

“药学+临床” CRO 加速创新转型， 自研增值业务厚积薄发



核心观点

- **CRO 行业景气持续，公司综合型布局快速发展。**医药外包研发需求持续旺盛，促进 CRO 市场高景气。公司 CRO 服务布局加速完善，已形成“药学研究+临床试验+生物分析”综合型研发服务模式，能充分满足客户多样化需求。结合自研药品技术转化增值，将为公司带来双轮驱动的竞争能力。目前，公司正处于成长期，业绩持续高速增长，在手储备订单丰厚，客户群体不断积累，长期发展有保障。
- **把握创新药研发趋势，加速服务转型潜力足。**政策持续促进医药产业创新升级，创新药对临床试验要求更高，创新药临床 CRO 为大势所趋。公司虽然之前以仿制药 CRO 服务为主，但把握了行业创新药临床 CRO 发展趋势，正积极扩充创新药临床、运营等专家团队，相关业务快速增长。在药物发现和临床前研究方面，公司也在打造完善的创新药服务链条，随着创新药核心技术平台的丰富和技术团队的扩张，研究服务能力不断提升。一体化的创新药转化研究 CRO 将成型，成长潜力足。
- **自主研发实力突出，转让增值创造新看点。**公司正开发自研管线，可通过转让给下游药企客户获得收益，并保留一定的药品长期收益份额。凭借多年研发经验和人才积累，公司研发水平有保障。自主研发控费力强，且进入 IND 后即可转让，随后临床将由客户自费。转让增值在即，在研的 6 种创新药、6 种改良型新药和大量特色仿制药进展不断，其中一项 2 类新药已经取得临床批件。管线有望从 21 年底起陆续 IND，开启新的增长点。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.26/1.74/2.57 元，考虑到公司是一家成长的综合型的 CRO 企业，参照可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 21 年 PE 为 97 倍，对应目标价为 122.22 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 研发进展不及预期的风险，销售不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

公司主要财务信息

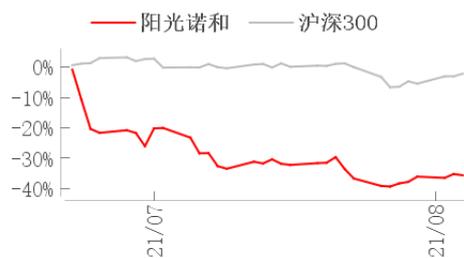
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	234	347	459	618	844
同比增长(%)	73.2%	48.7%	32.1%	34.7%	36.6%
营业利润(百万元)	55	83	114	157	231
同比增长(%)	132.9%	50.4%	37.4%	38.2%	46.8%
归属母公司净利润(百万元)	47	72	100	139	206
同比增长(%)	128.8%	52.9%	38.6%	38.9%	47.4%
每股收益(元)	0.59	0.91	1.26	1.74	2.57
毛利率(%)	45.9%	49.6%	50.6%	51.7%	53.7%
净利率(%)	20.3%	20.9%	21.9%	22.6%	24.3%
净资产收益率(%)	49.4%	47.4%	20.4%	16.5%	20.9%
市盈率	125.0	81.8	59.0	42.5	28.8
市净率	50.8	31.3	7.5	6.6	5.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年08月11日)	81.02 元
目标价格	122.22 元
52周最高价/最低价	133/70.66 元
总股本/流通 A 股(万股)	8,000/1,626
A 股市值(百万元)	6,184
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年08月12日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.35	-19.48		
相对表现	1.52	-12.01		
沪深 300	2.83	-7.47	-8.27	5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

联系人 易丹阳

yidanyang@orientsec.com.cn
联系人 田世豪
021-63325888*6111
tianshiahao@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、CRO+药品增值业务，双轮驱动竞争力初现.....	4
1.1 “药学+临床”服务兼备，管理层制药背景深厚.....	4
1.2 业绩持续高增长，在手订单丰厚.....	6
1.3 自研管线持续赋能，药品增值业务进入收获期.....	8
二、CRO 赛道高景气，仿创结合迎新机遇.....	10
2.1 外包研发需求旺盛，国内 CRO 景气度持续.....	10
2.2 “药学+临床”服务一体化，助力 CRO 业务放量.....	13
2.3 布局药物发现及临床前研究，把握创新药转型趋势.....	16
三、药品增值业务进入收获期，创新药业务占比有望逐步提高.....	18
3.1 自研产品管线丰富，即将带来新增量.....	18
3.2 研发经验充足，自主创新成长性确定.....	20
盈利预测与投资建议.....	21
盈利预测.....	21
投资建议.....	22
风险提示.....	22

图表目录

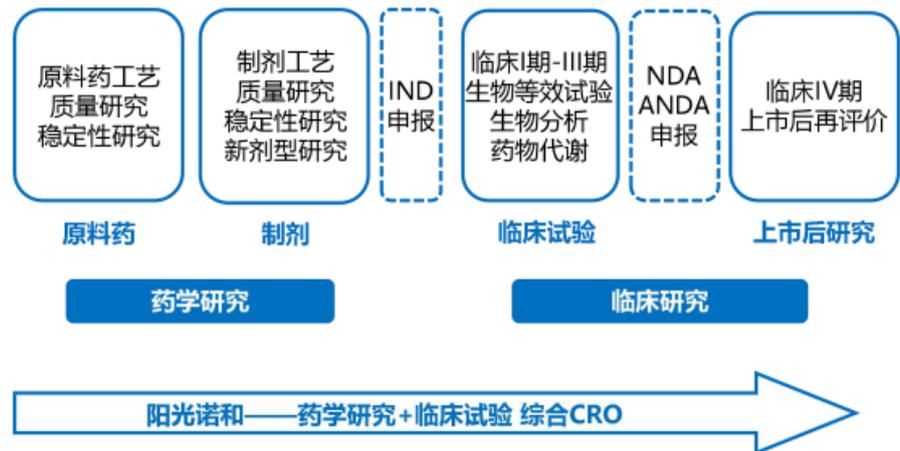
表 1: 公司团队制药背景情况	5
表 2: 公司在手订单具体分布情况	7
表 3: 2020 年公司前 5 大客户	8
表 4: 公司募集资金用途	16
表 5: 创新药自研管线	18
表 6: 仿制药自研管线（部分）	19
表 7: 公司 CRO 服务成本构成（单位：万元）	20
表 8: 可比公司估值	22
图 1: 公司主营业务情况	4
图 2: 公司主要服务内容	4
图 3: 公司股权结构	6
图 4: 公司营业收入及同比增速	6
图 5: 公司归母净利润及同比增速	6
图 6: 公司各业务历年销售收入（万元）	7
图 7: 公司 2020 年收入结构	7
图 8: 公司前五名客户情况	8
图 9: 公司销售毛利率	9
图 10: 公司毛利率与可比公司比较	9
图 11: 公司历年费用率	9
图 12: 公司历年研发投入（万元）	9
图 13: 公司研发费用率与可比公司比较	10
图 14: CRO 在药品研发生产过程中的作用	11
图 15: 全球 CRO 行业市场规模及展望（十亿美元）	11
图 16: 中国 CRO 行业市场规模及展望（亿元）	12
图 17: CDE 历年接受的 IND、ANDA 及一致性评价申请数量	13
图 18: 药学服务研究主要流程	14
图 19: 临床试验研究主要流程	15
图 20: 生物分析服务主要流程	15
图 21: 药学研究服务-仿制药开发收入（万元）	16
图 22: 临床生物分析服务-仿制药开发收入（万元）	16
图 23: 公司 CRO 一体化模式规划	17
图 24: 公司创新药相关平台搭建计划	17
图 25: 临床实验及生物分析服务-创新药开发收入（万元）	18

一、CRO+药品增值业务，双轮驱动竞争力初现

1.1 “药学+临床”服务兼备，管理层制药背景深厚

公司成立于2009年，是涵盖“药学+临床”服务的CRO企业。主营业务是为医药企业提供专业化研发外包服务，包括仿制药开发、一致性评价及创新药开发等方面的综合研发服务，具体服务内容包括药学研究、临床试验和生物分析。其中，药学研究服务包括原料药与制剂工艺研究、质量标准研究和稳定性研究等；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1：公司主营业务情况



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

公司在药学研究服务方面，主要针对仿制药开发和一致性评价；而临床试验研究主要包括I-IV期临床试验研究服务、生物等效性（BE）试验服务等，I-IV期临床试验研究服务主要针对创新药，生物等效性（BE）试验主要针对仿制药。

图2：公司主要服务内容

创新药开发	药物发现	药学研究	I-IV期临床试验	生物分析
仿制药开发 仿制药一致性评价	-		生物等效性（BE）试验	

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

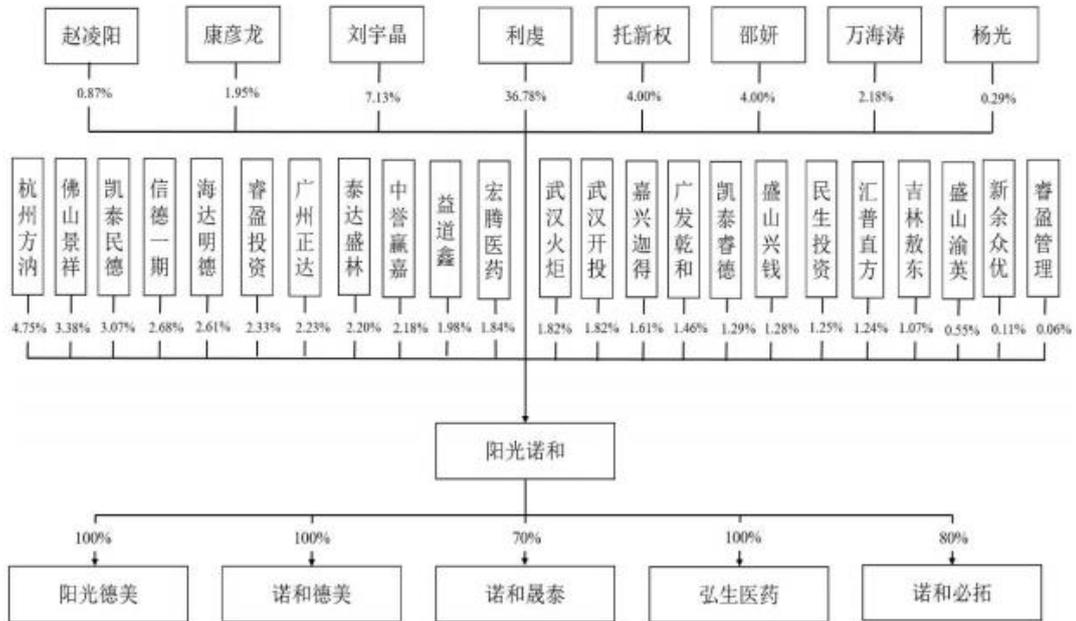
“药学+临床”综合型 CRO 公司中，公司具有较强的市场影响力。作为医药制造企业可借用的一种外部资源，在接受客户委托后，公司可以在短时间内迅速组织起一支具有高度专业化和丰富经验的研究队伍，从加快药物研发进展，降低药物研发费用，并实现高质量的研究，致力于协助国内医药制造企业加速实现进口替代和自主创新。公司拥有约 10000 平方米的药物研发实验室，约 600 人的技术团队，2017 年度、2018 年度、2019 年度，公司连续获得中华全国工商业联合会医药业商会授予的“中国医药研发公司 20 强”称号。

公司高层对制药业务非常熟悉，核心技术团队稳定。公司董事长为利虔先生，也是公司的实际控制人，持有公司 36.78% 的股份。曾任聚德阳光医药科技有限公司总经理，现还兼任朗研生命总经理，百奥药业总经理，永安制药董事长，对制药行业有着深刻的理解，在业务层面非常熟悉。此外，公司现任董事长、总经理均为公司创始人员，且最近 2 年（24 个月）公司主要核心技术人员未发生变化，有利于公司的稳定发展。

表 1: 公司团队制药背景情况

姓名	职位	个人经历
利虔	董事长	北京医科大学（现北京大学医学部）大专肄业，2002-2005 年历任北京德众万全药物技术开发有限公司合成部实验员、项目经理、项目立项组组长，2005-2014 年，任北京聚德阳光医药科技有限公司执行董事、总经理；2009 年 3 月投资创建阳光诺和有限公司任总经理至 2016 年，2016 年至今还担任朗研生命执行董事、百奥药业、任永安制药董事长等，2020 年 3 月至今，任阳光诺和董事长。
刘宇晶	董事、总经理	北京医科大学（现北京大学医学部）大专学历。2003-2009 年，历任北京柏雅联合药物研究所有限公司制剂分析部经理、副总经理；2009 年 3 月参与投资创建阳光诺和有限，2009-2020 年，历任阳光诺和有限公司监事、执行董事、总经理。2016 年 10 月至 2018 年 3 月，任萃生源总经理；现兼任 诺和德美执行董事、阳光德美执行董事、诺和晟泰执行董事、弘生医药执行董事、诺和必拓执行董事；2020 年 3 月至今，任阳光诺和董事、总经理。
罗桓	副总经理、核心技术人员	北京协和医学院（清华大学医学部）药物化学博士；在国内外核心期刊上发表论文近 10 篇；2015 年获得北京市石景山区科学技术三等奖；主要从事公司化学药的战略规划及研发团队建设、领导工作，带领并指导团队完成恩格列净、达格列净、卡格列净、氟诺拉赞、羧基麦芽糖铁、枸橼酸铁、奥拉帕尼、帕博昔布、曲格列汀的开发，审核相关 CTD 资料并协同公司其他部门完成项目的申报。目前任公司副总经理。
李元波	子公司总经理、核心技术人员	四川大学博士，高级工程师。世界中医药学会联合会中药药剂专业委员会理事、四川省药学会药剂专委会副主任委员。2009 年 1 月至 2011 年 5 月，在四川大学从事药剂学博士后研究；2008 年 7 月至 2010 年 10 月，任扬子江药业集团四川海蓉药业有限公司研究所副所长；2010 年 10 月至 2011 年 3 月，任扬子江药业集团董事长秘书；2011 年 3 月至 2018 年 3 月，任扬子江药业集团四川海蓉药业有限公司副总经理；2018 年 4 月至今，任诺和晟泰总经理。

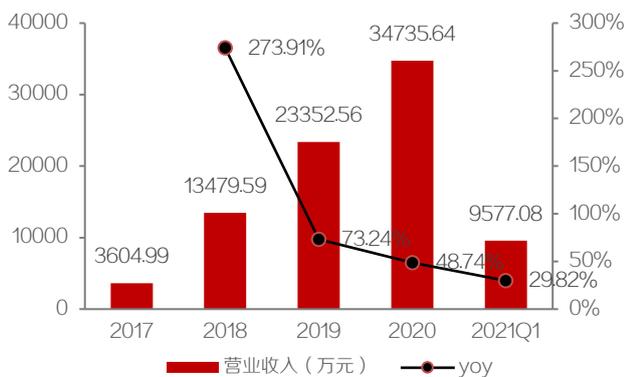
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 3：公司股权结构


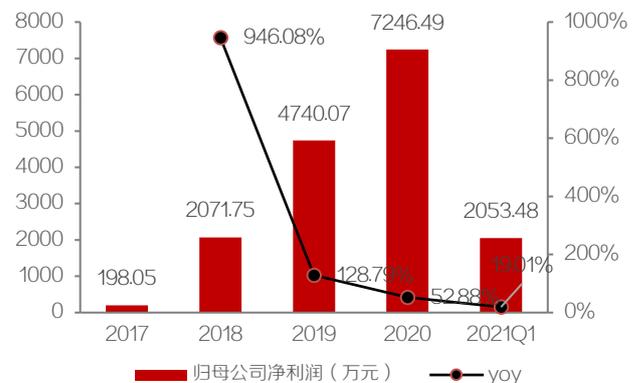
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

1.2 业绩持续高增长，在手订单丰厚

公司正处于快速成长期。近年来，营业规模稳健上升，业绩持续增长，2017 年到 2020 年，营业收入从 0.36 亿元上升到 3.47 亿元，复合增长率达到 112.79%。2021 年第一季度的收入达到了 0.96 亿元，同比增速近 30%。在利润端，2017-2019 年归母净利润从 0.02 亿元上升至 0.72 亿元，2021 年 Q1 达到 0.21 亿元，整体势头良好。

图 4：公司营业收入及同比增速


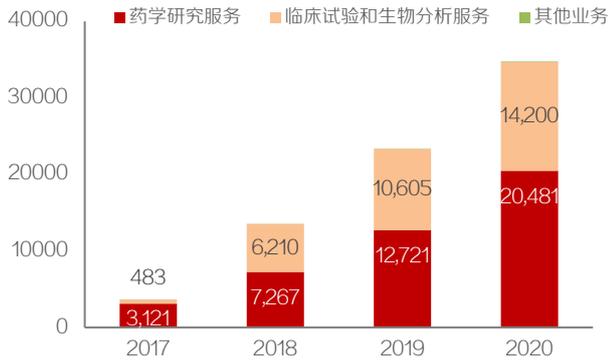
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 5：公司归母净利润及同比增速


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

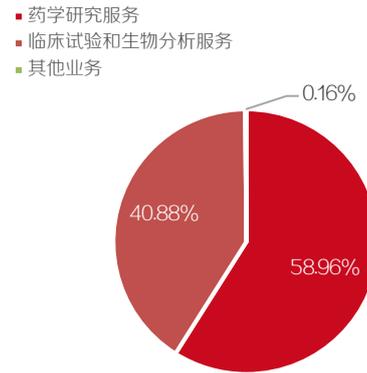
公司早期在 CRO 的 CMC 阶段积累，近年来业务层面逐渐丰富。2017 年起，公司的业务从药学研究开始拓展，延伸到了临床试验和生物分析服务。从结构上看，目前药学研究服务占比约 60%，临床试验和生物分析服务占比约 40%。

图 6：公司各业务历年销售收入（万元）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 7：公司 2020 年收入结构



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

目前公司拥有充足的在手订单，业绩持续发力有保障。截至 2020 年 12 月 31 日，公司在手订单金额达到 11.32 亿元。同时，未来也将持续获得新增订单。最近 3 年，公司累计服务客户 300 家，已经积累了庞大的客户群体，凭借优异的服务能力和质量，深得客户信赖，具备良好的口碑，未来新增订单可以预期。

表 2：公司在手订单具体分布情况

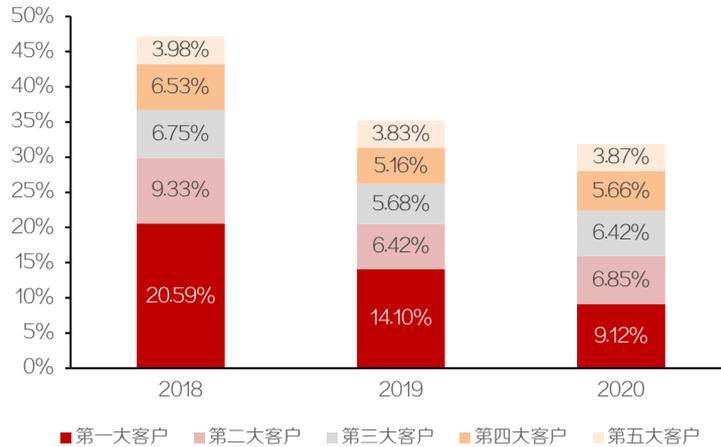
业务类型	药学研究服务	生物等效性试验服务	I-IV 期临床试验	生物分析服务
通常执行周期	3-5 年	6-12 月	1-3 年	3-6 月
金额（单位：亿元）	6.34	3.57	1.27	1.40
占比%	56%	32%	11%	1%

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

客户群体不断扩张，订单来源逐渐丰富。公司专注 CRO 行业多年，逐步成长为一家专业的生物医药药学及临床综合研发服务 CRO 公司，客户不断积累，已累计服务国内药企近 300 家。在客户增多的同时，订单对客户的依赖度逐渐减小，公司前五名客户订单金额占比正逐渐减少，从 18 年的 47.18% 已降至 20 年的 31.93%。

公司关联方依赖度也逐渐减少，2018-2020 占营收比例分别为 22.49%、14.38%和 6.41%。2020 年底，与关联方在手合同金额占总金额的 2.45%，预计之后关联方销售会越发减少，对公司订单几乎无影响。

图 8: 公司前五名客户情况



数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

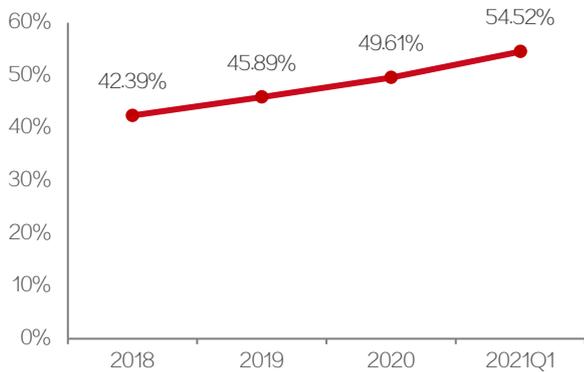
表 3: 2020 年公司前 5 大客户

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营收比例
1	湖南恒生制药股份有限公司	3,164.60	9.12%
2	盛世泰科生物医药技术 (苏州) 有限公司	2,374.08	6.85%
3	北京百奥药业有限责任公司	2,227.68	6.42%
4	广州南新制药有限公司	1,963.84	5.66%
5	江西亿友药业有限公司	1,343.14	3.87%
合计		11,073.34	31.93%

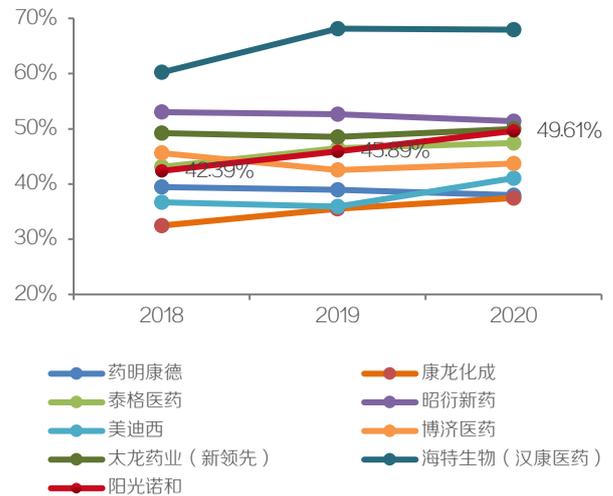
数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所 注: 加粗标记为关联方

1.3 自研管线持续赋能，药品增值业务进入收获期

公司毛利率水平稳中有升，较可比公司保持在较高水平。2018 年公司销售毛利率 42.39%，到 2021 年第一季度，达到 54.52%。由于公司及同行业公司在服务内容、业务模式等方面存在一定的差异，导致各家公司的毛利率存在一定的差异，但公司整体毛利率维持在行业中较高水平。

图 9：公司销售毛利率


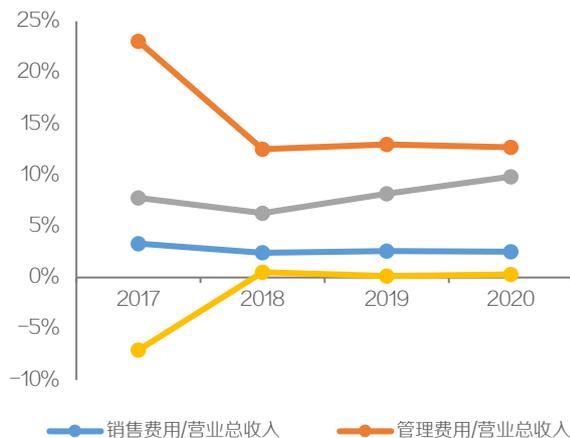
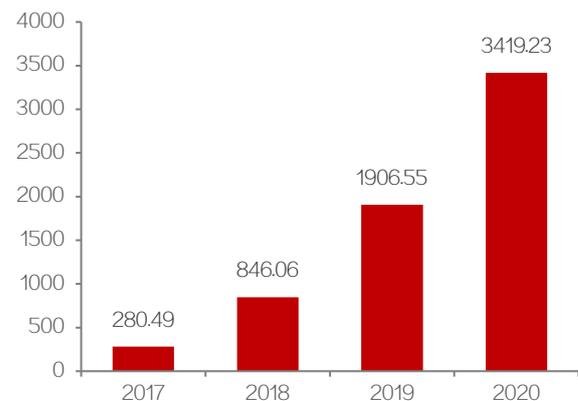
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 10：公司毛利率与可比公司比较


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

公司积极重视研发，储备了大量自研管线。该业务为除了开发客户指定的品种外，公司也会自行储备多个前景良好、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。

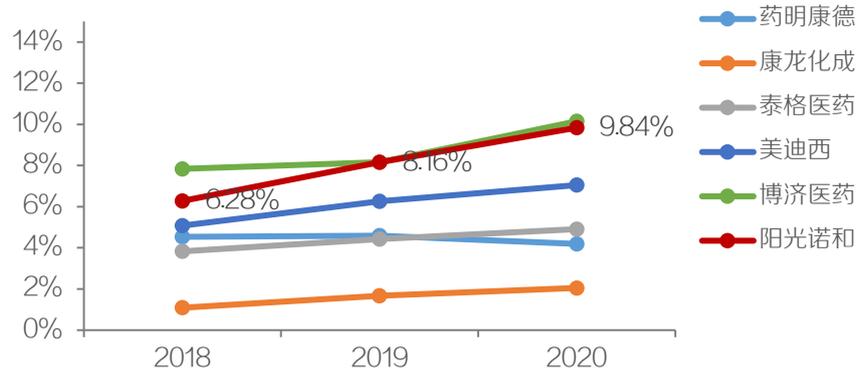
自研管线的积累，也体现在逐年增大的研发费用上。2018-2020 年，公司研发费用分别为 846.06 万元、1,906.55 万元和 3,419.23 万元，占营业收入的比例分别为 6.28%、8.16%和 9.84%。三年累计研发投入为 6,171.84 万元，占最近三年累计营业收入的比例为 8.62%。其中，2019 年和 2020 年因为公司部分自研项目进展至临床试验的阶段，使得委外研发费用较高。由此可见，**研发费用积累助力公司新型商业模式，有望带来业绩的突破，这也是公司与其他 CRO 企业最大的不同。**因此，与同行业相比，公司研发费用率保持较高水平。

图 11：公司历年费用率

图 12：公司历年研发投入（万元）


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 13：公司研发费用率与可比公司比较



数据来源：Wind，东方证券研究所

总体来看，公司服务和自研的商业模式下，“双轮驱动”前景可期。一方面，公司提供的研发外包服务日益全面，已成为“药学+临床”的综合型 CRO。基于多年的研发服务经验，公司对多类药品的开发技术、市场前景均有深刻的理解，能够提供高质量，专业化的服务，在手订单充足。另一方面，公司的自研管线将带来更大价值，将来有望通过与下游客户交易，从而实现大量营收增长。目前，自研管线主要分为三大块，创新药、改良创新药和仿制药。这些产品均属于临床必需、市场短缺的品种，具有良好的市场前景，因此，产品较容易推荐至客户，有利于带动公司业绩突变式的增长。

二、CRO 赛道高景气，仿创结合迎新机遇

2.1 外包研发需求旺盛，国内 CRO 景气度持续

近年来，医药研发活动的复杂性、长期性和高投入催生 CRO 行业的兴起。大型跨国制药企业全球化战略的加速使得制药企业面临着重重压力，在创新药方面，除了巨大的研发投资成本外，由于监管的日益严格以及拟应对疾病的复杂度越来越高，研发周期越来越长，成功率不断降低；在仿制药方面，受集采和药品注册流程的影响，仿制药的研发效率成为其抢占市场的关键。因此，CRO 行业开始兴起，CRO 公司作为医药制造企业可借用的一种外部资源，促进了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。目前 CRO 行业已经拥有了相对完备的技术服务体系，成为全球制药企业缩短药物研发周期、实现药品快速上市的重要途径。

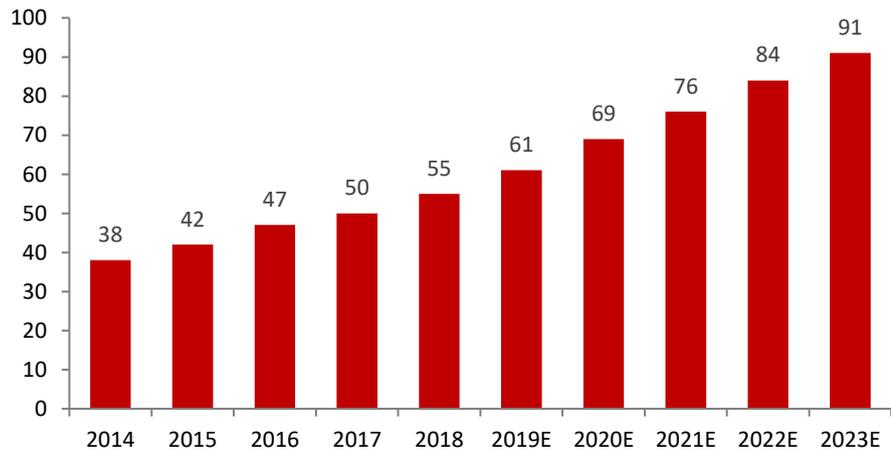
图 14: CRO 在药品研发生产过程中的作用



数据来源：公开资料，东方证券研究所

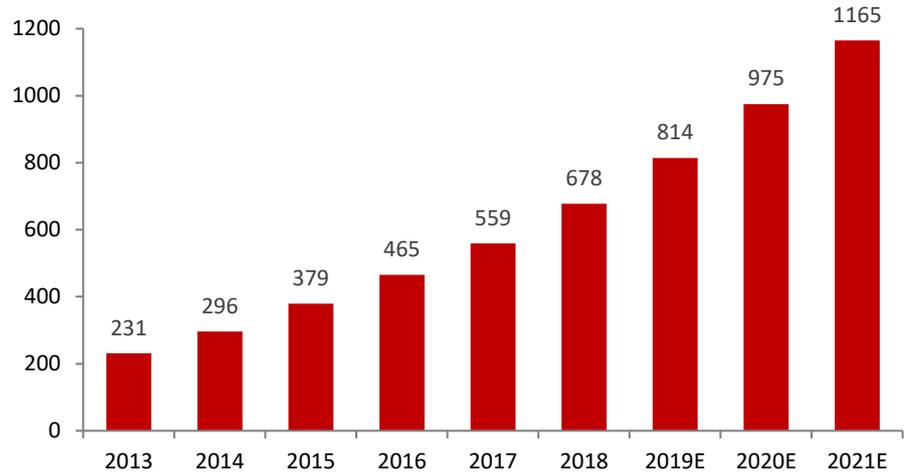
在医药需求持续增长趋势下，**全球 CRO 市场规模持续增长**。2014 年至 2018 年，全球市场年复合增速达到 9.6%，并且预计未来几年，随着人口老龄化，医疗需求正盛，全球 CRO 市场规模仍会保持较好的增长态势。

图 15: 全球 CRO 行业市场规模及展望（十亿美元）



数据来源：中国产业信息网，招股说明书，东方证券研究所

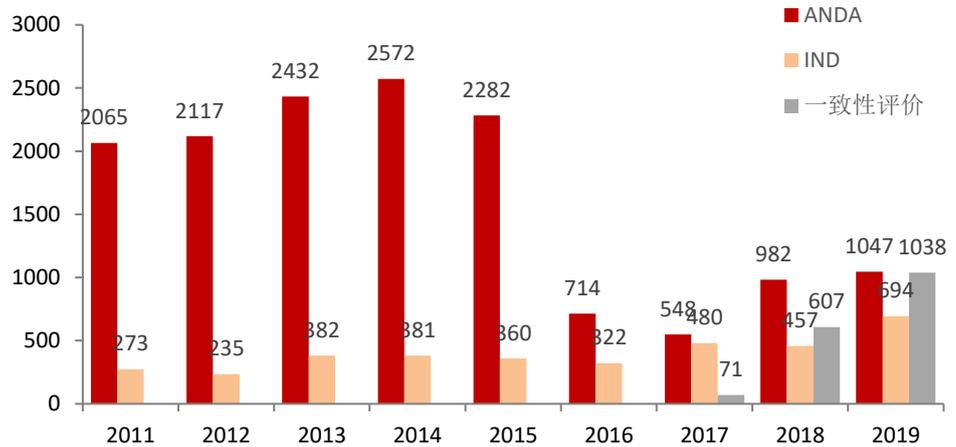
我国 CRO 市场维持高景气。2013-2018 年，我国 CRO 市场规模从 231 亿元迅速增长到 678 亿元，年均复合增长率达到 24.03%，远超全球增速。同时近年来，我国人口老龄化进程加快、政府卫生投入加大、居民收入水平的提升，使得我国医药行业的市场需求保持强劲，CRO 行业作为制药企业研发产业链上的重要一环，获得了重要的发展机遇，行业规模得以迅速增长，本土 CRO 企业有望抓住行业发展机遇，推动中国产业的成长。

图 16: 中国 CRO 行业市场规模及展望 (亿元)


数据来源：中国产业信息网，招股说明书，东方证券研究所

CRO 助力高端仿制药开发，我国仿制药 CRO 市场还有空间。由于创新药开发所需的研发投入金额较大、周期较长，我国多数本土制药企业仍以仿制药的生产、销售为主。随着各项政策的出台，对仿制药研发过程中一致性评价的要求不断提高，使得高端仿制药研发成为 CRO 行业新的增长点。制药企业更加需要借助 CRO 企业的力量来实现快仿、首仿，因为高质量、高端仿制药的开发难度更大，资金投入更多，要在创新药即将或者刚过专利期时快速抢占市场份额。2009 年至 2018 年的 10 年间，美国仿制药在全部处方量中的占比从 75%提升到了 90%，全部处方中有仿制药可选的比例从 80%上升至 92%，而中国 2018 年仿制药在全部处方量占比仅为 65.8%。我国虽然是仿制药使用大国，但是仿制药产业起步晚于美国、印度等国，从质量、品种多样性上看，与美国和印度的仿制药存在一定差距，仿制药市场仍然有较大提升空间。

图 17: CDE 历年接受的 IND、ANDA 及一致性评价申请数量



数据来源：CDE，招股说明书，东方证券研究所

CRO 助力创新药研发，提升企业竞争力。在 CDE 对 me-too 药政策趋于严格的情况下，将来药企要获得竞争力，布局创新药研发将是大势所趋。由于创新药开发的复杂程度大，试验成本高，监管法规日趋严格，高额的研发投资并不能给医药公司带来与之相对应的回报，研发效率不断下降。特别是国内，很多医药企业的产品创新和研发能力还处于较低水平，此时，寻求专业化研发服务机构的支持，以减轻研发成本压力，加快研发进度，提高研发成功的概率就显得尤为重要，医药企业为提升竞争力的这一举措也进一步促进了 CRO 行业的快速发展。

随着监管部门对药品研发过程的规范性，研发数据的真实性、可靠性要求越来越严格，以及一致性评价任务越来越紧迫，医药企业不得不加大研发投入。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。

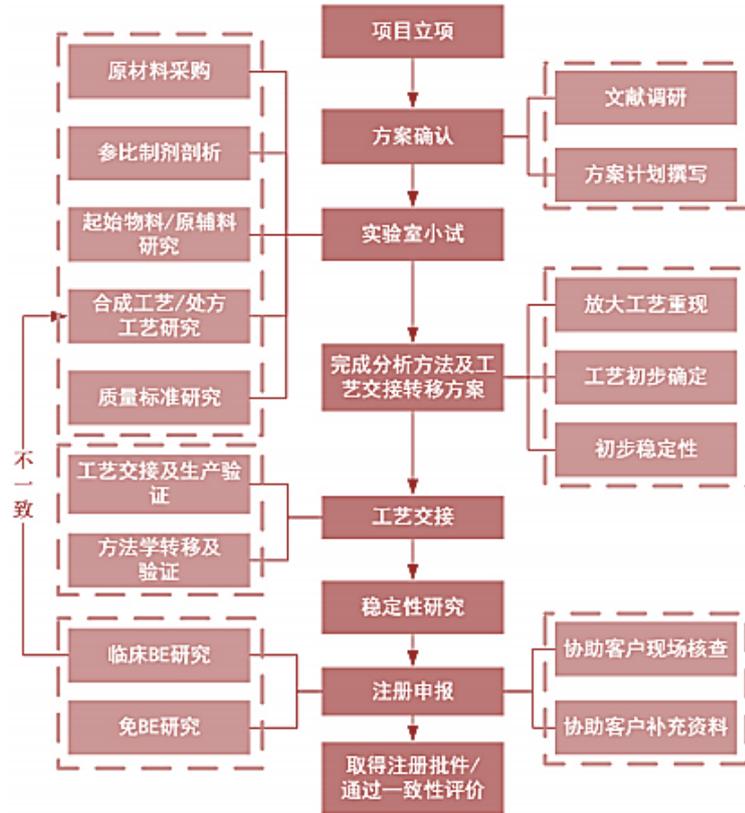
2.2 “药学+临床” 服务一体化，助力 CRO 业务放量

具备“药学研究+临床试验+生物分析”综合研发服务，公司竞争优势凸显。公司在仿制药方面具有比较完整的研发服务链条，在创新药开发方面的服务链条也正在完善中，已成为为“药学+临床”综合型 CRO 企业。公司的“药学研究+临床试验+生物分析”综合研发服务模式能够满足客户多样化需求，从而有利于提高公司订单获取的能力。**近年来，业务由药学向后拓展，灵活把握行业向创新药发展的机遇。**公司在药学研究领域积累了丰富的经验病建立了扎实的客户基础后，已经向临床试验及生物分析等服务领域扩展，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、生物分析服务等各个领域，能够灵活应对接下来创新药行业的发展趋势。

在药学研究服务方面，公司成立之初即起步于此，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。

图 18：药学服务研究主要流程

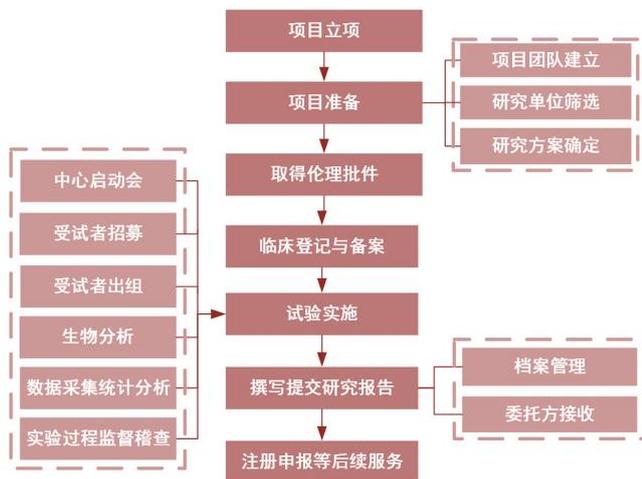


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

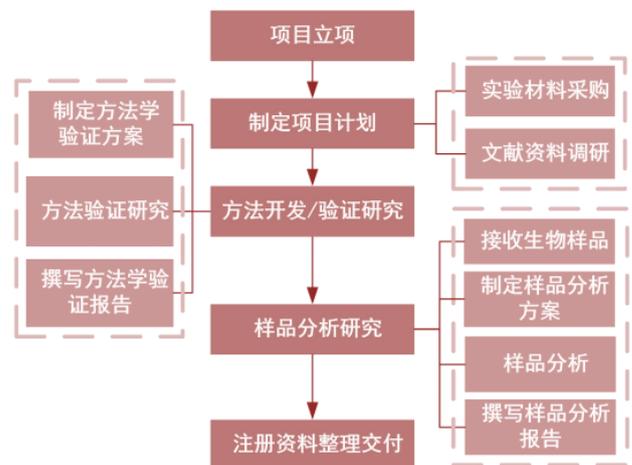
临床试验服务方面，公司建成了医学及临床运营研发平台、SMO 平台、第三方稽查平台、数据管理统计平台，为临床试验的实施提供系统性的专业支持。公司自主建立的《临床试验项目标准操作规程》是公司临床研究服务业务开展的重要依据。该规程从各个方面对临床研究服务业务做了详细规定，保障了该规程的实时、有效。临床试验研究主要包括 I-IV 期临床试验研究服务、生物等效性（BE）试验服务等。I-IV 期临床试验研究服务主要针对创新药，I 期为初步的临床药理学及人体安全性评价试验，II 期为治疗作用初步评价阶段，III 期为治疗作用确证阶段，IV 期为上市后再评价阶段。生物等效性（BE）试验主要针对仿制药，是指用生物利用度研究的方法，比较仿制药与原研药在相同的试验条件下给予相同的剂量，其活性成分吸收程度和速度有无统计学差异的人体试验。

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，并可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。公司生物分析业务既服务于自身的临床试验业务，亦独立对外承接业务。

图 19：临床试验研究主要流程


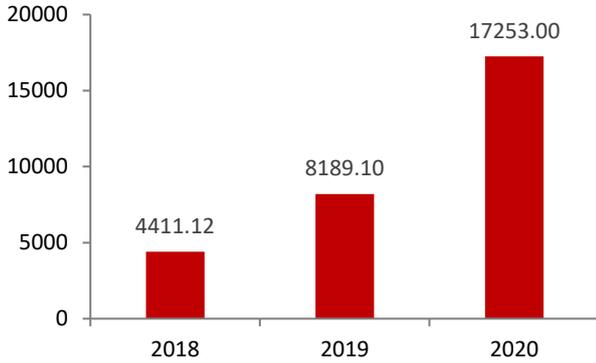
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 20：生物分析服务主要流程


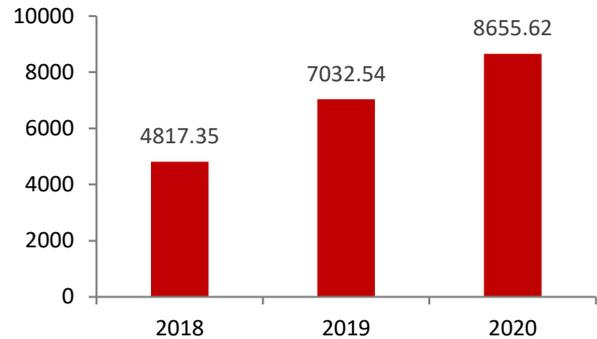
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

全流程一体化业务模式优势明显。在仿制药研发方面，公司已经形成全流程一体化业务模式，药学和临床并重发展，公司综合研发服务模式药物开发优势显著。**一是有利于提高药物开发成功的概率。**公司通过提供“药学研究+临床试验+生物分析”综合服务，能够保证药学研究与临床试验的无缝衔接，从而降低药物开发失败的风险。**二是有利于提高研发效率。**由于公司能够为客户提供全面和高质量的服务，客户直接由长期合作的可靠的研发服务公司提供药物研发所需的全部服务，研发进程衔接紧密、保密性高、沟通灵活、反馈迅速，从而加快研发进程，提高整体研发效率。

受益于综合研发服务模式，公司的仿制药业务快速发展。在注册方面，2015 年以来，公司参与研发的项目已累计取得 147 项仿制药临床批件或临床备案号；已取得 95 项仿制药药品注册受理号，已有 6 项仿制药首家取得药品注册批件或首家通过一致性评价。在业绩方面，对于药学研究服务，仿制药开发业务收入占比逐年增加。总体来说，仿制药业务快速发展，业绩增长明显。

图 21: 药学研究服务-仿制药开发收入 (万元)


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 22: 临床生物分析服务-仿制药开发收入 (万元)


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2.3 布局药物发现及临床前研究，把握创新药转型趋势

积极完善创新药链条，竞争力提升潜力大。在 2018 年 5 月，公司成立子公司诺和晟泰，将公司业务延伸至创新药研发领域。诺和晟泰已自主立项并在研多个创新药品种，部分产品已确认临床候选化合物，正开展药学研究以用于正式安全性评价，但尚未形成收入。诺和晟泰已掌握了创新药开发方面的多项技术，包括高难度多肽创新分子计算机辅助设计与筛选技术、多肽药物开发技术、小核酸药物合成及质量控制技术、药物新型制剂开发（乳剂、微球、脂质体等）技术等，此项目聚焦于创新药的开发，有助于公司完善创新药研发服务体系，提升公司竞争力，为公司增加新的利润增长点。

募投项目主要针对创新药研发布局，持续转型值得期待。公司募投项目的建设将进一步聚焦主营业务发展，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，落实公司打造“仿创结合”、“全流程一体化”药物研发服务平台的战略目标。“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。尤其是药物创新研发平台，可为客户提供从药物发现、分子设计、初步药效评价、合成纯化、制剂开发、质量控制、临床前及临床研究、临床试验、注册申报等方面的新药研发综合服务，是提高自主创新能力的战略部署，是公司创新体系建设的重要载体，有利于提高公司创新能力，实现技术突破。

表 4: 公司募集资金用途

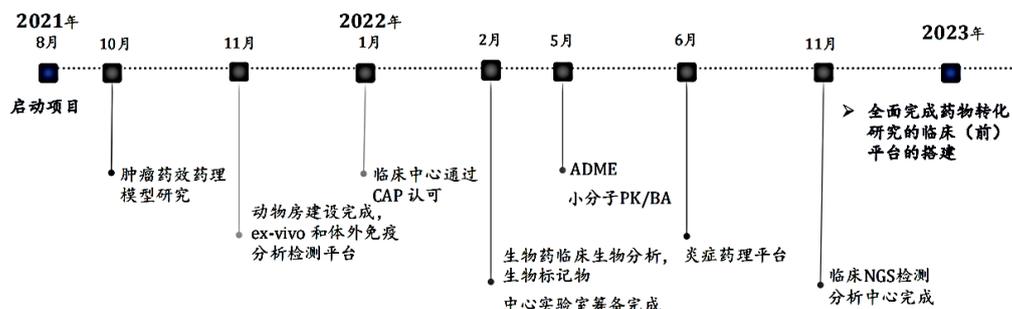
序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	特殊制剂研发平台项目	18,440.41	18,440.41
2	药物创新研发平台项目	13,033.73	13,033.73
3	临床试验服务平台建设项目	6,203.24	6,203.24

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

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 23：公司 CRO 一体化模式规划

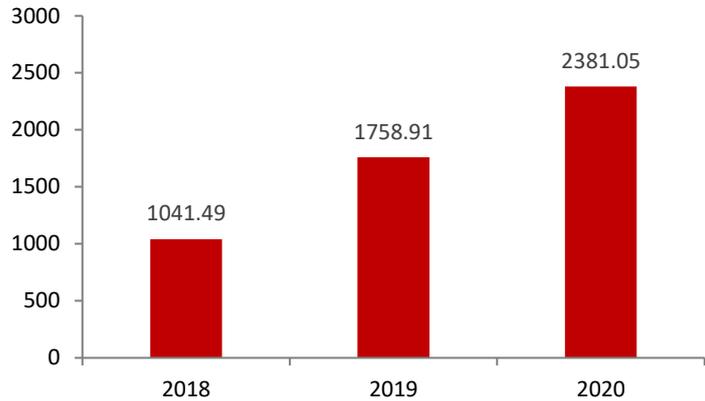

数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 24：公司创新药相关平台搭建计划


数据来源：公司官网，东方证券研究所

创新药服务已取得初步成果，业绩增长潜力初显。虽然目前公司在创新药服务链条还有待完善，在创新药研发所需的人才队伍、实验设施、技术积累等方面面临着一些挑战，尚未掌握创新药开发所需的安全性评价等环节的硬件设施与相关技术，但是现阶段已经取得初步成果且发展态势良好。目前，公司有 1 项创新药进入 III 期临床试验，且为“国家重大科技专项-重大新药创制专项”，另有 1 项创新药进入 II 期临床试验；业绩方面也呈现上升趋势，在创新药方面的收入主要来源于临床试验服务，2018 年到 2020 年，创新药开发收入不断增加，2018 年为 1041.49 万元，2020 年达到 2381.05 万元。对于药学研究服务方面，预计未来随着公司研发能力的提升，服务链条的完善能够带来更多的收益。

图 25: 临床实验及生物分析服务-创新药开发收入 (万元)



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

三、药品增值业务进入收获期，创新药业务占比有望逐步提高

3.1 自研产品管线丰富，即将带来新增量

自研产品下，公司盈利动力充足。公司在自研产品在研发至 IND 后，公司将积极寻求客户以共同开发或项目转让等模式进行合作，而后期临床费用则由合作方支付。公司收益将大量增加，除了获得技术转让费，公司还会保留收益权，在药品上市后公司会获得一定的分成比例。自研模式意义重大，对于客户而言，药品获批效率加速，新品种将带来大量收益；对于公司而言，可以通过发挥研发专长，快速对接下游客户，获得新增长点。

目前自研管线包括创新药、改良型新药和仿制药三大块：

创新药六项在研管线，市场前景广阔。公司自身掌握了多项技术，也大大促进了创新药的研发，在技术的积累之下，公司开发药物主要应用领域在于镇痛、抗菌、治疗贫血方面，均为临床必需、市场短缺的品种，具有良好的市场前景。

表 5: 创新药自研管线

序号	项目名称	治疗靶点	注册分类	临床适应症	研发进度	预计 IND 时间
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	2022 年初
2	ST1902-2	Kappa opioid	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	2022 年 6 月

		receptor			送样至 GLP 研究单位，启动 GLP 安评研究	
3	ST1902-3	Kappa opioid recepto	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	2022 年内
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	2023 年内
5	LS009	HIF-PHD2	化药 1 类	多类型贫血	先导化合物优化中	2023 年内
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	2023 年内

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

六项改良型新药均较原药有优势，有望后年起进入 IND。公司利用已有的技术积累，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，显著延长药物作用时间，降低给药频率。

仿制药开发也日渐丰富，目前在研项目包括数十项。公司将继续专注于仿制药开发领域，加大新产品的研发投入，未来仿制药管线批量进入 IND，公司将进一步扩大收入来源。

表 6：仿制药自研管线（部分）

序号	项目名称	注册分类	临床适应症	研发进度
1	索马鲁肽	化药 3 类	降血糖药物	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	化药 4 类	预防子宫收缩乏力等	工艺验证
4	达格列净二甲双胍缓释片	化药 3 类	降血糖药物	处方工艺研究
5	依折麦布辛伐他汀片	化药 4 类	降血脂药物	小试工艺研究
6	复方甘草酸苷片	化药 4 类	抗慢性肝病药物	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	化药 4 类	抗凝 Xa 因子抑制剂	处方工艺研究
9	维生素 K1 注射液（脂肪乳）	化药 3 类	维生素 k 缺乏引起的出血	处方工艺研究

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

丰富的储备产品有望在未来 3 年内进入 IND 阶段。创新药和改良型新药预计每年会有 1-2 个管线进入 IND 申报序列。至 21 年 7 月，已经有 1 项创新药进入 III 期临床试验，且为“国家重大科技专项-重大新药创制专项”，另有 1 项创新药进入 II 期临床试验，而在研的 5 项改良型新药，也将从 2022 年起依次通过 IND。同时，特色仿制药的种类则多达数十项，重点包括多肽类药物儿童用药、特殊制剂及其他高端仿制药物，部分已经入临床试验阶段，获批可能性更高。

自研药物对标潜在客户，成长确定性强。公司多年深耕 CRO 行业，凭借良好口碑已经积累了大量下游客户，即自研药物的潜在销售对象。管线主要聚焦销售规模数十亿，且适合中小型药企的产品，因此，管线进入 IND 后，较容易推荐至公司已有的下游客户。客户将自费完成药物临床试验，并用自有资源进行生产。由此可见，自研药物经过转让及上市销售，带来收益的确定性很高。

总的来看，公司在自研领域即将步入快速增长的轨道，自研产品立项初就充分考虑了临床可及性和市场可及性，并已投入了大量研发费用，随着研发的稳定推进，预计明后年年产品的增值收益会出现，在现有的高速发展下，业绩还会有进一步的增长。

3.2 研发经验充足，自主创新成长性确定

丰富制药经验助力研发，人才集中自研有保障。研发能力以及技术创新能力对其极为重要，公司主要从事生物医药研发外包服务，公司已拥有大量研发的优势：技术储备丰富，具备及时跟踪把握药品研发方向和趋势的能力；稳定的原始核心团队，积累了丰富经验的同时，培养了众多技术骨干，满足药物研发长周期的需求。通过新设、收购符合公司发展战略的子公司，公司还获得了在各个药物研发服务领域具备独特优势的技术人才和资源，同时积极与国内知名研究所及高等院校开展交流合作，参加国内前沿技术研讨会，充分利用科研院所的人才资源以及知识资源。未来，公司将进一步加强与高校和科研院所的交流合作，加强项目合作，人才交流和引进，不断提升公司的科研实力，创立药物创新研发平台，提高公司的自主创新能力，确保自研项目的顺利进行。

研发成本的控制能力，为公司自研创收保驾护航。创新药开发具有难度大、周期长、风险高的特点，需要大量的资金支持。公司提供的药品研发服务均为定制化服务，部分服务的周期较长，药品研发风险较高。关于创新药研发成本端，单个领域的研发成本可能在 1000-2000 万不等，因此，公司凭借自研优势能够换取的利润空间大。此外，公司有强大的风险控制能力，研发最大的风险在于先导化合物的筛选，公司能有效控制成本在百万元，不会面临重大损失。自研业务安全边际高，发展潜力值得期待。

表 7：公司主营业务研发成本构成（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
人工成本	2,667.78 (34.35%)	4,660.27 (36.92%)	6,347.37 (36.31%)
直接材料	521.61 (6.72%)	1,152.12 (9.13%)	1,621.42 (9.27%)
外协费用	3,048.98 (39.26%)	4,611.08 (36.53%)	6,847.80 (39.17%)
间接费用	1,527.86 (19.67%)	2,198.11 (17.42%)	2,665.66 (15.25%)

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司营收的大幅增长来自自研管线转让带来的药品增值服务，随着 21 年起逐渐有管线进入 IND 实现转让，将体现出新增量。公司目前主营业务为药学研究服务、临床试验和生物分析服务，主要为仿制药方向，受仿制药市场影响增长幅度会放缓。随着公司布局创新药的临床服务转型，预计增速稳中有升。
- 2) 公司 21-23 年毛利率分别为 50.6%/51.7%/53.7%。近年来，公司业务结构变动不大，毛利率呈现稳定状态。公司通过自研形成的药品增值服务即将带来较大的新增量，能帮助提升盈利水平，预计公司的毛利率将稳步提升。
- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 2.47%/2.38%/2.27%，管理费用率为 12.52%/12.41%/11.14%，研发费用率为 11.08%/12.00%/12.64%。管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响，公司管理费用率、销售费用率和研发费用率的小幅下降主要考虑到销售收入的增长有一定的摊薄影响。公司的研发费用率将有小幅提升，以保证越来越多自研管线研发顺利开展。
- 4) 公司 21-23 年的所得税率维持为 10%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
药学研究服务					
销售收入（百万元）	127.2	204.8	270.4	359.1	454.7
增长率	75.1%	61.0%	32.0%	32.8%	26.6%
毛利率	51.3%	58.4%	57.0%	58.0%	59.0%
临床试验和生物分析服务					
销售收入（百万元）	106.1	142.0	177.6	238.2	328.6
增长率	70.8%	33.9%	25.1%	34.1%	38.0%
毛利率	39.4%	36.9%	38.0%	38.0%	38.0%
药品增值服务					
销售收入（百万元）	0	0	10.0	20.0	60.0
增长率				100.0%	200.0%
毛利率			100.0%	100.0%	100.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	0.3	0.5	0.7	0.9	1.0
增长率	1250.0%	100.0%	24.1%	27.5%	21.5%
毛利率	48.1%	63.0%	59.7%	59.7%	59.7%
合计	233.5	347.4	458.8	618.1	844.3
增长率	73.3%	48.7%	32.1%	34.7%	36.6%

综合毛利率 45.9% 49.6% 50.6% 51.7% 53.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司为具备药学和临床服务的综合型 CRO，创新药服务转型中，竞争力逐渐凸显，且公司自研管线有望带来新增量。我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.26/1.74/2.57 元。选取以 CRO 为主营业务的泰格医药、博济医药、昭衍新药、康龙化成、药明康德和维亚生物作为可比公司，21 年 PE 为 97 倍，对应目标价为 122.22 元，首次给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2021/8/2	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
泰格医药	300347	16191	2.01	2.36	2.79	3.37	80.73	68.72	58.05	48.07
博济医药	300404	12.27	0.07	0.12	0.12	0.12	188.77	106.14	106.14	106.14
昭衍新药	603127	160.70	0.83	1.18	1.56	2.06	193.54	136.65	102.71	77.90
康龙化成	300759	21261	1.48	1.83	2.46	3.21	144.06	116.10	86.41	66.13
药明康德	603259	143.50	1.00	1.46	1.92	2.48	143.14	98.62	74.75	57.81
维亚生物	01873	7.25	-0.25	0.26	0.35	0.46	-29.00	27.88	20.71	15.76
	最大值						193.54	136.65	106.14	106.14
	最小值						-29.00	27.88	20.71	15.76
	平均数						120.21	92.35	74.80	61.97
	调整后平均						139.18	97.40	80.48	62.48

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

- **研发进展不及预期的风险。**公司自主开发的在研发管线丰富，在创新药、改良型新药和仿制药方面皆有布局，但管线开发存在一定的进度缓慢的风险，自主研发管线的增值服务预计对 21-23 年毛利润贡献约为 6%/10%/22%，或将对公司业绩有一定的影响。
- **销售不及预期的风险。**公司的自研管线转让将带来大量的销售额的增值，如果行业发展或公司业务拓展缓慢，可能会影响公司自研管线的转让，导致销售不及预期。
- **行业竞争加剧的风险。**公司目前的主营业务为 CRO 服务，行业内存在较多竞争者。如果未来市场的竞争进一步激化，可能会影响公司的销售和市占率。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	76	109	333	536	736	营业收入	234	347	459	618	844
应收票据、账款及款项融资	75	53	164	195	243	营业成本	126	175	227	299	391
预付账款	15	16	29	40	50	营业税金及附加	0	1	1	1	2
存货	4	6	10	12	15	营业费用	6	9	11	15	19
其他	11	78	151	101	149	管理费用及研发费用	49	78	108	151	209
流动资产合计	182	263	687	883	1,193	财务费用	0	1	(1)	(4)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(2)	3	0	0	0
固定资产	63	75	58	38	15	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	453	484	484	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	4	4	5	5	5	其他	2	1	1	1	1
其他	37	43	28	29	26	营业利润	55	83	114	157	231
非流动资产合计	104	122	544	557	531	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	286	385	1,231	1,440	1,724	营业外支出	1	1	2	2	2
短期借款	12	24	14	12	15	利润总额	54	82	112	155	229
应付票据及应付账款	16	14	21	31	39	所得税	7	8	11	16	23
其他	139	155	398	492	603	净利润	48	74	101	140	206
流动负债合计	167	192	433	535	658	少数股东损益	1	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	47	72	100	139	206
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.59	0.91	1.26	1.74	2.57
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	0	0	0	0						
负债合计	167	192	433	535	658						
少数股东权益	2	4	4	4	5						
实收资本(或股本)	16	60	80	80	80						
资本公积	22	53	537	537	537						
留存收益	78	76	177	284	445						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	119	193	798	905	1,067						
负债和股东权益总计	286	385	1,231	1,440	1,724						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	48	74	101	140	206
折旧摊销	3	32	29	33	37
财务费用	0	1	(1)	(4)	(5)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	14	(31)	50	110	11
其它	(9)	(12)	4	0	0
经营活动现金流	57	63	182	279	248
资本支出	(11)	(101)	(464)	(42)	(11)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(4)	66	10	(4)	0
投资活动现金流	(15)	(36)	(455)	(46)	(11)
债权融资	(5)	(4)	0	0	0
股权融资	(6)	74	504	0	0
其他	14	(65)	(9)	(30)	(36)
筹资活动现金流	3	6	496	(30)	(36)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	45	33	223	203	201

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	73.2%	48.7%	32.1%	34.7%	36.6%
营业利润	132.9%	50.4%	37.4%	38.2%	46.8%
归属于母公司净利润	128.8%	52.9%	38.6%	38.9%	47.4%
获利能力					
毛利率	45.9%	49.6%	50.6%	51.7%	53.7%
净利率	20.3%	20.9%	21.9%	22.6%	24.3%
ROE	49.4%	47.4%	20.4%	16.5%	20.9%
ROIC	45.7%	43.0%	19.7%	16.0%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	58.4%	49.9%	35.2%	37.1%	38.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.09	1.37	1.59	1.65	1.81
速动比率	1.07	1.34	1.56	1.63	1.79
营运能力					
应收账款周转率	3.5	5.5	4.3	3.5	3.9
存货周转率	33.1	34.9	27.1	26.5	29.0
总资产周转率	1.0	1.0	0.6	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益	0.59	0.91	1.26	1.74	2.57
每股经营现金流	3.49	1.05	2.28	3.49	3.10
每股净资产	1.46	2.36	9.92	11.26	13.27
估值比率					
市盈率	125.0	81.8	59.0	42.5	28.8
市净率	50.8	31.3	7.5	6.6	5.6
EV/EBITDA	100.4	50.9	41.4	31.5	22.4
EV/EBIT	106.2	70.2	52.2	38.2	26.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn