

医药

行业研究/周报

药筛 CRO 领涨外包板块，IND 数据创历史新高

—医药周报 20200713

医药周报

2020 年 07 月 13 日

报告摘要：

● 上周医药外包板块表现：成都先导涨势强劲，凸显研发产业链早期公司价值

7 月 6 日至 7 月 10 日，医药外包板块整体上升 4.83%，跑输中信医药指数 4.20 个百分点。其中，成都先导、泰格医药、亚太药业、博腾股份表现较为强劲，分别上涨 12.75%、10.10%、8.66 和 6.85%，康龙化成、凯莱英分别下跌 0.35% 和 0.86%。

以成都先导为代表的研发早期 CRO 公司，一方面因为公司的商业模式的可拓展性提供了比较大的天花板提升空间，另一方面这种高净利率水平也让投资者认为他们的壁垒远高于一般的 CXO 公司，往往具有“小公司、大空间”的特点。我们认为商业模式存在服务型和产品型两条路径，对其商业模式拓展的认知是研发早期 CRO 公司表现持续靛眼的主要原因。

● 行业动态跟踪：泰格收购早期药物发现 CRO 公司 Acme Bioscience

泰格医药：控股子公司方达控股全资收购早期药物发现和开发服务商 Acme Bioscience。2020 年 7 月 2 日，泰格医药控股子公司方达控股以 2600 万美元收购早期药物发现和开发服务商 Acme Bioscience 100% 股权，致力于打通创新药物研发上游的药物发现和开发业务，以便为客户提供更好的综合性服务方案，完善公司在 CRO 产业链布局。我们认为，方达控股是泰格医药临床前服务的重要业务部门，此次收购完善了公司在药物发现、临床前服务和临床服务的全产业链布局，是公司不断拓展自身 α 属性的体现。

行业深度报告：如何看待早期药物筛选 CRO 未来估值和成长空间？我们从绝对估值角度估算了存量可药性靶点对应的早期药物筛选市场空间，从相对估值角度对比分析了海外早期药物筛选 CRO 企业 Peptidream、Evotec 和 Schrodinger 与本土早期药物筛选 CRO 成都先导、维亚生物和药石科技的商业模式、人均创收/创利和估值水平，我们认为早期药物筛选 CRO 企业高溢价来自于：强大的业务可拓展性+高于行业平均水平的人均创收和创利能力+强 IP 属性带来的更高话语权。

行业深度报告：从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展。本文从人效（人均创收和人均创利）及资产周转率角度，切入分析国内外医药外包（CXO）行业，判断国内外领先企业所处的发展阶段，进而对国内两个主要 CXO 细分“赛道”（CRO、CDMO）提出盈利能力分析的思路。最后从竞争战略角度分析国内医药外包公司商业拓展模式，并提出我们的观点：技术驱动、可持续差异化战略是企业更优的选择。

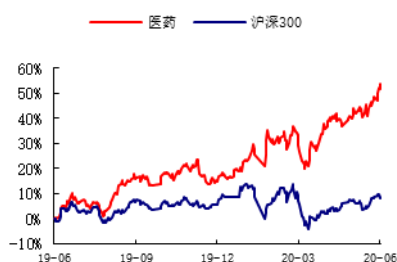
● 景气度跟踪：二季度国产 IND 申请数创历史新高、海外投融资景气度持续

创新药临床申请：新药研发领域热情持续高涨，国产 IND 申请数创历史新高。2020 年 Q2，国内 1 类化药 IND 数量合计 66 个，同比上升 164%，1 类生物药 IND 数量 50 个，同比上升 138%；进口化药 IND 数量 35 个，同比上升 46%，进口生物药 IND 数量 34 个，同比上升 209%。我们发现，二季度 IND 申请数量较一季度实现井喷，国内化药、生物药、进口生物药较去年同期均实现翻倍增长，国内申请总数远超进口。我们认为随着临床试验的逐步推进，国产创新药 NDA 申请及上市数量有望在 5-10 年内全面反超进口，创新药格局将迎来新态势。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：郭双喜

执业证号：S0100119100011

电话：010-85127728

邮箱：guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1. 民生医药行业周报 20200713：板块跑赢大盘，坚守 CXO 和 API 领域
2. 行业专题研究：如何看待早期药筛 CRO 估值和空间？

● 投资建议

推荐**泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英**。从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的 CDMO 产业，推荐凯莱英。

● 风险提示

行业政策变动；创新药研发景气度下滑；订单短期波动性。

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2020/7/10	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
药明康德	101.31	1.12	1.78	2.07	90	57	49	推荐
康龙化成	103.05	0.69	1.05	1.37	149	98	75	推荐
昭衍新药	101.02	1.10	1.15	1.56	92	88	65	推荐
泰格医药	106.31	1.12	1.46	1.87	95	73	57	推荐
凯莱英	233.64	2.39	3.10	3.98	98	75	59	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

一、上周医药外包板块表现：成都先导涨势强劲，凸显研发商业链早期公司价值.....	4
二、公司跟踪：泰格收购早期药物发现 CRO 公司 ACME BIOSCIENCE.....	6
（一）泰格医药：控股子公司方达控股全资收购早期药物发现和开发服务商 ACME BIOSCIENCE.....	6
（二）行业深度报告：如何看待早期药物筛选 CRO 未来估值和成长空间？.....	6
（三）行业深度报告：从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展.....	8
三、景气度跟踪：二季度国产 IND 申请数创历史新高、海外投融资景气度持续.....	9
（一）创新药临床申请：新药研发领域热情持续高涨，国产 IND 申请数创历史新高.....	9
（二）研发投入及投融资：国内药企 Q1 研发投入增加，国内外投融资市场分化.....	10
四、投资建议.....	12
五、风险提示.....	12
插图目录.....	18
表格目录.....	18

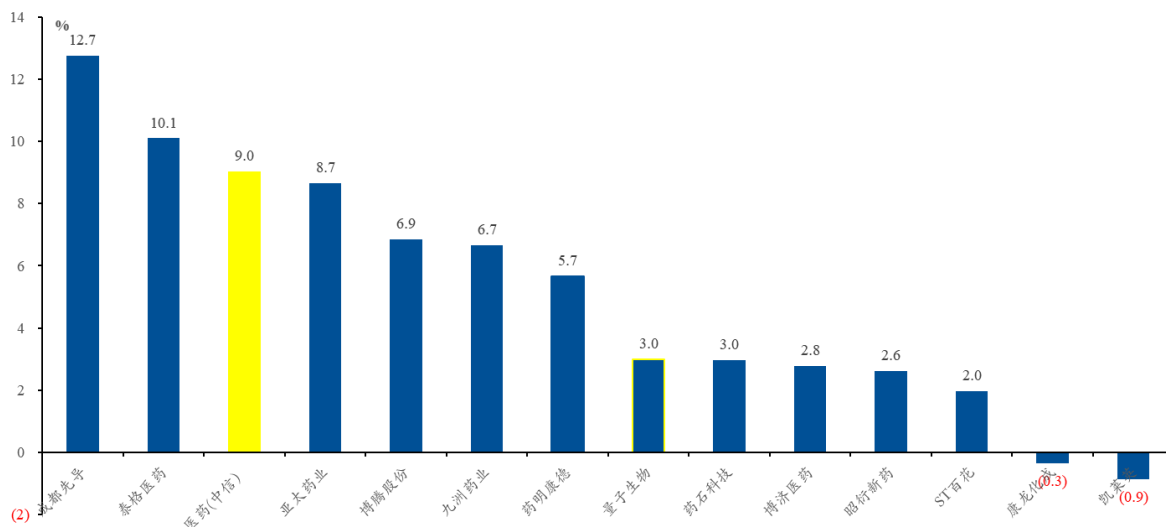
一、上周医药外包板块表现：成都先导涨势强劲，凸显研发商业链早期公司价值

7月6日至7月10日，医药外包板块整体上升4.83%，跑输中信医药指数4.20个百分点。其中，成都先导、泰格医药、亚太药业、博腾股份表现较为强劲，分别上涨12.75%、10.10%、8.66%和6.85%，康龙化成、凯莱英小幅下跌，本周分别下跌0.35%和0.86%。以成都先导为代表的研发早期CRO公司，一方面因为公司的商业模式的可拓展性提供了比较大的天花板提升空间，另一方面这种高净利率水平也让投资者认为他们的壁垒远高于一般的CXO公司，往往具有“小公司、大空间”的特点。我们认为商业模式存在服务型和产品型两条路径，对其商业模式拓展的认知是研发早期CRO公司表现持续靓眼的主要原因。

上周CXO板块表现强劲，我们持续强调全球化、市场化逻辑下CXO板块的中国力量持续提升。中长期来看，在产业逻辑的支撑下，该板块仍具备重新向上的动力。在此，我们重申医药外包产业的三个核心逻辑：1、产业转移成熟阶段的离岸外包业务，重点关注其α能力拓展；2、产业转移初期的CDMO/CMO业务，供给端技术实力、产能规模的提升；3、中国市场红利逻辑下在岸外包公司的α能力拓展。

本周龙头公司估值持续上涨，药明康德、康龙化成、昭衍新药、泰格医药、凯莱英2020年预测PE分别为57倍、98倍、88倍、73倍、75倍（7月10日）。我们认为，药明康德作为医药板块稀缺的国际化标的，自身仍在快速成长期，市值承接能力强；泰格医药、康龙化成将借助A+H融资平台加速突破能力边际，提升全球化竞争力；而药明生物、凯莱英在自身技术平台、产能持续拓展同时，中长期将持续享受CMO行业红利（产业转移的趋势得到初步验证）。

图1：CRO/CMO公司上周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，民生证券研究

表 1: 国内 CXO 估值表

代码	重点公司	现价	EPS			PE		
		7 月 10 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603259.SH	药明康德	101.31	1.12	1.78	2.07	90	57	49
300759.SZ	康龙化成	103.05	0.69	1.05	1.37	149	98	75
603127.SH	昭衍新药	101.02	1.10	1.15	1.56	92	88	65
300347.SZ	泰格医药	106.31	1.12	1.46	1.87	95	73	57
002821.SZ	凯莱英	233.64	2.39	3.10	3.98	98	75	59
300725.SZ	药石科技	128.59	1.21	1.3	1.61	106	99	80
300149.SZ	量子生物	20.30	0.28	-	-	73	-	-
002370.SZ	亚太药业	5.27	-3.86	-	-	-1	-	-
600721.SH	*ST 百花	5.66	0.09	-	-	63	-	-
300404.SZ	博济医药	16.71	0.04	-	-	418	-	-
603456.SH	九洲药业	30.86	0.30	0.45	0.72	103	69	43
300363.SZ	博腾股份	37.58	0.34	0.45	0.6	111	84	63
1873.HK	维亚生物	10.30	0.18	0.23	0.32	57	45	32
2269.HK	药明生物	143.00	0.76	1.06	1.5	188	135	95
1548.HK	金斯瑞生物	15.92	-0.05	-0.1	-0.11	-318	-159	-145
688222.SH	成都先导	56.51	0.33	0.3	0.41	171	188	138

资料来源: Wind, 民生证券研究 (药明康德、康龙化成、昭衍新药、泰格医药、凯莱英、药石科技、成都先导为预测值, 其余为 WIND 一致预测)

海外 CXO 公司的估值较为分化, Samsung Biologics、IQVIA 和 PPD 拥有较高估值, 2019 年 PE 分别为 266 倍、142 倍和 139 倍, 而 LabCorp (Covance)、ICON、PRA Health Science 的估值较低, 2019 年 PE 为 19 倍、24 倍、26 倍。我们认为, 全球医药外包行业头部公司通过兼并收购不断延伸服务、完善产业链, 临床研究、商业推广及咨询服务相互促进发展的公司往往享受更为高企的估值。

表 2: 海外 CXO 估值表 (2019 年)

代码	国内对标	海外公司	现价	EPS	PE
			7 月 10 日	2019A	2019A
LH.N	泰格医药	LabCorp (Covance)	173.12	8.35	21
IQV.N	泰格医药	IQVIA	144.99	0.96	151
SYNH.O	泰格医药	Syneos	56.24	1.25	45
PRAH.O	泰格医药	PRA Health Science	94.64	3.68	26
CRL.N	昭衍新药	Charles River	185.13	5.07	37
ICLR.O	泰格医药	ICON	174.28	6.79	26
CTLT.N	凯莱英	Catalent	79.15	0.90	88
CDXS.O	凯莱英	Codexis	11.89	-0.21	-57
MEDP.O	泰格医药	Medpace	99.13	2.67	37
532523.BO	凯莱英	Biocon	406.20	-	-
LONN.SIX	药明生物	Lonza	527.20	8.65	61
207940.KS	药明生物	Samsung Biologics	731,000.00	3078.89	237
PPD.O	泰格医药	PPD	29.24	0.19	154

资料来源: Wind, 新浪财经, 民生证券研究

二、行业动态跟踪：泰格收购早期药物发现 CRO 公司 Acme Bioscience

（一）泰格医药：控股子公司方达控股全资收购早期药物发现和开发服务商 Acme Bioscience

事件：2020 年 7 月 2 日，泰格医药控股子公司方达控股以 2600 万美元收购早期药物发现和开发服务商 Acme Bioscience 100% 股权，致力于打通创新药物研发上游的药物发现和开发业务，以便为客户提供更好的综合性服务方案，完善公司在 CRO 产业链布局。

点评：ACME 专门为从事药物发现及开发活动的生物制药公司提供合成与药物化学及工艺研究开发服务。在抗病毒、抗菌研究方面拥有丰富的经验，尤其在核苷类和杂环化合物开发方面具备专长，已帮助许多客户成功开发新的化合物实体。方达控股作为泰格医药临床前服务的重要业务部门，公司通过此次收购早期药物发现和开发服务商，能够帮助公司更好的把握在药物发现及早期开发以及其他辅助服务方面的增长机会，同时也将进一步强化方达的市场地位。这次收购拓展了泰格自身 α 属性，完善公司在药物发现、临床前服务和临床服务的全产业链布局，从而为客户提供更全面的解决方案。

早期药物发现平台具有极强的创新属性，会带来公司估值上的提升，持续看好泰格医药和方达控股在创新药研发服务闭环中的地位提升。

（二）行业深度报告：如何看待早期药物筛选 CRO 未来估值和成长空间？

随着维亚生物和成都先导等早期药物发现 CRO 企业登陆二级市场，资本市场逐步关注早期药物筛选 CRO 市场空间以及估值问题。我们从绝对估值角度估算了存量可药性靶点对应的早期药物筛选市场空间，从相对估值角度对比分析了海外早期药物筛选 CRO 企业 Peptidream、Evotec 和 Schrodinger 与本土早期药物筛选 CRO 成都先导、维亚生物和药石科技的商业模式、人均创收/创利和估值水平，我们认为早期药物筛选 CRO 企业高溢价来自于：业务可拓展性+IP 属性提升对客户议价能力。因此，我们认为长远来看这些早期药物筛选 CRO 企业仍然有较大的成长空间。

早期药物筛选技术平台是原研创新药物研发的“种子孵化器”，产业链地位关键。活性化合物（Active ingredient）专利是创新药申报专利中最核心最具价值的专利，活性化合物专利到期后仿制药才能上市，me-too 类创新药也需要详细分析“原研创新药”的核心化合物专利从而有效绕过其被专利保护的所有化合物结构式。而早期药物筛选技术平台可以发现这些活性化合物，在整个创新药物研发产业链中处于非常关键的位置。

从 FDA 批准创新药总数看，FIC 药物数量占比 52% 以上，早期药物筛选行业成长性强。FIC 药物仍是主流，早期药物筛选行业仍然有较大的成长空间。2019 年以前 FDA 批准创新药物中 52% 以上是 FIC 药物。我们认为：2020-2029 年可能会持续迎来 FIC 药物上市的爆发期。1990-2019 年可药性靶点药物开发成功率在 16.9%，相比于 2015 年以前 26% 药物开发成功率出

现下降主要是因为 2015-2019 年新发现的人类序列结构数量增速要快于创新药物开发速度，具有滞后性，可以预期 2020-2029 年间 FIC 药物数量会因为 2010-2019 可药性靶点数量的快速增加而同步上扬。因此我们认为早期药物筛选行业仍然有较大的成长空间。

看订单空间：药物筛选 CRO 企业订单峰值可达到 42 亿元以上，市场相对分散。我们假设 2010-2019 年单个靶点筛选订单单价处于逐步提升的趋势中，按照存量+新发现人类可药性蛋白靶标都可以作为早期药物筛选 CRO 企业的订单去承接，则 2019 年每家早期药物筛选 CRO 企业可以承担的靶点数量为 2815 个，假设 2019 年单个靶点订单金额 150 万（我们按照成都先导 2019 年公布的单个靶点筛选单价 200 万下调至 150 万作为行业均值，每个筛选平台的靶点单价跟技术平台搭建成本和人工工时有关，每家会有区别，因此以上单价仅为估算）计算得到 2019 年整个早期药物筛选市场订单峰值有望达到 42 亿元。如果参考成都先导 DEL 库筛选服务收入（1.06 亿元）和维亚生物早期药物筛选服务收入（3.23 亿）体量来看，我们认为这个行业内有技术优势和客户积累的 CRO 企业仍然有较大的成长空间。

看估值：从海内外早期药物筛选 CRO 对比，探讨本土药筛 CRO 高估值合理性。相比于 Peptidream、Schrodinger 和 Evotec 3 家早期药物筛选的海外 CRO，本土的 3 家早期药物筛选 CRO 企业成都先导、维亚生物和药石科技收入和利润以及商业模式均具有极强的相似性。①从收入和利润看：海外早期药物筛选 CRO 企业收入利润规模不大，但却享有高估值；②从商业模式看：服务变现+产品变现在早期药物筛选 CRO 中更为常见；③从平台价值属性看：IP 属性带来更高议价能力，同时可以拓展到创新药产品变现模式；④从客户结构看：越来越多 MNCs 开始寻求早期药物筛选外包服务。

业务可拓展性+ IP 属性决定了药物筛选 CRO 生态链丰富性和业绩高弹性。①早期药物筛选平台的强 IP 属性带来更大话语权。由于药物研发全产业链中的核心专利是前期化合物开发专利，这就决定了化合物筛选和优化服务这种强 IP 属性高溢价服务变现与传统药物发现 CRO 企业服务变现模式在溢价程度、收入确认方式和收入波动性等多个方面存在明显区别。②不同于一般流程服务的医药 CXO，具有更高的人均创收、创利能力。我们通过对比发现从人均创收和创利水平来看，早期药物筛选 CRO 企业的单人创收和创利能力更强（处于行业中上游）。③早期药物筛选平台强大的业务可拓展性带来更丰富业绩兑现空间。早期药物筛选技术可以为公司带来极强的业务可塑性，从长期来看会为公司带来更高的业绩弹性和更丰富具有差异化的业务生态链发展模式。我们从目前的国内本土 3 家早期药物筛选 CRO 企业的业务拓展方向可以看到这些平台型企业丰富的业务拓展空间，为未来成长性奠定基础。

投资建议：推荐药石科技（创新分子砌块）、成都先导（DEL 技术）、药明康德（DEL+FBDD+SBDD）、康龙化成（DEL+SBDD），关注维亚生物（SBDD+FBDD+ASMS）等 CRO 企业在早期药物筛选行业中持续建立起来的核心竞争力以及未来业务模式可拓展性带来的业绩弹性。随着新可药性靶点数量不断增加，早期药物筛选企业业绩确定性也会越来越大。未来商业模式可拓展性有望带来更大的业绩弹性。

（三）行业深度报告：从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展

本文从人效（人均创收和人均创利）及资产周转率角度，切入分析国内外医药外包（CXO）行业，判断国内外领先企业所处的发展阶段，进而对国内两个主要 CXO 细分“赛道”（CRO、CDMO）提出盈利能力分析的思路。最后从竞争战略角度分析国内医药外包公司商业拓展模式，并提出我们的观点：技术驱动、可持续差异化战略是企业更优的选择。

就资产周转率而言，国内 CXO 头部企业运营质量已接近海外同行。1) 海外同行进入发展成熟阶段，CRO 和 CDMO 因为资产属性的差异造成资产周转率差异。海内外样本 CXO 企业总资产周转率差距不明显：2019 年，选取的 7 家海外 CXO 企业平均总资产周转率为 0.56（次）；同期，选取 9 家国内头部 CXO 企业的平均总资产周转率为 0.51（次）。此外，对比固定资产占比数据，我们发现海外企业固定资产占比与周转率呈反向相关，（重资产的 CDMO 企业周转率低于轻资产的 CRO 企业），而国内企业则不存在明显的相关性。这也从侧面说明国内 CXO 行业目前正处于产业链延伸、产能兑现的阶段。2) 国内 CXO 处于产能快速扩张期，技术属性较高的 CDMO 公司资产周转率较高。从细分行业看，2019 年，提供差异化业务的特色合成服务提供商药石科技及以后期和商业化项目为主的凯莱英拥有较高的周转率。3) 我们更加关注新业务布局、合规性产能搭建节奏。我们认为，国内公司大多处于产能、新业务布局快速拓展期，在这个阶段，我们更加关注相关公司新业务模式拓展的兑现、新合规性产能的技术特点（比如药石科技、康龙化成、维亚生物等在 CDMO 领域布局、药明康德、博腾股份在基因、细胞治疗领域的布局节奏），这更加影响这一全球化产业分工的细分领域，国内公司竞争力或差异化竞争力。

国内 CXO 企业人均创收持续提高，创利能力则有望在短期内赶超海外同行。国内企业人均盈利能力目前仍落后于国外同行，但近年来较大的增速优势反映了国内企业的成长性好于国外。1) 海外 CXO 企业人均创收能力反映了 CDMO 和 CRO 资产属性的差异。2019 年，7 家海外样本 CXO 企业平均人均创收 21.8 万美元，重资产属性的 CDMO 公司，人均创收相对高于 CRO 行业；同期国内行业平均人均创收 66.3 万元，近 5 年 CAGR8.4%。我们认为，国内 CXO 行业人均创收持续提高，正处于全球渗透率提升、新商业路径突破的阶段。2) 就创利能力而言，海外同行也领先国内企业。海外 CDMO 公司相比 CRO 公司仍然处于较高的水平；国内企业创利能力增速可观，2015-2019 年间 CAGR18.4%，并有望在 3-4 年内赶超国外同行，我们认为，工程师红利正助力国内企业创利水平加速提升。

布局全球产业链高利润环节，“溢出”效应赋能国内药企。2016 年以来，国内龙头企业如药明康德（合全药业）、凯莱英等已开始积极布局附加值更高的制剂业务，并着重发展订单量更大的临床后期及商业化生产服务。这也验证我们一直强调的观点：CDMO/CMO 是供给决定需求（创造需求）的细分领域，特别是国内 API 和制剂环节，全球范围内面对强有力的竞争对手（欧美、日韩、印度等区域公司），提升供给端技术、质量、成本控制优势，是决定该领域能否持续提升人效的关键。同时，国内医药市场新药研发的浪潮也在引起以海外订单为主的 CXO 企业的重视，在提升全球竞争力的同时也开始分享国内市场红利，而在国内下游研发

注册全球接轨的背景下，离岸外包公司对国内客户的赋能，类似降维切入，在其中势必享受高溢价的产业地位。

技术驱动可持续比较优势，α能力助力搭建优势“赛道”。深度参与全球竞争下，如何让比较优势可持续？我们认为，相比国外拥有成熟商业模式的竞争对手，国内相关公司凭借在国际竞争中工程师红利等比较优势，正处在全球产业渗透率快速提升、新商业路径快速突破的阶段。医药外包行业可持续的核心竞争力源于不断迭代的差异化能力，要素的低成本优势无法为医药外包行业建立长期优势。我们欣喜看到，国内的CXO企业中，除已经具备国际竞争力企业（如药明康德、康龙化成等），一批凸显α能力的企业正在涌现，并逐步搭建起属于自己优势“赛道”（如药石科技、成都先导、维亚生物等）。国内的CXO企业正以更多的技术可能性悄然刻画着药物从研发到生产的各个环节，技术变革引领的医药外包服务行业已从的药企需求简单供给者向赋能者转变。

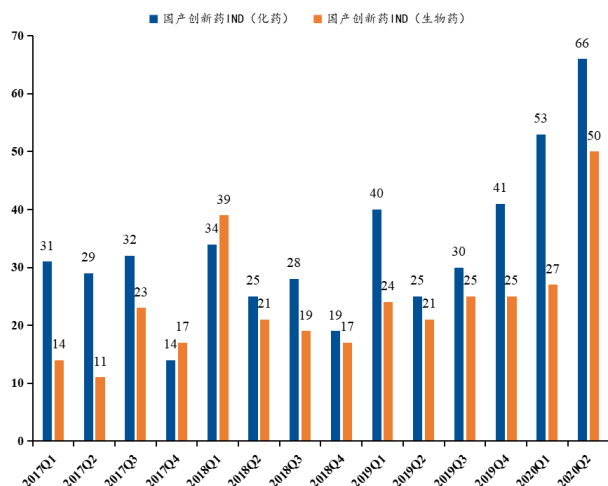
投资建议：推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英。从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的CDMO产业，推荐凯莱英。

三、景气度跟踪：二季度国产IND申请数创历史新高、海外投融资景气度持续

（一）创新药临床申请：新药研发领域热情持续高涨，国产IND申请数创历史新高

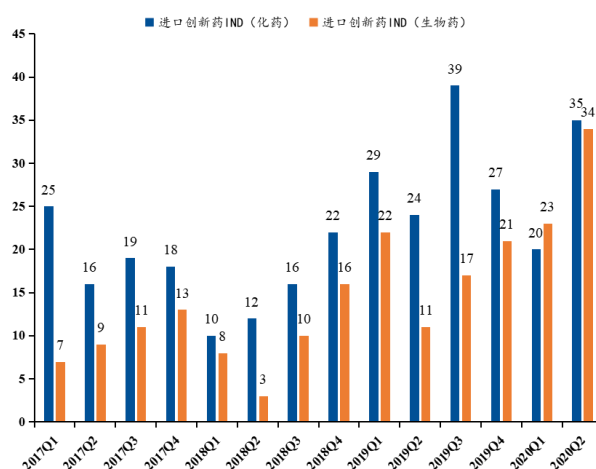
国内新药研发景气判断：IND申请总数创历史新高。2020年Q2，国内1类化药IND数量合计66个，同比上升164%，1类生物药IND数量50个，同比上升138%；进口化药IND数量35个，同比上升46%，进口生物药IND数量34个，同比上升209%。2020年截止至7月10日，国内1类化药IND数量128个，1类生物药IND数量99个；进口化药IND数量57个，生物药73个，景气度高涨。我们发现，二季度IND申请数量较一季度实现井喷，国内化药、生物药、进口生物药较去年同期均实现翻倍增长，国内申请总数远超进口。我们认为随着临床试验的逐步推进，国产创新药NDA申请及上市数量有望在5-10年内全面反超进口，创新药格局将迎来新态势。

图 2：国产新药 IND 情况（个）



资料来源：CDE，民生证券研究院

图 3：进口新药 IND 情况（个）



资料来源：CDE，民生证券研究院

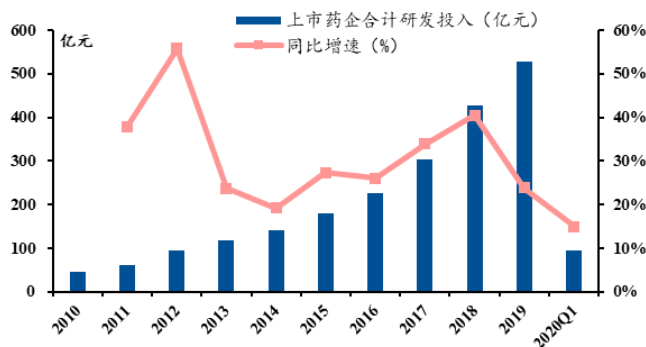
（二）研发投入及投融资：国内药企 Q1 研发投入增加，国内外投融资市场分化

1. 从 A 股上市药企研发投入规模来看，2020 年第一季度，合计研发投入为 93.46 亿元，同比上涨 14.95%。伴随国内疫情逐步缓和国内药企经营活动回归正轨。我们认为，疫情驱动下医药板块需求端强劲，叠加国内政策红利持续，将共同刺激企业研发动力，2020 年上市药企研发投入有望呈现加速增长态势。

2. 一级市场投融资

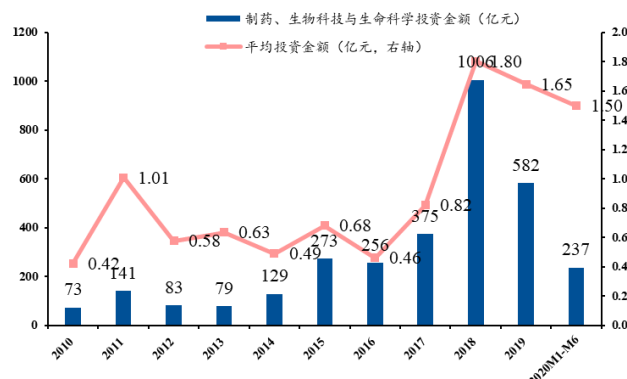
国内一级市场投融资：根据 PE/VC 库（Wind）显示，2020 年 1 月到 6 月，国内生物科技/制药领域投融资额为 237 亿元，同比下降 32.55%，投资项目数为 158 个（-18.13%），单个项目平均投资金额为 1.50 亿元人民币，同比下降 17.61%。

图 4：A 股上市药企合计研发投入（亿元）



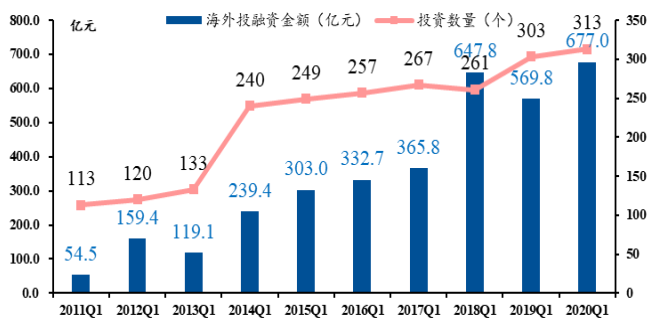
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：国内生物科技/制药领域平均投融资金额（亿元）



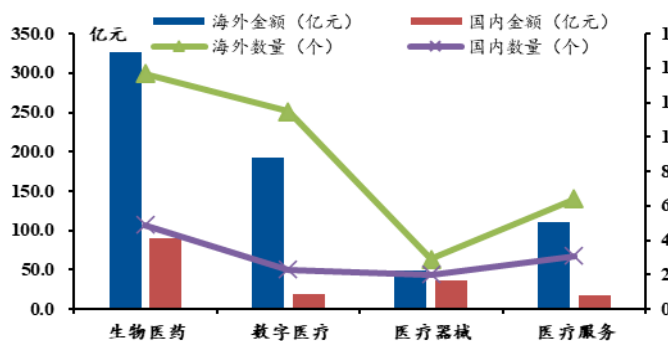
资料来源：PE/VC 库，民生证券研究院

图 6：海外医疗健康领域投融资（公开披露金额的事件）



资料来源：动脉网，民生证券研究院

图 7：2020Q1 海外及国内医疗健康各细分领域投融资



资料来源：动脉网，民生证券研究院

海外一级市场投融资：据动脉网统计，2020 年 Q1 海外医疗健康领域投融资总资额、投资项目数持续走高，投融资额为 677.0 亿人民币，同比上涨 18.81%，投资项目数为 313 起。

观察投资细分领域，除海内外市场对生物医药投融资热度最高外，海外市场对数字医疗领域投资更为重视位列第二，国内市场则为医药器械领域。

3. 投融资趋势判断：我们认为，疫情对国内医药外包企业的短期负面影响已经趋于尾声，而疫情带来全球性的医药健康领域的需求和重视增长，长期看有望驱动投融资市场的活跃。

投资建议：我们认为，国内创新药研发，尤其是小分子药物，仍处于高景气度阶段。随着海外创新药在中国进行临床试验的审评审批提速，其在中国上市的窗口期将缩短，利于加快医药外包产业转移的进程，而拥有国际业务经验积累的 CRO 及 CMO 龙头公司将是这些海外药企的优先选择。

四、投资建议

推荐**泰格医药**、**药明康德**、**康龙化成**、**昭衍新药**、**凯莱英**。从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于新能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的 CDMO 产业，推荐凯莱英。

表 3：2019 年各医药外包公司国内外业务情况

代码	重点公司	海外业务			国内业务		
		2019 年收入规模 (百万元)	2019 年收入占 比 (%)	2019 年收入增 速 (%)	2019 年收入规模 (百万元)	2019 年收入占 比 (%)	2019 年收入增 速 (%)
603259.SH	药明康德	9907.1	76.97%	40.67%	2965.11	23.03%	15.34%
300759.SZ	康龙化成	3259.24	86.75%	25.77%	497.92	13.25%	25.49%
1873.HK	维亚生物	248.6	76.94%	53.65%	74.5	23.06%	54.56%
300347.SZ	泰格医药	1213.43	43.29%	13.80%	1589.88	56.71%	29.08%
603127.SH	昭衍新药	44.36	6.94%	269.05%	595.02	93.06%	87.88%
002821.SZ	凯莱英	2240.65	91.08%	34.97%	219.34	8.92%	25.47%
300363.SZ	博腾股份	1282.08	82.65%	38.34%	269.22	17.35%	4.32%
603456.SH	九洲药业	1328.12	65.85%	20.48%	688.7	34.15%	-9.37%
2269.HK	药明生物	2576.1	64.67%	65.72%	1407.6	35.33%	43.63%
300725.SZ	药石科技	482.23	72.82%	32.16%	180	27.18%	58.74%

资料来源：Wind，民生证券研究

五、风险提示

行业政策变动；创新药研发景气度下滑；订单短期波动性。

表 4：2019 年初以来我们推荐医药外包行业的逻辑和思路

时点	排序	报告标题	报告时间	核心观点与投资逻辑	推荐公司
第一阶段 (2019 年 2 月~10 月中旬)：我们提出中国医药外包行业核心逻辑是工程师红利+中国市场红利,短中期更看好受益于中国市场红利的 CRO 公司	1	《泰格医药：多业务盈利能力释放，确立未来景气度持续》	20190219	作为市场首家明确临床 CRO 商业模式的卖方机构,提出人员增速对于预测公司营收具指导意义,明确公司短中期的成长逻辑是中国政策红利,突破天花板的关键是国际化拓展	泰格医药
	2	《泰格医药：快报符合预期，建议关注数统业务竞争》	20190228	建议投资者重点关注公司数统业务全球竞争力的提升，以及临床业务导流能力的提升	泰格医药
	3	《泰格医药：子公司即将港交所上市，受益于国内仿制药质量升级》	20190315	我们强调方达控股作为泰格医药国际化战略的桥头堡，又与泰格医药业务高度互补，是泰格医药未来 2-3 年业绩重要弹性点	泰格医药
	4	《泰格医药：从数统业务看泰格医药，相比临床更具竞争力的业务》	20190320	对占泰格医药利润主体的数统业务,进行商业模式分析,我们发现该业务更依赖临床业务导流,提出其稳定的关键是临床 CRO 公司的一体化布局及全球化竞争力	泰格医药
	5	《泰格医药：激励方案助力公司业务及国际化拓展推进》	20190322	我们认为新的激励方案确保员工利益进一步绑定，提升未来公司产能稳定性及国际化拓展过程中的业绩稳定性	泰格医药
	6	《康龙化成：能力边界突破、规模性逐步体现的全球化 CRO 公司》	20190327	我们认为康龙化成处于能力边界加速突破期,其重要看点为从产能依赖型业务向规模性业务（杠杆属性）的加速布局拓展	康龙化成
	7	《泰格医药：一季报预告，主业延续高增长，维持推荐》	20190409	我们估计以数统业务为利润贡献主体的主业保持了 60%左右的高速增长,建议持续关注数统业务盈利持续性及国际化进程	泰格医药
	8	《康龙化成：符合预期，能力边界突破期，关注增量业务》	20190419	公司能力边界突破期，我们提示关注收入端增量业务的贡献，特别是临床业务、CMC 业务	康龙化成
	9	《泰格医药：从年报看本土临床 CRO 的产业路径突围》	20190427	我们提出泰格医药作为本土化临床 CRO 头部公司，短中期关注 SMO、PV 等新领域拓展，中长期关注国际化进程	泰格医药
	10	《康龙化成：Q1 符合预期，启动 H 股上市筹备》	20190428	康龙化成业务协同性持续体现,CMC 业务快速增长,我们提示存货显示 CMC 业务具有较强爆发性	康龙化成
	11	《民生证券关于医药外包行业核心逻辑讨论：从“工程师红利”和“中国市场红利”看，我们买的是什么？》	20190513	我们提出中国医药外包行业核心逻辑是工程师红利+中国市场红利;提出公司核心变量为所处赛道及发展阶段，而非订单、产能、技术,此观点乃市场首家	泰格医药、康龙化成
	12	《民生证券医药外包行业专题研究系列：中国市场红利逻辑下，医药外包公司弹性不一样》	20190515		
	13	《昭衍新药：从首次海外收购，看昭衍新药业务拓展路径》	20190520	我们提出,安评行业核心逻辑是中国市场红利，国际化拓展是远期天花板提升的关键;公司逻辑为，市场景气度提升期，关注产能拓展，国际化拓展提升品牌力	昭衍新药
	14	《泰格医药：子公司港交所上市，业务拓展有望加速》	20190530	我们提出方达医药未来需重点关注的是上下游产业链的完善	泰格医药
	15	《泰格医药：临床业务高景气，驱动公司业绩高增长》	20190626	我们认为公司核心主业的成长仍然处在高景气阶段,维持之前的关于医药外包核心逻辑,即中国市场红利	泰格医药

16	《泰格医药：数统实现整合，中美统筹管理提效》	20190702	子公司收购方达医药持有的美国 BDM 少数股权，我们认为数统实现整合,中美统筹管理提效	泰格医药
17	《泰格医药：战略合作强化，中期意义大于短期业绩影响》	20190707	泰格医药与 AZ 的合作，我们认为中长期意义更甚于短期业绩影响	泰格医药
18	《康龙化成：业绩高增长维持，持续关注业务间导流》	20190713	公司 2019Q2 归母净利润延续高增长趋势,我们预计公司业务间的协同效应持续	康龙化成
19	《药明康德：医药外包龙头从 β 到 α 的路径展望》	20190719	我们提出,行业逻辑：需求持续+渗透率提升，奠定好赛道（β）基础;公司逻辑：优秀的管理基础，奠定路径拓展基础（α）	药明康德
20	《药明康德：激励方案保障协同效应，深化一体化平台》	20190722	我们认为激励方案温和，利于保障核心员工稳定，深化一体化平台优势	药明康德
21	《康龙化成：激励方案助推，能力加速拓展》	20190731	我们认为激励方案温和，助推业务加速布局，对利润端影响较小	康龙化成
22	《泰格医药：子公司业绩高弹性，关注一体化平台完善》	20190731	我们提示方达控股提供业绩弹性,分享中国市场红利，持续完善一体化平台	泰格医药
23	《凯莱英：临床订单放量，业绩高增长持续可期》	20190804	公司临床阶段项目高增长，我们认为核心弹性源于临床订单向后推进及大分子能力拓展	凯莱英
24	《泰格医药：国际多中心能力再拓展，天花板逐步提升》	20190812	我们提示公司能力边界持续改善，处于持续验证关键期，国际化进程相对乐观	泰格医药
25	《昭衍新药：存货变化预期短期业绩高增长或持续》	20190813	中国市场红利逻辑下，公司业绩享受高弹性，我们提示公司长期看点在于业务领域完善及国际化拓展	昭衍新药
26	《康龙化成：协同导流持续助力盈利改善》	20190816	2019H1 协同导流效果进一步体现，规模性业务（CMC）盈利能力进一步提升	康龙化成
27	《泰格医药：子公司业绩高增长，盈利能力改善》	20190821	子公司方达控股美国区增收增利，贡献明显弹性；中国区增长稳健，仍为利润贡献主体	泰格医药
28	《泰格医药：盈利能力明显提升，业绩持续高增长可期》	20190823	泰格医药盈利能力明显提升，全年有望在低基数基础上实现高速增长	泰格医药
29	《民生证券医药外包行业中期动态报告：从 ROE 看医药外包中报，景气、集聚》	20190912	我们认为医药外包行业景气度结构性改善，产业集中度提升，头部公司更具竞争力，盈利能力更具优势，业绩确定性更强	药明康德、泰格医药、凯莱英、昭衍新药
30	《康龙化成：协同效应驱动弹性释放，业绩加速有望持续》	20191014	我们认为高基数下,协同效应推动 CMC 业务增收增利，业绩加速趋势持续性较强	康龙化成
31	《民生证券医药行业外包板块跟踪简评：季报期，外包板块大涨背后的逻辑》	20191015	从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于新能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的 CDMO 产业，推荐凯莱英	药明康德、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、凯莱英
32	《康龙化成：Q3 盈利能力加速提升，上调评级》	20191027	我们发现公司增量业务对净利率拉动效应的兑现略超预期	康龙化成,上调评级至推荐
33	《泰格医药：符合预期，关注盈利能力提升和现金流改善趋势》	20191027	我们提示公司盈利能力的提升和现金流改善趋势值得关注	泰格医药
34	《凯莱英：三季报点评，符合预期，订单丰富性明显增加奠定景气基础》	20191028	我们认为凯莱英 2019 年订单、客户丰富性明显提升，是小分子 CDMO 行业景气度提升的趋势持续验证	凯莱英

度初期,基本 面窗口已打 开,短中期更 值得看好	35	《泰格医药:与日本 CRO 合 作深化,关注国际化拓展进 度》	20191030	跟日本医药 CRO 再次深度合作,我们认为这可 能是加强订单持续性及 提升国际化服务能力的 一小步探索	泰格医药
	36	《昭衍新药:基数效应 Q3 增 速略低,关注存货对业绩指 引》	20191030	从存货趋势分析,我们认为 2019 年公司重在消化 订单,经营性现金流的下滑反映订单的消化强化, 全年收入端高速增长可预期	昭衍新药,略微上调盈利 预测
	37	《药明康德:2019 年三季报点 评,略超预期,一体化下 α 优 势持续放大》	20191031	我们发现多业务协同下内生增长加速,持续验证 公司享受的 α 优势,我们认为客户渗透率提升和平 台协同作为驱动因素,持续性较强	药明康德
	38	《泰格医药:泰格医药的临床 前业务布局加速,值得关注》	20191105	我们提示本土临床 CRO 的路径拓展,或许不同 于我们熟悉的海外路径	泰格医药
	39	《民生证券医药周报:全球化 拓展背景下,医药外包 A+H 或成常态》	20191120	中国市场红利和工程师红利下的全球产业转移构 成国内医药外包产业的主逻辑,短中期我们更看 好提供合同生产服务的公司(CDMO、CMO), 我们认为目前该领域处于景气度初期,基本面窗 口期已经打开,看好 2020 年开始的表现。	药明康、康龙化成、凯 莱英、泰格医药、昭衍 新药
	40	《康龙化成:读 H 股招股书, 2020-21 年盈利能力或再提 升》	20191120	我们强调持续看好公司能力边界持续突破的逻 辑,认为 2020 年对于公司盈利能力可以进一步乐 观	康龙化成
	41	《泰格医药:启动 H 股上市, 国际化加速、管理半径拓展》	20191214	我们重申临床 CRO 行业的在岸外包属性以及国 际化拓展的必要性,认为 A+H 上市是公司在行业 β 红利的同时提升自身 α 的重要举措	泰格医药
	42	《普洛药业:兽药业务梳理, CDMO 业务弹性可期》	20200110	提示公司通过技术突破逐步实现与全球兽药龙 头合作升级,通过产品、产能、客户分析,我们 认为公司兽药 CDMO 业务基础较好,未来 3 年有 望贡献明显业绩弹性	普洛药业
	43	《医药外包行业周报:本土 CXO 有望赋能本土 fast-follow 创新升级》	20200106	基于对 Biotech 长尾客户的技术迭代方向的把握, 产业转移成熟的 CRO 龙头持续拓展、更新赋能平 台,我们提示平台的技术外溢效应有望在本土药 企创新升级阶段贡献业绩弹性	药明康德、康龙化成、 凯莱英、泰格医药、昭 衍新药
	44	《昭衍新药:符合预期,关注 产能利用率带来的弹性》	20200108	基数效应、存货结转变量兑现,导致 2019Q4 单季 增速高于前三季度水平,2020 年关注产能拓展、 产能利用率提升带来的业绩弹性	昭衍新药
第三阶段 (2020 年 1 月中旬至 今):持续看 好全球化、市 场化逻辑下 CXO 板块 的中国力量 持续提升,此 逻辑下看好 α 能力强的 公司	45	《泰格医药:符合预期,关注 大临床弹性和 α 持续拓展》	20200111	主业延续高增长,符合预期,会计准则变化导致 表现业绩超我们前次预期,建议关注临床业务加 速背景下的业绩弹性,本土临床 CRO 的 α 体现, 或许不同于我们熟悉的海外路径	泰格医药
	46	《医药外包行业周报:强势反 弹,建议关注 CXO 板块基本 面》	20200113	我们提出医药外包三条核心逻辑主线,建议重点 关注这条主线的 α 拓展,包括国际化能力、新服 务平台搭建、新商业模式的持续性等。	药明康德、泰格医药、 凯莱英、昭衍新药
	47	《康龙化成:持续超预期,看 好增量业务盈利弹性及布局》	20200121	我们发现 Q4 单季的盈利能力提升节奏持续超我 们预期,可能是 CMC 的毛利率提升节奏超过我们 的预期	康龙化成
	48	《医药外包行业周报:疫情下 的 CXO 板块,缘何如此靓丽 表现?》	20200209	我们认为医药外包(生产)板块并非天然和疫情 有极强的关联性,板块的表现更多体现是我国医 药外包在全球重大新药研发产业链分工过程中的 参与能力,因此我们更强调的板块的“全球化、 市场化”属性。	泰格医药、药明康德、 康龙化成、昭衍新药、 凯莱英

49	《医药外包行业周报：景气度持续，看好中国市场红利下的生物药 CDMO 领域》	20200216	看好中国市场红利下的生物药 CDMO 细分领域	药明康德、泰格医药、凯莱英、昭衍新药
50	《凯莱英：引入战投，有望加码服务广度、深度》	20200216	业务拓展期，引入战略投资者高瓴资本，有望加速提升服务广度、深度	凯莱英
51	《康龙化成：符合预期，协同及规模效应奠定高增长基础》	20200229	我们认为上市以来公司重点在做的就是存量业务产能拓展和服务链的纵向拓展，这也为公司长期业务天花板的提升及协同效应的进一步增加奠定基础。	康龙化成
52	《凯莱英：符合预期，海外订单的拓展进入加速期》	20200301	2019 年临床阶段收入延续高增长，主要由海外订单的拓展驱动，商业化阶段业务的增长主要受益于下游客户的产品放量。	凯莱英
53	《医药外包行业周报：持续推荐 CXO 板块具备 α 属性的公司》	20200308	作为创新药产业链中的重要一环，CXO 行业处于景气度较高的发展阶段，中长期来看，在产业逻辑的支撑下，具备强劲的向上动力。	药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、昭衍新药
54	《康龙化成：Q1 预告超预期，盈利能力提升再兑现》	20200330	我们认为公司 2020 年开始在存量业务产能持续拓展的同时，通过新业务（生物制剂）及收购拓展提升天花板成为必要，这一点在 H 股融资中也有提到，基于此，我们认为公司的平台拓展渡过盈利逐步提升的阶段，进入加速拓展期。	康龙化成
55	《泰格医药：子公司业绩良性增长，符合预期》	20200331	我们强调的是在行业保持持续景气的同时，关注不断拓展自身 α 业务能力的 CRO 企业	泰格医药
56	《药石科技：药石科技的模式讨论：技术 vs 规模？》	20200401	我们认为药石科技处于技术和制造能力变现的初期，分子砌块核心设计技术奠定的高壁垒提供了公司参与全球创新药产业链的“钥匙”	药石科技
57	《九洲药业：考虑产能释放，2019 年或是 ROE 相对低点》	20200409	我们认为公司的 CDMO 业务正处于能力搭建及产品、产能释放的关键窗口期	九洲药业
58	《凯莱英：跨过规模化量产期，ROE 有望持续提高》	20200410	我们认为原料药、制剂是 CDMO 业务产业升级的必然路径，我们看好公司在这方面的探索，这也为公司盈利能力的提升打开了天花板。	凯莱英
59	《昭衍新药：略超预期，ROE 仍有提升空间》	20200412	我们一直特别强调人员是公司收入增长影响权重更大的变量，而不是固定资产，这一点从 2019 年是公司人员和收入增速双双创最高值也可以得到验证。	昭衍新药
60	《医药外包行业周报：从本土 CXO 业绩和 IND 数据看中国市场红利》	20200420	随着各公司年报披露催化，CXO 板块连续两周上涨。在海外疫情蔓延中，持续影响市场对 CXO 板块的预期，我们持续强调板块内在投资逻辑的异质性	泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英
61	《凯莱英：Q1 积极投产能、加人员，预计全年维持稳健增长》	20200426	临床项目早期阶段的产能主要是人员，而技术平台的更新显示公司提高自身 α 的努力（例如生物大分子抗体药物平台），我们认为这体现了在“漏斗效应”注水期，公司持续加大临床早期项目培育、提高订单粘性的努力。	凯莱英
62	《康龙化成：降负债提供弹性，更关注盈利提升和扩产能节奏》	20200428	新的融资大幅降低负债率，经营性现金流显示增长质量较高	康龙化成
63	《药石科技：符合预期，2020 年仍是量产能力验证年》	20200428	我们认为 2020 年仍然是公司量产能力的验证年。我们也特别关注在这个过程中新增订单的毛利率	药石科技

			及产能利用率逐步提升过程中，公司量产能力提升的趋势。	
64	《昭衍新药：符合预期，看好服务链持续加速布局》	20200430	我们认为公司所处细分领域仍然是受益于中国市场红利比较明显的市场，同时我们也更加关注公司全球区域布局加速推进、服务链的持续拓展。	昭衍新药
65	《凯莱英：引入 VC 战投，生态共享助力 CDMO 业务拓展》	20200513	我们认为共享生态圈资源的合作方式利于加速公司的新客户、新订单拓展。	凯莱英
66	《成都先导：DEL 平台赋能的未来创新药企》	20200609	我们认为公司 DEL 平台逐步步入成熟期，随着平台在药物发现领域商业化的认可，在化合物筛选及 DEL 库的定制两大主营业务上可能获得更多的订单。	成都先导
67	《医药外包行业周报：不确定外部环境下，中国市场红利持续》	20200614	疫情影响下，创新药研发投入及产业转移的趋势不变，投融资下滑幅度明显	泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英
68	《从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展》	20200701	我们认为早期药物筛选 CRO 企业高溢价来自于：强大的业务可拓展性+高于行业平均水平的人均创收和创利能力+强 IP 属性带来的更高话语权。	泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英
69	《如何看待早期药物筛选 CRO 未来估值和成长空间？》	20200703	我们的观点：技术驱动、可持续差异化战略是企业更优的选择	泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英

资料来源：Wind，民生证券研究院

插图目录

图 1: CRO/CMO 公司上周涨跌幅 (%)	4
图 2: 国产新药 IND 情况 (个)	10
图 3: 进口新药 IND 情况 (个)	10
图 4: A 股上市药企合计研发投入 (亿元)	10
图 5: 国内生物科技/制药领域平均投融资金额 (亿元)	10
图 6: 海外医疗健康领域投融资 (公开披露金额的事件)	11
图 7: 2020Q1 海外及国内医疗健康各细分领域投融资	11

表格目录

表 1: 国内 CXO 估值表	5
表 2: 海外 CXO 估值表 (2019 年)	5
表 3: 2019 年各医药外包公司国内外业务情况	12
表 4: 2019 年初以来我们推荐医药外包行业的逻辑和思路	13

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。