

“小而美”的临床前一体化 CRO



核心观点

- **CRO 行业：全球市场趋于成熟，国内迎来蓬勃发展机遇。**经过 30 余年发展，国际医药巨头和 CRO 呈现出深度绑定关系，行业竞争格局稳定。未来 3-5 年，受生物科技浪潮的推动，CRO 行业依然会稳健发展。回看国内市场，2016 年药政改革后，医药行业涌起创新浪潮，CRO 作为创新药产业链重要组成部分，在行业转型升级的过程中扮演了不可或缺的角色。随着带量采购政策的全面实施和境外创新药加速审批进入国内，创新药研发迫在眉睫，CRO 行业也迎来了蓬勃发展的历史机遇。
- **美迪西是国内领先的临床前一体化 CRO，未来三年是高速成长期。**目前来看，公司主营业务完全覆盖临床前研发需求：药物发现、药理学研究和临床前研究服务（药代、药效和安评），虽然体量不及药明康德和康龙化成，但依然是国内领先的临床前一体化服务供应商。我们认为，国内 CRO 行业景气度依然处于爬升阶段，公司将会充分享受到行业红利，新签订单有望维持高速增长（2019 年新签订单 6.2 亿元，同比 46%）。随着南汇园区新产能的投放，公司很有可能步入高速发展周期。
- **公司临床前研究服务（尤其是肿瘤药理）极具特色，竞争优势明显。**公司从临床前研究服务起家，形成了以安评为核心，以动物疾病模型为特色的特点。公司安评业务规模处于国内第一梯队，中美双报能力突出。药理方面，公司拥有 300 多个成熟的药效学模型，是国内最大的肿瘤动物模型供应商之一。综合来看，公司是以药代/药效/安评为特色的国内临床前一体化 CRO，具有一定竞争优势。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年可实现归母净利润 0.66/1.05/1.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.06/1.69/2.38 元。根据可比公司估值，给予 2020 年 49 倍 PE，对应目标价 82.81 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 如果市场拓展不及预期，将会对公司业务发展产生不利影响；
- 如果人力成本上升过快，将会对净利润增长有负面影响。

公司主要财务信息

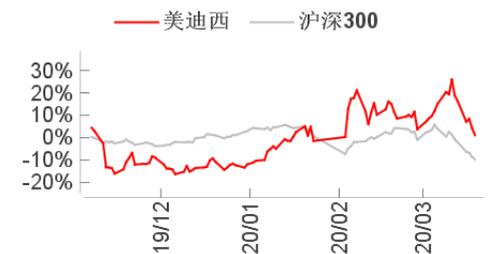
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	249	325	449	647	902
同比增长(%)	7.3%	30.4%	38.2%	44.2%	39.4%
营业利润(百万元)	49	71	77	121	172
同比增长(%)	9.3%	46.2%	7.8%	57.8%	41.5%
归属母公司净利润(百万元)	42	61	66	105	148
同比增长(%)	-4.1%	46.0%	7.8%	59.8%	41.0%
每股收益(元)	0.67	0.98	1.06	1.69	2.38
毛利率(%)	34.3%	36.7%	37.1%	38.0%	38.2%
净利率(%)	16.7%	18.7%	14.6%	16.2%	16.4%
净资产收益率(%)	15.6%	19.2%	9.3%	9.4%	12.0%
市盈率	99.8	68.4	63.4	39.7	28.1
市净率	14.5	11.9	3.9	3.6	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年03月19日)	67.02 元
目标价格	82.81 元
52周最高价/最低价	83.51/55.44 元
总股本/流通A股(万股)	6,200/1,262
A股市值(百万元)	4,155
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2020年03月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-14.95	-12.10	11.48	-
相对表现	-5.79	-0.69	22.36	-
沪深300	-9.16	-11.41	-10.88	-6.39



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 伍云飞

021-63325888*1818

wuyunfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090002

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、全球 CRO 市场：稳步发展，趋于成熟	5
1.1 起源：新药研发风险高，CRO 行业应运而生	5
1.2 发展：专利悬崖压力下，药企深化研发外包合作	6
1.3 现状：全球市场份额集中在 TOP CRO	7
二、中国 CRO 市场：创新药浪潮奔腾，欣欣向荣	8
2.1 国内市场集中度低，龙头推动行业发展	8
2.2 政策推动行业转型，创新需求大量释放	9
2.3 美迪西在临床前 CRO 领域较为领先	11
三、美迪西：迅速成长的临床前一站式综合服务提供商	12
3.1 深耕临床前研究服务，近年快速发展	12
3.1.1 创始人深耕行业，重视人才队伍建设	14
3.1.2 把握本土机遇，实现海内外协同发展	15
3.1.3 行业需求旺盛，驱动业绩快速增长	16
3.2 对比行业头部公司，美迪西具有“小而精”特色	17
3.3 三大业务板块均衡发展，完善一体化服务平台	19
四、药物发现：以化学合成为主，成长天花板高	20
4.1 国内药物发现外包仍有较大成长空间	21
4.2 开源引流，扩充下游一站式服务	21
五、药学研究：外延产业链，布局 CMO	22
六、临床前研究：以安评为核心，以动物模型为特色	24
6.1 药效学：国内最大的肿瘤动物模型供应商之一	25
6.2 安评：“国际标准+ IND 申报积累”打造竞争优势	26
七、盈利预测与投资建议	27
7.1 盈利预测	27
7.2 投资建议	28
八、风险提示	29

图表目录

图 1: 2010-2018 年单个化合物从发现到上市的研发成本	5
图 2: 2010-2018 年 12 家大型生物制药公司研发回报率不断降低	5
图 3: 全球药品专利到期带来的销售损失	6
图 4: 创新药研发 VIC 商业模式	7
图 5: 全球生物医药领域风险投资情况 (2015-2019)	7
图 6: 近十年来美国 CDER 批准新药数量增多、进程加快	7
图 7: 全球 CRO 市场竞争格局 (2018 年)	8
图 8: 全球 TOP 10 CRO 公司营收情况 (2018 年) (单位: 亿美元)	8
图 9: 2017 年中国前十 CRO 市场份额约 40%	9
图 10: 2014-2023 年中国 CRO 行业规模	11
图 11: 国内临床前 CRO 公司营收规模对比 (单位: 亿元)	11
图 12: 2017 年中国 CRO 公司营收分布情况	12
图 13: 公司主营业务范围	13
图 14: 公司发展历史梳理	13
图 15: 公司营收情况 (2014-2019 年)	14
图 16: 公司归母净利润情况 (2014-2019 年)	14
图 17: 公司股权结构图	14
图 18: 公司员工学历构成情况	15
图 19: 2018 年可比公司硕博以上员工占比	15
图 20: 2011-2016 年全球不同地区 CRO 市场规模年复合增速	15
图 21: 公司快速成长长期以国内业务为主	16
图 22: 初创型公司客户黏性增强	17
图 23: 美迪西人均收入低 (单位: 万元)	18
图 24: 美迪西人均净利润高于康龙化成 (单位: 万元)	18
图 25: 美迪西销售毛利率高于康龙化成	18
图 26: 美迪西管理费用率低	18
图 27: 美迪西 ROA 高于同行	18
图 28: 美迪西 ROE (摊薄) 高于同行	18
图 29: 国内 CRO 公司主营业务覆盖情况对比	19
图 30: 2019H1 公司细分业务构成比	19
图 31: 公司药物发现与药学研究&临床前研究毛利率变化	20
图 32: 公司药物发现与药学研究&临床前研究收入占比变化	20
图 33: 公司药物发现业务营收情况 (2016-2019H1)	20

图 34：中国药物发现市场规模有望迅速扩容	21
图 35：国内药物发现外包市场渗透率有待提升	21
图 36：公司药物发现业务收入情况（2016-2019H1）	22
图 37：公司药物发现毛利率拆分	22
图 38：药明生物“Follow the Molecular”策略业务扩展示意图	22
图 39：公司药学研究营收（2016-2019H1）	23
图 40：公司药学研究收入具体分布情况	23
图 41：2018 年公司细分业务人均创收	23
图 42：公司药学研究毛利率拆分	23
图 43：CRO 和 CMO 在药品研发流程中参与的环节	24
图 44：公司临床前研究业务营收情况（2014-2019H1）	24
图 45：公司临床前研究收入构成情况	24
图 46：公司临床前研究业务毛利率拆分	24
图 47：肿瘤药物相关适应症开发位于各疾病细分领域之首	25
图 48：可比公司安评业务营收对比（单位：亿元）	26
图 49：公司中美双报项目收入迅速增长	26
图 50：CDE 审批速度近年明显提升（单位：个）	27
表 1：2015 年来国内鼓励医药创新的相关政策与制度	9
表 2：在中国进行临床试验的成本低	10
表 3：公司主要客户分布情况	16
表 4：募投项目将建成 5 万平米实验室	17
表 5：公司在药物发现领域的技术优势	20
表 6：美迪西拥有上海最大的一万平米动物实验室	25
表 7：可比公司估值表（2020 年 3 月 19 日收盘价）	28

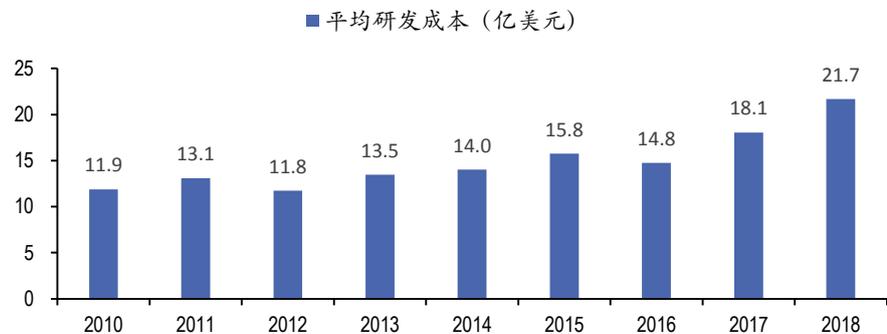
一、全球 CRO 市场：稳步发展，趋于成熟

1.1 起源：新药研发风险高，CRO 行业应运而生

新药研发具有高投入、长周期、低回报的特点。一款创新药诞生的背后，是长达 10-15 年持续的研发投入，以及 5000-10000 个化合物分子的层层筛选。药物研发成本水涨船高的同时，药企的研发回报率却大大缩水。

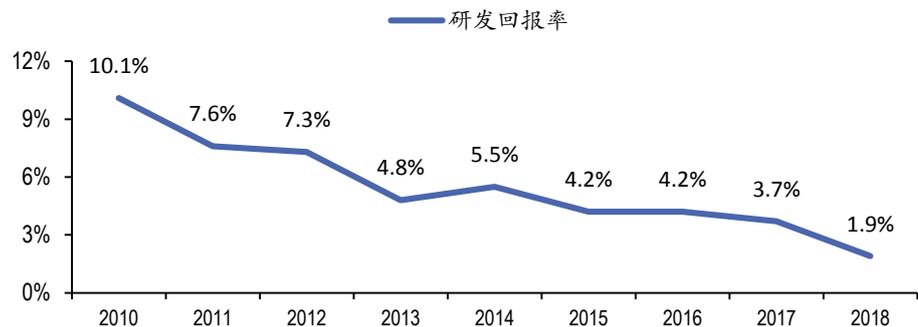
在此背景下，药企为降低成本、分散风险，将部分非核心业务外包给第三方，CRO（Contract Research Organization，合同研究组织）应运而生。

图 1：2010-2018 年单个化合物从发现到上市的研发成本



数据来源：Deloitte LLP, 2018, 东方证券研究所

图 2：2010-2018 年 12 家大型生物制药公司研发回报率不断降低



数据来源：Deloitte, Unlocking R&D productivity, 2018, 东方证券研究所

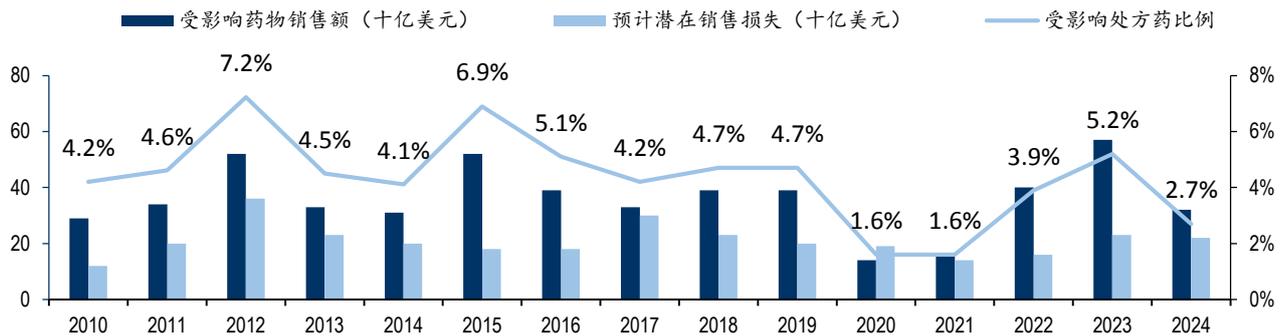
日益严格的药品上市申报制度催生外包服务需求。1962 年的“反应停事件”使美国将 Kefauver-Harris Act 纳入司法体系。FDA 规定：药企进行新药上申请时，除提交安全性证据之外，还须提供药品有效性证据，导致药企的工作量陡升，这部分需求就外溢转移到了 CRO 公司。

CRO 起源于上世纪 70 年代的美国。1974 年，北卡罗来纳大学的 Dennis Gillings 教授为 Hoechst 公司（今赛诺菲-安万特）进行临床试验数据的统计工作，这是药企与 CRO 早期合作的萌芽；上世纪 80 年代末，CRO 行业在美国、欧洲和日本等地迅速发展；到 90 年代，以昆泰（Quintiles）、精鼎（Parexel）、科文斯（Covance）为首的多家大型 CRO 相继上市。此阶段，药企和 CRO 的合作以交易性质的业务委托为主。

1.2 发展：专利悬崖压力下，药企深化研发外包合作

产品专利的集中到期、仿制药的大幅降价，使药企面临激烈的外部竞争压力。据 Evaluate Pharma 估计，2011-2016 年全球药品专利陆续到期的销售损失达 1350 亿美元。与此同时，美国制药行业还面临国内医改带来价格下调的双重压力。内忧外患之下，药企提升研发效率、加速新药开发刻不容缓。受上述因素推动，药企与 CRO 公司在新药研发方面不断深化合作、相互渗透，形成了战略合作伙伴关系。

图 3：全球药品专利到期带来的销售损失

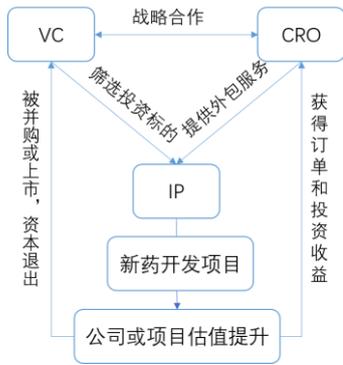


数据来源：Evaluate Pharma, 东方证券研究所

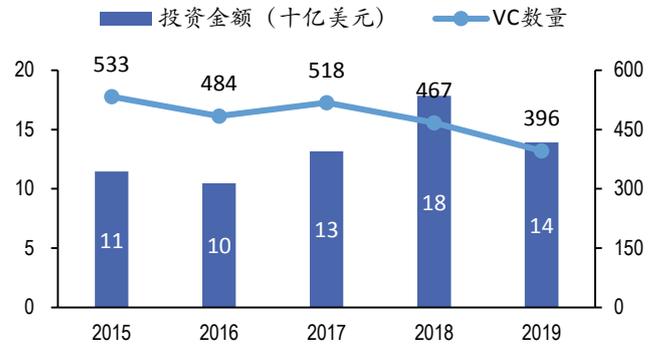
“VIC 模式”整合多方资源，打造研发生态圈。药企在深化外包合作的同时，亦在探寻新的发展模式，其中之一便是通过“风投（VC）+知识产权（IP）+研发外包服务（CRO）”的方式，实现专业化分工，整合多方资源，加速新药研发进程，形成创新研发的良性循环。

在此模式下，拥有 IP 的一方（科研院所、制药公司）获得风投资金，成立项目化公司，再与 CRO 进行研发合作，待项目成功后通过市场机制（上市或被并购）获利退出；CRO 在合作中可获得订单收入和投资收益。

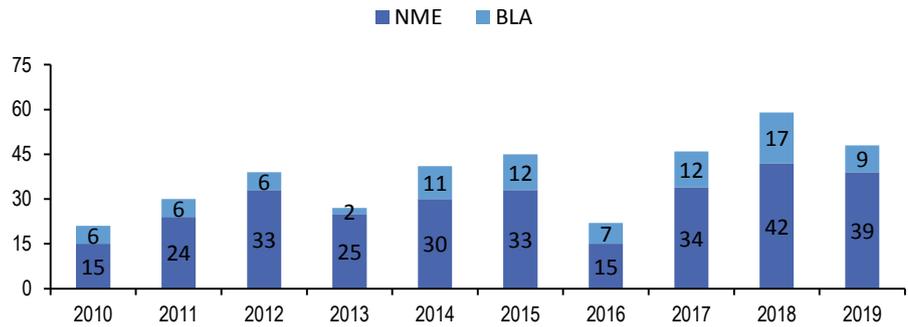
近年来，全球生物医药领域风险投资情况较为乐观（2018 年达到 179 亿美元），有力地推动了创新药研发。可以看到，2018 年 FDA 批准上市的新药数量为近十年之最，而这些创新药上市后的销售将会进一步反哺研发。

图 4：创新药研发 VIC 商业模式


数据来源：凯莱英官网，东方证券研究所

图 5：全球生物医药领域风险投资情况（2015-2019）


数据来源：Evaluate Pharma，东方证券研究所

图 6：近十年来美国 CDER 批准新药数量增多、进程加快


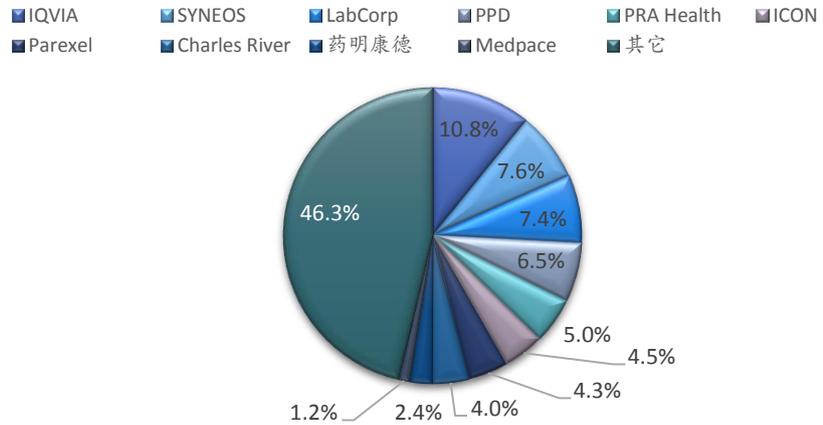
数据来源：FDA，东方证券研究所

1.3 现状：全球市场份额集中在 TOP CRO

全球 TOP CRO 通过并购整合延长产业链，扩张业务范围，加强竞争优势。2015 年，科文斯被医疗诊断公司 LapCorp 以现金加股票约 61 亿美元收购，拓展上游业务的同时一跃成为 CRO 行业领头羊；2016 年，昆泰与医药咨询公司艾美仕合并成立艾昆纬（IQVIA），向产业链下游延伸，成为了医药信息与研发服务行业的领航者。

目前，这两家公司稳居全球 CRO 行业前二，地位稳固。与此同时，其他 CRO 巨头通过频繁并购扩张业务范围，在强强联合的过程中进一步提升了市场集中度。

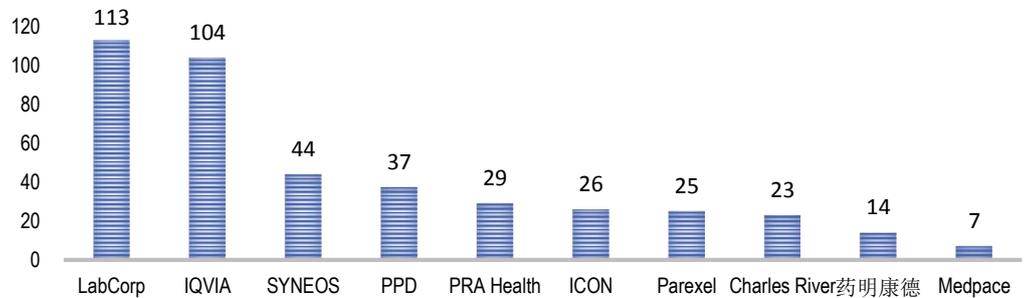
图 7：全球 CRO 市场竞争格局（2018 年）



备注：1、按照全球 CRO 市场规模估算为 580 亿美元计算；2、LabCorp 和 IQVIA 都拆分具体 CRO 业务来计算。其中，LabCorp 仅计算 Covance Drug Development (CDD) 业务、IQVIA 仅计算 Contract Sales & Medical Solutions 和 Research & Development Solutions 业务。

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 8：全球 TOP 10 CRO 公司营收情况（2018 年）(单位：亿美元)



备注：PAREXEL 于 2017 年退市，2018 年营收按照 15-17 年平均增速估算。

数据来源：Wind，Bloomberg，东方证券研究所

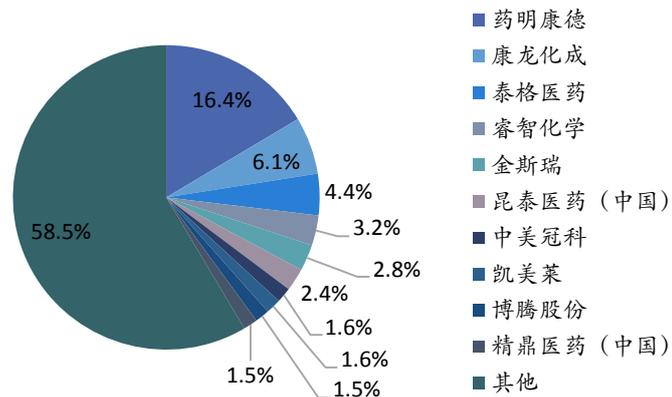
二、中国 CRO 市场：创新药浪潮奔腾，欣欣向荣

2.1 国内市场集中度低，龙头推动行业发展

中国 CRO 行业起步较国外晚 20 余年，市场格局分散。自 1996 年国内第一家 CRO 公司（由 MDS Pharma Service 设立）诞生发展至今，国内形成了由跨国公司在中国的分支机构、本土 CRO 公司、合资企业共同组成的行业格局；2000 年后，行业进入爆发期，CRO 公司雨后春笋般成立，药明康德、泰格医药、康龙化成等少数企业逐步成长为行业龙头，形成“一超多强”的竞争格局，引领行业发展。

相对海外成熟市场，中国 CRO 市场整体呈现小散乱弱的局面，市场集中度偏低，国际竞争力仍有待提升。若剔除外企在中国的分支机构，2017 年前 8 本土企业的市场份额不足 40%。

图 9：2017 年中国前十 CRO 市场份额约 40%



备注：2018 年，睿智化学被量子高科收购、中美冠科被 JSR Corporation 收购。

数据来源：医药魔方，东方证券研究所

2.2 政策推动行业转型，创新需求大量释放

自 2015 年以来，国内出台了多项政策推动药政改革，包括化药注册分类改革、优先审评制度等等，大大激发了行业创新活力。另外，带量采购施行以来，仿制药大幅降价，药企不得不转型创新药研发。

表 1：2015 年来国内鼓励医药创新的相关政策与制度

时间	政策与制度	意义
2015 年	《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	<ul style="list-style-type: none"> 提高临床试验数据质量，规范临床试验过程 减轻 CDE 评审资源浪费状况
2016 年	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 2016 年 3 月 4 日前批准上市的仿制药必须进行一致性评价 仿制药行业洗牌：289 基药目录中超 1/3 的药品持有文号企业放弃评价 仿制药质量提升，减轻过剩产能的状况
2016 年	《化学药品注册分类改革工作方案》	<ul style="list-style-type: none"> 新药的定义由“中国新”上升为“全球新” 取消新药监测期，首仿药价值被大大削弱
2016 年	《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 申请积压问题得以解决 审评时限由 2012 年的平均 60 个月降低至 2016 年的平均 10 个月以内 标志我国药品研发由“抢首仿”迈入“优先评审”时代
2016 年	《医药工业发展规划指南》	<ul style="list-style-type: none"> 支持医药创新和转型升级

		<ul style="list-style-type: none"> 加强研发支撑，支持建设临床前药效评价平台
2016年	《药品上市许可持有人制度试点方案》	<ul style="list-style-type: none"> 上市许可和生产许可分离 放开对申请人的限制，激发机构和科研人员的创新积极性
2017年	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 允许国外新药在我国进行同步上市申请 缩短新药需历经 5-7 年才能在我国上市的时间
2018年	《关于发布接受药品境外临床试验数据的技术指导原则的通告》	<ul style="list-style-type: none"> 明确境外临床试验数据可用于在中国的药品注册申报 加快国外新药进入中国的速度
2018年	《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	<ul style="list-style-type: none"> 我国临床试验由“批准制”改为“默认制” 大大提升国内创新药物临床开发进程
2018年	《国家组织药品集中采购试点方案》	<ul style="list-style-type: none"> 加剧企业竞争，降低药价：第一轮和第二轮集中采购标价分别比前一年最低采购价平均下降 52%、59% 过度重复的仿制药产品将大幅提升集中度

数据来源：CNKI，美迪西招股书，东方证券研究所

从全球来看，中国是研发外包转移的最理想承接地之一。主要原因有：1) 成本优势：中国在劳动力、实验动物、实验室筹备、税收方面成本相对低廉，在中国进行临床试验成本仅为发达国家的 30-60%，且中国的基建设施强于印度；2) 病人充足，疾病谱广：可满足国际多中心临床试验要求，并提供广泛的疾病资料；3) 2017 年中国加入 ICH（人用药品注册技术国际协调会）：相应的技术标准和监管法规都在逐步接轨国际。

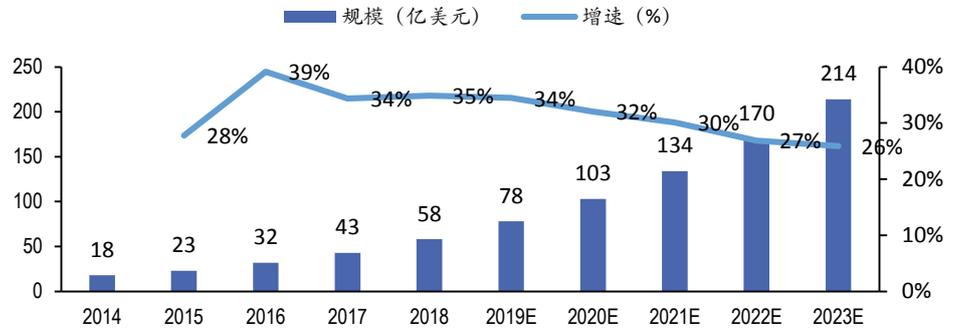
表 2：在中国进行临床试验的成本低

试验阶段	试验项目	中国试验成本占西方国家的比例
临床前研究	化合物筛选	30%-60%
	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床研究	I 期临床	30-60%
	II III 期临床	30-60%

数据来源：上海医药研究临床中心，东方证券研究所

综上，医药政策激发了本土医药企业创新研发的内在需求，而中国又具备承接国际外来转移订单的天然吸引力，二者为国内 CRO 行业的茁壮成长铺垫了肥沃土壤。

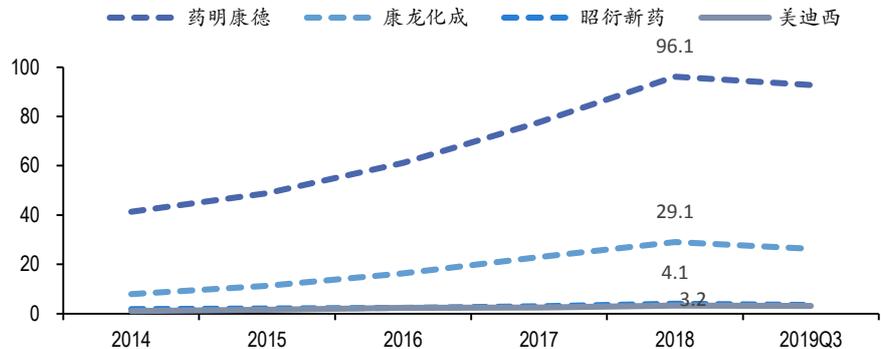
据第三方数据，2014-2018 年中国 CRO 行业规模年复合增速达 34%，远高于国际市场 10%左右的增速，未来有望以 29%的复合增速持续增长，发展潜力较大。

图 10：2014-2023 年中国 CRO 行业规模


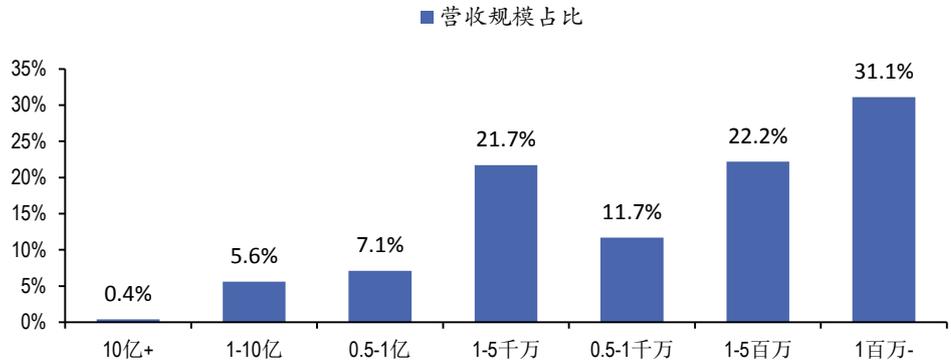
数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

2.3 美迪西在临床前 CRO 领域较为领先

中国 CRO 公司在临床前领域有较强服务能力。随着 GLP 认证制度的完善，我国临床前 CRO 服务规范化的同时，技术水平也不断提高。美迪西是国内少数具备临床前一站式综合服务能力的 CRO，体量较药明康德和康龙化成更小（2018 年营收 3.2 亿元），与昭衍新药同属于国内第二梯队。

图 11：国内临床前 CRO 公司营收规模对比（单位：亿元）


数据来源：wind，东方证券研究所

图 12：2017 年中国 CRO 公司营收分布情况


数据来源：医药魔方，东方证券研究所

三、美迪西：迅速成长的临床前一站式综合服务提供商

公司成立于 2004 年，具备完成从先导化合物发现到 IND 申报阶段的一站式综合服务能力。2015 年以来，公司已帮助 60 多个新药（含仿制药）项目走向临床，其中包括 3 个 FDA 及 1 个 TGA 获批的创新药项目。

3.1 深耕临床前研究服务，近年快速发展

公司业务板块齐全，药物发现和临床前研究是其传统优势业务。在药品研发服务方面，形成了化药为主、生物药为辅的格局。具体而言：

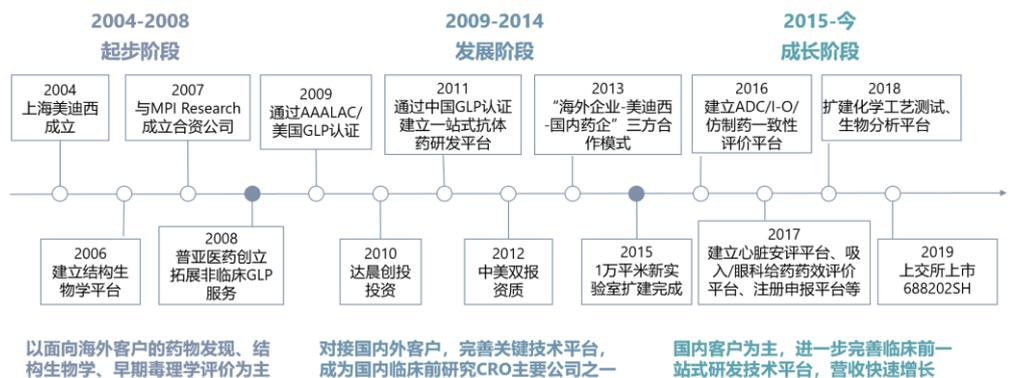
- 1) 公司在化药领域已打通临床前一站式服务能力。公司具备完整成熟的临床前一体化业务体系，无需客户进行阶段成果转移，节约成本、提高研发效率。
- 2) 生物药领域，公司在临床前研究方面具备相对优势。公司在生物药的药物发现和药学研究方面实力相对薄弱，虽然已有抗体药物一站式研发平台，但尚未建成包括工艺放大、CMC 等环节在内的综合研发服务平台，其主要优势在生物药的药效学动物模型、药代动力学及安评方面。

图 13：公司主营业务范围


数据来源：公司招股书，东方证券研究所

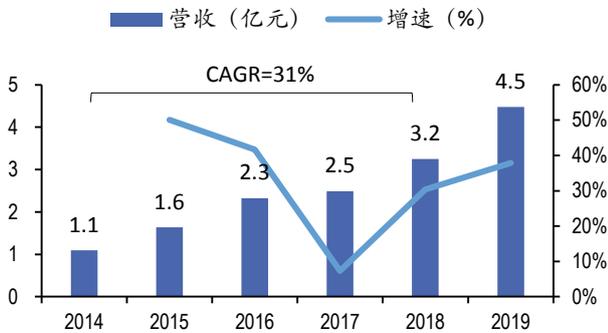
回顾公司发展历史，可以发现：

- 1) 公司在国内 CRO 行业爆发期完成了技术的原始积累：**2004-2014 年，公司乘着国内医药行业政策宽松的顺风车，完成了临床前一站式技术服务平台的搭建。值得一提的是，公司与 MPI Research 的合作使其建立了满足国际标准的 GLP 实验室，很早就具备了服务海外客户的能力。
- 2) 顺应国内创新药浪潮，迈入成长期：**2015 年后，国内医药市场开始从仿制药向创新药转型。公司不仅在 I-O（肿瘤免疫）、ADC（抗体偶联药物）和抗体药等研发热门领域形成了一定优势，还在此阶段完成了海外向国内客户群体的重心转换。

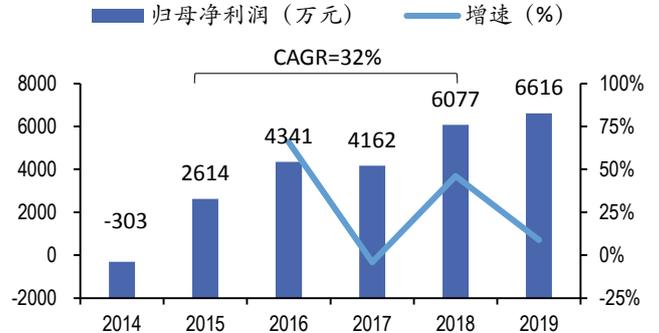
图 14：公司发展历史梳理


数据来源：公司招股书，公司官网，东方证券研究所

2015 年后，公司进入快速成长期：2014-2018 年营收的年复合增速达 31%，发展势头良好。2017 年业绩出现波动，原因是：1) 订单量减少；2) 准备 FDA 飞检，升级实验室耗时数月，影响业务开展。根据公司快报，2019 年公司营收和净利润分别为 4.5 亿元和 6616 万元，分别同比增长 38% 和 9%。随着南汇园区的建设运行，未来 2-3 年公司业绩增长形势明朗。

图 15: 公司营收情况 (2014-2019 年)


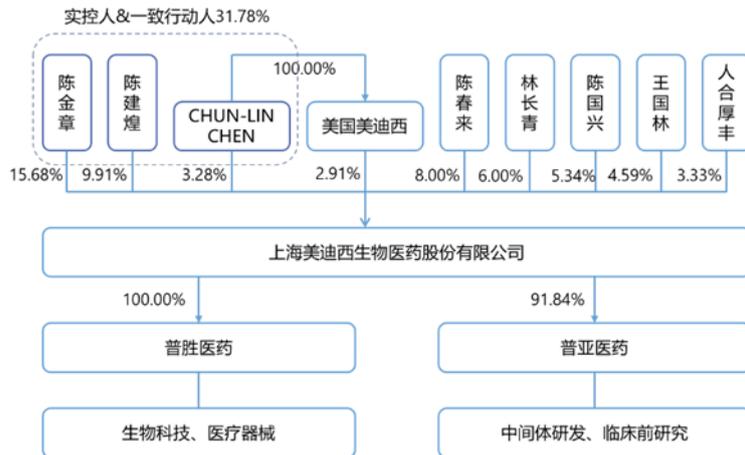
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 16: 公司归母净利润情况 (2014-2019 年)


数据来源: wind, 东方证券研究所

3.1.1 创始人深耕行业，重视人才队伍建设

创始人及高管具有深厚医药行业背景。公司创始人及实控人之一陈春麟 (CHUN-LIN CHEN) 为美国药理学、毒理学博士，国内“千人计划”特聘专家，曾任福泰制药非临床评价部门首席科学家，掌舵公司的研发技术平台。另外，高管任峰是国内“千人计划”引进人才；辛保民曾任 BMS 首席科学家。

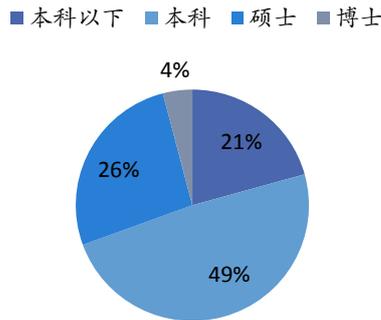
图 17: 公司股权结构图


备注: 1、未列持股比例<2%的股东; 2、数据截至 2019 年 10 月 31 日。

数据来源: 公司招股书, 东方证券研究所

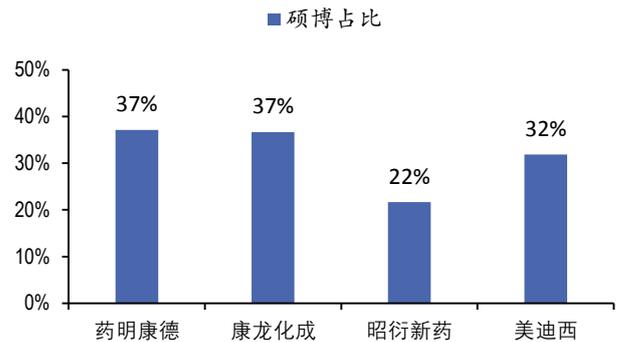
公司较为重视人才建设。高素质人才是 CRO 企业发展的生命线，公司人员规模逐年增长，硕博占比已经提升到约 31%，高于规模相近的昭衍新药（2018 年硕博占比约 22%），与药明康德（2018 年硕博占比约 37%）的差距在逐渐缩小。

另外，公司为了提高核心技术人员的工作积极性与稳定性，设立了员工持股平台。2015 年公司进行首次股权激励，覆盖约 120 人，占当年员工人数的 20%。

图 18：公司员工学历构成情况


备注：截至 2019H1，公司员工总数为 1054 人。

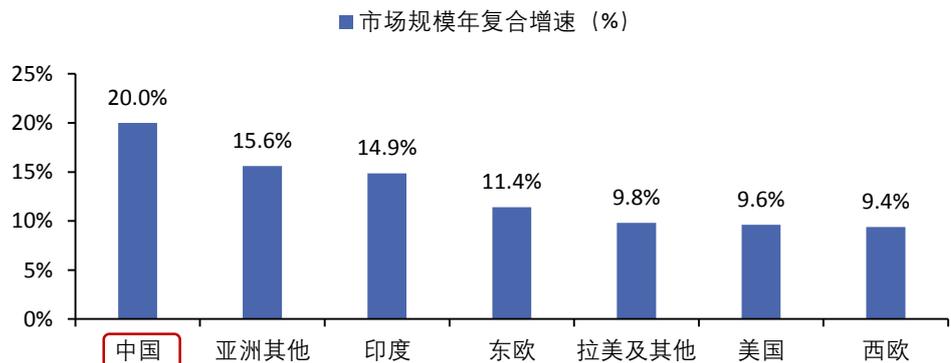
数据来源：公司招股书，东方证券研究所

图 19：2018 年可比公司硕博以上员工占比


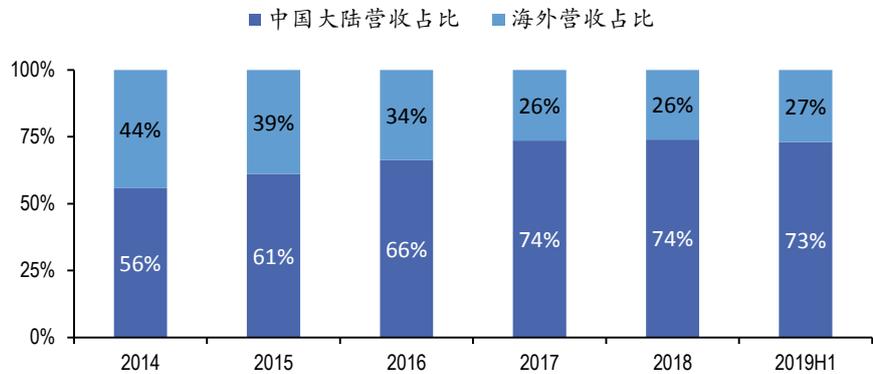
数据来源：公司招股书，东方证券研究所

3.1.2 把握本土机遇，实现海内外协同发展

公司具备前瞻性眼光，把握本土市场机遇。如前所述，中国 CRO 市场受益于药政改革，行业蓬勃发展，增速远高于欧美成熟市场；但是，早期行业发展受限于国内药企对外包研发信心不足，其时不少 CRO 公司均以海外业务起家。与这些公司不同的是，美迪西较早将业务重心转移至国内，充分抓住了国内市场发展机遇。

图 20：2011-2016 年全球不同地区 CRO 市场规模年复合增速


数据来源：Business Insight，东方证券研究所

图 21：公司快速成长期以国内业务为主


数据来源：wind，东方证券研究所

海内外协同发展，树立行业声誉。公司起步阶段就积累了海外优质客户资源，覆盖欧美日韩，树立了市场口碑。2015 年来，公司累计为 500 多家客户提供新药研发服务，其中包含了国内创新药龙头恒瑞医药，以及初创 Biotech，如再鼎医药等等。

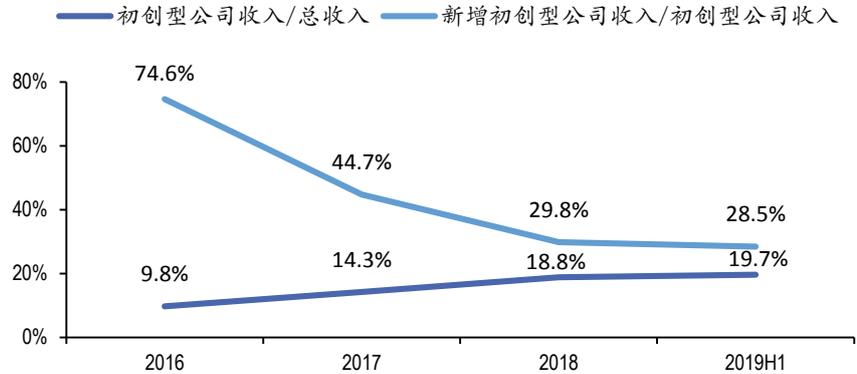
表 3：公司主要客户分布情况

地区	客户
国际	武田(千禧制药)、强生(杨森)、Prelude Therapeutics、比斯顿癌症研究所、Silicon Incite
国内	华东医药、杭州多禧生物、恒瑞医药、扬子江药业、强生(中国)、GSK(上海)、罗欣药业

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

3.1.3 行业需求旺盛，驱动业绩快速增长

公司新增订单充裕，有望延续高速增长势头。公司 2019 年新增订单约 6.2 亿元，同比增长 46%。从需求端看，初创型公司的订单收入占比增长较快，显示了公司对新客户较强的转化能力。旺盛的行业需求（新增订单）是公司未来业绩增长的主要动力。

图 22：初创型公司客户黏性增强


数据来源：公司招股书，东方证券研究所

募投项目将扩大产能，以支撑公司快速发展。从供应端看，公司目前位于川沙和张江的实验室已接近满产状态，只有小动物尚存少量产能空间。为了适应快速增长的业务规模，募投项目将在上海南汇园区建成约 5.2 万平方米实验室，扩充产能的同时弥补前端业务短板，预计年内完全投入，可支撑公司未来快速发展。

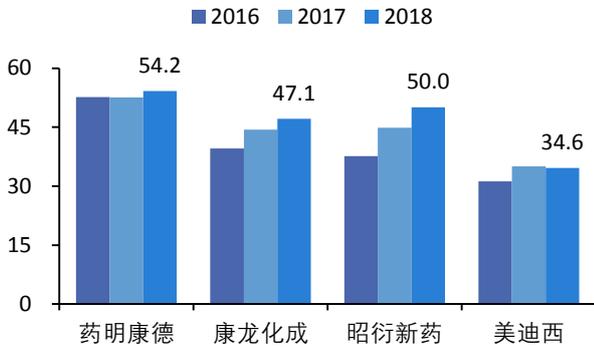
表 4：募投项目将建成 5 万平方米实验室

项目名称	预计投资金额	现有面积	新增面积	目的
药物发现与药学研究申报平台	2.03 亿元	2 万平米	3.5 万平米	<ul style="list-style-type: none"> • 弥补生物创新药领域的不足：加大对生物药的工艺放大、质量研究的投入 • 发扬化药领域优势：拓展化学服务能力
临床前研究及申报平台	0.97 亿元	1 万平米	1.5 万平米	<ul style="list-style-type: none"> • 开拓新市场：开发细胞治疗药物的 IND 申报能力

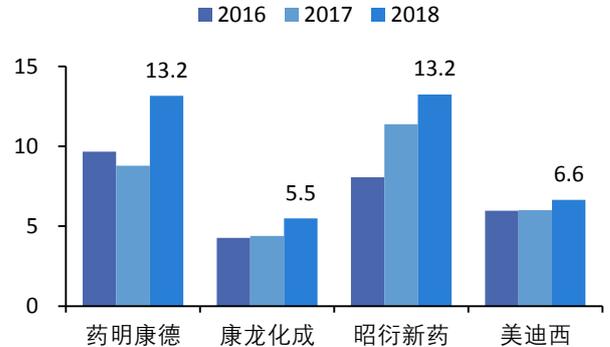
数据来源：公司招股书，东方证券研究所

3.2 对比行业头部公司，美迪西具有“小而精”特色

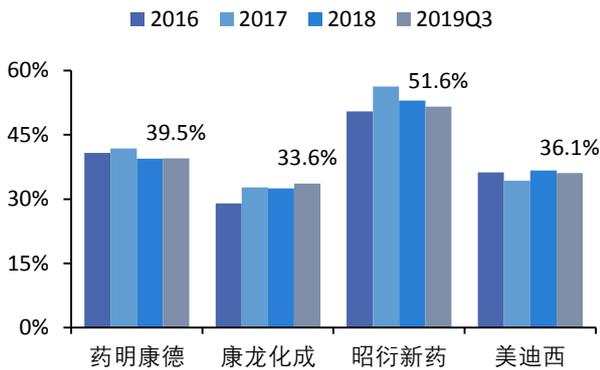
对比行业头部公司，可以发现：1) 美迪西的人均收入低，但人均净利润和毛利率均高于康龙化成；2) 从盈利能力看，公司的资产回报率和净资产回报率；3) 从管理费用率看，公司管理结构相对扁平化，管理效率较高。

图 23: 美迪西人均收入低 (单位: 万元)


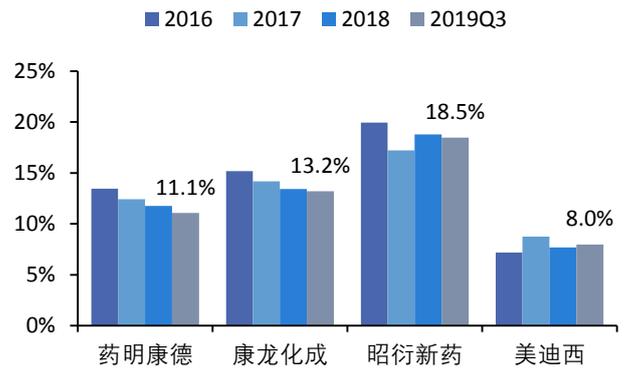
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 24: 美迪西人均净利润高于康龙化成 (单位: 万元)


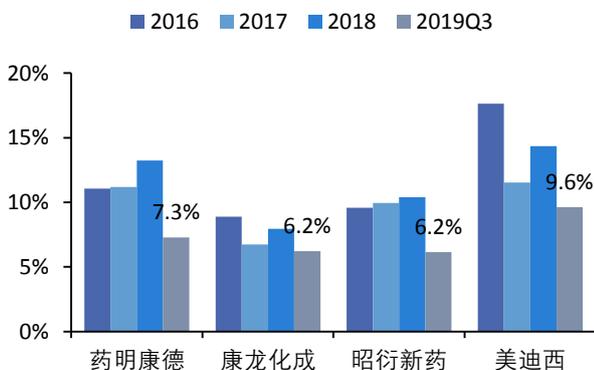
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 25: 美迪西销售毛利率高于康龙化成


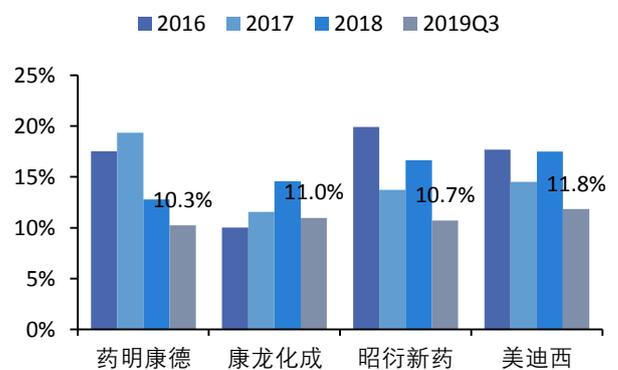
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 26: 美迪西管理费用率低


数据来源: wind, 东方证券研究所

图 27: 美迪西 ROA 高于同行


数据来源: wind, 东方证券研究所

图 28: 美迪西 ROE (摊薄) 高于同行


数据来源: wind, 东方证券研究所

美迪西是以药效学和安评为特色的临床前 CRO。从业务格局看，药明康德和康龙化成均可做到临床前一站式服务的覆盖，二者的核心业务都是药物发现。单纯从体量来看，美迪西与前述二者差距较大。但是，美迪西在临床前服务领域的强项是药效学和安评，而对比国内安评龙头昭衍新药，美迪西与之差距较小，且美迪西的药物发现和药学研究能力是昭衍新药尚不具备的，所以公司综合服务能力相对更胜一筹。

图 29：国内 CRO 公司主营业务覆盖情况对比

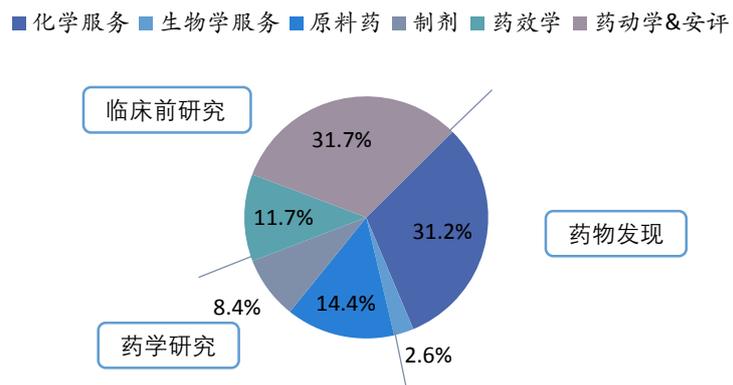


数据来源：各公司招股书，东方证券研究所

3.3 三大业务板块均衡发展，完善一体化服务平台

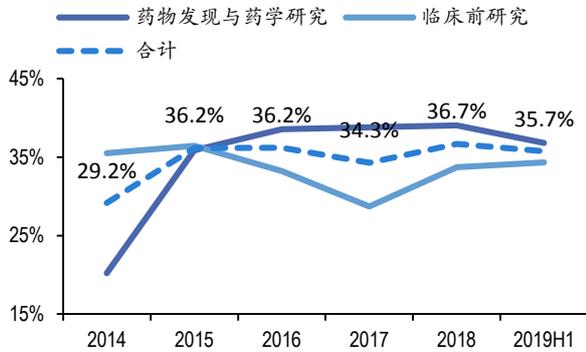
目前公司的主营业务药物发现、药学研究、临床前研究三足鼎立，发展相对均衡；从细分业务看，DMPK&GLP（药动学&安评）与化学服务（药物发现）是公司的两大收入支柱。

图 30：2019H1 公司细分业务构成比

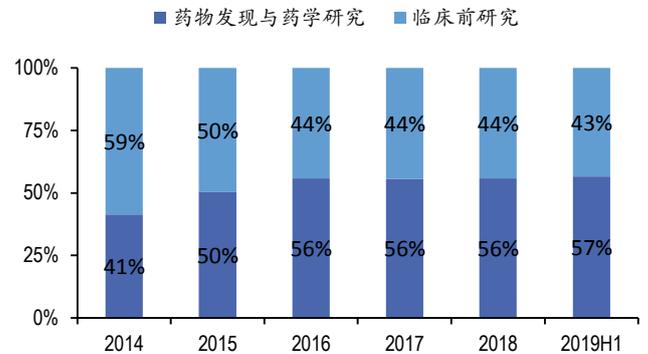


数据来源：公司招股书，东方证券研究所

公司自 2015 年来在创新药物发现领域逐渐发力（肿瘤免疫/抗体药物发现平台的建立等），表现为药物发现与药学研究业务的毛利率稳中有升，形成相对竞争优势，营收占比也有所增加，使得整体业务分布更加均衡。

图 31：公司药物发现与药学研究&临床前研究毛利率变化


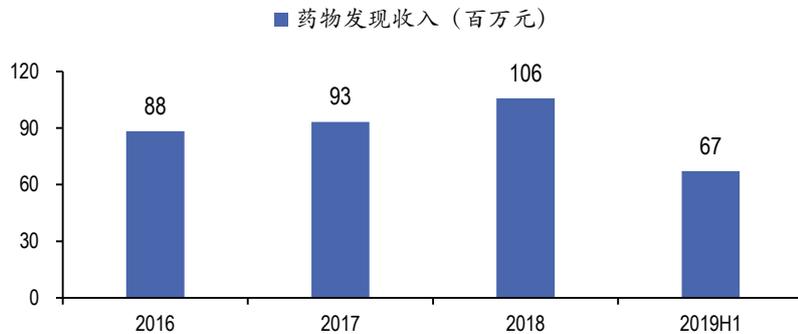
数据来源：wind，东方证券研究所

图 32：公司药物发现与药学研究&临床前研究收入占比变化


数据来源：wind，东方证券研究所

四、药物发现：以化学合成为主，成长天花板高

药物发现业务是公司传统优势业务，海外收入占比高。2019H1 公司药物发现业务收入为 6709 万元，整体营收占比为 34%。公司在药物发现领域技术先进，建立了基于共享的通用性新药研发平台，具备一定市场竞争优势。未来，随着南汇园区投产，规模效应有望进一步显现。

图 33：公司药物发现业务营收情况（2016-2019H1）


数据来源：wind，东方证券研究所

表 5：公司在药物发现领域的技术优势

研发阶段	技术优势
分子设计	CADD (计算机辅助药物设计)、基于片段的药物发现等，可提高化合物活性和成功率
合成化学	手性药物、糖化学、抗体及抗体药偶联药物 (连接器) 等药物发现服务方面具备优势
药物筛选	<ul style="list-style-type: none"> 前沿技术的运用：基于蛋白质晶体学的药物发现与筛选技术服务平台，是公司 4 个上海市政府认证平台之一，有较强的市场竞争力。

- 新技术的布局：1) 公司正在开发 DNA 编码的小分子化合物库 (DEL)，有望大幅缩短药物筛选时间、提高准确度、降低成本；2) 正在建设的蛋白质降解技术平台 (PROTAC)，将为不可成药靶点提供研究工具。

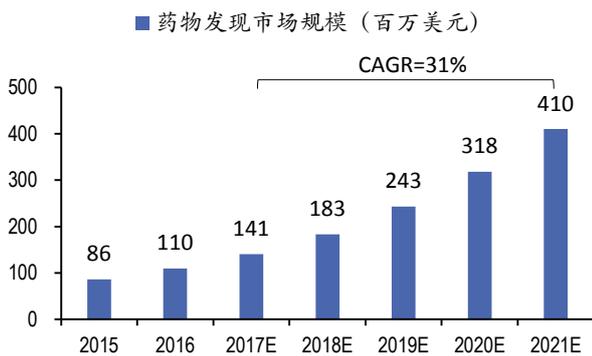
数据来源：公司招股书，东方证券研究所

4.1 国内药物发现外包仍有较大成长空间

药物发现是创新研发的起点。一直以来，国内医药行业以仿制药为主，研发外包意愿不强，所以药物发现市场整体规模较小；但近年来随着国内药政的推动、研发生态环境的成熟，药物发现市场规模快速扩容。对比国外，国内外包市场的渗透率仍有较大提升空间。

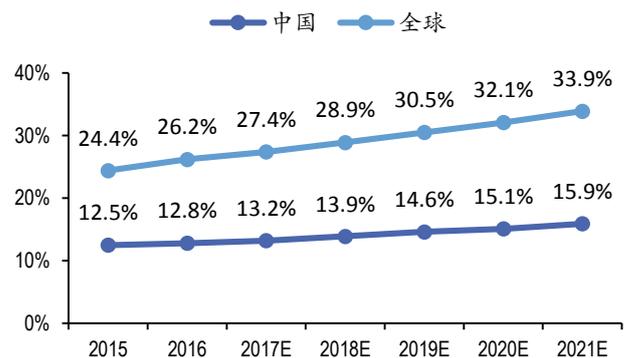
据第三方数据，目前我国药物发现 CRO 公司约 100 家，整体呈龙头企业引领、中小企业特色发展的格局。

图 34：中国药物发现市场规模有望迅速扩容



数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

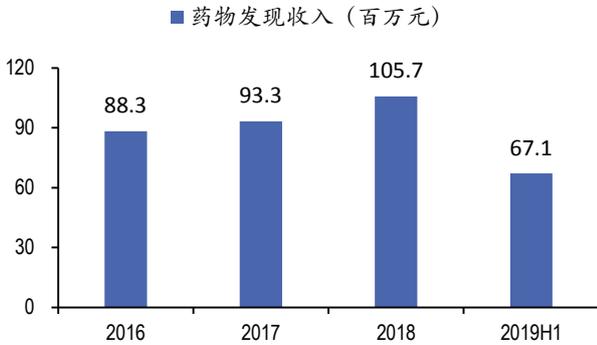
图 35：国内药物发现外包市场渗透率有待提升



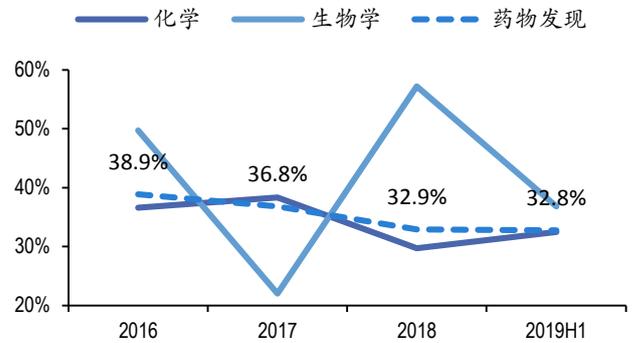
数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

4.2 开源引流，扩充下游一站式服务

药物发现业务：以化学合成为主，生物大分子发现方面有待加强。1) 化学服务方面：公司化学合成团队规模在 300-400 人左右，承接大药企订单能力有限，未来仍有提升空间。2) 生物学服务方面：公司团队规模微小，仅 20 人左右，虽然毛利率波动较大，但对整体影响甚微。

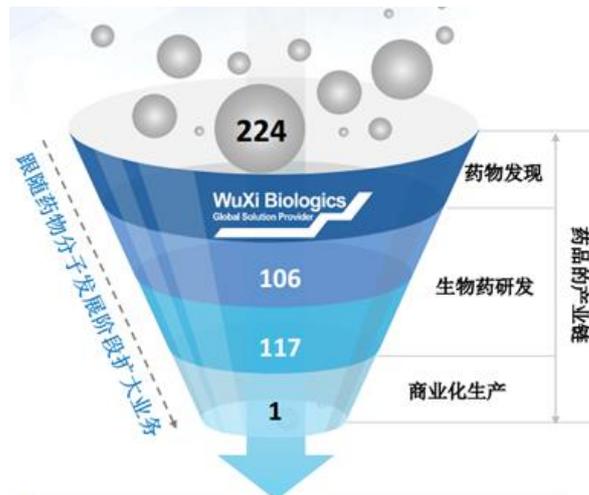
图 36：公司药物发现业务收入情况（2016-2019H1）


数据来源：wind，东方证券研究所

图 37：公司药物发现毛利率拆分


数据来源：wind，东方证券研究所

未来，公司有意借鉴药明“Follow the Molecular”策略，扩大起点业务规模，药物发现营收占比有望进一步提升。“Follow the Molecular”，即跟随分子，这种发展策略与新药开发“沙里淘金”的过程类似：随着新药研发过程的推进（药物发现→临床前研究→临床研究→上市生产），从上游业务进入下游业务的订单量逐层减少，成“漏斗型”分布。公司未来新建的南汇园区 5 万平方米实验室，将主要用于拓展药物发现业务的规模，增加与客户进行源头合作的机会，以便为下游业务带来更多订单。

图 38：药明生物“Follow the Molecular”策略业务扩展示意图


数据来源：药明生物官网，东方证券研究所

五、药学研究：外延产业链，布局 CMO

公司近年来在药学研究领域发展较快：2019H1 药学研究收入 4524 万元，占总收入的 23%。未来公司有意向在药学研究领域向下游 CMO 方向发展，而且公司目前已经具备了一定基础：从技术层

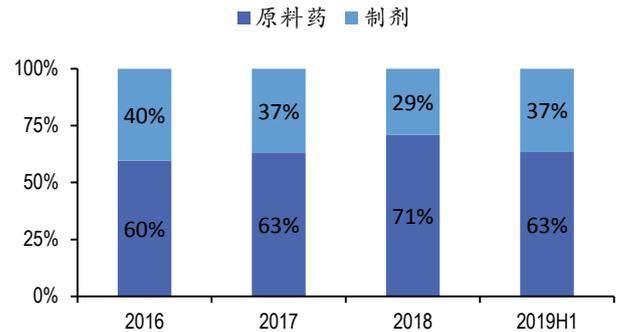
面看，公司在绿色酶化学合成和原料药杂质控制方面颇具实力，已有为 20 多家药企开发创新药或仿制药 API 的成功经验。

图 39：公司药学研究营收（2016-2019H1）



数据来源：wind，东方证券研究所

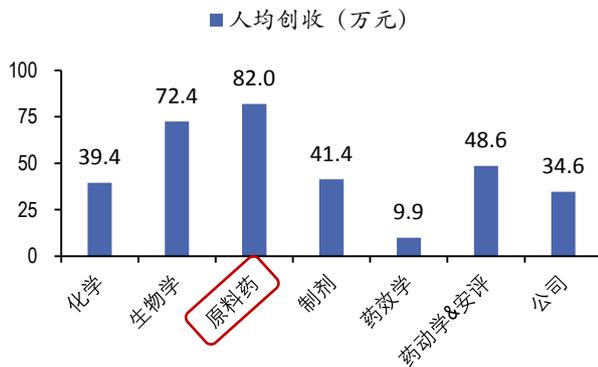
图 40：公司药学研究收入具体分布情况



数据来源：wind，东方证券研究所

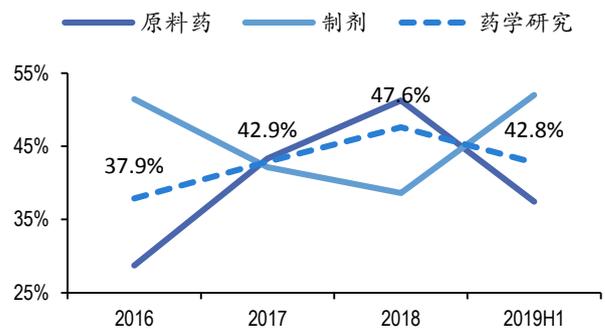
从经营层面看，公司原料药业务团队规模不大（100 多人），人均创收却最高，且近三年毛利率增幅较大。原料药和制剂在药品生产过程中属于附加值较高的后端产品，而研发向后期推进也会带来需求量的指数级增长。因此，未来产能扩增有望为公司带来更高的收益。

图 41：2018 年公司细分业务人均创收



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

图 42：公司药学研究毛利率拆分



数据来源：wind，东方证券研究所

从现有基础看，公司已具备中试和 cGMP 产能，可生产临床试验用药品的原料药，但目前尚未取得 cGMP 证书。

综上，公司凭借目前在 CMC 方面的实力，具备外延产业链的可行性，但仍需跨越 CMO 行业的进入门槛。布局 CMO 将使公司业务从聚焦临床前延展至商业化生产阶段，丰富其多元化服务能力。而且，近年来“CRO+CMO”纵向一体化发展也是国内众多医药外包企业的发展战略，拥有“研发+生产”双重服务能力的外包公司将更受药企青睐。

图 43: CRO 和 CMO 在药品研发流程中参与的环节



数据来源: 公司招股书, 东方证券研究所

六、临床前研究: 以安评为核心, 以动物模型为特色

临床前研究是公司核心业务, 以子公司普亚医药为主要载体。随着公司业务体系的完善, 临床前研究收入占比不断下降。2019H1, 公司临床前研究收入达 8598 万元, 营收占比 43%。

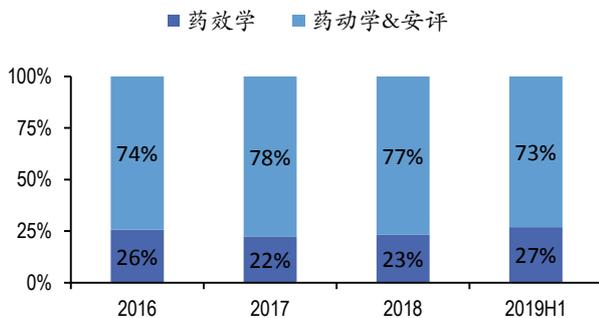
公司在临床前研究领域的整体特点是: 以安评为核心、以动物疾病模型为特色。公司的 3 个临床前研究平台 (非人灵长类实验动物平台、同位素代谢平台、生物技术药物非人灵长类安全性评价平台) 入选上海市公共服务平台。

图 44: 公司临床前研究业务营收情况 (2014-2019H1)



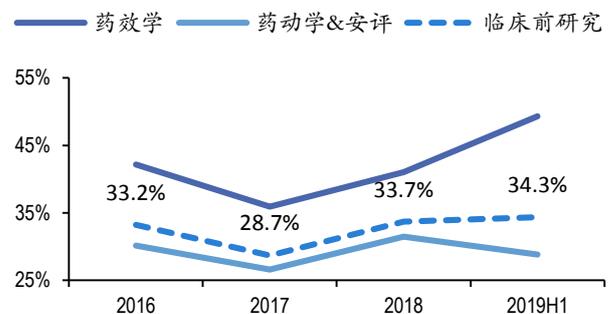
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 45: 公司临床前研究收入构成情况



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 46: 公司临床前研究业务毛利率拆分



数据来源: wind, 东方证券研究所

6.1 药效学：国内最大的肿瘤动物模型供应商之一

动物模型是进行非临床评价工作的基石，也是进入临床试验前的必要条件。美迪西拥有种类丰富、成熟可靠的动物疾病模型，可满足消化系统、神经系统、免疫、内分泌、肿瘤等药效学评价需求。值得一提的是，公司的肿瘤动物模型有 200 多个，覆盖肺癌、乳腺癌、胃癌等 20 多种常见肿瘤，是国内最大的肿瘤动物模型供应商。

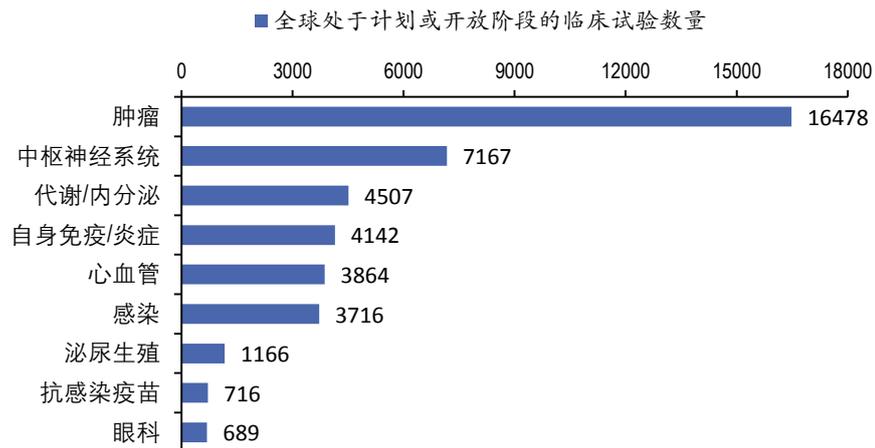
表 6：美迪西拥有上海最大的一万平米动物实验室

种属	等级	动物房数量	最大容量
小鼠、大鼠	SPF	66	2 万只
小鼠、大鼠、豚鼠、兔	非 SPF	23	1 千只
犬类	conventional	39	1 千只
非人灵长类	conventional	32	8 百只
小型猪	conventional	3	1 百只

数据来源：医药魔方，东方证券研究所

美迪西在肿瘤药效方面独树一帜，市场竞争力强。癌症治疗是医药研发关注的重点领域，相关临床试验数量占各治疗领域之首，行业需求旺盛。考虑到 250 个临床前候选化合物中仅有 5 个可进入临床阶段，由此可知肿瘤药效学评价的市场容量之大，公司有望凭借动物模型优势取得长足发展。事实上，公司与武田制药在肿瘤药效方面建立了长期稳定合作关系，共同进行相关药物研发工作。

图 47：肿瘤药物相关适应症开发位于各疾病细分领域之首



备注：截至 2020 年 2 月 18 日。

数据来源：Trialtrove，东方证券研究所

6.2 安评：“国际标准+ IND 申报积累” 打造竞争优势

美迪西安评业务规模与行业龙头接近。2016-2018 年，公司药代动力学与安评业务规模增长迅速（CAGR 约 20%，营收占比约为 1/3）。从规模来看，公司安评业务仅次于昭衍新药和康龙化成，处于业内领先水平。未来，公司 GLP 实验室面积将拓展至 2.5 万平米，有望巩固竞争地位。

图 48：可比公司安评业务营收对比（单位：亿元）



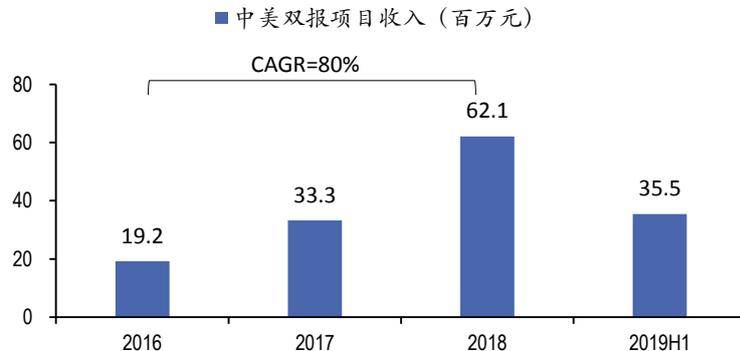
备注：美迪西安评业务营收包括药代动力学业务收入。

数据来源：Wind，昭衍新药招股书，东方证券研究所

中美双报资质铸就竞争优势，客户吸引力强。普亚医药的临床前研究设施是参照美国 MPI Research 建立，不仅通过了 AAALAC 的国际认证和 FDA 的现场检查，还具备 NMPA 的 8 项 GLP 实验资质，而在国内拥有同级别 GLP 资质的公司数量极少。

2016-2018 年，公司中美双报收入 CAGR 高达 80%，占临床前研究收入比例从 16 年的 19% 迅速提升至 18 年的 43%，已经成为公司临床前研究业务主要增长点。

图 49：公司中美双报项目收入迅速增长



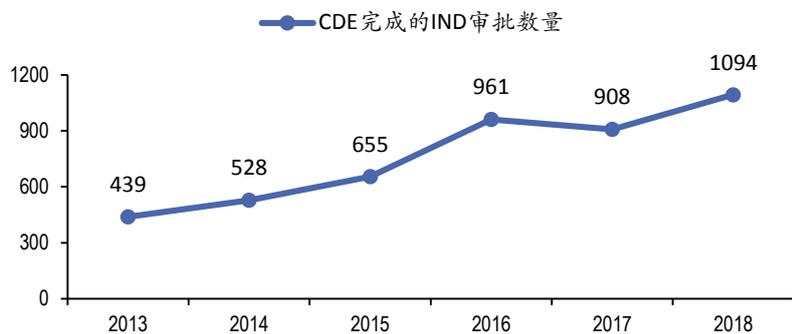
数据来源：公司招股书，东方证券研究所

公司安评业务仍有较大成长空间。就国内环境而言：一方面，“GLP 认证+规模化实验室”增厚了安评市场的进入壁垒——据 NMPA 数据，截至 2020 年 2 月，国内取得 GLP 认证的单位仅 69 家，

其中盈利性质的公司数量不到一半；另一方面，药企难以独立完成相关实验，安评外包比例在 CRO 产业链中最高。

此外，国内药审改革、审评加速带来 IND 申报数量的迅速增长，为安评市场带来广阔的成长空间。目前，行业需求景气，但产能相对不足——业内主要公司如昭衍新药、药明康德、上海益诺思等均在扩建 GLP 实验室。

图 50: CDE 审批速度近年明显提升 (单位: 个)



数据来源: CDE, 东方证券研究所

公司亦紧跟生物创新药研发热潮，在 I-O、抗体药和 ADC 的 IND 项目申报方面不断积累经验，相对优势明显。公司已经帮助多个客户进行生物药的整套临床前研究：百奥泰生物 (BAT8001) 和杭州多禧生物 (DX126-262) 两款靶向 HER2 受体的 ADC 已通过 NMPA 评审，进入临床试验阶段；苏州康宁杰瑞生物激素药物、上海润泽生物的疫苗均已获得临床试验批件。

综合来看，我们认为公司安评业务内外成长环境都较为确定，有望取得长足发展。

七、盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司收入端快速增长主要来自主营业务的良好发展。受益于 CRO 行业景气度持续提升，公司作为国内领先的临床前一体化服务供应商，未来 2-3 年新签订单预期良好 (19 年新签订单为 6.2 亿元，同比 46%)。从产能方面来看，随着南汇园区的投产，整体使用面积大约有 1.6 倍的增长。同时，随着起点药物发现业务规模的扩大，可为下游临床前研究服务提供导流，协同效应明显。
- 2) 公司 19-21 年毛利率分别为 37.1%，38.0%和 38.2%。相对而言，公司前端药物发现和 CMC 业务毛利较为稳定；后端临床前研究服务随着规模扩张和实验室产能利用率的逐步提高，毛利率会略有提升。从整体来看，随着业务体量的迅速增长，公司业务将会体现出一定的规模效应，从而拉升整体毛利率稳中有升。

- 3) 公司 19-21 年销售费用率为 6.19%，6.31%和 6.36%，管理费用率为 13.02%，12.83% 和 12.71%。销售费用率的增长主要考虑到人员扩招和市场拓展导致成本上升；管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响。
- 4) 公司 19-21 年的所得税率维持 13%。

收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
药物发现与药学研究					
销售收入（百万元）	138.5	181.3	251.0	364.6	513.1
增长率	6.8%	30.9%	38.4%	45.3%	40.7%
毛利率	38.8%	39.0%	39.0%	39.7%	39.6%
临床前研究					
销售收入（百万元）	110.7	143.6	198.0	282.6	389.3
增长率	7.9%	29.7%	37.9%	42.7%	37.7%
毛利率	28.7%	33.7%	34.8%	35.8%	36.4%
合计	249.3	324.9	449.0	647.2	902.4
增长率	7.3%	30.4%	38.2%	44.2%	39.4%
综合毛利率	34.3%	36.7%	37.1%	38.0%	38.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

7.2 投资建议

我们预测公司 2019-2021 年可实现归母净利润 0.66/1.05/1.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.06/1.69/2.38 元。根据可比公司估值，给予 2020 年 49 倍 PE，对应目标价 82.81 元，首次给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表（2020 年 3 月 19 日收盘价）

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
药明康德	603259	1.36	1.71	2.18	65	52	41	1.36
康龙化成	300759	0.69	0.93	1.22	74	55	42	0.69
泰格医药	300347	1.11	1.48	1.95	59	44	34	1.11
昭衍新药	603127	1.00	1.41	1.94	64	46	33	1.00
凯莱英	002821	2.42	3.18	4.18	67	51	39	2.42
最大值						74	55	42
最小值						59	44	33
平均数						66	50	38
调整后平均						65	49	38

数据来源：Wind，东方证券研究所

八、风险提示

1、如果市场拓展不及预期，将会对公司业务发展产生不利影响。目前公司营收以国内市场为主，占比 70%左右。药物发现方面：公司加大了海外市场拓展力度，国内市场订单相对较少；药学研究和临床前研究方面：营收以国内市场为主，未来将继续扩大国内业务规模。未来，如果海内外市场开拓不及预期，将对公司整体发展产生不利影响。

2、如果人力成本上升过快，将会对净利润增长有负面影响。CRO 行业有高度依赖人才的属性，员工薪酬占公司各项业务成本比重在 40-60%。如果公司在业务扩张时人力成本上升过快，超过了营收端增速，将会导致毛利率下降，对公司整体利润增长产生影响。

3、科创板相关风险。公司首个在科创板上市的 CRO 标的，考虑到科创板的战略定位和公司创新药产业链属性，可能会成为市场关注焦点，进而引发交易面的剧烈波动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	157	167	795	617	730	营业收入	249	325	449	647	902
应收账款	65	76	148	214	298	营业成本	164	206	282	401	557
预付账款	8	12	27	26	36	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	7	8	11	16	22	营业费用	13	19	28	41	57
其他	7	11	17	24	25	管理费用	22	25	58	83	115
流动资产合计	243	273	998	897	1,111	财务费用	1	(5)	(5)	(7)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	(1)	2	1	0	1
固定资产	90	122	155	186	215	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	17	67	317	317	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	1	5	5	5	5	其他	(2)	(7)	(7)	(7)	(7)
其他	54	61	28	28	28	营业利润	49	71	77	121	172
非流动资产合计	149	205	255	535	564	营业外收入	1	2	6	3	3
资产总计	393	478	1,253	1,432	1,675	营业外支出	0	1	6	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	49	72	77	123	173
应付账款	22	45	68	96	134	所得税	7	9	10	16	23
其他	63	65	107	151	206	净利润	43	62	67	107	151
流动负债合计	85	110	175	247	339	少数股东损益	1	2	1	2	3
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	42	61	66	105	148
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.67	0.98	1.06	1.69	2.38
其他	17	14	14	14	14						
非流动负债合计	17	14	14	14	14	主要财务比率					
负债合计	102	124	189	262	354		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	4	6	7	9	12	成长能力					
股本	47	47	62	62	62	营业收入	7.3%	30.4%	38.2%	44.2%	39.4%
资本公积	192	192	820	820	820	营业利润	9.3%	46.2%	7.8%	57.8%	41.5%
留存收益	48	109	174	279	427	归属于母公司净利润	-4.1%	46.0%	7.8%	59.8%	41.0%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	291	353	1,063	1,170	1,321	毛利率	34.3%	36.7%	37.1%	38.0%	38.2%
负债和股东权益总计	393	478	1,253	1,432	1,675	净利率	16.7%	18.7%	14.6%	16.2%	16.4%
						ROE	15.6%	19.2%	9.3%	9.4%	12.0%
						ROIC	16.0%	17.8%	8.8%	8.9%	11.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	25.9%	26.0%	15.1%	18.3%	21.1%
净利润	43	62	67	107	151	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	8	8	8	10	12	流动比率	2.86	2.48	5.70	3.63	3.27
财务费用	1	(5)	(5)	(7)	(7)	速动比率	2.79	2.41	5.64	3.56	3.21
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	15	4	(33)	(1)	(14)	应收账款周转率	3.4	4.6	4.0	3.6	3.5
其它	8	3	34	0	1	存货周转率	25.7	27.5	29.1	29.5	28.8
经营活动现金流	75	71	71	109	143	总资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6
资本支出	(88)	(54)	(91)	(291)	(41)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.67	0.98	1.06	1.69	2.38
其他	29	(10)	1	(3)	4	每股经营现金流	1.20	1.15	1.15	1.76	2.31
投资活动现金流	(59)	(64)	(90)	(294)	(37)	每股净资产	4.63	5.61	17.04	18.73	21.11
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	643	0	0	市盈率	99.8	68.4	63.4	39.7	28.1
其他	0	0	5	7	7	市净率	14.5	11.9	3.9	3.6	3.2
筹资活动现金流	0	0	648	7	7	EV/EBITDA	69.4	54.8	50.2	32.3	22.7
汇率变动影响	(3)	3	0	0	0	EV/EBIT	80.6	61.1	55.8	35.2	24.4
现金净增加额	13	10	629	(178)	112						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

