

九洲药业 (603456.SH) 转型小分子 CDMO，老牌原料药企业再起航

2023 年 05 月 30 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
蔡明子（分析师）
余汝意（联系人）

caimingzi@kysec.cn

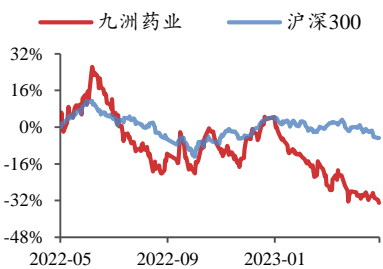
yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070029

日期	2023/5/30
当前股价(元)	29.84
一年最高最低(元)	59.10/29.16
总市值(亿元)	268.42
流通市值(亿元)	248.04
总股本(亿股)	9.00
流通股本(亿股)	8.31
近 3 个月换手率(%)	49.05

股价走势图



数据来源：聚源

● 立足传统特色原料药业务，CDMO 业务进入高速发展期

历经 25 年发展，公司从早期的特色原料药产销研模式成功转型至专利药研发生产服务（CDMO）领域，研发质量与服务能力得到海内外客户的一致认可。近年来，公司 CDMO 业务进入高速发展期，收入占比持续提升。短期看，公司传统特色原料药产品销售业务稳定贡献收入，核心产品多国畅销；CDMO 业务深度绑定大客户与大单品，业绩弹性逐渐释放。中长期看，CDMO 项目梯队已形成，储备丰富的早期项目将不断向后期推进，推动业绩持续向好；同时，公司已搭建小分子制剂从 CMC 研发到商业化生产的一站式服务平台，多个制剂项目进入上市申请阶段，有望进一步打开成长空间。我们看好公司的长期发展，预计 2023-2025 年公司的归母净利润为 12.45/16.74/21.73 亿元，EPS 为 1.38/1.86/2.42 元，当前股价对应 PE 为 21.6/16.0/12.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 成功切入诺华重磅单品 API 供应链体系，持续提升制剂 CDMO 产能

公司重点打造“瑞博”品牌，凭借 2019 年全资收购诺华苏州工厂，成功切入诺华 Entresto、Kisqali 等多款重磅药品 API 供应链体系，业绩弹性逐渐释放。随着海内外品牌影响力不断增强，公司 CDMO 总项目数量及商业化项目数量均快速增加，项目覆盖中枢神经类、抗肿瘤类、抗病毒等几大治疗领域。同时，通过“自建+并购”的方式，公司已完成小分子制剂 CDMO 一站式服务平台的搭建，多款制剂产品进入上市申请阶段，制剂业务快速发展，有望进一步打开成长空间。

● API 销售业务稳中有进，核心产品多国畅销

公司原料药品类丰富，整体稳定贡献业绩收入；卡马西平、酮洛芬、格列齐特等拳头产品多国畅销，市场份额稳居前列。目前抗感染类与中枢神经类产品营收占比较大，是目前公司特色原料药业务的基本盘；降糖类与非甾体类产品增速相对较快，有望为特色原料药业务的未来发展提供新动能。

● **风险提示：**国内政策变动、药物生产外包服务市场需求下降、核心成员流失、行业竞争格局恶化等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,063	5,445	7,083	9,113	11,576
YOY(%)	53.5	34.0	30.1	28.7	27.0
归母净利润(百万元)	634	921	1,245	1,674	2,173
YOY(%)	66.6	45.3	35.2	34.4	29.8
毛利率(%)	33.3	34.7	35.7	36.4	36.9
净利率(%)	15.6	16.9	17.6	18.4	18.8
ROE(%)	13.9	17.1	18.8	20.5	21.3
EPS(摊薄/元)	0.70	1.02	1.38	1.86	2.42
P/E(倍)	42.3	29.1	21.6	16.0	12.4
P/B(倍)	5.9	5.1	4.1	3.3	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、立足特色原料药，积极拓展 CDMO 业务.....	4
1.1、股权激励到位，深度绑定海内外头部药企.....	4
1.2、转型 CDMO 成效初显，经营持续向好.....	6
2、深度绑定大客户大单品，CDMO 业务进入快速发展期.....	9
2.1、深度绑定大客户与大单品，前瞻性布局先进产能.....	9
2.2、高研发投入搭建核心技术平台，专家顾问背景雄厚.....	12
2.3、“自建+并购”持续提升制剂 CDMO 研发生产能力.....	13
2.4、CDMO 业务进入快速成长期，已跻身国内第一梯队.....	14
3、API 业务稳中有进，核心产品多国畅销.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	18
4.1、关键假设.....	18
4.2、盈利预测与估值.....	18
5、风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

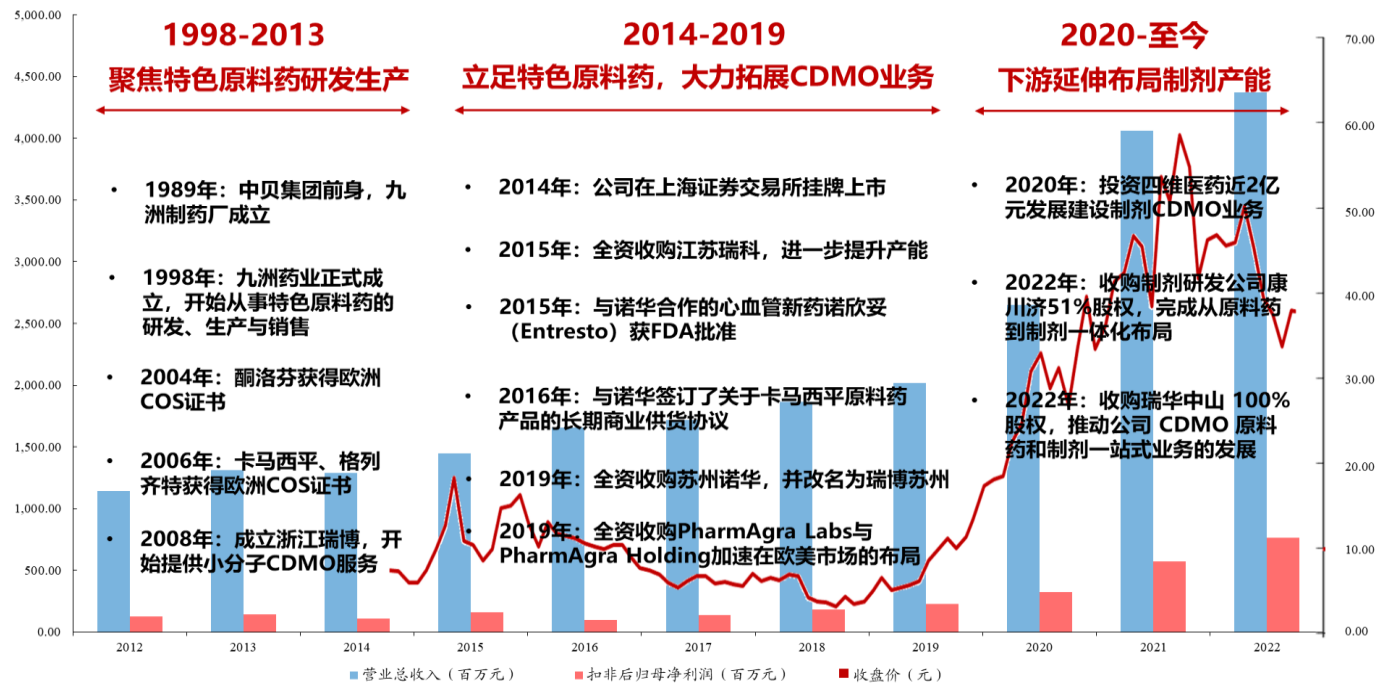
图 1：经过近 25 年发展，公司已成为国内领先的特色原料药+CDMO 研发生产企业.....	4
图 2：公司股权结构清晰.....	5
图 3：公司在海内外多地布局产能与研发中心.....	5
图 4：公司与海内外头部药企建立深度合作关系.....	6
图 5：2017-2023Q1 公司营收增长稳健.....	7
图 6：2017-2023Q1 扣非归母净利润增长稳健.....	7
图 7：2017-2022 年公司 CDMO 业务收入占比持续提升（单位：百万元）.....	7
图 8：2017-2023Q1 扣非归母净利率逐年提升.....	8
图 9：2017-2023Q1 期间费用率整体向下.....	8
图 10：公司近 5 年产能建设稳步增加（单位：百万元）.....	8
图 11：近几年公司固定资产周转率快速提升.....	8
图 12：公司海外营收维持高增长（单位：百万元）.....	9
图 13：近几年公司海外营收占比持续提升.....	9
图 14：自 2008 年起公司开始拓展 CDMO 业务，重点打造“瑞博”品牌.....	9
图 15：2016-2022 年 Entresto 全球销售额快速提升.....	10
图 16：2018 年以来 Kisqali 销售额迅速提升.....	10
图 17：2018-2022 年公司 CDMO 管线数量逐年增加（单位：个）.....	10
图 18：2017 年起 CDMO 研发投入与人员数量逐年增长.....	12
图 19：公司高学历研发人员占比高.....	12
图 20：公司专家顾问资源丰富.....	13
图 21：2017 年起 CDMO 业务快速发展（单位：百万元）.....	14
图 22：CDMO 板块毛利率与国内头部公司基本持平.....	14
图 23：公司部分产品获得多国认证证书.....	16
图 24：公司产品陆续通过多个国内外官方的现场审计.....	16
图 25：卡马西平作为公司拳头产品，销量一骑绝尘（单位：吨）.....	17
图 26：抗感染类与中枢神经类占比大（单位：百万元）.....	18

图 27: 降糖类与非甾体类业务营收相对增速较快.....	18
表 1: 公司自 2020 年起连续 3 年实行股权激励计划.....	5
表 2: 子公司协同发展, 业务覆盖研发、生产、销售各环节.....	6
表 3: CDMO 管线覆盖面广, 项目梯队已形成.....	11
表 4: 3 大研发中心+2 大生产基地, 前瞻性布局先进产能.....	11
表 5: 公司拥有 5 大核心技术平台, 技术储备雄厚.....	12
表 6: 公司不断提升自身的制剂研发与生产能力.....	13
表 7: 公司与国内 CDMO 头部企业差距较小, 已跻身国内第一梯队.....	15
表 8: 公司原料药品类丰富, 覆盖多个适应症类别.....	16
表 9: 公司拥有 2 个 API 生产基地, 职责明确且产能充足.....	17
表 10: 与可比公司相比, 公司估值合理.....	19

1、立足特色原料药，积极拓展 CDMO 业务

九洲药业是国内领先的特色原料药+CDMO 研发生产企业。公司成立于 1998 年，早期主要从事特色原料药的研发、生产与销售业务。2008 年，公司成立子公司浙江瑞博，开始为海外客户提供新药定制研发和生产服务 (CDMO)；通过近 25 年发展，公司 CDMO 业务呈现跨越式成长，研发与服务能力得到海内外客户的一致认可。自 2020 年起，公司以内生增长与外延并购的方式布局制剂板块，目前已搭建从原料药到制剂的一体化服务平台。

图1：经过近 25 年发展，公司已成为国内领先的特色原料药+CDMO 研发生产企业

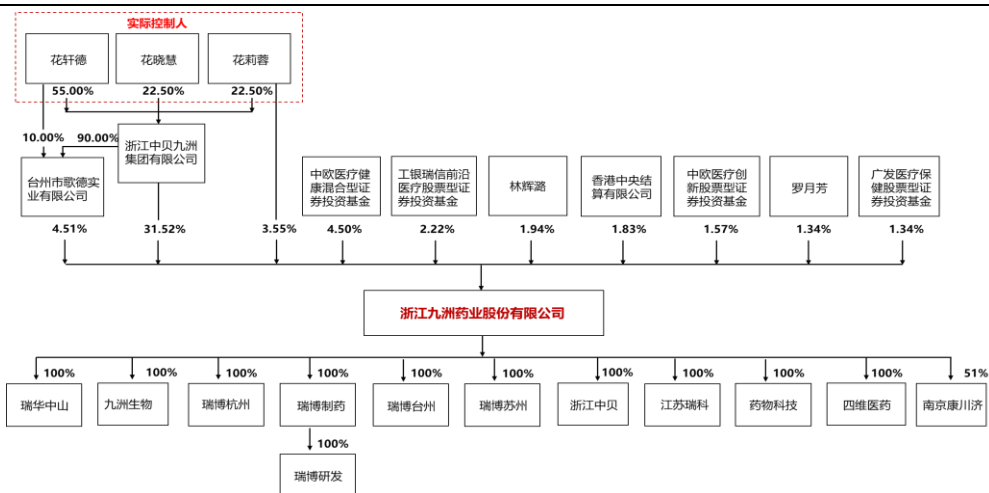


资料来源：九洲药业官网、Wind、开源证券研究所

1.1、股权激励到位，深度绑定海内外头部药企

股权结构清晰，员工激励到位。截至 2023Q1，中贝九洲直接持有公司 31.52% 股份，系公司的控股股东。公司实际控制人为花轩德、花晓慧与花莉蓉父女三人，合计控制公司 39.58% 的股份。为有效调动公司高管与核心业务骨干的积极性，自 2020 年起公司连续 3 年实行股权激励计划，2022 年授予 283 名激励对象 177.3 万股限制性股票，为实现快速、持续、健康发展奠定人才基础。

图2：公司股权结构清晰



资料来源：Wind、开源证券研究所

表1：公司自 2020 年起连续 3 年实行股权激励计划

授予日	激励对象	股票类型	授予数量	授予人数	授予价格	三年解锁业绩指标
2020 年 9 月	公司高管+	限制性股票	192.70 万股	91 人	15.91 元/股	以 2019 年为基数，2020/2021/2022 年净利润增长率不低于 30%/70%/120%
2021 年 6 月	中层管理人员及核心骨干	限制性股票	128.70 万股	176 人	21.60 元/股	以 2019 年为基数，2021/2022/2023 年净利润增长率不低于 70%/120%/185%
2022 年 3 月	干	限制性股票	177.30 万股	283 人	23.82 元/股	以 2020 年为基数，2022/2023/2024 年净利润增长率不低于 115%/180%/260%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

多地布局研发生产中心，以“收购+自建”拓展多肽与制剂平台。截至 2022 年年底，九洲药业共拥有 24 家子公司（含二级和三级公司），业务覆盖药物研发、生产与销售各环节。公司在台州、杭州、苏州、盐城等地设有 4 大生产基地，并在台州、杭州、南京与美国布局 4 大研发中心，同时在欧洲与美国布局了海外商务拓展中心。在小分子原料药的基础上，公司以收购或自建的方式积极拓展多肽及制剂研发生产平台，其中多肽已具备了中试生产的能力。

图3：公司在海内外多地布局产能与研发中心



资料来源：公司公告

表2：子公司协同发展，业务覆盖研发、生产、销售各环节

子公司	成立/并购时间	持股比例	地址	主营业务
四维医药	1993年	100%	台州市椒江区	中间体、原料药生产
浙江中贝	1997年	100%	台州市椒江区	中间体、原料药生产
九洲药物	2009年	100%	杭州市经济技术开发区	技术研发
江苏瑞科	2010年	100%	盐城市大丰区	中间体、原料药生产
瑞博杭州	2015年	100%	杭州市经济技术开发区	技术研发
瑞博制药	2016年	100%	台州市临海市	CDMO+中间体、原料药生产
瑞博美国	2019年	100%	美国北卡罗来纳州	技术研发
瑞博苏州	2019年	100%	苏州市常熟市	CDMO
瑞博台州	2021年	100%	台州市临海市	CDMO
药物科技	2021年	100%	杭州市钱塘新区	中间体、原料药生产
南京康川济	2021年	51%	南京市江宁区	制剂 CDMO
瑞博研发	2022年	100%	台州市临海市	技术研发
瑞华中山	2022年	100%	广东省中山市	制剂 CDMO

资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

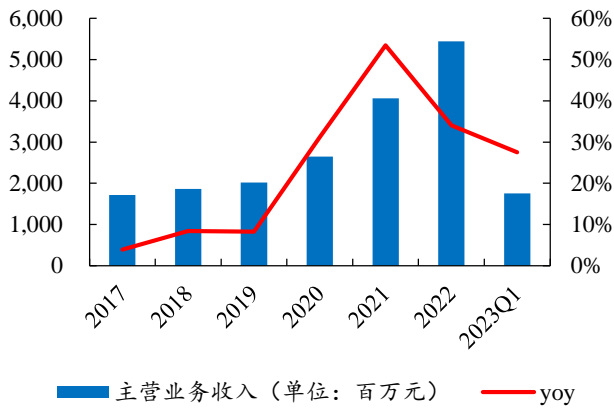
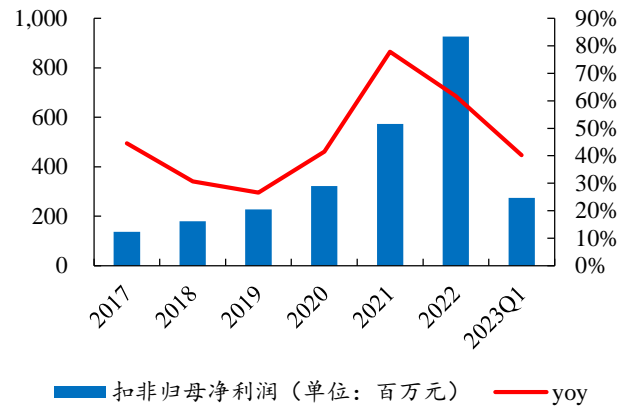
积极拓展海内外客户，深度绑定国际龙头药企。截至2021年底，公司全球覆盖客户数已经达到800余家，与Novartis、Roche、Zoetis、Gilead、第一三共等国际知名药企，以及贝达药业、和记黄埔、艾利斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等国内知名创新药企建立深度合作关系。2019年收购苏州诺华工厂后，公司深度绑定Novartis，凭借Entresto等重磅单品的全球放量实现业绩跨越式增长。

图4：公司与海内外头部药企建立深度合作关系


资料来源：九洲药业年报、各公司官网

1.2、转型CDMO成效初显，经营持续向好

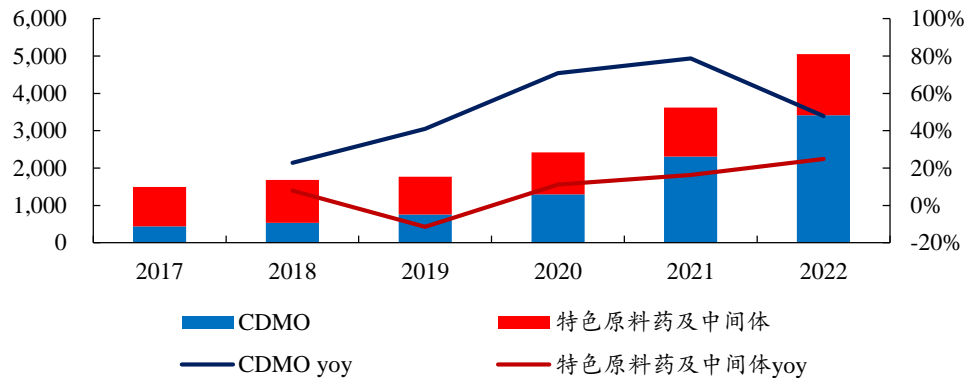
经营规模持续扩大，业绩维持稳健增长。随着CDMO业务快速发展，近年来公司业绩表现亮眼，2022年实现营收54.45亿元，同比增长34.01%；扣非后归母净利润9.27亿元，同比增长61.70%。2023Q1，公司实现营收17.51亿元，同比增长27.49%；扣非后归母净利润2.74亿元，同比增长40.19%，业绩维持稳健增长。

图5：2017-2023Q1 公司营收增长稳健

图6：2017-2023Q1 扣非归母净利润增长稳健


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

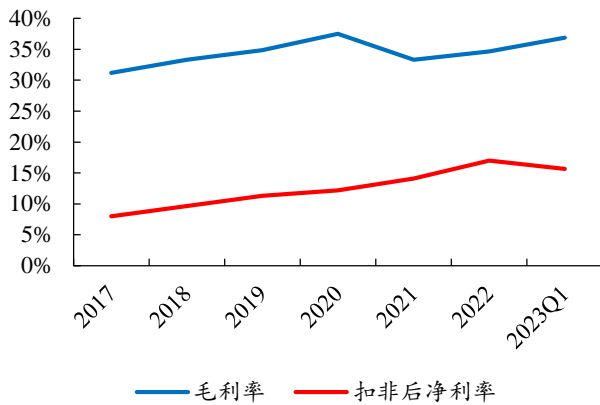
公司转型成效初显，CDMO 板块收入占比持续提升。分业务板块看，特色原料药及中间体的生产销售作为九洲药业的传统业务，近些年业绩增长稳健。同时，凭借着国内外新药市场的蓬勃发展，公司 CDMO 板块迎来高速发展期，2022 年实现营收 34.17 亿元，2017-2022 CAGR 为 50.88%；CDMO 收入占比从 2017 年的 25.44% 快速提升至 2022 年的 62.74%，CDMO 已逐渐成为公司发展的核心业务。

图7：2017-2022 公司 CDMO 业务收入占比持续提升（单位：百万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

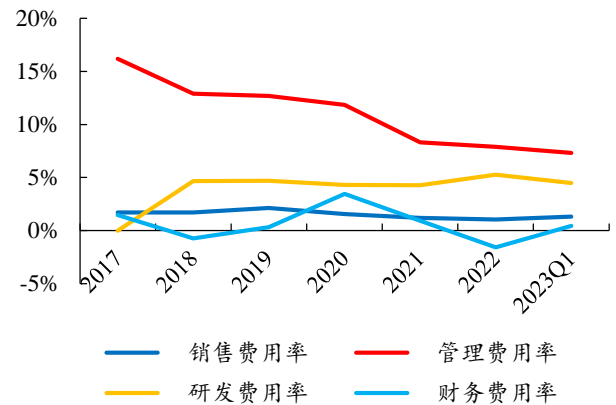
毛利率整体向上，盈利能力持续向好。近年来，受益于高毛利率的 CDMO 业务占比持续增加，公司总毛利率提升较快。2021 年毛利率略微下滑，主要系海外人力成本增加与上游原材料价格上涨影响。随着公司运营效率的持续提升以及上游原材料价格见顶回落，总毛利率有回升态势，2022 年达 34.66%。公司总期间费用率从 2017 年的 19.40% 下降至 2022 年的 12.63%，扣非归母净利率从 2017 年的 8.01% 提升至 2022 年的 17.02%，经营持续向好。

图8：2017-2023Q1 扣非归母净利率逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

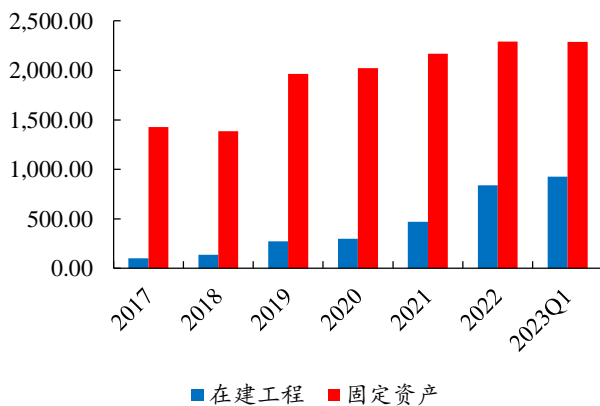
图9：2017-2023Q1 期间费用率整体向下



数据来源：Wind、开源证券研究所

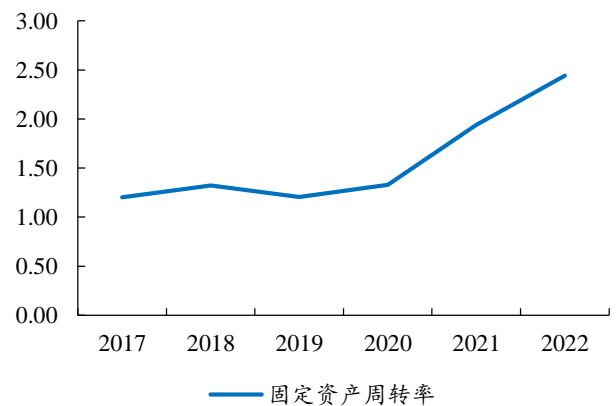
为匹配业务发展需求，公司产能建设稳步增加。截至 2022 年年底，公司固定资产投入达到 22.91 亿元，2017-2022 CAGR 达 9.93%；在建工程达到 8.39 亿元，2017-2022 CAGR 达 53.13%。同时，公司持续优化管理运营效率，固定资产周转率由 2017 年的 1.20 快速提升至 2022 年的 2.44，运营能力明显增强。

图10：公司近 5 年产能建设稳步增加（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

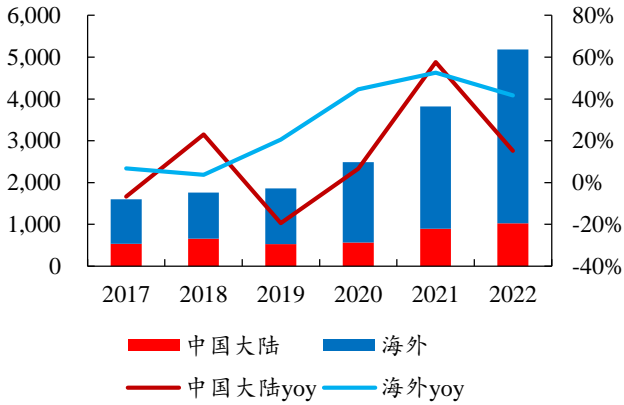
图11：近几年公司固定资产周转率快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

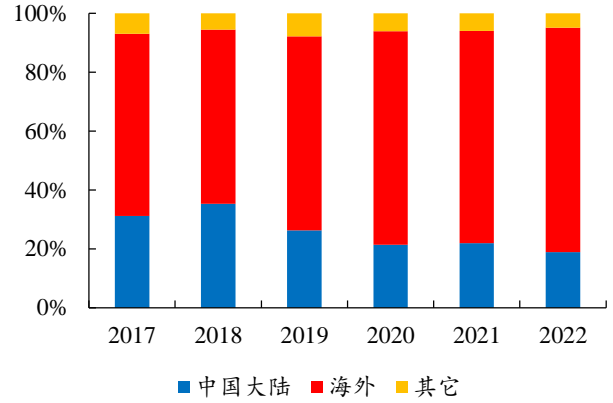
海外市场贡献主要收入，国内业务快速发展。九洲药业早期主要瞄准海外市场，与 MNC 建立了紧密的合作关系，营收占比从 2017 年的 61.87% 提升至 2022 年的 76.29%。2022 年，公司海外营收 41.54 亿元，同比增长 41.71%，大体量维持高增长。同时，公司也积极拓展同本土研创药企的业务合作，国内业务快速发展；2022 年国内营收 10.27 亿元，2019-2022 CAGR 达 24.63%。

图12: 公司海外营收维持高增长 (单位: 百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 近几年公司海外营收占比持续提升



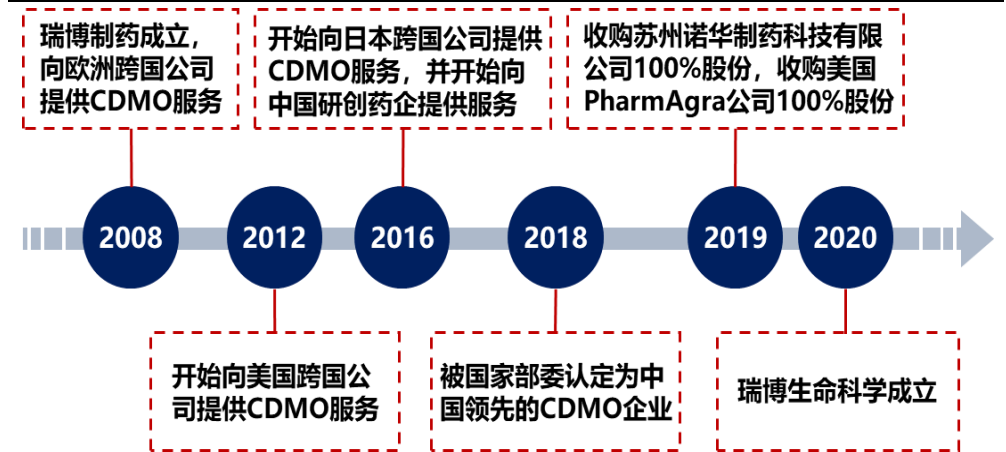
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、深度绑定大客户大单品, CDMO 业务进入快速发展期

2.1、深度绑定大客户与大单品, 前瞻性布局先进产能

不断提升 CDMO 研发生产能力, 加强海内外品牌影响力: 2008 年, 公司成立瑞博制药, 开始向欧洲跨国公司提供小分子 CDMO 服务, 并逐步拓展美国、日本客户, 重点打造“瑞博”品牌。随着国内新药产业的快速发展, 自 2016 年起, 瑞博制药开始向中国研创药企提供 CDMO 服务, 提升在国内市场的品牌影响力。2019 年, 公司全资收购美国 PharmAgra 与苏州诺华制药, 进一步增强在临床前 CMC 与 CDMO 研发生产领域的的能力。

图14: 自 2008 年起公司开始拓展 CDMO 业务, 重点打造“瑞博”品牌



资料来源: 瑞博制药官网、开源证券研究所

努力拓展上市新药 API 供应服务, 深度绑定大客户、大单品。 2019 年, 九洲药业以 7.9 亿元全资收购诺华在华子公司苏州诺华 (后改名为“瑞博苏州”), 大幅提升承接高端 API 项目的的能力。升级改造后, 瑞博苏州将承接诺华 Entresto、Kisqali 等多款重磅药品的 API 供应。

Entresto 是诺华研发的一款双效血管紧张素受体-脑啡肽酶抑制剂, 主要被用于

治疗心衰与原发性高血压。上市以来，Entresto 销售额逐年增长，2022 年达到 46.44 亿美元，同比增长 30.89%。Kisqali 是诺华新研发的一款口服型 CDK4/6 靶向抑制剂，用于一线治疗 HR+/HER2-晚期或转移性乳腺癌。2022 年，Kisqali 销售额达 12.31 亿美元，同比增长 31.38%。随着几款重磅原研药在全球范围内的放量，公司作为 API 供应商业绩弹性将逐步释放。

图15: 2016-2022 年 Entresto 全球销售额快速提升

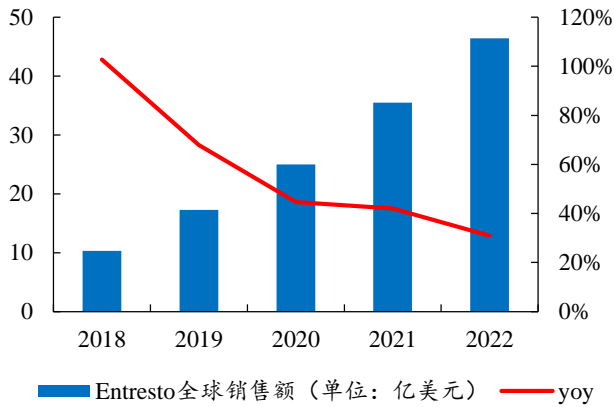
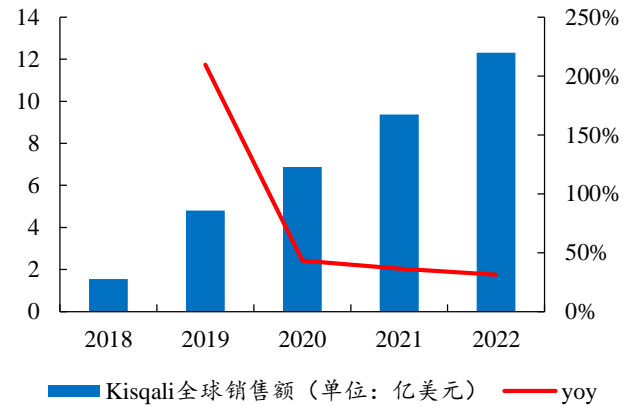


图16: 2018 年以来 Kisqali 销售额迅速提升

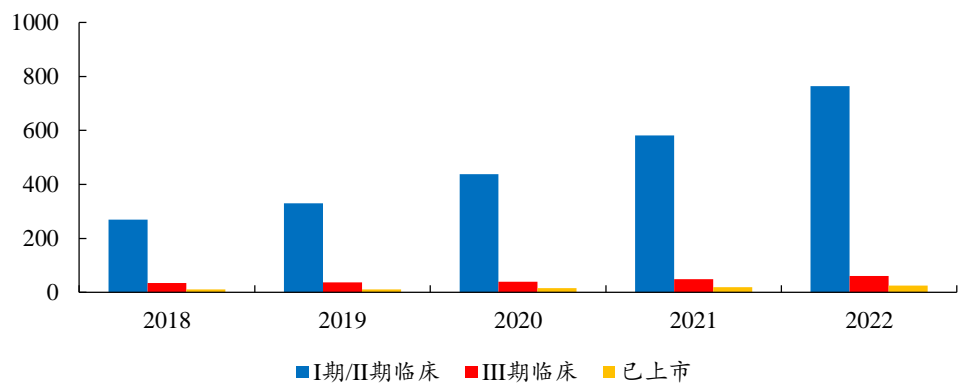


数据来源：诺华年报、开源证券研究所

数据来源：诺华年报、开源证券研究所

CDMO 总项目数量及商业化项目数量均快速增加，需求端强劲：基于多年对全球市场战略的开发布局，公司 CDMO 管线数量逐年增加，服务项目总数从 2018 年的 316 个增加至 2022 年的 851 个。同时，随着新产能的落地，公司承接上市新药项目的的能力不断增强，商业化项目数量从 2018 年的 11 个快速提升至 2022 年的 26 个。随着项目数量的快速增加，公司 CDMO 板块的成长空间将不断打开。

图17: 2018-2022 年公司 CDMO 管线数量逐年增加 (单位: 个)



数据来源：九洲药业年报、开源证券研究所

治疗领域覆盖面广，项目梯队已形成。截至 2022 年年底，公司 CDMO 服务主要覆盖中枢神经类、抗肿瘤类、抗心衰类、抗病毒类、心血管类等几大治疗领域。从项目结构看，早期临床 (I 期/II 期临床)、III 期临床与已上市项目数量分别为 764、61、26 个，项目梯队已形成。随着临床阶段向后期推进，公司储备丰富的早期项目将不断转化为商业化项目订单，推动业绩持续向好。

表3: CDMO 管线覆盖面广，项目梯队已形成

项目阶段	项目数量	治疗领域
已上市	26	中枢神经类、抗肿瘤类、抗肿瘤类、抗心衰类、抗病毒类、乳腺癌类等
III 期临床	61	抗肿瘤类、抗心衰类、中枢神经类、心脑血管类、抗病毒类、抗疼痛类、乳腺癌类、免疫系统、抗呼吸道感染、失眠类等
I 期/II 期临床	764	抗肿瘤类、抗心衰类、中枢神经类、心脑血管类、抗病毒类、抗高血压等

资料来源：九洲药业年报、开源证券研究所

3 大研发中心+2 大生产基地，前瞻性布局先进产能。瑞博制药目前拥有瑞博台州、瑞博杭州、瑞博美国 3 个新药定制研发中心，以及瑞博台州和瑞博苏州 2 个新药定制生产基地，研发人员超 400 人，具备从实验室放大到商业化生产一站式研发生产服务能力。公司前瞻性布局先进产能，2020 年瑞博台州新建的 OEB4 与 OEB5 车间投产，可承接高活性 API 的研发与生产；2022 年公司多肽技术平台与中试车间投产，目前已承接多个定制肽与多肽新药 IND 项目。

表4: 3 大研发中心+2 大生产基地，前瞻性布局先进产能

定位	子公司	地址	公司简介	主要职责
	瑞博台州	台州市临海市	<ul style="list-style-type: none"> • 科研面积近 16000 平方米 • 拥有合成实验室、公斤实验室与中试车间 • 研发人员近 300 人 	<ul style="list-style-type: none"> • 为国内外客户提供临床前和早期临床药学研究、原料药工艺开发、药物分析、药物质量研究、早期临床制剂研发和生产的一站式服务
创新药定制研发基地	瑞博杭州	杭州下沙医药港小镇	<ul style="list-style-type: none"> • 科研面积近 11000 平方米 • 拥有合成实验室、公斤实验室、酶催化实验室、试剂库、特殊仓库等 • 研发人员超 150 人 	<ul style="list-style-type: none"> • 主要承接 I 期临床以前的新药研发项目
	瑞博美国	美国北卡罗来纳州	<ul style="list-style-type: none"> • 科研面积近 5700 平方英尺 • 拥有研发实验室、分析实验室、cGMP 车间和非 GMP 公斤级车间与仓库（通过 FDA 认证） • 研发人员超 80 人 	<ul style="list-style-type: none"> • 临床前原料药 CMC 研究和 I 期临床原料药研究，一站式服务北美客户
创新药定制生产基地	瑞博苏州	常熟市经济开发区沿江工业园	<ul style="list-style-type: none"> • 占地面积约 260 亩 • 员工超 200 人 • 连续 3 次零缺陷通过 FDA 审计，国家安全生产标准化一级认证企业 	<ul style="list-style-type: none"> • 瑞博制药高端委托研发和生产基地，主要服务中国战略客户及欧美客户
	瑞博台州	浙江省国家级原料药基地临海园区	<ul style="list-style-type: none"> • 占地面积约 205 亩 • 员工超 1000 人 • 超 13 个 GMP 生产车间，反应釜数量>450，总反应体积约 2500 立方米 • OEB4 和 OEB5 车间 	<ul style="list-style-type: none"> • 向全球跨国药企和新药研创公司提供全面的委托研发和定制生产服务

资料来源：九洲药业官网、开源证券研究所

2.2、高研发投入搭建核心技术平台，专家顾问背景雄厚

CDMO 研发投入逐年增加，高学历研发人员占比较高。随着公司 CDMO 业务规模不断扩大，研发投入与研发人员数量持续增长。2022 年 CDMO 板块研发投入达到 1.93 亿元，同比增长 92.03%；研发人员数量达到 993 人，同比增长 26.02%。研发人员中，硕士及以上学历占比 19.54%，本科学历占比 72.61%，为公司 CDMO 业务长远发展提供人才保障。

图18：2017年起 CDMO 研发投入与人员数量逐年增长

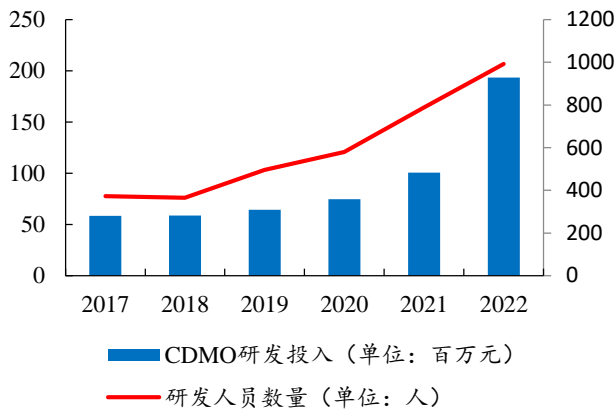
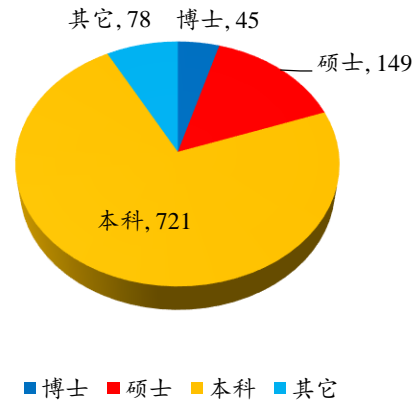


图19：公司高学历研发人员占比高



数据来源：九洲药业年报、开源证券研究所

数据来源：九洲药业年报、开源证券研究所

核心技术储备丰富，专家顾问背景雄厚。公司积极开拓创新性前沿技术领域，与中科院、浙江大学、武汉大学等多个高校开展深度合作，搭建了手性催化技术、连续化技术、氟化学技术、酶催化技术与光催化技术 5 大核心技术平台，为客户项目的瓶颈技术难题提供了创新解决方案。同时，公司核心技术团队在绿色合成技术、天然产物全合成、氟化学、手性催化领域具有丰富的产业经验；顾问团队拥有多位院士级专家，可支持公司进行难度较大的项目研发工作。

表5：公司拥有 5 大核心技术平台，技术储备雄厚

技术平台	平台简介
手性催化技术	<ul style="list-style-type: none"> 建立了拥有自主知识产权的包含近百个手性配体的催化剂库 为客户提供具有高选择性、高收率、安全环保的手性药物合成工艺 已完成多个不对称合成、不对称氢化等工艺开发项目
连续化技术	<ul style="list-style-type: none"> 自主设计多种应用于不同反应类型的管道连续流反应模块，在格式交互、锂试剂低温反应、重氮化反应、硝化反应、连续光催化反应等工艺开发方面积累了大量经验 已实现多个产品的吨位级商业化生产
氟化学技术	<ul style="list-style-type: none"> 与中科院氟化学重点实验室建立合作关系 对二氟甲基化试剂、三氟甲基化试剂等一系列新颖氟化试剂进行创制和研究，并完成数个原创脱氧氟化试剂的工艺开发及中试放大生产
酶催化技术	<ul style="list-style-type: none"> 利用酶作为催化剂进行原料药和中间体的工艺开发和生产 已建立丰富的酶库，并利用定向进化技术对目标酶进行改造 已先后开发 30 多个产品酶催化工艺
光催化技术	<ul style="list-style-type: none"> 引进高效光催化反应技术，结合连续流平台的技术，开发了低成本、高效的光催化偶联反应等绿色工艺，在多个早期项目中得到应用

资料来源：九洲药业年报、开源证券研究所

图20：公司专家顾问资源丰富

○ 核心技术团队 ○



李原强

- 教授级高工
- 20+年原料药工艺研发生产经验
- 专注于手性催化、氟化学、连续化反应等领域



严普查

- 南开大学博士
- 师从周其林院士
- 主攻复杂天然产物全合成、有机化学合成方法等领域



David A. Perrey

- 佐治亚理工学院博士后
- 曾任职于Scynexis、RTI
- 瑞博美国合成团队负责人

○ 专家顾问团队 ○



周其林

- 中科院院士
- 手性催化专家
- 南开大学教授



俞飏

- 中科院院士
- 糖化学专家
- 生命有机化学国家重点实验室主任



胡金波

- 中科院上海有机所副所长
- 氟化学专家
- 氟化学重点实验室主任

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、“自建+并购”持续提升制剂 CDMO 研发生产能力

“自建+并购”迅速扩充制剂 CDMO 产能。通过“自建+并购”的方式，公司已完成小分子制剂 CDMO 一站式服务平台的搭建，迅速扩大公司制剂 CDMO 产能，目前已拥有包括缓控释平台、液体制剂平台、口服固体制剂平台等在内的多个制剂剂型研究平台。2022 年公司收购仿制药研发公司南京康川济（51%的股权），并完成了 2,600 平方米的研发场地扩建工作；四维医药制剂基地已建成的一期口服固体制剂车间正式投入使用。2022 年 9 月，公司收购了山德士中山制剂工厂，已具备了小分子制剂从 CMC 研发到商业化生产的一站式承接能力。

表6：公司不断提升自身的制剂研发与生产能力

子公司	地址	简介
四维医药	台州市椒江区	<ul style="list-style-type: none"> 四维医药制剂基地已建成的一期口服固体制剂车间正式投入使用 取得了《药品生产许可证》C 证，已承接多个客户的制剂委托生产服务。
南京康川济	南京市江宁区	<ul style="list-style-type: none"> 拥有 5000 平方米研发中心,4000 平米共享研发平台及中试实验室，近 150 名研发人员 业务范围覆盖创新药、改良型新药、高端仿制药研发；仿制药一致性评价；注册申报；MAH 持有等 已获得 10 个批件，完成 9 个申报，通过 5 个 BE
瑞华中山	广东省中山火炬开发区	<ul style="list-style-type: none"> 为加快推进公司“原料药+制剂”一体化平台建设战略实施进程，公司决定使用“浙江四维医药科技有限公司 CDMO 制剂项目”募集资金 18,500.00 万元用于收购山德士(中国)制药有限公司所属中山制剂工厂 100%股权并对其增资

资料来源：南京康川济官网、九州药业年报、开源证券研究所

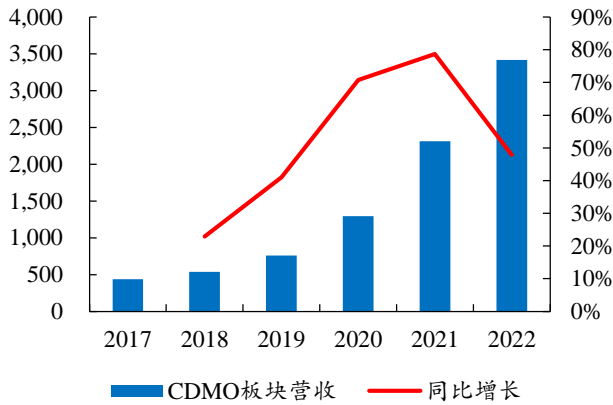
随着制剂产能的落地，公司开始与海内外多个制剂项目进行商业洽谈，目前已有多个制剂项目完成立项；2022 年，子公司康川济已获得盐酸多巴胺注射液的药品生产许可。截至 2022 年年底，公司已有 18 个仿制药制剂项目处于不同研发阶段，其中 5 个项目已递交 NMPA 上市申请。制剂产品 AED-02 缓释片于 2021 年 7 月提交 NMPA 上市申请，已获批 FDA 的 ANDA；2021 年，制剂产品 T2DM-02 缓释片获得

NMPA 上市申请受理。公司制剂业务快速发展，有望进一步打开成长空间。

2.4、CDMO 业务进入快速成长期，已跻身国内第一梯队

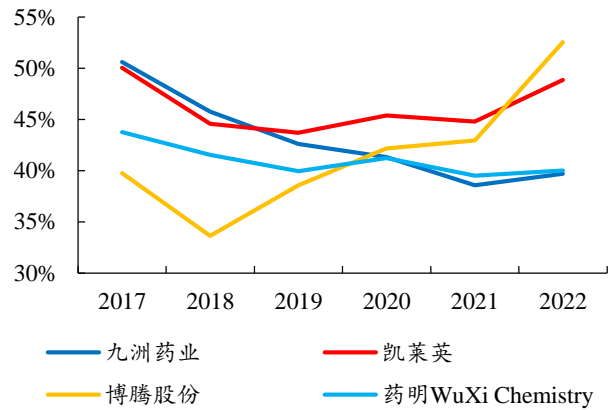
CDMO 业务正处于快速扩张期，板块毛利率与头部公司基本持平。近 5 年来，公司 CDMO 业务快速发展，2022 年营收达到 34.16 亿元，同比增长 47.84%。CDMO 板块毛利率基本与国内头部公司持平，近几年略微下滑，主要系产能扩张较快，人员成本以及固定资产折旧增加冲高总成本。2022 年毛利率回升至 39.69%，我们预测随着已落地产能的利用率逐步提升，公司 CDMO 业务毛利率未来将有较大提升。

图21：2017年起 CDMO 业务快速发展（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：CDMO 板块毛利率与国内头部公司基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：九洲药业、凯莱英、博腾股份均为定制研发生产业务；药明 WuXi Chemistry 为 CDMO/CMO 业务

横向比较，与中国小分子 CDMO 头部企业差距较小，已跻身国内第一梯队。中国小分子 CDMO 领域头部企业主要有凯莱英、博腾股份、合全药业等，我们重点比较了几家公司 2021 年的财务与经营数据。凯莱英与合全药业作为业内龙头，在业务体量与经营指标上均保持一定的优势。九洲药业的业务体量以及盈利能力与博腾股份相近，固定资产周转率相对较高，已跻身国内 CDMO 第一梯队。

表7：公司与国内 CDMO 头部企业差距较小，已跻身国内第一梯队

指标	九洲药业	凯莱英	博腾股份	合全药业
公司基本情况	国内领先的特色原料药+CDMO 研发生产企业	国内小分子 CDMO 龙头企业，逐步布局生物制品	国内领先的 CDMO 企业	全球新药合同研究、开发与生产领域（CRDMO）的领军企业
财务指标				
CDMO 板块营收(亿元)	23.11	42.38	30.89	79.20
CDMO 毛利率	38.58%	44.81%	42.96%	41.22% (2020 年)
扣非后归母净利润率	16.19%	20.16%	16.19%	-
研发指标				
研发人员数量(人)	788	3381	913	-
研发人员数量占比	19.30%	47.45%	24.14%	-
硕士及以上人员占比	18.15%	31.23%	57.06%	-
研发投入(亿元)	1.01	3.87	2.64	-
研发投入占收入比重	4.37%	8.35%	8.50%	-
经营指标				
订单总数	740 (承接的项目)	328 (实现销售的项目)	410 (实现销售的项目)	1666 (承接的项目)
商业化订单数量	20	38	87	42
生产产能 (m ³)	-	4700	2019	-
固定资产周转率	1.94	1.89	1.77	-

数据来源：各公司年报、开源证券研究所

3、API 业务稳中有进，核心产品多国畅销

原料药品类丰富，拳头产品具有全球竞争力。原料药是九洲药业的传统业务，目前在产及在研产品覆盖中枢神经类、磺胺类、非甾体类、心血管类、降血糖类等品类，产品管线不断丰富。其中，卡马西平、酮洛芬、格列齐特和柳氮磺吡啶等拳头产品直接参与全球原料药市场竞争，市场份额稳居前列。

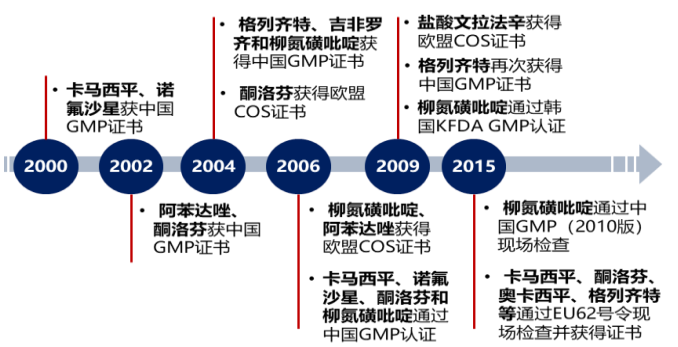
表8: 公司原料药品类丰富, 覆盖多个适应症类别

分类	产品名称	CAS号	符合标准	适应症
中枢神经类	卡马西平	298-46-4	CP,BP,EP,USP,JP	抗惊厥、抗癫痫
	卡马西平(无溴工艺)	298-46-4	EP,USP	抗惊厥、抗癫痫
	奥卡西平	28721-07-5	Company Standard	局限性及全身性癫痫
	帕罗西汀碱	61869-08-7	EP,USP	抗抑郁
	盐酸帕罗西汀	78246-49-8	EP,USP	抗抑郁
	盐酸文拉法辛	99300-78-4	EP	抗抑郁
磺胺类抗菌药	度洛西汀	116539-59-4	Company Standard	抗抑郁
	磺胺间二甲氧嘧啶	122-11-2	BP,USP	抗菌消炎
	磺胺间二甲氧嘧啶钠	1037-50-9	USP	抗菌消炎
非甾体类 抗炎药	柳氮磺胺吡啶	599-79-1	EP,USP	溃疡性结肠炎
	酮洛芬(酮基布洛芬)	22071-15-4	CP,BP,EP,USP	各类关节炎
	右旋酮洛芬氨丁三醇	156604-79-4	Company Standard	止痛
心血管类	酮基布洛芬赖氨酸盐	/	Company Standard	止痛
	苯扎贝特	63927-29-7	CP,EP,BP	高甘油三酯血症、高胆固醇血症
降血糖类	硫酸氢氯吡格雷	135046-48-9	USP	预防动脉粥样硬化血栓
	格列齐特	58108-05-7	CP,EP,BP	糖尿病
其它	异维A酸	4759-48-2	CP2000, USP26, USP27	重度难治性结节性痤疮

资料来源: 九洲药业官网、开源证券研究所

生产端严格按照cGMP标准管理, 部分产品获得多国认证证书。自2000年起, 包括卡马西平、诺氟沙星、酮洛芬、格列齐特、柳氮磺吡啶等在内的多款产品陆续通过中国药监局、FDA、EDQM、TGA等国内外官方的审计并获得相应证书, 体现了公司的API生产具有较高的质控标准, 同时也为这些产品的全球化销售与未来放量提供了官方的背书。

图23: 公司部分产品获得多国认证证书



资料来源: 九洲药业官网、开源证券研究所

图24: 公司产品陆续通过多个国内外官方的现场审计



资料来源: 九洲药业官网

两大 API 生产基地职责明确、产能充足。公司于 2016 年设立 API 事业部，目前拥有浙江台州、江苏盐城 2 大 API 生产基地，以及杭州与台州 2 个 API 研发中心，员工数量超 1600 人。其中，台州 API 生产基地拥有 30 多个多功能车间，主要负责卡马西平系列、酮洛芬、格列齐特系列等产品的生产；盐城 API 生产基地拥有 6 个多功能车间，主要负责培南类药物中间体原料、柳氮磺吡啶等产品的生产。

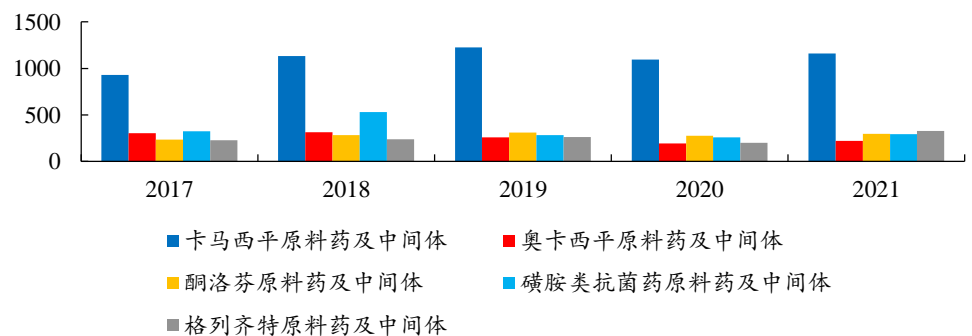
表9：公司拥有 2 个 API 生产基地，职责明确且产能充足

子公司	地址	简介	主导产品
四维医药 浙江中贝	台州椒江国家级化学原料药基地	3 个厂区，30 多个多功能车间 占地面积 200 亩+ 员工数量超 1000 人	卡马西平系列、酮洛芬、格列齐特系列等
江苏瑞科	盐城市大丰区海洋生物医药产业园	6 个多功能车间 占地面积 380 亩+ 员工数量超 400 人	培南类药物中间体原料、柳氮磺吡啶等

资料来源：九州药业官网、开源证券研究所

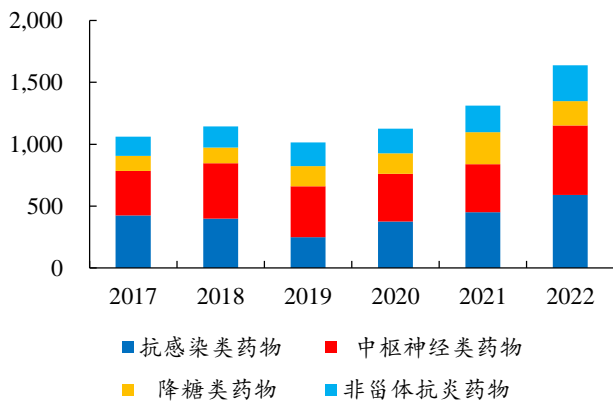
卡马西平销量一骑绝尘，酮洛芬与格列齐特增速稳健。作为抗癫痫领域的首选药物，卡马西平一直以来都是公司传统拳头产品，2021 年销量达 1162 吨，在全球市场份额中稳居前列。同时，抗炎药酮洛芬与降糖药格列齐特销量增速较快，2021 年销量分别为 299/328 吨，2017-2021 CAGR 分别为 6.1%/9.7%，有力推动非甾体抗炎类与降糖类领域销售业绩的提升。

图25：卡马西平作为公司拳头产品，销量一骑绝尘（单位：吨）

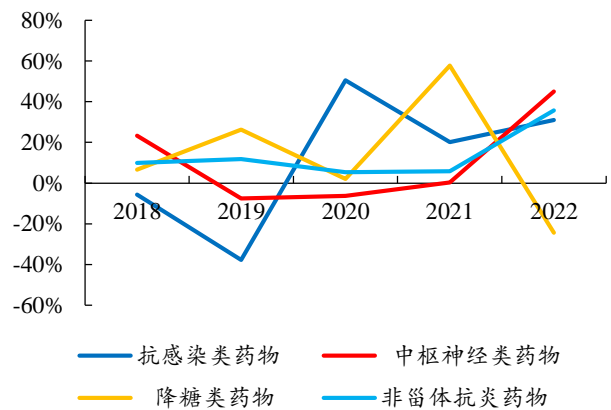


数据来源：九州药业年报、开源证券研究所

抗感染类与中枢神经类产品营收占比大，降糖类与非甾体类产品营收增速较快。作为公司传统强势领域，抗感染类与中枢神经类产品 2022 年分别实现营收 5.91/5.61 亿元，占比 36.10%/34.29%，是目前公司特色原料药业务的基本盘。降糖类药物与非甾体类业务近几年发展较快，2022 年营收分别为 1.97/2.88 亿元，2017-2022 CAGR 分别为 10.4%/13.2%，有望为原料药板块业绩增长提供新动能。

图26：抗感染类与中枢神经类占比大（单位：百万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：降糖类与非甾体类业务营收相对增速较快


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

现阶段，九洲药业不断加强 CDMO 与特色原料药两项业务的能力建设，我们预计：

(1) 随着 CDMO 在研项目往后推进及商业化产能的释放，CDMO 业务有望保持快速增长，2023-2025 年 CDMO 业务的收入增速为 37.50%、35.00%、32.50%；毛利率略有提升，2023-2025 年 CDMO 业务毛利率为 40.0%、40.2%、40.3%。

(2) 同时，随着原料药业务有望保持稳健增长，2023-2025 年收入增速为 21.8%、19.35%、16.9%，毛利率基本保持稳定，2023-2025 年商业化产品的毛利率为 30.86%、30.75%、30.60%。

(3) 随着收入规模不断增加，公司的销售、管理、研发及财务费用率有望稳步下降。

4.2、盈利预测与估值

历经 25 年发展，公司从早期的特色原料药产销研模式成功转型至专利药研发生产服务（CDMO）领域，研发质量与服务能力得到海内外客户的一致认可。近年来，公司 CDMO 业务进入高速发展期，收入占比持续提升。短期看，公司传统特色原料药产品销售业务稳定贡献收入，核心产品多国畅销；CDMO 业务深度绑定大客户与大单品，业绩弹性逐渐释放。中长期看，CDMO 项目梯队已形成，储备丰富的早期项目将不断向后期推进，推动业绩持续向好；同时，公司已搭建小分子制剂从 CMC 研发到商业化生产的一站式服务平台，多个制剂项目进入上市申请阶段，有望进一步打开成长空间。我们看好公司的长期发展，预计 2023-2025 年公司的归母净利润为 12.45/16.74/21.73 亿元，EPS 为 1.38/1.86/2.42 元，当前股价对应 PE 为 21.6/16.0/12.4 倍。我们选取与公司业务相近的 CDMO 龙头公司凯莱英、博腾股份、药明康德与普洛药业作比较。与可比公司的平均估值相比，九洲药业估值具有性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：与可比公司相比，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002821.SZ	凯莱英	133.90	208.8	-22.7	6.8	27.4	16.6	19.4	18.2	14.3
300363.SZ	博腾股份	31.16	282.8	-53.3	-13.0	29.1	8.5	18.2	20.9	16.1
603259.SH	药明康德	66.50	72.9	11.3	25.8	25.9	27.2	20.1	16.0	12.7
000739.SZ	普洛药业	18.87	3.5	16.9	20.9	29.1	22.5	19.3	15.9	12.3
	平均		142.0	-11.9	10.1	27.9	18.7	19.2	17.7	13.9
603456.SH	九州药业	29.84	45.3	35.2	34.4	29.8	29.1	21.6	16.0	12.4

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：凯莱英、药明康德来自 Wind 一致预测数据，博腾股份、普洛药业、九州药业盈利预测来自开源证券研究所，数据截止 2023 年 5 月 30 日收盘

5、风险提示

国内政策变动、药物生产外包服务市场需求下降、核心成员流失、行业竞争格局恶化等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3772	3993	4360	5388	6873
现金	1121	1095	1425	1833	2329
应收票据及应收账款	767	671	0	0	0
其他应收款	6	6	9	11	15
预付账款	30	48	53	77	88
存货	1682	2021	2721	3316	4290
其他流动资产	167	151	151	151	151
非流动资产	3269	3920	4995	6246	7526
长期投资	59	63	68	72	77
固定资产	2170	2291	3328	4478	5626
无形资产	428	517	554	602	646
其他非流动资产	612	1049	1044	1093	1177
资产总计	7040	7913	9355	11633	14399
流动负债	2085	2214	2373	3067	3781
短期借款	499	50	1478	2083	2584
应付票据及应付账款	988	1245	0	0	0
其他流动负债	598	919	895	983	1197
非流动负债	379	328	367	414	421
长期借款	201	84	123	170	178
其他非流动负债	177	244	244	244	244
负债合计	2463	2542	2740	3481	4202
少数股东权益	0	75	73	72	71
股本	833	834	834	834	834
资本公积	1985	2058	2058	2058	2058
留存收益	1802	2515	3314	4523	6173
归属母公司股东权益	4577	5297	6542	8081	10126
负债和股东权益	7040	7913	9355	11633	14399

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	678	1226	433	1602	2068
净利润	634	921	1244	1673	2172
折旧摊销	292	344	325	476	646
财务费用	37	-86	-3	3	33
投资损失	-61	-2	0	0	0
营运资金变动	-330	-108	-1131	-550	-791
其他经营现金流	106	157	-2	-0	9
投资活动现金流	-765	-738	-1398	-1727	-1935
资本支出	580	714	1396	1723	1921
长期投资	-70	4	-4	-4	-4
其他投资现金流	-116	-29	2	0	-9
筹资活动现金流	582	-609	-134	-71	-139
短期借款	-289	-449	1428	605	501
长期借款	61	-117	39	47	7
普通股增加	27	2	0	0	0
资本公积增加	1014	73	0	0	0
其他筹资现金流	-231	-118	-1601	-724	-647
现金净增加额	472	-64	-1099	-197	-5

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4063	5445	7083	9113	11576
营业成本	2709	3558	4557	5800	7306
营业税金及附加	27	36	46	60	76
营业费用	49	58	92	109	127
管理费用	337	429	552	702	880
研发费用	173	287	368	465	579
财务费用	37	-86	-3	3	33
资产减值损失	-51	-59	8	8	12
其他收益	30	36	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-35	2	0	-9
投资净收益	61	2	0	0	0
资产处置收益	-8	-5	0	0	0
营业利润	754	1108	1480	1984	2579
营业外收入	1	3	2	3	2
营业外支出	10	7	0	0	0
利润总额	745	1104	1482	1986	2581
所得税	111	183	239	313	409
净利润	634	921	1244	1673	2172
少数股东损益	0	-0	-2	-1	-1
归属母公司净利润	634	921	1245	1674	2173
EBITDA	1046	1424	1821	2528	3312
EPS(元)	0.70	1.02	1.38	1.86	2.42

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	53.5	34.0	30.1	28.7	27.0
营业利润(%)	65.2	47.0	33.6	34.0	30.0
归属于母公司净利润(%)	66.6	45.3	35.2	34.4	29.8
获利能力					
毛利率(%)	33.3	34.7	35.7	36.4	36.9
净利率(%)	15.6	16.9	17.6	18.4	18.8
ROE(%)	13.9	17.1	18.8	20.5	21.3
ROIC(%)	15.4	19.6	18.5	20.1	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	35.0	32.1	29.3	29.9	29.2
净负债比率(%)	-7.0	-11.7	5.0	7.3	6.1
流动比率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.7	7.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.2	4.8	10.8	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	1.02	1.38	1.86	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	1.36	0.48	1.78	2.30
每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.89	7.27	8.98	11.26
估值比率					
P/E	42.3	29.1	21.6	16.0	12.4
P/B	5.9	5.1	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	23.5	17.1	13.9	10.1	7.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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C3、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C3、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10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