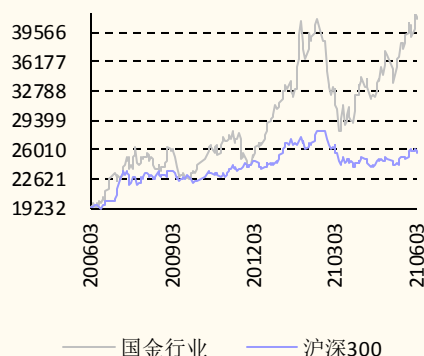


目标价格(人民币): 150.96-159.65元

市场数据(人民币)

国金医药外包指数 41063.98

沪深300指数 5255.29



相关报告

1. 《CXO 板块 2020 回顾与 2021 展望-CXO 板块 2020 年度...》，2021.5.10
2. 《CXO 产业图谱（一）：小分子 CDMO 崛起-CXO 行业深度报告》，2021.2.18
3. 《景气度持续提升，上调预期，关注细分新机遇-CXO 行业系列专题...》，2020.11.16

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

综合服务+产品赋能，CRO 新星高成长

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	234	347	471	637	875
营业收入增长率	73.24%	48.74%	35.63%	35.30%	37.23%
归母净利润(百万元)	47	72	98	134	199
归母净利润增长率	128.79%	52.88%	35.81%	35.83%	48.85%
摊薄每股收益(元)	N/A	1.208	1.230	1.671	2.487
每股经营性现金流净额	N/A	1.01	1.62	2.02	2.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	40.64%	38.32%	11.37%	13.38%	16.61%

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **研发积极性提高+政策利好，国内 CRO 行业迎来黄金发展机遇：**目前中国医药行业处在医药研发创新 1.0 浪潮中，从国内医药创新趋势来看，未来 5 年将逐渐从研发立项&早期临床开发阶段过渡进入到临床后期开发和落地兑现阶段，CRO 全产业链整体持续高景气。
- **CRO 服务稳健成长：药学研究+临床试验并重发展，全流程一体化服务模式打造服务高地：**“药学研究+临床试验+生物分析”综合药物研发服务模式，一方面有利于提高药物开发成功的概率，另一方面有利于提高研发效率，为客户提供全面和高质量的服务，带动相关主营业务收入快速增长。药学研究部分保持 30% 以上复合成长，临床 CRO 板块随着创新药大临床的快速成长保持 40% 以上复合成长。
- **自主创新产品业务带来更高附加值，实现加速成长：自主创新业务丰富研发管线布局，高附加值产品储备为公司业绩增长带来潜在动力：**公司自主研发产品属于临床必需、市场短缺的品种，包括特色仿制药、剂型改进型 2 类新药、多肽类创新药，具有良好的市场前景，经过多年的储备，2022 年后将逐渐开花结果，技术转让将拉动公司毛利率和净利率的提升，实现公司业务快速发展，预计 2021-2023 年技术转让类收入分别为 3000/4300/7500 万元。
- **IPO 的发行规模和募集资金投向：**拟发行不超过 2000 万股，不低于发行后总股本的 25%。募集资金主要用于公司“特殊制剂研发平台项目”、“药物创新研发平台项目”、“临床试验服务平台建设项目”和“创新药物 PK/PD 研究平台项目”，投资总额 4.84 亿元。

盈利预测与投资建议

- 预计 2021-2023 年公司的归母净利润分别为 0.98/1.34/1.99 亿元，分别同比增长 36%/36%/49%。我们采用分部估值的形式对公司进行估值，预计上市后的合理估值空间在 121-128 亿元（一般 CRO 业务采用相对估值法，给予 2020 年利润 77-86 倍 PE，56-63 亿估值；自主创新业务采用绝对估值法，估值为 65 亿），对应目标价 150.96-159.65 元/股。

风险提示

- 研发失败风险、原材料涨价风险、IP 保护风险、核心技术人员流失风险、安全生产与环保风险等。

内容目录

阳光诺和：创新驱动，CRO 新星高成长	4
公司基本情况	4
募投项目情况	6
国内外 CRO 产业持续高景气，公司 CRO 业务高成长	7
药物研发成本提升+研发外包渗透率提升促进全球 CRO 行业快速增长	7
研发积极性提高+政策利好，国内 CRO 行业迎来黄金发展机遇	7
药学研究+临床试验并重发展，全流程一体化服务模式打造服务高地	9
自主创新，产品赋能：业务丰富研发管线布局，高附加值产品储备为公司业绩增长带来潜在动力	11
特色仿制药研发	11
改良型新药研发	12
创新药研发	13
业务成长性，盈利预测与估值	14
核心假设与总体收入预测情况	14
分部估值 1：一般 CRO 业务	15
分部估值 2：自主创新业务	17
风险提示	19

图表目录

图表 1：阳光诺和主要业务逻辑	4
图表 2：阳光诺和 CRO 综合服务主要业务情况	5
图表 3：2020 年阳光诺和收入结构	5
图表 4：2020 年阳光诺和毛利结构	5
图表 5：阳光诺和历史沿革	5
图表 6：阳光诺和股权结构及主要子公司情况（发行前）	6
图表 7：阳光诺和募集资金投资项目基本情况/万元	7
图表 8：2015-2021 年 1-4 月国内新登记大临床情况	8
图表 9：2015-2021 年 1-4 月国内新登记 BE 临床情况	8
图表 10：中国 CMC 服务市场规模/十亿美元	8
图表 11：中国临床试验阶段 CRO 市场规模/十亿美元	9
图表 12：药学服务业务主要流程	10
图表 13：临床试验服务业务主要流程	10
图表 14：公司首家取得药品注册批件或首家通过一致性评价的药品情况	11
图表 15：阳光诺和营业收入情况/万元	11
图表 16：阳光诺和归母净利润情况/万元	11
图表 17：公司自主立项仿制药在研项目	12
图表 18：公司自主立项创新药在研项目	13

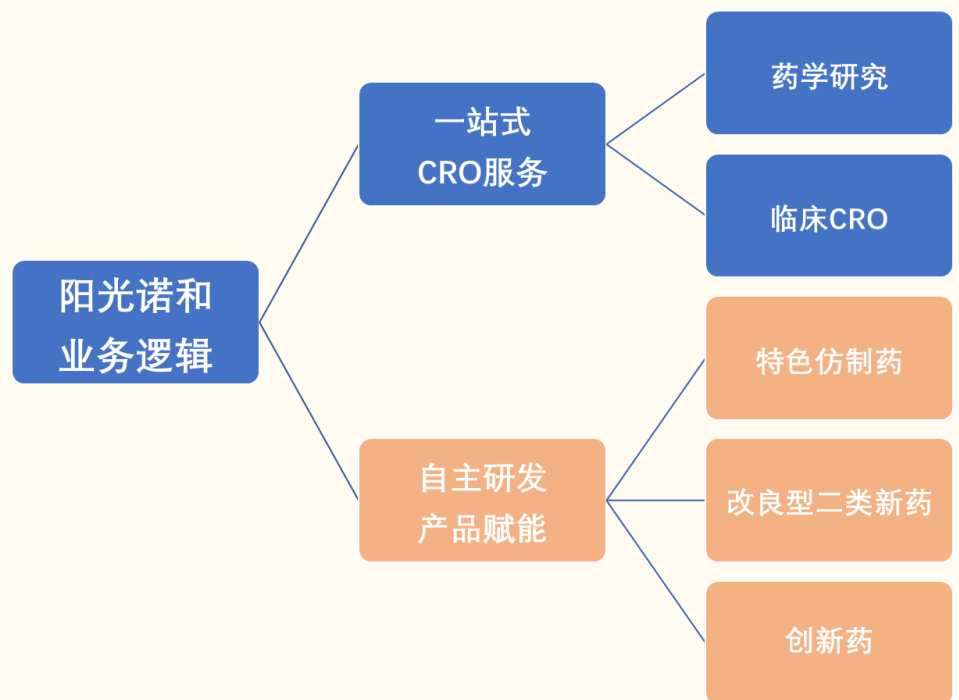
图表 19: CRO 板块研发费用/营收占比情况.....	14
图表 20: 阳光诺和收入拆分预测.....	15
图表 21: 阳光诺和与可比公司比较.....	16
图表 22: CRO 企业收入情况/亿元.....	16
图表 23: CRO 企业盈利情况/亿元.....	16
图表 24: CRO 企业毛利率情况.....	17
图表 25: CRO 企业表观净利率情况.....	17
图表 26: CRO 企业扣非净利润情况/亿元.....	17
图表 27: CRO 企业主营业务净利率.....	17
图表 28: 阳光诺和自主创新业务绝对估值.....	19
图表 29: 阳光诺和自主创新业务绝对估值敏感性分析.....	19

阳光诺和：创新驱动，CRO 新星高成长

公司基本情况

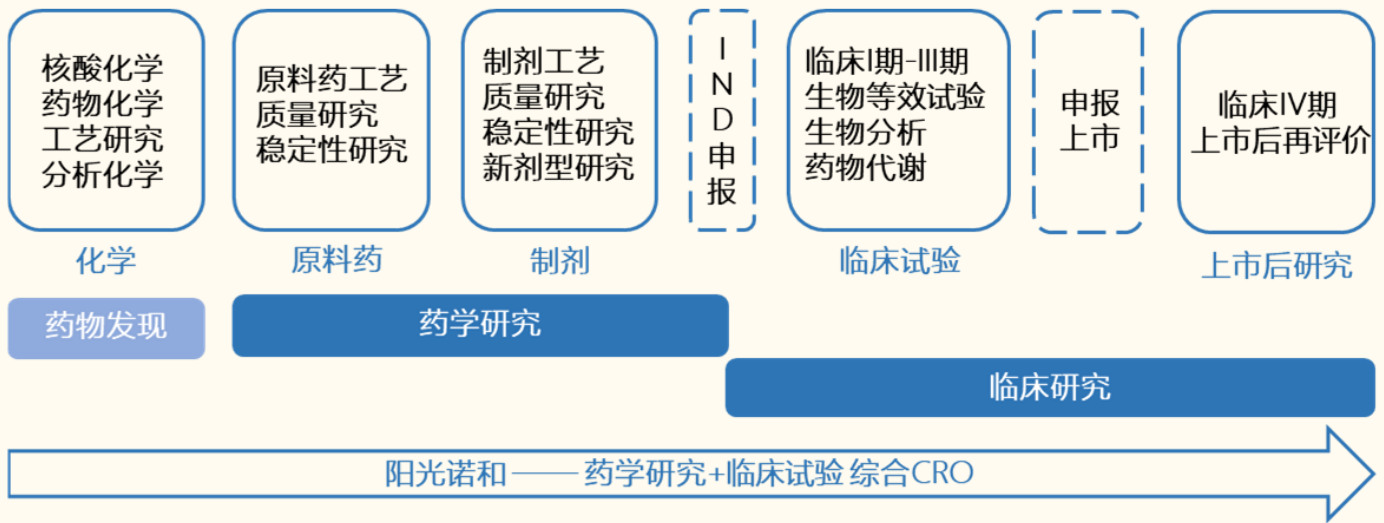
- 北京阳光诺和药物研究股份有限公司（简称：阳光诺和）成立于 2009 年，是国内较早对外提供药物研发服务的 CRO 公司之一。公司在接受客户委托后，可以在短时间内迅速组织起具有高度专业化和丰富经验的研究队伍，帮助医药制造企业加快药物研发进展，降低药物研发费用，并实现高质量的研究。
- 公司主营业务涵盖仿制药开发、一致性评价及创新药开发等方面的综合研发服务，服务内容主要包括药学研究、临床试验和生物分析。药学研究服务包括原料药与制剂工艺研究、质量标准和稳定性研究等；临床试验服务包括 I-IV 期临床试验研究、生物等效性试验（BE）研究；生物分析服务包括运用先进的质谱分析平台、免疫分析平台、细胞分析平台、分子生物学分析平台进行方法开发、方法验证、生物样本检测研究等。

图表 1：阳光诺和主要业务逻辑



来源：公司招股书，国金证券研究所

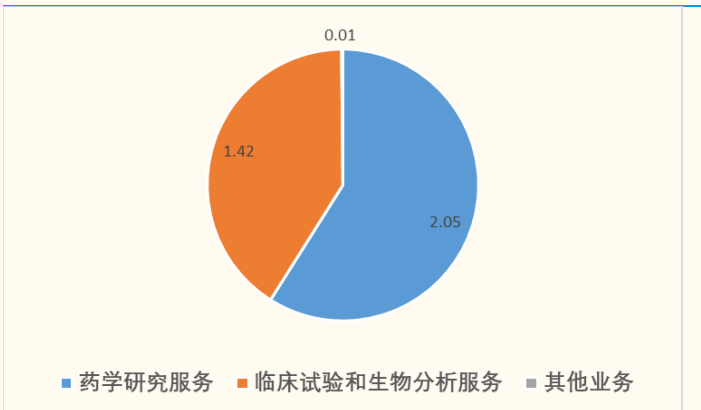
图表 2：阳光诺和 CRO 综合服务主要业务情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

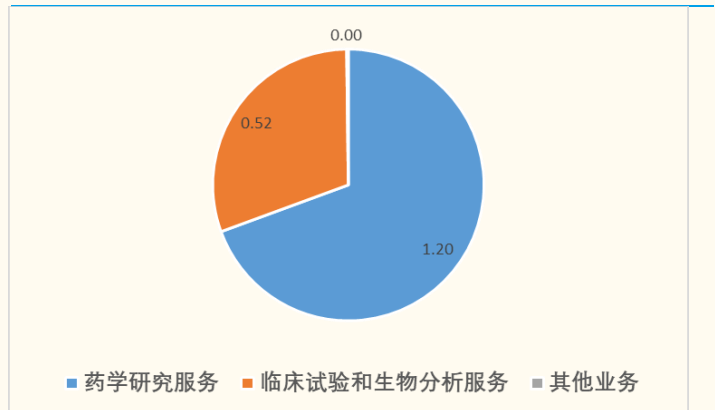
*截至 2020 年底，公司药物发现尚未形成销售收入，主要是自主研发的创新药产品管线。

图表 3：2020 年阳光诺和收入结构/亿元



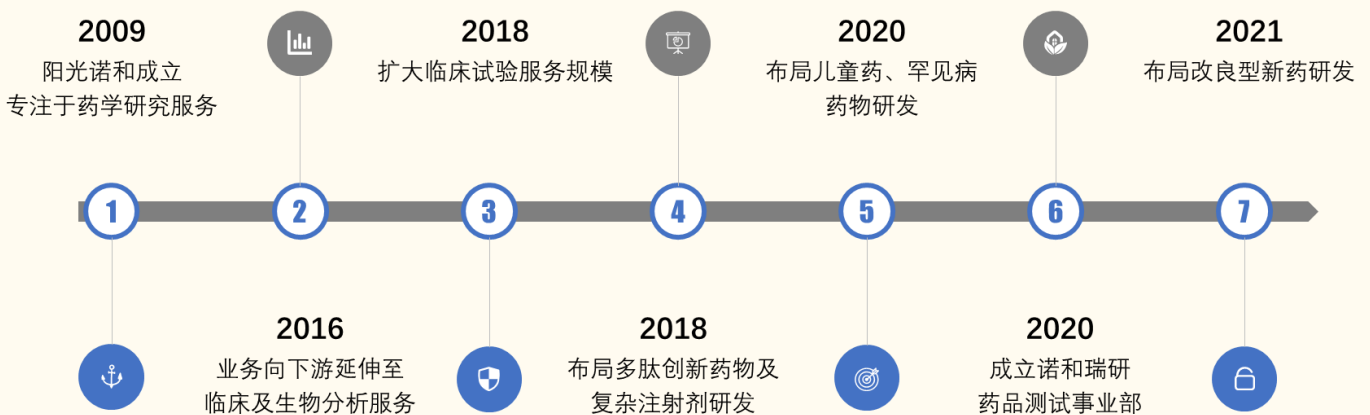
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 4：2020 年阳光诺和毛利结构/亿元



来源：公司招股书，国金证券研究所

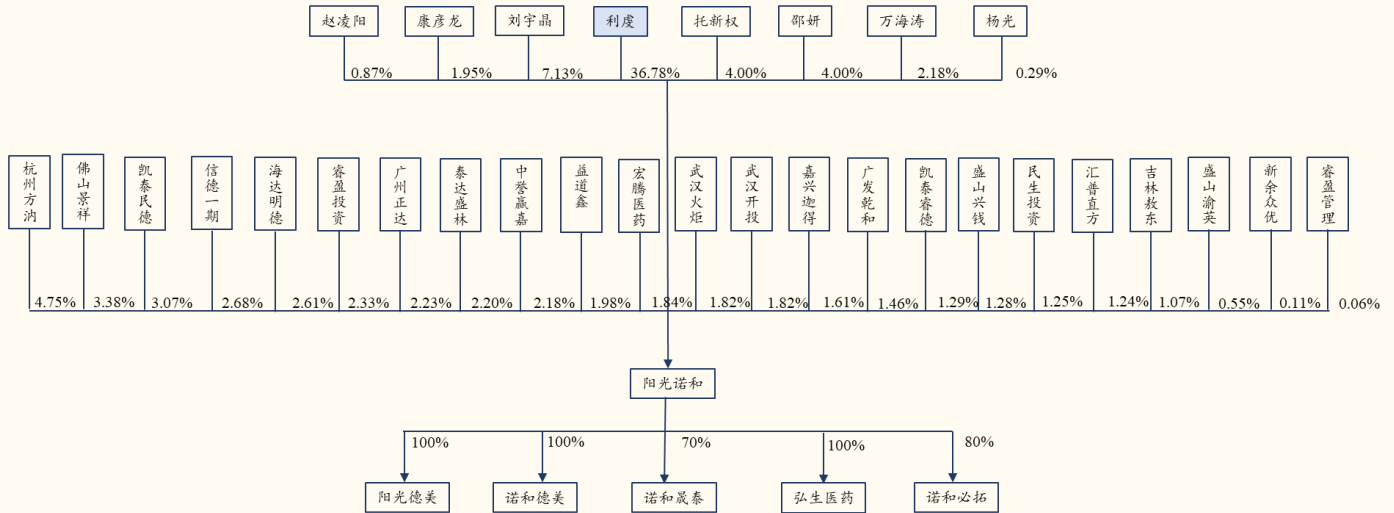
图表 5：阳光诺和历史沿革



来源：公司官网，国金证券研究所

- 截至发行前，利度直接持有公司 2207 万股股份，占公司本次发行前总股本的 36.78%，是公司的控股股东、实际控制人。公司原始核心团队比较稳定，积累了丰富经验的同时，培养了众多技术骨干，也满足药物研发长周期的需求，截至发行前，公司研发人员共有 584 人，占员工人数 79.67%，公司核心技术人员有较强的研发实力、深厚的研发积累和丰富的国内外知名科研单位和制药企业研发管理经验。

图表 6：阳光诺和股权结构及主要子公司情况（发行前）



来源：公司招股书，国金证券研究所

募投项目情况

- 本次发行，公司拟向社会公开发行人不超过 2000 万股普通股股票，不低于发行后总股本的 25%，实际募集资金扣除发行费用后的净额将全部用于公司主营业务，有助于提高公司研发服务能力、增强公司研发质量、扩大公司研发服务领域，提升公司的竞争优势，进一步增强公司的持续发展能力为客户提供更高难度、更高附加值的药物发现、药学研究及临床研究服务。
- 本次募集资金拟用于“特殊制剂研发平台项目”、“药物创新研发平台项目”和“创新药物 PK/PD 研究平台项目”，通过引进更为先进的仪器设备，提高公司研发环境的软硬件条件，建设高水平的药物研究平台；“临床试验服务平台建设项目”，通过建设高素质的服务团队，提高公司临床服务响应效率。具体情况如下：

图表 7：阳光诺和募集资金投资项目基本情况/万元

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	特殊制剂研发平台项目	18,440.41	18,440.41
2	药物创新研发平台项目	13,033.73	13,033.73
3	临床试验服务平台建设项目	6,203.24	6,203.24
4	创新药物 PK/PD 研究平台项目	10,738.61	10,738.61
合计		48,415.99	48,415.99

来源：公司招股书，国金证券研究所

国内外 CRO 产业持续高景气，公司 CRO 业务高成长

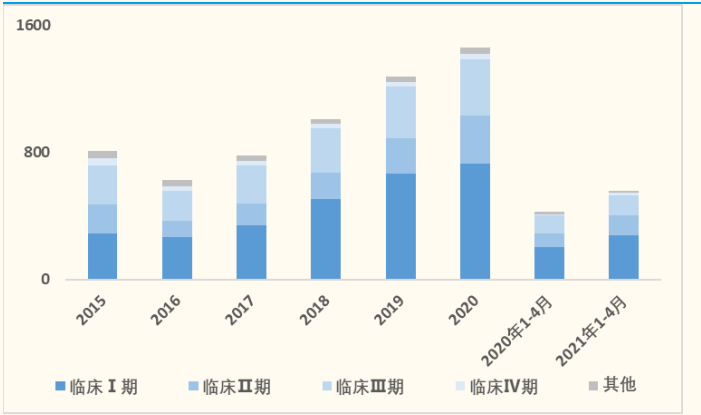
药物研发成本提升+研发外包渗透率提升促进全球 CRO 行业快速增长

- 一方面由于开发新产品的复杂程度不断加大，试验成本的增加以及监管法规的日趋严格导致新药研发投资不断上升，其平均成本在 1970-1980 年间只有不到 2 亿美元，近几年来已上涨至超过 25 亿美元，跨国公司将部分研发工作向新兴市场 CRO 企业外包，可以获得低成本的人力资源优势，减少高额研发成本的压力。另一方面，由于医药产品开发日益呈现多学科性，理论和结构生物学、计算机和信息科学越来越多的参与到新药的研究阶段，CRO 公司可以提供专业化高效率服务，降低研发活动的复杂性，缩短研发周期，提高研发成功率。因此随着药物开发的成本不断提升和生物科技公司的崛起，CRO 渗透率在不断提升。根据 Frost&Sullivan 和 EvaluatePharma 的统计测算，2018 年 CRO 行业渗透率较 2013 年前提升了 5.1 个百分点。全球 CRO 行业渗透率未来 5 年有望继续实现每年 2 个百分点左右的增长，在 2022 年达到 37.50%。
- 2014 年至 2018 年，全球 CRO 市场规模持续增长，全球 CRO 销售额年复合增速为 9.6%，2020 年全球 CRO 行业规模预计达到 687 亿美元。未来几年，全球 CRO 预计市场规模仍会保持较好的增长态势。

研发积极性提高+政策利好，国内 CRO 行业迎来黄金发展机遇

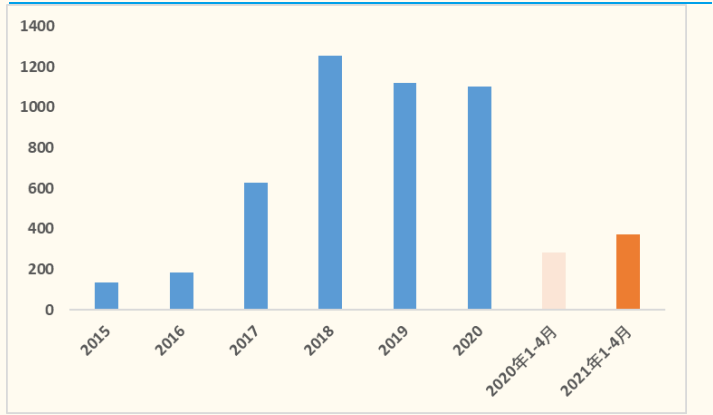
- **国家医疗改革提速和医保市场扩容，提高药企创新研发积极性。**随着国家医疗改革的提速和医保市场的扩容，为药品和医疗器械提供了广阔的发展空间，药企创新研发积极性在政策鼓励下提升明显。从临床试验的开展情况上看，2018 年 CDE 收到国产药物临床试验申请 457 次，较 2011 年增加 184 次。从 ANDA 的申报情况上看，2011 年-2015 年 CDE 收到 ANDA 申请均在 2,000 次以上，2016 年以来由于《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》等一系列政策的出台，ANDA 申请规模缩减的同时一致性评价申请数量快速增长，2019 年 CDE 收到一致性评价申请 1,038 件（308 个品种），件数较 2018 年增长 71%，随着对仿制药研发过程中一致性评价要求的不断提高，使得高端仿制药研发成为 CRO 行业新的增长点。CRO 行业作为制药企业研发产业链上的重要一环，获得了重要的发展机遇，行业规模得以迅速增长。

图表 8: 2015-2021 年 1-4 月国内新登记大临床情况



来源: 医药魔方, CDE, 国金证券研究所

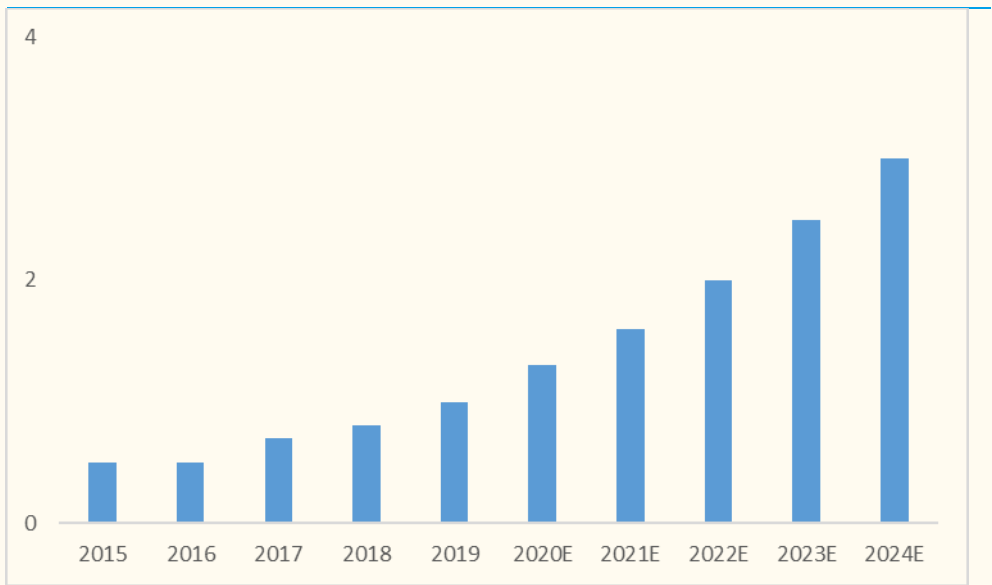
图表 9: 2015-2021 年 1-4 月国内新登记 BE 临床情况



来源: 医药魔方, CDE, 国金证券研究所

- **政策密集出台, 加速 CRO 行业发展** 仿制药一致性评价、药品上市许可人制度、4+7 带量采购, 实行新 GMP 认证等, 中国对医药行业的监管力度加大, 使得国内药物研发环境改善, 这在很大程度上加速了 CRO 行业的发展。此外, 针对仿制药的“一致性评价”, 4+7 集中带量采购等举措, 使得仿制药利润空间被大幅挤压。在此背景下, 一些传统的药企开始布局发展创新药和难仿药, 而考虑到药物研发的时间成本、研发费用及药物研发失败的风险, 药企纷纷把药物研发的部分或全部工作转向 CRO 企业, 中国 CRO 行业迎来高速发展。
- 根据全国医药技术市场协会的统计数据, 2013 年-2018 年, 我国 CRO 市场规模从 231 亿元迅速增长到 678 亿元, 年均复合增长率达到 24.03%。未来随着国内对创新药、仿制药研发的需求加速释放, CRO 行业将迎来持续增长的行业发展机遇。
- **药学研究服务市场快速发展。** 根据 Frost & Sullivan 数据, 中国 CMC 市场规模从 2015 年的 5 亿美元上升至 2019 年的 10 亿美元, 年复合增长率为 18.92%。中国 CMC 市场规模预计将从 2020 年的 13 亿美元增长到 2024 年的 30 亿美元, 2020 年至 2024 年预计年复合增长率为 23.25%, 市场前景十分广阔。

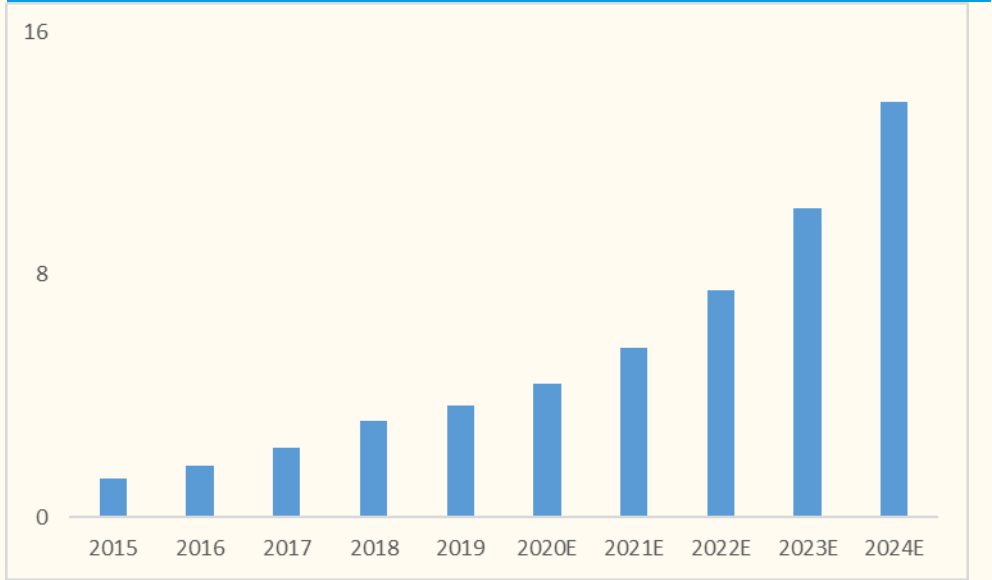
图表 10: 中国 CMC 服务市场规模/十亿美元



来源: Frost & Sullivan, 泰格医药 H 股招股说明书, 国金证券研究所

- 临床试验和生物分析服务市场快速发展根据 Frost & Sullivan 数据，中国临床试验阶段 CRO 市场规模从 2015 年的 13 亿美元上升至 2019 年的 37 亿美元，年复合增长率为 29.89%。中国临床阶段 CRO 市场的规模预计将从 2020 年的 44 亿美元增长到 2024 年的 137 亿美元，2020 年至 2024 年预计年复合增长率为 32.84%。临床试验和生物分析细分市场未来将实现快速增长，市场空间巨大。

图表 11：中国临床试验阶段 CRO 市场规模/十亿美元



来源：Frost & Sullivan，公司招股书，国金证券研究所

药学研究+临床试验并重发展，全流程一体化服务模式打造服务高地

- 公司业务起步于药学研究业务，在药学研究领域积累了丰富的经验，建立了扎实的客户基础。随后，公司的业务领域向临床研究、生物分析及药物发现等服务领域扩展，覆盖原料药及制剂研究、I-IV 期临床试验研究、生物等效性试验研究、生物分析、先导化合物筛选和优化等各个领域。公司已与国内多家大中型医药企业建立合作关系，包括上海医药集团、复星医药、扬子江、博瑞生物、南新制药、凯因科技、江西制药、瑞阳制药、江苏科菲平等。
- 药学研究服务方面
 - ✓ 公司成立之初即起步于药学研究，经过多年发展，公司在专业人才、业务经验、技术体系、质量控制等方面拥有了扎实的基础，建立了手性合成技术平台、复杂药物全合成平台、缓控释制剂技术平台、创新药物及多肽药物分子设计及开发平台、特殊制剂研发平台、痕量药物分析技术平台/基因毒性杂质检测平台等研发平台，以完成客户委托的药物开发、一致性评价等多项业务类型。除了满足传统普通药物的药学研究需求外，公司还进行了多项特殊剂型、特殊给药途径、多肽类、复杂注射剂类、儿童用药及罕见病用药等高难度特色药物的开发。
 - ✓ 2015 年以来，公司提供原料药研发服务的项目中，36 项取得审批意见通知件（与相应制剂的临床批件同时取得），相应制剂可用于临床试验；6 项完成注册申报；1 项通过药监局审评审批。公司大力发展新技术，利用绿色酶化学解决了传统化学难以解决的药物合成问题，快速推进了药物的研发进展；在原料药质量研究方面有较强实力，能够控制原料药中基因毒杂质和金属元素杂质含量，达到 ICH 指导原则的要求。
- 临床试验服务方面
 - ✓ 公司建成了医学及临床运营研发平台、SMO 平台、第三方稽查平台、

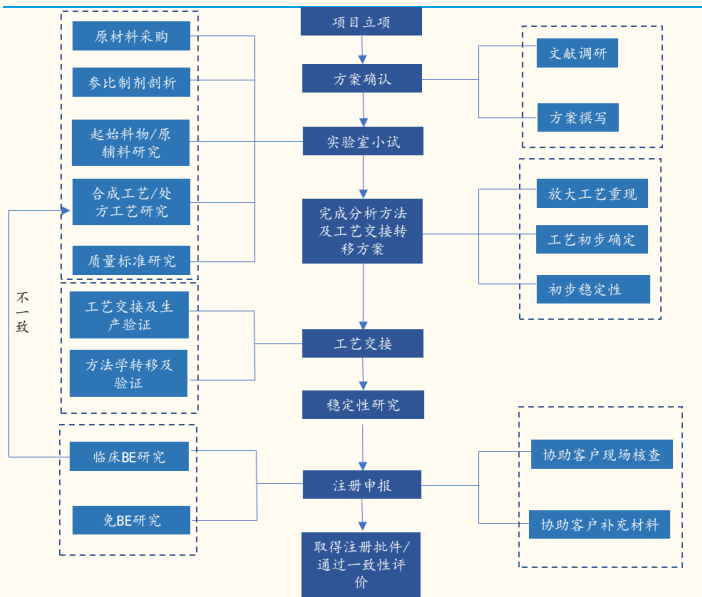
数据管理统计平台，为临床试验的实施提供系统性的专业支持。

- ✓ 公司自主建立的《临床试验项目标准操作规程》是公司临床研究服务业务开展的重要依据。该规程从项目立项、试验方案制定、筛选并联系临床试验单位、临床试验协调会、伦理审核、随机分组与设盲、数据库编制与调试、临床试验监查、数据管理与统计分析、临床试验总结、质量控制和资料移交等各个方面对临床研究服务业务做了详细规定，保障了临床试验项目开展的标准性。
- ✓ 公司在临床研究方案设计方面积累了丰富的经验，行业经验涉及肿瘤、呼吸、消化、内分泌、心脑血管等常见疾病领域，目前已建立完善的SOP体系和质量控制流程，可为客户提供专业的生物等效性试验及I-IV期临床试验的撰写服务（研究方案、知情同意、总结报告等）和医学监查服务，为临床试验全程提供科学、全面的医学服务，并确保项目过程符合ICH-GCP和中国GCP等相关法规的要求，并能获得高质量的临床研究数据。

■ 生物分析服务方面

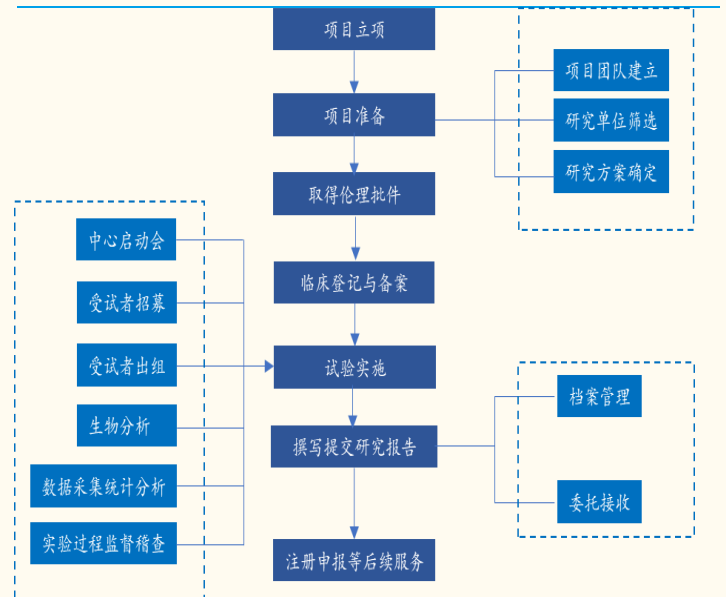
- ✓ 公司拥有行业高端的分析设备，建立了先进的质谱分析平台、免疫分析平台、细胞分析平台，分子生物学分析平台，可开展涵盖大、小分子药物的药代动力学、免疫原性、药效学及生物标志物等相关研究，并提供临床前及临床样本生物分析服务，以满足客户从早期药物发现到申报各个阶段的研发需求。

图表 12：药学服务业务主要流程



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 13：临床试验服务业务主要流程



来源：公司招股书，国金证券研究所

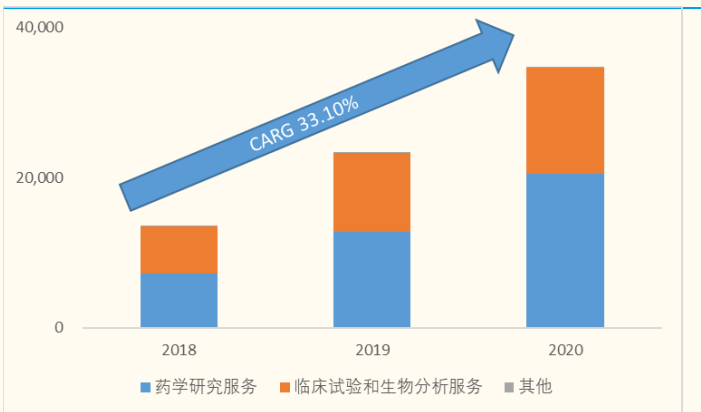
图表 14：公司首家取得药品注册批件或首家通过一致性评价的药品情况

序号	名称	剂型	规格	批准日期	备注
1	索磷布韦片	片剂	400mg	2020.03.17	国内首仿
2	缬沙坦氢氯噻嗪片	片剂	每片含缬沙坦80mg, 氢氯噻嗪 12.5mg	2020.02.11	首家通过一致性评价
3	缬沙坦氢氯地平片 (I)	片剂	每片含缬沙坦80mg, 氢氯地平 5mg	2020.02.05	国内首仿
4	恩替卡韦片	片剂	0.5mg	2019.03.28	国内片剂首仿
5	恩替卡韦片	片剂	1mg	2019.03.28	国内片剂首仿
6	注射用丹曲林钠	注射剂	20mg	2020.10.21	国内首仿

来源：公司招股书，国金证券研究所

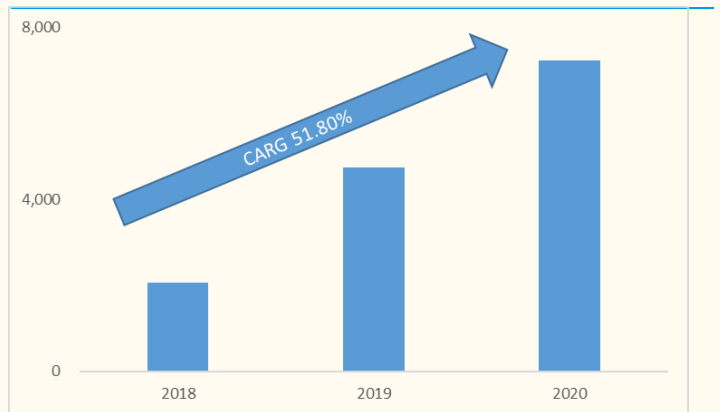
- “药学研究+临床试验+生物分析”综合药物研发服务模式，一方面有利于提高药物开发成功的概率，另一方面有利于提高研发效率，为客户提供全面和高质量的服务，带动相关主营业务收入快速增长。收入端由 2018 年的 1.35 亿元快速增长至 2020 年的 3.47 亿元，2018-2020 年复合增速 33.10%；利润端随着收入的提升，公司规模效应渐显，净利率持续提升，归母净利润由 2018 年的 0.21 亿元快速增长至 2020 年的 0.72 亿元，2018-2020 年复合增速 51.80%。

图表 15：阳光诺和营业收入情况/万元



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 16：阳光诺和归母净利润情况/万元



来源：公司招股书，国金证券研究所

自主创新，产品赋能：业务丰富研发管线布局，高附加值产品储备为公司业绩增长带来潜在动力

- 除开发客户指定的品种外，公司也会自主研发多个前景良好、供应短缺、开发难度较大的品种，待工艺相对成熟后，结合客户的需求而向客户推荐，并接受客户委托继续提供研发服务。公司在研产品均具有一定的技术壁垒，而且属于临床必需、市场短缺的品种，具有良好的市场前景，更容易推荐至客户，从而有利于带动公司业绩的增长，自主研发产品包括特色仿制药、改良型 2 类新药，创新药等。公司的自主研发产品管线具有确定性强、成功率高（特别是特色仿制药和改良型新药），市场前景广阔，回报可观等特点。

特色仿制药研发

- 公司在研产品重点包括多肽类药物、儿科特色药物及其他高端仿制药等，

具体产品如下：

图表 17：公司自主立项仿制药在研项目

序号	项目名称	临床适应症	注册分类	研发进度
1	索马鲁肽	降血糖药物	化药 3 类	优化合成工艺路线
2	卡贝缩宫素原料药	-	原料药	工艺验证
3	卡贝缩宫素注射液	预防子宫收缩乏力等	化药 4 类	工艺验证
4	达格列净二甲双胍缓释片	降血糖药物	化药 3 类	处方工艺研究
5	依折麦布辛伐他汀片	降血脂药物	化药 4 类	小试工艺研究
6	复方甘草酸苷片	抗慢性肝病药物	化药 4 类	处方工艺研究
7	甲苯磺酸艾多沙班原料药	-	原料药	完成中试研究
8	甲苯磺酸艾多沙班片	抗凝 Xa 因子抑制剂	化药 4 类	处方工艺研究
9	维生素 K1 注射液（脂肪乳）	维生素 k 缺乏引起的出血	化药 3 类	处方工艺研究
10	西甲硅油乳剂	儿童与成人胃肠道 腹胀等	化药 4 类	处方工艺研究
11	布洛芬混悬滴剂	婴幼儿解热镇痛药	化药 4 类	临床试验
12	复方奥美拉唑碳酸氢钠胶囊（40mg：1.1g）	治疗十二指肠溃疡	化药 4 类	临床试验
13	复方奥美拉唑碳酸氢钠胶囊（20mg：1.1g）	治疗十二指肠溃疡	化药 4 类	临床试验
14	度他雄胺胶囊	良性前列腺增生症	化药 4 类	临床试验
15	阿加曲班注射液	抗凝血用药	化药 4 类	工艺验证
16	复方缬沙坦氯氮地平片	降血压药物	化药 4 类	临床试验
17	伊伐布雷定包衣片	对抗心力衰竭、减少 心率失常等	化药 4 类	临床试验
18	米库氯铵注射液	神经肌肉阻滞剂，全身麻醉的辅助用药	化药 4 类	中试放大
19	盐酸阿考替胺原料药	-	原料药	优化合成工艺路线

来源：公司招股书，国金证券研究所

改良型新药研发

- 公司改良型新药研发聚焦于微球、纳米晶体等长效注射剂，使用疗效确切的已有药物分子开发临床用于止吐、长效镇痛、精神分裂等领域的创新制

剂，提高已有药物的治疗效果，延长药物作用时间，降低给药频率。并与复杂注射剂研发平台结合开发基于微粒型注射剂的创新制剂。

创新药研发

- 公司通过多肽偶联技术，以及 5~50AA 不同链长多肽分子的专业化合成与纯化、质量控制及产业化的技术，建立小核酸药物载药系统开发平台，布局镇痛、抗菌、治疗贫血等领域创新药的开发，目前在研管线如下：

图表 18：公司自主立项创新药在研项目

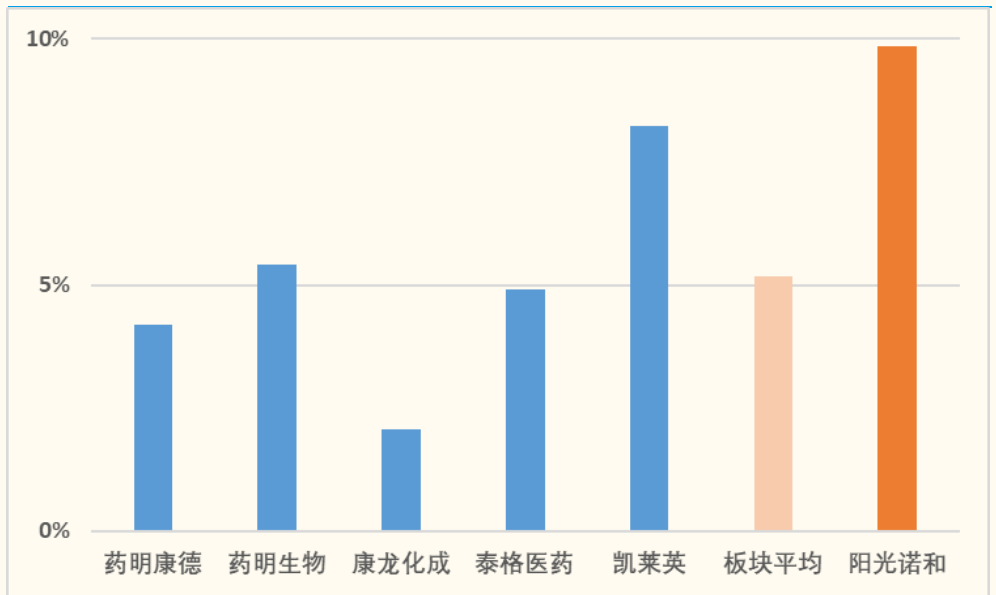
序号	项目名称	治疗靶点	注册分类	临床适应症	研发进度
1	ST1902-1	Kappa opioid receptor	化药 1 类	尿毒症皮肤瘙痒	确认临床候选化合物，完成原料 3 批中试，并送样至 GLP 研究单位，启动 GLP 安评研究
2	ST1902-2	Kappa opioid receptor	化药 1 类	术后镇痛	确认临床候选化合物，完成原料 3 批中试，并送样至 GLP 研究单位，启动 GLP 安评研究
3	ST1902-3	Kappa opioid receptor	化药 1 类	慢性关节炎疼痛	完成中试样品的制备，待临床候选化合物系统论证
4	ST1803	Peptide-Drug Conjugate	化药 1 类	MRSA 等耐药细菌感染	先导化合物优化中
5	LS009	HIF-PHD2	化药 1 类	多类型贫血	先导化合物优化中
6	STS002	GHSR	化药 1 类	癌症恶病质、糖尿病胃轻瘫、生长激素缺乏症	多个系列先导化合物的系统成药性评价中

来源：公司招股书，国金证券研究所

业务成长性，盈利预测与估值

- 公司主要业务包括一般性综合 CRO 服务和自主研发产品输出两类，其中自主研发产品输出业务条线有一定药企属性，前期需要持续研发投入，因此公司的研发投入高于一般 CRO 企业（我们判断后续研发/营收占比还会持续提升），后期产品输出，技术转让合作开发轻资产运营模式将会带来利润率的提升，因此我们采用分部估值模式对两业务条线进行分别估计，综合 CRO 采用 PE 估值法；对自主研发产品条线，进行绝对估值法估值（研发费用等费用摊销统一计入一般 CRO 业务，单独对自主创新产品的权益进行估计）。我们预计 2021 年开始自主研发业务条线将会开始贡献一定业务收入，2022 年开始，特别是 2023 年开始该业务条线将进入加速成长阶段。

图表 19：CRO 板块研发费用/营收占比情况



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 估值情况：

- ✓ 我们预计未来的合理估值区间：121-128 亿元。
- ✓ 分部估值 1（相对估值法），一般 CRO 业务，参考可比公司（泰格医药、美迪西和博济医药）给予公司 2020 年归母净利润 7246 万元以 77-86 倍市盈率，对应公司一般 CRO 业务估值 56-63 亿元。
- ✓ 分部估值 2（绝对估值法），自主创新业务，对特色仿制药、改良型新药、多肽类创新药分别进行估值测算，WACC 8.5%，永续增长率 1.5%，公司自主研发产品业务价值为 65 亿左右。

核心假设与总体收入预测情况

- 我们预计 2021-2023 年阳光诺和总体收入 4.71/6.37/8.75 亿元，分别同比增长 36%/35%/37%。
- 分版块来看，**药学研究板块**：受益于行业高景气、公司综合服务能力强，以及 2021 年开始逐渐兑现的产品输出收入（技术转让等收益），2021-2023 年分别实现 2.70/3.55/4.81 亿元，分别同比增长 32%/31%/35%。
- 分版块来看，**临床 CRO 板块**：受益于行业高景气，特别是创新药临床市场的快速成长，公司 1-4 期临床业务快速发展，预计 2021-2023 年分别实现收入 2.00/2.82/3.92 亿元，分别同比增长 41%/40%/40%。
- **费用率假设**：各项费用支出保持相对稳定，销售费用率保持行业内较低水平 2.5%；随着收入规模的扩大，管理费用率有所下降（13%→12%）；公

司重视研发投入，自主研发产品条线规模快速增长，研发费用率小幅提升（10%→12%）。

图表 20：阳光诺和收入拆分预测

		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
药学研究CRO								
	收入	3,121	7,267	12,721	20,481	27,026	35,533	48,104
	增速		132.85%	75.04%	61.01%	31.95%	31.48%	35.38%
	毛利	1,388	3,930	6,527	11,962	15,734	20,854	29,223
	毛利率	44.48%	54.08%	51.31%	58.40%	58.22%	58.69%	60.75%
	收入占比	86.57%	53.91%	54.47%	58.96%	57.36%	55.75%	54.99%
	毛利占比	96.99%	68.81%	60.90%	69.41%	67.89%	66.62%	66.12%
一般药学研究CRO服务								
	收入	3,121	7,267	12,721	20,481	24,026	31,233	40,604
	增速		132.85%	75.04%	61.01%	17.31%	30.00%	30.00%
	毛利	1,388	3,930	6,527	11,962	12,734	16,554	21,723
	毛利率	44.48%	54.08%	51.31%	58.40%	53.00%	53.00%	53.50%
自主创新业务（技术转让模式）								
	收入					3,000	4,300	7,500
	增速						43.33%	74.42%
临床CRO								
	收入	483	6,210	10,605	14,200	20,017	28,118	39,249
	增速		1184.81%	70.77%	33.90%	40.96%	40.47%	39.59%
	毛利	43	1,781	4,177	5,237	7,406	10,404	14,914
	毛利率	8.91%	28.68%	39.39%	36.88%	37.00%	37.00%	38.00%
	收入占比	13.41%	46.07%	45.41%	40.88%	42.49%	44.11%	44.87%
	毛利占比	3.01%	31.19%	38.97%	30.39%	31.96%	33.24%	33.75%
BE								
	收入	483	5,169	8,846	11,445	12,017	12,618	13,249
	增速		969.33%	71.15%	29.38%	5.00%	5.00%	5.00%
I -IV期临床								
	收入		1,041	1,759	2,756	8,000	15,500	26,000
	增速			68.88%	56.66%	190.33%	93.75%	67.74%
其他								
	收入	1	2	27	54	70	90	120
	增速		256.25%	1087.28%	99.85%	29.39%	28.57%	33.33%
	毛利			13	34	35	45	60
	毛利率	0.00%	0.00%	48.28%	62.85%	50.00%	50.00%	50.00%
TOTAL								
	收入	3,605	13,480	23,353	34,736	47,113	63,741	87,472
	增速		273.91%	73.24%	48.74%	35.63%	35.30%	37.23%
	毛利	1,431	5,711	10,717	17,233	23,175	31,302	44,197
	毛利率	39.70%	42.37%	45.89%	49.61%	49.19%	49.11%	50.53%

来源：公司招股书，国金证券研究所

分部估值 1：一般 CRO 业务

- 定义：一般 CRO 业务包括传统模式下的药学研究 CRO 服务和临床 CRO 服务，不包括自主研发产品的技术转让等收益。我们预计一般类 CRO 业务未来 3 年规模效应带来毛利率净利率的持续提升，主营业务，特别是创新药临床 CRO 的爆发带来业绩快速增长。
- 相对估值法：公司主要可比公司为泰格医药（300347.SZ）、美迪西（688202.SH、博济医药（300404.SZ）。

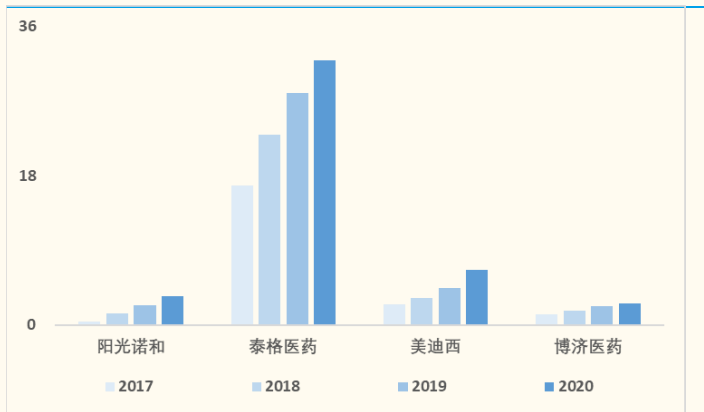
图表 21: 阳光诺和与可比公司比较

可比上市公司	阳光诺和	泰格医药	美迪西	博济医药
主营业务	药学研究+ 临床CRO	临床CRO + 临床前,有一定体量的医药投资	药物发现+ 临床前开发+ 药学研究	临床CRO
竞争优势	一站式CRO 服务+ 创新产品赋能, 满足客户多样化需求	国内规模最大临床CRO, 临床前业务不断协同; 主营业务与医药类投资形成一定协同	药物发现+ 临床前一站式服务	专注临床CRO
2020 营业收入/亿元	3.47	31.92	6.66	2.60
归母净利润/亿元	0.72	17.50	1.29	0.17
利润增速	52.88%	107.90%	94.35%	157.69%
市值/亿元	N/A	1528	262	28
PE-2020	N/A	87	202	163
毛利率	49.61%	47.43%	41.07%	43.70%
净利率	20.86%	54.81%	19.43%	6.52%
扣非净利率	20.84%	22.18%	18.54%	3.78%

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

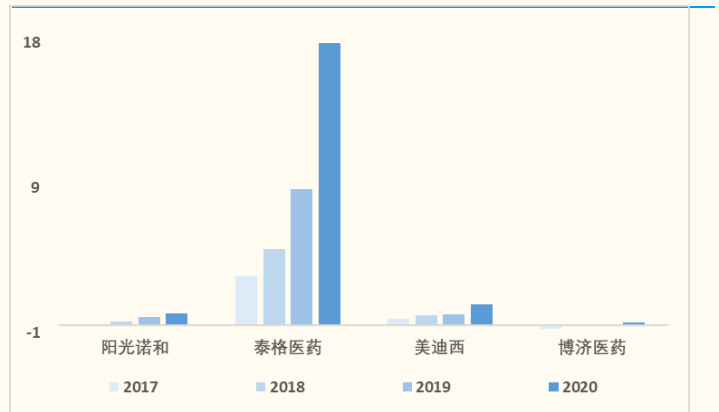
- 公司核心业务为药学研究及临床 CRO, 与可比公司相比规模较小, 毛利率较高, 增速较快。我们认为公司与三家可比公司在主营业务、主要财务指标上具有较高相似性, 具备较强可比性。

图表 22: CRO 企业收入情况/亿元



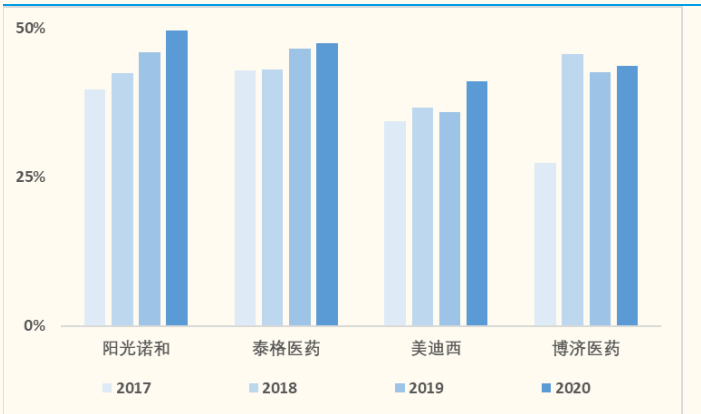
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: CRO 企业盈利情况/亿元



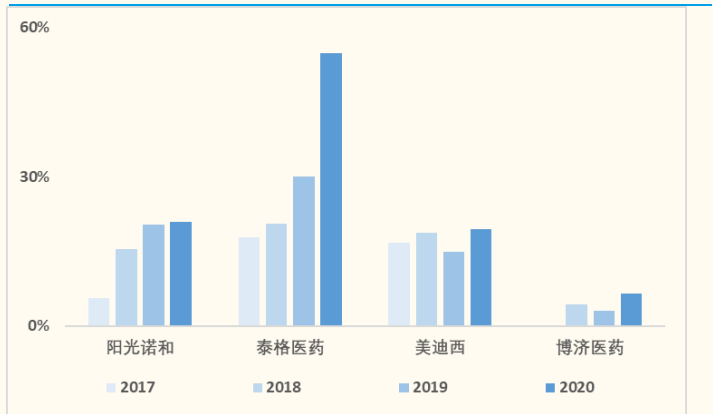
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: CRO 企业毛利率情况



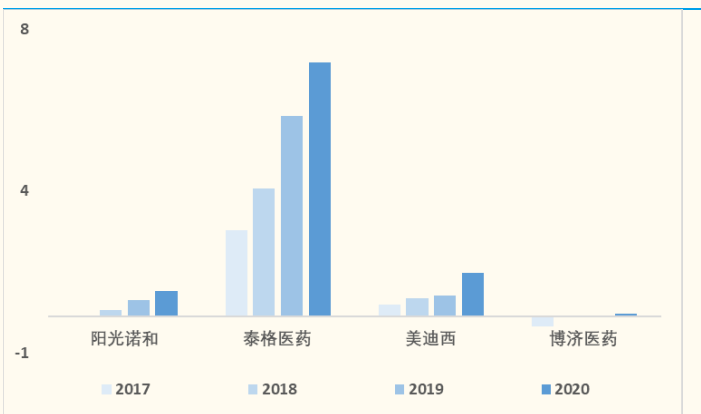
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: CRO 企业表现净利率情况



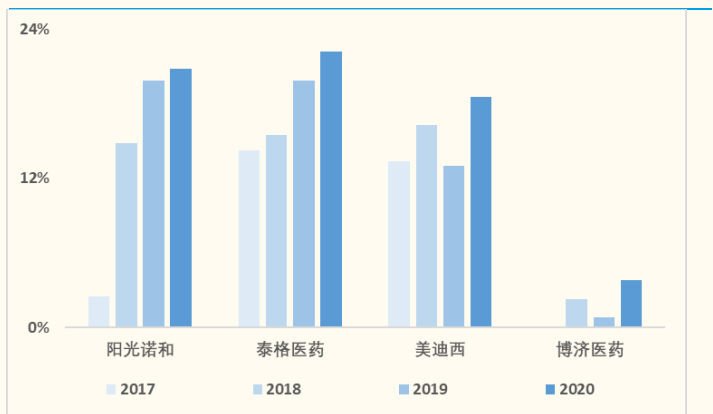
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: CRO 企业扣非净利润情况/亿元



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: CRO 企业主营业务净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 我们主要采取 PE-2020 作为估值区间的基础依据: 三家可比公司 (泰格医药、美迪西、九洲药业) 市值加权平均 2020 年市盈率为 95.84 倍, 我们给予 10-20% 的折价, 给予公司 2020 年归母净利润 7246 万元以 77-86 倍市盈率, 对应公司整体估值 56-63 亿元。

分部估值 2: 自主创新业务

- 定义: 针对前景良好、供应短缺、开发难度较大的品种, 公司开展了相应的研发、开发工作, 待工艺相对成熟后, 进行技术转让, 收取技术转让费等收益。自主研发产品包括特色仿制药、改良型 2 类新药, 创新药等。公司的自主研发产品管线具有确定性强、成功率高 (特别是特色仿制药和改良型新药), 市场前景广阔, 回报可观等特点。
- 特色仿制药的投资回报率的假设与估算:
 - ✓ 开发周期: 立项到上市一般 3-5 年。
 - ✓ 研发流程: ① 药学研究, 1-2 年; ② BE 临床, 1 年左右; ③ 注册申报上市流程, 1-2 年。
 - ✓ 研发费用: 500-1000 万元。
 - ✓ 合作模式: 自主研发 (费用自担), 注册申报前后对外合作, 收取技术转让费等。
 - ✓ 管线现状: 招股书披露, 公司目前在研的特色仿制药项目 19 个, 还有一些早期在手项目。预计未来除招股书披露的在研项目外, 每年新增

5-6个特色仿制药项目完成第一阶段药学研究研发。

- ✓ 行业内代表性首仿品种对外合作案例：①2019年11月7日，石药集团发布公告称子公司欧意药业已与上海创诺制药订立协议，同意向上海创诺支付最多人民币1.2亿元的技术转让里程碑付款，获得上海创诺开发的盐酸厄洛替尼原料药及片剂在中国（不包括中国香港、中国澳门及中国台湾地区）的商业化及后续开发的独家权利（包括完整所有权和知识产权），并成为该产品上市许可持有人。石药欧意亦同意根据该产品于该地区销售额向上海创诺支付销售提成，为期十年。②2019年12月25日，东瑞制药发布公告称其与南京海纳订立上市许可持有人转让协议，据此南京海纳将有关非布司他片(40mg, 80mg)及原料药的上市许可持有人转让予苏州东瑞，总代价最多为人民币2.4亿元。

■ 改良型新药的投资回报率的假设与估算：

- ✓ 开发周期：立项到上市一般5-8年。
- ✓ 研发流程：①药学研究+临床前研究（药代动力学、药效学及安全性评价研究），1-3年；②IND申报及临床阶段开发，3-4年；③注册申报上市流程，1年左右。
- ✓ 研发费用：IND前研发投入1-2000万元，临床阶段开发4-7000万元。
- ✓ 合作模式：前期自主研发（公司承担IND前研发费用），IND前后对外合作，客户承担临床阶段开发费用，收取技术转让费等。
- ✓ 预计2022年开始每年有1-2个新增IND项目。

■ 多肽类创新药的投资回报率的假设与估算：

- ✓ 开发周期：立项到上市一般7-9年。
- ✓ 研发流程：①药物发现+药学研究+临床前开发，2-3年；②IND申报及临床阶段开发，4-5年；③注册申报上市流程，1年左右。
- ✓ 研发费用：IND前研发投入2-3000万元，临床阶段开发8000-12000万元。
- ✓ 合作模式：前期自主研发（公司承担IND前研发费用），IND前后对外合作，客户承担临床阶段开发费用，收取技术转让费等。
- ✓ 管线现状：招股书披露，公司目前在研的多肽类创新药项目6个。预计2022年开始每年有1-2个新增IND项目。
- ✓ 行业内代表性创新药品种对外合作案例：①2018年12月27日，贝达药业发布公告称其召开了第二届董事会第三十次会议，审议通过了《关于与益方生物就D-0316项目进行合作的议案》，公司与益方生物科技（上海）有限公司（以下简称“益方生物”）签订《合作协议》，由贝达药业受让D-0316项目中国权益（包括中国大陆、香港和台湾）并独家在约定区域内进行D-0316产品的开发及商业化。②成都先导药物开发股份有限公司（“成都先导”）与广州白云山医药集团股份有限公司白云山制药总厂（“白云山制药总厂”）签署了《合作开发合同书》，成都先导将自主研发的项目代号为HG030的产品全部可能的治疗领域和适应症在中国大陆（不包括台湾、香港、澳门）的全部权利（包括但不限于专利权、研发、生产、销售）转让给白云山制药总厂，由白云山制药总厂自行承担全部费用进行HG030片的后续研发、生产及销售，成都先导仍保留HG030产品中国大陆以外所有区域的全部权益。首付款金额人民币3800万元。在专利期内，白云山制药总厂将根据研发及商业化进度向成都先导支付一定金额临床里程碑费，及HG030片中国大陆（不包括台湾、香港、澳门）上市销售的净销售收入一定比例的提成。
- ✓ 成功率假设：现有管线成功率90%，2030年立项成功率逐渐降低至70%。

■ **DCF 估值测算：**对特色仿制药、改良型新药、多肽类创新药分别进行估值测算，WACC 8.5%，永续增长率 1%，公司自主研发产品业务价值为 65 亿左右。

图表 28：阳光诺和自主创新业务绝对估值

折现现金流法												
单位：人民币百万	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入	0	30	43	75	206	309	419	600	724	861	1,021	1,186
增速			43.3%	74.4%	174.7%	50.0%	35.6%	43.2%	20.6%	19.0%	18.6%	16.2%
研发成本	0	30	45	63	70	81	93	106	122	141	162	186
EBIT	0	0	-2	12	136	229	326	494	601	720	859	1,000
增速				-700.0%	1033.3%	68.0%	42.9%	51.2%	21.8%	19.8%	19.2%	16.4%
EBIT/营收比率		0.0%	-4.7%	16.0%	66.0%	73.9%	77.9%	82.3%	83.1%	83.6%	84.1%	84.3%
- 所得税	0	0	0	2	20	34	49	74	90	108	129	150
- 资本开支												
+ 折旧摊销												
- 营运资本变动												
- 其他												
FCFF	0	0	-2	10	116	194	277	420	511	612	730	850
WACC	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
永续增长率	1.0%											
折现因子	1.00	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	0.61	0.56	0.52	0.48	0.44	0.41
FCFF现值	0	0	-1	8	83	129	170	237	266	294	323	346
FCFF现值合计	1,855											
TV现值	4,666											
企业价值	6,522											
净负债	0											
NAV	6,522											

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 29：阳光诺和自主创新业务绝对估值敏感性分析

		永续增长率				
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
WACC	6.0%	104.4	113.0	123.6	136.7	153.7
	6.5%	92.9	99.8	108.0	118.1	130.6
	7.0%	83.3	88.8	95.4	103.2	112.8
	7.5%	75.1	79.7	84.9	91.2	98.7
	8.0%	68.1	71.9	76.2	81.3	87.2
	8.5%	62.1	65.2	68.8	72.9	77.7
	9.0%	56.8	59.4	62.4	65.9	69.8
	9.5%	52.2	54.4	56.9	59.8	63.1
	10.0%	48.1	50.0	52.1	54.5	57.3

来源：国金证券研究所

风险提示

- **研发失败风险。**药物研发过程存在不确定性，存在一定研发失败风险。公司自主研发项目存在一定失败风险，但相对风险可控。因为公司的研发品类主要包括特色仿制药，改良型新药，多肽类创新药等，成功率和确定性要高于一般小分子创新药研发。
- **原材料涨价风险：**公司主营业务上游的原材料主要是基础化工品和化学试剂，相关原材料涨价可能会在一定程度上影响公司盈利能力。
- **IP 保护风险。**新药研发过程中，可能存在知识产权泄露的风险。同时公司 CRO+自主研发双板块业务，存在一定知识产权交叉泄露风险。

- 核心技术人员流失风险。核心技术人员的流失可能会对公司的盈利能力产生影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	135	234	347	471	637	875	货币资金	32	76	109	820	985	1,210
增长率		73.2%	48.7%	35.6%	35.3%	37.2%	应收账款	68	80	55	72	98	134
主营业务成本	-78	-126	-175	-239	-324	-433	存货	4	4	6	9	12	15
%销售收入	57.6%	54.1%	50.4%	50.8%	50.9%	49.5%	其他流动资产	15	22	92	116	160	217
毛利	57	107	172	232	313	442	流动资产	119	182	263	1,017	1,254	1,576
%销售收入	42.4%	45.9%	49.6%	49.2%	49.1%	50.5%	%总资产	59.1%	63.6%	68.3%	89.3%	91.1%	92.8%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-1	-2	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	51	63	75	78	80	79
销售费用	-3	-6	-9	-12	-16	-22	%总资产	25.3%	22.1%	19.4%	6.9%	5.8%	4.6%
%销售收入	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	26	37	43	43	43	43
管理费用	-17	-30	-44	-60	-81	-105	非流动资产	82	104	122	121	123	122
%销售收入	12.5%	13.0%	12.7%	12.8%	12.8%	12.0%	%总资产	40.9%	36.4%	31.7%	10.7%	8.9%	7.2%
研发费用	-8	-19	-34	-50	-70	-101	资产总计	201	286	385	1,138	1,377	1,699
%销售收入	6.3%	8.2%	9.8%	10.7%	11.0%	11.6%	短期借款	5	16	24	48	74	88
息税前利润 (EBIT)	28	51	85	109	145	212	应付款项	108	133	14	20	27	36
%销售收入	20.9%	22.0%	24.4%	23.1%	22.7%	24.2%	其他流动负债	11	18	154	201	272	373
财务费用	-1	0	-1	3	7	11	流动负债	124	167	192	269	374	497
%销售收入	0.5%	0.1%	0.3%	-0.6%	-1.2%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	4	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	128	167	192	269	374	497
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	75	117	189	866	999	1,198
%税前利润	0.3%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	16	16	60	80	80	80
营业利润	24	55	83	112	152	224	未分配利润	28	72	73	172	305	504
营业利润率	17.5%	23.6%	23.8%	23.7%	23.8%	25.6%	少数股东权益	-1	2	4	4	4	4
营业外收支	0	-1	-1	0	0	0	负债股东权益合计	201	286	385	1,138	1,377	1,699
税前利润	23	54	82	112	152	224	比率分析						
利润率	17.3%	23.3%	23.7%	23.7%	23.8%	25.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-3	-7	-8	-13	-18	-25	每股指标						
所得税率	13.4%	12.0%	9.9%	12.0%	12.0%	11.0%	每股收益	N/A	N/A	1.208	1.230	1.671	2.487
净利润	20	48	74	98	134	199	每股净资产	N/A	N/A	3.152	10.819	12.490	14.977
少数股东损益	-1	1	2	0	0	0	每股经营现金净流	N/A	N/A	1.006	1.622	2.023	2.950
归属于母公司的净利润	21	47	72	98	134	199	每股股利	N/A	N/A	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	15.4%	20.3%	20.9%	20.9%	21.0%	22.7%	回报率						
							净资产收益率	27.54%	40.64%	38.32%	11.37%	13.38%	16.61%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.28%	16.60%	18.83%	8.65%	9.71%	11.71%
							投入资本收益率	31.04%	33.62%	35.25%	10.45%	11.81%	14.63%
净利润	20	48	74	98	134	199	增长率						
少数股东损益	-1	1	2	0	0	0	主营业务收入增长率	273.91%	73.24%	48.74%	35.63%	35.30%	37.23%
非现金支出	2	11	15	17	20	22	EBIT 增长率	491.75%	82.24%	64.63%	28.62%	32.77%	46.72%
非经营收益	2	1	0	4	3	4	净利润增长率	946.08%	128.79%	52.88%	35.81%	35.83%	48.85%
营运资金变动	12	-1	-29	10	6	12	总资产增长率	83.06%	41.70%	34.79%	195.70%	20.99%	23.37%
经营活动现金净流	36	59	60	130	162	236	资产管理能力						
资本开支	-16	-26	-27	-20	-21	-21	应收账款周转天数	101.4	102.8	66.7	52.0	52.0	52.0
投资	1	0	-9	0	0	0	存货周转天数	12.7	11.0	10.5	13.0	13.0	13.0
其他	36	10	0	0	0	0	应付账款周转天数	23.8	35.6	30.7	29.0	29.0	29.0
投资活动现金净流	20	-15	-36	-20	-21	-21	固定资产周转天数	137.8	98.6	78.4	60.5	45.5	32.9
股权募资	0	3	0	578	0	0	偿债能力						
债权募资	-20	12	12	24	27	14	净负债/股东权益	-36.34%	-51.05%	-44.48%	-88.86%	-90.79%	-93.35%
其他	-18	-12	-6	-2	-3	-4	EBIT 利息保障倍数	40.0	160.8	85.3	-36.8	-19.7	-18.5
筹资活动现金净流	-38	3	6	601	24	10	资产负债率	63.36%	58.41%	49.87%	23.61%	27.15%	29.24%
现金净流量	18	47	30	711	165	225							

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402