

普蕊斯 (301257.SZ)
中国 SMO 领军企业，充沛订单保障高增长

2023 年 08 月 10 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（分析师）
汪晋（联系人）

caimingzi@kysec.cn

yuruyi@kysec.cn

wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123050021

日期	2023/8/10
当前股价(元)	53.11
一年最高最低(元)	85.61/38.60
总市值(亿元)	32.38
流通市值(亿元)	19.01
总股本(亿股)	0.61
流通股本(亿股)	0.36
近 3 个月换手率(%)	269.7

股价走势图


数据来源：聚源

● 一站式服务临床试验现场管理，新签订单快速增长

公司深耕于临床试验现场管理（SMO），主要为客户提供前期准备计划、试验点启动、现场执行、项目全流程管理等服务。受益于政策推动医药行业高质量发展以及 SMO 自身的业务优势，公司近年来业绩增长稳健。短期看，公司新签订单快速增长，CRC 人员稳步扩张，业绩增长确定性强。中长期看，公司顺应国内临床试验发展的方向，不断夯实在 SMO 行业的领先地位，加强布局 SMO 项目管理制度和人才培养体系，为业绩增长打开向上空间。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 1.08/1.55/2.08 亿元，EPS 为 1.78/2.54/3.41 元，当前股价对应 PE 为 29.9/20.9/15.6 倍，估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 政策鼓励+需求增加，SMO 行业持续扩容

政策推动中国医药行业高质量发展，临床阶段研发支出不断增加，国内临床试验需求不断扩增。SMO 能够有效解决临床试验开展中的痛点问题，显著提升临床研究的效率和质量，降低管理成本，SMO 行业正迅速发展成熟。根据思派健康招股书数据，国内 SMO 行业市场规模已从 2018 年的 32 亿元增加至 2021 年的 69 亿元，2018-2021 CAGR 为 29.2%，预计到 2025 年将达到 162 亿元，中国 SMO 市场规模持续扩容，行业集中度有进一步提升空间。

● 公司订单与人员持续提升，SMO 业务能力处市场领先水平

作为最早一批进入 SMO 行业的企业之一，公司积累了丰富的项目执行经验，在肿瘤、病毒性肝炎、内分泌疾病等多个细分疾病领域具备差异化的竞争优势。截至 2022 年年末，公司员工数量已增长至 3638 人，在执行项目数量达 1416 个，SMO 营收规模与毛利率保持市场领先地位。同时，公司不断完善标准化项目管理制度与人才培养体系，为未来发展打下的坚实基础。

● 风险提示： 药物研发不及市场预期、核心技术成员流失、技术创新风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	503	586	821	1,067	1,387
YOY(%)	50.0	16.6	40.0	30.0	30.0
归母净利润(百万元)	58	72	108	155	208
YOY(%)	63.6	25.3	49.7	42.7	34.6
毛利率(%)	26.1	27.3	28.2	29.5	30.3
净利率(%)	11.5	12.4	13.2	14.5	15.0
ROE(%)	25.2	7.6	10.3	12.8	14.7
EPS(摊薄/元)	0.95	1.19	1.78	2.54	3.41
P/E(倍)	56.1	44.7	29.9	20.9	15.6
P/B(倍)	14.2	3.4	3.1	2.7	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 普蕊斯：深耕 SMO 十余载，一站式服务临床现场管理	4
1.1、 股权结构清晰、管理层经验丰富	4
1.2、 新冠影响逐步弱化，SMO 业务蓄力待发	6
2、 政策鼓励+需求增加，SMO 行业呈现规模化成长	7
2.1、 SMO——临床试验高质量执行的行政保障	7
2.2、 瞄准临床试验行业痛点，SMO 市场持续扩容	9
2.2.1、 政策+资本多轮驱动带来临床试验新需求，SMO 行业快速发展	9
2.2.2、 中国 SMO 市场规模持续扩容，行业集中度有进一步提升空间	12
3、 在手订单与人员快速提升，业务能力处于市场领先水平	13
3.1、 项目订单与人员规模持续扩增，服务水平备受认可	13
3.2、 SMO 项目管理能力突出，保持国内市场领先地位	14
3.3、 标准化项目管理和人才培训体系助力 SMO 业务持续发展	16
4、 盈利预测与投资建议	17
4.1、 关键假设	17
4.2、 盈利预测与估值	18
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

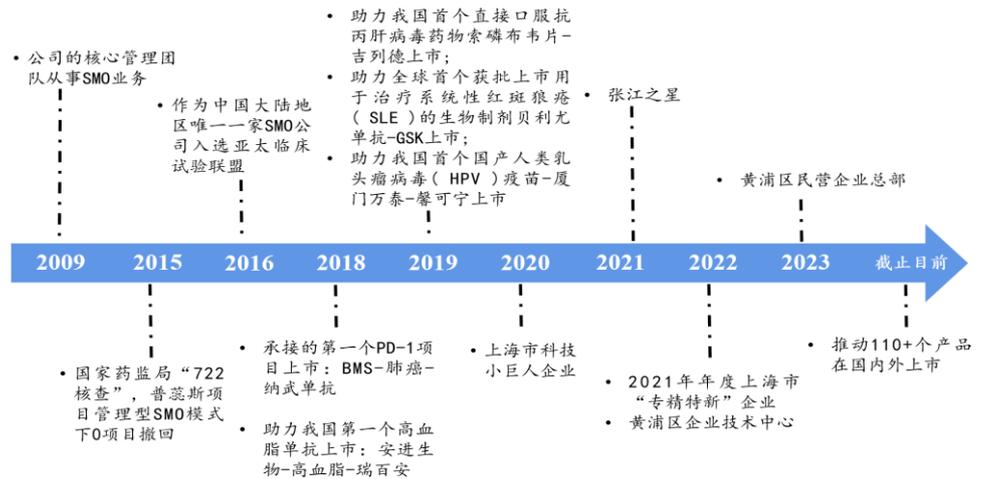
图 1： 深耕 SMO 十余载，公司已具备一站式临床试验现场管理服务能力	4
图 2： 公司股权结构清晰	4
图 3： 2017-2023Q1 公司营收增长稳健	6
图 4： 2017-2023Q1 公司归母净利润快速增长	6
图 5： 公司毛利率和净利率向好发展	6
图 6： 公司各项费用率有所改善	6
图 7： CRC 在临床试验中扮演重要角色	8
图 8： 大多 CRC 来自于 SMO 公司	8
图 9： SMO 行业历史悠久，国内 SMO 行业已进入规模化发展阶段	8
图 10： SMO 业务覆盖临床试验全过程	9
图 11： SMO 产业链环环相扣，清晰明确	9
图 12： 中国临床阶段研发开支呈现逐年上升趋势（十亿美元）	11
图 13： 2018-2022 年药品注册申请受理量逐年增多（个）	11
图 14： 2014-2022 年中国创新药临床试验数量逐年上升	11
图 15： 创新药研发成本逐渐提升，投资回报率逐渐走低	11
图 16： 2018-2025 年国内 SMO 市场规模预期不断增加	12
图 17： 2017-2019 年全国 CRC 人员数量逐年上升	12
图 18： 2020-2022 年公司新增不含税合同金额持续攀升	13
图 19： 2019-2021 年公司在执行项目合同金额增速稳健	13
图 20： 2018-2022 年员工数量持续增长	13
图 21： 2019-2022 年在执行项目数量逐年递增	13
图 22： 公司专业团队覆盖全国主要城市	14
图 23： 2017-2022 年公司 SMO 营收规模整体高于竞争者	15

图 24: 近 5 年公司 SMO 业务毛利率整体高于可比公司	15
图 25: 近 3 年公司 SMO 业务人均单产逐年提升	16
图 26: 公司标准化项目管理体系推动临床试验方案的高效执行	16
图 27: 临床试验信息化管理平台实现高效信息互动反馈	17
表 1: 公司股权激励到位, 为长远发展奠定人才基础	5
表 2: 公司管理层学历背景突出、产业经验丰富	5
表 3: 临床试验中各参与方各尽其职、分工协作	7
表 4: 中国临床试验相关政策带动 SMO 行业发展	10
表 5: SMO 能够有效解决临床试验的行业痛点	12
表 6: 公司具备丰富的 SMO 项目执行经验	14
表 7: 公司 SMO 项目和人员管理能力突出	15
表 8: 公司人才培养体系明确	17
表 9: 与可比公司平均估值相比, 普蕊斯的估值相对较低	18

1、普蕊斯：深耕 SMO 十余载，一站式服务临床现场管理

普蕊斯成立于 2013 年，是中国领先的临床试验现场管理型（SMO）上市公司。作为大陆地区唯一入选亚太临床试验联盟的 SMO 公司，其主营业务为向国内外制药公司等客户提供包括前期准备计划、试验点启动、现场执行、项目全流程管理等服务，实现临床试验现场管理外包的一站式服务。经过近 10 年的努力，公司已打造优质的口碑，品牌知名度不断提升，目前已推动 110+ 个产品在国内外上市。

图1：深耕 SMO 十余载，公司已具备一站式临床试验现场管理服务能力

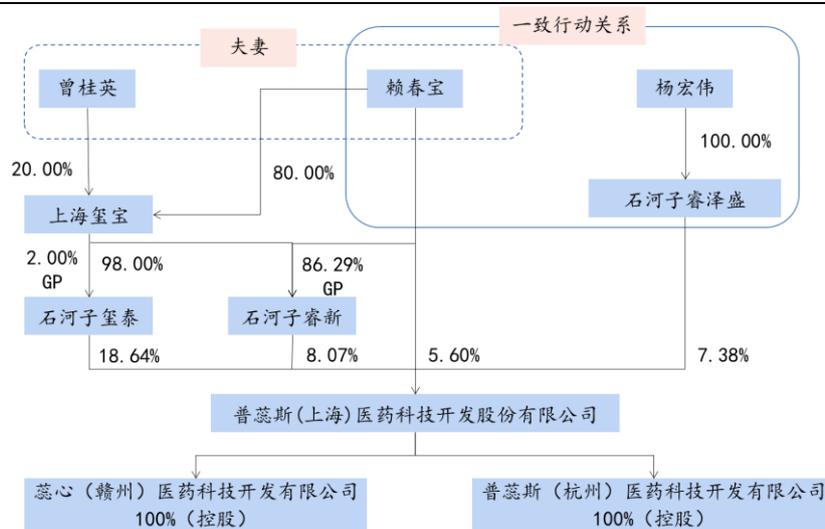


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、股权结构清晰、管理层经验丰富

董事长赖春宝为公司实际控制人，其通过直接或间接持股及一致行动协议（杨宏伟与石河子睿泽盛为赖春宝的一致行动人）合计控制公司 39.69% 的表决权。赖春宝个人直接持有公司 5.6% 的股份，并通过石河子玺泰和合伙企业石河子睿新分别控制公司 18.64% 和 8.07% 的表决权。

图2：公司股权结构清晰



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

公司共计进行3次股权激励，为长远发展奠定人才基础。2015年，原股东普瑞盛将其持有普蕊斯有限的20.94%的股权转让给员工持股平台石河子睿新；2020年，实际控制人赖春宝将其所持的石河子睿新出资份额转让给核心技术人员陈霞与王月；2022年9月，公司设立新的股权激励计划，激励总数占当时股本比例的1.93%。此计划是对薪酬体系的有力补充，充分调动了管理人员、业务骨干的积极性和主动性。

表1：公司股权激励到位，为长远发展奠定人才基础

激励对象	首次激励数量（万股）	业绩解锁条件
共计77人 (中层管理人员、技术骨干)	97.50	业绩考核目标为2022-2024年营业收入需较2021年增长分别不低于16%、38%、68%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

核心高管学历背景突出，行业经验丰富。公司董事长赖春宝和总经理、董事杨宏伟毕业于中国顶尖院校，均在各自领域拥有丰富的行业经验；副总经理常婷、陈霞、王月和赵静等人，均在医药领域深耕多年，切实为公司业务发展效力。核心管理层整体产业经验丰富，团队较为年轻，有助于公司保持长远稳健的发展态势。

表2：公司管理层学历背景突出、产业经验丰富

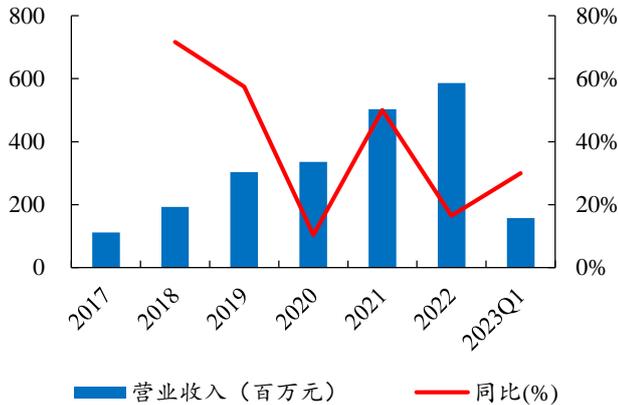
姓名	现任职务	简介
赖春宝	董事长	1968年生，北京大学光华管理学院EMBA 2000年3月至今，任江西江南工程管理咨询董事；2010年2月至2018年11月，任江西鑫南城建设投资执行董事；2010年2月至今，任赣州市南康区德宝置业执行董事；2014年11月至2018年12月，任普瑞盛董事长；2015年6月至今，任公司董事长
杨宏伟	董事，总经理	1977年生，北京大学医学部本科 2000年1月至2003年4月，任北京诺华制药临床研究员；2003年5月至2006年6月，任润东医药研发副总经理；2006年7月至2008年4月，任美国华生制药（常州）医学部经理；2008年5月至2009年8月，任依格斯（北京）医疗科技亚太区总监；2010年10月至2015年12月，任普瑞盛副总裁；2013年2月创办普蕊斯，至今任公司董事兼总经理
赖小龙	董事兼董事会秘书	2003年1月至今，任江西江南工程管理咨询董事长；2016年10月至今，任公司董事兼董事会秘书
常婷	副总经理	1983年生，中国国籍，持有澳大利亚永久居留权，澳大利亚天主教大学护理管理学硕士 2010年10月至2013年3月，任普瑞盛项目经理；2013年3月至今，任公司副总经理
陈霞	副总经理	1986年生，复旦大学MBA在读 2008年8月至2010年3月于上海长征医院从事医护工作；2010年4月至2010年9月就职于诺思格，先后担任CRA、CRC职位；2010年10月至2013年5月就职于普瑞盛，先后担任经理、项目管理主管；2013年6月至2020年3月，任公司总经理助理兼项目管理总监；2020年3月至今，任公司副总经理
王月	副总经理	1982年生，天津医科大学硕士在读 2011年4月至2013年5月就职于普瑞盛，先后担任临床研究协调员、主管；2013年5月至2016年10月，先后担任公司临床研究协调员主管、经理；2016年10月至今，任公司副总经理
赵静	副总经理	在临床试验管理领域有超过十年的经验，曾于2010年至2018年任公司副总经理，2021年6月起任公司总经理助理
宋卫红	财务总监	1971年生，南开大学本科 2010年6月至2012年1月，任嘉华建材财务经理；2012年2月至2015年12月，任普瑞盛财务总监；2015年12月至今，任公司财务总监

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、新冠影响逐步弱化，SMO 业务蓄力待发

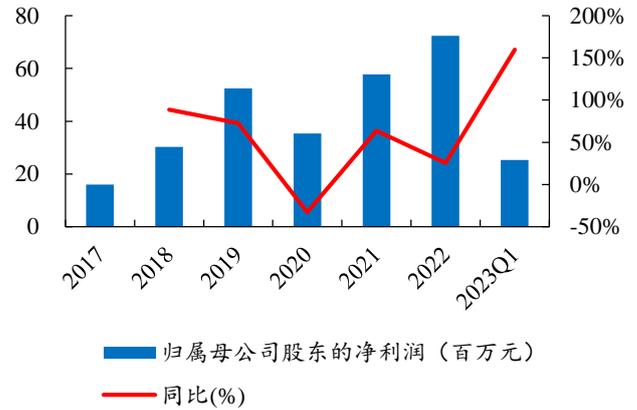
公司营收、利润增长态势向好。2022 年公司实现营收 5.86 亿，同比增长 16.55%；归母净利润 0.72 亿，同比增长 25.35%。2023Q1 经营态势不断向好，实现营收 1.57 亿，同比增长 30.02%，主要系新冠对临床试验的影响逐步弱化；实现归母净利润 2533 万元，同比增加 159.52%，提升较快主要系项目执行效率提升、政府补助加大等。

图3：2017-2023Q1 公司营收增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

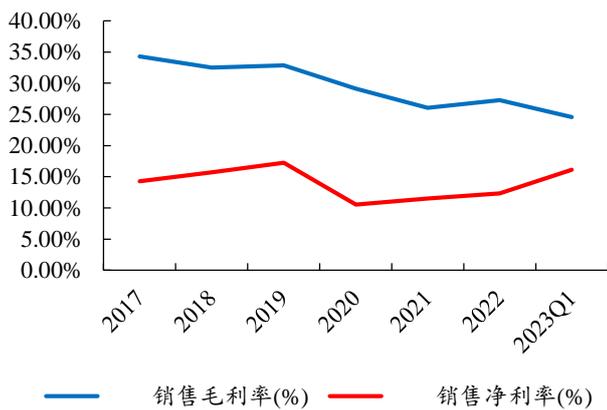
图4：2017-2023Q1 公司归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

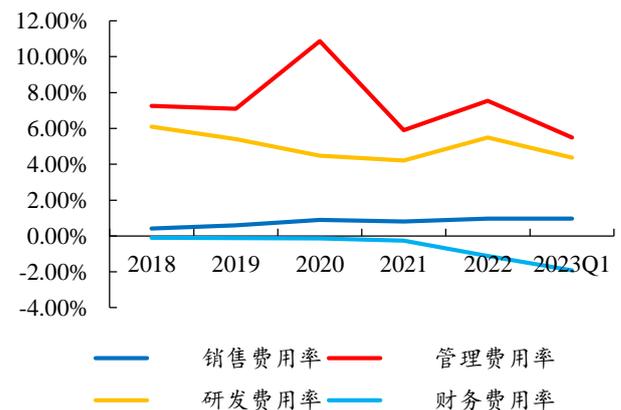
净利率有所提升，费用率逐步走低。2020-2021 年，受疫情影响公司毛利率下滑，2022 年开始企稳达 27.29%，同比提升 1.21pct；2023Q1 达 24.58%，同比提升 2.38pct。随着项目执行效率不断提升，公司各项费用率整体呈现降低态势；2022 年公司净利率达 12.35%，同比提升 0.86pct；2023Q1 净利率提升至 16.12%，同比提升 8.05pct，盈利能力逐渐增强。

图5：公司毛利率和净利率向好发展



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司各项费用率有所改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、政策鼓励+需求增加，SMO 行业呈现规模化成长

药物临床试验分为 I-IV 期，是药物研发流程中的关键阶段，也是药品注册的重要环节。临床试验需要申办方、研究者及临床试验机构等参与方各尽其职、分工协作，对受试者权益保护及试验质量保证的要求较高。

表3：临床试验中各参与方各尽其职、分工协作

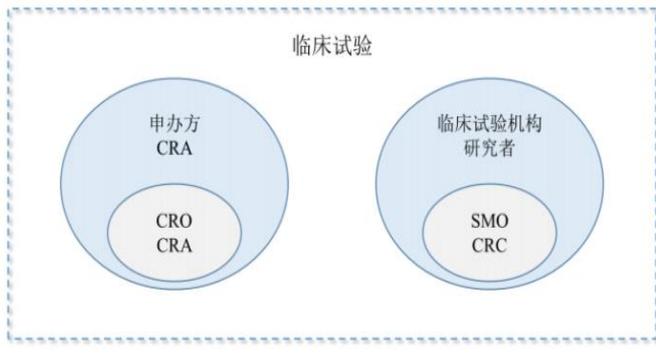
参与机构	申办方	CRO	临床试验机构	SMO
机构职责	<ul style="list-style-type: none"> 负责发起、申请、组织、监查和稽查一项临床试验，并提供试验经费 按国家法律、法规等有关规规定，向国家药监局递交临床试验的申请，也可委托合同研究组织执行临床试验中的某些工作和任务 一般为制药公司或医疗器械公司 	<ul style="list-style-type: none"> 为制药企业或生物技术公司提供临床前药物发现、临床前研究和临床试验等服务 申办方会将临床研究的部分工作委托其完成 	<ul style="list-style-type: none"> 具备相应条件和资质，按照 GCP 和药物临床试验相关技术指导原则等要求，开展药物临床试验的机构 一般为具有二级甲等以上资质的医院 	<ul style="list-style-type: none"> 负责伴随着新药研发活动而发生的，除医学判断以外的所有事务的管理 将项目管理功能导入新药研发临床试验过程，从临床试验机构角度出发，以高效、经济的方法引导、推进临床试验进度，提高试验的质量，以确保临床研究过程符合 GCP 和研究方案的规定
主要参与人员		CRA (临床研究监查员)	研究者	CRC (临床研究协调员)
人员职责		<ul style="list-style-type: none"> 主要负责组织相关项目的临床监查，并负责制定相关项目的临床监查实施计划 应有适当的医学、药学或相关专业学历，并经过必要的训练，熟悉药品管理有关法规，熟悉有关试验药物的临床前和临床方面的信息以及临床试验方案及其相关的文件 应遵循 GCP 相关法规及 SOP，督促临床试验的进行，以保证临床试验按方案执行 一般由申办方或 CRO 委派 	<ul style="list-style-type: none"> 实施临床试验并对临床试验的质量及受试者安全和权益的负责者 必须经过资格审查，具有临床试验的专业特长、资格和能力 通常为医生，具有行医资格及相关专业经验，了解并遵循 GCP 及相关的管理要求 	<ul style="list-style-type: none"> 在临床试验过程中承担协调者角色，同时经主要研究者授权，协助研究者进行非医学判断的事务性工作，是研究者和申办方之间的重要纽带 主要工作内容包括临床试验的准备；与伦理委员会和申办方、CRA 之间的联络；协助研究者实施试验的各项工作，如试验文件收集及整理、受试者管理、数据收集、EDC 录入与试验药物或器械管理等；接受监管机构的视察，申办方和 CRA 的监查与稽查等

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2.1、SMO——临床试验高质量执行的行政保障

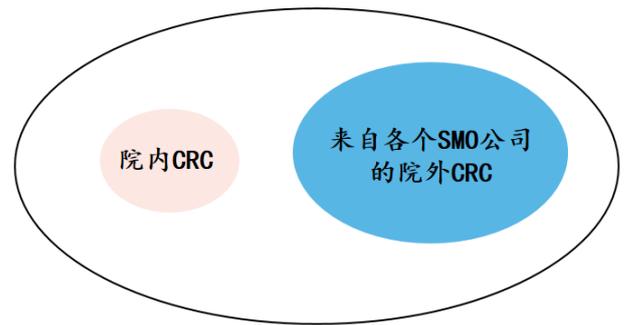
SMO 机构在临床试验中扮演重要角色。CRC 为 SMO 机构的派遣人员，负责临床试验的协调工作，同时经研究者授权进行非医学判断的事务工作。CRC 的来源主要有两种渠道，即医院内部的院内 CRC 和来自于各 SMO 公司的院外 CRC。院内 CRC 目前只在少数医院存在，大部分申办方/CRO 通过招标等方式择优选择 SMO，故 SMO 公司是目前 CRC 来源的主要渠道。

图7: CRC 在临床试验中扮演重要角色



资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

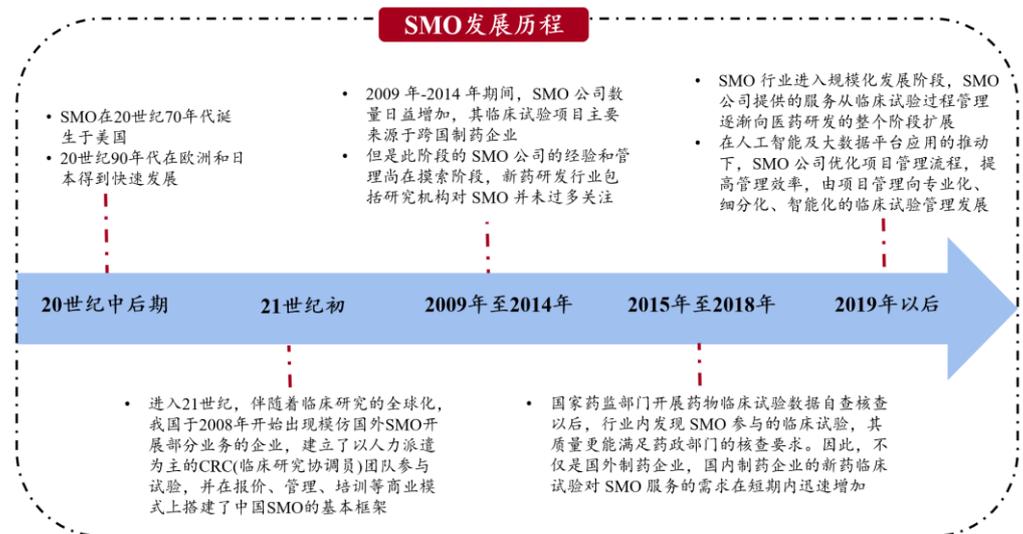
图8: 大多 CRC 来自于 SMO 公司



资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

SMO 最早于 20 世纪 70 年代在美国诞生, 顺应国内创新药企逐年增多的临床需求以及对临床数据可靠性提升的需求, 自 2008 年起中国也陆续出现部分开展 SMO 业务的企业, 国内 SMO 行业实现从无到有的转变。目前, SMO 行业已进入规模化发展阶段, 在人工智能和大数据平台应用的推动下, SMO 公司不断优化项目管理流程, 提高管理效率, 向更专业化、细分化、智能化的临床试验管理体系迈进。

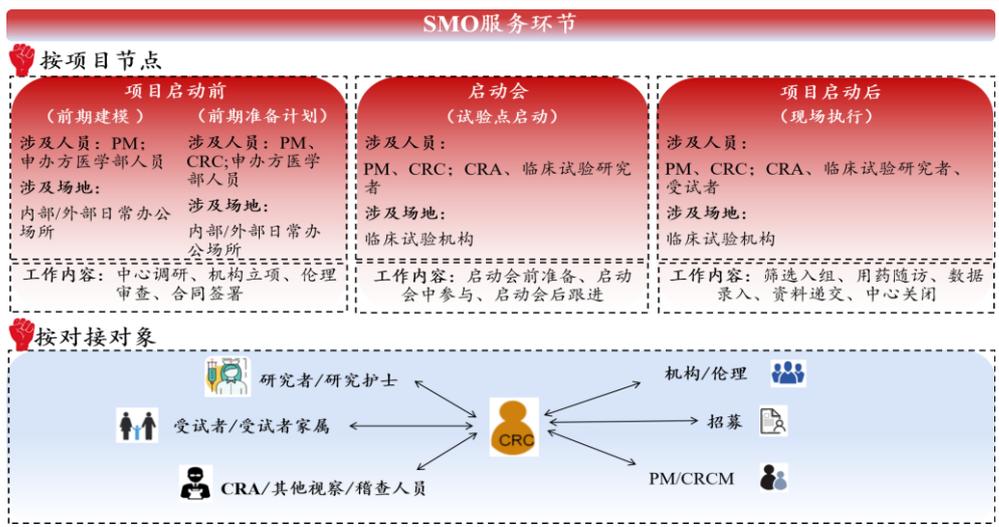
图9: SMO 行业历史悠久, 国内 SMO 行业已进入规模化发展阶段



资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

SMO 业务覆盖临床试验全过程。 SMO 公司基于过往经营积累的临床试验项目执行经验, 根据不同临床试验项目的特点, 建立操作性强、切实可行的临床试验项目执行方案, 为客户提供包括前期准备计划、试验点启动、现场执行、项目全流程管理等服务, 保证临床试验项目的整体执行效率和完成质量。具体而言, SMO 公司通过委任项目经理和 CRC 组成优秀的项目团队, 与申办方 (以制药公司、医疗器械公司为主)、临床试验机构 (以医院为主)、研究者 (通常为医生)、CRO 进行有效的沟通, 确保临床试验执行过程符合 GCP 和研究方案的规定, 更加规范、高效地推动临床试验进行。

图10: SMO 业务覆盖临床试验全过程



资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

SMO 产业链清晰明确, SMO 公司将产业链上游的 CRC 人员与下游的临床试验申办方结合, 派遣项目经理、医疗顾问和 CRC 团队到临床试验中心协助研究者完成临床试验整个过程的非科学任务。SMO 公司积极与临床试验申办方有效沟通, 加速开展创新药物或医疗器械的研发, 以减轻主要研究者负担, 提高临床试验效率, 共同推动临床试验有序规范实施。

图11: SMO 产业链环环相扣, 清晰明确



资料来源: 思派健康招股说明书、开源证券研究所

2.2、瞄准临床试验行业痛点, SMO 市场持续扩容

CRC 参与临床试验并做好现场管理协调工作将是未来发展趋势。受临床试验政策、需求以及 SMO 自身优势的影响和推动, 目前临床试验机构逐渐接受使用第三方临床研究协调员的工作模式, SMO 行业倍受认可。

2.2.1、政策+资本多轮驱动带来临床试验新需求, SMO 行业快速发展

政策推动医药行业高质量发展, 为 SMO 带来发展新机遇。中国医药行业具有较强的政策导向性, 自 2015 年以来, 国家多部门出台优化审评审批制度、推出“重大新药创制”国家重大专项、简化临床试验批准程序等一系列政策, 推动国内医药产业由仿制药向创新药升级转型, 鼓励更多具备临床价值的创新药快速进入临床阶段, 临床试验需求的快速增加也为 SMO 行业带来发展新机遇。

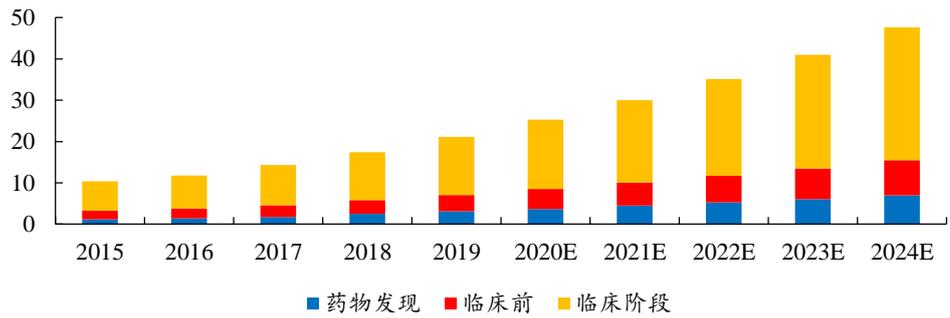
表4：中国临床试验相关政策带动SMO行业发展

政策/法规名称	发布部门	发布时间	主要内容
《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	原国家食品药品监督管理总局	2015年7月	CFDA 决定对部分已申报生产或进口的待审药品注册申请开展药物临床试验数据核查。截至2015年7月22日CFDA收到的共计1,622个待审药品注册申请。
《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	国务院	2015年8月	就如何提高审评审批质量、解决注册申请积压、提高仿制药质量、鼓励研究和创制新药、提高审评审批透明度等目标提出改革方向和措施
《关于药品注册审评审批若干政策的公告》	原国家食品药品监督管理总局	2015年11月	提高仿制药审批标准，规范改良型新药的审评审批，优化临床试验申请的审评审批，允许申请人主动撤回不符合条件的药品注册申请，引导申请人理性申报和规范药品注册复审工作等政策。
《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	国务院办公厅	2016年2月	对一致性评价的对象、时限予以明确，落实企业主体责任，加强对一致性评价工作的管理。
《关于推进药品上市许可持有人制度试点工作有关事项的通告》	原国家食品药品监督管理总局	2017年8月	进一步落实药品上市许可持有人法律责任，明确委托生产中的质量管理体系和生产销售全链条的责任体系、跨区域药品监管机构监管衔接、职责划分以及责任落地
《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》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2017年10月	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力
《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	国家药品监督管理局、国家卫健委	2018年5月	进一步简化和加快了临床试验批准程序
《接受药品境外临床试验数据的技术指导原则》	国家药品监督管理局	2018年7月	允许境外临床试验数据用于在中国的临床试验许可及新药申请
《中华人民共和国药品管理法》(2019修订)	全国人民代表大会常务委员会	2019年8月	明确国家对药品管理实行药品上市许可持有人制度、年度报告制度，取消了GMP认证和GSP认证。另外，新的药品管理法将临床试验由审批制改为到期默示许可制
《药品注册管理办法》(2020年修正)	国家市场监督管理总局	2020年1月	本次修改的主要内容包括：一是全面落实药品上市许可持有人制度；二是优化审评审批工作流程；三是落实全生命周期管理要求；四是强化责任追究
关于发布《突破性治疗药物审评工作程序(试行)》等三个文件的公告(2020年第82号)	国家药品监督管理局	2020年7月	为配合《药品注册管理办法》实施，国家药品监督管理局组织制定了《突破性治疗药物审评工作程序(试行)》《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序(试行)》《药品上市许可优先审评审批工作程序(试行)》
中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要(草案)	全国人民代表大会	2021年3月	将生物药技术创新、抗体药物研发列为科技前沿攻关领域；整合优化科技资源配置；聚焦生物医药等重大创新领域组建一批国家实验室，重组国家重点实验室，形成结构合理、运行高效的实验室体系
《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	国家药监局药审中心	2021年11月	落实以临床价值为导向，以患者为核心的研发理念，促进抗肿瘤药科学有序的开发

资料来源：公司招股说明书、CFDI、国家药监局、中国药品审评中心、开源证券研究所

中国临床阶段研发开支呈现逐年上升趋势。根据 Frost & Sullivan 数据，按照药物发现、临床前与临床阶段拆分，中国临床阶段研发投入占比最大且呈现逐年上升趋势。2019年，中国临床阶段研发开支已达到140亿美元，预计2024年将达到321亿美元，2019-2024 CAGR 约为18.1%。

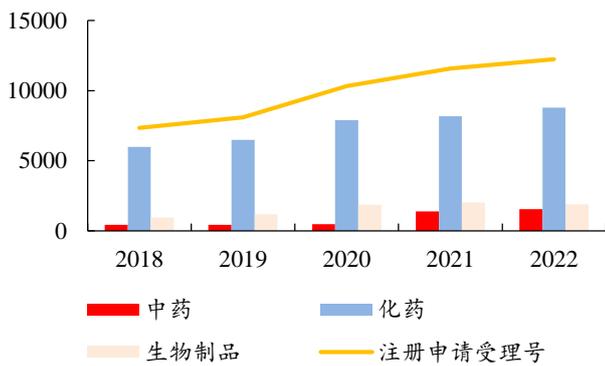
图12：中国临床阶段研发开支呈现逐年上升趋势（十亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan, 开源证券研究所

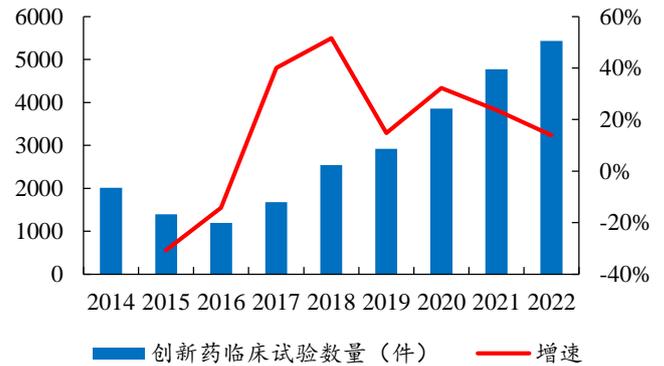
在政策与资金的推动下，国内临床试验需求不断上升。根据药智网数据，2022年CDE受理注册申请受理号约有12244个，同比增长5.8%。根据药智网国内临床试验数据库筛选，2022年国内临床I-IV期试验合计数量达到5435件，同比增长13.9%，延续向上增长趋势，预计未来国内医药临床试验需求将持续增长。

图13：2018-2022年药品注册申请受理量逐年增多（个）



数据来源：药智网、开源证券研究所

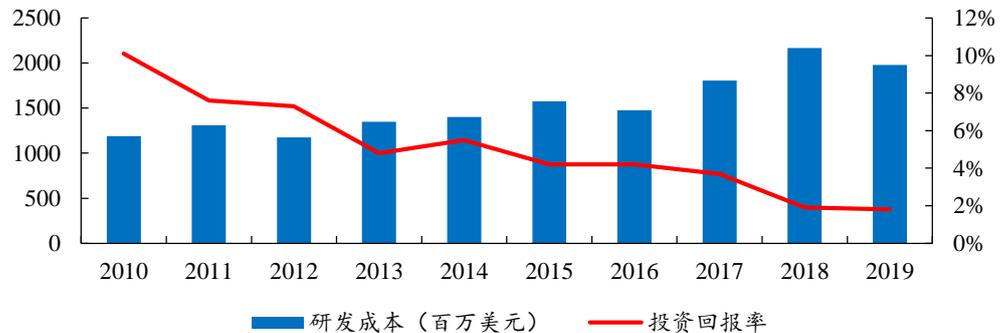
图14：2014-2022年中国创新药临床试验数量逐年上升



数据来源：药智网、华经产业研究院、开源证券研究所

创新药研发成本逐渐提升，投资回报率逐渐走低。2019年医药行业研发的投资回报率位于2010年以来最低水平，仅为1.8%；同时，新药的研发成本却从2010年的11.9亿美元逐渐增加至2019年的19.8亿美元，创新药研制难度不减反增，药企在研发端降本增效的需求逐渐显现。

图15：创新药研发成本逐渐提升，投资回报率逐渐走低



数据来源：华经情报网、开源证券研究所

SMO 能够有效解决临床试验的行业痛点。临床试验中约 80%的工作均为 CRC 擅长并可执行的非医学判断事务性研究工作。SMO 公司拥有较为丰富的临床试验现场管理经验，可显著提升临床研究效率和质量，降低科研管理成本，进一步扩大医院/临床试验机构研究者的业务布局，同时也有助于提升临床试验工作的规范性。

表5: SMO 能够有效解决临床试验的行业痛点

SMO 的五大优势	具体介绍
提升研究者临床研究质量	能为临床试验机构、研究者节省大量资料统计、数据誊写等繁杂工作，使研究者能够将精力集中于临床研究的医学判断，为临床研究质量提供了保证
提升医院/临床试验机构项目管理和效率	通过对项目的专业管理，从机构角度自主推进试验进度，提高试验质量和效率，促进临床试验机构业务的发展
降低医院/临床试验机构的科研和管理成本	CRC 人事关系隶属于 SMO 公司，降低医院的科研成本和管理成本，使研究机构避免人事管理的复杂事宜及其他行政开支
扩大医院/临床机构研究者的业务布局	为试验机构/研究者拓展业务，进入全球研究者网络，使机构有更多的机会参与国际多中心临床试验
提升临床试验工作规范性	SMO 业务具备完善的 SOP 流程规范，如果 CRO 或者药厂申请研究者参与其临床研究，必须通过 SMO 来进行，提高了临床试验工作的规范性和可行性

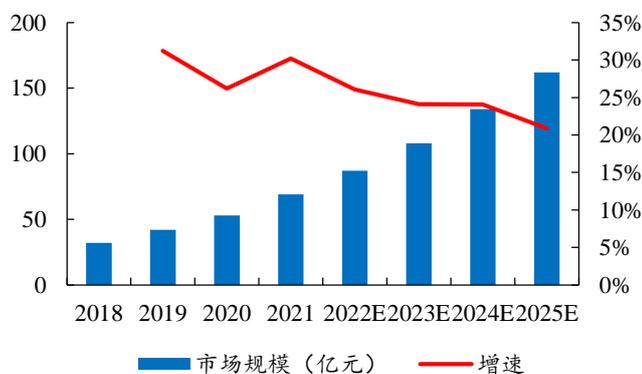
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2.2.2、中国 SMO 市场规模持续扩容，行业集中度有进一步提升空间

SMO 行业迅速成熟，行业集中度有望进一步提升。根据思派健康招股说明书数据，国内前五名提供 SMO 服务的公司合计市场份额仅为 25%~30%，市场集中度尚处于较低水平。头部 SMO 企业在客户资源、人才规模、机构覆盖、技术品牌与口碑等方面已建立了核心壁垒，随着经营规模的逐渐扩大，预计 SMO 行业集中度将进一步提升。

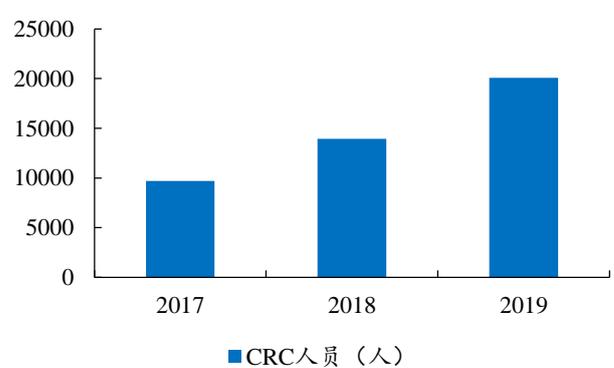
中国 SMO 市场快速扩容，CRC 人员快速增长。受医药研发支出扩张、临床试验数量增加以及更高的全球监管要求的驱动，国内 SMO 行业市场规模持续保持高速增长，预计 2025 年将达到 162 亿元，2021-2025CAGR 达 23.8%。随着 SMO 行业的快速扩容，对 CRC 人才的需求度也持续增加，国内 CRC 人员数量从 2017 年的 9600 余人快速增长至 2019 年的近 2 万人，2017-2019 CAGR 达 44%。

图16: 2018-2025 年国内 SMO 市场规模预期不断增加



数据来源：中国 CRC 之家、CDE、开源证券研究所

图17: 2017-2019 年全国 CRC 人员数量逐年上升



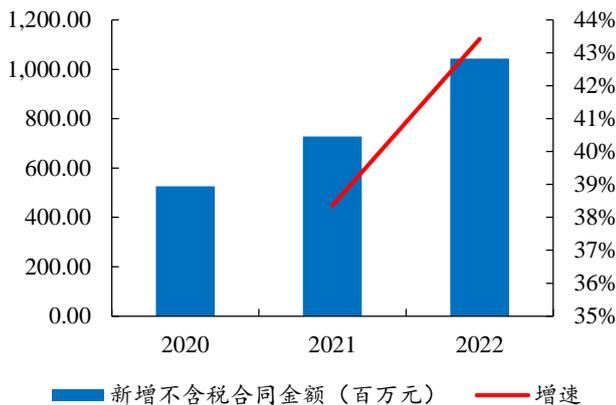
数据来源：尚普咨询、开源证券研究所

3、在手订单与人员快速提升，业务能力处于市场领先水平

3.1、项目订单与人员规模持续扩增，服务水平备受认可

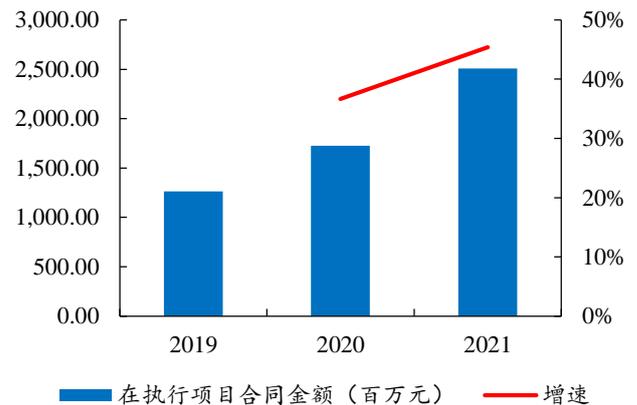
公司深耕 SMO 领域，订单数额不断增加。公司新增不含税合同金额从 2020 年的 5.26 亿元快速增长至 2022 年的 10.43 亿元，2020-2022 CAGR 达 40.78%。考虑到 SMO 项目执行周期平均在三年左右，充沛的订单将支撑公司未来 2-3 年的快速发展。公司在执行项目合同金额从 2019 年的 12.62 亿元快速增长至 2021 年的 25.08 亿元，2019-2021 CAGR 达 40.96%。

图18：2020-2022 年公司新增不含税合同金额持续攀升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

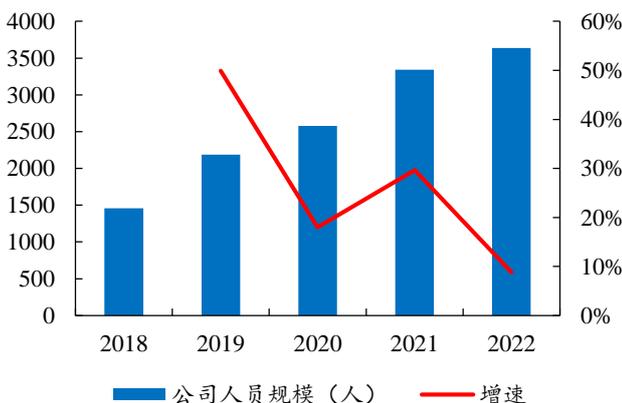
图19：2019-2021 年公司在执行项目合同金额增速稳健



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

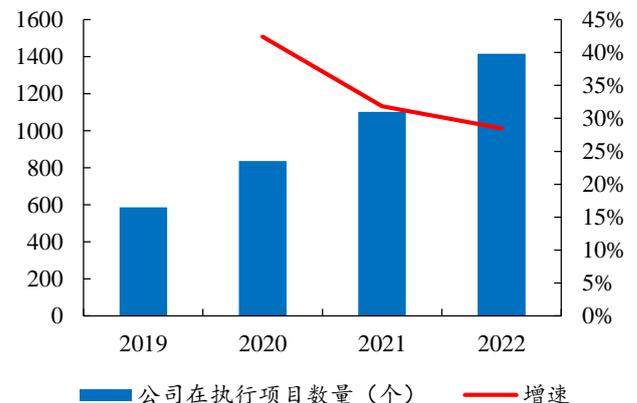
员工数量稳健增加，在执行项目数量逐年增长。历经多年发展，公司已建立起了一支庞大而专业的队伍。截至 2022 年底，公司员工人数达 3638 人，同比增长 8.82%；在手执行项目数已经达 1416 个，同比增长 28.49%，SMO 业务正处于快速发展阶段。公司在全国 27 个城市设立了办事处，服务范围可覆盖 160 余个城市。

图20：2018-2022 年员工数量持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2019-2022 年在执行项目数量逐年递增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：公司专业团队覆盖全国主要城市


资料来源：普蕊斯公众号、开源证券研究所

3.2、SMO 项目管理能力突出，保持国内市场领先地位

国内 SMO 领域的头部企业主要有药明津石、杭州思默、联斯达、诺思格与普蕊斯。作为最早一批进入 SMO 行业的企业之一，公司积累了丰富的项目执行经验，在肿瘤、病毒性肝炎、内分泌疾病等多个细分疾病领域具备差异化的竞争优势，并为多个特色产品提供 SMO 服务。截至 2022 年年末，公司累计参与 SMO 项目数量超过 2400 个，在执行项目数量有 1416 个，在行业内保持较强的竞争力。

表6：公司具备丰富的 SMO 项目执行经验

公司	成立时间	参与过的项目数量	可覆盖疾病领域
普蕊斯	2013 年	2022 年末，累计参与 SMO 项目超过 2,400 个； 在执行项目数量为 1,416 个 (双抗项目 44 个，参与 CAR-T 项目 53 个)	可覆盖肿瘤、内分泌疾病、医疗器械、病毒性肝炎、免疫性疾病、血液系统疾病、感染等共 24 个领域，并在肿瘤、病毒性肝炎和内分泌疾病等多个细分疾病领域建立了竞争优势
药明津石 (药明康德)	2009 年	2022 年，SMO 赋能 35 个创新药获批上市 年末累计 SMO 项目 2000+	可覆盖肿瘤、内分泌、心血管、呼吸、消化、神内、风湿免疫、眼科、感染、妇科、肾科、疫苗和医疗器械
杭州思默 (泰格医药)	2011 年	2022 年完成 228 个 SMO 项目 正在进行的现场管理项目 1,621 个	可覆盖肿瘤、内分泌、消化、呼吸、器械等共 21 个领域
联斯达 (康龙化成)	2012 年	截至 2022 年 3 月，累计 SMO 项目 1,300+	擅长肿瘤、内分泌、心脑血管、抗感染和风湿免疫领域
圣兰格 (诺思格)	2008 年	2022 年 SMO 收入 1.54 亿，占营收比重 24.17%	在抗肿瘤、心血管、中枢神经系统等疾病领域的 CRO 服务技术上积累了一定的优势

资料来源：公司招股说明书、各公司公告、华经产业研究院、开源证券研究所

SMO 项目管理能力突出，业务人员数量位居前列。SMO 企业的项目管理能力可以从参与跨国药企临床试验项目、参与新药临床试验项目以及参与肿瘤临床试验项目 3 个维度进行衡量。普蕊斯是多家跨国药企的合格供应商，承接的项目以管理难度大、流程复杂的新药临床试验为主，且多为设计复杂、周期长的肿瘤项目，在

项目管理能力方面具备显著优势。截至 2022 年年末，公司 SMO 业务人员数量达到 3495 人，在头部 SMO 企业中位居前列；随着 SMO 项目数量逐步增加，公司会继续匹配相应人员以实现收入快速增长。

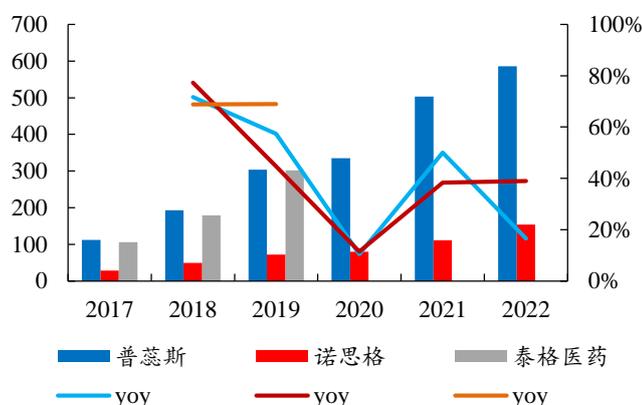
表7：公司 SMO 项目和人员管理能力突出

公司	员工人数	公司参与跨国药企临床试验项目情况	新药临床试验项目	肿瘤临床试验项目
普蕊斯	3495 人	临床项目包括全球前 20 的药厂中的 18 家、全球前 10 的 CRO 中的 8 家。国内外上市产品中，来自跨国药企的产品占比约 68%	临床试验项目中新药项目占比超过 87%。在公司推动上市的产品中，新药或创新医疗器械产品占比约 93%，其余均为生物类似药产品	临床试验项目中肿瘤项目占比超 50%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司已累计推动 35 个肿瘤新药和 4 个肿瘤生物类似药产品在国内外上市
药明津石 (药明康德)	约 4700 人	与全球前 20 的药厂中的 18 家、全球前 10 的 CRO 中的 8 家、国内制药巨头、创新药企业 50 强均有合作	2020 年，助力客户完成 17 新药和医疗器械的核查并获批上市；2021 年 1-6 月，助力客户完成 3 项新药上市注册和 5 项临床研究申请获批	无
杭州思默 (泰格医药)	2400+人	SMO 业务涵盖 I-IV 期临床、真实世界研究及器械项目，其中大部分项目来自于跨国药企发起的临床研究	无	无
联斯达 (康龙化成)	接近 3000 人 (2021 年末)	通过多家跨国 CRO 公司稽查，与 BMS、Lilly、BI、Baxter、Phillips 等知名药企达成合作伙伴关系	无	无
圣兰格 (诺思格)	1000 人	已为国内外约 700 家客户提供临床试验外包服务	无	无

资料来源：公司招股说明书、各公司公告、华经产业研究院、开源证券研究所

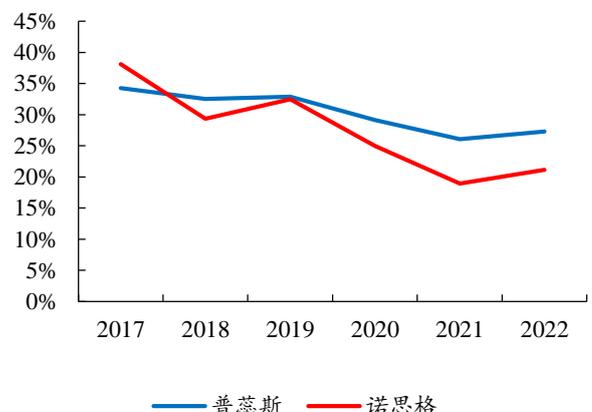
公司 SMO 营收规模与毛利率整体保持市场领先地位。横向比较看，公司 SMO 营收规模整体高于同行业可比公司，在国内 SMO 行业中保持较高的市场占有率。2020-2021 年，受国内疫情影响，公司毛利率略有下滑，但横向比较公司 SMO 业务毛利率整体高于可比公司诺思格，具备较强的市场竞争力。

图23：2017-2022 年公司 SMO 营收规模整体高于竞争者



数据来源：泰格医药招股说明书、Wind、开源证券研究所

图24：近 5 年公司 SMO 业务毛利率整体高于可比公司

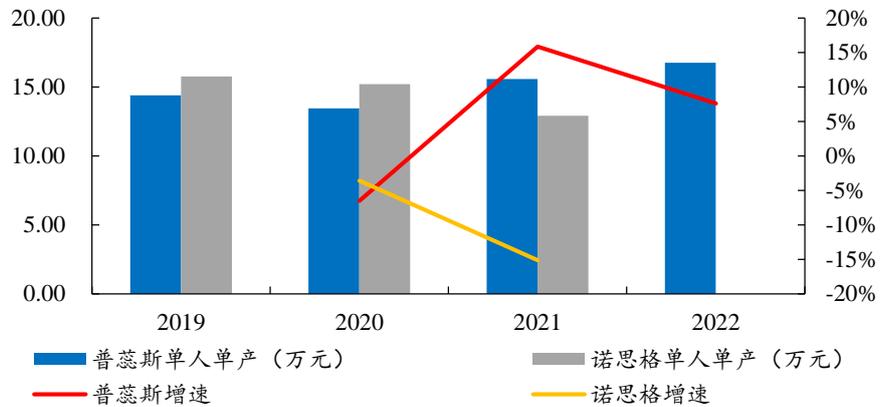


数据来源：Wind、开源证券研究所

在同行业可比（拟）上市公司中，仅公司与诺思格单独披露 SMO 业务对应的人员数量，故将公司与诺思格人均单产值进行比较。2019-2021 年，公司人均单产与

诺思格接近，且在 2021 年赶超诺思格，增速也较为可观；尽管公司人员规模快速扩张，但人均单产基本保持稳定，且呈现稳中有升的良好态势。同时，公司大量的 CRC 人才处于培养阶段，个人产出还未完全被释放；随着公司人才培养体系逐步成熟和个人产出逐步体现，公司人均单产将有进一步提升空间。

图25：近 3 年公司 SMO 业务人均单产逐年提升



数据来源：公司招股说明书、诺思格招股说明书（备注：计算方法：当年 SMO 业务营收/当年 CRC 总人数）、开源证券研究所

3.3、标准化项目管理和人才培养体系助力 SMO 业务持续发展

公司标准化项目管理制度和人才培养体系细分明确、标准规范。公司目前已经沉淀了一套科学详实的标准操作规程 (SOP) 体系，涵盖 260 余份 SOP 制度文件，有效保证了临床试验服务的稳定性和可靠性。同时，公司已通过了辉瑞、罗氏、诺华等多家跨国大药企的项目稽查以及 FDA 与 EMA 的现场视察，为能够客户提供始终如一、值得信赖的服务。

图26：公司标准化项目管理体系推动临床试验方案的高效执行



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

在人员培训方面，为减少 SMO 行业普遍面临的人员高流动率带来的风险，公司搭建了完善的人员管理及培训体系与严谨的质控体系，通过线上线下、专项以及外部培训等多种方式将无临床试验经验的新人在短时间内快速培养为合格的 CRC 从业人员，加强了 CRC 专业人才的储备，保证临床项目高效执行。

表8: 公司人才培养体系明确

	日常线下培训	日常线上培训	项目类专项培训	外部培训
具体内容	一对一带教培训、周培训、实操类培训、片区组会等	GCP 培训、SOP 培训、CRC 辅助课程等	项目方案和流程培训、项目组内交流培训等	医院/机构等邀请公司培训师/员工对其培训 公司建立外部培训系统, 提供于合作良好的医院、机构及研究者

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

公司信息化管理平台可实现对临床试验全流程数据监控和管理。在原有数据平台的基础上, 公司重点利用大数据、云计算、人工智能等技术, 进一步引进国内外先进的信息化系统和设备, 完善公司信息化体系, 巩固行业领先地位。

图27: 临床试验信息化管理平台实现高效信息互动反馈


资料来源: 公司招股说明书、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, 普蕊斯不断加强 SMO 业务能力并积极扩大人员规模, 我们预计:

(1) 随着在手项目和新增合同金额的增加, 订单增速预计快于人员增速, 人效将进一步增加。2023-2025 年公司收入与订单增长同步, 高于人员扩张速度, 分别为 40.00%/30.00%/30.00%。

(2) 2023 年随着疫情影响消退, 我们认为毛利率将逐步恢复至疫情前水平。预计 2023-2025 年毛利率分别为 28.20%/29.50%/30.30%, 2024 年毛利率回升速度较快主要考虑疫情影响基本消失。

(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。我们预计 2023-2025 年销售费用率为 0.83%/0.78%/0.72%, 管理费用率为 7.60%/6.50%/5.90%, 研发费用率为 5.50%/5.50%/5.50%。

4.2、盈利预测与估值

公司深耕于临床试验现场管理（SMO），主要为客户提供前期准备计划、试验点启动、现场执行、项目全流程管理等服务。受益于政策推动医药行业高质量发展以及 SMO 自身的业务优势，公司近年来业绩增长稳健。短期看，公司新签订单快速增长，CRC 人员稳步扩张，业绩增长确定性强。中长期看，公司顺应国内临床试验发展的方向，不断夯实在 SMO 行业的领先地位，加强布局 SMO 项目管理制度和人才培养体系，为业绩增长打开向上空间。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 1.08/1.55/2.08 亿元，EPS 为 1.78/2.54/3.41 元，当前股价对应 PE 为 29.9/20.9/15.6 倍。我们选取与公司业务相近的国内临床 CRO 头部企业泰格医药、诺思格、博济医药作比较。与可比公司的平均估值相比，普蕊斯的估值相对较低，在国内 SMO 行业中保持领先地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：与可比公司平均估值相比，普蕊斯的估值相对较低

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
300347.SZ	泰格医药	69.80	-30.2	12.3	18.4	33.1	30.3	27.0	22.8	17.2
301333.SZ	诺思格	53.70	14.5	32.2	26.5	24.1	45.2	34.4	27.1	21.8
300404.SZ	博济医药	9.23	-28.8	91.2	38.1	45.2	104.1	64.6	46.8	32.2
	可比公司平均		-14.8	45.2	27.7	34.1	59.9	42.0	32.2	23.7
301257.SZ	普蕊斯	53.11	25.3	49.7	42.7	34.6	44.7	29.9	20.9	15.6

资料来源：Wind、开源证券研究所 注：博济医药的盈利预测来自 Wind 一致预测，普蕊斯、泰格医药、诺思格的盈利预测来自开源证券研究所，数据截止 2023 年 8 月 10 日收盘

5、风险提示

药物研发市场不及预期、核心技术人员流失、技术创新风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	379	1133	1433	1774	2313
现金	136	677	948	1233	1603
应收票据及应收账款	60	88	0	0	0
其他应收款	6	2	10	6	14
预付账款	1	2	3	3	5
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	175	363	472	531	691
非流动资产	26	28	26	23	20
长期投资	11	10	7	5	2
固定资产	7	9	10	10	10
无形资产	0	1	1	1	0
其他非流动资产	8	8	8	8	8
资产总计	404	1161	1459	1797	2333
流动负债	174	208	405	590	920
短期借款	0	0	197	385	698
应付票据及应付账款	9	10	0	0	0
其他流动负债	166	199	208	205	222
非流动负债	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	175	209	405	590	920
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	45	61	61	61	61
资本公积	18	652	652	652	652
留存收益	166	239	345	495	696
归属母公司股东权益	229	952	1054	1207	1413
负债和股东权益	404	1161	1459	1797	2333

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	42	40	78	98	68
净利润	58	72	108	155	208
折旧摊销	4	4	3	4	6
财务费用	-1	-7	-9	-3	7
投资损失	1	1	1	1	1
营运资金变动	-32	-49	-26	-59	-154
其他经营现金流	12	19	-0	-0	1
投资活动现金流	-4	-142	-2	-2	-3
资本支出	4	8	4	4	5
长期投资	0	-135	3	3	3
其他投资现金流	0	1	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-5	643	-1	1	-9
短期借款	0	0	197	188	314
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	16	0	0	0
资本公积增加	6	635	0	0	0
其他筹资现金流	-11	-7	-198	-187	-323
现金净增加额	33	542	74	97	56

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	503	586	821	1067	1387
营业成本	372	426	589	752	967
营业税金及附加	4	4	4	6	8
营业费用	4	6	7	8	10
管理费用	30	44	62	69	82
研发费用	21	32	45	59	76
财务费用	-1	-7	-9	-3	7
资产减值损失	-4	-5	0	0	0
其他收益	1	5	3	4	3
公允价值变动收益	0	1	0	0	1
投资净收益	-1	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	67	81	124	178	238
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	67	81	125	178	238
所得税	9	8	16	23	30
净利润	58	72	108	155	208
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	58	72	108	155	208
EBITDA	66	65	110	168	234
EPS(元)	0.95	1.19	1.78	2.54	3.41

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	50.0	16.6	40.0	30.0	30.0
营业利润(%)	61.3	20.8	53.9	42.9	33.8
归属于母公司净利润(%)	63.6	25.3	49.7	42.7	34.6
获利能力					
毛利率(%)	26.1	27.3	28.2	29.5	30.3
净利率(%)	11.5	12.4	13.2	14.5	15.0
ROE(%)	25.2	7.6	10.3	12.8	14.7
ROIC(%)	23.3	5.7	7.4	8.9	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	43.4	18.0	27.8	32.8	39.4
净负债比率(%)	-57.7	-70.7	-71.3	-70.3	-64.0
流动比率	2.2	5.4	3.5	3.0	2.5
速动比率	2.2	5.4	3.5	3.0	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	10.7	7.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	83.7	45.8	120.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.19	1.78	2.54	3.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.66	1.27	1.61	1.12
每股净资产(最新摊薄)	3.75	15.61	17.28	19.79	23.17
估值比率					
P/E	56.1	44.7	29.9	20.9	15.6
P/B	14.2	3.4	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	46.8	37.5	21.3	13.4	9.4

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