

康龙化成(300759)

稀缺的一体化服务全球 CXO 龙头

——康龙化成深度报告

✍️ : 孙建 执业证书编号: S12303120080013  
☎️ : 联系人: 郭双喜  
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

从历史数据看,公司保持快于药明康德的人效提升速度,公司2020年公司整体毛利率和经调整净利率水平已经基本接近药明康德。公司致力于打造成为全球多疗法药物一体化研发平台,充分发挥协同优势,未来伴随着 CMC 业务、临床 CRO 业务和加速布局的新业务(如大分子和 CGT CDMO)能力边界突破,公司盈利能力有望持续提升,维持“买入”评级。

投资要点

□ 差异化拓展的全球医药 CXO 一体化龙头

1) 2016 年开始公司海外业务拓展节奏明显加快,而且战略布局也越来越清晰。公司 4 年内快速搭建放射性药物代谢和一站式临床服务平台。半年内通过并购完成细胞和基因疗法 CDMO 从工艺开发-生产-分析业务布局,积极培育未来业绩新增量。2) 打造多疗法药物一体化研发全球化 CXO 龙头。从公司业务拓展的战略不难看出,公司依托在小分子药物研发和生产方面积累的成熟运营经验和客户积累,正在逐步打造小分子-大分子-细胞和基因疗法研发和生产全球一体化服务平台。参考公司实验室化学-生物科学-CMC 业务导流效率,我们认为公司多业务(实验室化学-生物科学-临床 CRO-小分子 CDMO-生物药 CDMO)多疗法(小分子-大分子-CGT)一体化平台有望创造更大的价值,从而为公司未来业绩增长奠定基础。

□ 盈利:一体化协同效应,盈利能力提升

1) 公司保持快于药明康德的人效提升速度。2014-2020 年公司人均创收和人均创利复合增速均比药明康德保持更高增长(人均创收 5.6% vs 4.8%,人均扣非后归母净利润 35.2% vs 24.4%)。2020 年药明康德和康龙化成人均经调整后净利润数值分别为 13.5 万/人和 9.6 万/人(YOY 21.9% vs 29.6%),考虑到 2020 年公司并购联斯达,我们认为其内生的人员创利(经调整归母净利润)绝对值会更高一些。结合公司更快的人员复合增速(29.3% vs 药明康德 20.2%),我们认为公司仍然处于能力边界突破期,这个阶段必然伴随收入持续快速增长和盈利能力的进一步提升。2) 盈利能力持续提升,调整后主业净利率已与药明康德相当。从可比公司毛利率数据来看,从 2014-2020 年公司整体毛利率处于稳步提升趋势,目前已经基本达到药明康德的毛利率水平(37.5% vs 38.0%)。2020 年康龙化成的经调整净利率水平已经非常接近药明康德经调整净利率(20.95% vs 21.56%)。以上数据也反映了公司经营效率逐步提升的趋势。

□ 支撑:短期存量盈利提升,长期一体化平台新业务助力发展

看历史:新业务盈利能力提升带动边际改善。1) 公司主要收入和利润来源是实验室服务。2016-2020 年实验室服务收入占比一直维持在 63%以上,毛利占比一直维持在 72%以上,2015-2017 年公司毛利率提升主要还是实验室服务毛利率提升拉动的。2) CMC 业务弹性显现,拉动 2019-2020 毛利率提升。2019-2020 年毛利增速最快的业务是 CMC 业务,我们认为伴随着业务逐步拓展至 III 期和

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	¥ 147.39
单季度业绩	元/股
4Q/2020	0.48
3Q/2020	0.38
2Q/2020	0.47
1Q/2020	0.12



公司简介

公司是一家领先的全流程一体化医药研发服务平台,业务遍及全球,致力于协助客户加速药物创新。

相关报告

- 1 《【浙商医药】康龙化成:全球化逐步成型,看好盈利能力持续突破》2021.03.29
- 2 《【浙商医药】康龙化成 2020 年业绩预告点评:略超预期,看好新产能、平台化加速节奏》2021.01.26
- 3 《康龙化成(300759):股权激励常态化,CDMO 放量在即,有望超预期》2020.11.09
- 4 《康龙化成 2020Q3 点评:新产能利用叠加盈利提升窗口,业绩有望持续超预期》2020.10.29
- 5 《康龙化成 2020 中报业绩点评:Q2 盈利能力明显提升,看好下半年业绩延续快速增长》2020.08.27

联系人: 郭双喜

商业化阶段,规模化生产效应将更为显著从而拉动公司整体毛利率进一步提升。

**看未来:短期存量盈利提升,长期新业务助力发展。**1) 实验室服务弹性主要在生物科学服务,毛利率仍有提升空间。2020年该业务毛利率已经赶超药明康德中国区实验室服务毛利率(42.74% vs 42.06%)。生物科学服务整体收入和毛利占比提升较快,其更高的毛利率(2017年54% vs 实验室化学38%)及高增长,有望拉动公司实验室服务整体毛利率持续提升。2) 订单和新产能释放共振下有望持续超预期,CMC/CDMO业务毛利率和人效仍有较大提升空间。3) 临床CRO业务加速完善,业务稳定后盈利能力有望持续提升。公司并购Pharmaron CPC、南京思睿(临床研究)和联斯达(SMO)后,仍处于业务快速拓展期。待公司业务结构稳定后,预计临床CRO服务毛利率有望持续提升。4) 长期:小分子-大分子-细胞和基因疗法研发和生产全球一体化服务平台优势逐步显现,并成为CXO行业领军企业。我们预计2021-2023年,小分子CDMO,临床CRO业务助力业绩快速增长,大分子和CGT平台完成能力建设。2024-2030年,临床CRO板块、小分子CDMO业务贡献稳定业绩(也可能有超预期弹性),大分子和CGT CDMO平台步入快速发展期,服务能力逐步完善。

#### □ 盈利预测及估值

基于公司核心业务板块分析,我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.83、2.42和3.25元,按2021年4月14日收盘价对应2021年81倍PE(2022年为61倍)。参考可比公司估值,考虑到公司全球化多疗法药物一体化研发平台优势以及生物科学业务快速增长、CMC业务产能释放带来盈利能力提升趋势,我们给予公司2021年90-95倍PE,对应市值区间约1308-1380亿元,维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

全球创新药研发投入景气度下滑的风险、新业务拓展不及预期风险、竞争风险、汇兑风险、业绩不达预期风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5134	6696	8775	11571
(+/-)	36.64%	30.44%	31.05%	31.86%
净利润	1172	1453	1921	2579
(+/-)	114.25%	23.89%	32.23%	34.27%
每股收益(元)	1.48	1.83	2.42	3.25
P/E	99.87	80.61	60.96	45.40

资料来源:浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1. 差异化拓展的全球医药 CXO 一体化龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1. 打造全球化多疗法药物一体化研发和生产平台 .....	5
1.2. 快速搭建放射性药物代谢和一站式临床服务平台 .....	6
1.3. 切入 CGT 领域，在岸方式加速布局 .....	7
<b>2. 盈利：一体化协同效应，新业务盈利提升</b> .....	<b>8</b>
2.1. 更快的人效提升速度，凸显业务协同效应 .....	8
2.2. 调整后主业净利率已与药明康德相当 .....	9
<b>3. 看历史：新业务盈利能力提升带动边际改善</b> .....	<b>11</b>
3.1. 公司主要收入和利润来源是实验室服务 .....	11
3.2. CMC 弹性显现，拉动 2019-2020 年毛利率提升 .....	11
<b>4. 看未来：短期存量盈利提升，长期新业务助力发展</b> .....	<b>12</b>
4.1. 生物科学服务贡献弹性，毛利率仍有提升空间 .....	12
4.2. CMC 毛利率和人效仍有较大提升空间 .....	13
4.3. 临床 CRO 业务：盈利能力逐步恢复提升 .....	14
4.4. 短期业绩无忧，订单加速，产能共振 .....	15
4.5. 长期：小分子业务稳增长，临床 CRO、大分子和 CGT CDMO 业务贡献弹性 .....	16
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>17</b>
5.1. 业务拆分与预测 .....	17
5.2. 可比公司估值与投资建议 .....	18
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 2014-20 年药明康德、康龙化成人均收入变化 .....	8
图 2: 2014-20 年药明康德、康龙化成人均创利（毛利）变化 .....	8
图 3: 2014-20 年药明康德、康龙化成人均创利（扣非净利润） .....	8
图 4: 2014-20 年药明康德、康龙化成人均创利（经调整净利润） .....	8
图 5: 2014-20 年药明康德、康龙化成人均增长情况 .....	9
图 6: 2011-20 年可比公司毛利率 .....	9
图 7: 2011-20 年可比公司扣非后净利率 .....	9
图 8: 2018-20 年药明康德和康龙化成经调整净利率水平已经基本相当 .....	10
图 9: 2016-20 年公司业务收入占比拆分 .....	11
图 10: 2016-20 年公司业务毛利占比拆分 .....	11
图 11: 2015-20 年实验室服务毛利率最高，贡献最大 .....	11
图 12: 2019-20 年实验室服务和 CMC 业务对毛利率拉动较大 .....	11
图 13: 2014-20 年公司实验室服务毛利率逐渐赶超药明康德 .....	12
图 14: 2015-20 年公司实验室服务业务收入拆分 .....	12

图 15: 2015-20 年公司生物科学服务毛利占比持续提升 .....	13
图 16: 2015-20 年公司实验室化学和生物科学毛利率变化 .....	13
图 17: 2014-20 年可比公司 CMO/CDMO 业务收入 .....	13
图 18: 2014-20 年可比公司 CMO/CDMO 业务毛利率情况 .....	13
图 19: 2014-20 年可比公司 CMO/CDMO 人均创收 .....	14
图 20: 2014-20 年 CMO/CDMO 人均创利(毛利) .....	14
图 21: 2014-20 年可比公司临床 CRO 业务收入 .....	14
图 22: 2014-20 年可比公司临床 CRO 业务毛利率情况 .....	14
图 23: 2014-20 年可比公司临床 CRO 业务人均创收 .....	15
图 24: 2014-20 年可比公司临床 CRO 业务人均创利(毛利) .....	15
图 25: 2014-20 年合同负债情况 .....	15
图 26: 2014-20 年固定资产和在建工程情况 .....	15
图 27: 2014-20 年收入及同比增速 .....	16
图 28: 2014-20 年公司扣非后归母净利润及增速情况 .....	16
表 1: 康龙化成多疗法药物全球一体化研发和生产平台概览 .....	5
表 2: 康龙化成自建平台和并购业务情况 .....	6
表 3: 康龙化成细分业务板块拆分及营收预测 .....	17
表 4: 可比公司估值 .....	18
表附录: 三大报表预测值 .....	19

## 1. 差异化拓展的全球医药 CXO 一体化龙头

公司多疗法药物一体化研发和生产平台的战略已经逐步清晰。我们观察到：2016 年开始公司海外业务拓展节奏明显加快、公司业务整合和新技术布局也在持续验证（比如“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台已经在临床研究中成为具有较强竞争力和差异化的技术平台）。后续有望通过持续并购继续加强技术平台建设，并加快在新业务领域布局，这是公司 2016 年以来基本面最大的变化，也有望为未来业绩贡献弹性。

### 1.1. 打造全球化多疗法药物一体化研发和生产平台

业务协同能力有望促进未来多疗法药物全球一体化研发和生产平台价值最大化。目前，公司已经成为全球领先的小分子药物研发和生产 CXO 龙头企业，初步成为具有特色的全球化临床 CRO 服务供应商，正在搭建全球化细胞和基因疗法研发和生产一体化平台（2020 年底收购美国 Absorption Systems 完成 DMPK/ADME 和生物分析服务平台海外布局，2021Q2 预计完成对英国 ABL 收购打造成临床前研究、产品开发到商业化生产的 CGT 服务平台），也在国内积极推进大分子 CDMO 产能建设（在宁波开始建设 7 万平方米的大分子药物开发和生产服务基地，预计 2022 年下半年投入 GMP 生产）。从公司业务拓展的战略不难看出，公司依托在小分子药物研发和生产方面积累的成熟运营经验和客户积累，正在逐步打造小分子-大分子-细胞和基因疗法研发和生产全球一体化服务平台。参考公司实验室化学-生物科学-CMC 业务导流效率，我们认为公司多业务（实验室化学-生物科学-临床 CRO-CMC）、多疗法（小分子-大分子-CGT）一体化平台有望创造更大的价值，从而为公司未来业绩增长奠定基础。

**表 1：康龙化成多疗法药物全球一体化研发和生产平台概览**

中国									
实验室化学和 CMC						生物科学（安评）	临床 CRO		大分子 CDMO
北京总部	宁波	肇庆	西安	绍兴	天津工厂	北京 TSP	南京思睿	北京联斯达	宁波（预计 2022 年运营）
实验室化学和 CMC	实验室化学、生物科学 CMC	生物科学	实验室化学	CMC（商业化）	CMC	GLP 安全性评价	临床 CRO	临床 CRO	大分子 CDMO
药物发现与早期药物开发相关实验室	合成、工艺化学、药代和药动、GMP 原料药小试、制剂开发、生产	从事前临床研究、实验猴的繁育及相关进出口业务。	合成化学、化合物库合成	临床后期以及商业化生产，600m <sup>3</sup> 反应釜	总反应釜体积达 176m <sup>3</sup>	通过 AAALAC、NMPA 和 OECD GLP 认证和 FDA 两次审查	监管注册、临床运营、数统等	SMO	大分子药物开发和生产服务基地
1200 万平方英尺	80 万平方英尺		17.2 万平方英尺	8.1 万平方英尺	53.8 万平方英尺	21.5 万平方英尺			7 万平米
英国					美国				
实验室化学和 CMC	生物分析（临床）		CGT CDMO		临床 CRO 服务		生物科学		
霍兹登	卢斯登	加的夫	利物浦（ABL，预计 2021Q2 完成收购）		巴尔的摩	日耳曼敦		Absorption Systems（美国费城、圣地亚哥、波士顿）	
实验室化学和 CMC	放射标记化学与代谢学	放射标记化学	细胞和基因疗法 CDMO		临床 CRO	分析科学（临床）		生物分析	

药物发现、 工艺化学、 GMP 原料药 小试、GMP 药品生产	放射性标记化 学及药物代 谢、遵循 GLP 和 GCP 法规	<sup>14</sup> C 和 <sup>3</sup> H 标记化学、 放射性标记 生物药	打造从临床前研究、产 品开发到商业化生产的 CGT 服务平台	多次通过 美国 FDA 核查、96+ 张床位	生物样品分析、超灵敏 AMS 分 析、 <sup>14</sup> C 微量示踪物分析、 <sup>14</sup> C 代谢物分析	DMPK/ADME 和生物分析 服务
47.3 万平方 英尺	2.9 万平方英尺	4.8 万平方 英尺		4 万平方英 尺	1.6 万平方英尺	

资料来源：公司官网，公司年报，浙商证券研究所

## 1.2. 快速搭建放射性药物代谢和一站式临床服务平台

通过并购快速搭建贯穿新药研发整个阶段的药物代谢动力学研发服务平台。2016 年开始并购 Quotient Bioresearch，2017 年并购 Xceleron 完成放射性药物代谢动力学研究技术平台搭建。据公司年报显示：虽然 2020 年临床业务受到海外疫情负面影响，但是公司凭借独特的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台，实现了海外临床研究服务稳健增长，彰显公司放射性药物代谢动力学技术平台（合成+分析）较强的客户认可度。

**表 2：康龙化成自建平台和并购业务情况**

康龙化成自建业务平台情况	
2003 年	康龙化成成立
2008 年	成立 CMC 业务、DMPK 部、生物部
2009 年	成立药理部和实验动物管理部
2010 年	成立康龙西安，实验室化学
2015 年	成立康龙宁波，实验室化学和 CMC 业务
2016 年	成立康龙手性，合成化学
2017 年	成立康龙绍兴，CMC 业务
2018 年	成立康龙上海，实验室化学
2018 年	成立宁波康龙生物，大分子药物研究、开发和生产
2016 年开始康龙化成业务并购加快	
2009 年	收购康龙昌平，安评业务
2016 年	收购 Quotient Bioresearch，放射性药物代谢动力学研究服务和 CMC 开发
2016 年	收购 Quotient Bioresearch，放射性药物标记业务
2016 年	收购 Quotient Bioresearch，放射性化合物合成业务
2017 年	收购 Xceleron Inc.，放射性药物代谢动力学研究服务
2017 年	并购 SNBL，早期临床服务（I-II 期）
2017 年	收购宁波康泰博，药物发现、生命科学研究和 CMC
2018 年	收购英国 Hoddesdon，境外 CMC 服务
2019 年	控股南京思睿，临床 CRO 服务
2020 年	控股联斯达，SMO 服务
2020 年	收购 Absorption Systems，拓展海外 DMPK/ADME 和生物分析服务
2021 年	拟收购 Allergan Biologics Limited，通过业务整合将其转变为向第三方客户提供生物制剂 CDMO 服务（包括细胞和基因疗法 CDMO）的公司
2021 年	收购新日本科学旗下肇庆创药合共 50.01% 的控股权，强化在药物安全性评价等生物科学方面的能力

资料来源：公司招股书，公司公告，浙商证券研究所

**4年内通过并购快速搭建一站式临床服务平台：**公司2017年才通过并购 Pharmaron CPC 开始进行海外临床 CRO 业务布局，并先后在 2019 和 2020 年完成对联营企业南京思睿（临床研究服务）和联斯达（SMO）控股，初步完成了一站式临床服务平台的布局，海外和国内临床 CRO 业务布局基本成型。

### 1.3. 切入 CGT 领域，在岸方式加速布局

**快速布局细胞和基因疗法 CDMO 从临床前研究-产品开发-商业化生产业务：**

1) 公司 2020 年底以 1.375 亿美元收购美国 Absorption Systems（为大分子/小分子药物、基因治疗、细胞疗法及医疗器械产品提供非临床体外和体内实验室分析、生物学测试和动物测试服务，以支持相关药物、疗法及医疗器械产品的发现、开发和审批）100% 的股权。2) 2021 年初宣布将以 1.187 亿美元现金收购 Allergan Biologics Limited（艾伯维旗下公司，ABL 拥有最先进的药物开发和临床生产设施，在英国利物浦进行生物制剂（大分子药物）和最先进疗法的研究与开发服务），该交易预计将于 2021Q2 完成。公司计划通过整合将标的公司转变为向第三方客户提供生物制剂 CDMO 公司。ABL 进一步在细胞和基因疗法产品开发方面打造了坚实的基础和专业能力，其运用的悬浮系统生产平台能达商业化规模。

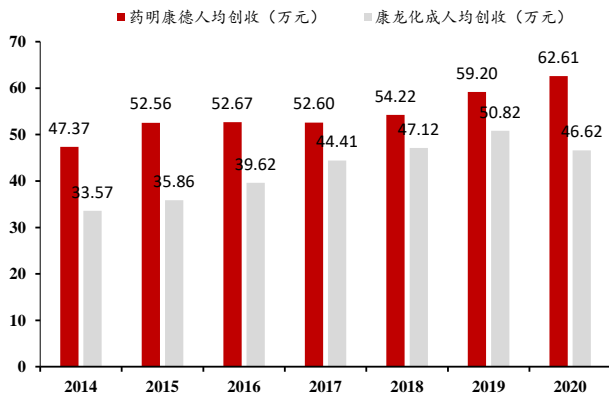
可以看出半年时间公司基本完成了在细胞和基因疗法 CDMO 业务服务链条中的临床前研究-工艺开发（CMC）-cGMP 生产（CDMO）布局，考虑到两个并购公司高度协同，旨在打造从临床前研究、产品发展到商业化生产的 CGT 服务大平台。我们强调：不同于传统的离岸外包，CGT 作为新兴治疗方法，服务方基于人才、客户、外包率现状，往往是采用在岸的方式布局，这是一种抢占市场红利逻辑下布局而非离岸的产业转移，是一种抢赛道逻辑，我们看好公司在该业务的加速布局以及带来的可能弹性。

## 2. 盈利：一体化协同效应，新业务盈利提升

### 2.1. 更快的人效提升速度，凸显业务协同效应

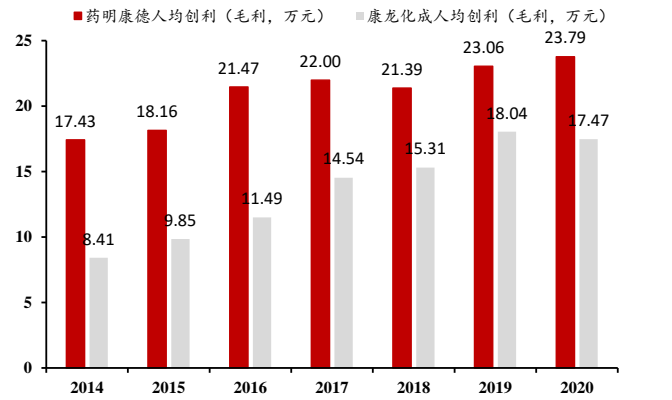
2014-2020年，康龙化成保持了更高的人效提升速度。我们发现2014-2020年人均收入复合增速方面，康龙化成保持了更高增长（康龙化成：5.6%，药明康德：4.8%）；人均创利复合增速方面，康龙化成依然保持了更高的增长（人均扣非后归母净利润：康龙化成35.2% vs 药明康德24.4%，人均毛利：康龙化成13.0% vs 药明康德5.3%）。比较药明康德和康龙化成人均经调整后归母净利润，我们发现2020年药明康德和康龙化成分别达到13.5和9.6万，分别同比增长21.9%和29.6%。如果扣除利息收入影响，2020年药明康德和康龙化成人均经调整净利润分别为13.1万和9.0万，考虑2020年康龙化成并购联斯达和Absorption Systems带来人员表观增速（YOY 49.0%）高于内生实际增速。我们认为康龙化成内生的人员创利（经调整归母净利润）绝对值要更高一些，更多的反映了经营效率逐步提升的趋势。

图 1：2014-20 年药明康德、康龙化成人均收入变化



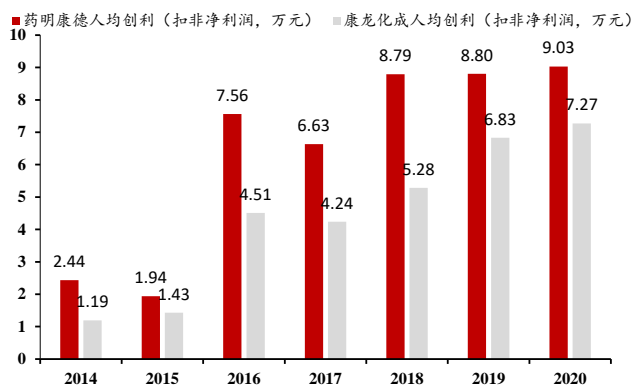
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2014-20 年药明康德、康龙化成人均创利（毛利）变化



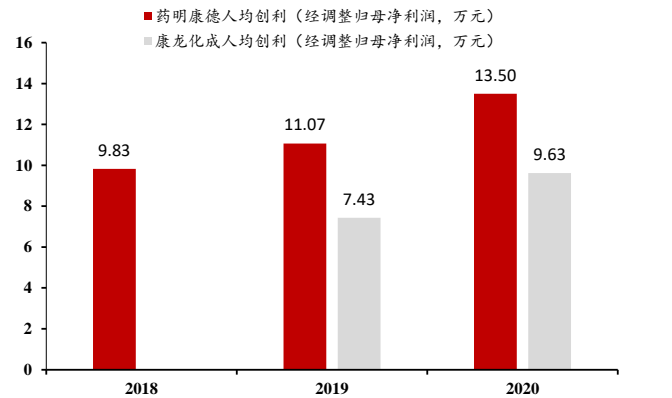
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2014-20 年药明康德、康龙化成人均创利（扣非净利润）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2014-20 年药明康德、康龙化成人均创利（经调整净利润）

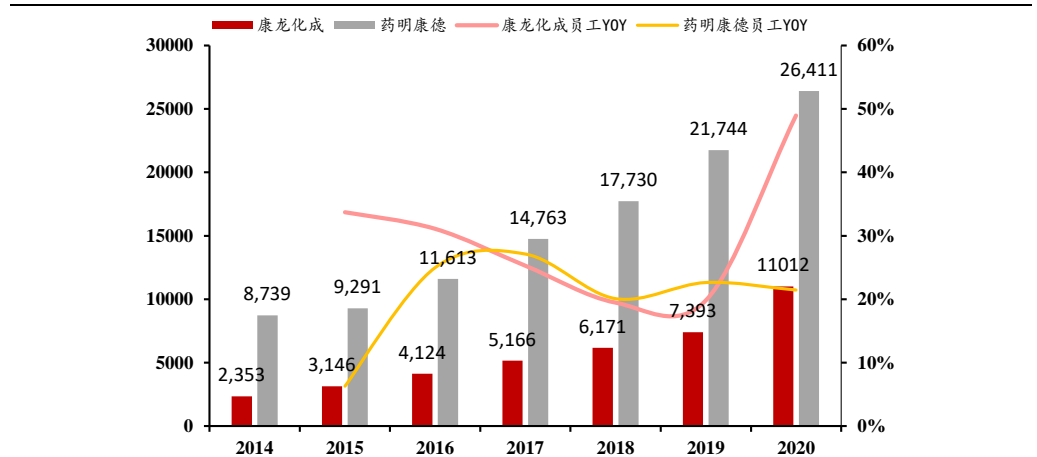


资料来源：Wind，浙商证券研究所

人效提升\*人员增长，康龙化成仍处于能力边界突破窗口期。除了更高的人效提升速度，我们发现药明康德、康龙化成均保持比较快的人员增速（2014-2020年人员复合增速方面，药明康德：20.2% vs 康龙化成：29.3%），考虑康龙化成人均毛利和药明康德的差距，我们认为公司仍然处于能力边界突破期，这个阶段必然伴随收入持续快速增长和盈利能力的进一步提升。



图 5：2014-20 年药明康德、康龙化成人员增长情况

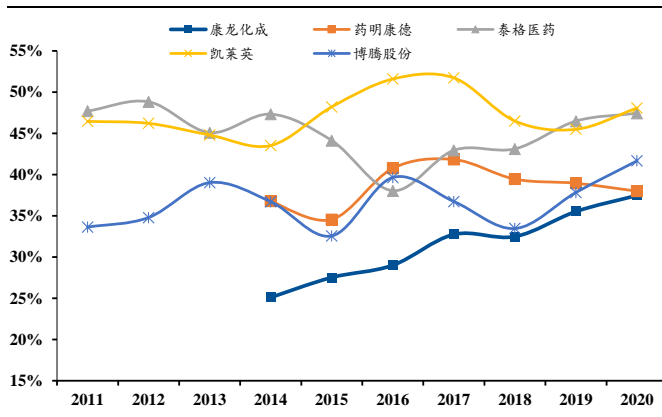


资料来源：wind，浙商证券研究所

## 2.2. 调整后主业净利率已与药明康德相当

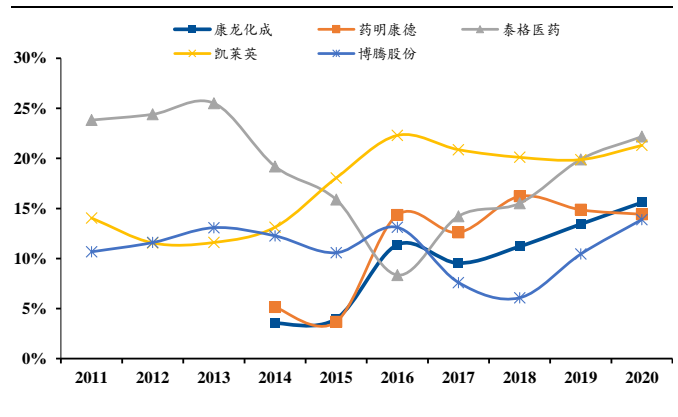
从可比公司毛利率数据来看，从 2014-2020 年公司整体毛利率处于稳步提升趋势，而且是目前可比公司中唯一一家毛利率持续提升的企业，目前已经基本达到药明康德的毛利率水平（康龙化成毛利率 37.47% vs 药明康德 37.99%）。从净利率（用扣非后归母净利润计算）角度来看，公司扣非后净利率水平已经超过了药明康德（2020 年康龙化成扣非后净利率 15.6% vs 药明康德 14.4%），参考公司与药明康德更为接近的业务结构，可能意味着公司已经具备更强的主业盈利能力。

图 6：2011-20 年可比公司毛利率



资料来源：Wind（凯莱英为浙商证券预测值），浙商证券研究所

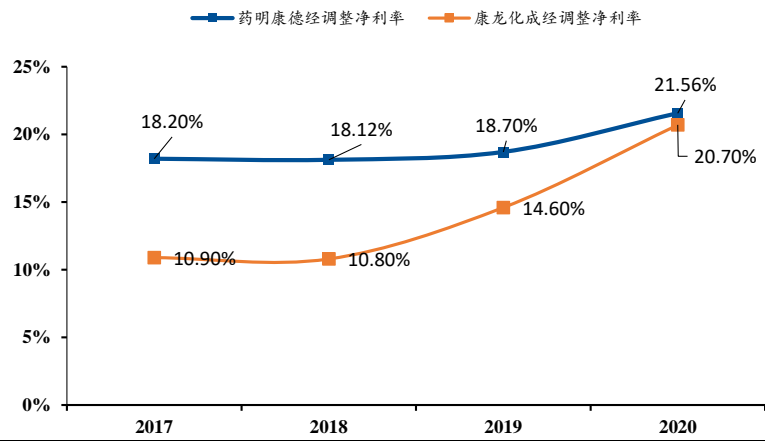
图 7：2011-20 年可比公司扣非后净利率



资料来源：Wind（凯莱英为浙商证券预测值），浙商证券研究所

**经调整主业净利率快速追赶至与药明康德相当。** 鉴于药明康德和公司均公布了 2020 年经调整归母净利润水平，也就意味着我们可以推演出两家可比公司的主业净利率水平。从结果看，康龙化的主业净利润水平已经非常接近药明康德主业净利率（20.95% vs 21.56%）。从以上数据可以看出康龙化成盈利能力已经提升到较高的水平，接下来我们探讨前期哪些业务拉动了公司盈利能力的提升以及未来盈利能力持续提升的可能性。

图 8：2018-20 年药明康德和康龙化成经调整净利率水平已经基本相当



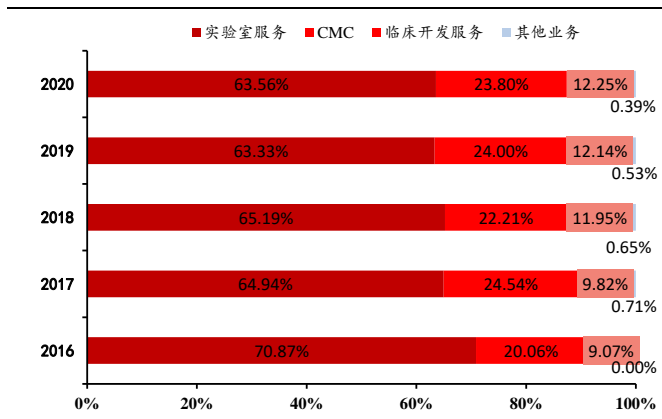
资料来源：公司年报和官网，浙商证券研究所

### 3. 看历史：新业务盈利能力提升带动边际改善

#### 3.1. 公司主要收入和利润来源是实验室服务

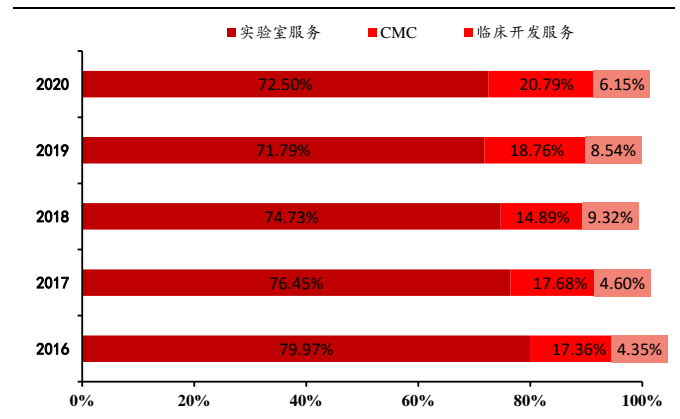
从收入和毛利拆分来看，公司主要收入和利润来源是实验室服务。2016-2020年实验室服务收入占比一直维持在63%以上，毛利占比一直维持在72%以上。从三大业务板块毛利率水平来看，实验室服务毛利率水平最高。也可以看到2015-2017年公司毛利率提升主要还是实验室服务毛利率提升拉动的，动力来自于公司实验室服务（实验室化学和生物科学）规模效应带来毛利率持续提升，2018年因为汇兑损失导致毛利率略有下降。

图 9：2016-20 年公司业务收入占比拆分



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：2016-20 年公司业务毛利占比拆分

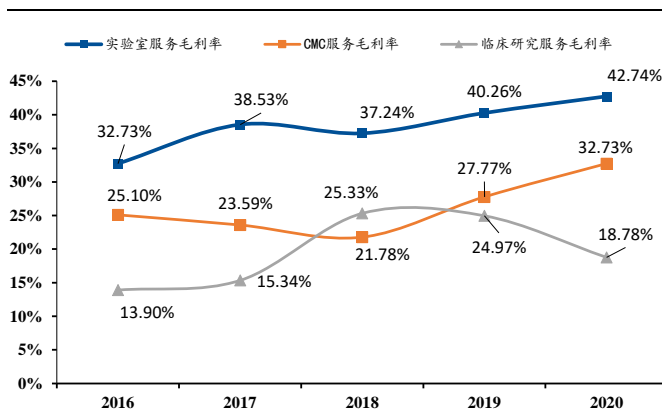


资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 3.2. CMC 弹性显现，拉动 2019-2020 年毛利率提升

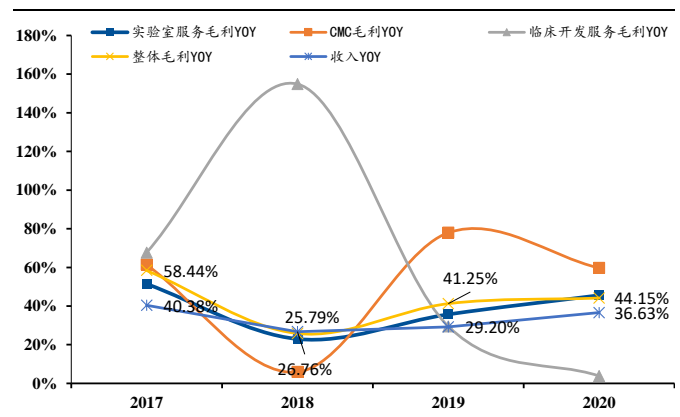
CMC 业务对盈利能力提升的弹性开始显现。但是值得注意的是，虽然实验室服务毛利率不断提升（2019年主要是相比实验室化学更高毛利率的生物科学服务快速增长，2020年主要是受益海外疫情带来订单转移以及生物科学快速增长）是公司整体毛利率稳步提升的动力，但是可以看到2019-2020年毛利增速最快的业务是CMC业务，也就意味着其对公司2019-2020年毛利率提升拉动最大。根据年报数据显示公司2019-2020年CMC业务毛利率提升的动力主要来自于前期积累的众多药物发现项目进入药物开发阶段、CMC服务范围拓展及技术能力提升。我们认为伴随着后续CMC业务逐步拓展至III期和商业化阶段后规模化生产效应预计将更为显著，有望带动公司CMC业务毛利率持续提升。

图 11：2015-20 年实验室服务毛利率最高，贡献最大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：2019-20 年实验室服务和 CMC 业务对毛利率拉动较大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

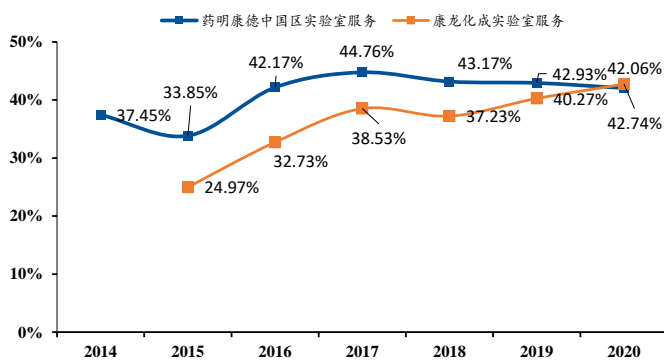
## 4. 看未来：短期存量盈利提升，长期新业务助力发展

为了更充分的论证公司三大业务板块（实验室服务、CMC 业务和临床 CRO 服务）未来成长性，我们将每项业务的财务数据与可比公司可比业务进行了比较分析。从结论上来看，1) 短期 CMC、生物科学和临床 CRO 服务等存量业务盈利能力有望持续提升拉动公司业绩增长：公司实验室服务毛利率已经赶超药明康德的中国区实验室服务，未来伴随着生物科学业务高速增长仍有提升空间。CMC 业务毛利率、人均创收和人均创利（毛利）相比可比公司（凯莱英、博腾股份、合全药业和九洲药业）CMO/CDMO 业务，临床 CRO 服务相比可比公司临床 CRO 业务均有较大提升空间。2) 长期来看大分子和 CGT CDMO 业务预计在 2021-2023 年完成能力建设，2023-2025 年开始逐步承接业务，2025-2030 年有望为公司业绩贡献较为明显弹性，助力公司业务持续发展。

### 4.1. 生物科学服务贡献弹性，毛利率仍有提升空间

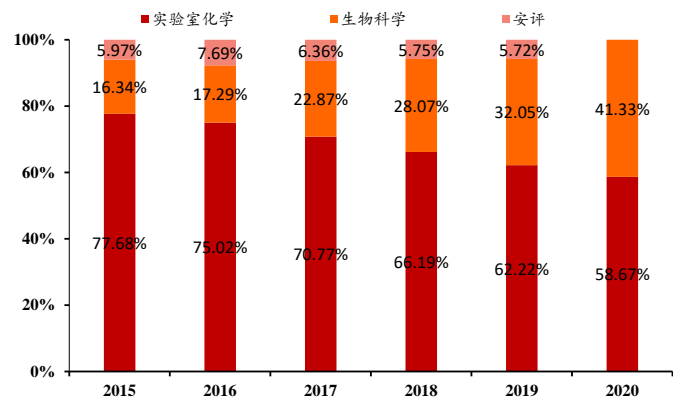
实验室服务毛利率逐步赶超药明康德中国区实验室服务。2014-2020 年公司实验室服务毛利率已经逐步赶超药明康德中国区实验室服务毛利率（2020 年 42.74%vs42.06%，2020H1 分别为 41.34% vs 41.42%）。而通过对公司实验室服务业务进行详细拆分后，我们可以看到公司收入和利润主要来源于实验室化学服务（收入占比维持在 60%以上，不考虑安评业务毛利占比维持在 57%以上）。但是也很明显看到生物科学服务整体收入和毛利占比提升较快，这也为公司实验室服务毛利率超过药明康德中国区实验室服务提供了明显的弹性。

图 13：2014-20 年公司实验室服务毛利率逐渐赶超药明康德



资料来源：Wind，浙商证券研究所（公司毛利率加入安评业务）

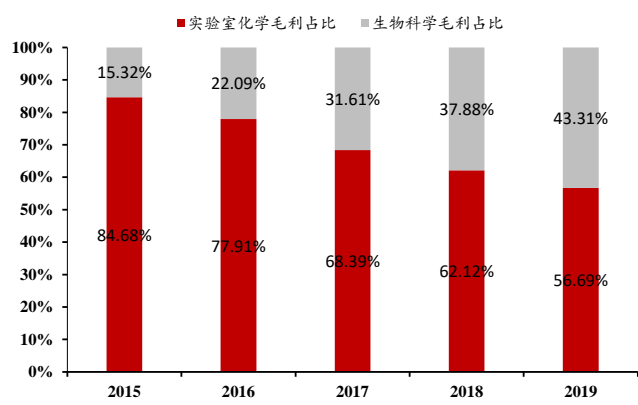
图 14：2015-20 年公司实验室服务业务收入拆分



资料来源：Wind，浙商证券研究所

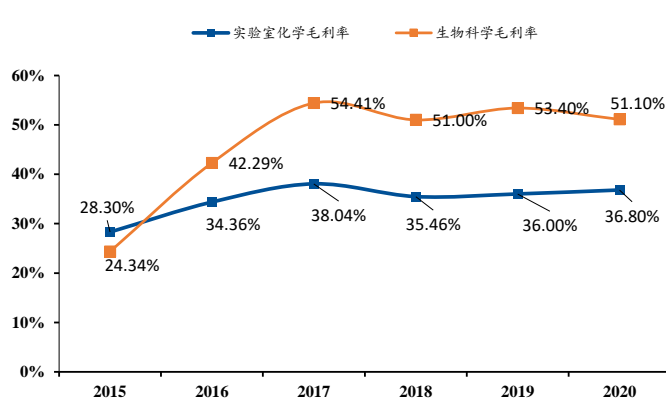
未来 3 年生物科学弹性更大，有望带来实验室服务毛利率持续提升。随着生物科学业务技术和经验的积累，公司规模效应带来毛利率快速提升。按照公司招股书披露 2017 年生物科学服务毛利率水平在 54%，预计 2018-2020 年应该在 51%以上，相比实验室化学业务毛利率水平更高。实验室化学业务对公司生物科学服务较高的导流效率（2019 年 83%，2020 年超过 80%业务来自于实验室化学的协同），有望带动生物科学服务业务步入快速增长的阶段，从而拉动公司实验室服务业务整体毛利率持续提升。安评业务伴随着新产能释放（药物安全评价中心在 2019 年扩增 3500 平米动物实验设施）、2021Q2 有望完成对肇庆创药收购优化实验动物供应体系以及规模效应释放，也会为实验室服务毛利率提升贡献弹性。

图 15：2015-20 年公司生物科学服务毛利占比持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：2015-20 年公司实验室化学和生物科学毛利率变化



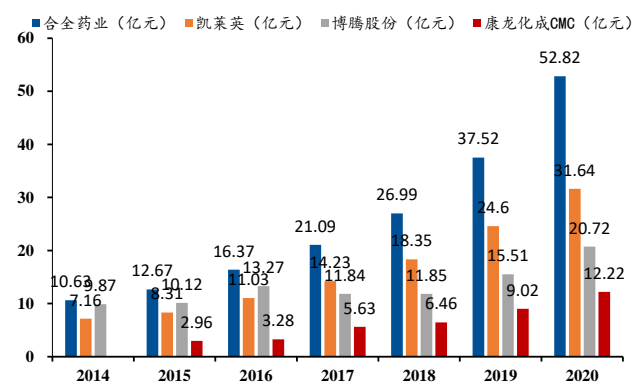
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4.2. CMC 毛利率和人效仍有较大提升空间

公司 CMC 业务有望迎来业绩向上加速拐点。我们通过对比合全药业、凯莱英和博腾股份的 CDMO 业务的财务数据发现，目前即将迎来 III 期和商业化合能释放的康龙化成 CMC 业务的毛利率、人均创收和人均创利能力仍有较大提升空间，显示公司较大的盈利能力提升潜质。

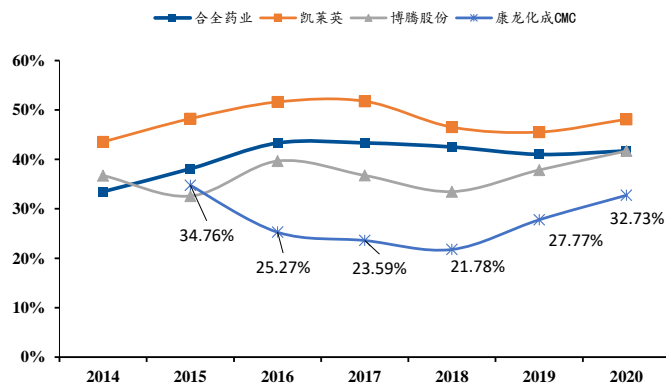
订单和新产能释放共振下有望持续超预期，公司 CMC/CDMO 业务毛利率有望超过平均水平。2020 年公司 CMC（小分子 CDMO）共涉及药物分子或中间体 739 个，其中临床前项目 487 个，临床 I-II 期 202 个，临床 III 期 47 个，商业化阶段 3 个。相比于 2019 年（完成及在研项目 568 个，其中临床前项目 485 个，临床 I 期 54 个，临床 II 期 20 个，临床 III 期 9 个）数据，2020 年新增临床 I-II 期项目 128 个，III 期项目 38 个，商业化项目 3 个，显示出公司 CMC（小分子 CDMO）业务进入快速发展新阶段。我们预计伴随着 2021-2022 年天津工厂三期（4 万平米）、绍兴工厂一期（8.1 万平米）的 CMC 产能持续释放，公司 CMC 业务仍有望持续保持高速增长，也有望在规模化效应下带来盈利能力持续提升，甚至超越可比公司平均水平（2020 年平均毛利率 43.8% vs 康龙化成 CMC 毛利率 32.7%）。

图 17：2014-20 年可比公司 CMO/CDMO 业务收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：2014-20 年可比公司 CMO/CDMO 业务毛利率情况

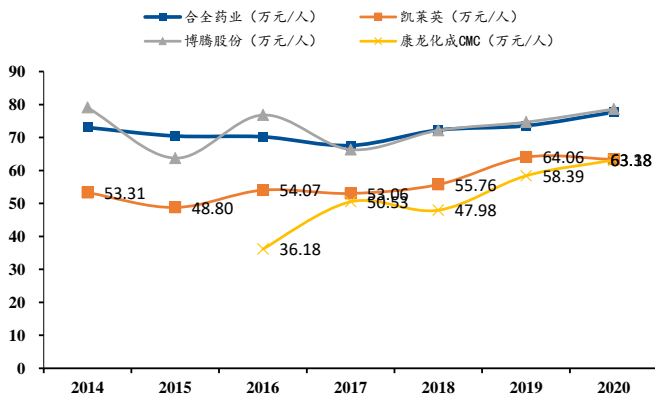


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司 CMC 业务人均创收和人均创利提升空间大。我们通过拆分康龙化成 CMC 业务与可比公司的人效数据可以看到，人均创收和人均创利能力均有较大提升空间。公司 2020 年 CMC 业务人均创收提升至 63.18 万元/人，相比于可比公司人均创收平均值 73.23 万元/人有空间。2020 年康龙化成 CMC 业务人均创利（毛利/人员数量）能力达到 29.06 万元/

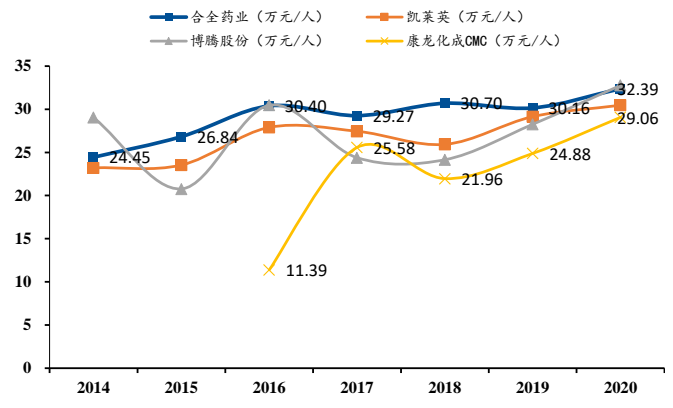
人。考虑到 CMO/CDMO 行业目前正处于产能快速扩张期，我们预计后续行业平均人均创收能力仍有较大提升空间（此处参考人均创收能力是因为目前本土 CMO/CDMO 企业整体收入体量和固定资产体量较小，并未完全脱离人力依赖的业绩推动模式，预计后续伴随固定资产持续快速投入，人均创收指标可能也会逐步失效），这就意味着公司 CMC 业务人均创收和创利能力提升空间更为巨大，充分显示 CMC 业务较强的成长性和较大的盈利能力提升空间。

图 19：2014-20 年可比公司 CMO/CDMO 人均创收



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：2014-20 年 CMO/CDMO 人均创利（毛利）

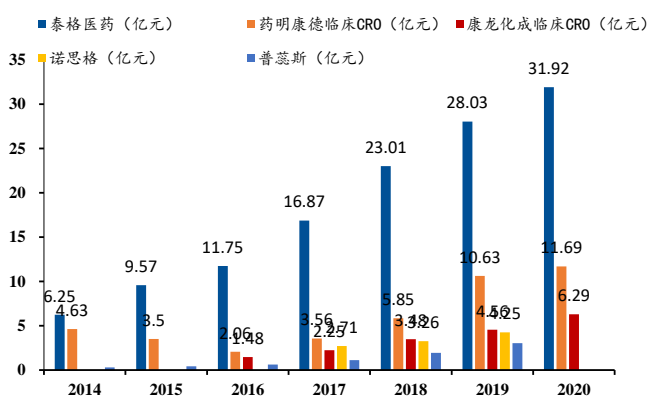


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 4.3. 临床 CRO 业务：盈利能力逐步恢复提升

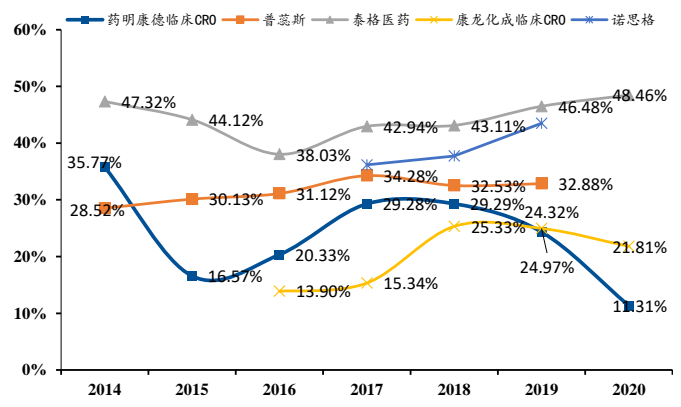
临床 CRO 还处于业务整合期，提升空间较大。公司 2017 年通过并购 Pharmaron CPC 开始进行临床 CRO 业务海外布局，并先后在 2019 和 2020 年完成对联营企业南京思睿（临床研究服务）和联斯达（SMO）控股，初步完成了一站式临床服务平台的布局，目前仍处于业务快速拓展期。公司通过并购联斯达和南京思睿持续扩展服务能力和人员规模，后续伴随着业务整合推进以及临床订单持续消化，人均创收能力有望稳步提升。

图 21：2014-20 年可比公司临床 CRO 业务收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

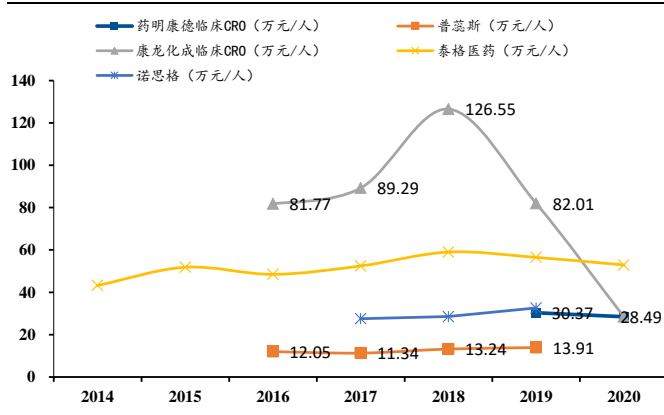
图 22：2014-20 年可比公司临床 CRO 业务毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

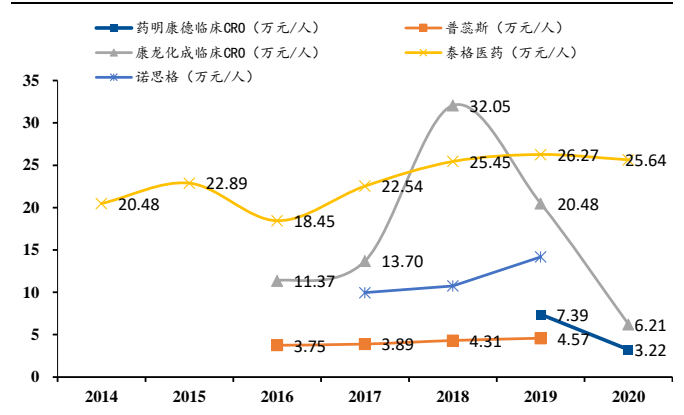
从目前康龙化成临床 CRO 业务发展阶段来看，公司仍处于业务布局和拓展期，这也导致公司毛利率波动较大，但是如果对标目前业务相对成熟的可比公司平均毛利率水平来看，公司整体毛利率水平仍有较大的提升空间。待公司业务结构稳定后，预计临床 CRO 服务毛利率有望持续提升。

图 23：2014-20 年可比公司临床 CRO 业务人均创收



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：2014-20 年可比公司临床 CRO 业务人均创利（毛利）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

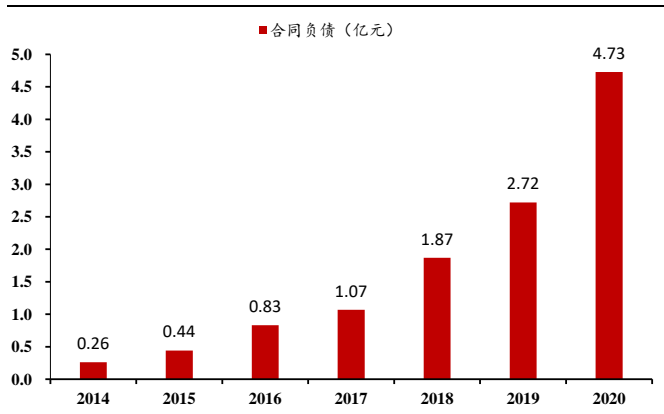
人效目前波动较大，后续有望逐步回归正常。目前通过对比康龙化成与泰格医药、药明康德临床 CRO 服务以及普蕊斯人均创收和创利水平来看，2016-2019 年公司处于较高水平。2020 年药明康德和康龙化成的临床 CRO 服务的毛利率、人均创收和人均创利水平均出现明显下降，药明康德主要是疫情影响下 2020H1 临床订单的执行受到明显影响，临床及其他 CRO 服务收入同比增长仅 10%。康龙化成主要是因为疫情对海外临床业务造成一定影响以及 2020 年人员增长较快（同比 2019 年增长 197%）导致人均创收和创利出现短暂下降，后续仍有望稳定提升。

#### 4.4. 短期业绩无忧，订单加速，产能共振

临床 CRO 还处于业务整合期，提升空间较大。公司 2017 年通过并购 Pharmaron CPC 开始进行临床 CRO 业务海外布局，并先后在 2019 和 2020 年完成对联营企业南京思睿（临床研究服务）和联斯达（SMO）控股，初步完成了一站式临床服务平台的布局，目前仍处于业务快速拓展期。我们并购联斯达和南京思睿后，公司临床 CRO 服务人均创收水平将出现明显下降，后续伴随着业务整合推进以及临床订单持续消化，人均创收能力有望稳步提升。

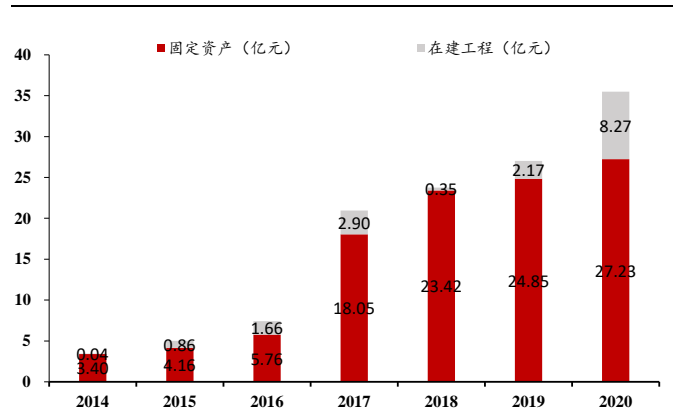
需求端：从合同负债可以看到公司订单高景气。合同负债反映新签合同明显增长，2020 年合同负债金额相比 2019 年底增加 2.01 亿，同比于 2019 年合同负债区间值增长 136%。考虑公司合同负债和 CMC、安评、临床业务的相关性，我们认为这体现了公司订单加速的趋势。

图 25：2014-20 年合同负债情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

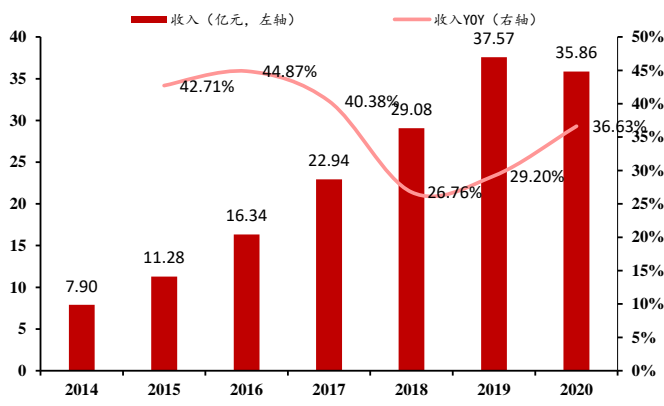
图 26：2014-20 年固定资产和在建工程情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

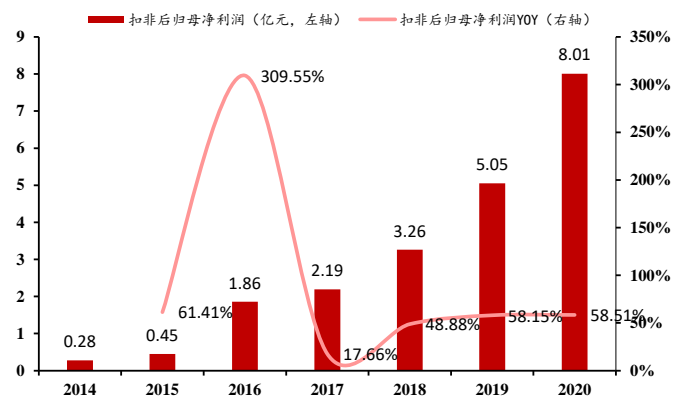
**供给端:公司产能扩建明显加速。**2018-2020 年公司人员数量保持稳定增长,其中 2020 年因为并表联斯达 900 人导致表观人员增速较快,这些人员增长预计将与公司产能释放节奏相匹配。2018-2020 年公司在建工程出现明显增长,意味着公司开始加快产能扩张速度。从公司 2020 年报在建工程可以看出,在建工程主要是宁波杭州湾生命科技园、天津园区三期工程和绍兴园区一期工程等在建工程,总预算金额达到 39.82 亿。完成交付后将有效提升实验室服务和 CMC 业务产能,奠定未来业绩快速增长基础。

图 27: 2014-20 年收入及同比增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 28: 2014-20 年公司扣非后归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

#### 4.5. 长期: 小分子业务稳增长, 临床 CRO、大分子和 CGT CDMO 业务贡献弹性

**2021-2023 年: 小分子 CDMO, 临床 CRO 业务助力业绩快速增长, 大分子和 CGT 平台完成能力建设。**1) 小分子 CDMO 业务业绩高成长主要来自于项目持续从临床 I-II 期向 III 期和商业化的推进, 以及新产能投放。2) 我们预计在 2021-2023 年公司临床 CRO 板块弹性有望逐步显现, 动力主要来自于公司独特的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台持续得到海外客户认可, 国内 SMO 和临床 CRO 服务快速整合后受益中国市场红利而实现快速增长带来弹性。3) 按照公司目前大分子和 CGT CDMO 平台搭建节奏(2020Q4 已经完成对 Absorption 收购, 2021Q2 将完成对 ABL 收购, 预计 2022 年宁波大分子产能有望投放), 我们预计 2021-2023 年间公司有望完成大分子和 CGT 研发-生产平台整合建设并逐步承接相关服务项目。

**2024-2030 年: 从更长维度来看, 临床 CRO 板块、小分子 CDMO 业务贡献稳定业绩(也可能有超预期弹性), 大分子和 CGT CDMO 平台步入快速发展期, 服务能力逐步完善。**公司小分子-大分子-细胞和基因疗法研发和生产全球一体化服务平台优势逐步显现, 并成为 CXO 行业领军企业。



## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 业务拆分与预测

基于以上对公司各业务板块分析，我们对公司 2021-2023 年业绩进行了预测。

**1) 实验室服务:** 基于公司未来新产能投放节奏以及人均创收水平变化，我们预计公司该业务 2021-2023 年人员增速有望分别达到 21%/22%/22%增长，人均创收能力有望分别达到 62/64/67 万/人，对应收入增速分别达到 29.8%/27.6%/27.4%增长，毛利率有望伴随着高毛利率生物科学业务占比提升而逐步提高到 43.6%/44.8%/45.8%。

**2) CMC 业务:** 基于公司 CMC 业务项目组成以及产能扩张节奏，我们预计 2021-2023 年公司人员增速有望分别达到 25%/28%/30%，对应人均创收水平分别提升至 67/73/80 万元/人，对应收入同比增速分别达到 32.5%/39.5%/42.5%。毛利率水平也有望伴随着新产能释放及规模化效应体现稳步提升至 34%/36%/38%。

**3) 临床研究服务:** 考虑到公司临床研究服务业务整合进展，我们预计公司 2021-2023 年人员增速分别达到 20%/25%/25%，预计人均创收水平分别为 31/33/35 万元/人，对应收入同比增速 30.5%/33.1%/32.6%。毛利率有望随着业务整合逐步提升至 26%/28%/30%。

**4) 其他业务:** 我们假设其他业务收入 2021-2023 年同比增速分别为 5%/5%/5%。

**表 3：康龙化成细分业务板块拆分及营收预测**

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>实验室服务收入</b>	1895.76	2379.51	3262.71	4234.40	5401.90	6881.42
YOY	27.2%	25.5%	37.1%	29.8%	27.6%	27.4%
毛利率	37.2%	40.3%	42.7%	43.6%	44.8%	45.8%
毛利	705.71	958.17	1394.39	1847.22	2417.79	3154.05
<b>CMC 收入</b>	645.82	901.58	1221.99	1619.73	2258.91	3218.18
YOY	14.7%	39.6%	35.5%	32.5%	39.5%	42.5%
毛利率	21.8%	27.8%	32.7%	34.0%	36.0%	38.0%
毛利	140.66	250.37	399.96	550.71	813.21	1222.91
<b>临床研究服务收入</b>	347.50	456.26	629.35	821.38	1092.96	1449.00
YOY	54.3%	31.3%	37.9%	30.5%	33.1%	32.6%
毛利率	25.3%	25.0%	18.8%	26.0%	28.0%	30.0%
毛利	88.02	113.93	118.19	213.56	306.03	434.70
<b>其他业务收入</b>	19.04	19.81	19.55	20.52	21.55	22.63
YOY	17.7%	4.0%	-1.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	52.8%	60.6%	55.5%	61.0%	61.0%	61.0%
毛利	10.06	12.01	10.84	12.52	13.15	13.80
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>总收入</b>	<b>2908.12</b>	<b>3757.16</b>	<b>5133.60</b>	<b>6696.03</b>	<b>8775.32</b>	<b>11571.22</b>
YOY	26.8%	29.2%	36.6%	30.4%	31.1%	31.9%
毛利率	32.5%	35.5%	37.5%	39.2%	40.5%	41.7%
毛利	944.45	1334.47	1923.39	2624.00	3550.18	4825.46

资料来源：浙商证券研究所

## 5.2. 可比公司估值与投资建议

基于公司核心业务板块分析，我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.83、2.42 和 3.25 元，按 2021 年 4 月 14 日收盘价对应 2021 年 81 倍 PE（2022 年为 61 倍）。参考可比公司估值，考虑到公司全球化多疗法药物一体化研发平台优势以及生物科学业务快速增长、CMC 业务产能释放带来盈利能力提升趋势，我们给予公司 2021 年 90-95 倍 PE，对应市值区间约 1308-1380 亿元，维持“买入”评级。

**表 4：可比公司估值**

代码	重点公司	现价			EPS			PE			评级
		4 月 14 日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E			
600259.SZ	药明康德	135.50	1.21	1.55	2.06	112	87	66	买入		
002821.SZ	凯莱英	286.70	3.03	4.08	5.38	95	70	53	买入		
300347.SZ	泰格医药	137.88	1.76	2.19	2.59	78	63	53	买入		
300363.SZ	博腾股份	53.0	0.60	0.75	1.01	88	71	52	买入		
	平均值					93	73	56			
300759.SZ	康龙化成	147.39	1.48	1.83	2.42	100	81	61	买入		

资料来源：浙商证券研究所

## 6. 风险提示

1) **全球创新药研发投入景气度下滑的风险。**由于公司所处行业与创新药企研发投入相关性较大，也与全球生物医药行业投融资景气度息息相关，若全球研发投入不达预期有可能或造成公司业绩受到影响。

2) **竞争风险。**目前本土和国际上有较多企业与公司实验室服务、CMC 业务和临床 CRO 服务存在竞争。

3) **新业务拓展不及预期风险。**公司在进行安评、临床 CRO 服务、细胞和基因疗法 CDMO 等新业务时，可能会因为与公司传统实验室化学、生物科学等服务业务所需能力不同，而导致新业务拓展不及预期风险。

4) **汇兑风险。**公司 2019 年超过 87% 收入来自海外客户，可能存在因为人民币升值带来的汇兑损失的风险。

5) **业绩不达预期风险。**公司订单等执行有可能不及预期，带来业绩不达预期风险。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5540	6266	7443	9544
现金	2942	3824	4507	5907
交易性金融资产	910	300	200	100
应收账款	1077	1399	1739	2159
其它应收款	43	54	88	174
预付账款	10	13	17	23
存货	282	366	523	742
其他	277	310	370	440
<b>非流动资产</b>	6368	7507	8963	10484
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	280	300	500	650
固定资产	2723	3206	3854	4616
无形资产	566	699	830	961
在建工程	821	1014	1276	1517
其他	1979	2288	2503	2740
<b>资产总计</b>	11909	13772	16406	20028
<b>流动负债</b>	1982	2499	3142	3965
短期借款	377	450	500	550
应付款项	191	236	304	414
预收账款	0	656	921	1273
其他	1413	1156	1416	1728
<b>非流动负债</b>	993	915	985	1205
长期借款	395	195	95	145
其他	598	720	890	1060
<b>负债合计</b>	2975	3414	4127	5169
少数股东权益	63	63	63	63
归属母公司股东权	8870	10296	12216	14795
<b>负债和股东权益</b>	11909	13772	16406	20028
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1649	2232	2878	3685
净利润	1147	1453	1921	2579
折旧摊销	368	706	884	1102
财务费用	82	52	40	30
投资损失	(157)	(12)	(20)	(30)
营运资金变动	388	307	396	380
其它	(179)	(274)	(342)	(376)
<b>投资活动现金流</b>	(3371)	(1147)	(2106)	(2356)
资本支出	(841)	(1300)	(1700)	(2000)
长期投资	(147)	(20)	(200)	(150)
其他	(2383)	173	(206)	(206)
<b>筹资活动现金流</b>	(280)	(403)	(90)	70
短期借款	163	73	50	50
长期借款	(147)	(200)	(100)	50
其他	(296)	(276)	(40)	(30)
<b>现金净增加额</b>	(2003)	682	683	1400

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	5134	6696	8775	11571
营业成本	3210	4072	5225	6746
营业税金及附加	33	43	56	74
营业费用	93	121	162	220
管理费用	653	830	1053	1354
研发费用	105	161	237	347
财务费用	82	52	40	30
资产减值损失	19	7	9	12
公允价值变动损益	191	200	150	100
投资净收益	157	12	20	30
其他经营收益	38	46	44	45
<b>营业利润</b>	1324	1669	2207	2965
营业外收支	(4)	2	2	2
<b>利润总额</b>	1319	1671	2209	2967
所得税	172	218	289	388
<b>净利润</b>	1147	1453	1921	2579
少数股东损益	(25)	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1172	1453	1921	2579
<b>EBITDA</b>	1667	2349	3043	3999
<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.48	1.83	2.42	3.25
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	36.64%	30.44%	31.05%	31.86%
营业利润	109.64%	26.06%	32.27%	34.31%
归属母公司净利润	114.25%	23.89%	32.23%	34.27%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.47%	39.19%	40.46%	41.70%
净利率	22.34%	21.69%	21.89%	22.29%
ROE	13.98%	15.06%	16.97%	19.01%
ROIC	11.22%	12.49%	14.05%	15.65%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.98%	24.79%	25.15%	25.81%
净负债比率	29.07%	21.73%	16.76%	15.32%
流动比率	2.80	2.51	2.37	2.41
速动比率	2.65	2.36	2.20	2.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.52	0.58	0.64
应收帐款周转率	5.31	5.87	6.73	7.37
应付帐款周转率	20.75	19.03	19.33	18.79
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.48	1.83	2.42	3.25
每股经营现金	2.08	2.81	3.62	4.64
每股净资产	11.17	12.96	15.38	18.62
<b>估值比率</b>				
P/E	99.87	80.61	60.96	45.40
P/B	13.20	11.37	9.58	7.91
EV/EBITDA	55.01	48.60	37.33	28.12

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>