

昭衍新药

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

(603127.SH)

国内安评龙头，国际化布局未来可期

公司简介

公司是目前中国从事非临床安全性评价服务最大的机构之一，可以向客户提供一站式非临床评价研究服务、临床试验及相关服务、实验模型等 CXO 服务。

公司的业绩和订单持续保持高速增长。业绩方面，2017-2021 年营业收入 CAGR 49.8%；归母净利润 CAGR 64.3%；2022 年 Q1-3 营业收入为 12.8 亿元 (+49.0%)；归母净利润为 6.3 亿元，(+154.8%)。订单方面，1H22 公司新签订单超 20 亿元（其中国内订单+50%以上），三季度末公司在手订单超 46 亿元。

投资逻辑

非临床 CRO 是护城河与空间兼具的优质赛道。根据 Frost & Sullivan，预计 2021 年全球安评市场规模约 64 亿美元，2021-2024 年间 CAGR 约为 10.78%；预计 2021 年中国安评市场规模约 11.23 亿美元，2021-2024 年间 CAGR 约为 20.54%，显著高于全球增速。同时，GLP 资质与实验动物资质为企业开展安评业务主要门槛，国内安评市场玩家数量较少。

公司是国内安全性评价业务龙头企业，技术与产能高筑壁垒。公司专注安评领域二十余载，自成立起便专注于非临床安全性评价的 CRO 服务。相较于可比同业，公司是国内最早专门从事新药药理毒理学研究的 CRO 企业。

布局一体化与国际化战略，进一步打开公司成长天花板。
1) 近年公司基于安评主业，逐步向涵盖药物研发服务链上的药物发现、临床前和临床试验阶段的一体化服务进行扩展。2) 非临床安评具备产业转移、离岸外包的可能性。目前还未开始明显的产业转移，长期成长空间巨大。国际化一直是公司的重要发展战略，公司 2019 年公司收购 Biomere 公司，持续推进“国际客户国际申报”战略，海外离岸订单快速增长，有望打开成长天花板。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 22.1/30.2/39.8 亿元，分别同比增长 45.5%/37.0%/31.6%，归母净利润 9.0 亿/10.8 亿/13.2 亿元，分别同比增长 61.5%/19.9%/22.4%。行业景气度高，公司订单饱满、业绩确定性较强，参考可比公司，给予公司 2022 年 45 倍 PE，对应市值 405.00 亿，目标价为 75.56 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险；海外业务拓展不及预期风险；资产减值风险；汇兑损益风险；董监高减持风险；限售股解禁风险等。

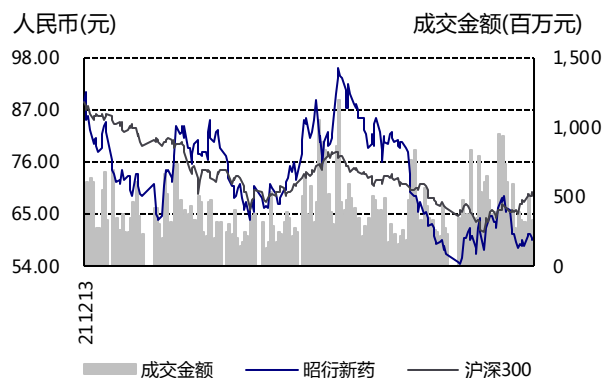
医药组

分析师：王班（执业 S1130520110002）

wang_ban@gjzq.com.cn

市价（人民币）：59.47 元

目标价（人民币）：75.56 元



公司基本情况（人民币）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,076	1,517	2,207	3,024	3,979
营业收入增长率	68.27%	40.97%	45.50%	37.03%	31.59%
归母净利润(百万元)	315	557	900	1,079	1,321
归母净利润增长率	76.60%	76.96%	61.50%	19.87%	22.39%
摊薄每股收益(元)	1.385	1.462	1.681	2.015	2.466
每股经营性现金流净额	1.80	1.79	0.18	1.93	2.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.72%	7.81%	11.65%	12.88%	14.40%
P/E	74.45	78.94	35.38	29.52	24.12
P/B	19.15	6.17	4.12	3.80	3.47

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

临床前 CRO—护城河与空间齐具的优质赛道	4
早期创新研发需求常青，非临床外包服务具备高成长性	4
GLP 资质与实验动物资源构筑高进入壁垒	5
安评领域龙头企业，技术+产能高筑壁垒	8
专注安评领域二十余载，先发优势显著	8
持续加大产能建设，提升业务体量	10
基于安评主业，向产业链上下游延伸	13
他山之石，海外非临床 CRO 龙头 Charles River 复盘	15
积极布局海外市场，打开公司成长天花板	16
盈利预测与投资建议	18
盈利预测	18
相对估值	20
风险提示	20
附录	21
公司介绍	21
股权激励措施充分，深度绑定核心员工利益	23

图表目录

图表 1：全球非临床安评市场规模（亿美元）	4
图表 2：2021 年全球非临床安评市场竞争格局	4
图表 3：中国非临床安评市场规模（亿美元）	4
图表 4：2019 年中国非临床安评市场竞争格局	4
图表 5：全球 TOP 20 疾病领域的过去五年及未来五年研发投入增长	5
图表 6：中国医药创新周期	5
图表 7：国内通过中国 GLP 认证的安评中心不足百家	6
图表 8：国内通过中国 GLP 认证的企业性质研究中心更少	6
图表 9：国内部分安评中心资质取得情况	6
图表 10：苏州昭衍实验动物楼群建设及支出情况	7
图表 11：2017-1H22 实验用食蟹猴价格持续上涨（元）	7
图表 12：临床前 CRO 企业对实验动物资源储备路径	8
图表 13：公司是国内最早专门从事新药药理毒理学研究的 CRO 企业（仅讨论安评部分业务发展历程）	9
图表 14：公司持续围绕创新药物研究评价能力的深度与广度延伸拓展	10
图表 15：公司在手订单保持快速增长	11
图表 16：公司新签订单充裕、保持快速增长	11
图表 17：公司已拥有全面的国际化 GLP 等资质	11
图表 18：公司产能情况梳理	12
图表 19：公司新兴业务对应全球市场规模（亿美元）	13
图表 20：公司新兴业务对应国内市场规模（亿美元）	13

图表 21: 公司一体化业务布局	13
图表 22: 公司临床项目新签订单快速增长 (万元)	14
图表 23: 临床业务收入 (包含药物警戒业务, 百万元)	14
图表 24: 中国的药物警戒行业仍处于早期发展阶段 (亿美元)	14
图表 25: 公司前期业绩增长较为平缓, 随后通过大量并购进行业务扩张	15
图表 26: Charles River 发展历程梳理	16
图表 27: 2021 年全球非临床 CRO 市场规模 (亿美元)	16
图表 28: 2021 年全球非临床安评市场竞争格局	16
图表 29: 公司三步走战略示意图	17
图表 30: 2020-2021H1 公司新签订单情况 (亿元)	17
图表 31: 公司分地区收入情况 (百万元)	17
图表 32: 公司盈利预测 (百万元)	19
图表 33: 可比公司估值表	20
图表 34: 2017-2022Q1-3 营业收入及增速 (百万元)	21
图表 35: 2017-2022 Q1-3 归母净利润及增速 (百万元)	21
图表 36: 2017-2022H1 公司分业务营业收入 (百万元)	21
图表 37: 2021 年公司分业务收入组成	21
图表 38: 2019-2021 年可比公司应收账款周转天数	22
图表 39: 2019-2021 可比公司经营性现金流/净利润	22
图表 40: 管理层具备丰富的毒理学专业或相关岗位经验	22
图表 41: 自 2018 年起公司连续五年推出股权激励方案	23

临床前 CRO—护城河与空间兼具的优质赛道

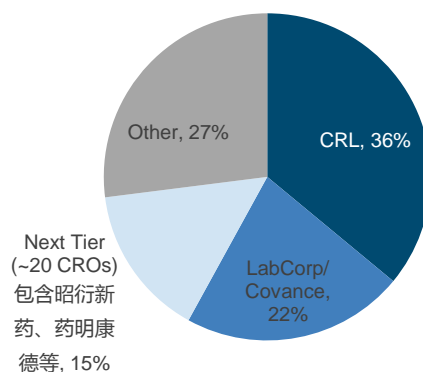
早期创新研发需求常青，非临床外包服务具备高成长性

全球非临床安评市场增长迅猛，多年发展呈寡头垄断格局。根据 Frost & Sullivan，预计 2021 年全球安评市场规模约 64 亿美元，2024 年将达到 87 亿美元，2021-2024 年间 CAGR 约为 10.78%。

图表1：全球非临床安评市场规模（亿美元）



图表2：2021 年全球非临床安评市场竞争格局

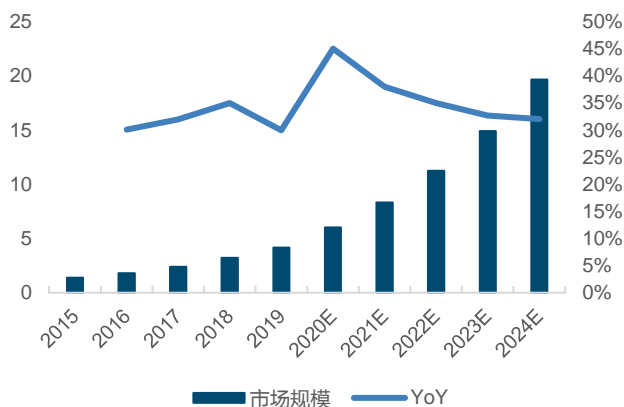


来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

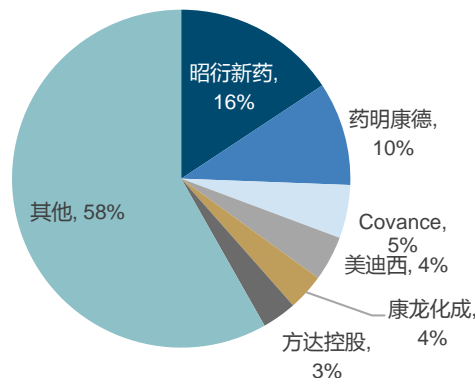
来源：CRL 业绩演示材料，国金证券研究所

中国非临床安评市场增速显著高于全球，集中度相较于海外市场，有望进一步提升。根据 Frost & Sullivan，预计 2021 年中国安评市场规模约 11.23 亿美元，2024 年将达到 19.67 亿美元，2021-2024 年间 CAGR 约为 20.54%，显著高于全球增速。从 2019 年国内市场竞争格局看，公司市占率约 16%，位居国内第一。同时，CR6 市占率约 42%，相较于全球市场的集中度有待进一步提高。

图表3：中国非临床安评市场规模（亿美元）



图表4：2019 年中国非临床安评市场竞争格局

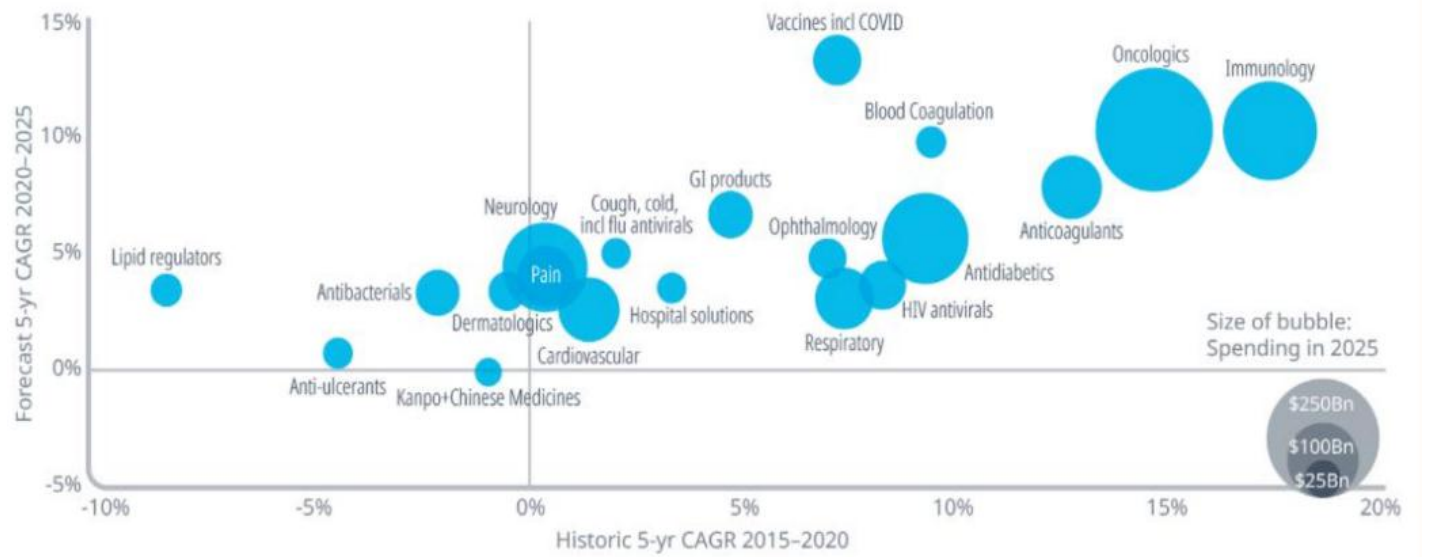


来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

长期来看，仍存在大量未被满足的临床需求，早期创新将持续维持高景气。医药行业发展至今，虽然每年有许多新研究、新发现、新疗法，但仍有大量未被满足的临床需求。从过去五年及未来五年看，全球的新药研发投入也主要集中于有较高未满足需求的疾病领域，如自身免疫、肿瘤等。

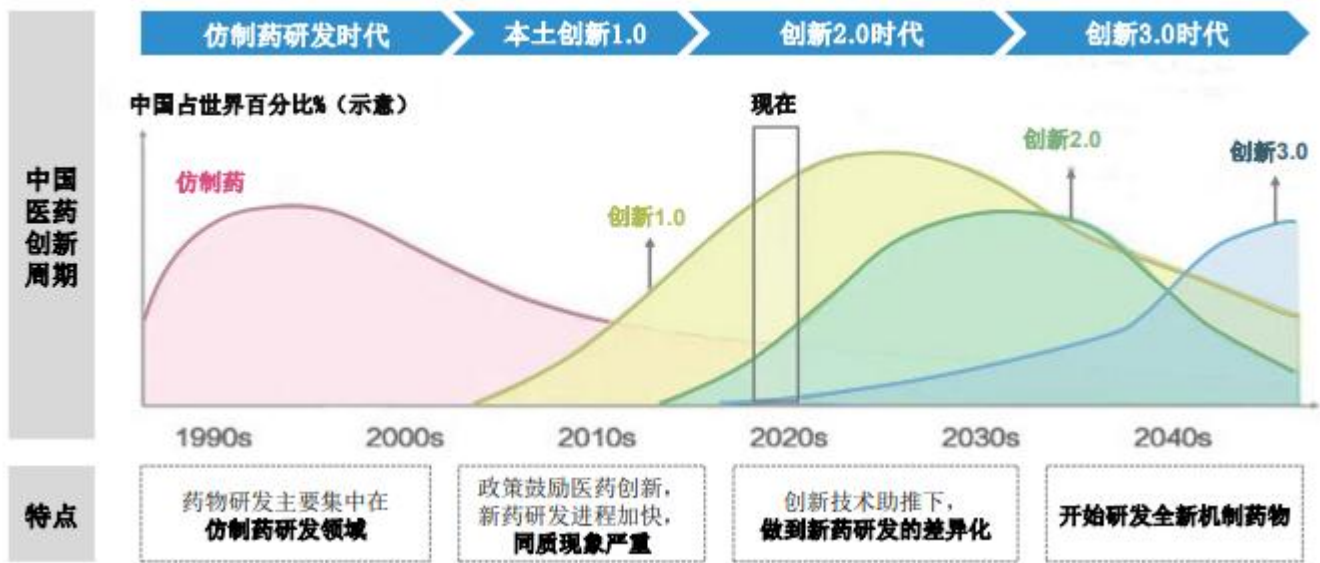
图表5: 全球 TOP 20 疾病领域的过去五年及未来五年研发投入增长



来源: IQVIA, 国金证券研究所

国内临床前 CRO 行业近年实现快速发展, 我们认为这主要得益于中国本土医药创新的爆发式增长以及医药创新的迭代升级, 使得早期研发、开发需求快速扩容, 从而拉动临床前 CRO 行业持续快速增长。

图表6: 中国医药创新周期



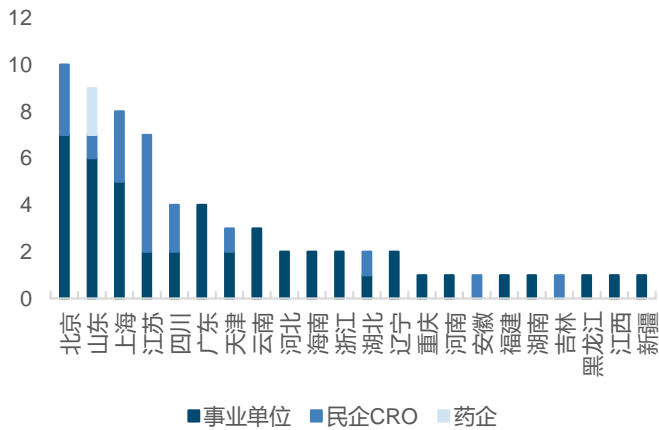
来源: BCG, 国金证券研究所

GLP 资质与实验动物资源构筑高进入壁垒

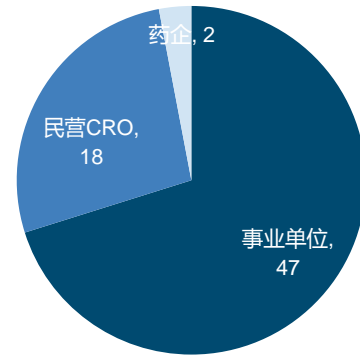
GLP 资质与实验动物资源为企业开展安评业务首要门槛, 国内安评市场玩家数量较少。GLP (Good laboratory practice of drug) 为药物非临床研究质量管理规范, 上世纪 70 年代末由美国 FDA 颁布, 现已成为全球共同接受和遵循的药物非临床法规。20 世纪, 全球严重的药物不良反应事件频出, 使得政府及监管机构意识到规范药品临床前研究的重要性。因此自上世纪 70 年代始, 许多国家陆续出台 GLP 规范。我国同样相继出台多项药品管理法规, 对新药安评、临床试验提出更为严格的要求, 2003 年中国开始实施 GLP 管理规范, 要求未在国内上市销售的化学原料药及其制剂、生物制品等新药非临床安全性评价研究必须在经过 GLP 认证, 符合 GLP 要求的实验室进行。

国内通过中国 GLP 认证的安评中心不足百家, 企业性质的研究中心更为稀缺。根据 GLP 动物安全性评价试验的备案情况来看, 目前全国仅有 67 家单位具有 GLP 安评资格。从单位性质看, 主要以大学及科研院所 (包括中检院下属单位) 为主, 民营 CRO 企业的安评中心仅有 18 家, 占 27%, 其中同时通过 FDA、OECD GLP 认证的安评中心则更少。其中公司认证资质最为齐全且现有动物房面积最大, 为安评业务的交付提供强有力保障。

图表7: 国内通过中国 GLP 认证的安评中心不足百家



图表8: 国内通过中国 GLP 认证的企业性质研究中心更少



来源: NMPA, 国金证券研究所

来源: NMPA, 国金证券研究所

图表9: 国内部分安评中心资质取得情况

项目	企业	CRO企业				地方性研究所				
		昭衍新药	药明康德	康龙化成	美迪西	华测生物	益诺思	华西海圻	广州博济	协和建昊
GLP 资质	NMPA GLP认证	9项	8项	7项	7项	7项	9项	9项	6项	8项
	单次和多次给药毒性试验	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	生殖毒性试验	√	√	√	√	√	√	√		√
	遗传毒性试验	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	局部毒性试验	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	免疫原性试验	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	安全性药理试验	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	毒代动力学试验	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	致癌试验	√	√				√	√		√
	依赖性试验	√					√	√		
实验动物	美国FDA GLP	√ (2个)	√	√	√		√	√		
	经合组织OECD GLP	√	√	√			√	√		
	韩国MFDS GLP	√								
	AAALAC	√	√	√	√	√	√	√		√
	实验动物使用许可证	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	现有动物房面积/m ²	32000	20000	3500	8800	6819	18000	26000	5000	5000

来源: 公司官网, 公司公告, 国金证券研究所

动物房建设及 GLP 资质获得需投入大量时间与资金成本, 先行布局企业优势显著。根据我国《药物非临床研究质量管理规范认证管理办法》规定, “申请 GLP 认证的机构, 应在申请前按照 GLP 的要求运行 12 个月以上, 并按照 GLP 的要求完成申请试验项目的药物安全性评价研究。” 因此综合来看, 申请 GLP 认证一般需要至少 3 年时间, 同时需要耗费高昂资金。以公司在苏州的厂房建设工程为例, 单个实验动物楼工程支出便达千万以上。

图表10: 苏州昭衍实验动物楼群建设及支出情况

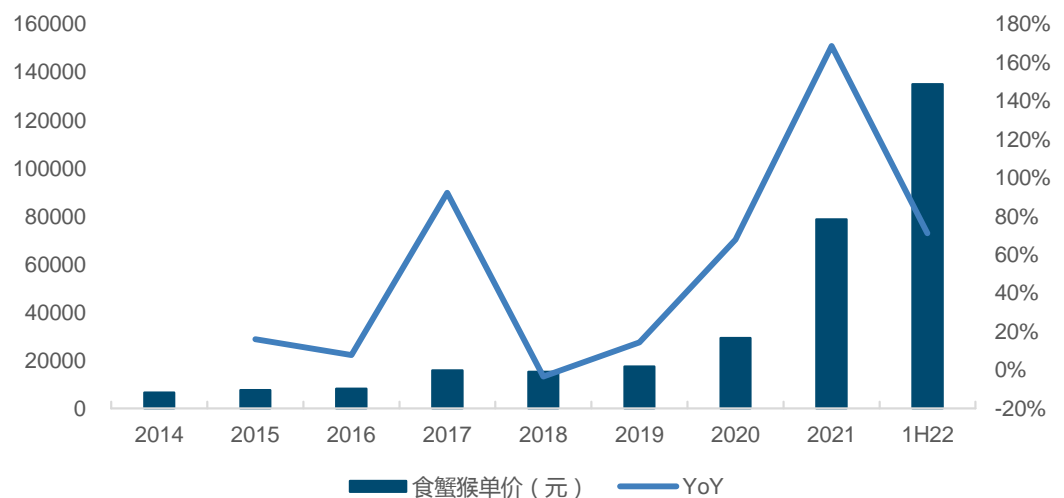
楼号	土建工程 开工时间	土建工程 完工时间	净化装修/动物房设施新建、 施工工程完工时间	动物房实验动物设施 环境检测合格时间	合计耗时	合计支出
4号楼2层	2009年10月	2010年9月	2012年12月	2012年12月	3.2年	6588.5万
5号楼1层			2014年9月	2014年10月	5年	
5号楼2层			2011年6月	2011年6月	1.7年	
6号楼1层-P2实验室			2014年4月	2014年4月	4.5年	
6号楼1层-小动物房			2016年6月	2016年9月	7年	
6号楼2层			2011年6月	2011年6月	1.7年	

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

实验用猴同样已成安评业务的稀缺资源, 有限的实验用猴资源影响 CRO 企业订单执行和盈利能力。

2015年以来, 我国的实验用猴供需关系保持紧张状态; 2020年开始, 多种因素导致需求快速提升, 食蟹猴价格涨幅较大, 近期价格在15万元/只左右。中国有养殖实验猕猴行业之后的近20年, 食蟹猴(又名食蟹猕猴、长尾猕猴)价格长时间处于低位, 2014年公司的食蟹猴平均采购价格为6567元/只。2018-2019年食蟹猴价格快速上涨, 特别是2019年下半年, 食蟹猴的价格在1.5万元-2万元/只。2020年以来, 随着中国生物大分子早期研发项目的快速增多, 食蟹猴的供需关系进一步紧张, 价格快速上涨; 同时新冠疫情爆发后, 新冠相关疫苗和治疗药物对食蟹猴的使用需求快速提升, 进一步加剧了食蟹猴的供需关系紧张, 采购价从2万元/只提高到7万元/只左右, 2022年一季度末以来食蟹猴的价格进一步上涨至15万元/只左右。

图表11: 2017-1H22 实验用食蟹猴价格持续上涨(元)



来源: 公司招股说明书, 各企业招标投标信息, 国金证券研究所

临床前 CRO 企业是实验用猴的主要需求方之一。实验动物是药物临床前评价的主要实验系统, 也是 CRO 企业临床前安全性评价业务收入的主要载体。实验动物供应和质量是临床前评价业务的基本保证、也经常是制约条件。以美国为例, 两家大型 CRO 企业 Charles River Laboratorie 和 Labcorp 在 2020 年合计使用 22810 只实验用猴, 占全年美国实验用猴使用量的 20%-30%, 与七家 NPRC 使用总和大致相同, 是实验用猴的较大需求方。

供需紧张的背景下, 掌握实验用猴资源的 CRO 企业更具议价权与项目选择权。为保障实验用猴的数量, 部分 CRO 企业早在几年前便已将买断国内几大猴场的猴源, 通过协议长期包销猴场的大量存栏猴, 控制猴场的对外供应。在“一猴难求”的背景下, 拥有实验用猴资源的 CRO 企业能够优先选择更具利润水平或更符合公司发展的项目。

动物房的产能扩建及实验动物繁育场的收并购已成非临床 CRO 业务角逐关键。基于实验用猴供需失衡背景, 临床前 CRO 企业主要依赖自建动物房或收购国内大型繁育场两条路径扩张服务能力。

1) 产能扩建: 如公司已有 32000m² 动物房投入使用, 动物饲养管理设施和功能实验室合计面积超 70000 m²。产能扩建仍在推进, 公司计划于梧州昭衍和广州昭衍投建实验动物生产设施, 其中梧州昭衍计划新建非人灵长类养殖基地, 目前饲养设施、饲料间等多栋生产用房已基本完成主体工程, 其他设施的装饰装修工程正在收尾中。

2) 收购是国内临床前 CRO 企业较多采取的扩张路径。如公司于 2022 年 4 月收购广西玮美、云南英茂两家实验用猴繁育基地, 进一步加大实验用猴模型储备; 药明康德于 2019 年 11 月收购广东春盛, 成为国内食蟹猴饲养规模最大的企业之一; 康龙化成于 2020 年 6 月和 10 月分别收购肇庆创药 50.01% 股权及康瑞泰(湛江) 生物 100% 股权, 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司 NHP 存栏数近 10,000 只。

图表12: 临床前 CRO 企业对实验动物资源储备路径

路径	企业	项目	时间	基本情况	费用
自建	昭衍新药	梧州昭衍	2018 年	新增非人灵长类繁殖基地 565 亩, 用于开工建设具备 1.5 万只饲养能力的灵长类设施。	0.4 亿元
		苏州昭衍	2021 年	苏州昭衍在现有土地上进行 II 期工程的扩建工作, 设计新增建筑面积约 20,000m ² , 以饲养设施为主, 预计 2022 年下半年投入使用。	/
		广州昭衍安评基地	2021 年	于 2021 年 10 月已开工建设, 目前在有序建设中。	/
	美迪西	上海园区	2021 年	位于上海的研发实验室, 面积 26,200m ²	/
	药明康德	南通	2022 年	公司计划在南通建设药物安全性评价和测试实验室	/
收购	昭衍新药	广西玮美	2022 年 4 月	未披露	9.75 亿元
		云南英茂	2022 年 4 月	具备实验动物生产与使用许可, 普通级食蟹猴生产设施面积 20528m ² , 猴实验设施面积 525m ²	8.30 亿元
	康龙化成	肇庆创药	2021 年 6 月	收购后实验动物供应得到有效保障, 2021 年底 NHP 存栏量接近 10,000 只。	0.69 亿元
		康瑞泰(湛江)	2021 年 10 月		2.06 亿元
	药明康德	广东春盛	2019 年 11 月	食蟹猴饲养规模达 2000 只余只, 每年可提供高品质 SPF 级实验用猴 4000 余头	8.04 亿元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

头部 CRO 企业更具渠道与规模优势, 可获取并容纳更多的实验用猴资源。部分头部 CRO 企业已通过收购或协议方式买断国内大猴场的猴源, 较具规模优势, 一方面能够降低实验用猴繁育成本, 另一方面具备更完备的养殖空间、技术、人员等, 能够容纳更多更优质的实验用猴资源。更充裕的实验用猴资源使得公司能够承接更多的优质订单, 进一步打开收入天花板。

安评领域龙头企业, 技术+产能高筑壁垒

专注安评领域二十余载, 先发优势显著

公司成立于 1995 年, 自成立起便专注于非临床安全性评价的 CRO 服务, 后逐步向涵盖药物研发服务链上的药物发现、临床前和临床试验阶段的一体化服务进行扩展。相较于可比同业, 公司是国内最早专门从事新药药理毒理学研究的 CRO 企业。

凭借先发优势, 公司持续围绕创新药物研究评价能力的深度与广度延伸拓展。

1) 广度上, 公司围绕创新药物的新热点、新技术、新靶点重点技术的需求, 在创新型细胞治疗(包括新靶点、多靶点 CAR-T)、双特异性抗体及多靶点抗体、创新型 ADC、基因治疗、核苷酸药物、创新技术路线疫苗以及创新型吸入大分子药物等领域, 开展了众多国内原创新药的非临床评价工作。如近年取得突破性进展的 CGT 领域, 公司针对不同类型的创新产品, 从药理学、组织分布与生物分析方法开发、毒理学评价关注点研究等方向, 不断探索研究和实践, 保持行业领先, 2022 年上半年, 公司承接的 CGT 订单, 同比实现翻倍增长。

2) 深度上, 公司基于已有的非临床评价综合平台, 在多技术领域进行能力建设与技术提升。以眼科药物评价领域为例, 公司现已经建立起 23 人的专业科研团队和总计 500 平方米的眼科专用实验室, 配备了国际一流的, 全面的眼科诊疗设备。为国内外 100 余家客户的科研项目提供了非临床实验服务, 累计完成近 400 项服务合同, 并协助客户完成了

近 30 项国内外申报。再如在吸入药物评价领域，实验室已是国内吸入暴露装置通量最大，率先在国内开展了创新大分子吸入药物的评价工作，完成了多种吸入制剂如 DPI、MDI、Nebulized 的非临床评价工作。

经验的积累与项目的高质量交付是公司精湛技术的背书，高客户留存率是企业综合能力的认证。

1) 公司在承担新药非临床评价项目数量和承担生物类新药非临床评价项目数量上均处于国内领先地位。截至 2020 年底，公司已为约 800 名客户完成约 8460 项非临床研究，已帮助客户在中国提交超过 3000 项药物申请及在国外提交超过 600 项药物申请。自 2017-2019 年，在国内 IND 获 CDE 接纳的所有候选药物中，公司已为超 15% 的化药、超 45% 的治疗用生物制品及超 45% 的预防用生物制品提供安评服务。2019 年至 2021 年，共新增生物药约 970 个、化学药约 730 个、中药 30 余个的非临床研究项目。

2) 拥有广泛、优质、长期合作且不断扩大的客户群。截至 2020 年 9 月 30 日，公司已向约 520 名客户提供服务，且 2019 年中国前十大药企（以收入计）中 7 家为公司客户。同时客户留存率方面，2019 年公司于 2018 年的前五大客户的保留率为 100%。

图表 13: 公司是国内最早专门从事新药药理毒理学研究的 CRO 企业（仅讨论安评部分业务发展历程）

时间	昭衍新药	药明康德	康龙化成	美迪西	方达控股
1995	公司成立				
1997	开展首个基因治疗药物评价项目				
2000		成立			
2001					李松博士于新泽西成立测试实验室
2004			成立，以实验室化学业务为主	成立，提供化学和生物分析服务	于美国注册成立并建立实验室设施
2005	首次通过国家药监局的 GLP 认证	开展生物分析服务			于上海设立首个中国办公室
2007		开展毒理及制剂服务			
2008	苏州昭衍成立；北京及苏州设施均获得 AAALAC 认证			开展非 GLP 的项目研究	
2009	昭衍北京首次通过 FDA 的 GLP 检查	苏州安评新址落成，主要开展毒理服务	成立药理部和实验动物管理部；收购康龙昌平，开展安评业务	临床前动物实验基地完成 AAALAC 认证及达到美国 GLP 标准	
2011				通过 CFDA GLP 认证；提供符合 CFDA 和美国 FDA 标准的 GLP 安评服务	开始进行 DMPK 业务
2012				GLP 安评课题通过美国 FDA 和 CFDA 审查	
2013	苏州昭衍首次通过 CFDA GLP 认证；北京设施通过 FDA 的二次 GLP 检查；昭衍加州成立				
2014		收购美国美斯诺，拓展实验室检测业务			
2015	苏州昭衍通过波兰 OECD 的 GLP 认证			扩展完成新实验室，生物药（抗体）等新实验室投入使用	
2016	苏州昭衍通过 FDA、韩国 MFDS 的 GLP 检查				
2018	昭衍鸣讯、苏州昭衍医药、梧州昭衍新药、梧州昭衍生物成立				公司收购 Concord，拓展安全及毒理学服务
2019	收购 Biomere				
2020	广州昭衍、广西前沿、北京昭衍检测成立				通过收购 Acme 进入药物发现领域
2021	北京与苏州昭衍均通过日本 PMDA 的 GLP 检查		收购 ABS，拓展海外 DMPK/ADME+ 分析服务		在中国启动 DMPK/安评和毒理学业务

来源：各公司官网，各公司公告，国金证券研究所

图表14: 公司持续围绕创新药物研究评价能力的深度与广度延伸拓展

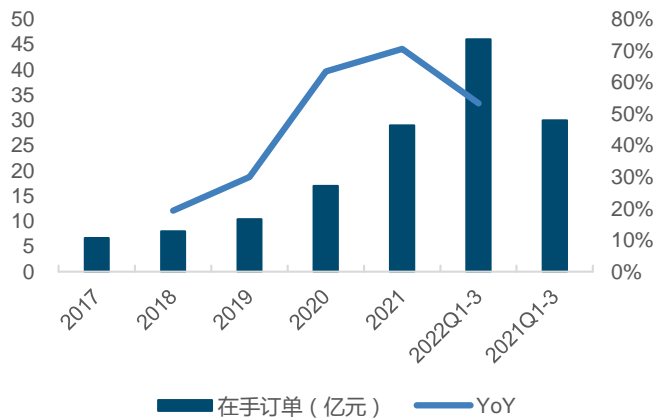
类别	特点	
按分子或产品类型	抗体	<ul style="list-style-type: none"> 从 2017 年至今, CDE 受理的抗体药过半是由公司评价;
	生物制品 CGT	<ul style="list-style-type: none"> 拥有 20+年细胞治疗和基因治疗药物的临床前评价经验; 公司参与了国内首批干细胞和 CAR-T 细胞治疗产品的临床前评价; 参与了国内唯一获得注册临床批件的 TCR-T 细胞和新生抗原 T 细胞治疗产品的临床前研究。
	疫苗	<ul style="list-style-type: none"> 公司拥有近 10 年的疫苗行业经验。
	生物仿制药	<ul style="list-style-type: none"> 已成功完成了多个质量一致性评价案例, 具有仿制药研发丰富的经验, 已成功向 FDA 和 NMPA 申报了多个仿制药品种。
按治疗领域	肿瘤	<ul style="list-style-type: none"> 公司已建立比较齐全的抗肿瘤药筛选模型及动物模型, 可进行生物大分子和化学小分子药物的评价, 已开展多项 Her2、CD20、VEGF、EGFR、CD52、CD19 等靶向生物大分子药物的评价, 也开展了多项激酶抑制剂、紫杉醇新剂型等小分子药物的评价。
	眼科疾病	<ul style="list-style-type: none"> 自 2012 年起在昭衍(苏州)倾力建立起专业化的 GLP 眼科实验室; 迄今, 已经建立起 23 人的专业科研团队和总计 500 平方米的眼科专用实验室, 配备了国际一流的, 全面的眼科诊疗设备。为国内外 100 余家客户的科研项目提供了非临床实验服务, 累计完成近 400 项服务合同, 并协助客户完成了近 30 项国内外申报。 同时可提供 II、III 类医疗器械的临床前动物实验评价, 考查医疗器械在眼内或体内的组织相容性。
	呼吸系统疾病	<ul style="list-style-type: none"> 具有 GLP 全资质; 所有参数的持续记录; 可自动控制 and 调节的气道给药过程; 设施容量大; 符合 OECD 指导原则。
	中枢神经系统疾病	<ul style="list-style-type: none"> 公司建立了神经系统药物研究模型与技术、新型影像诊断及给药技术, 以辅助新药的临床前评价、可应用于重大疾病治疗药物评价的人源化动物模型。
	心血管疾病	<ul style="list-style-type: none"> 公司可提供一系列疾病模型, 量身定制的专业毒理学服务等, 从早期靶标识别到 GLP 毒理学, 以及将靶标参与生物标记物交付临床开发。
	代谢性疾病	<ul style="list-style-type: none"> 公司拥有专门研究代谢, 肾脏和心血管疾病的综合动物模型。
	血液系统疾病	<ul style="list-style-type: none"> 公司已建立比较齐全的造血系统药效筛选模型, 可进行生白细胞、升红细胞、升血小板药物的药效评价。已建立比较齐全的凝血系统药效筛选模型, 可进行 VIII 因子、VII 因子、X 因子激活剂等促凝血药, 肝素类、X 因子抑制剂、II 因子抑制剂等抑制凝血药物的药效评价。
	炎症	<ul style="list-style-type: none"> 从发现的最早阶段到监管批准, 包括 GLP 毒理学和相关生物标记物转移到临床研究中, 公司都可以快速而专业地协助药物开发过程的所有阶段。
	传染病	<ul style="list-style-type: none"> 公司能够以最佳方式确定抗感染药的功效。为客户提供早期证明和关键候选药物的选择。公司的检测方法包括 MIC, MBC, 时间杀灭, 基于细胞, 免疫调节, 马勒菌廊, 败血症, 肺, 泌尿道, 伤口和流感感染模型。

来源: 公司官网, 国金证券研究所

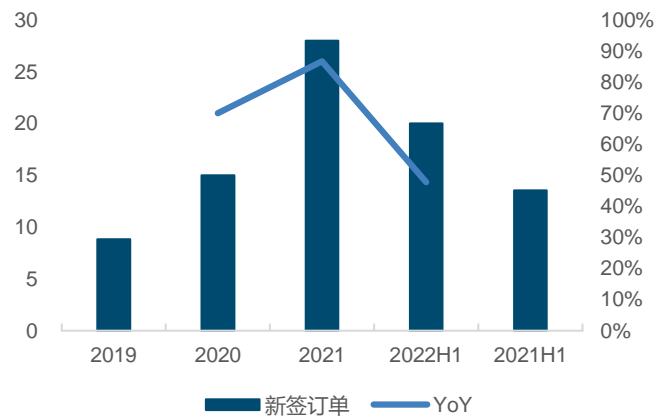
持续加大产能建设, 提升业务通量

公司在手与新签订单充裕, 为未来业绩增长提供较强保障。截至 2022 第三季度, 公司在手订单金额超 46 亿人民币。截至 2022 上半年, 公司整体签署订单超过 20 亿元人民币, 其中境内公司整体承接订单金额超 18 亿元人民币, 同比增长超过 50%, 继续保持高速增长; 海外子公司 BIOMERE 承接订单近 2 亿元人民币, 同比增长近 30%, 保持平稳增长。

图表15: 公司在手订单保持快速增长



图表16: 公司新签订单充裕、保持快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

凭借多年的积累, 公司已拥有全面的国际化 GLP 等资质, 支持国际业务的顺利开展, 在国内外市场竞争取得了较大的优势。药物非临床研究是一个法规要求非常高的行业, 中国 NMPA、美国 FDA、OECD 等对药物非临床研究的法规依从性都有严格的资质要求。特别是我国近年来, 创新药物的比例逐渐增多, 创新药物几乎都计划全球注册, 要求开展药理学评价的实验室, 具有国际认可的 GLP 资质及动物福利认证。

公司在北京和苏州拥有两处 GLP 实验室, 是目前国内唯一一家拥有两个 GLP 实验室的安评机构。同时这两家实验室也均已通过 FDA GLP 认证, 能够为客户提供中美双报等服务。

图表17: 公司已拥有全面的国际化 GLP 等资质

公司名称	资质认证	认证/检查部门	通过认证 (检查) 时间	说明
北京昭衍	GLP 认证	NMPA	2005 年 7 月首次通过认证、2011 年 9 月、2014 年 10 月、2017 年 12 月、2020 年 10 月通过定期检查	《药物非临床研究质量管理规范 认证管理办法》规定, 未获得 GLP 认证之机构不得从事非临床安全性评价服务; 获 9 项资质认证
	GLP 检查	美国 FDA	2009 年 8 月和 2013 年 9 月	国内首批且两次通过美国 FDA 检查的 CRO 机构; FDA 检查组认为公司在实验设施、实验技术、人员 GLP 依从性等方面全方位符合 FDA 的 GLP 法规要求
	GLP 检查	韩国 MFDS	2016 年 10 月	检查组认为公司提交的毒理研究数据符合 GLP 要求
	GLP 检查	日本 PMDA	2021 年 12 月	此次检查是日本 PMDA 史上第一次对中国非临床 CRO 进行的 GLP 检查, PMDA 检查人员认为公司的实验室体系和数据质量符合 PMDA 的 GLP 法规要求
苏州昭衍	AAALAC 认证 (认证范围包括苏州昭衍)	AAALAC	2008 年 10 月通过认证; 2011 年、2014 年、2017 年、2020 年通过检查评估	与世界 500 强医药巨头相关的全球生物医药单位大多要求其医药产品的动物实验都将在 AAALAC 认证单位完成
	GLP 认证	NMPA	2013 年 2 月、2014 年 8 月、2017 年 3 月、2020 年 6 月通过定期检查	认证批件编号为: GLP13002052 和 GLP14005062, 获 9 项资质认证
	GLP 认证	OECD	2015 年 10 月通过首次认证, 2017 年、2021 年再次通过检查	认证批件号码: 16/2017/DPL
	GLP 检查	美国 FDA	2016 年 8 月、2019 年 3 月	FDA 检查组认为公司在实验设施、实验技术、人员 GLP 依从性等方面全方位符合 FDA 的 GLP 法规要求
	GLP 检查	日本 PMDA	2021 年 12 月	此次检查是日本 PMDA 史上第一次对中国非临床 CRO 进行的 GLP 检查, PMDA 检查人员认为公司的实验室体系和数据质量符合 PMDA 的 GLP 法规要求
	CNAS 检查	中国合格评定国家认可委员会	2018 年 7 月、2019 年 8 月、2020 年 11 月	在生物制品、中药、化学药品、和兽药方面的评价能力和质量管理体系得到进一步提升
	BSL2 实验室	苏州市农业农村局	2021 年 10 月	动物病原微生物
	BSL2 实验室	苏州市卫健委	2021 年 12 月	人间传染病原微生物
	BSL2 实验室	苏州市农业农村局	2022 年 1 月	生物安全检测实验室
	GLP 文件审查	韩国 MFDS	2022 年 2 月	文件审核检查

来源: 公司公告, 国金证券研究所

规模化生产设施是业务推进的基础。公司现已在北京、苏州、南宁、美国建设设施，合计拥有超过 10 万 m² 的实验设施，这些实验室包括动物饲养管理设施、功能实验室及支持试验的各项设施；可以同时开展数以千计的体内及体外实验，包括药理学、药物代谢及毒理学研究。

为满足订单的按时交付，公司持续加大产能建设，提升业务通量。目前公司计划分别在苏州、广州、重庆、梧州等地扩大生产设施建设。其中，梧州、重庆和广州新项目基地已于 2019 年起陆续启动，主要补充公司新药评价产能及实验动物资源；苏州昭衍二期项目约 2 万 m² 的建设工作顺利推进，于 2022 年上半年已基本完成基建工作，下半年开始进行内部装修。新设施的建设将进一步提升公司业务通量，为未来的业务执行和业绩增长提供保障。

图表18：公司产能情况梳理

地点	主要用途	认证	建筑面积/m ²
北京	实验室	NMPA GLP、FDA GLP	2509
	实验模型设施	AAALAC	5750
	办公室及其他地点	/	3347
	总部办公地点	/	1018
苏州	实验室	NMPA GLP、FDA GLP、OECD GLP、CNAS	15000
	实验模型及饲养设施	AAALAC	37393
	办公室及其他地点	/	24707
南宁	繁殖非人灵长类动物实验模型	/	133333（占地面积）
伍斯特，麻省	实验室	FDA GLP	8323
	实验模型饲养设施	AAALAC、OLAW、USDA	3066
	办公室	/	2411
Biomere	药物筛选、药效学研究和安评	FDA GLP	8268
苏州昭衍二期	以饲养设施为主，并配套新的动力中心以及 IT 机房等辅助设施（2022 年上半年已基本完成基建工作，下半年开始进行内部装修）	/	约 20000
广州昭衍	新药评价中心（预计 2022 年底完成基建工作）	/	/
重庆昭衍	新药评价中心	/	/
梧州昭衍	大动物繁殖基地（现已完成检疫场建设）	/	76420（总建筑面积）

来源：公司公告，国金证券研究所

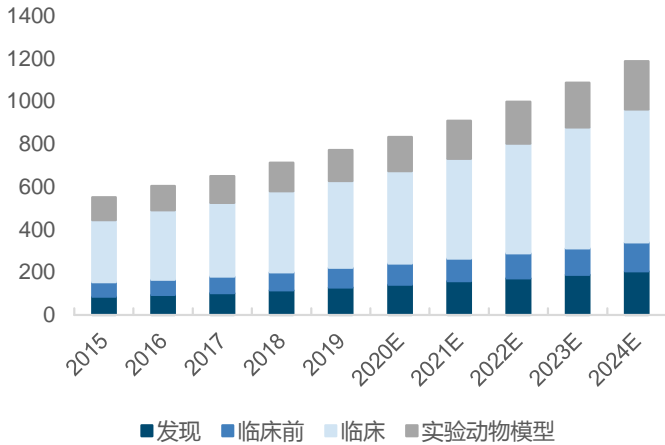
实验动物已成安评业务的稀缺资源，影响 CRO 企业业绩释放和盈利能力。公司近年来持续加强设施建设、实验动物模型储备等方面的供应能力，目前公司在北京、苏州均已建成符合国际标准的动物饲养管理设施及实验室，投入使用的动物房面积约 32000m²，位居行业领先地位。

实验模型储备方面，2022 上半年，子公司启辰生物在建立并完善动物基因编辑技术平台的基础上，开始大规模创建疾病动物模型。大动物方面，对已获得的基因编辑犬，进行了长时间细致的表型检测工作，已出现明显的典型症状，预计 2022 年能够完成表型鉴定，开展市场推广。小动物方面，仅 2022 上半年累计创建基因编辑细胞及小鼠模型 30 多种，用于罕见病及抗肿瘤药物临床前药效评价。在稀缺的实验用猴资源储备方面，公司全资收购了广西玮美和云南英茂，进一步加大实验用猴模型储备，为非临床安全性评价业务提供了有力的保障。

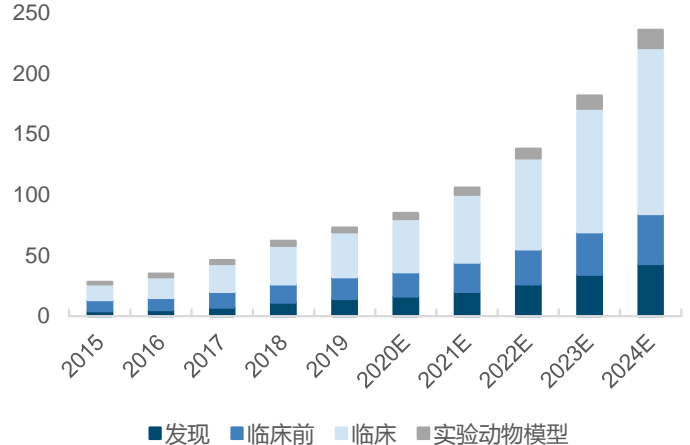
基于安评主业，向产业链上下游延伸

近年来，公司凭借在非临床研究，特别是安全性评价领域的优势，不断拓宽及深化服务组合。综合服务业务包括，1) 药物发现与筛选服务；2) 临床试验及相关服务；3) 药物警戒服务。同时公司也在产业链端进行了一些其他布局，如大分子 CDMO 业务(参股昭衍生物)。

图表19：公司新兴业务对应全球市场规模（亿美元）



图表20：公司新兴业务对应国内市场规模（亿美元）



来源：公司 H 股招股说明书，国金证券研究所

来源：公司 H 股招股说明书，国金证券研究所

图表21：公司一体化业务布局



来源：公司 H 股招股说明书，国金证券研究所

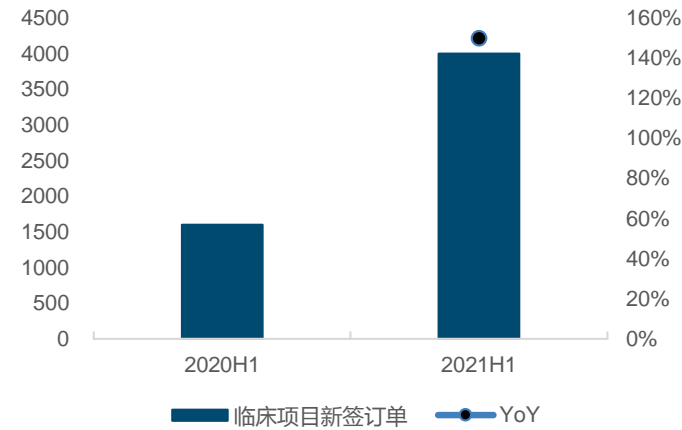
1) 药物发现与筛选服务。公司拥有综合的、专业的实验技术平台，近 30 年的药物评价经验让公司在药物靶点、作用机制、治疗领域等方面有着更深的理解。公司在药物发现服务方面可提供细胞株构建及开发、成药性研究、药物筛选及药理学和药效学研究。

2) 临床试验及相关服务。公司在该板块主要提供药物早期临床试验服务（临床 I 期及 BE 试验）。公司于 2018 年 8 月及 2019 年 9 月分别成立苏州昭衍医药和北京昭衍医药，

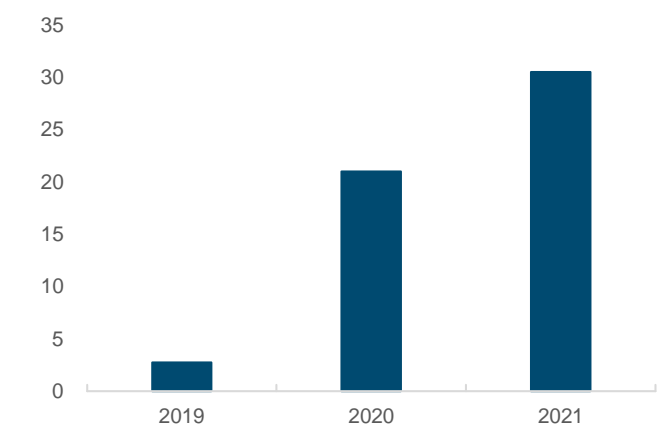
正式进入临床 CRO 领域。

公司的临床中心拥有 3 家共建 I 期病房/BE 中心、7 家战略合作中心及近 100 家项目合作亿元。拥有完善的 SOP 及管理制度，100 余项 SOPs 与管理制度能够覆盖中心临床研究全过程。中心拥有国内知名 PI 作为带头人，配备经验丰富的临床研究团队，拥有多名国家级和省级检查员。目前中心承接并开展了多项创新药 I 期和仿制药 BE 研究。

图表22: 公司临床项目新签订单快速增长 (万元)



图表23: 临床业务收入 (包含药物警戒业务, 百万元)



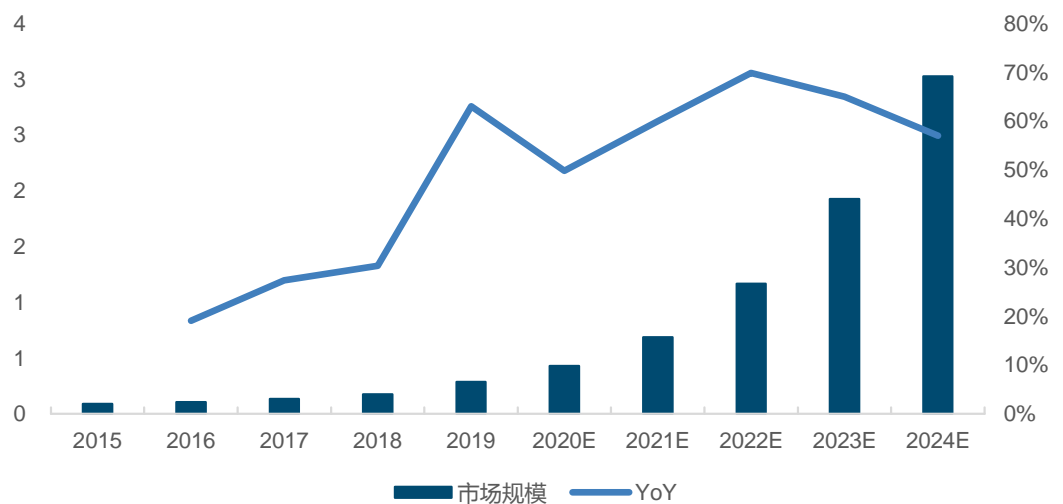
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3) 药物警戒。服务范围涵盖药品、医疗器械、疫苗等, 提供体系搭建、个例报告处理、累积数据分析、信号管理、安全性总结报告撰写及药物警戒技术咨询等多项服务, 进一步补充和延伸了公司的服务体系。

中国的药物警戒行业仍处于早期发展阶段, 随着国家、省、市、乡四级警戒网络不断扩大, 未来将快速成长。药物警戒指在药物开发及上市的不同阶段进行的鉴定、评价、分析、预防及其他有关药物安全性监测评价。药物警戒涵盖药物的整个生命周期。根据 Frost & Sullivan, 预计 2021 年中国药物警戒服务市场规模约 0.69 亿美元, 2024 年将达到 3.03 亿美元, 2021-2024 年间 CAGR 约为 63.76%。

图表24: 中国的药物警戒行业仍处于早期发展阶段 (亿美元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司于 2018 年 8 月设立昭衍鸣讯进入药物警戒服务领域, 为药物研发、药品生产企业及上市许可持有人提供专业化药物警戒技术服务, 拓展公司业务领域, 提升公司药物综合服务能力和整体竞争力, 有望成为公司新的利润增长点。

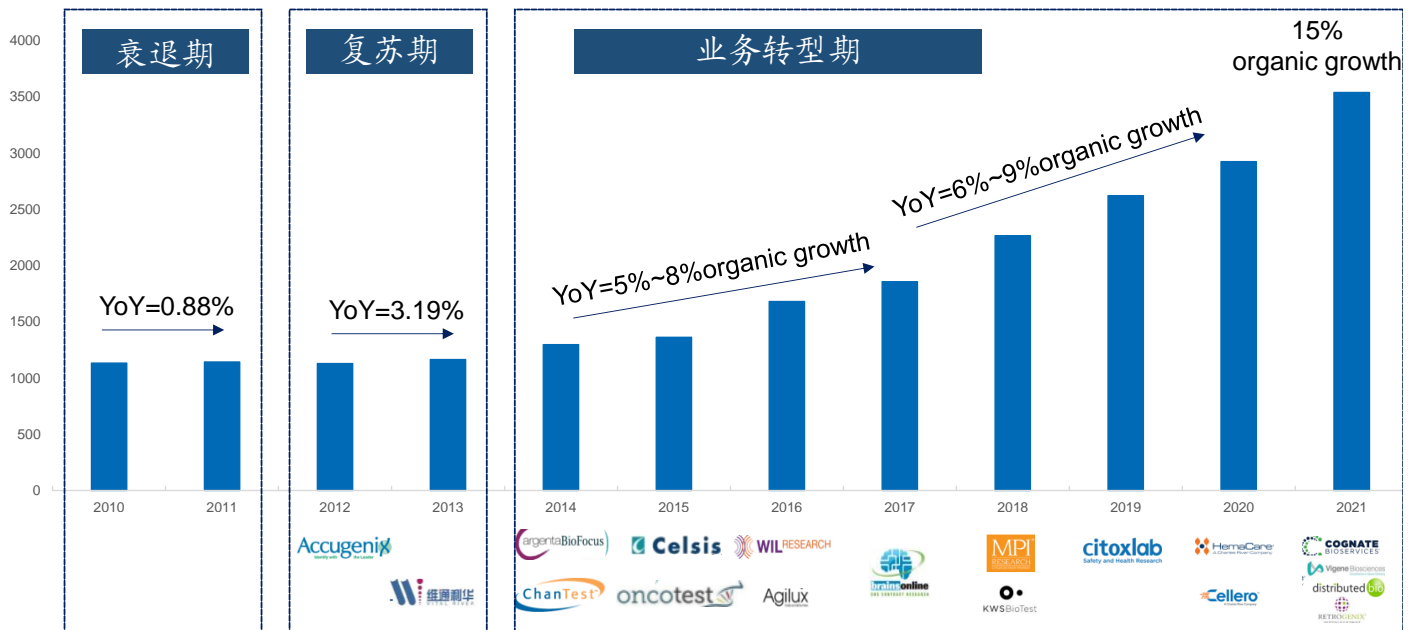
4) 大分子 CDMO。公司投资参股的昭衍生物提供生物大分子药物的 CDMO 服务, 可以为研发机构提供从分子设计到工业化生产的全流程生产服务; 从一开始的分子设计, 就与昭衍后续的评价工作结合, 以提高开发效率。

他山之石，海外非临床 CRO 龙头 Charles River 复盘

查尔斯河实验室成立于 1947 年，由兽医 Henry Foster 博士建立查尔斯河育种实验室，此后公司聚焦于实验动物繁育、动物模型及部分生物安全与分析测试业务。2000 年公司在纽交所上市，在此后的 20 余年发展中，公司持续拓展、深化业务，现已成为全球最大的药物早期阶段 CRO 企业。

从收入看，公司前期业绩增长较为平缓，随后通过大量并购进行业务扩张。自 2014 年起公司围绕三大业务板块的扩张速度进一步加快，该年收购了 ArgentaBioFocus 及心脏风险评估和离子通道筛查提供商 ChanTest，专注于打造全方位服务的非临床 CRO 企业。此后几年公司陆续收购 Celsis、Oncotest GmbH、WIL Research 等企业，加强从目标发现到临床前开发的综合体外和体内的能力。2020 年收购 HemaCare 和 Cellero，扩大了公司在 CGT 这一新兴领域的业务布局。

图表25：公司前期业绩增长较为平缓，随后通过大量并购进行业务扩张

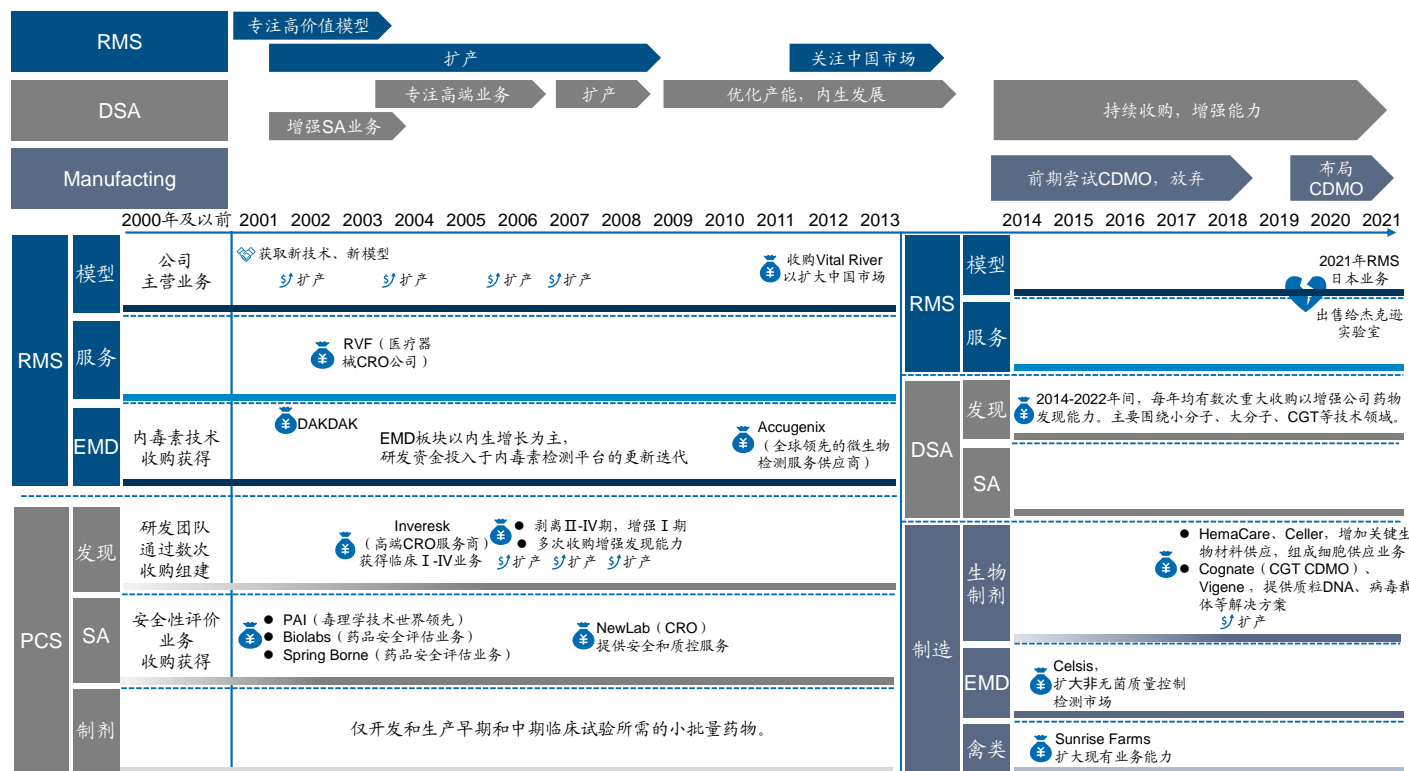


来源：CRL 投资者交流演示材料，WIND，国金证券研究所

我们复盘了 Charles River 自 2000 年以来的发展路径，能够发现公司在业务布局上有着极为清晰的战略思路。

- 1) 先修内功，同时注重业务协同性。公司早年间以 RMS（研究模型及相关服务）和 PCS（药物发现、安评及制剂）业务为主。在业务布局时公司先以优化起家业务 RMS 为主，专注高价值模型，后进行扩产以抢占市场。因研究模型与药物发现及安评业务具有较强协同性，公司通过收购获得安评团队，从而进入该领域。
- 2) 待主业在国内占据领先地位后，积极开拓国际市场。如 CRL 的 RMS 业务经过数十年积淀后，在国内处于领先地位。2013 年，CRL 开始收购 Vital River，开始向中国这一新兴药物研发市场提供高质量的研究模型和服务。
- 3) 以主业为基石，积极向上下游拓展。从公司的发展历程中，我们能够看到公司有多次向产业链上下游拓展的意愿，如公司收购 Inveresk，由传统的临床前领域向临床研究进发；再如 2020 年公司收购 HemaCare 和 Cellero，扩大了公司在 CGT 这一新兴、高增长领域的研发能力；2021 年公司收购 Vigene Biosciences，以增强 CGT CDMO 提供基于病毒载体的基因递送解决方案。

图表26: Charles River 发展历程梳理



来源：公司公告，国金证券研究所

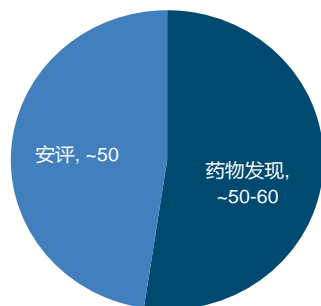
积极布局海外市场，打开公司成长天花板

在医药外包产业链中，安评业务属于较为典型的在岸外包为主现状但同时存在离岸外包可能性的业务，如公司、美迪西等企业在该块业务收入目前也主要来自国内客户，国际化业务仍处于发展期。

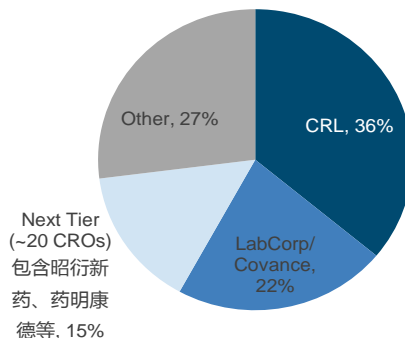
根据 Charles River 业绩演示材料援引 L.E.K. Consulting、Wall Street research 等机构研究数据，目前全球安评及药物发现合计有 100-110 亿美元的市场规模。而从竞争格局看，安评市场中 Charles River 遥遥领先，占据全球 36%份额。公司相对份额较小，仍有较大的增长空间。

安评业务理论上是可以实现离岸外包承做的，利用中国充沛的实验动物资源和工程师红利，快速、高质量、高性价比地在国内完成海外客户的订单。但基于中国医药创新的特定历史阶段，伴随着中国医药创新 1.0 的研发创新浪潮发展，国内安评龙头企业（除药明康德，其海外客户占比较高）目前以国内客户为主，长期来看海外市场前景广阔，国际化能力决定了企业长期天花板。外延并购是快速切入海外市场较为高效的路径，一方面，能够通过收购提升公司在海外知名度，一定程度提升客户离岸外包意愿；另一方面，能够与国内形成协同效应，发挥成本优势。

图表27: 2021 年全球非临床 CRO 市场规模 (亿美元)



图表28: 2021 年全球非临床安评市场竞争格局

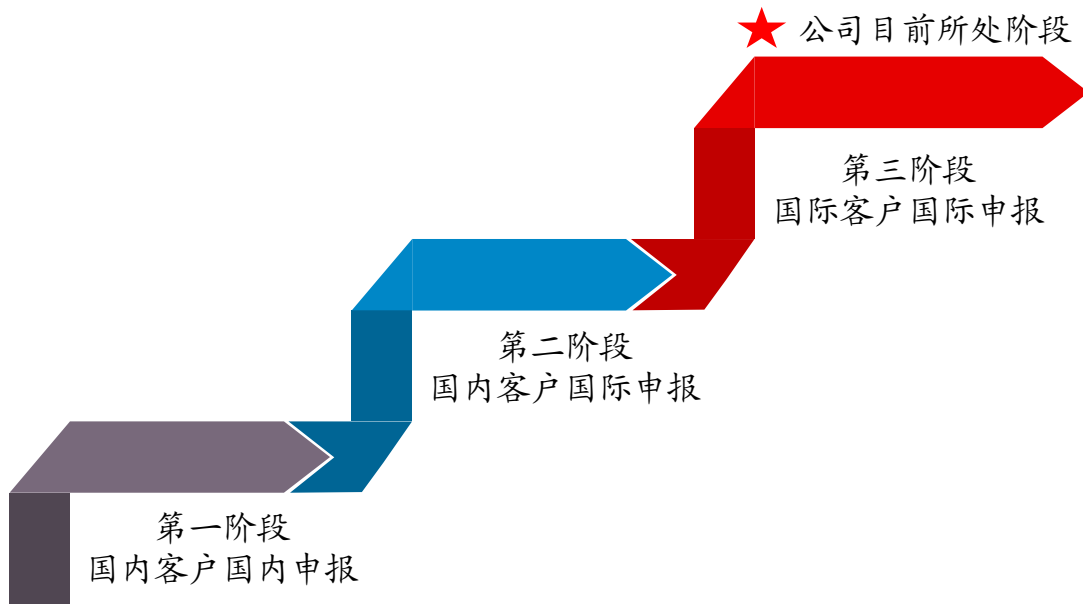


来源：CRL 业绩演示材料，Wall Street research, LEK, 国金证券研究所

来源：CRL 业绩演示材料，Wall Street research, LEK, 国金证券研究所

国际化一直是公司的重要发展战略，公司临床前 CRO 业务的国际化战略分为三阶段：第一阶段，国内客户国内申报；第二阶段，国内客户国际申报；第三阶段，国际客户国际申报。2019 年公司收购 Biomere 公司后，加快切入国际化战略的第三阶段，实现弯道超车。

图表29：公司三步走战略示意图



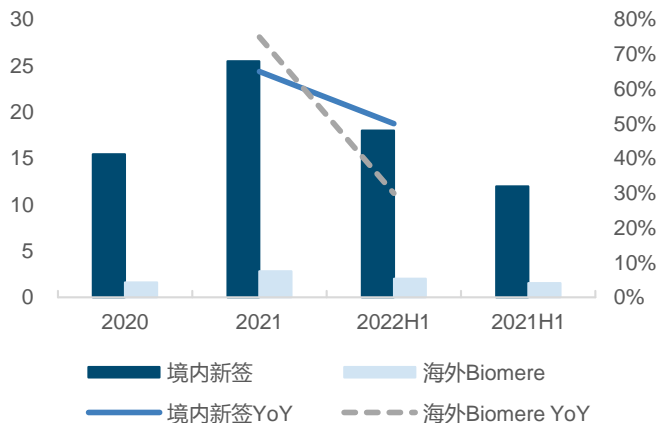
来源：公司官网，国金证券研究所

Biomere 的临床前业务主要为药物筛选和药效，进一步完善了公司的产业链及国际业务影响力。Biomere 公司位于马萨诸塞州的伍斯特市，拥有 20 多年的运营历史。Biomere 公司目前是美国新英格兰地区前三大临床前 CRO 公司之一，也是该地区为数不多的可开展灵长类动物试验的临床前 CRO。

1) 加快国际化战略实施，完善市场布局，扩大“昭衍”品牌在美国市场影响力。公司已在美国加州设立子公司开展国际业务，收购 Biomere 公司后，公司将在美国东部地区拥有 GLP 实验室，可将公司业务由美国东海岸扩展到西海岸。从客户结构看，以往公司的客户主要以境内为主，Biomere 能够有效补充海外客户，进一步扩大“昭衍”在海外的知名度。

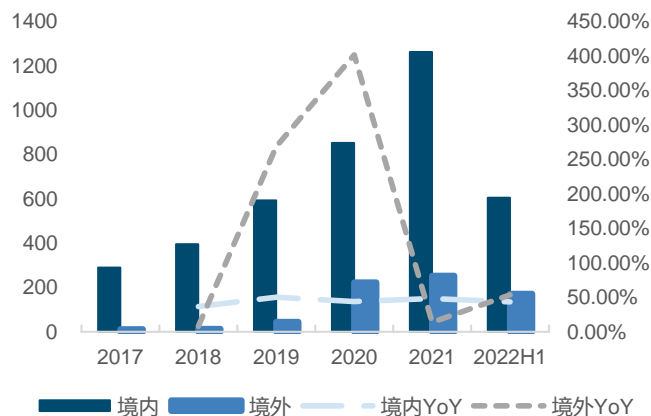
2) 有效增加协同效应，提升公司盈利能力。在 Biomere 公司的 CRO 业务中，病理分析、临床样本分析等业务均为外包处理，公司收购 Biomere 公司后，该部分业务即可由公司内部相关部门承接，在国内可平均节省 30% 费用，可增厚项目的毛利率，提升公司盈利水平。

图表30：2020-2021H1 公司新签订单情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：公司分地区收入情况（百万元）



来源：WIND，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对分业务板块的假设及预测如下：

1) 临床前研究服务：为公司目前的主要收入来源。

需求端，从全球新药研发趋势看，仍有大量临床为满足需求，创新需求常青，有望进一步带动医药外包产业发展。而临床前研究服务作为公司的核心业务，在手与新签订单充裕，为未来业绩增长提供了较强保障。截至 2022 第三季度，公司在手订单金额超 46 亿人民币。截至 2022 上半年，公司整体签署订单超过 20 亿元人民币，其中境内公司整体承接订单金额超 18 亿元人民币，同比增长超过 50%，继续保持高速增长；海外子公司 BIOMERE 承接订单近 2 亿元人民币，同比增长近 30%，保持平稳增长。

供给端，近年来公司持续加大产能建设，提升业务通量。公司在北京和苏州拥有两处 GLP 实验室，是目前国内唯一一家拥有两个 GLP 实验室的安评机构。同时这两家实验室也均已通过 FDA GLP 认证，能够为客户提供中美双报等服务。同时公司计划分别在苏州、广州、重庆、梧州等地扩大生产设施建设。其中，梧州、重庆和广州新项目基地已于 2019 年起陆续启动，主要补充公司新药评价产能及实验动物资源；苏州昭衍二期项目约 2 万 m² 的建设工作顺利推进，于 2022 年上半年已基本完成基建工作，下半年开始进行内部装修。新设施的建设将进一步提升公司业务通量，为未来的业务执行和业绩增长提供保障。

综上，我们假设 2022-2024 年临床前研究服务业务增速分别为 45.2%、37.2%、31.6%。考虑到国内业务随着新产能逐渐投放及产能利用率逐渐上升，整体呈稳中有进态势；国外随着 Biomere 与公司的协同效应逐渐显现以及公司在海外知名度逐渐提高，有望实现快速增长趋势。因此我们假设公司承接国内客户业务部分增速分别为 48.8%、38.7%、32.0%；承接国外客户业务部分增速分别为 28.1%、28.9%、29.2%。

毛利率方面，近年因实验动物资源，尤其是实验用猴价格的快速增长，对公司临床前研究服务业务毛利率略有影响。我们认为国内部分未来短期内实验用猴价格不会出现快速下降，以及新产能投放等因素影响，毛利率整体保持稳定，因此我们假设 2022-2024 年公司承接国内客户业务部分毛利率分别为 49.5%、49.3%、48.0%；海外部分 Biomere 和昭衍协同、并购整合逐步进入正轨，毛利率有望逐年攀升，我们假设未来三年公司承接海外客户业务部分毛利率分别为 28.1%、28.9%、29.2%。综上，我们假设 2022-2024 年临床前研究服务业务毛利率分别为 48.2%、48.2%、47.6%。

2) 临床试验服务：为公司近年新进入领域，整体增速较快。

公司在该板块主要提供药物早期临床试验服务（临床 I 期及 BE 试验）。公司于 2018 年 8 月及 2019 年 9 月分别成立苏州昭衍医药和北京昭衍医药，正式进入临床 CRO 领域。公司的临床中心拥有 3 家共建 I 期病房/BE 中心、7 家战略合作中心及近 100 家项目合作亿元。拥有完善的 SOP 及管理制度，100 余项 SOPs 与管理制度能够覆盖中心临床研究全过程。中心拥有国内知名 PI 作为带头人，配备经验丰富的临床研究团队，拥有多名国家级和省部级检查员。目前中心承接并开展了多项创新药 I 期和仿制药 BE 研究。

我们假设 2022-2024 年临床试验服务业务增速分别为 60.0%、30.0%、30.0%。毛利率方面，因临床试验服务为公司近年新进入领域，随着业务逐步发展，规模效应与一体化优势逐步显现，毛利率有望逐年提升。因此我们假设毛利率分别为 37.0%、38.0%、40.0%。

3) 实验动物及附属产品销售：与主业临床前研究服务起到协同作用。

目前实验用猴同样已成安评业务的稀缺资源，影响 CRO 企业业绩释放和盈利能力。公司采取自建与收购两种方式扩大在非人灵长类动物方面的储备。公司现已有 32000m² 动物房投入使用，动物饲养管理设施和功能实验室合计面积超 70000 m²。产能扩建仍在推进，公司计划于梧州昭衍和广州昭衍投建实验动物生产设施，其中梧州昭衍计划新建非人灵长类养殖基地，目前饲养设施、饲料间等多栋生产用房已基本完成主体工程，其他设施的装饰装修工程正在收尾中。同时公司于 2022 年 4 月收购广西玮美、云南英茂两家实验用猴繁育基地，进一步加大实验用猴模型储备。

我们假设 2022-2024 年实验动物及附属产品销售增速分别为 40.0%、35.0%、33.0%。此业务非公司主要业务板块，我们预计毛利率维持稳定，因此假设毛利率分别为 47.0%、43.0%、40.0%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 22.1 亿/30.2 亿/39.8 亿元，分别同比

增长 45.5%/37.0%/31.6%，归母净利润 9.0 亿/10.8 亿/13.2 亿元，分别同比增长 61.5%/19.9%/22.4%。

图表32：公司盈利预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	301	409	639	1,076	1,517	2,207	3,024	3,979
YoY		35.6%	56.5%	68.3%	41.0%	45.5%	37.0%	31.6%
成本	132	193	306	523	778	1,148	1,573	2,084
YoY		45.9%	58.4%	70.9%	48.7%	47.7%	37.0%	32.4%
毛利额	169	215	333	553	739	1,059	1,450	1,895
毛利率	56.1%	52.7%	52.1%	51.4%	48.7%	48.0%	48.0%	47.6%
临床前研究								
收入	292	403	629	1,053	1,483	2,153	2,955	3,889
YoY		38.0%	56.2%	67.4%	40.8%	45.2%	37.2%	31.6%
占总收入比例	96.8%	98.5%	98.4%	97.8%	97.8%	97.6%	97.7%	97.7%
成本	127	189	297	511	756	1,115	1,531	2,030
毛利额	165	214	332	542	726	1,038	1,424	1,860
毛利率	56.5%	53.1%	52.8%	51.5%	49.0%	48.2%	48.2%	47.8%
国内								
收入	281	391	584	830	1,229	1,829	2,536	3,349
YoY	0.0%	39.2%	49.7%	42.0%	48.1%	48.8%	38.7%	32.0%
成本	123	184	274	392	609	923	1,287	1,713
毛利额	158	206	311	438	621	906	1,249	1,636
毛利率	56.3%	52.9%	53.2%	52.8%	50.5%	49.5%	49.3%	48.9%
海外								
收入	11	12	44	223	253	324	418	540
YoY	0.0%	7.9%	269.1%	402.0%	13.7%	28.1%	28.9%	29.2%
成本	4	5	23	120	152	192	243	317
毛利额	7	7	21	102	101	133	175	223
毛利率	60.5%	60.2%	48.2%	45.9%	40.1%	40.9%	41.8%	41.3%
实验动物及附属产品销售								
收入	9	5	4	2	4	5	6	7
YoY		-45.9%	-12.1%	-49.3%	63.7%	30.0%	28.0%	26.0%
成本	5	4	3	2	2	2	3	4
毛利额	4	1	1	1	2	2	3	3
毛利率	49.2%	27.8%	31.8%	28.5%	46.2%	47.0%	43.0%	40.0%
临床业务								
收入			5	21	31	49	63	83
YoY				327.5%	45.5%	60.0%	30.0%	30.0%
成本			5	11	20	31	39	50
毛利额			0	10	11	18	24	33
毛利率			6.5%	49.8%	36.0%	37.0%	38.0%	40.0%
其他								
收入	1	1	1					
YoY		140.5%	8.1%					
成本	1	1	2					
毛利额	-0	0	-0					
毛利率	-73.2%	36.1%	-25.9%					

来源：公司公告，国金证券研究所

相对估值

公司主营业务为临床前研究服务、临床业务及实验动物及附属产品销售，属于医药外包服务行业，可比公司我们选择药明康德、康龙化成、美迪西、博济医药。截至 2022 年 12 月 9 日，公司总市值为 318.57 亿元。

公司为国内非临床 CRO 领域龙头企业，行业景气度高，公司业绩确定性较强，我们参考 2022 年可比公司市盈率中位数为 40.05x，给予公司 2022 年 45x PE，对应市值 405.00 亿，目标价为 75.56 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表33：可比公司估值表

公司简称	总市值 (亿元)	EPS					PE				
		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
药明康德	2368.38	1.21	1.72	2.88	3.21	4.01	111.12	68.76	27.18	24.39	19.50
康龙化成	767.17	1.48	2.09	1.59	2.18	2.96	81.58	67.54	40.91	29.82	21.97
美迪西	182.89	2.09	4.55	5.45	8.42	12.49	75.34	106.81	39.19	25.35	17.10
博济医药	31.83	0.07	0.15	0.08	0.14	0.18	0.94	0.72	110.64	61.96	47.66
中位值		1.35	1.91	2.24	2.70	3.49	78.46	68.15	40.05	27.59	20.74
昭衍新药	318.57	1.39	1.46	1.62	2.04	2.55	74.45	78.94	36.27	28.79	23.04

注：总市值为 2022 年 12 月 9 日收盘数值，药明康德、昭衍新药数据来自国金证券研究所测算，其余数据均来自 Wind 一致预期

来源：WIND，国金证券研究所

风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险：可能出现较具竞争力的企业，使得公司竞争力下降。
- 2) 海外业务拓展不及预期风险：公司目前在海外市场知名度相对较低，同时海外市场呈寡头垄断格局。因此存在海外业务拓展不及预期风险。
- 3) 资产减值风险：目前公司储备了较为充裕的实验动物资源，金额占比较大的主要系实验用猴，采取公允价值计价。截至 2022 三季度，公司生产性生物资产为 7.85 亿元。若未来实验用猴价格下降，存在较大的减值风险。
- 4) 汇兑损益风险：公司海外业务收入占比预计会持续增大，存在因汇率波动产生的汇兑损益。
- 5) 新药研发投入不及预期风险：新药研发投入存在不确定性，因此存在风险。
- 6) 董监高减持风险：2022 年 6 月 14 日，公司公告监事计划通过集中竞价的交易方式合计减持不超过公司总股本的 0.01%；9 月 22 日，公司公告董事计划通过大宗交易的方式合计减持不超过公司总股本的 0.61%，可能导致股价波动。
- 7) 限售股解禁风险：自 2022 年 6 月以来公司有六次股权激励限售股解禁，合计 177.87 万股，占总股本的 0.33%。存在股东减持风险，对股价造成影响。

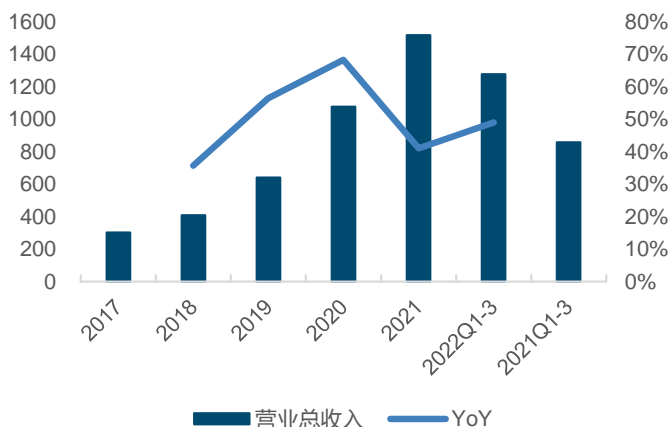
附录

公司介绍

公司是中国最早从事药物非临床评价的民营 CRO 企业。公司成立于 1995 年，于 2017 年和 2021 年分别登陆上交所和港交所。是目前中国从事非临床安全性评价服务最大的机构之一，可以向客户提供药物、医疗器械、兽药、农药及其他新化学品的个性化方案设计、药物筛选、药效学研究、药代动力学研究、安全性评价等服务。

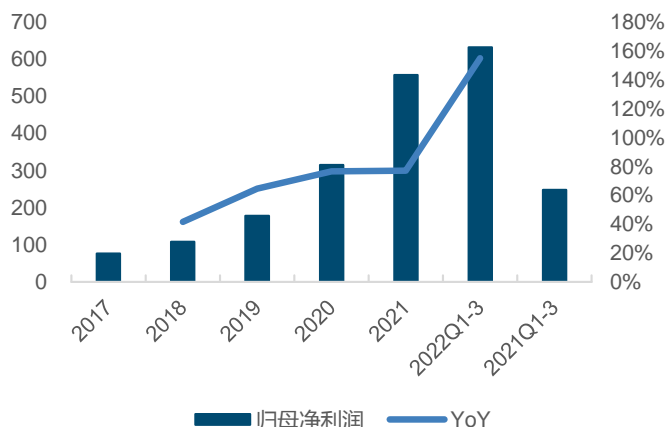
公司保持平稳增长，利润增速高于收入增速，增长韧性较强。2017-2021 年，公司营业收入由 3.01 亿元增长至 15.17 亿元，期间 CAGR 为 49.79%；归母净利润由 0.76 亿元增长至 5.57 亿元，期间 CAGR 为 64.33%。进入 2022 年，前三季度收入为 12.76 亿元，同比增长 48.97%；归母净利润为 6.32 亿元，同比增长 154.84%。

图表34：2017-2022Q1-3 营业收入及增速（百万元）



来源：WIND，国金证券研究所

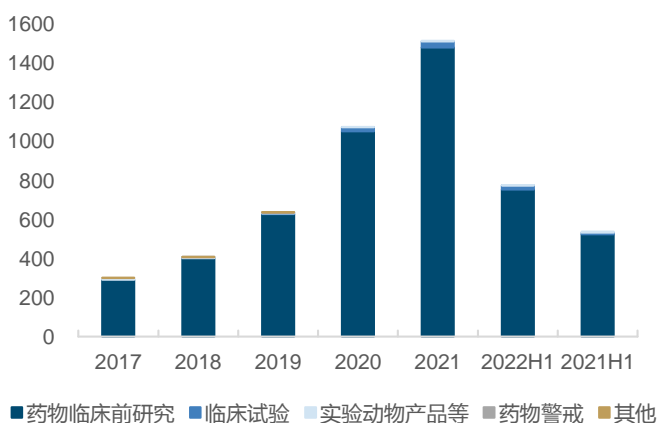
图表35：2017-2022 Q1-3 归母净利润及增速（百万元）



来源：WIND，国金证券研究所

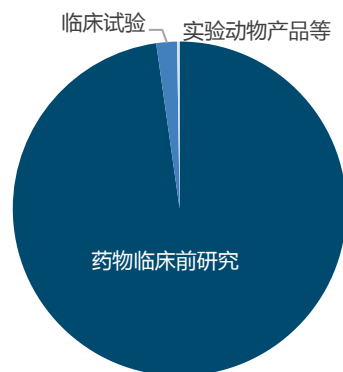
分业务板块来看，公司收入主要来源于药物临床前研究，临床业务后起之秀。2021 年，公司药物临床前研究服务、临床试验分别实现营业收入 14.83 亿元、0.31 亿元，两项业务近两年 CAGR 分别为 53.55%、233.08%。药物临床前研究为公司基石业务，2021 年占公司收入的 97.75%，近年维持稳健增长。临床试验服务业务作为公司的后起之秀，近年实现高速增长。

图表36：2017-2022H1 公司分业务营业收入（百万元）



来源：WIND，国金证券研究所

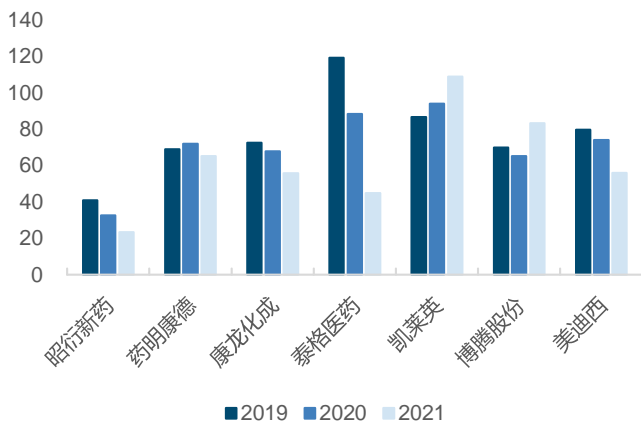
图表37：2021 年公司分业务收入组成



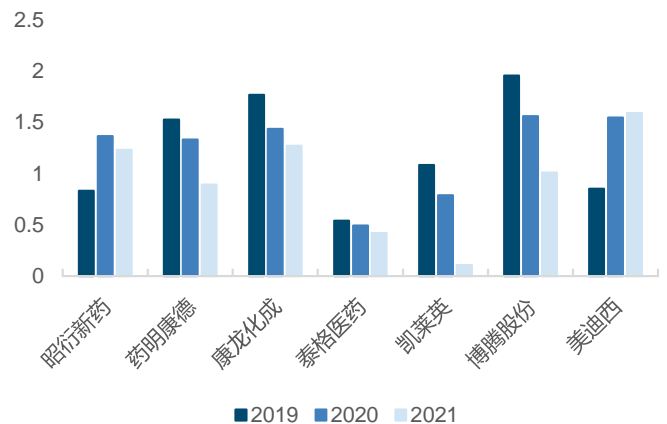
来源：WIND，国金证券研究所

应收账款周转较快，现金流充裕，营运能力较强。公司应收账款周转天数相较于可比公司表现较为优异，周转更快，并且近年呈逐渐下降趋势。同时从经营性现金流与净利润之比来看，公司该比值超过 1，表明公司现金流情况良好。因此，公司整体回款能力较强，且现金流较为充裕，在可比公司中处于较为领先水平。

图表38: 2019-2021年可比公司应收账款周转天数



图表39: 2019-2021年可比公司经营现金流/净利润



来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

高管团队均有丰富的产业任职经验。公司管理团队成员均有多年行业的工作经验, 积累了丰富的行业专业知识。例如, 董事长冯宇霞女士在创立公司前便在行业内积累了近 10 年的相关经验; 副董事长左丛林也具备相关的学科背景经历, 在公司成立初期便加入公司, 现已从事药物安全性评价超过 20 年, 取得了丰硕的成绩。

图表40: 管理层具备丰富的毒理学专业或相关岗位经验

姓名	职位	主要背景
冯宇霞	董事长	<ul style="list-style-type: none"> 毕业于中国人民解放军军事医学科学院药理学专业, 获硕士学位。 1986年8月至1989年8月在中国人民解放军第252医院任医生; 1992年8月至1995年8月任职于中国人民解放军军事医学科学院毒物药物研究所。 1995年创立本公司并任职至今, 历任公司总经理、董事长; 曾任中国生物技术外包服务联盟执行委员。
左丛林	副董事长	<ul style="list-style-type: none"> 毕业于中国人民解放军军事医学科学院毒物药物研究所病理学专业, 获硕士学位。 1989年7月至1996年11月在空军航空医学研究所任助理研究员; 1996年12月加入本公司, 历任专题负责人、药物安全性评价中心机构负责人、昭衍有限总经理, 北京昭衍新药安全性评价中心机构负责人等职。 从事药物安全性评价超过20年, 作为专题负责人负责了100余项专题研究, 作为机构负责人, 组织了300多个新药的1000多项专题研究; 作为专题组长, 主持和参与国家“十二五”重大新药创制科技专项“国际化创新药物安全性评价技术平台建设”项目, 作为项目负责人, 组织实施了多项省市级科技项目, 参与了数十项国家重大新药创制、国家863计划项目; 在《毒理学杂志》等多个行业杂志和学术会议上发表论文10余篇; 现任中国毒理学会理事、中国药理学会药物毒理专业委员会委员。
顾晓磊	董事	<ul style="list-style-type: none"> 毕业于英国伦敦帝国理工学院, 获学士学位。 2009年7月至2016年4月任香塘集团有限公司董事、副总经理, 2016年至今任香塘集团有限公司副董事长。
高大鹏	董事、总经理、董秘	<ul style="list-style-type: none"> 毕业于中央财经大学, 获学士学位。 2005年9月至2007年6月任北京中税信诚税务师事务所审计助理; 2007年6月至2012年10月历任舒泰神(北京)生物制药股份有限公司会计助理、财务经理等职务; 2012年11月起任职于本公司, 历任财务经理、财务总监等职务
孙云霞	董事、副总经理、苏州昭衍总经理	<ul style="list-style-type: none"> 毕业于白求恩医科大学(现吉林大学医学院)预防医学专业, 获硕士学位。 1995年7月至1999年9月任北京大学首钢总医院主管医师; 1999年10月起任职于本公司, 历任毒理研究专题负责人、毒理部主任、质量保证部主任、机构副主任等职; 从事药物安全性评价超过20年, 参与完成300余项专题研究, 在《毒理学杂志》等多个行业杂志和学术会议上发表10余篇论文; 现任中国药理学会化疗专业委员会委员、中国毒理学会药物安全性评价专业委员会委员, 本公司董事、副总经理、苏州昭衍总经理, 负责公司的非临床运营工作。
姚大林	董事、副总经理、苏州昭衍高级副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 毕业于白求恩医科大学神经病理学专业, 获博士学位。 1989年至1990年9月任白求恩医科大学第一临床学院副教授; 1990年10月至1995年11月任美国国立卫生研究院神经病与中风研究所特聘科学家; 1995年11月至1999年11月任美国人类基因组科学公司神经药理部主任科学家; 1999年11月至2011年12月历任美国FDA药物审评中心药理毒理药审官、合规执法部高级审议及执法官等职。 2012年2月起任职于本公司。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

股权激励措施充分，深度绑定核心员工利益

公司上市后制定了充分的股权激励措施，有效绑定了核心员工与公司的利益。自 2018 年起公司连续五年推出股权激励方案，授予对象涉及高管及核心技术业务骨干。从覆盖人数也能发现，每一年的股权激励方案所涉及的激励对象愈发广泛，能够有效结合更多的高管和业务骨干，确保公司行稳致远发展。

图表41：自 2018 年起公司连续五年推出股权激励方案

	授予对象	人数	合计	授予价格 (元/股)	数量(万)	占总股本比
2018	股票期权	核心技术业务骨干	125	56.62	40	0.49%
		高管	4	28.31	35.5	0.43%
	限制性股票	核心技术业务骨干	86			
业绩考核：18-20 年每年同比增速 20%；解锁期 5、3、2						
2019	股票期权	核心技术业务骨干	238	48.11	112.4	0.70%
		预留权益	-	-	12.5	0.07%
		高管	5	81	3*5	0.02%*5
	限制性股票	核心技术业务骨干	76		24.06	25.5
		预留权益	-	-	4.5	0.03%
业绩考核：19-21 年每年同比增速 30%；解锁期 5、3、2						
2020	股票期权	高管	5	94.77	20.1	0.09%
		核心技术业务骨干	351		356	188.9
业绩考核：20-22 年每年同比增速 25%；解锁期 5、3、2						
2021	限制性股票	核心技术业务骨干	505	83.97	67.54	0.18%
业绩考核：21-23 年每年同比增速 30%；解锁期 4、3、3						
2022	员工持股计划	高管	4	39.87	≤4.1	0.02%
		核心技术业务骨干	16		≤8.3	
	限制性股票	高管	4	611	1.1*4	0.002%*4
	核心技术业务骨干	607	39.87		135.66	0.25%
业绩考核：21-23 年每年同比增速 35%；解锁期 5、3、2						

来源：公司公告，国金证券研究所

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)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	639	1,076	1,517	2,207	3,024	3,979	货币资金	177	309	4,154	1,996	2,378	2,992	
增长率	68.3%	41.0%	45.5%	37.0%	31.6%		应收款项	112	100	121	168	233	305	
主营业务成本	-303	-523	-778	-1,148	-1,573	-2,084	存货	200	406	701	2,422	2,630	3,025	
%销售收入	47.4%	48.6%	51.3%	52.0%	52.0%	52.4%	其他流动资产	151	368	838	779	907	1,024	
毛利	337	553	739	1,059	1,450	1,895	流动资产	641	1,183	5,814	5,364	6,147	7,347	
%销售收入	52.6%	51.4%	48.7%	48.0%	48.0%	47.6%	%总资产	45.2%	56.1%	68.1%	52.2%	55.0%	59.4%	
营业税金及附加	-4	-7	-9	-15	-15	-20	长期投资	12	64	131	330	330	329	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	固定资产	456	514	695	1,927	2,049	2,056	
销售费用	-12	-13	-16	-23	-30	-36	%总资产	32.1%	24.4%	8.1%	18.7%	18.3%	16.6%	
%销售收入	2.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	无形资产	259	275	290	529	524	517	
管理费用	-95	-209	-256	-342	-399	-501	非流动资产	777	925	2,723	4,921	5,024	5,024	
%销售收入	14.9%	19.4%	16.9%	15.5%	13.2%	12.6%	%总资产	54.8%	43.9%	31.9%	47.8%	45.0%	40.6%	
研发费用	-40	-51	-48	-71	-76	-92	资产总计	1,418	2,108	8,537	10,285	11,172	12,371	
%销售收入	6.2%	4.7%	3.1%	3.2%	2.5%	2.3%	短期借款	13	3	26	74	0	0	
息税前利润 (EBIT)	185	274	411	607	930	1,247	应付款项	58	93	109	506	350	307	
%销售收入	29.0%	25.5%	27.1%	27.5%	30.8%	31.3%	其他流动负债	411	664	1,079	1,737	2,218	2,678	
财务费用	2	-2	19	156	108	98	流动负债	483	760	1,214	2,318	2,568	2,984	
%销售收入	-0.3%	0.2%	-1.3%	-7.1%	-3.6%	-2.5%	长期贷款	9	21	5	5	5	5	
资产减值损失	-9	1	-3	0	0	0	其他长期负债	99	102	173	226	216	209	
公允价值变动收益	-3	59	158	250	180	150	负债	591	884	1,393	2,549	2,790	3,199	
投资收益	13	2	17	10	10	10	普通股股东权益	827	1,225	7,136	7,730	8,377	9,170	
%税前利润	6.4%	0.4%	2.6%	1.0%	0.8%	0.7%	其中：股本	162	227	381	536	536	536	
营业利润	206	361	643	1,033	1,238	1,515	未分配利润	410	669	1,101	1,641	2,289	3,081	
营业利润率	32.2%	33.6%	42.4%	46.8%	40.9%	38.1%	少数股东权益	1	-1	8	7	5	2	
营业外收支	0	-1	-1	0	0	0	负债股东权益合计	1,418	2,108	8,537	10,285	11,172	12,371	
税前利润	206	361	642	1,033	1,238	1,515	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	32.2%	33.5%	42.3%	46.8%	40.9%	38.1%	每股指标							
所得税	-28	-47	-86	-134	-161	-197	每股收益	1.103	1.385	1.462	1.681	2.015	2.466	
所得税率	13.4%	13.0%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%	每股净资产	5.111	5.385	18.718	14.430	15.638	17.118	
净利润	178	314	556	899	1,077	1,318	每股经营现金净流	0.916	1.800	1.787	0.183	1.930	2.246	
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2	-3	每股股利	0.340	0.350	0.360	0.672	0.806	0.986	
归属于母公司的净利润	178	315	557	900	1,079	1,321	回报率							
净利率	27.9%	29.3%	36.8%	40.8%	35.7%	33.2%	净资产收益率	21.58%	25.72%	7.81%	11.65%	12.88%	14.40%	
							总资产收益率	12.58%	14.94%	6.53%	8.75%	9.66%	10.68%	
							投入资本收益率	18.42%	18.57%	4.93%	6.61%	9.45%	11.60%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	56.40%	68.27%	40.97%	45.50%	37.03%	31.59%	
							EBIT增长率	73.98%	47.98%	49.79%	47.94%	53.19%	34.02%	
							净利润增长率	64.64%	76.60%	76.96%	61.50%	19.87%	22.39%	
							总资产增长率	24.22%	48.66%	305.02%	20.47%	8.62%	10.73%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	41.4	33.1	23.6	24.5	25.0	25.0	
							存货周转天数	189.9	211.7	259.8	770.0	610.0	530.0	
							应付账款周转天数	38.5	36.3	26.7	35.0	33.0	30.0	
							固定资产周转天数	239.9	157.7	136.5	99.1	71.5	50.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-34.49%	-42.73%	-67.24%	-32.28%	-36.43%	-41.08%	
							EBIT利息保障倍数	-91.5	110.6	-21.4	-3.9	-8.6	-12.7	
							资产负债率	41.65%	41.92%	16.31%	24.78%	24.97%	25.86%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周 内	一月 内	二月 内	三月 内	六月 内
----	---------	---------	---------	---------	---------

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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