货。2024年10月，君歌电子第1亿颗超声波雷达成功下线并交付给客户。

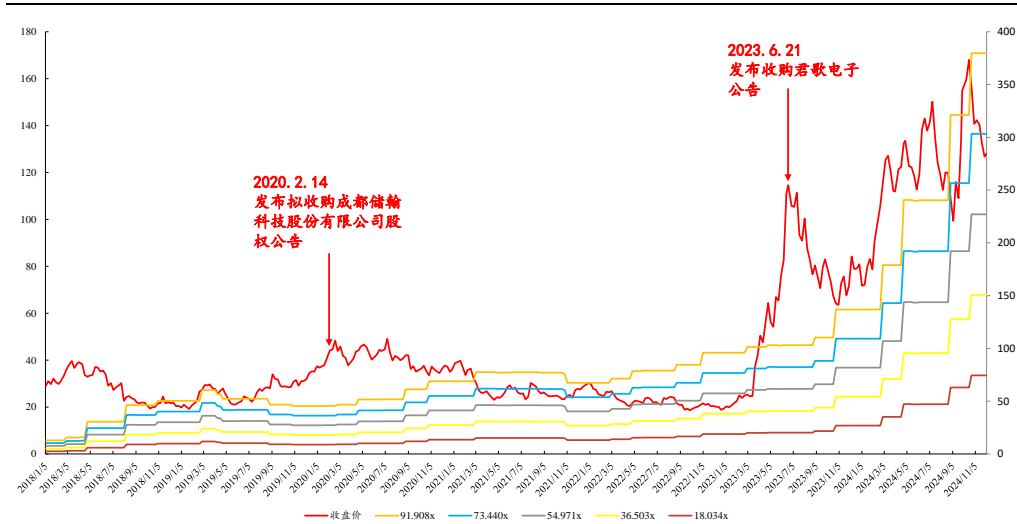
该收购旨在实现公司在汽车光电子领域新的业务拓展，并将公司在光通信领域的技术储备，通过君歌电子的市场渠道和客户资源加快推进如车载光互联、新一代激光雷达等汽车光电子新品客户导入与量产，实现较好的产业协同效应。

图13: 君歌电子超声波雷达市场占比 20%



资料来源：君歌电子官网

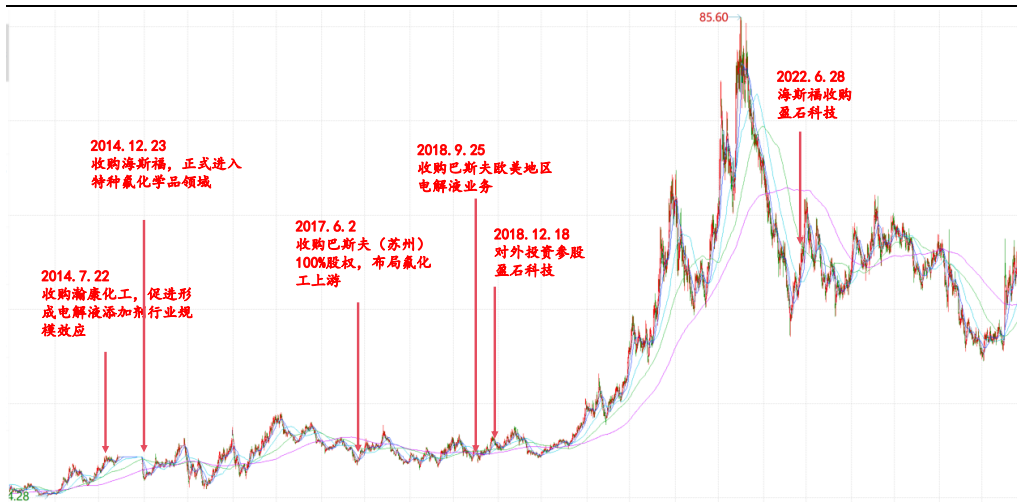
图14: 中际旭创 PE band (2018.1.1-2024.12.4) (左轴: 收盘价/元, 右轴: PE)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4.2、新宙邦（300037.SZ）：通过收购实现横向拓展及开展电解液新业务

图15：新宙邦通过收购扩大规模



资料来源：Wind、新宙邦公告、开源证券研究所

➤ 2014 年收购瀚康化工，促进形成电解液添加剂行业规模效应

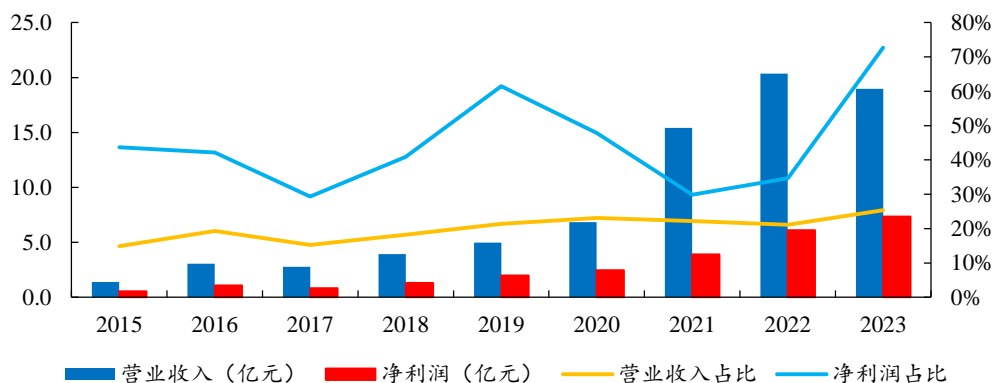
2014 年 7 月，以自有资金人民币 2796.80 万元收购张家港瀚康化工有限公司 76% 的股权。**瀚康化工是国内主要的锂电池添加剂供应商**，主营产品有碳酸亚乙烯酯(VC)、氟代碳酸乙烯酯(FEC)，此种功能添加剂有利于提高电解液的低温性能、改善电极 SEI 膜性能、提高电解液电导率、改善电池安全性能与电解液循环稳定性，下游客户包括新宙邦在内的多家国内外从事锂电电解液生产的龙头企业。

➤ 2014 年收购海斯福，正式进入特种氟化学品领域

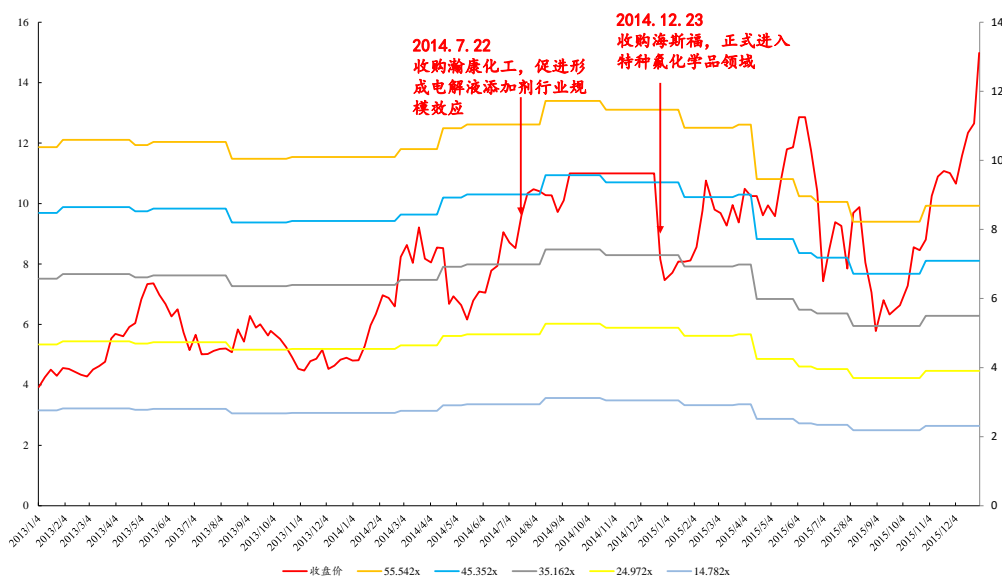
公司看好氟精细化学品产业的发展前景，于 2014 年收购海斯福 100% 股权，对价 6.84 亿元，其中，60% 股权以现金支付，对价为 3.42 亿元；40% 股权以发行股份支付，对价为 3.42 亿元。

海斯福主要从事六氟丙烯下游含氟精细化学品的研发、生产和销售，其主要产品可分为含氟医药中间体、含氟聚合物助剂、含氟聚合物改性单体、含氟农药中间体以及其他含氟精细化学品 5 大类。下游客户主要为国内外知名含氟医药企业、含氟聚合物企业、含氟农药企业。新宙邦通过并购海斯福，不仅进入了特种氟化学品领域，还依托海德福平台搭建，保证了四氟乙烯、六氟丙烯等关键原材料的供应，与海斯福产品形成了良好的产业链互补。该收购帮助新宙邦完成产业链的延伸，前瞻布局新能源产业含氟精细化工材料赛道，具有“补链”效果。

海斯福对新宙邦的业绩贡献较大，2021-2023 年，海斯福的营业收入分别为 15.4、20.4 和 19.0 亿元，净利润为 3.9、6.1 和 7.4 亿元，占新宙邦整体收入的比重为 22.2%、21.1% 和 25.3%，占净利润的比重为 29.9%、34.7% 和 72.7%。

图16：2023年海斯福贡献了新宙邦25.3%的收入和72.7%的净利润


数据来源：Wind、新宙邦公告、开源证券研究所

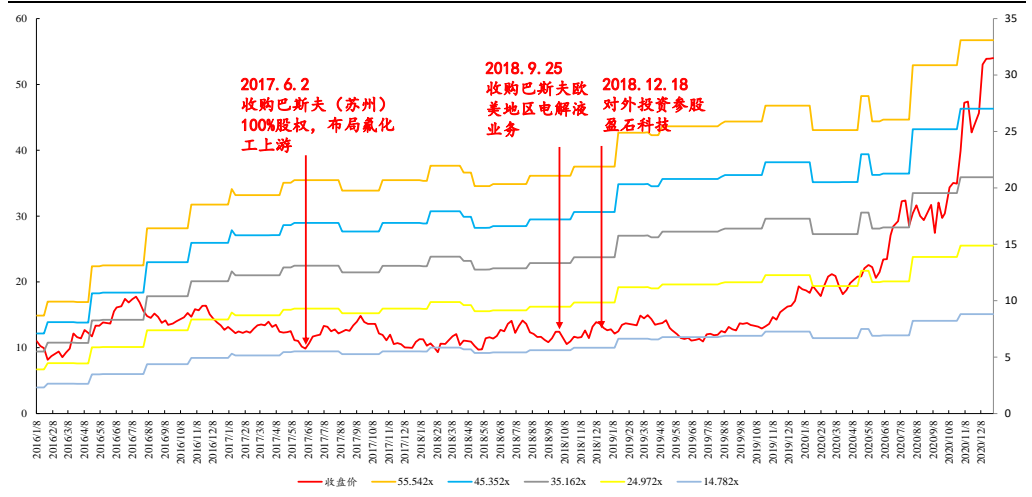
图17：新宙邦 PE band (2013.1.1-2015.12.31) (左轴：收盘价/元，右轴：PE)


数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 2017-2018年收购巴斯夫中国及欧美地区电解液业务及苏州工厂

基于对新能源汽车行业前景的预期，强化公司电解液业务，公司于2017年收购了巴斯夫中国区电解液业务及苏州工厂，支付股权对价总额为1美元，并为标的公司应归还巴斯夫及其关联公司总额人民币21.33亿元的债务提供担保。此次收购标的为亏损公司，在过去几年中出现较大幅度的亏损，但是巴斯夫在锂离子电池电解液方面积累了多项专利，本次股权收购有利于整合公司在锂电池电解液业务方面的技术资源，进一步提升公司产品在新能源产业链内的核心竞争力。

公司于2018年进一步收购巴斯夫欧美地区电解液业务，对价120万美元，本次收购将进一步增强公司在电解液领域的实力，扩大公司在高端锂电池功能电解液领域的市场份额，并且进一步加强欧美业务的拓展工作。

图18：新宙邦 PE band (2016.1.1-2020.12.31) (左轴：收盘价/元，右轴：PE)


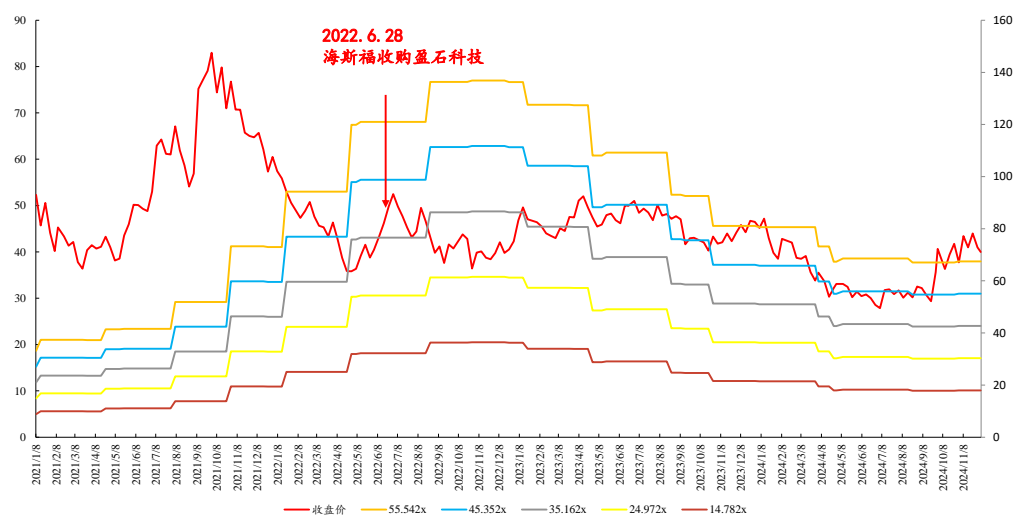
数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 2022 年通过海斯福正式收购盈石科技，拓宽公司有机氟化学品业务渠道

2018 年，新宙邦以自有资金 546 万元人民币对外投资参股盈石科技，持有盈石科技 33.663% 的股权。2021 年 6 月 30 日，将持有的盈石科技 33.66% 的股权转让给公司控股子公司海斯福。2022 年 6 月，为充分利用盈石科技品牌影响力及营销能力，拓宽公司有机氟化学品业务渠道，实现技术、人才等方面的优势互补，进一步巩固公司有机氟化学品的市场领先优势，公司控股子公司海斯福拟以自有资金人民币 1129.41 万元购买盈石科技 51.337% 的股权。交易完成后海斯福持有盈石科技 85% 股权，成为盈石科技的控股股东。2023 年 3 月，盈石科技更名为海斯福（深圳）科技有限公司。

盈石科技具有较强的产品开发、应用开发及市场销售能力，是一家以含氟精细化工产品及解决方案为主，集产品开发、应用开发和市场销售为一体的含氟精细化学品服务型公司。作为一家专业的电子化学品材料供应商，盈石科技通过提供从产品开发到应用开发，从设备配合到工艺配合的综合解决方案，积累了一批行业内知名客户资源，其中成功开发了**精密清洗领域、半导体冷却领域、发泡保温领域全球领先客户**。该次收购旨在利用地区的人才、信息和服务等资源优势迅速扩大公司有机氟化学品区域销售规模，逐步丰富高性能有机氟化学品的产品结构，并培育新的利润增长点。且交易前，新宙邦向盈石科技采购有机氟化学品原材料，通过控股子公司海斯福向盈石科技销售有机氟化学品，公司与盈石科技之间存在关联交易及同业竞争问题。交易完成后，可解决公司与盈石科技的日常关联交易事项并防止同业竞争问题。

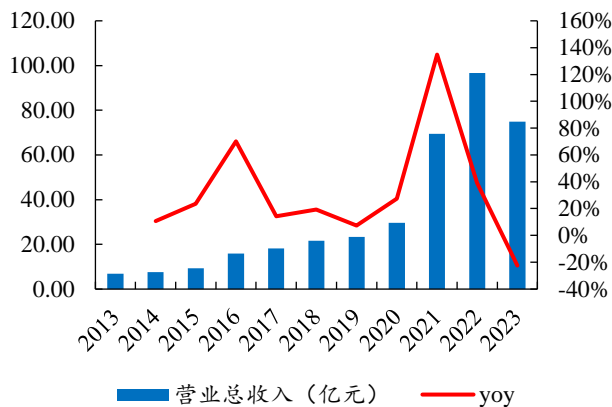
图19: 新宙邦 PE band (2021.1.1-2024.12.4) (左轴: 收盘价/元, 右轴: PE)



数据来源: Wind、开源证券研究所

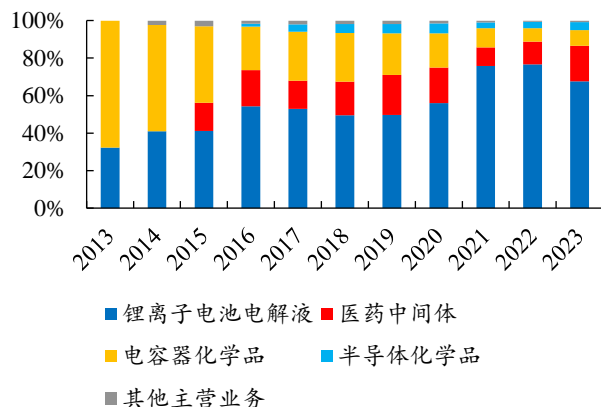
综上, 目前新宙邦已形成以半导体化学品、电容化学品、电解液和有机氟化学品为主的四大业务平台, 通过不断收购优质标的, 公司实现电解液业务的快速市场拓展和加速出海, 以及进入前景广阔的氟化工业务打开第二收入增长曲线, 减少对传统周期性业务的依赖, 为公司重铸盈利空间。

图20: 2014-2022年新宙邦收入持续正增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 新宙邦主营业务构成随收购行为变化



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、北交所并购：天时地利人和兼备，成为跨年度投资主线

当前北交所对外并购具有如下特点：（1）强链补链为主要目标，目标公司业务与公司主营业务存在整合协同的关系；（2）现金并购为主要形式。

聚焦核心产业链，产业协同成为北交所公司并购重组的主要目标，成功案例涌现。在当前北交所的收购案例中，大部分公司目前收购的目标都是与核心业务展开协同、拓展海外市场以及产业链整合。对于处于成长期的北交所公司来说，并购可以帮助快速实现业务的多元化和优化，通过收购具有互补性的业务，企业能够增强自身的核心竞争力。对于寻求进入新兴行业或市场的企业，并购是一种高效的途径，能够帮助企业快速站稳脚跟，抓住行业发展的先机。总的来说，通过并购，北交所公司可以进入新的市场或获取新的客户群体，从而开辟额外的收入来源。

表2：北交所并购初露头角

序号	北交所公司	代码	行业	被收购公司	收购比例	对价(万元)	收购PE	北交所公司PE TTM	对价形式
1	五新隧装	835174.BJ	专用设备制造业	五新重工、兴中科技 (均筹划中)	均为 100%	-	-	17.4	股权+现金
2	阿为特	873693.BJ	金属制品业	德国 Keuerleber GmbH (签署股份收购意向协议)	75%	-	-	188.7	-
3	旭杰科技	836149.BJ	非金属矿物制品业	中新旭德(筹划中)	不低于 47%(交易完成后不低于 51%)	-	-	174.5	-
4	铁大科技	872541.BJ	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	推行科技	未来转为优先股	300(万美元)	-	37.1	现金
5	艾融软件	830799.BJ	软件和信息技术服务业	北京信立合创	100%	11000	13.3	194.9	现金
6	保丽洁	832802.BJ	专用设备制造业	Airverclean Pte Ltd	100%	6883	6.0	70.8	现金
7	泰德股份	831278.BJ	通用设备制造业	烟台古河智能装备有限公司	100%	2000	7.5	59.1	现金
8	吉冈精密	836720.BJ	金属制品业	帝柯精密零部件(平湖)有限公司;帝柯贸易(平湖)有限公司;Dakoko Europa GmbH	100%	7650	8.0	74.7	现金
9	绿亨科技	870866.BJ	化学原料和化学制品制造业	湘妹子	60%	3000	14.0	51.3	现金
10	国义招标	831039.BJ	专业技术服务业	广东省机电设备招标中心有限公司	100%	14789	13.2	33.0	现金
11	佳合科技	872392.BJ	造纸和纸制品业	越南立盛	26%(交易完成后持有 51%)	4498	1.9	41.1	现金
12	新芝生物	430685.BJ	仪器仪表制造业	宁波阿弗斯恒温制冷	55%	825	32.3	30.0	现金

序号	北交所公司	代码	行业	被收购公司	收购比例	对价(万元)	收购PE	北交所公司PE TTM	对价形式
				技术有限公司					
13	中裕科技	871694.BJ	橡胶和塑料制品业	平裕科技	100%	78	-	16.7	现金
14	天纺标	871753.BJ	专业技术服务业	天津市乳品监测中心	100%	4227	-	94.9	现金
15	艾能聚	834770.BJ	电气机械和器材制造业	合肥浙邦	100%	0	-	73.0	现金
16	鑫汇科	831167.BJ	电气机械和器材制造业	米技炫尚	51%	1683	4.8	88.2	现金
17	美登科技	838227.BJ	软件和信息技术服务业	成都西阿爱木及杭州容数	成都西阿爱木70%； 杭州容数100%	560	-	51.7	现金
18	华维设计	833427.BJ	专业技术服务业	湖北易运通	100%	0	-	164.4	现金
19	艾能聚	834770.BJ	电气机械和器材制造业	温州联鸣	100%	0	-	73.0	现金
20	恒立钻具	836942.BJ	专用设备制造业	苏州艾盾合金材料有限公司	70%	2102	20.3	23.8	现金
21	艾能聚	834770.BJ	电气机械和器材制造业	无锡斌炜	100%	0	-	73.0	现金
22	华光源海	872351.BJ	装卸搬运和运输代理业	湖南征运物流	51%	2000	26.0	118.0	现金
23	绿亨科技	870866.BJ	化学原料和化学制品制造业	酒泉庆和	70%	5623	14.8	51.3	现金
24	长虹能源	836239.BJ	电气机械和器材制造业	深圳聚合源	61.70%	9872	25.2	64.5	现金
25	凯德石英	835179.BJ	非金属矿物制品业	沈阳芯贝伊尔半导体科技有限公司	70%	6100	9.9	73.8	现金
26	中寰股份	836260.BJ	仪器仪表制造业	欧浦特(拟出售)	100%	428	-	32.4	现金
27	森萱医药	830946.BJ	医药制造业	上海苏通生物科技有 限公司	100%	774	5.9	42.1	现金

资料来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所 注：PE TTM 数据截至 2024 年 11 月 29 日；无对价原因系企业尚未披露；无收购 PE 数据原因系被收购公司净利润为负或收购对价为 0

北交所也存在股权被收购案例，此类股东进入后多会给北交所公司带来管理或者业务上的资源。并且国资并购活跃度再起，截至 2024 年 11 月 29 日，北交所拥有两起国资收购案例，分别为湖北交投集团收购微创光电 23.08% 的股权，以及湖北乡投集团收购润农节水 18.01% 的股权。

在此类被并购事件中，并购后上市公司控制权已发生或将会发生变更的有四起，分别为润农节水、微创光电、恒拓开源和同辉信息。

表3：北交所公司股权被收购案例

公司名称	协议对手方	标的资产	交易后持股比例	收购目的
润农节水	湖北省乡村振兴投资集团有限公司	上市公司 18.01%的股份	18.01%	湖北乡投集团将利用其自身资源为上市公司引进更多的战略及业务资源，助力上市公司

公司名称	协议对手方	标的资产	交易后持股比例	收购目的
海希通讯	苏州辰隆数字科技有限公司	上市公司 19.93%的股份	19.93%	长期、健康发展 辰隆数字将会助力上市公司开拓碳化硅模组模块及储能等新能源业务
微创光电	湖北交投资本投资有限公司	上市公司 23.08%的股份	23.08%	交投集团为上市公司带来战略性资源，促进公司市场拓展及技术革新/迭代，推动实现公司销售业绩提升
恒拓开源	西藏智航交通科技有限公司	上市公司 5.02% 的股份	21.2%（与一致行动人合计持有 27.39%）	中国智能交通将利用恒拓开源在智慧民航领域积累的技术和经验优势，以恒拓开源作为载体，积极参与到我国智慧民航、低空经济的建设中并分享发展成果
同辉信息	北京力声科力技术有限公司 (南天信息的参股公司南天数金的控股子公司)	上市公司 23.08%的股份	23.08%	支撑南天数金业务发展，实现战略协同

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

2.1、天时：新质生产力是重点产业发展方向，IPO 放缓并购热度上升

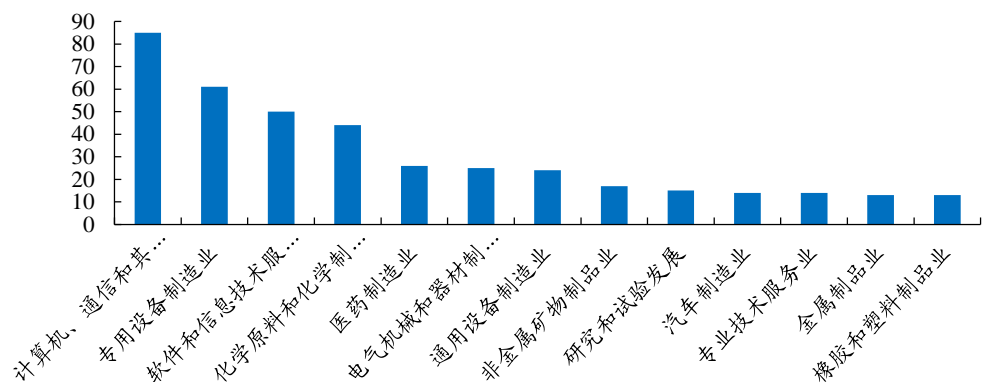
➤ 国家大力发展新质生产力

“新质生产力”涵盖科技创新，要素市场化改革，高质量发展，最早是 2023 年 9 月新时代推动东北全面振兴座谈会上提出。总书记当时强调“积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能”。随后，包括中央经济工作会议、各省经济工作会议中，“打造或快速发展‘新质生产力’产业集群”都是任务重点。

➤ IPO 的排队企业亟需寻找出路

自证监会 2023 年 8 月 27 日发布《证监会统筹一二级市场平衡优化 IPO 再融资监管安排》（“827 新政”）以来，全市场终止 IPO 的企业有 507 家。这些企业大多集中在计算机、专用设备、软件、医药等新质生产力领域，具备充分的尽职调查、详实的数据及良好的财务表现，为上市公司并购提供了丰富且高质量的项目库。

图22：终止 IPO 行业集中在计算机、机械、医药等新质生产力领域（单位：家）



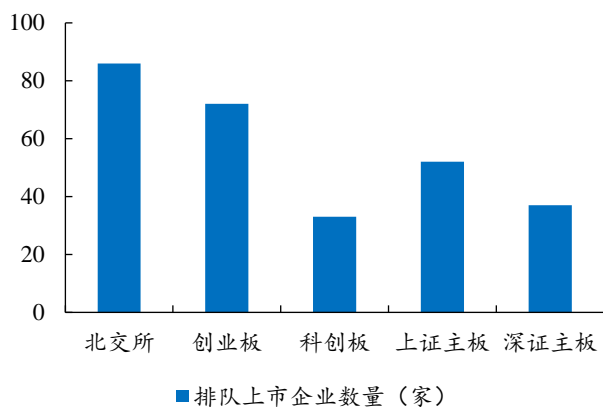
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据统计区间为 2023 年 8 月 28 日至 2024 年 12 月 4 日

827 新政后，沪深交易所 2024 年上半年仅有 34 只新股上市，与 2023 年同期的

131 只相比明显减少。随着新“国九条”的颁布，沪深交易所也提升了相应板块的上市条件，IPO 审核进一步趋严。截至 2024 年 11 月 29 日，共有 280 家公司在 IPO 审核申报（审核状态不包括终止与未通过）。

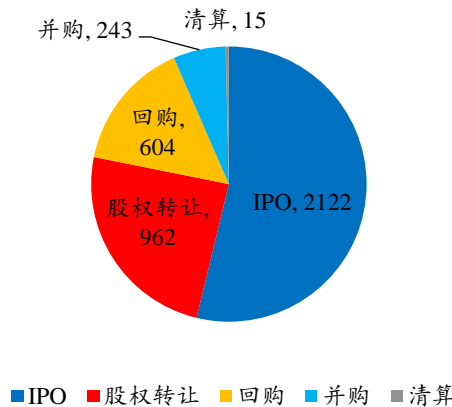
在 IPO 放缓的背景下，并购方式退出或成为中国股权市场退出方式的新机会，且对于资本市场的高质量发展和市场生态的良性发展都具有重要意义。根据清科《2023 年中国股权投资市场研究报告》，2023 年中国股权投资市场共发生 3946 笔退出案例，同比下降 9.6%，其中通过被投企业 IPO 方式退出案例共 2122 笔，同比下降 21.3%，并购退出案例共 243 笔。相比之下，根据 Pitchbook 统计，2023 年美国股权投资市场有 95% 的退出案例是通过并购类退出的方式（统计口径为并购+股权转让+回购）实现的，因此并购退出的占比在中国股权投资市场仍有较大的上升空间。

图23：截至 2024 年 11 月 29 日，共有 280 家公司在 IPO 审核申报



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2023 年中国股权市场并购退出案例有 243 笔（单位：笔）

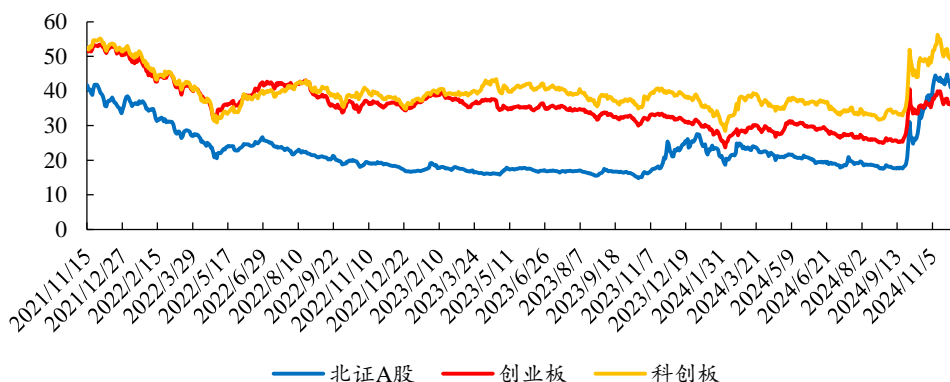


数据来源：清科《2023 年中国股权投资市场研究报告》、开源证券研究所

北交所估值回归合理区间，一二级倒挂现象改善

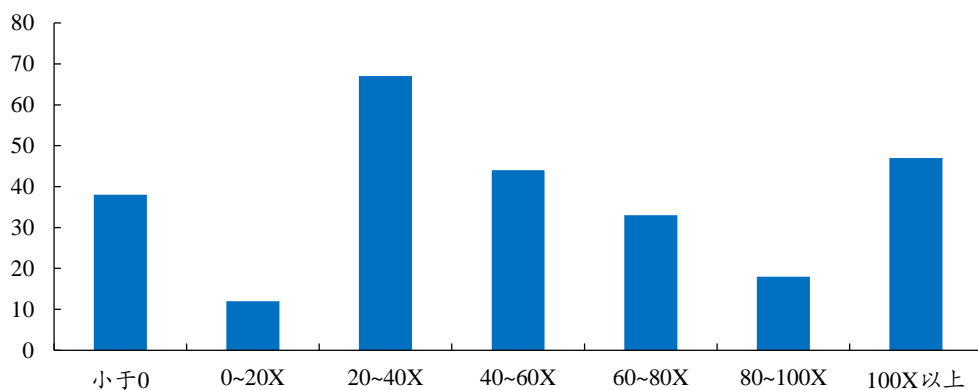
尽管现金并购作为主流方式持续发挥着其直接、高效的优势，长远来看，换股并购是一种更为灵活且潜力较大的并购模式。先前，换股并购在北交所尚未广泛采用，主要归因于市场对于北交所上市公司估值的普遍偏低，导致换股交易在经济效益上显得不够吸引人，一二级市场倒挂成为阻碍因素。

当前，北交所估值水平逐步回归相对合理区间。截至 2024 年 11 月 29 日，北证 A 股整体 PE TTM（剔除负值）为 43.3 倍，低于科创板（51.6 倍），高于创业板（37.4 倍）。

图25：北证A股整体PE TTM为43.3倍（单位：倍）


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至2024年11月29日

截至2024年11月29日，北交所上市公司的PE TTM大部分集中在20~60倍之间，100倍以上的公司有47家。

图26：北交所上市企业PE TTM主要集中在20X-60X的区间（单位：家）


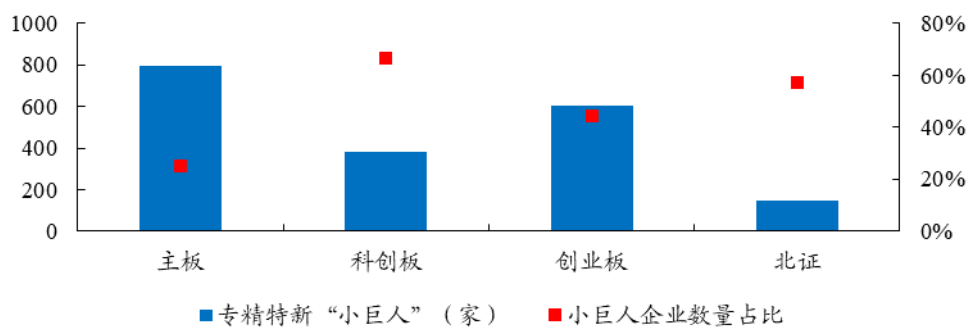
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至2024年11月29日

2.2、地利：北交所是更适合新兴行业企业的主阵地

北交所定位为服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，推动传统产业转型升级，培育经济发展新动能，促进经济高质量发展。

北交所作为专精特新“主阵地”，中国特色现代资本市场“1+N+X”政策框架的重要构成，专注服务中小企业创新发展、促进高水平科技自立自强。北交所上市企业中，专精特新“小巨人”企业达到148家，数量占比57.81%。横向比较上，北证上市企业中专精特新“小巨人”数量占比仅次于科创板的66.55%。

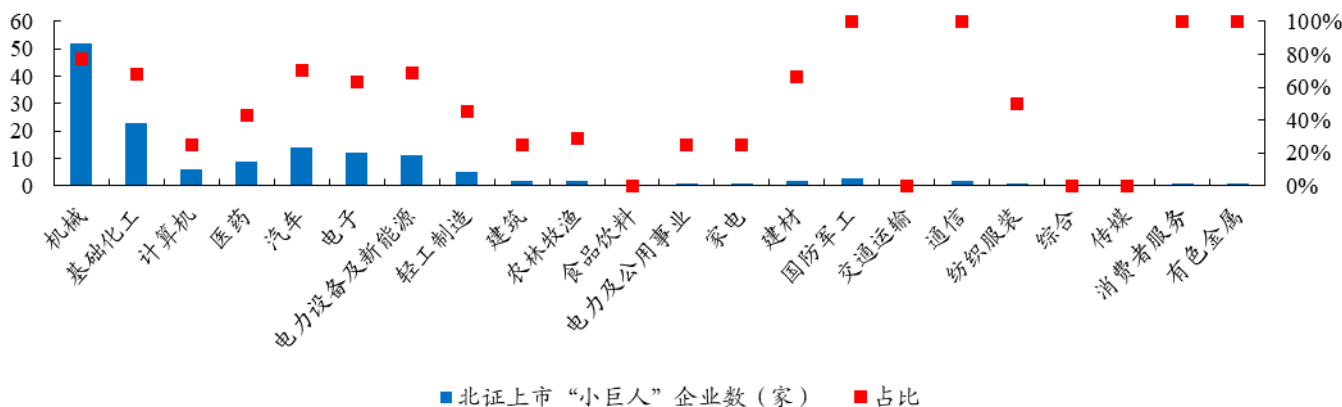
图27：北交所上市企业中，专精特新“小巨人”企业达到 148 家，数量占比 57.81%



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20241108）

按照行业来看，北交所上市企业中机械企业中 77.61% 为专精特新“小巨人”企业；国防军工、通信、有色金属企业中专精特新“小巨人”比例达到 100%。

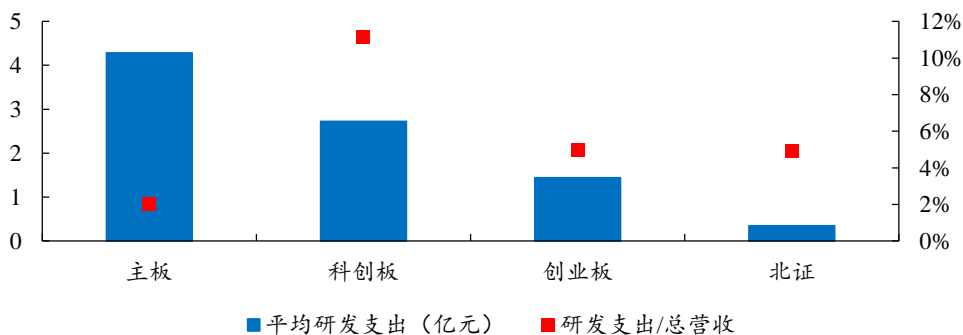
图28：北交所上市企业中机械企业中 77.61% 为专精特新“小巨人”企业



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20241108）

研发支出方面，2023 年北交所企业平均研发支出为 3445 万元，占总营收的比例达到 4.94%，与创业板水平（5.01%）较相近；科创板企业研发支出占总营收比例最高，达到 11.16%。

图29：2023 年科创板企业研发支出占总营收比例最高，达到 11.16%

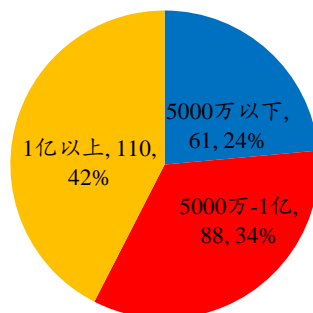


数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20241108）

截至 2024 年 11 月底，北交所自开市以来，上市公司累计披露了 130 单购买资产的公告。目前来看，北交所公司并购案例中，现金收购是并购支付中的主要方式，

特别是刚上市不久拥有充沛的现金，是当前支撑北交所公司及时把握并购机遇的重要前提条件。截至 2024 年三季报，北交所公司共有 110 家期末现金及现金等价物余额在 1 亿元以上，占比约为 42%，可见北交所较多公司现金较为充裕，有利于把握并购机遇。

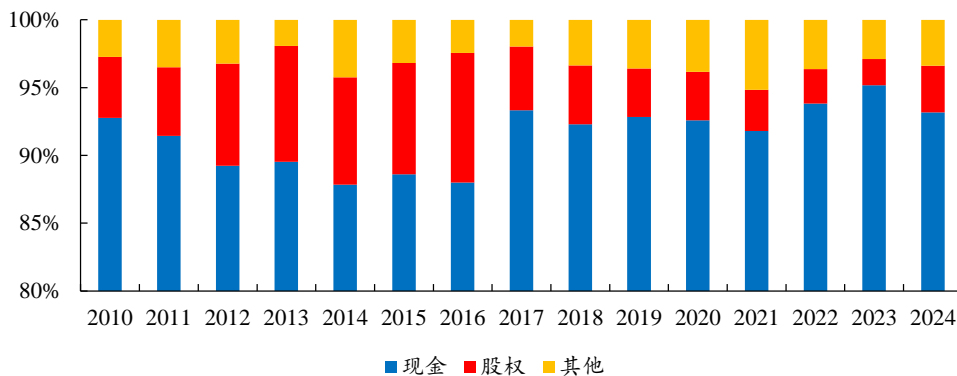
图30：北交所较多公司在手现金充沛，有利于把握并购机遇（单位：家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据 A 股上市公司整体的情况来看，2010 年以来，重大资产重组的支付方式以现金和股权支付为主，2013-2015 年的并购潮中，股权支付比例较高，而 2021 年起，现金支付的比例进一步提升。

图31：上市公司进行重大资产重组不同支付方式的数量占比



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、人和：并购六条激发并购市场活力，北交所座谈会传递政策支持

2024 年以来，并购重组相关政策透露的方向为：

- (1) 政策倾向于激励上市公司集中精力于核心业务，并进行行业内的并购活动。
- (2) 以行业内的领军企业作为并购的先锋力量，尤其支持创新型和创业型企业通过并购实现资源整合。
- (3) 政策在估值和盈利能力方面展现出更大的灵活性致力于优化并简化小规模并购的审核流程。
- (4) 鼓励通过发行定向可转债来进行并购支付，并探索实施股份对价的分期付

款方式。这些政策方向体现了监管机构促进市场活力、支持企业创新及增强市场效率的意图。

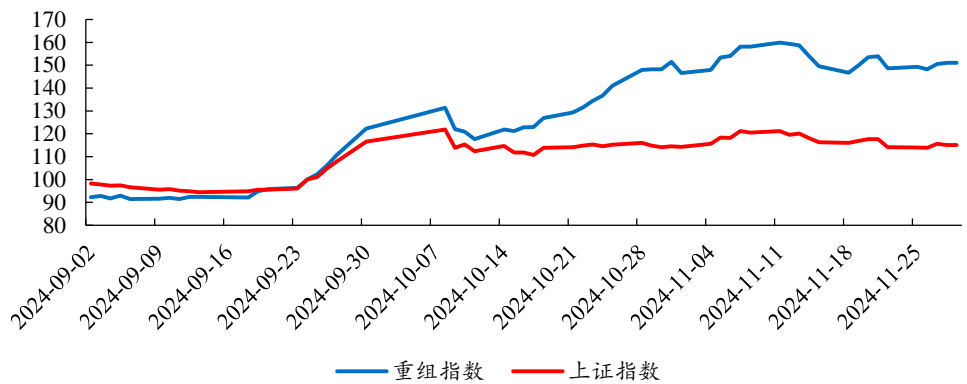
表4：2024年并购重组相关政策

日期	政策/事件	并购重组相关内容
2024.2.5	证监会召开支持上市公司并购重组座谈会	(1) 提高对重组估值的包容性，支持交易双方在市场化协商的基础上合理确定交易作价 (2) 坚持分类监管，对采用基于未来收益预期等评估方法的大股东注资型重组要求设置业绩承诺，其他类型重组的交易双方可自主协商是否约定业绩承诺 (3) 研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”，支持行业龙头企业高效并购优质资产。进一步优化重组“小额快速”审核机制 (4) 支持“两创”公司并购处于同行业或上下游、与主营业务具有协同效应的优质标的，增强上市公司“硬科技”“三创四新”属性 (5) 支持上市公司（包括非同一控制下的上市公司）之间的吸收合并，进一步拓宽多元化退出渠道
2024.3.15	证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产。引导交易各方在市场化协商基础上合理确定交易作价。支持上市公司之间吸收合并。优化重组“小额快速”审核机制，研究对优质大市值公司重组快速审核。加强对重组上市监管力度，进一步削减“壳”价值。
2024.4.4	国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	(1) 鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量 (2) 完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度 (3) 进一步削减“壳”资源价值。加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为
2024.4.12	证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》	(1) 以优质头部公司为“主力军”，推动上市公司之间吸收合并； (2) 以产业并购为主线，支持非同一控制下上市公司之间实施同行业、上下游市场化吸收合并； (3) 完善吸收合并相关政策，打通投资者适当性要求等跨板块吸收合并的“堵点”。
2024.4.19	证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	推动科技型企业高效实施并购重组。持续深化并购重组市场化改革，制定定向可转债重组规则，优化小额快速审核机制，适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性，支持科技型企业综合运用股份、定向可转债、现金等各类支付工具实施重组，助力科技型企业提质增效、做优做强。
2024.6.19	证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	(1) 支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应 (2) 适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业 (3) 丰富支付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究 (4) 支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并 (5) 鼓励证券公司积极开展并购重组业务，提升专业服务能力
2024.9.24	证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	(1) 支持上市公司向新质生产力方向转型升级 (2) 鼓励上市公司加强产业整合 (3) 进一步提高监管包容度 (4) 提升重组市场交易效率 (5) 提升中介机构服务水平 (6) 依法加强监管

资料来源：国务院、证监会、开源证券研究所

从市场走势来看，“并购六条”发布后，重组指数显著跑赢上证指数，超额收益显著。

图32：2024年9月24日后，重组指数跑赢上证指数



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2024年9月24日定基为100

2024年10月25日，北交所举办券商及上市公司并购重组座谈会。北交所表示，将继续深入贯彻落实新“国九条”和“并购六条”要求，发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，支持上市公司向新质生产力方向转型升级，推动提高企业运用并购重组工具的能力，促进提高北交所上市公司质量和投资价值。

2024年11月27日，北京证监局与北京市委金融办联合举办北京辖区并购重组座谈会，为深入贯彻落实新“国九条”要求，稳步推进“并购六条”在首都资本市场落实落地，搭建上市公司与未上市企业、并购基金等相关主体的对接平台，激活首都资本市场并购重组活力，推进首都经济发展向新质生产力方向转型升级。

对于北交所的上市公司而言，政策层面的积极作为对于推动公司并购活动具有显著的促进作用。“并购六条”相关政策措施适用于北交所上市公司，也可以收购有助于补链强链、提高关键技术水平的优质未盈利资产，这样灵活、有效的制度安排，对于提升并购重组质效，促进上市公司转型升级等均具有重要作用。

综上所述，并购重组可能会成为北交所市场保持活跃的新动能。从北交所对外并购的角度来看，聚焦核心产业链，专注于与自身核心业务相匹配的领域，通过精准的并购来加强在特定产业方向上的竞争力，深化产业协同并购战略，为北交所公司发展的有效途径。从北交所被并购的角度来看，一方面，证监会明确表示支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，这包括跨行业并购、补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购等，引导资源要素向新质生产力领域集聚；另一方面，北交所的新质生产力公司在产业链的细分领域拥有较强的“专精特新”竞争力，往往在目标为强链补链的在并购中能吸引更多的关注，成为优秀标的。

2.4、北交所并购三大关注方向

并购重组工具是企业注入优质资产、出清低效产能、提升投资价值的重要举措，在政策支持以及指引下，北交所公司或能通过并购重组交易拓展边界、整合资源、提升公司质量。在新质生产力领域占据优势的北交所公司，不仅拥有向外扩张、并购其他企业的强劲动力，同时也因其卓越的市场表现和增长潜力，成为理想的并购对象。

我们认为，在北交所公司并购的趋势方向上，应重点关注：(1) 同一集团内优质资源整合；(2) 新质生产力行业外延并购；(3) “强链补链”扩张版图式并购。

2.4.1、关注“蛇吞象”式并购，同一集团内优质资源整合为新机遇

“蛇吞象”式并购通常指的是市值较小的公司收购市值较大的公司，在过去的案例中，普遍具有一些共同特点，如均是上市公司收购实控人旗下资产、上市公司自身盈利能力不佳、标的公司曾试图 IPO 上市等。随 IPO 的逐渐放缓，资产注入或成为部分 IPO 撤回或中止企业的另一融资手段。

➤ 五新隧装：集团内部资源整合，产业协同助力“强链补链”

2024 年 11 月 25 日，五新隧装发布公告，拟通过发行股份并支付现金的方式收购五新重工股东所持有的五新重工 100% 股权、收购兴中科技股东所持有的兴中科技 100% 股权。这也是“并购六条”发布后，北交所上市公司启动“发行股份购买资产”的首单项目。

五新隧装目前专业从事隧道施工与矿山开采智能装备的研发设计、生产、销售及服务，是专精特新“小巨人”企业，此次收购五新重工和兴中科技（兴中科技的主要资产为控股子公司五新科技），两家标的公司均展现出良好的盈利能力和广阔的发展前景，与公司具有一定的产业协同性，具有“强链补链”的效果。此次并购属于集团内部资源整合，五新隧装与五新重工同为五新投资的控股子公司，五新投资执行董事为五新科技董事长兼总经理。

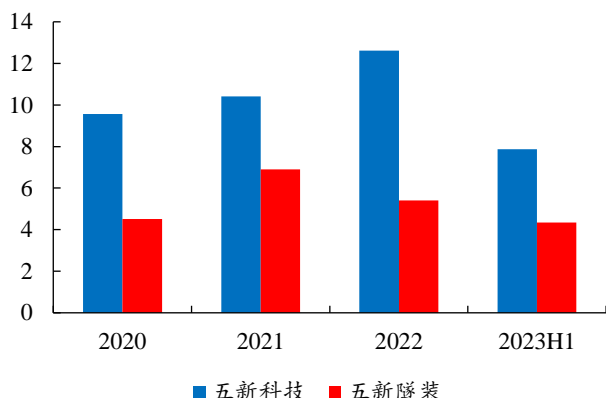
五新重工是以港口码头高端智能起重设备设计制造为主营业务的高新技术企业，国家专精特新“小巨人”企业，拥有特种设备起重机械制造 A 级生产许可证和钢结构工程专业承包贰级资质，主要产品有轨道式集装箱门式起重机、门座式起重机、钢结构桥梁工程等，占据湖南省内 80% 以上市场份额，广泛应用于长江、珠江、淮河等流域港口码头和长沙地铁等重点工程。

五新科技是交通基建专用设备与系统解决方案供应商，专注于路桥施工专用装备及建筑安全支护一体化服务的研发与创新，与中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑等大型央企，以及浙江交工、上海城建、四川路桥、贵州路桥、湖南路桥等大型地方国企建立了长期合作关系。五新科技曾于 2023 年申报过上交所 IPO，2021-2023H1，其营业收入分别为 10.42/12.61/7.87 亿元，归母净利润分别为 1.49/1.80/1.43 亿元。同向对比来看，五新科技的收入及盈利情况要优于五新隧装，因此本次并购属于“蛇吞象”式并购，此次并购不仅有望增加五新隧装的收入和利润，还有望显著提高其持续盈利能力为其未来的发展提供动力。

图33：五新科技营业收入大于同期的五新隧装（单位：

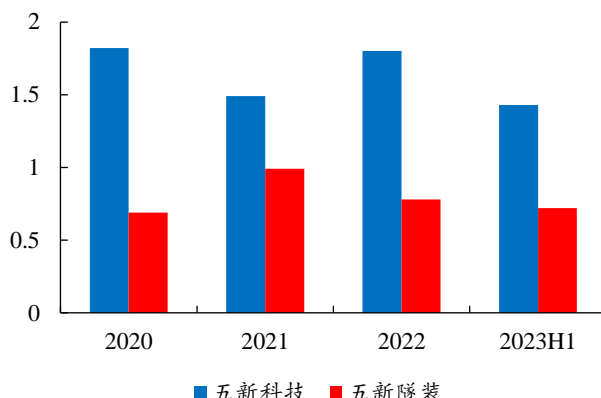
图34：五新科技归母净利润大于同期的五新隧装（单位：

亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.4.2、积极拥抱新兴行业，关注新质生产力行业

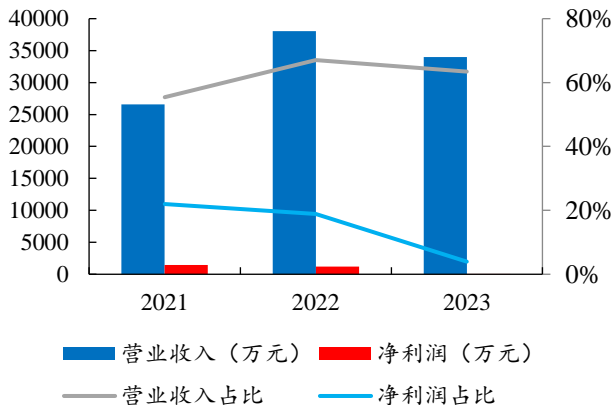
对于寻求进入新兴行业或市场的企业，并购是一种高效的途径，能够帮助企业快速站稳脚跟，抓住行业发展的先机。

➤ 佳先股份：收购沙丰新材和英美特，上延产业链及光刻胶板块

2011-2019年，佳先股份主营产品为β二酮类的DBM和SBM，2020年12月，佳先股份完成对安徽沙丰新材料有限公司67%股权的收购，进入硬脂酸盐生产板块。2023年10月，公司又用现金购买蚌投集团实际控制子公司蚌埠中实化学技术有限公司持有的英特美30%股权，进一步布局光刻胶板块。

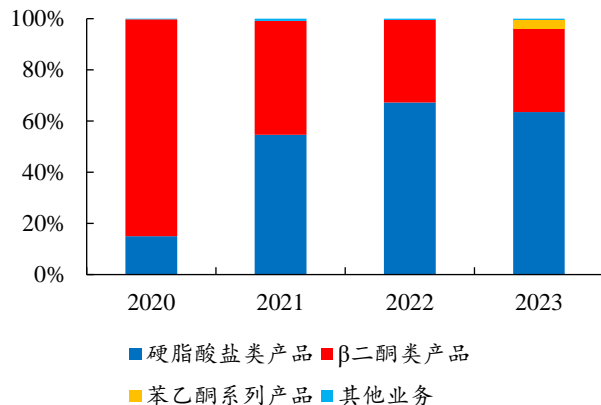
沙丰新材料主营业务为脂肪酸盐、脂肪酸酯产品及其混合物的研发、生产、应用、销售及技术服务。2021-2023年，沙丰新材料收入分别占公司总营收55.4%、67.0%、63.4%，净利润分别占公司总体净利润的22.0%、18.9%、4.0%（2023年沙丰新材料净利润下降原因系竞争加剧导致产品销售均价同比下滑较大所致）。2021年起，佳先股份由于此次收购，硬脂酸盐板块营收占比快速提高，2020-2023年硬脂酸盐营收占比分别为14.9%、54.6%、67.2%、63.4%。

图35：2023年沙丰新材料收入占公司总营收63.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36：收购沙丰新材料后硬脂酸盐类产品占比上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

2023年，佳先股份收购母公司（蚌投集团）的实控子公司英特美30%股权，旨

在加速布局新赛道及加速集团内部资产整合。英特美的产品对乙酰氧基苯乙烯是制造 KrF 和 EUV 半导体光刻胶的核心原材料，拥有较大技术壁垒。目前英特美加快推进年产 700 吨电子材料中间体项目建设，主要建设对乙酰氧基苯乙烯和三嗪类紫外线吸收剂两个产品生产线及配套工程。其中，对乙酰氧基苯乙烯可用于合成光刻胶主要成分聚对羟基苯乙烯；三嗪类紫外线吸收剂是目前应用最广的光稳定剂之一，是高性能显示器添加剂、化妆品添加剂主要原料之一。

2.4.3、关注补链强链方向

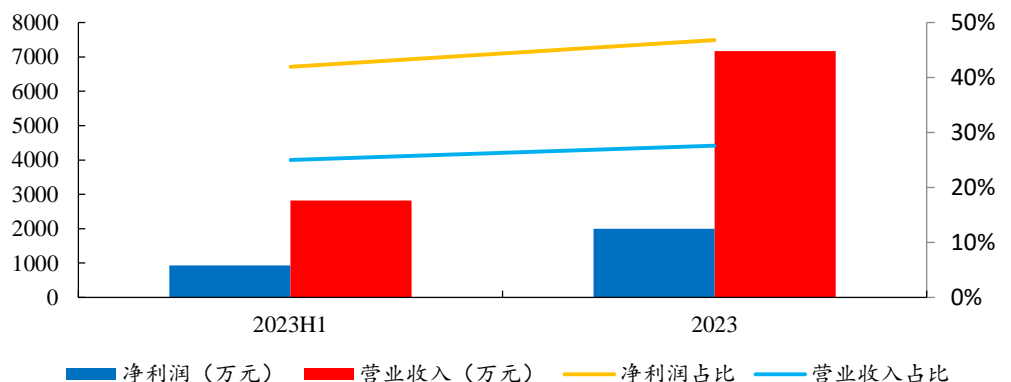
聚焦核心产业链，产业协同成为北交所公司并购重组的主要目标，成功案例涌现。在当前北交所的收购案例中，大部分公司目前收购的目标都是与核心业务展开协同、拓展海外市场以及产业链整合。对于处于成长期的北交所公司来说，并购可以帮助快速实现业务的多元化和优化，通过收购具有互补性的业务，企业能够增强自身的核心竞争力。

➤ 强链：凯德石英收购沈阳芯贝伊尔，扩产并完善半导体产业布局

凯德石英主营石英仪器、石英管道、石英舟等石英玻璃制品，产品覆盖半导体集成电路芯片领域、光伏太阳能领域。2022 年下半年，凯德石英收购沈阳芯贝伊尔半导体科技有限公司 70% 股权，交易价格 6100 万元，2022 年 10 月实现并表，芯贝伊尔主营业务为国内半导体设备制造厂商、LED 外延及芯片生产基地、微电子公司研发及生产石英制品。

通过这次并购，凯德石英能够利用芯贝伊尔在冷加工领域的技术优势，与自身的火加工产品形成互补，从而提供更全面的石英制品解决方案，并有助于凯德石英在半导体行业的布局更加完善，不仅提升了公司服务现有客户的能力，也为开拓新的市场空间和增长点提供了动力。2023 年，凯德芯贝营业收入 7171.04 万元，净利润 2001.89 万元，占凯德石英公司整体的比重分别为 27.6%、46.8%，可见其对于凯德石英收益能力的贡献。

图37：凯德芯贝 2023 年贡献凯德石英整体 27.6% 的收入及 46.8% 的净利润



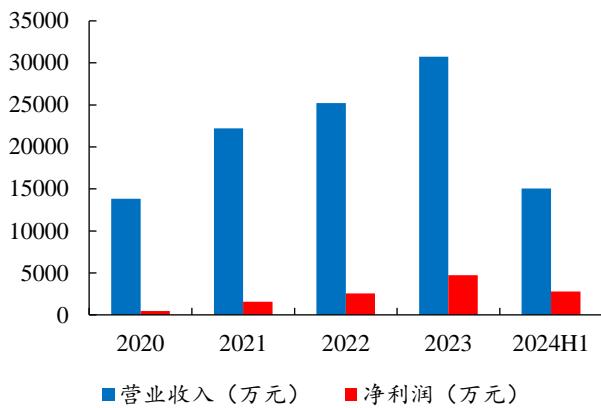
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

➤ 补链：佳合科技收购越南立盛，拓展海外区域生产布局

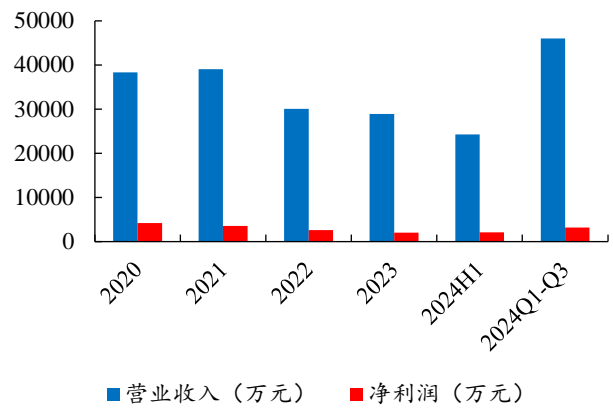
2024 年，佳合科技收购越南立盛 26% 股权，现金对价 4498 万元，交易完成后合计持有越南立盛 51% 的股权，纳入合并报表。

佳合科技主营业务为纸质包装与展示产品的研发、设计、生产和销售，越南立盛主营业务与佳合科技相同。随着全球制造业重心逐渐向成本效益更高的地区如东南亚转移，越南印刷包装行业正迎来快速发展时期，在这一趋势下，供需两端均实现了显著的增长。目标公司凭借其在包装设计、方案优化、工艺设定、印刷生产、供应链管理和产品配送等方面的全面服务能力，发展前景良好。此次收购有助于佳合科技实现规模效应和协同效应，拓展越南市场纸质印刷包装业务生产布局，同时增厚公司营收和利润。

2024年半年报越南立盛并表，佳合科技报表收入及利润获大幅增长。2021年起，佳合科技营业收入及归母净利润连续两年下降，2024年半年报越南立盛并表后，公司2024H1营业收入2.4亿元(+78.29%)，归母净利润2152.24万元(+92.35%)。2024Q1-Q3，公司营业收入4.6亿元(+116.8%)，归母净利润3198.79万元(+76.39%)。

图38：越南立盛业绩近年来持续上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：越南立盛并表后佳合科技利润表数据改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、北交所潜在并购标的选股逻辑

根据上文的分析，北交所并购已处于“天时、地利、人和”的利好时期，并购或为跨年度投资主线。我们建议从以下三个角度来发掘北交所未来潜在的并购重组标的：(1) 关注实控人为央国企的北交所公司；(2) 关注新质生产力企业并购整合；(3) 关注同一实控人下有 IPO 被撤回或中止的企业。

➤ 关注实控人为央国企的北交所公司

央国企的并购重组往往脱胎于“自上而下”式的布局和筹划，意在整合集团内部资源，解决同业竞争、关联交易等问题，实现提质增效。央国企背景的企业在资源整合方面具有较强的能力，这有助于它们在并购重组中整合各自的业务资源，同时也为行业的整合提供了强有力的支撑此外，该类企业基于其国资背景，面临着国家审计、国资委监管等系统性的制度规制，这能够提高国有企业对超额商誉的控制能力。

表5：关注实控人为央国企的公司

代码	公司	实控人	实控人属性
831087.BJ	秋乐种业	河南省农业科学院	地方国有企业
430198.BJ	微创光电	湖北省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
430418.BJ	苏轴股份	苏州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
430489.BJ	佳先股份	蚌埠市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
830946.BJ	森萱医药	南通市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
833394.BJ	民士达	烟台市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
835892.BJ	中科美菱	绵阳市国有资产监督管理委员会	地方国资委
836077.BJ	吉林碳谷	吉林省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
836239.BJ	长虹能源	绵阳市国有资产监督管理委员会	地方国资委
836892.BJ	广咨国际	广东省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
837174.BJ	宏裕包材	宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
837748.BJ	路桥信息	厦门市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
838402.BJ	硅烷科技	河南省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
838837.BJ	华原股份	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
871753.BJ	天纺标	天津市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
873806.BJ	云星宇	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
920019.BJ	铜冠矿建	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
831039.BJ	国义招标	广东省人民政府	地方政府
873001.BJ	纬达光电	广东省人民政府	地方政府
873576.BJ	天力复合	陕西省财政厅	地方政府
835579.BJ	机科股份	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
835640.BJ	富士达	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
873122.BJ	中纺标	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
872808.BJ	曙光数创	中国科学院	中央国家机关

资料来源：Wind、开源证券研究所

➤ 关注新质生产力企业并购整合

“并购六条”、“科创板八条”等政策的出台旨在激发并购重组市场活力，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集，支持上市公司向新质生产力方向转型升级。随着科技的快速发展，新质生产力行业需要通过并购重组来实现产业升级和资源整合，以提高竞争力和市场份额。并购重组可以帮助企业获取关键技术、市场渠道，加速技术迭代和产业升级。

北交所内属于新质生产力行业的标的较为丰富，集中于新能源汽车、氢能源、人工智能、航空航天、生物医药等领域。

表6：建议关注北交所新质生产力行业公司

新质生产力行业	公司赛道	证券代码	证券名称	主要业务	市值(亿元)
新能源汽车	智能电子	832491.BJ	奥迪威	智能驾驶超声波传感器	40.2
	智能电子	832978.BJ	开特股份	汽车智能传感器及控制器	30.1
	测试设备	831961.BJ	创远信科	汽车通信网联测试设备	30.5
	智能底盘	838171.BJ	邦德股份	汽车智能热管理部件	23.3

新质生产力行业	公司赛道	证券代码	证券名称	主要业务	市值(亿元)
氢能源	测试设备	833509.BJ	同惠电子	汽车功率器件、电子部件等测试设备	32.1
	智能电子	836221.BJ	易实精密	汽车电子精密连接部件	19.2
	智能电子	837242.BJ	建邦科技	后市场汽车电子及智能底盘等部件	19.5
	智能电子	833346.BJ	威贸电子	汽车线束及精密电子部件	23.1
	智能电子	837212.BJ	智新电子	汽车线束及精密电子部件	20.7
	智能底盘	831195.BJ	三祥科技	智能底盘部件	14.7
	智能电子	870436.BJ	大地电气	汽车线束及精密电子部件	24.9
	储运	836077.BJ	吉林碳谷	储氢罐材料	77.5
	制氢	838402.BJ	硅烷科技	电子级硅烷气、氢气	49.9
	储运	873576.BJ	天力复合	层状金属复合材料	29.9
	储运	835985.BJ	海泰新能	氢能输送管道	40.0
	燃料电池	830779.BJ	武汉蓝电	氢燃料电池检测仪器	25.9
	储运	832225.BJ	利通科技	氢气储运软管	18.3
	储运	834014.BJ	特瑞斯	在研氢气用调节阀及氢气用切断阀	18.9
AI	燃料电池	830974.BJ	凯大催化	氢燃料电池及制氢催化剂	15.3
	燃料电池	832662.BJ	方盛股份	氢燃料电池热管理系统	20.5
	燃料电池	832175.BJ	东方碳素	氢燃料电池用碳素材料	19.7
	储运	871634.BJ	新威凌	储氢用片状锌粉等	15.0
	制氢	830832.BJ	齐鲁华信	制氢用吸附剂	11.7
	AI 智算中心基建	872808.BJ	曙光数创	AI 服务器液冷设施领军者	121.3
	AI 终端应用	830799.BJ	艾融软件	AI 赋能金融多场景数字化	137.2
	AI 算力及数据服务	839493.BJ	并行科技	AI 算力云平台服务龙头	38.3
	AI 高性能芯片封测	430139.BJ	华岭股份	AI 芯片第三方测试服务	93.9
	AI 终端应用	836208.BJ	青矩技术	AI 实现精准高效智能造价服务	36.4
	AI 高性能芯片封测	831526.BJ	凯华材料	绝缘封装材料发力 AI 高性能芯片	30.6
	AI 算力及数据服务	835305.BJ	云创数据	大模型带动数据存储与处理需求	33.7
	AI PC	872190.BJ	雷神科技	高性能 PC 品牌, AI 驱动量价提升	26.1
	AI 终端应用	837092.BJ	汉鑫科技	政企数字化受益 AI 场景	28.5
	AI 终端应用	835670.BJ	数字人	AI 加持智能数字人体	22.8
	AI 终端应用	831832.BJ	科达自控	AI 提升矿山智能化方案竞争力	25.1
	AI 终端应用	835184.BJ	国源科技	AI 加持农业空间数据分析与应用	20.7
	AI 智算中心基建	836699.BJ	海达尔	AI 服务器精密滑轨国产龙头	21.4
	AI 终端应用	839680.BJ	广道数字	AI 加持智慧城市服务提效	15.6
	AI 终端应用	838227.BJ	美登科技	电商服务软件受益 AI 智能应用	19.4
AI 终端应用	430564.BJ	天润科技	AI 赋能遥感测绘等空间信息服务	16.9	
AI 终端应用	430090.BJ	同辉信息	AIGC 全面提效数字视觉展示能力	17.5	
AI 终端应用	831175.BJ	派诺科技	电力能源 AI 智能化方案	15.0	
AI PC	871857.BJ	泓禧科技	AI PC 推动连接器带宽及速率提升	14.8	
AI 终端应用	870976.BJ	视声智能	智能家居打造 AI 综合服务方案	18.3	
AI 终端应用	836414.BJ	欧普泰	开拓光伏 AI 视觉检测及运维业务	14.0	
生命科学	生物医药	832982.BJ	锦波生物	重组人源化胶原蛋白产品;抗 HPV 生物蛋白产品	185.9
	生物医药	833575.BJ	康乐卫士	基于结构设计重组蛋白类生物制品研发,目	52.7

新质生产力行业	公司赛道	证券代码	证券名称	主要业务	市值(亿元)
				前研发项目主要为系列人乳头瘤病毒(HPV)疫苗等	
	生物医药	430047.BJ	诺思兰德	生物工程新药(基因治疗药物、重组蛋白质类药物)和眼科药物	38.6
	医药原料	830946.BJ	森萱医药	化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体	50.5
	医药	832735.BJ	德源药业	吡格列酮二甲双胍片、坎地氢噻片、盐酸吡格列酮片、等	28.0
	生物医药	837344.BJ	三元基因	注射用人干扰素α1b粉针剂、人干扰素α1b注射液等	28.6
	医药	430017.BJ	星昊医药	复方消化酶胶囊、吡拉西坦(小水针和粉针)、甲钴胺片、等药品; 药物 CMC/CMO 服务	20.5
	医疗器械	872925.BJ	锦好医疗	助听器,雾化器等	17.2
	医药	836433.BJ	大唐药业	复方醋酸氟轻松酊、开塞露等; 蒙药	21.0
	中医药	832566.BJ	梓潼宫	片剂、硬胶囊剂、搽剂、散剂、软膏剂、中药饮片、口服混悬剂; 中药材	18.5
	医药原料	836547.BJ	无锡晶海	氨基酸类原料药	17.5
	中医药	833266.BJ	生物谷	中成药为主的药品、保健品, 以灯盏花系列产品为主	15.6
	医疗器械	870199.BJ	倍益康	基于物理因子衍生的各系列智能康复设备	20.3
	医疗器械	832278.BJ	鹿得医疗	家用医疗器械及保健护理产品的研发、生产和销售	18.1
	医药原料	873167.BJ	新赣江	化学药品原料药;化学药品制剂;中成药	13.8
	医药原料	833230.BJ	欧康医药	槐米类、枳实类、综合类植物提取物, 包括槲皮素、芦丁、鼠李糖、地奥司明、橙皮苷、枳实黄酮、黄连素、新橙皮甙二氢查尔酮等	15.1
	医药原料	430478.BJ	峪一药业	高级医药中间体、原料药及相关产品	12.5
	医疗器械	430300.BJ	辰光医疗	医学影像超磁共振(MRI)的核心部件,包括超导磁体、射频探测器等	14.4
	医药生产	838810.BJ	春光药装	食品、药品液体灌装装备、条袋包装装备、铝塑包装装备、全自动装盒及全自动装箱装备等	9.0
航空航天	航空航天零部件	835640.BJ	富士达	射频同轴连接器、射频同轴电缆组件	54.5
	航空航天材料	833394.BJ	民士达	芳纶纸及其衍生产品	35.4
	航空航天零部件	873576.BJ	天力复合	卫星用过渡接头	29.9
	航空航天零部件	836247.BJ	华密新材	特种混炼胶、橡胶减震制品和橡胶密封件	35.4
	卫星通信	831961.BJ	创远信科	卫星通信测试仪器设备	30.5
	航空航天系统	920008.BJ	成电光信	新型航电系统研究 FC 网络数据解决方案	22.9
	航空航天系统	832885.BJ	星辰科技	高端伺服系统、智能控制系统	26.4
	军用电源	837006.BJ	晟楠科技	军用电源相关产品	27.6
	地图导航	430564.BJ	天润科技	地图编制等测绘及地理信息产业	16.9
	航空航天材料	871642.BJ	通易航天	军用特种航空制品以及聚氨酯等新材料	14.7
	航空航天零部件	873169.BJ	七丰精工	紧固件	15.7

资料来源: Wind、公司公告、开源证券研究所 注: 市值截至 2024 年 12 月 4 日

➤ **关注同一实控人下有 IPO 被撤回或中止的企业**

同一实控人下有 IPO 被撤回或中止的企业，未来或存在资产注入的预期。资产注入或成为部分 IPO 撤回或中止企业的另一融资手段，因此我们筛选 2019 年以来同一实控人下有 IPO 撤回或中止的企业（具体包括终止（撤回）、终止注册、中止审查、终止审查、终止（审核不通过）五种类型），且被撤回企业所属行业与同一实控人下的北交所企业较为一致的公司，未来或存在资产注入的预期。

表7：关注同一实控人下有相似行业的 IPO 被撤回或中止的企业

公司代码	公司名称	实控人	行业
836699.BJ	海达尔	陆斌武,朱光达,朱全海	金属制品业
835579.BJ	机科股份	国务院国有资产监督管理委员会	专用设备制造业
835640.BJ	富士达	国务院国有资产监督管理委员会	计算机、通信和其他电子设备制造业
873122.BJ	中纺标	国务院国有资产监督管理委员会	专业技术服务业
873576.BJ	天力复合	陕西省财政厅	有色金属冶炼和压延加工业
920019.BJ	铜冠矿建	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会	土木工程建筑业

资料来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

宏观经济环境变化的风险、政策变化风险、相关公司业绩下滑风险

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