

2020年02月26日

美迪西 (688202.SH)

进击中的临床前一体化 CRO

■我国 CRO 行业仍处于快速成长期：根据 Evaluate Pharma 的统计，我国医药研发投入的增速预计在未来 3 年仍能继续维持在 20% 以上，带动 CRO 行业的需求快速增长。药审改革、医保控费倒逼药企向创新药转型、加入 ICH 与国际接轨，这些因素共同促进药企加大研发投入。同时一级市场融资活跃，科创板、港股等资本市场允许未盈利的 Biotech 上市，也给国内 Biotech 带来更多资金来源。有人担心医保谈判压缩创新药的利润水平，打击药企的研发积极性。但我们认为国内研发投入的整体盘子仍然会快速增长，原因有三：(1) 与带量采购的仿制药相比，创新药能给药企带来相对稳定的收入增长，以及相对较高的利润水平；(2) 与发达国家相比，近些年来上市的创新药、创新治疗方法在国内的应用水平仍较低，且由于国内患者数量大，部分 me-too、me-better 的创新药在国内仍有较大销售空间。这也给药企转型创新带来了一定的机遇；(3) 长期来看，我国制药行业将逐渐从完全靠仿制药支撑，逐渐发展为部分靠仿制药支撑+部分靠 me-too、me-better 的创新药支撑，最终发展成少部分仿制药支撑+first in class 创新药支撑。在这个过程中，研发投入占收入的比例将不断提高。

■公司经过多年深耕，已经通过横向拓展和纵向深入的方式完成临床前 CRO 全产业链布局，在国内 CRO 市场具备相对明显的竞争优势：公司提供的业务范围包括了临床前新药研究的全过程，在肿瘤免疫治疗、ADC、DEL、PROTAC、虚拟筛选等热点领域均有布局，是国内少有的一站式生物医药临床前研发服务平台。在 IP 保护机制完善、一体化项目需求越来越大的今天，一体化服务平台具备客户吸引力。同时，公司在临床前评价，尤其是安评领域有更加明显的优势，公司安评实验室从一开始便按照美国 GLP 的标准建设，公司是中国第一家提供整套临床前批件申请同时符合中国 GLP 和美国 GLP 标准的 CRO 公司。

■公司的收入增长目前正处于快车道，未来伴随产能扩张，中长期的快速增长有望维持：2019 年下半年公司收入增长提速，2019 年 H1、2019Q3、2019Q4 公司收入增速分别为 30.3%、45.2%和 45.0%。同时，根据公司公告，2019 年度公司新签订单 6.16 亿元，同比增长 46.49%。公司近 2 年收入增速加快，同时根据订单增长情况，我们预计未来 2 年公司仍有望保持较高的增速。考虑到，公司上市后资金更加宽裕、产能扩张计划更快落地，我们认为中长期公司的快速增长态势也有望维持。

公司深度分析

证券研究报告

医疗服务

投资评级 **增持-A**

维持评级

6 个月目标价：**元**
股价 (2020-02-26) **72.39 元**

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 4,488.18 |
| 流通市值 (百万元) | 913.65 |
| 总股本 (百万股) | 62.00 |
| 流通股本 (百万股) | 12.62 |
| 12 个月价格区间 | 55.44/80.32 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|------|
| 相对收益 | 10.47 | 21.04 | -0.9 |
| 绝对收益 | 10.86 | 23.85 | |

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

冯雪云

报告联系人

fengxy1@essence.com.cn

相关报告

美迪西：美迪西 19 年业绩

快报点评：收入增长提速，2020-02-25
发展进入快车道/马帅

■ **投资建议：**我们预计公司 2019 年-2021 年的收入分别为 4.49 亿元 (+38.1%)、6.41 亿元 (+42.7%)、8.87 亿元 (+38.6%)，归母净利润分别为 0.66 亿元 (+8.9%)、0.95 亿元 (+44.0%)、1.34 亿元 (+40.3%)，对应 EPS 分别为 1.07 元、1.54 元、2.16 元，对应 PE 分别为 67.8 倍、47.1 倍、33.6 倍。我们看好公司未来 CRO 业务快速成长，给予“增持-A”评级。

■ **风险提示：**行业景气度不及预期、行业监管政策发生重大变化的风险、来自国内同类企业的竞争日益激烈、人工成本不断提高、汇率风险。

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营收入 | 249.3 | 324.9 | 448.9 | 640.5 | 887.4 |
| 净利润 | 41.6 | 60.8 | 66.2 | 95.4 | 133.7 |
| 每股收益(元) | 0.67 | 0.98 | 1.07 | 1.54 | 2.16 |
| 每股净资产(元) | 4.63 | 5.61 | 6.93 | 8.46 | 10.62 |
| 盈利和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 市盈率(倍) | 107.8 | 73.9 | 67.8 | 47.1 | 33.6 |
| 市净率(倍) | 15.6 | 12.9 | 10.5 | 8.6 | 6.8 |
| 净利润率 | 16.7% | 18.7% | 14.8% | 14.9% | 15.1% |
| 净资产收益率 | 14.5% | 17.5% | 15.4% | 18.2% | 20.3% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 63.0% | 71.9% | 51.7% | 56.5% | 72.2% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 美迪西：国内少有的一站式生物医药临床前研发服务平台 | 5 |
| 2. 借行业东风+十五年积累的客户/技术优势，公司快速发展 | 7 |
| 2.1. 我国 CRO 行业仍处于快速增长期 | 7 |
| 2.2. 经过 16 年的积累，公司已经在临床前领域形成诸多技术优势 | 9 |
| 2.3. 与海内外众多大型制药企业形成长期合作关系，biotech 客户数量快速增长 | 13 |
| 2.4. 公司订单金额快速增长 | 16 |
| 3. 公司盈利能力不断提升，现金流稳健增长 | 17 |
| 4. 盈利预测和投资建议 | 20 |
| 5. 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司提供的服务领域 | 5 |
| 图 2：公司发展历史 | 5 |
| 图 3：公司员工数量正在快速增长 | 6 |
| 图 4：公司的股权结构 | 6 |
| 图 5：公司的产能扩张计划 | 7 |
| 图 6：全球医药研发投入及中国的医药研发投入比较（2012-2021E） | 8 |
| 图 7：国内在研生物药数量变化 | 8 |
| 图 8：国内在研小分子药物数量变化 | 8 |
| 图 9：中国药物发现和临床前外包市场规模（亿元人民币） | 9 |
| 图 10：公司技术优势 | 10 |
| 图 11：公司通过的国际认证情况 | 10 |
| 图 12：公司研发费用不断增长 | 11 |
| 图 13：公司正在进行开发的新技术 | 11 |
| 图 14：CRO 合作模式的演变 | 12 |
| 图 15：公司在临床前 CRO 领域的布局广泛且深入 | 13 |
| 图 16：公司的部分客户 | 14 |
| 图 17：Biotech 公司贡献的收入比例逐渐提高 | 14 |
| 图 18：Biotech 贡献的收入中来自老客户的比重提高 | 14 |
| 图 19：公司客户数量不断增加 | 16 |
| 图 20：公司项目数量不断增加 | 16 |
| 图 21：公司大客户数量不断增加 | 16 |
| 图 22：公司大项目数量不断增加 | 16 |
| 图 23：公司新增订单金额快速增长 | 16 |
| 图 24：公司历史收入变化 | 17 |
| 图 25：公司历史扣非归母净利润变化 | 17 |
| 图 26：公司收入构成（2019H1 数据，单位：百万元） | 18 |
| 图 27：公司毛利润构成（2019H1 数据，单位：百万元） | 18 |
| 图 28：公司费用率变化 | 19 |
| 图 29：公司应收账款周转率变化 | 19 |
| 图 30：公司毛利率和归母净利率的变化 | 19 |

图 31: 公司经营性现金流的变化..... 19

表 1: 公司获得的 CFDA GLP 认证情况..... 12

表 2: 公司前五大客户的销售情况..... 13

表 3: 公司合作过的部分案例..... 15

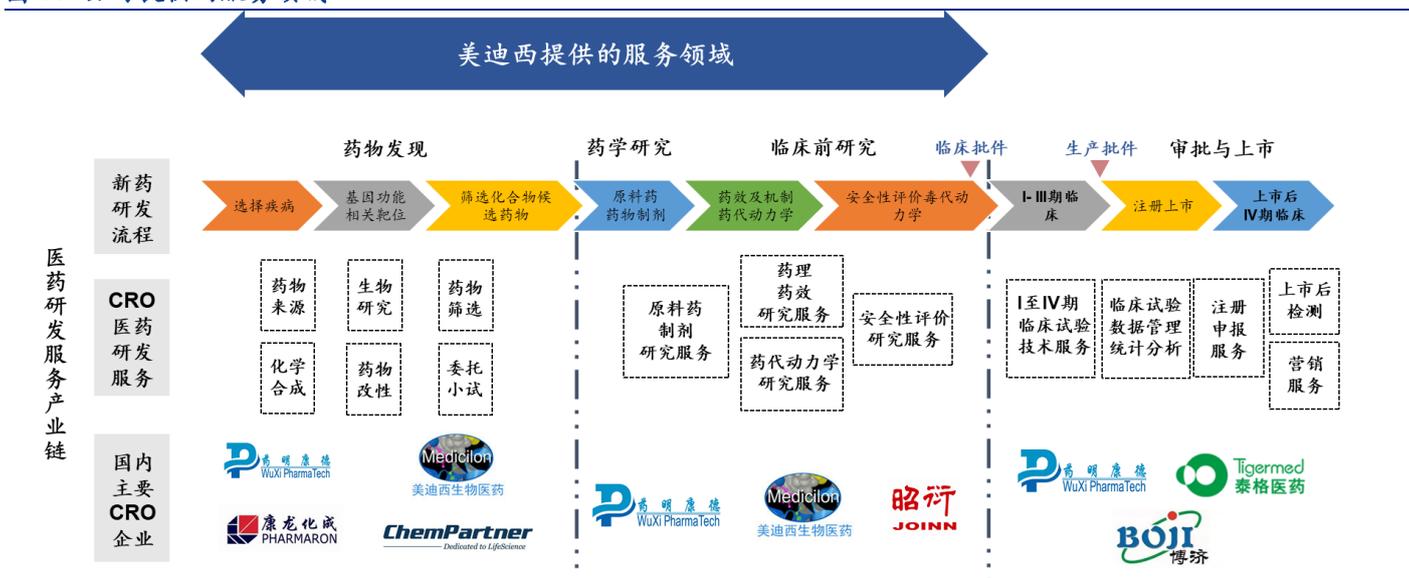
表 4: 公司 2019 年参加过的部分行业会议..... 15

表 5: 公司收入预测..... 20

1. 美迪西：国内少有的一站式生物医药临床前研发服务平台

公司主营业务为临床前 CRO 服务，提供的业务范围包括了临床前新药研究的全过程，主要包括药物发现、药学研究及临床前研究。药物发现研发服务项目包括蛋白靶标验证、结构生物学、化学合成、化合物活性筛选及优化；药学研究包括原料药与制剂工艺研究、质量标准及稳定性研究；临床前研究包括药效学、药代动力学、毒理学安全性评价研究等。

图 1：公司提供的服务领域



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

公司成立于 2002 年，属于国内最早成立那批 CRO 企业之一，至今已有 17 年的历史。在过去 17 年的发展中，公司不断在临床前 CRO 领域进行深耕，逐步完善各项服务、各项技术平台的布局，稳扎稳打。经过多年的研发技术积累，公司目前拥有超过 500 家国内外优质客户。2015 年以来，公司参与完成的 58 个新药及仿制药项目通过 CFDA/NMPA 批准进入 I 期临床试验；4 个新药项目通过国外 FDA、TGA 的审批。公司实验室获得 AAALAC 认证、NMPA GLP 认证、符合 US FDA 标准。在目前国内 CRO 行业需求快速增长的背景下，公司凭借过去十多年的不断积累，迎来了快速增长期。

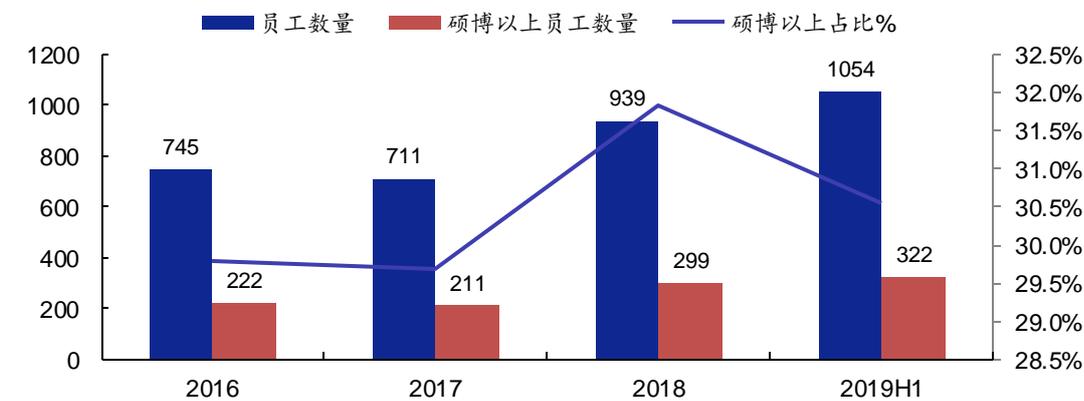
图 2：公司发展历史



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

公司员工数量快速增长，意味着公司业务规模的不断扩大。人才在 CRO 行业中发挥着至关重要的作用，是 CRO 公司的核心竞争力之一。考虑到，CRO 公司属于订单驱动型，一般会根据在手订单的情况决定招人的规模。因此，员工数量的快速增长，往往与公司业务规模的快速增长呈现正相关。公司员工数量截止至 2019 年 6 月底，公司有 1054 名员工，其中，硕士及博士 322 人，占员工总数的比例为 30.55%。

图 3：公司员工数量正在快速增长

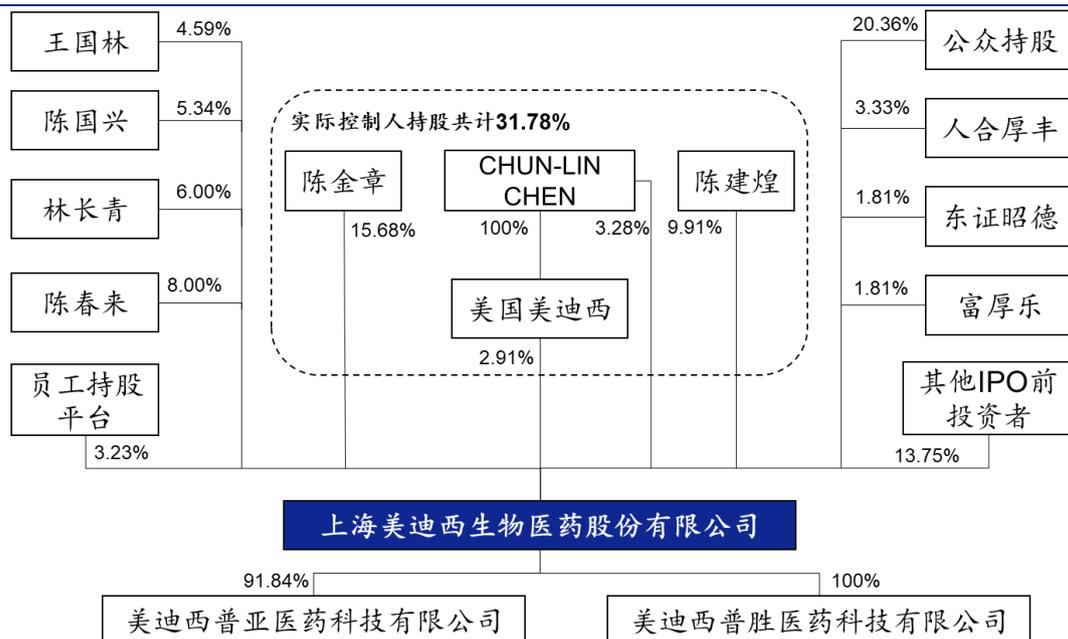


资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

公司创始人陈春林在药理学、毒理学拥有深厚的学术造诣和产业背景。陈春林 1986 年毕业于中国药科大学，获药理学硕士学位，1994 年毕业于美国俄克拉荷马州立大学，获药理学及毒理学博士学位，在国内外期刊上发表近百篇研究论文，从事多年药物的药理、毒理及生物化学研究，是“千人计划”国家特聘专家。陈春林现任上海药学会药物代谢专业委员会委员、上海市浦东新区生物产业行业协会理事、中国药学会药物代谢专业委员会委员等职务，同时还受聘为中国药科大学生命科学院客座教授。

公司创始人、核心技术带头人陈春林，董事长陈金章，董事陈建煌为一致行动人，直接和间接持有公司 31.78% 的股份，是公司的实际控制人。

图 4：公司的股权结构



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

公司产能将在未来 2-3 年实现快速扩张。公司上市后，资金更加充裕，为公司产能的快速扩张奠定了基础。根据公司公告，公司目前在张江高科拥有超过 1200 平方米的实验室，在川沙拥有超过 2 万平方米的实验室，公司未来拟在凯龙购置超过 5.2 万平方米的房产作为实验室。

图 5：公司的产能扩张计划



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

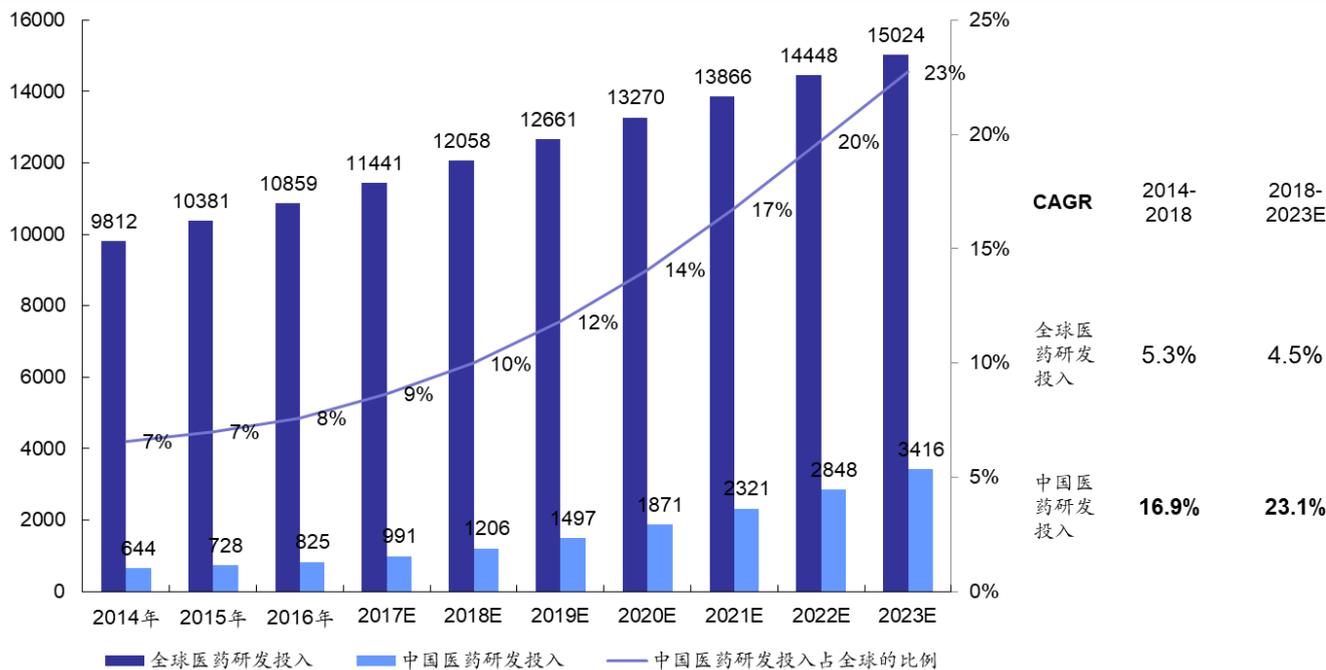
2. 借行业东风+十五年积累的客户/技术优势，公司快速发展

2.1. 我国 CRO 行业仍处于快速增长期

转型创新是国内传统药企不得不做的选择。带量采购的全面推广大幅压缩国内仿制药行业的利润水平，且降低仿制药收入的稳定性（每一次竞标都有不中的风险）。虽然创新药的价格在医保谈判中会遭遇较大幅度的降价，但与带量采购的仿制药相比，创新药能够带来相对稳定的收入增长，以及相对较高的利润水平。而且，与发达国家相比，近些年来上市的创新药、创新治疗方法在国内的应用水平仍较低，且由于国内患者数量大，部分 me-too、me-better 的创新药在国内仍有较大销售空间。这也给药企转型创新带来了一定的机遇。长期来看，我国制药行业将逐渐从完全靠仿制药支撑，逐渐发展为部分靠仿制药支撑+部分靠 me-too、me-better 的创新药支撑，最终发展成少部分仿制药支撑+first in class 创新药支撑。在这个过程中，国内药企的研发投入不断增长，研发投入占收入的比例也不断提高。

我国药企研发投入快速增长。药审改革提高审评速度、一致性评价、医保控费倒逼药企向创新药转型、加入 ICH 与国际接轨，这些因素共同促进药企加大研发投入。同时我国医药行业一级市场融资活跃，科创板、港股等资本市场允许未盈利的生物科技公司上市，也给国内小型创新药企业的研发带来更多资金来源。根据 Evaluate Pharma 的统计，我国医药研发投入增速明显高于全球。全球医药市场研发投入的增速预计将保持在个位数水平，而我国医药研发投入的增速预计在未来 3 年仍能继续维持在 20% 以上。

图 6：全球医药研发投入及中国的医药研发投入比较（2012-2021E）

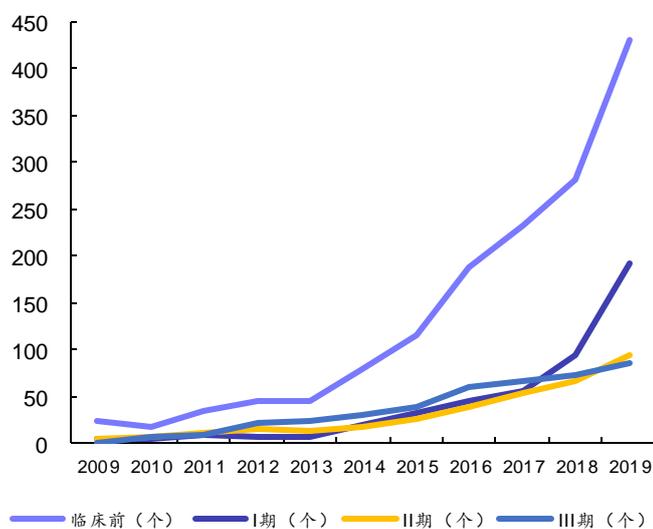


资料来源：F&S、康龙化成港股招股书、安信证券研究中心 注：100USD=692.97CNY

2019 年，国内在研生物药和小分子药物数量高速增长，其中在研生物药数量的增速略高于小分子药物。根据 Pharma projects 的统计，2019 年底国内处于临床前和临床 1-3 期阶段的在研生物药数量为 803 个，同比增长 55.6%；2019 年底国内处于临床前和临床 1-3 期阶段的在研小分子药物数量为 746 个，同比增长 51.9%。

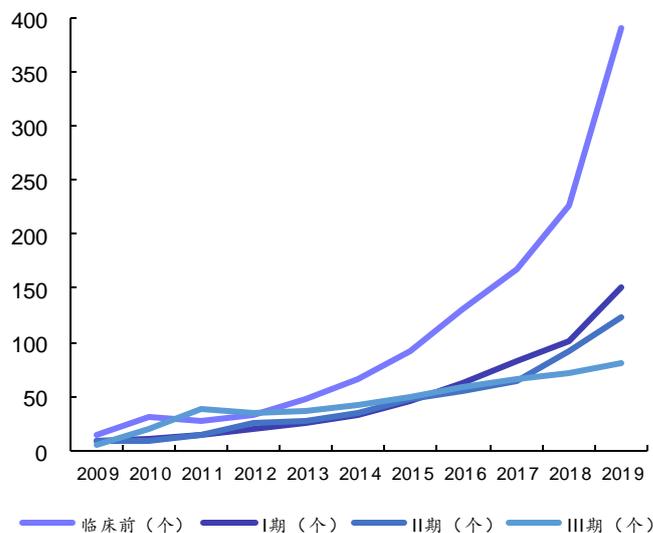
最近五年，国内在研创新药数量增长迅猛，在全球在研药物数量中的占比持续提升。根据 Pharma projects 的统计，2014-2019 年国内在研生物药数量的 CAGR 为 40.6%；2014-2019 年国内在研小分子药物数量的 CAGR 为 33.8%。从 2014 年到 2019 年，国内在研药物数量在全球在研药物数量中的占比从 3.4% 提高到 10.6%。

图 7：国内在研生物药数量变化



资料来源：Pharma projects、安信证券研究中心整理 注：在研药物包括处于临床前阶段和临床 I、II、III 期阶段的药物。

图 8：国内在研小分子药物数量变化

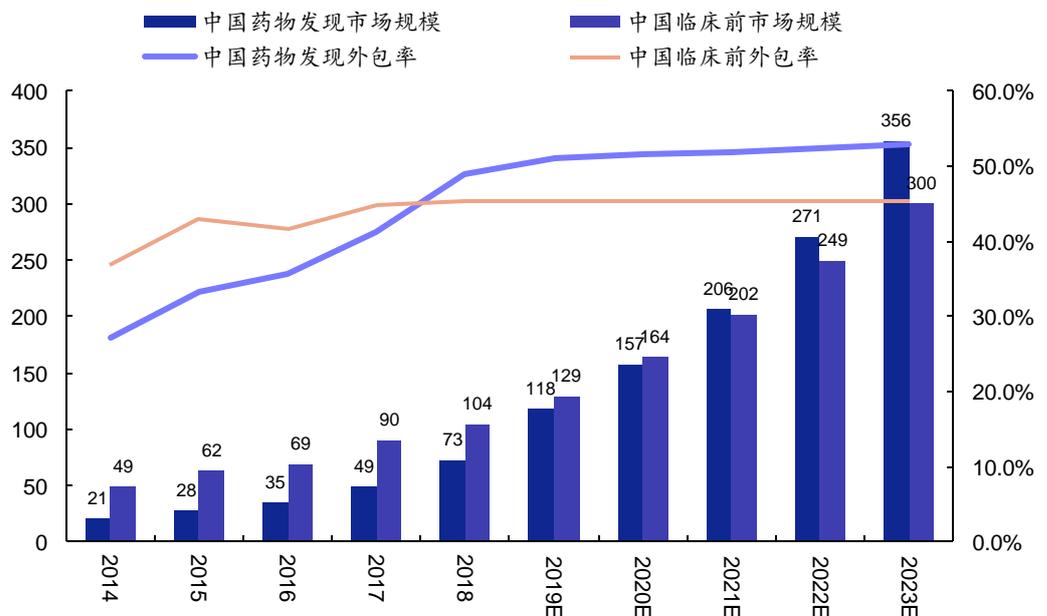


资料来源：Pharma projects、安信证券研究中心整理 注：在研药物包括处于临床前阶段和临床 I、II、III 期阶段的药物。

公司所处的临床前 CRO 行业可以划分为药物发现和临床前两个部分(广义的临床前 CRO 包括在公司申报 IND 之前的所有研发过程,狭义的临床前 CRO 仅包括 pre-IND 阶段的过程)。药物发现阶段业务包括靶点发现和验证、化合物筛选、化学合成等业务;临床前阶段包括 pre-IND 阶段的安全性评价、PK/PD 试验、CMC 研究等,这其中安全性评价和 CMC 占据较大的比例。公司能够提供的业务范围涵盖药物发现阶段和 pre-IND 阶段。

从全球市场来看,药物发现阶段外包的市场规模要高于临床前阶段的外包市场规模。而中国市场则相反。这与国内创新药行业所处的发展阶段与欧美市场不同有关。国内目前创新药的研发更多集中在 me-too、me-better 领域,创新程度较低,因此在药物发现阶段的支出相对不高。而欧美等发达国家,创新药的研发更多集中在 best-in-class 领域,在药物发现阶段需要的支出较大。未来伴随国内创新药行业的不断进步和发展,我们预计药物发现阶段的市场规模将快速赶超临床前阶段。根据 F&S 的统计和我们的测算,预计国内药物发现市场规模在 2018-2023 年 CAGR 为 37.3%,国内临床前 CRO 市场规模在 2018-2023 年 CAGR 为 23.5%。

图 9: 中国药物发现和临床前外包市场规模 (亿元人民币)



资料来源: F&S、安信证券研究中心整理和测算

2.2. 经过 16 年的积累, 公司已经在临床前领域形成诸多技术优势

在过去 16 年的发展中, 公司稳扎稳打, 横向拓展业务范围, 纵向拓展技术深度。经过多年磨炼, 公司形成了完善的临床前一体化布局。并在每个业务领域, 都逐渐形成自己的独特优势。同时, 公司也顺应新药研发的趋势。在当今的热门领域, 比如肿瘤免疫治疗、ADC 构建平台、虚拟筛选等领域, 公司已有布局。在 DEL 平台、PROTAC 平台领域, 公司也正在布局。

图 10: 公司技术优势

| | | |
|-------|----------|---|
| 药物发现 | 创新药物分子设计 | <ul style="list-style-type: none"> • 不对称合成技术、手性拆分和手性分离技术 • 糖化学、抗体及抗体药偶联物 (ADC) |
| | 现代合成化学 | <ul style="list-style-type: none"> • 计算机辅助药物设计 (CADD) 技术 • 基于片段的药物发现、生物电子等排体技术 |
| | 药物筛选 | <ul style="list-style-type: none"> • 蛋白、细胞水平的筛选技术, 利用表面等离子共振筛选技术, 虚拟筛选 • 高表达细胞株构建技术, 正在建立DEL平台、PROTAC平台 |
| 药学研究 | 原料药 | <ul style="list-style-type: none"> • 研发cGMP 原料药的平台 • 绿色酶化学、安全评估实验室、擅长原料药质量研究 |
| | 制剂 | <ul style="list-style-type: none"> • 通过特有技术来解决药物的溶解性和渗透性问题 |
| 临床前研究 | 药效学 | <ul style="list-style-type: none"> • 从分子水平、细胞水平、体外到动物体内的众多疾病模型系统 • 200多种肿瘤评价模型、近100种非肿瘤靶点新药研究评价动物模型 |
| | 药代动力学 | <ul style="list-style-type: none"> • 在国内较早引进国际高端精密仪器设备, 对大量化学药物和生物药物建立了独特分析方法, 每年完成上千种化合物的DMPK 筛选 |
| | 药物安全性 | <ul style="list-style-type: none"> • 依从国际、国内GLP规范, 具备涵盖多毒性终点的系统评价技术 • 拥有吸入药物、眼科药物以及ADC生物大分子药物等特色药物评价平台 |

资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

公司质量体系符合国际标准, 公司已经连续三次通过国际 AAALAC 认证的复审。2019 年 1 月, 中国 NMPA 对公司执行 GLP 的情况进行了定期检查, 公司在药物安全评价的组织管理和人员、仪器设备和实验材料、标准操作程序以及试验运行等方面均符合 GLP 要求。2019 年 11 月, 国际 AAALAC 组织正式函告公司再获该组织完全认证。自 2009 年首次通过该认证以来, 公司已连续三次通过认证的三年复审。

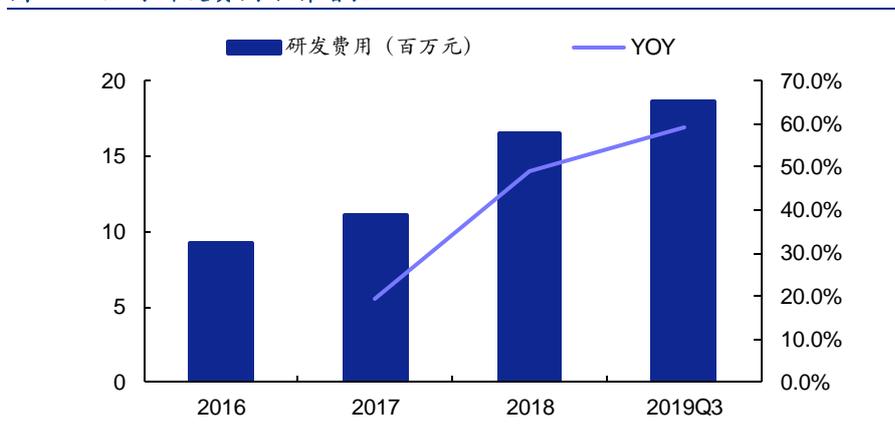
图 11: 公司通过的国际认证情况



资料来源: 公司官网、安信证券研究中心整理和测算

公司不断加大研发投入，拓展新技术，为承接更多订单奠定基础。公司根据新药研发创新趋势，组建专题研究小组从事前瞻性技术开发工作。公司会根据创新药的特点、参考已有文献，持续创建与现在创新药行业发展趋势相适应的试验方法和体系，开发新的适应创新药物研发的模型。近年来，公司研发费用快速增长，2019年前三季度公司研发费用0.19亿元，同比增长59.4%。公司研发费用占营业收入的比例不断提高，从2016年的4.0%提高到2019年前三季度的5.6%。

图 12：公司研发费用不断增长



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 13：公司正在进行开发的新技术



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

公司在药效、药代和安全性评价方面优势更加明显。一方面这与公司创始人的背景有关。公司创始人陈春林博士，毕业于中国药科大学，从事多年药物的药理、毒理及生物化学研究。另一方面，这与公司与 MPI 的合作有关。普亚医药在成立之初是公司与美国全球知名安评公司 MPI 公司的合资公司，建立之初就深入导入美国 GLP 管理理念和 MPI SOP，曾由 MPI 科学家统一管理。根据公司官网和招股书，公司是国内最早通过 CFDA GLP 认证的民营企业之一（2010 年获得），同时也是国内最早通过美国 GLP 实验室认证的企业之一（2009 年获得），最早通过 AAALAC 认证的企业之一（2009 年获得），是中国第一家提供整套临床前批件申请同时符合中国 GLP 和美国 GLP 标准的 CRO 公司。截至目前，通过中国 GLP 认证的研究机构共 69 家，其中公司制的营利性组织仅 31 家，而能开展 8 项以上试验项目且同时达到美国 GLP 标准的 CRO 公司屈指可数。

公司参与的中美双报项目对公司收入贡献不断提高，中美双报项目已经成为公司获取创新药客户的竞争优势之一。2019年上半年，公司中美双报项目贡献的收入为3571万元，占收入的比例为18%。

表 1：公司获得的 CFDA GLP 认证情况

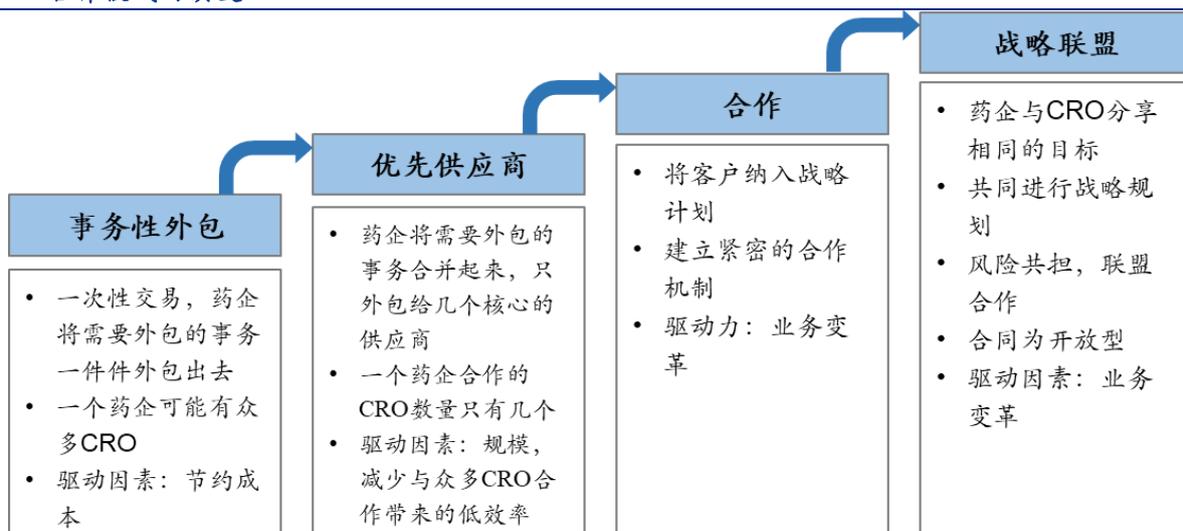
| 公司名称 | 试验项目 | GLP 认证编号 |
|---------------|--|-------------|
| 美迪西普亚医药科技（上海） | 1. 单次和多次给药毒性试验（啮齿类） 2. 单次和多次给药毒性试验（非啮齿类）（新增 4 号楼动物实验设施） | GLP16008088 |
| 美迪西普亚医药科技（上海） | 1. 生殖毒性试验（I 段、II 段） 2. 免疫原性试验 | GLP15004072 |
| 美迪西普亚医药科技（上海） | 1. 遗传毒性试验（Ames、微核、染色体畸变）； 2. 安全性药理试验； 3. 毒代动力学试验 | GLP12005043 |
| 美迪西普亚医药科技（上海） | 1. 单次和多次给药毒性试验（啮齿类）； 2. 单次和多次给药毒性试验（非啮齿类）； 3. 局部毒性试验 | GLP11009037 |

资料来源：CDE、安信证券研究中心

国内 CRO 与药企之间的合作深度逐渐加深，公司在临床前领域一体化布局使得公司在获得新订单时具备优势。国内药企正逐渐更倾向于将需要外包的事务合并起来，只外包给少数的几家 CRO 公司。在质量无差异的前提下，只将事务外包给少数几家 CRO 公司可以大幅降低与 CRO 公司之间的沟通成本，进而提高研发效率。通过多年发展，公司已经实现临床前 CRO 领域的全面布局，这使得公司在获得新增订单时具备优势。

公司探索新型合作模式，为客户提供一站式研发服务。根据公司官网，2019 年，公司共助力多家药企 10 个新药 IND 申报成功，获得临床批件。10 款新药中 7 个为化学药，3 个为生物药，公司定制化的一站式研发服务，帮助客户加快新药研发的进程。

图 14：CRO 合作模式的演变



资料来源：Covance 公司公告、安信证券研究中心

图 15: 公司在临床前 CRO 领域的布局广泛且深入



资料来源: 公司官网、安信证券研究中心

2.3. 与海内外众多大型制药企业形成长期合作关系, biotech 客户数量快速增长

经过多年积累, 公司已经与部分国内外大药企形成了长期合作关系, 这既是公司未来稳定的收入来源, 也为未来拓展更多客户奠定了口碑基础。公司前五大客户占公司整体收入的 20% 左右。其中, 武田制药常年栖居公司前五大客户中的 top2, 公司与武田制药维持了长达十多年的合作关系。过去, 公司的前五大客户主要是国内外的大药企。近些年来, 伴随国内 Biotech 企业的蓬勃发展, Biotech 的收入贡献不断提高, 我们也可以看公司的前五大客户中也会出现一些 Biotech 公司。

表 2: 公司前五大客户的销售情况

| 2019 年 H1 | | | | 2018 年 | | | |
|-----------|-------------|----------|------------|--------|-------------|----------|------------|
| 序号 | 客户名称 | 收入 (万元) | 占当期营业收入的比例 | 序号 | 客户名称 | 收入 (万元) | 占当期营业收入的比例 |
| 1 | 武田制药 | 1,266.97 | 6.39% | 1 | 武田制药 | 1,683.41 | 5.18% |
| 2 | 恒瑞医药 | 1,065.94 | 5.38% | 2 | 华东医药 | 1,560.58 | 4.80% |
| 3 | 杭州多禧生物 | 985.41 | 4.97% | 3 | 苏州信诺维 | 997.91 | 3.07% |
| 4 | 华东医药 | 646.26 | 3.26% | 4 | 杭州多禧生物 | 967.02 | 2.98% |
| 5 | 上海济煜医药 | 562.74 | 2.84% | 5 | 罗欣药业 | 918.65 | 2.83% |
| 2017 年 | | | | 2016 年 | | | |
| 序号 | 客户名称 | 收入 (万元) | 占当期营业收入的比例 | 序号 | 客户名称 | 收入 (万元) | 占当期营业收入的比例 |
| 1 | 强生制药 | 1,444.83 | 5.80% | 1 | EnnovaThera | 1,493.52 | 6.43% |
| 2 | 武田制药 | 1,187.67 | 4.76% | 2 | 武田制药 | 1,315.81 | 5.66% |
| 3 | 葛兰素史克 | 1,089.92 | 4.37% | 3 | 扬子江药业 | 1,101.50 | 4.74% |
| 4 | 奥华集团 | 1,075.44 | 4.31% | 4 | 葛兰素史克 | 1,056.30 | 4.55% |
| 5 | EnnovaThera | 738.31 | 2.96% | 5 | 上海海和药物 | 703.90 | 3.03% |

资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

公司的客户结构并不单一, 反映了公司能够满足多种客户的不同需求的能力。不管是国内公司还是国外公司, 不管是大型药企还是 Biotech, 公司均有涉猎。

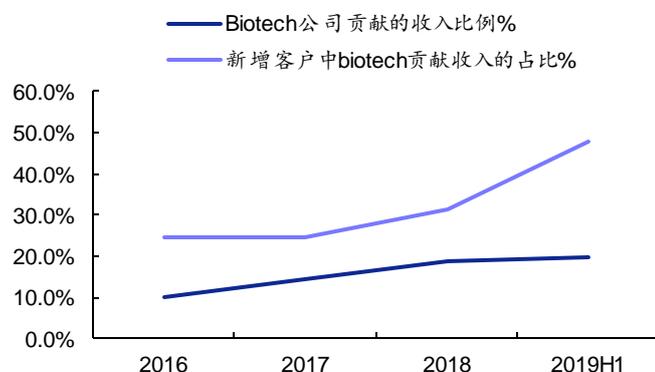
图 16: 公司的部分客户



资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

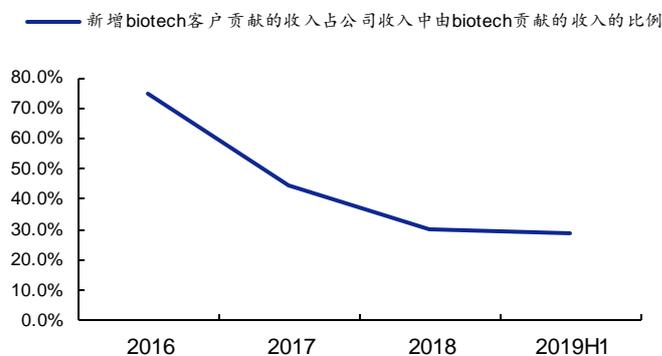
Biotech 公司在公司的收入增长中发挥重要的作用。公司营业收入中 Biotech 公司贡献的比例从 2016 年的 9.76% 提高到 2019 年上半年的 19.70%。同时, 在客户数量的增长没有放缓的情况下, biotech 收入中来自老客户的比重提高, 说明 biotech 客户的粘性提高。

图 17: Biotech 公司贡献的收入比例逐渐提高



资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

图 18: Biotech 贡献的收入中来自老客户的比重提高



资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

公司为国内外创新药企业赋能。不少企业在与公司合作一次之后, 后续会将更多项目交给公司负责。目前公司已经在大分子和小分子创新药领域积累了众多项目经验。同时, 公司不断加大宣传推广的力度, 积极参加各种类型的创新药行业论坛, 向更多客户更加深入的展示公司的服务质量和能力。

表 3: 公司合作过的部分案例

| 公司名称 | 合作内容 |
|---------------------------|---|
| 百奥泰 | 百奥泰是美迪西重要长期的合作伙伴之一，目前与美迪西合作的多个项目正在开展或已经完成。其中，美迪西利用自身完备的新药研究技术服务平台和多种关键技术一站式完成了创新药 BAT8001 全部非临床药代和安全性评价研究工作 |
| 李氏大药厂旗下的全资子公司兆科药业（广州）有限公司 | 共同推动兆科 ZK056 软膏项目的研发进程，为特异性皮炎适应症人群包括儿童提供更好的用药选择，技术服务内容包括药效、药代和安评临床前研究服务 |
| 苏州润新生物 | 承担 RX108 临床前药代动力学和安全性评价整套研究 |
| 喜鹊医药 | 在喜鹊医药研发 MN-08 的过程中，美迪西为其提供 API 工艺放大和质量研究的药学服务，助力 MN-08 原料药成功达到 GMP 生产阶段 |
| 盛世泰科 | 盛世泰科是美迪西的重要合作伙伴之一。美迪西为盛世泰科开发的 II 型糖尿病治疗药物磷酸盛格列汀片的临床前到临床研究提供大力支持，助力其顺利开展药代动力学、安全性评价及 I 期临床生物分析 |
| 杭州多禧生物科技有限公司 | 共同致力于 ADC 药物 DXC005 非临床药代动力学、安全性评价及药效研究，由美迪西为其提供药代、安评及药效服务 |
| 宜明昂科 | 宜明昂科是美迪西的重要合作伙伴，美迪西为其提供安评、药代等研发服务。美迪西在合作过程中积极采取有效措施，助力宜明昂科自主研发的新一代免疫检查点抑制剂靶向 CD47 融合蛋白药物成功获得 NMFA 临床试验许可 |
| 千红制药 | 共同致力于一类靶向抗肿瘤新药 QHRD110 的非临床研究以及注册申报工作，由美迪西提供一类新药临床前研发和申报一体化服务 |
| 意大利生物制药公司 Accelerera | 双方达成新药研发战略合作伙伴关系，在药物发现过程的综合服务领域开展包括业务开发、营销和技术支持等方面的广泛合作，并加强同位素服务的合作 |
| 湖州惠中济世生物 | 承担新型长效手术后镇痛剂的全套非临床安全评价研究、临床前药效药代安全性评价等项目 |

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

表 4: 公司 2019 年参加过的部分行业会议

| 时间 | 公司受邀参加的行业会议 |
|-------------|--|
| 2019 年 12 月 | 第五届药学前沿高峰论坛 |
| 2019 年 12 月 | 2019 Bio Tianfu 肿瘤免疫产学研融合创新高峰论坛暨第二十次干扰素与细胞因子学术年会 |
| 2019 年 10 月 | 第四届创新药研发前沿与实践国际高峰论坛 (BIO CHENGDU) |
| 2019 年 9 月 | 美中药协新泽西州分部 (SAPA-NJ) 2019 年度会议 |
| 2019 年 9 月 | 第十届中国 (泰州) 国际医药博览会 |
| 2019 年 9 月 | 2019 中国生物&化学药物技术服务博览会 |
| 2019 年 6 月 | 2019 药品研发管理高层论坛 |
| 2019 年 6 月 | 新药创始人俱乐部第四届年会 |
| 2019 年 6 月 | 2019 Bio International Convention (美国生物技术大会) |
| 2019 年 4 月 | 第十届化学和药物结构分析上海年会 (CPSA Shanghai 2019) |
| 2019 年 3 月 | 2019 年 NASH 新药研发专题研讨会 |
| 2019 年 3 月 | 美国癌症研究协会(AACR) 年度会议 |

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

2.4. 公司订单金额快速增长

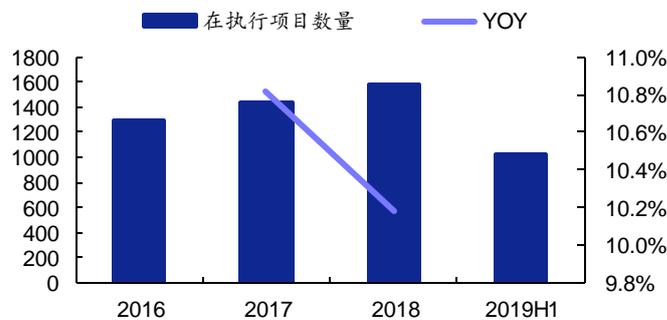
公司客户数量和服务项目数量不断增长，且结构不断优化。公司 2018 年客户数量和在执行项目数量增速放缓，主要由于 2018 年公司接到的大订单的项目数量增长较快。公司大订单数量的快速增长反映了公司订单结构的优化。

图 19：公司客户数量不断增加



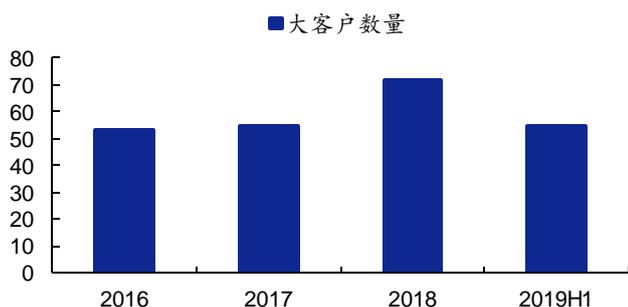
资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

图 20：公司项目数量不断增加



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

图 21：公司大客户数量不断增加



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

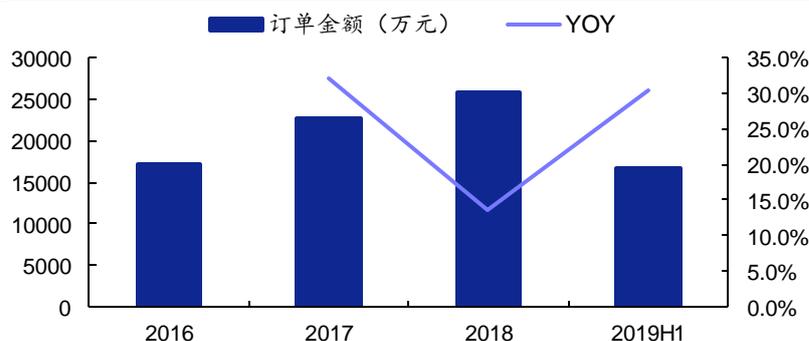
图 22：公司大项目数量不断增加



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

公司 2019 年新增订单金额高速增长，对 2020 年收入增长具有一定的预示作用。公司新增订单金额这个指标具有一定的前瞻性，对下一个阶段公司收入的增长情况有预示作用。公司 2019 年上半年新增订单金额（化学服务+安评）同比增长 30.3%，仍维持较好的趋势。根据公司 2019 年业绩快报，2019 年度公司新签订单 6.16 亿元，同比增长 46.49%。

图 23：公司新增订单金额快速增长



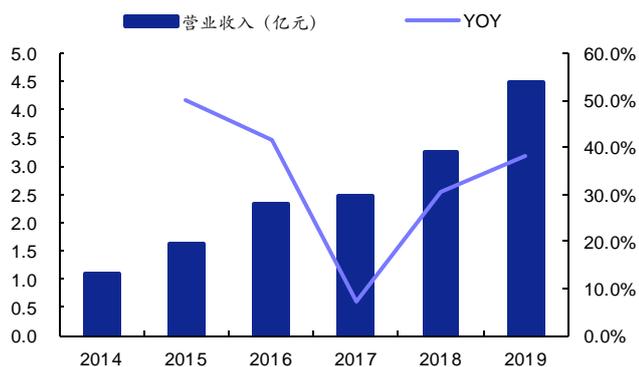
资料来源：公司招股书、安信证券研究中心 注：该图中的订单金额仅包括化学服务、药代动力学和安全性评价研究业务的新签订单金额。2018H1 的新签订单金额并未披露，按照 2018 年全年新增订单金额的 1/2 来计算。

3. 公司盈利能力不断提升，现金流稳健增长

公司2019年收入增长提速。根据公司业绩快报，公司2019年收入4.49亿元，同比增速38.1%，比2018年增速提高7.7个百分点。2019年细分来看，2019年下半年公司收入增长提速，2019年H1、2019Q3、2019Q4公司收入增速分别为30.3%、45.2%和45.0%。从历史情况来看，公司收入在大部分年份保持稳健增长。2017年公司收入增速较低，主要由于公司邀请美国FDA相关人员对公司进行现场检查，为此投入部分人员配合相关工作，导致部分业务板块收入增速降低。

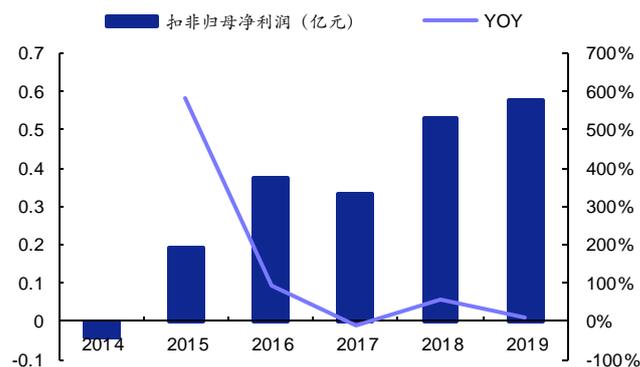
近3年公司利润端增长存在一些波动，主要与公司积极推进产能扩张、加大销售推广力度、加大研发投入等因素有关，未来伴随收入规模的不断扩大，利润增长将更加稳健。公司2019年扣非归母净利润0.58亿元，同比增长9.6%。公司2019年利润端增速低于收入增速，主要受一次性投入、加大市场推广和研发，以及推进新产能建设的影响。公司2017年扣非归母净利润同比下降11.5%，原因有：（1）受FDA核查等影响，2017年公司收入增速较低；（2）公司对部分实验室进行了装修改造并扩建了部分实验室，实验设备等固定资产和长期待摊费用增加，且公司人工成本有所上升。

图 24：公司历史收入变化



资料来源：Wind、安信证券研究中心

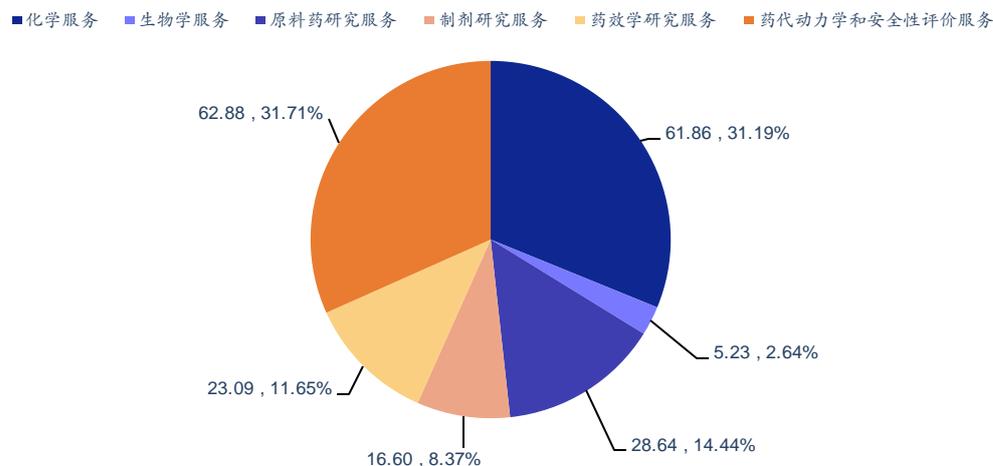
图 25：公司历史扣非归母净利润变化



资料来源：Wind、安信证券研究中心

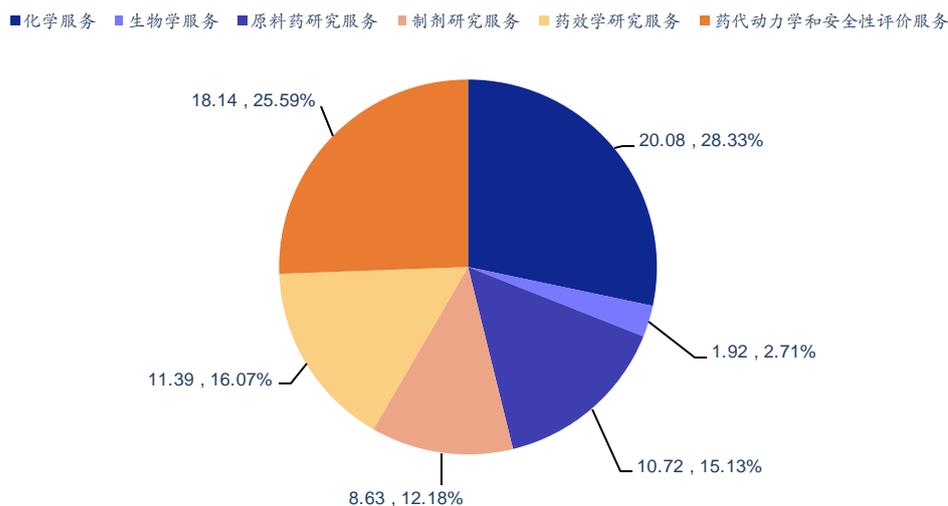
化学服务、药代动力学和安全性评价服务是公司的传统优势项目。公司自成立之初，即开始构建临床前研究及药物发现研究技术平台。2019年上半年，化学服务、药代动力学和安全性评价服务分别为公司贡献了31.2%和31.7%的收入；化学服务、药代动力学和安全性评价服务分别为公司贡献了28.3%和25.6%的毛利润。

图 26: 公司收入构成 (2019H1 数据, 单位: 百万元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

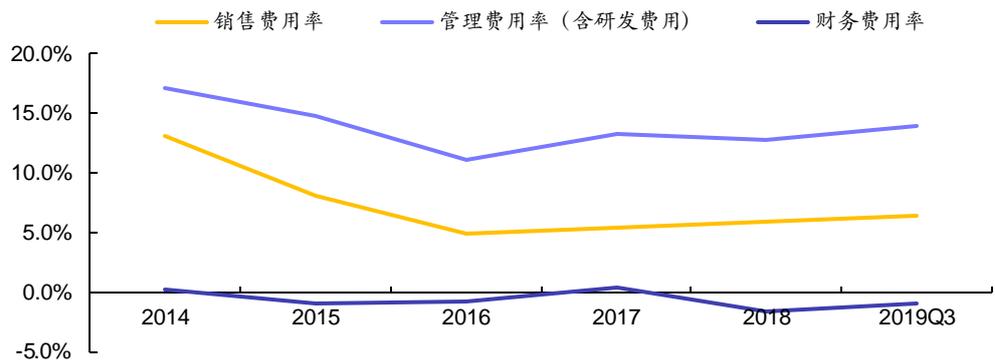
图 27: 公司毛利润构成 (2019H1 数据, 单位: 百万元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

近年来,公司销售费用率存在略微上升趋势。为进一步开拓市场,公司加大销售费用的投入。公司 2019 年前三季度销售费用率 6.33%,与 2018 年的 5.89%相比提高 0.44 个百分点,主要由于公司在 2019 年上半年举行 15 周年庆等市场推广活动,同时增加了海外市场拓展的投入。

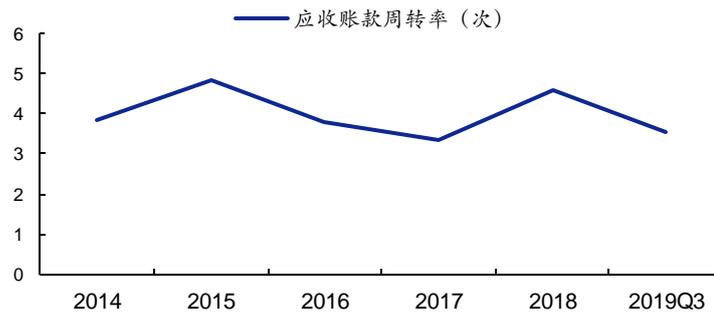
图 28: 公司费用率变化



资料来源: Wind、安信证券研究中心

公司应收账款周转率较为稳定。公司2014年-2019年前三季度的营收账款周转率分别为3.84次、4.85次、3.81次、3.36次、4.60次和3.53次。2019年H1公司应收账款中,账龄在1年以内的金额占比为83.11%,占比较高,这反映公司应收账款质量良好。

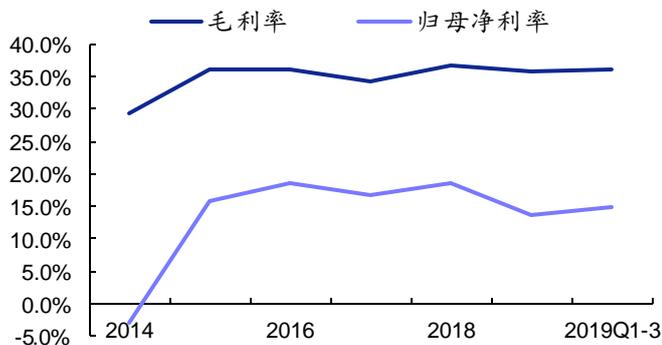
图 29: 公司应收账款周转率变化



资料来源: Wind、安信证券研究中心

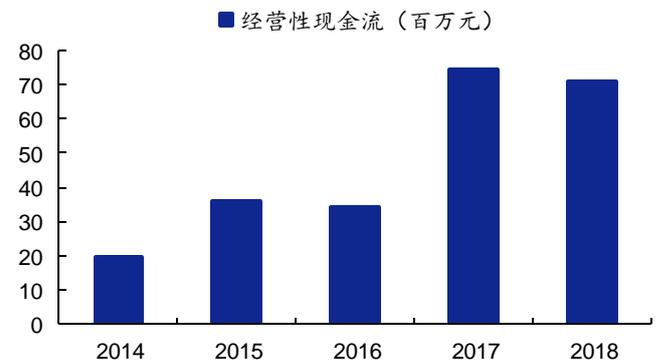
公司毛利率和净利率水平稳中有升。2014-2016年公司规模效应逐渐显现,毛利率和净利率快速提升。2017年受美国FDA核查的影响,公司的收入增速有所放缓、成本率有所提高。2019年公司上市,费用端支出增大,影响了公司净利率的水平。公司经营性现金流稳健增长。

图 30: 公司毛利率和归母净利率的变化



资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

图 31: 公司经营性现金流的变化



资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

4. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2019 年-2021 年的收入分别为 4.49 亿元 (+38.1%)、6.41 亿元 (+42.7%)、8.87 亿元 (+38.6%)，归母净利润分别为 0.66 亿元 (+8.9%)、0.95 亿元 (+44.0%)、1.34 亿元 (+40.3%)，对应 EPS 分别为 1.07 元、1.54 元、2.16 元，对应 PE 分别为 67.8 倍、47.1 倍、33.6 倍。我们看好公司未来 CRO 业务快速成长，给予“增持-A”评级。

我们盈利预测的核心假设如下：

(1) 根据公司 2019 年业绩快报，2019 年度公司新签订单 6.16 亿元，同比增长 46.49%。考虑到公司新签订单大部分在 1 年内确认收入，我们认为公司 2019 年新签订单增速对公司未来收入增长有较好的预示作用，我们在此基础上对公司各业务板块未来增速进行预测：

- 我们预计公司传统优势业务板块化学服务和临床前研究继续保持稳健的快速增长；
- 公司不断拓展在药学研究领域（原料药研究服务和制剂研究服务）的业务，我们预计公司药学研究服务增长加速；

(2) 伴随业务规模的不断扩大，规模优势显现，公司整体毛利率水平呈现提高的趋势。

表 5：公司收入预测

| 年份 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 药物探索与药学研究 | 129.7 | 138.5 | 181.3 | 250.33 | 352.59 | 484.41 |
| YOY | 57.17% | 6.79% | 30.87% | 38.07% | 40.85% | 37.39% |
| 临床前研究 | 102.6 | 110.7 | 143.6 | 198.54 | 287.88 | 403.03 |
| YOY | 25.95% | 7.94% | 29.70% | 38.23% | 45.00% | 40.00% |
| 营业收入合计 | 232.3 | 249.3 | 324.9 | 448.87 | 640.47 | 887.44 |
| YOY | 41.67% | 7.30% | 30.35% | 38.14% | 42.68% | 38.56% |

资料来源：Wind、安信证券研究中心

5. 风险提示

行业景气度不及预期。国内外医药行业研发支出增长若出现明显下滑，会对 CXO 行业的景气度造成影响。未来如果发生经济周期下行，或者行业政策变动等重大环境变化，导致药企原有产品销售规模下降或经营利润下降，那么药企可能会迫于预算的压力而减少研发支出。未来若资本市场融资环境发生重大变化，导致融资变难，那么初创公司研发支出也会承压。

行业监管政策发生重大变化的风险。医药研发服务受监管程度较高，国家对实验室、临床机构等的监管程度会对医药研发服务的供给产生重大影响。

来自国内同类企业的竞争日益激烈。行业高景气度和相对较高的利润率吸引更多玩家进入，当行业供给的增长超过行业需求的增长的情况时，有可能出现同类企业之间的价格战。

人工成本不断提高。公司是高度依靠人力资源的企业，人效对企业非常重要。CRO 企业所提供的服务对员工的专业型要求较高。伴随我国 CRO 服务需求的不断增长，CRO 相关专业人员的稀缺程度提高，相应的人工成本可能提高。

汇率风险。公司有众多客户来自海外，如果未来人民币兑美元等外币的汇率大幅度波动，有可能对公司产生不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 249.3 | 324.9 | 448.9 | 640.5 | 887.4 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 163.8 | 205.7 | 283.0 | 403.2 | 558.0 | 营业收入增长率 | 7.3% | 30.4% | 38.1% | 42.7% | 38.6% |
| 营业税费 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 营业利润增长率 | 9.3% | 46.2% | 8.4% | 44.2% | 39.6% |
| 销售费用 | 13.3 | 19.2 | 31.5 | 45.0 | 62.3 | 净利润增长率 | -4.1% | 46.0% | 8.9% | 44.0% | 40.3% |
| 管理费用 | 21.8 | 25.0 | 58.4 | 83.3 | 115.4 | EBITDA 增长率 | 3.3% | 39.2% | 4.9% | 41.8% | 36.9% |
| 财务费用 | 1.1 | -5.5 | -3.1 | -4.2 | -5.8 | EBIT 增长率 | -1.0% | 42.0% | 1.4% | 44.5% | 39.7% |
| 资产减值损失 | -1.2 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | NOPLAT 增长率 | 17.1% | 33.1% | 13.7% | 44.5% | 39.7% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 16.6% | 58.2% | 32.3% | 9.3% | 19.9% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 17.2% | 21.5% | 23.5% | 22.4% | 25.6% |
| 营业利润 | 48.8 | 71.3 | 77.3 | 111.4 | 155.6 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 0.6 | 0.3 | -0.3 | -0.5 | -0.5 | 毛利率 | 34.3% | 36.7% | 37.0% | 37.1% | 37.1% |
| 利润总额 | 49.3 | 71.6 | 76.9 | 110.9 | 155.1 | 营业利润率 | 19.6% | 21.9% | 17.2% | 17.4% | 17.5% |
| 减:所得税 | 6.7 | 9.1 | 9.2 | 13.3 | 18.6 | 净利润率 | 16.7% | 18.7% | 14.8% | 14.9% | 15.1% |
| 净利润 | 41.6 | 60.8 | 66.2 | 95.4 | 133.7 | EBITDA/营业收入 | 24.9% | 26.6% | 20.2% | 20.1% | 19.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 20.7% | 22.5% | 16.5% | 16.7% | 16.9% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 116 | 118 | 106 | 84 | 66 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | 12 | -1 | 4 | 7 | 9 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 350 | 286 | 266 | 258 | 255 |
| | | | | | | 应收账款周转天数 | 110 | 81 | 85 | 85 | 85 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 9 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 534 | 482 | 437 | 385 | 350 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 107 | 114 | 118 | 98 | 81 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 14.5% | 17.5% | 15.4% | 18.2% | 20.3% |
| | | | | | | ROA | 10.9% | 13.1% | 11.1% | 12.9% | 14.1% |
| | | | | | | ROIC | 63.0% | 71.9% | 51.7% | 56.5% | 72.2% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 5.3% | 5.9% | 7.0% | 7.0% | 7.0% |
| | | | | | | 管理费用率 | 8.7% | 7.7% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| | | | | | | 财务费用率 | 0.4% | -1.7% | -0.7% | -0.7% | -0.7% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 14.5% | 11.9% | 19.3% | 19.4% | 19.4% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 25.9% | 26.0% | 28.6% | 29.5% | 30.8% |
| | | | | | | 负债权益比 | 35.0% | 35.2% | 40.0% | 41.9% | 44.6% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.86 | 2.48 | 2.44 | 2.52 | 2.57 |
| | | | | | | 速动比率 | 2.79 | 2.41 | 2.34 | 2.43 | 2.48 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 47.64 | -13.37 | -24.05 | -25.45 | -25.80 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | - | - | - | - | - |
| | | | | | | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

资产负债表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 156.8 | 166.6 | 216.7 | 306.7 | 414.7 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收账款 | 68.0 | 78.2 | 133.7 | 168.7 | 250.4 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - |
| 预付账款 | 7.8 | 11.5 | 15.0 | 22.8 | 29.5 |
| 存货 | 6.5 | 8.4 | 15.2 | 18.4 | 28.1 |
| 其他流动资产 | 4.3 | 8.3 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 90.4 | 122.5 | 141.8 | 157.1 | 168.2 |
| 在建工程 | 3.4 | 17.0 | 17.6 | 18.1 | 18.4 |
| 无形资产 | 1.1 | 4.7 | 8.3 | 11.1 | 13.1 |
| 其他非流动资产 | 54.3 | 60.5 | 52.7 | 44.9 | 37.1 |
| 资产总额 | 392.7 | 477.7 | 611.0 | 757.7 | 969.6 |
| 短期债务 | - | - | - | - | - |
| 应付账款 | 23.1 | 45.8 | 51.2 | 87.0 | 104.4 |
| 应付票据 | - | - | - | - | - |
| 其他流动负债 | 62.0 | 64.2 | 108.9 | 122.1 | 180.2 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - |
| 其他非流动负债 | 16.7 | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 14.4 |
| 负债总额 | 101.8 | 124.4 | 174.5 | 223.6 | 299.0 |
| 少数股东权益 | 3.9 | 5.6 | 7.1 | 9.3 | 12.1 |
| 股本 | 46.5 | 46.5 | 62.0 | 62.0 | 62.0 |
| 留存收益 | 240.5 | 301.2 | 367.4 | 462.8 | 596.5 |
| 股东权益 | 290.9 | 353.3 | 436.5 | 534.1 | 670.6 |

现金流量表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 42.7 | 62.4 | 66.2 | 95.4 | 133.7 |
| 加:折旧和摊销 | 18.3 | 20.4 | 16.5 | 21.5 | 26.4 |
| 资产减值准备 | -1.2 | 1.8 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 3.1 | -3.0 | -3.1 | -4.2 | -5.8 |
| 投资损失 | - | - | - | - | - |
| 少数股东损益 | 1.1 | 1.7 | 1.5 | 2.2 | 2.7 |
| 营运资金的变动 | -20.9 | -12.9 | -9.6 | 10.9 | -14.9 |
| 经营活动产生现金流量 | 74.7 | 71.1 | 71.6 | 125.7 | 142.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -58.9 | -64.4 | -40.0 | -40.0 | -40.0 |
| 融资活动产生现金流量 | - | - | 18.6 | 4.2 | 5.8 |

业绩和估值指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS(元) | 0.67 | 0.98 | 1.07 | 1.54 | 2.16 |
| BVPS(元) | 4.63 | 5.61 | 6.93 | 8.46 | 10.62 |
| PE(X) | 107.8 | 73.9 | 67.8 | 47.1 | 33.6 |
| PB(X) | 15.6 | 12.9 | 10.5 | 8.6 | 6.8 |
| P/FCF | 148.2 | 313.4 | 176.8 | 56.2 | 46.0 |
| P/S | 18.0 | 13.8 | 10.0 | 7.0 | 5.1 |
| EV/EBITDA | - | - | 46.6 | 32.2 | 23.0 |
| CAGR(%) | 31.7% | 29.8% | 15.1% | 31.7% | 29.8% |
| PEG | 3.4 | 2.5 | 4.5 | 1.5 | 1.1 |
| ROIC/WACC | | | | | |
| REP | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | | |
|-------|-------|-------------|--------------|---------------------------|------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳 | 上海区域销售负责人 | 18930060852 | panyan@essence.com.cn | |
| | 侯海霞 | 上海区域销售总监 | 13391113930 | houhx@essence.com.cn | |
| | 朱贤 | 上海区域销售总监 | 13901836709 | zhuxian@essence.com.cn | |
| | 李栋 | 上海区域高级销售副总监 | 13917882257 | lidong1@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监 | 13916816630 | liugy@essence.com.cn | |
| | 孙红 | 上海区域销售副总监 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn | |
| | 苏梦 | 上海区域销售经理 | 13162829753 | sumeng@essence.com.cn | |
| | 秦紫涵 | 上海区域销售经理 | 15801869965 | qinzh1@essence.com.cn | |
| | 陈盈怡 | 上海区域销售经理 | 13817674050 | chenyy6@essence.com.cn | |
| | 王银银 | 上海区域销售经理 | 18217126875 | wangyy4@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 李倩 | 北京基金组主管 | 18500075828 | liqian1@essence.com.cn |
| 温鹏 | | 北京基金组销售副总监 | 13811978042 | wenpeng@essence.com.cn | |
| 夏坤 | | 北京基金组销售副总监 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn | |
| 曹琰 | | 北京基金组销售经理 | 15810388900 | caoyan1@essence.com.cn | |
| 张莹 | | 北京保险组主管 | 13901255777 | zhangying1@essence.com.cn | |
| 姜东亚 | | 北京保险组销售副总监 | 13911268326 | jiangdy@essence.com.cn | |
| 张杨 | | 北京保险组销售副总监 | 15801879050 | zhangyang4@essence.com.cn | |
| 王帅 | | 北京保险组销售经理 | 13581778515 | wangshuai1@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | | 胡珍 | 深圳基金组高级销售副总监 | 13631620111 | huzhen@essence.com.cn |
| | | 范洪群 | 深圳基金组销售副总监 | 13922833856 | fanhq@essence.com.cn |
| | 黎欢 | 深圳基金组销售经理 | 15820484816 | lihuan@essence.com.cn | |
| | 聂欣 | 深圳基金组销售经理 | 13540211209 | niexin1@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | 深圳基金组销售经理 | 18682080397 | chaomw@essence.com.cn | |
| | 杨萍 | 深圳基金组销售经理 | 13723434033 | yangping1@essence.com.cn | |
| | 黄秋琪 | 深圳基金组销售经理 | 13699750501 | huangqq@essence.com.cn | |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034