

2023 年 10 月 30 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# SMO-研发临床阶段不可或缺的纽带

买入(首次)

—普蕊斯（301257.SZ）公司深度报告

投资要点

分析师：胡博新 S1050522120002  
hubx@cfsc.com.cn

## 基本数据

2023-10-27

当前股价（元）	67.32
总市值（亿元）	41
总股本（百万股）	61
流通股本（百万股）	36
52 周价格范围（元）	43.17-84.09
日均成交额（百万元）	74.31

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

## 项目经验丰富，客户认可度高，新签订单量持续增长

公司主营业务为 SMO 服务，即为临床试验提供专业化服务的现场管理组织。主要提供临床试验执行方案，包括前期准备、试验点启动、现场执行、项目全流程管理等，确保申办方临床试验的落地和执行，减少研究者的非临床工作量以及提高临床试验的整体效率和合规性。截至 2023 年 H1，公司已累计承接超过 2700 个国际和国内临床项目，覆盖了肿瘤、内分泌疾病、感染性疾病、心血管疾病、呼吸性疾病、皮肤疾病、风湿免疫性疾病、罕见病等 24 个领域。依托丰富的项目执行经验，获得跨国药企公司认可，公司新增不含税合同金额持续增长，2020-2022 年新增不含税合同金额的 CAGR 为 40.87%。2023 年 H1 新增不含税合同金额为 6.3 亿元，同比增长 32.94%。

## 政策推动 SMO 行业发展

药监局加快药品审批速度，药企新药研发热情高涨，临床试验需求与日俱增。与此同时，政策对于临床试验的质量提出了高标准的要求，SMO 行业的重要性与日俱增。近年来，公司的业绩持续增长，新签订单能力强劲。随规模稳步扩大，公司不断扩充 CRC 人员，扩展覆盖临床试验机构数量和城市，规模化壁垒之墙傲然屹立。根据灼识咨询报告，中国 SMO 服务市场规模由 2015 年的 11 亿元人民币增加至 2021 年的 69 亿元人民币，年复合增长率为 35.3%，预计 2030 年进一步达到 350 亿元人民币，2021-2030 年的年复合增长率为 19.8%。

## 疫情因素消退，毛利率修复

公司自成立以来，营收持续呈扩张趋势，2014-2022 年营收 CAGR 为 44.29%，2014-2022 年归母净利润 CAGR 为 40.38%，其中 2020 年、2022 年增速略有下滑，主要系受到新冠疫情影响，公司临床试验周期被动拉长。2023 年 H1 疫情影响因素逐步消除，临床试验项目进度快速恢复，2023 年 H1 毛利率同比恢复提升 3.71 个百分点，公司毛利率有望持续回升。2023 年 Q3 公司实现营收 5.44 亿元，同比增长 35.53%；归母净利润 1.01 亿元，同比增长 164.05%。

## 盈利预测

政策催化 SMO 行业蓬勃发展，叠加疫情因素消退公司毛利率修复，预测公司 2023-2025 年收入分别为 8.69、11.33、13.98 亿元，归母净利润分别为 1.39、1.91、2.47 亿元，EPS 分别为 2.28、3.13、4.05 元，当前股价对应 PE 分别为 29.5、21.5、16.6 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 风险提示

新增订单不及预期，药企研发投入不及预期，临床试验服务面临诉讼风险，人员流失风险及人员扩张不及预期等风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	586	869	1,133	1,398
增长率（%）	16.6%	48.3%	30.3%	23.5%
归母净利润（百万元）	72	139	191	247
增长率（%）	25.3%	92.1%	37.0%	29.5%
摊薄每股收益（元）	1.19	2.28	3.13	4.05
ROE（%）	7.6%	12.8%	14.9%	16.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、精耕临床试验现场管理服务产业 .....	5
2、SMO-药品临床阶段的加速器 .....	7
2.1、SMO 辅助临床试验高质量运行 .....	7
2.2、国内 SMO 行业蓬勃发展，行业集中度有望提升 .....	11
3、规模化高质量服务团队，构筑 SMO 行业领先水平 .....	17
3.1、稳步扩张，持续提升公司规模壁垒 .....	17
3.2、优秀的项目整合能力直击临床阶段痛点 .....	19
4、盈利预测评级 .....	21
5、风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1：公司历史沿革 .....	5
图表 2：公司股权结构 .....	6
图表 3：公司核心人员简介 .....	6
图表 4：2014 年-2023Q3 公司营收和归母净利润情况 .....	7
图表 5：2018 年-2023H1 公司费用率和毛利率情况 .....	7
图表 6：SMO 行业价值链 .....	8
图表 7：全球 SMO 行业发展相关历史事件 .....	9
图表 8：SMO 行业相关法律法规和产业政策 .....	10
图表 9：临床试验中各方职责和相互关系 .....	11
图表 10：2018-2022 年临床实验申请受理量（件） .....	11
图表 11：2018-2022 年新药临床试验申请（件） .....	11
图表 12：各国医药公司研发投入占比 .....	12
图表 13：创新药研发投入成本高、周期长 .....	12
图表 14：2013-2022 年全球大型制药企业研发投入 .....	13
图表 15：2013-2022 年大型创新药企研发投入回报率 .....	13
图表 16：2014-2023Q2 国内外医药投资额 .....	13
图表 17：2014-2023Q2 国内外医药投资事件 .....	14
图表 18：临床试验阶段 CRC 主要工作内容 .....	15
图表 19：2015-2030E 中国 SMO 市场规模及预测（亿元） .....	16
图表 20：2017-2019 年全国 CRC 人员数量 .....	16
图表 21：2009-2022 年日本 SMO 行业公司数量 .....	16
图表 22：2009-2022 年日本 SMO 公司平均创收（百万日元） .....	16

图表 23：2022 年日本 SMO 行业市场份额和公司数量分布情况（日元） ..... 17

图表 24：2009 年日本 SMO 行业公司数量分布情况（日元） ..... 17

图表 25：2009-2020 年日本 SMO 行业市场份额变化情况 ..... 17

图表 26：2018-2023H1 公司员工人数 ..... 18

图表 27：2018-2023H1 在执行项目数量（个） ..... 18

图表 28：2020-2023H1 公司临床试验机构和城市覆盖 ..... 18

图表 29：2023 年 H1 普蕊斯业务覆盖区域 ..... 18

图表 30：2020-2023H1 公司新增不含税合同金额（亿元） ..... 19

图表 31：2020-2023H1 公司存量项目合同金额（亿元） ..... 19

图表 32：截至 2021 年公司累计推动产品上市情况..... 19

图表 33：2018-2023H1 公司参与药品上市临床 ..... 20

图表 34：公司与前十大客户合作情况..... 20

图表 35：人员管理和项目管理相关问题可触发的课题升级..... 20

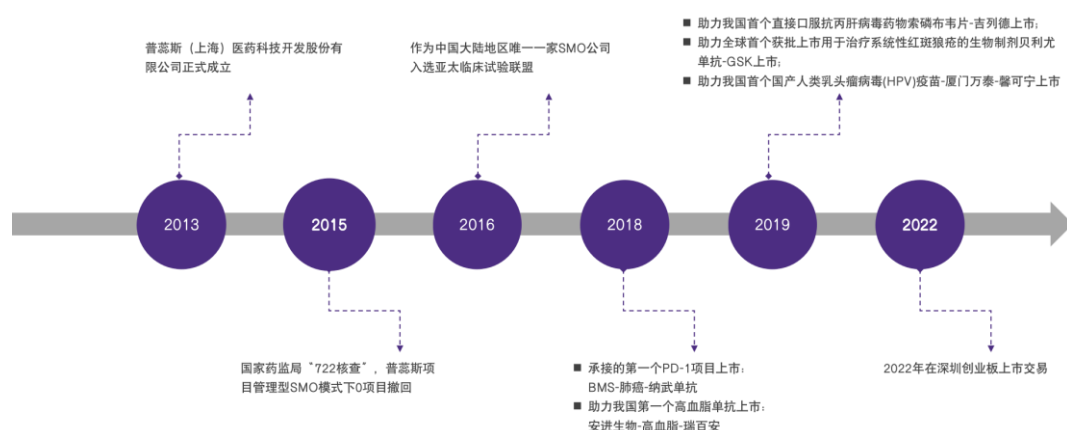
图表 36：SOP 模块主要内容 ..... 21

图表 37：公司营业收入假设..... 22

# 1、 精耕临床试验现场管理服务产业

**新药研发加速，布局 SMO 加强研发质量标准。**公司成立于 2013 年 2 月 22 日，是一家向国内外制药公司、医疗器械公司及部分健康相关产品的临床研究开发提供现场服务（Site Management Organizations, SMO）的公司。2015 年，国家药监局“722 核查”中普蕊斯项目管理型 SMO 模式下 0 项目撤回，届时 SMO 行业在临床阶段的重要性得以凸显，自此 SMO 行业正式迈入发展增速期。2016 年，公司成为中国大陆地区唯一一家 SMO 公司入选由中国、越南、日本等国家和地区最具代表性的 SMO 和 CRO 公司组成的亚太临床试验联盟，并于 2022 年创业板上市，形成专攻 SMO 服务的发展态势。公司致力于在申办者、研究者和患者之间打造一个相互关联的平台，加快和提高新药研发速度和质量。

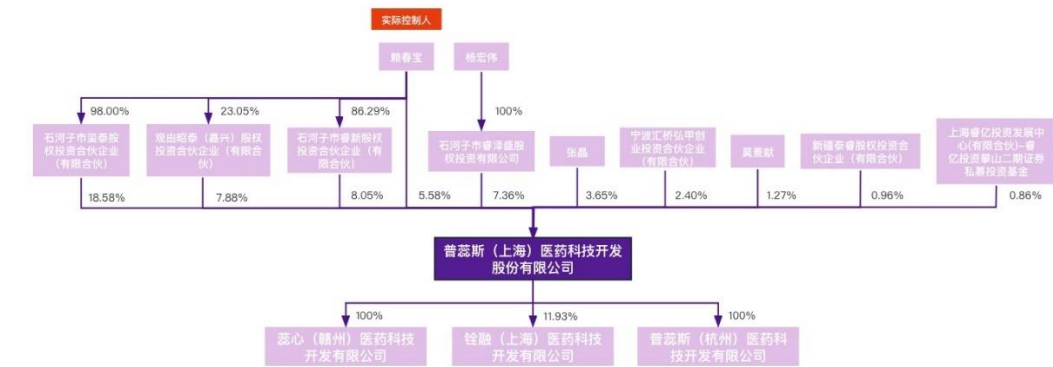
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，Wind，华鑫证券研究

**公司核心团队具备多年临床试验管理领域经验。**截止 2023 年 9 月 30 日，公司董事长、董事赖春宝先生直接持有公司 5.58% 的股份；赖春宝先生系石河子市玺泰股权投资合伙企业（有限合伙）和石河子市睿新股权投资合伙企业（有限合伙）的实际控制人，分别持有 99.60% 和 86.29% 的出资份额；杨宏伟先生与石河子睿泽盛为赖春宝先生的一致行动人，持有公司 7.36% 的股份，赖春宝先生为公司的实际控制人。公司前身为普瑞盛的 SMO 业务部门，负责执行普瑞盛与客户签署的临床 CRO 服务合同中的 SMO 服务，公司核心团队董事长、董事赖春宝先生，董事、总经理杨宏伟先生等人大多曾就职于普瑞盛，在临床试验管理领域具有丰富的经验。铨融上海为公司的参股子公司，主营业务为软件开发，目前主要平台包括临床试验中心管理系统和临床试验执行管理平台，助力公司深耕 SMO 业务。

图表 2：公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研究

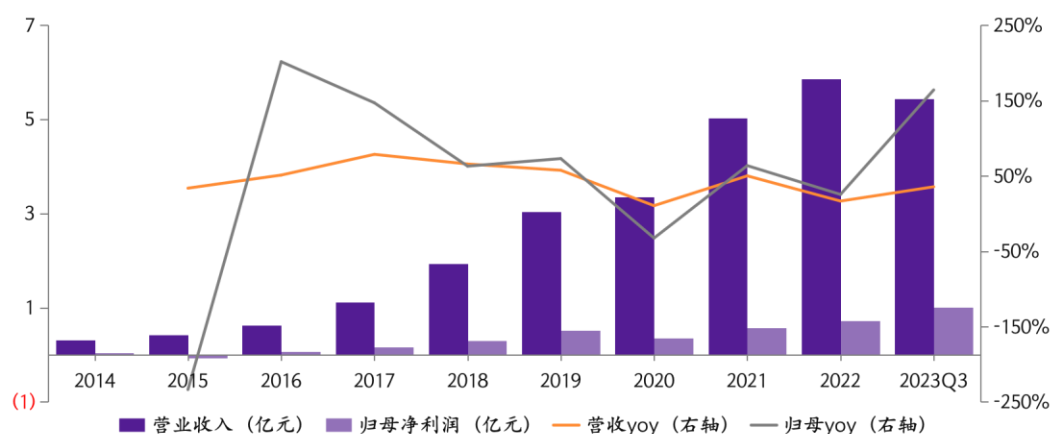
图表 3：公司核心人员简介

姓名	职务	工作简历
赖春宝	董事长、董事	2000 年 3 月至今，任江西江南工程管理咨询有限公司董事；2010 年 2 月至 2018 年 11 月，任江西鑫南城建设投资有限公司执行董事；2010 年 2 月至今，任赣州市南康区德宝置业有限公司执行董事；2014 年 11 月至 2018 年 12 月，任普瑞盛董事长；2020 年 3 月至今，任铨融上海董事长；2015 年 6 月至今，任公司董事长。
杨宏伟	董事、总经理	曾任润东医药研发(上海)有限公司副总经理、美国华生制药(常州)有限公司医学部经理、依格斯(北京)医疗科技有限公司亚太区总监、普瑞盛副总裁；2020 年 3 月至今，任铨融上海董事；2013 年 2 月创办普慈斯，至今任公司董事兼总经理。
常婷	副总经理	2010 年 10 月至 2013 年 3 月，任普瑞盛项目经理；2013 年 3 月起，任公司副总经理。
王月	副总经理	2011 年 4 月至 2013 年 5 月就职于普瑞盛，先后担任临床研究协调员，临床研究协调员主管；2013 年 5 月至 2016 年 10 月，先后担任公司临床研究协调员主管，临床研究协调员经理；2016 年 10 月起，任公司副总经理。
陈霞	副总经理	2010 年 10 月至 2013 年 5 月就职于普瑞盛，先后担任经理，项目管理主管；2013 年 6 月至 2020 年 3 月，任公司总经理助理兼项目管理总监；2020 年 3 月至今，任公司副总经理。
赵静	副总经理	临床试验管理领域有超过十年的经验，曾于 2010 年至 2018 年任公司副总经理，2021 年 6 月起任公司总经理助理。
宋卫红	财务总监	2010 年 6 月至 2012 年 1 月，任嘉华建材有限公司财务经理；2012 年 2 月至 2015 年 12 月，任普瑞盛财务总监；2015 年 12 月至今，任公司财务总监。
赖小龙	董事、董秘	2003 年 1 月至今，任江西江南工程管理咨询有限公司董事长；2022 年 6 月至今，任铨融上海董事；2016 年 10 月至今，任公司董事兼董事会秘书。

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司主营业务为向国内外制药公司、医疗器械公司及部分健康相关产品的临 床研究开 发提供 SMO 服务，实现临床试验外包管理的一站式服务，更加高效地推进申办方临床试验 的落地和执行。公司自成立以来，营收持续呈扩张趋势，2014-2022 年营收 CAGR=44.29%， 2014-2022 年归母净利润 CAGR=40.38%，其中 2020 年、2022 年增速略有下滑，主要系受到 新冠疫情影响，公司临床试验周期被动拉长。2023 年疫情影响因素逐步消除，临床试验项 目进度快速恢复，2023 年 Q3 公司实现营收 5.44 亿元，同比增长 35.53%；归母净利润 1.01 亿元，同比增长 164.05%。。

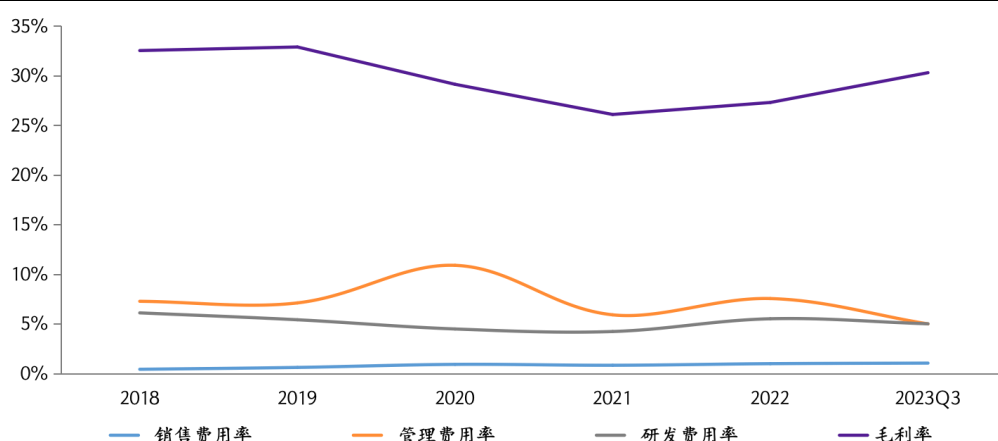
图表 4：2014 年-2023Q3 公司营收和归母净利润情况



资料来源：Wind，华鑫证券研究

**毛利率修复，疫情因素逐步消退。**2020-2022 年公司毛利率略有下滑，主要系受到疫情因素影响，临床试验受到限制/停止，患者的招募进度受阻。2023 年疫情因素消退，2023 年 H1 毛利率同比恢复提升 3.71 个百分点，公司毛利率有望逐步回升。

图表 5：2018 年-2023H1 公司费用率和毛利率情况



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 2、SMO-药品临床阶段的加速器

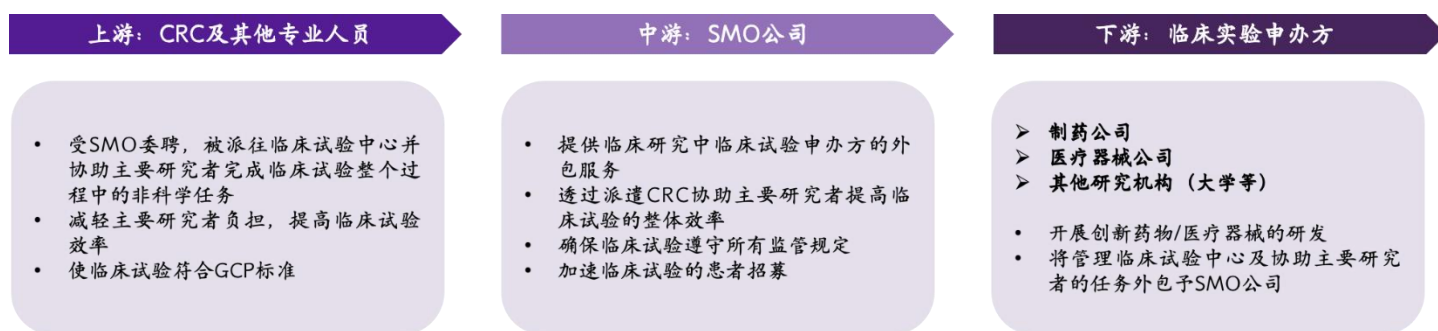
### 2.1、SMO 辅助临床试验高质量运行

SMO，即临床试验现场管理组织（Site Management Organization 的缩写），是为临床试验提供专业化服务的组织。主要提供临床试验执行方案，包括前期准备、试验点启动、现场执行、项目全流程管理等，确保申办方临床试验的落地和执行。作为 SMO 的主要专业人员，临床研究协调员（CRC）被分配到临床试验现场，在主要研究者（PI）的指导下支持日常非临床工作。CRC 的一般工作范围包括协助和协调项目可行性研究、项目批准申请、试验中心启动、受试者招募、筛选、入组和管理、药物、医疗器械与生物样本管理、数据录



入和文档管理、临床试验报告提交，主要目标是减少研究者的非临床工作量以及提高临床试验的整体效率和合规性。

图表 6：SMO 行业价值链



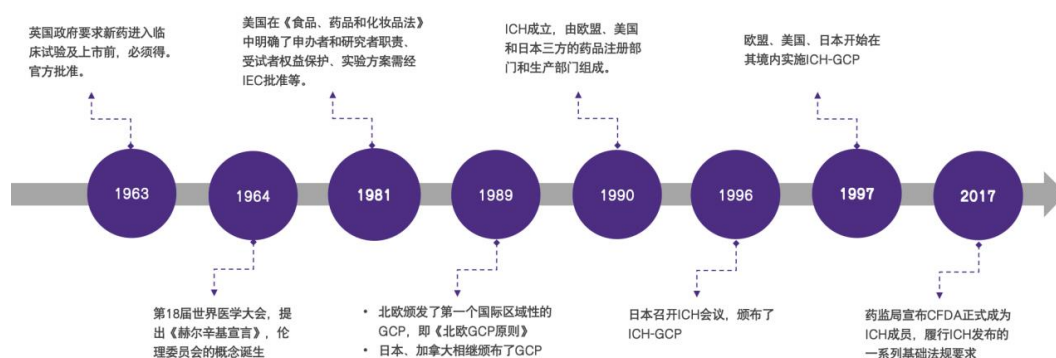
资料来源：思派健康招股书，华鑫证券研究

**临床高质量趋严，诞生 SMO 行业。**20 世纪 70 年代 SMO 在美国诞生，主要通过提供现场管理，帮助临床机构搭建临床试验的执行体系，尤其是伴随着 ICH-GCP 指导原则（为欧盟、日本和美国提供统一的标准）的实施，对临床试验的伦理、科学与效率等方面的要求逐渐提高且要求过程规范，各大学附属医院、大型公立医院以及研究机构对临床研究的要求较高，而医疗机构内部部门与设施复杂，这就要求在临床试验中需要专门人员从整体上对临床试验全程进行协调，也正因为这样的背景，CRC 的角色应运而生。此后在 20 世纪 90 年代 SMO 行业在欧美以及日本迅速扩张，经过近三十年的发展已经逐渐成为医药研发产业链中不可缺少的环节。

随着越来越多的国际多中心临床试验（multi-regional clinical trial, MRCT）到我国开展，有公司开始模仿国外的 SMO 开展部分业务，即组建了以人力派遣为主的 CRC 团队参与试验，并在报价、管理、培训等商业模式上搭建了沿用至今的中国 SMO 的基本框架。在 2009-2014 年的 5 年时间里，以人力派遣为主要业务的 SMO 公司纷纷成立，其临床试验项目主要来源于跨国制药企业，尤其是 MRCT。由于质量和速度要求高，制药企业雇佣了 CRC 参与临床试验。但是此阶段的 SMO 的经验和管理都尚在摸索阶段，制药企业大多是直接与 SMO 签订合同进行人员派遣，新药研发行业包括研究机构对 CRC/SMO 没有很多的关注。



图表 7：全球 SMO 行业发展相关历史事件



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

国家药监局持续出台相关法律法规加强试验数据质量监管，强调各方主体责任。国家食药监局（CFDA）于 2015 年 7 月 22 日发布《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告（2015 年第 117 号）》，对已申报生产或进口的待审药品注册申请开展药物临床试验数据核查。自查阶段主动撤回的注册申请 317 个，占 20%。涉及国家临床试验核查结果公告有 3 个，30 个注册申请被不予批准，并有部分 CRO 和临床试验机构被立案调查或者采取措施延伸检查。2015 年“7·22”事件发生以后，没有 CRC 参与的临床试验，其质量很难满足药政部门的核查要求，不仅是国外制药企业，国内制药企业的新药临床试验也开始聘用 CRC。由于 CRC 的需求量在短期内迅速增加，对于 SMO 的管理形成较大的挑战。在 2015 年以后的几年时间里，SMO 的管理逐步规范化、规模化，整个制药领域对 CRC/SMO 的发展更加关注，CRC 的聘用和管理成为临床试验过程中不可缺少的一个重要环节。

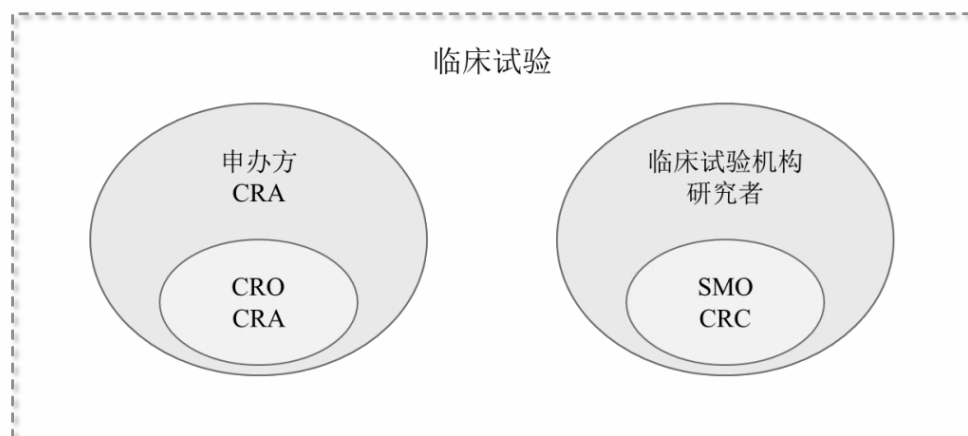
图表 8: SMO 行业相关法律法规和产业政策

时间	相关政策和法律法规名称	核心内容
2005 年	《国家食品药品监督管理局药品特别审批程序》	规定了突发公共卫生事件中应急所需防治药品的特别审批程序, 以及该审批程序中对于应急药品进行临床试验的相关流程及要求。
2010 年	《药物临床试验伦理审查工作指导原则》	规定了药物临床试验的伦理审查工作, 包括伦理委员会的组织与管理、职责要求, 伦理审查的申请与受理, 伦理委员会的伦理审查, 伦理审查的决定与送达, 以及伦理审查后的跟踪审查等。
2010 年	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	鼓励医药企业技术创新, 加大对医药研发的投入, 鼓励开展基础研究和开发共性、关键性以及前沿性重大医药研发课题。支持企业加强技术中心建设, 通过产学研整合技术资源, 推动企业成为技术创新的主体。
2011 年	《药物 I 期临床试验管理指导原则(试行)》	规范指导了药物 I 期临床试验的组织管理与实施, 包括试验职责要求、实施条件、质量保证、风险管理、合同和协议、试验方案、受试者管理、试验用药品管理、生物样本管理和分析、数据管理和统计分析, 以及总结报告等。
2015 年	《药物临床试验质量管理规范》	规定了临床试验标准全过程, 包括试验前的准备及必要条件、受试者的权益保障、研究者、申办者及监查员的职责、试验方案设计、组织实施、监查、稽查、记录与报告、数据管理与统计分析、试验用药品管理、试验质量保证和多中心试验。
2015 年	《关于进一步加强药物临床试验数据自查核查的通知》	对于开展药物临床试验数据自查核查工作进行了细致规范。
2016 年	《医疗器械临床试验质量管理规范》	规范了医疗器械临床试验全过程, 包括临床试验的方案设计、实施、监查、核查、检查, 以及数据的采集、记录, 分析总结和报告等。
2016 年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划》	十三五规划纲要对医药产业在今后五年的发展做出了重要规划。其中, 规划提出“鼓励研究和创制新药, 将已上市创新药和通过一致性评价的药品优先列入医保目录”。
2017 年	《药物临床试验数据核查阶段性报告》	进一步完善现场核查技术标准和判定原则, 加强与药审中心的沟通衔接, 不断提高检查水平, 确保尺度不放松, 标准不降低; 不断完善临床试验核查制度, 完善核查工作数据库, 建立临床试验机构、申办者检查档案信息, 探索基于风险的核查制度, 提高核查效率。
2018 年	《接受药品境外临床试验数据的技术指导原则的通告(2018 年第 52 号)》	加强对接受药品境外临床试验数据工作的指导和规范
2019 年	《中华人民共和国药品管理法实施条例》	药物临床申请经国家药监局批准后, 申报人应当在经依法认定的具有药物临床资格的机构中选择承担药物临床的机构。药物临床机构进行药物临床, 应当事先告知受试者或者其监护人真实情况, 并取得其书面同意。
2020 年	《药物临床试验质量管理规范(国家药监局、中华人民共和国国家卫生健康委公告 2020 年第 57 号)》	进一步细化临床试验执行过程各方的质量管理执行要求, 保证药物临床试验过程规范, 数据和结果的科学、真实、可靠, 保护受试者的权益和安全
2020 年	《药物临床试验数据监查委员会指导原则(试行)(2020 年第 27 号)》	进一步明确数据监查委员的职责、任务和组成, 为申办方数据监查委员的建立与实施提供指导性建议, 确保数据监查委员的规范运作与顺利实施

资料来源: NMPA, 华鑫证券研究

一项临床试验, 涉及多方参与, 主要涉及的参与方包括申办方(药企、科研院所等)、临床 CRO 机构、临床试验中心、SMO 机构。申办方或 CRO 负责发起和组织一项临床试验, 并派遣 CRA 负责组织相关项目的临床监查并制定相关项目的临床监查, 实施计划。SMO 派遣 CRC, 将项目管理功能导入新药研发临床试验过程, 从临床试验机构角度出发, 以高效、经济的方法引导、推进临床试验进度, 提高试验的质量, 以确保临床研究过程符合 GCP 和研究方案的规定, 从而促进临床试验研究的规范化发展。

图表 9：临床试验中各方职责和相互关系

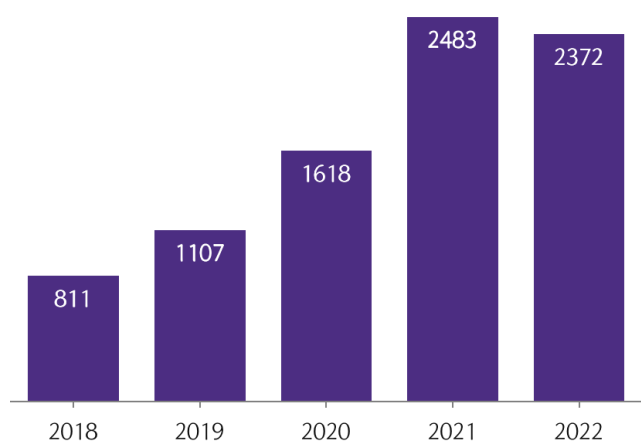


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

## 2.2、国内 SMO 行业蓬勃发展，行业集中度有望提升

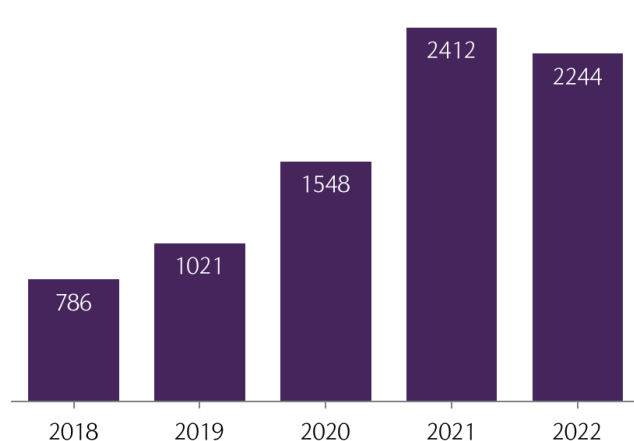
**政策持续鼓励研发创新。**为促进创新产品的快速上市，国家药监局进一步加快临床试验申请的审批速度，有效解决了此前因审评慢而导致的国家药监局在鼓励研发创新药的同时进一步要求加强试验数据质量监管，强调申办方、临床试验机构和研究者等主体的相关责任。临床试验申请积压情况得到改善，我国新药临床试验数量实现快速增长。根据 IQVIA 的数据显示，总部位于中国的公司开发的在研产品数量和占比都有大幅度提高，占比是 10 年前的近 4 倍。根据国家药品监督管理局药品审评中心的数据，新药临床试验申请由 2018 年的 786 个增加至 2022 年的 2244 件，预计未来国内医药临床试验需求持续增长。

图表 10：2018-2022 年临床实验申请受理量（件）



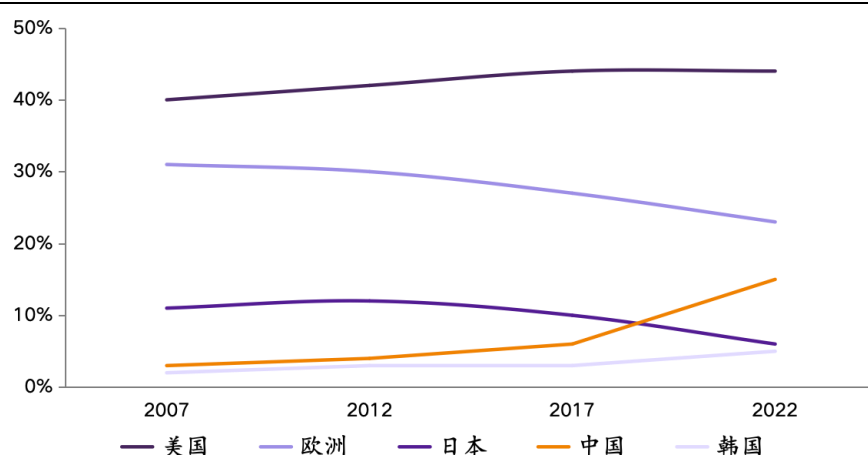
资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，华鑫证券研究

图表 11：2018-2022 年新药临床试验申请（件）



资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，华鑫证券研究

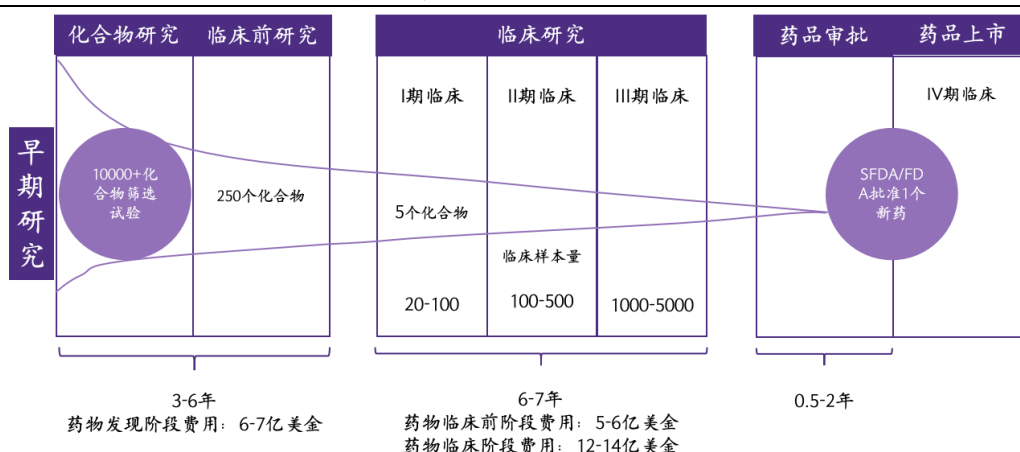
图表 12：各国医药公司研发投入占比



资料来源：IQVIA，华鑫证券研究

**临床试验是推动新药必经环节。**医药产品上市前必须经过临床试验对其有效性、安全性进行全面评估，而美国、中国等国家的药品监管部门都对药品临床试验阶段的数据质量作出明确要求，对不符合质控要求、数据质量差的上市申请不予批准，因此临床试验阶段的质量控制也是影响医药产品上市的关键因素之一。根据灼识咨询数据，中国制药公司的研发投资由 2015 年的 682 亿元增加至 2021 年的 2186 亿元，年复合增长率为 21.4%。根据 Frost & Sullivan 研究数据，2019 年全球临床阶段的研发开支占据整体医药研发开支的 67.8%，以 2021 年计算用于临床阶段的研发开支高达 1482.11 亿元。根据美国 PhRMA 网站统计数据，一项新药研发项目从实验室开发到最终获批所需时间为 10 至 15 年，其中 I 至 III 期临床试验所需时间长达 7 年，可见临床试验是医药开发产业链中最大的成本和时间投入环节。

图表 13：创新药研发投入成本高、周期长

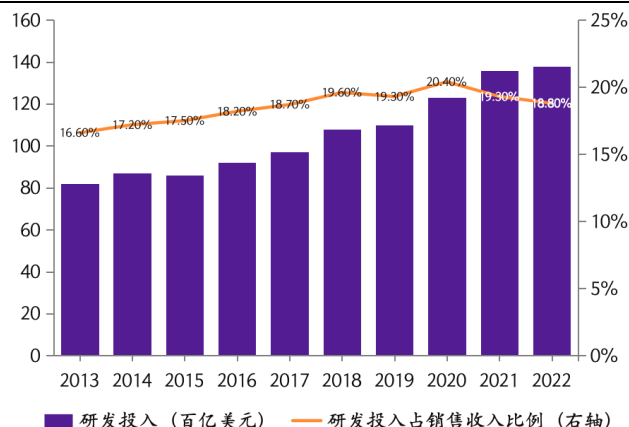


资料来源：行行查，华鑫证券研究

**药企降本增效需求持续增长。**根据 IQVIA 数据，大型药企研发费用从 2013 年开始基本逐年增长，2022 年达到了 1380 亿美元，研发投入占据药品销售的比例多年保持在 16% 以上。大型药企研发费用极少下滑，主要系创新药生命周期很有限，需要保持高研发投入开发新药/提升剂型。而创新药企研发投入回报率 IRR 从 2014 年开始逐年下降，2020 年、2021 年的研发投入回报率大幅上升得益于新冠相关药物研发，疫情红利消退后的 2022 年立刻回落至 1.2%。回报率持续下滑是双重因素叠加所产生的结果，一方面新药平均巅峰销售额滑坡，

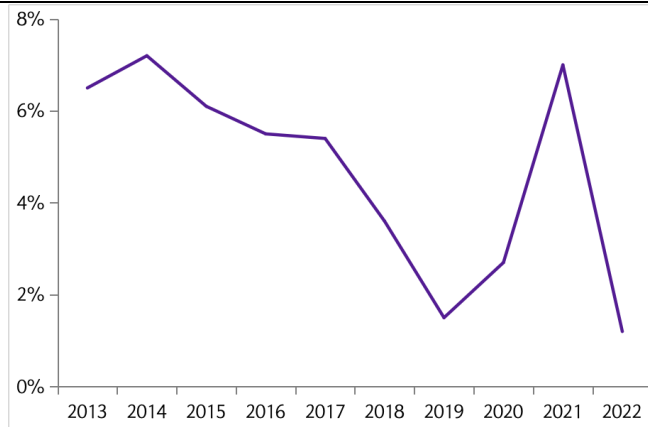
另一方面研发成本不断攀升。近两年投融资金额和事件的下降，加剧了药企降本增效的需求，催化了临床阶段 SMO 公司的参与辅助，以保障临床试验的质量规范性和时效性从而达到降本增效的目的。

图表 14：2013-2022 年全球大型制药企业研发投入



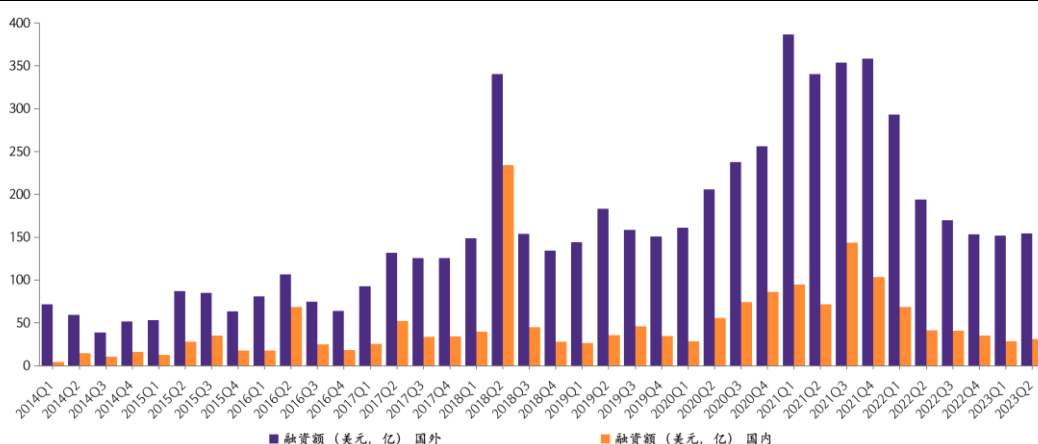
资料来源：IQVIA，华鑫证券研究

图表 15：2013-2022 年大型创新药企研发投入回报率



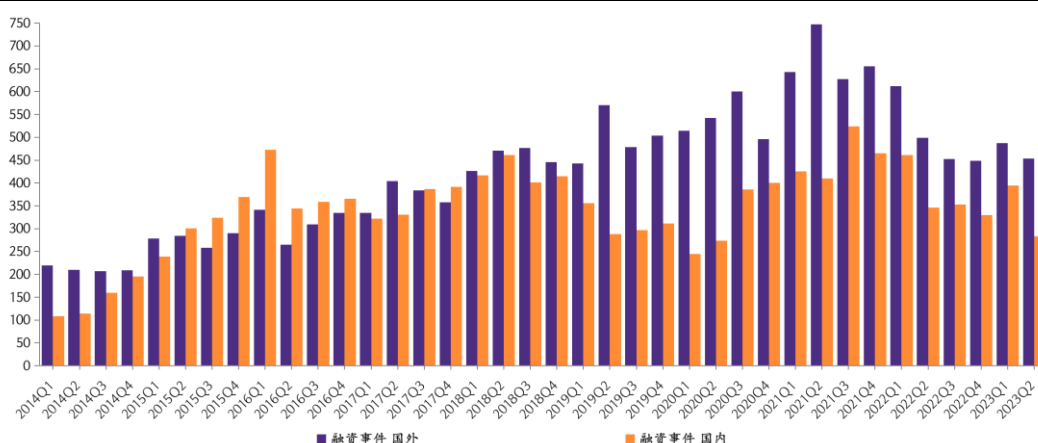
资料来源：艾美达咨询，华鑫证券研究

图表 16：2014-2023Q2 国内外医药投资额



资料来源：动脉网，华鑫证券研究

图表 17: 2014-2023Q2 国内外医药投资事件



资料来源：动脉网，华鑫证券研究

**CRC 有效解决临床阶段的事务性工作，提升临床阶段时效性。**真实世界研究显示，超过 80% 的临床试验至少延迟一到六个月，只有 10% 的研究按时完成。而临床试验阶段约 80% 的工作为非医学判断的事务性研究工作，即 CRC 团队被授权的工作范围。此阶段需要耗费大量的人力和时间进行执行、记录等工作，SMO 的参与可显著加速推进临床进展，提高临床试验质量，从而有助于药企降低研发成本。商业化 SMO 企业可通过搭建完善的临床试验执行体系并委任 CRC 提供专业的现场管理服务，协助研究者执行临床试验中非医学判断性质的项目管理性工作，满足了研究机构和研究者的需求，同时通过专业的项目管理能力，有效控制试验成本、提高试验执行效率、改善执行质量，很好地解决这一痛点。



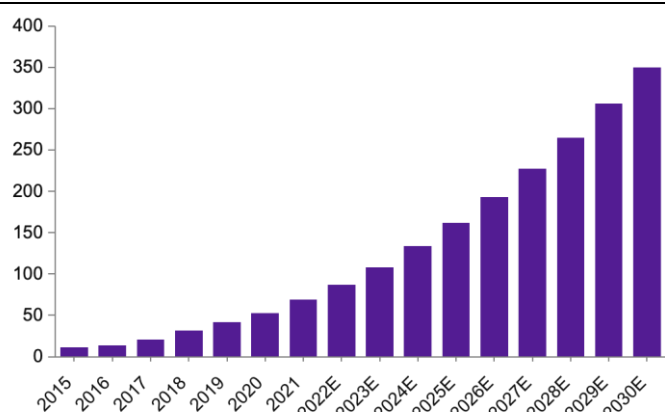
图表 18：临床试验阶段 CRC 主要工作内容

阶段	任务类型	CRC 主要工作内容
临床研究中心启动	可行性调查	预约研究者并开展问卷调查；确认并完成问卷收集；汇总并向申办方汇报；保密协议及问卷扫描，保密协议原件及报告原件快递
	临床试验机构准备	接收文件/物资；接收研究药物；配合建立临床试验机构文件夹；完成研究人员简历，资质收集；督促研究者完成网站培训；本地检测的费用明细的收集；本院所需申办方提供物资设备的统计及反馈；临床试验系统开发与调试；实验室正常值范围资质收集
	伦理递交和机构伦理委员会事务	跟踪伦理会议和相关要求，接收立项和伦理资料；推动立项或者伦理资料签字流程；立项和伦理资料的递交；跟进立项和伦理审批流程和结果 并反馈给申办方
	遗传办工作	协助临床试验机构准备相关文件；网上递交文件及跟进；获取临床试验机构的签字盖章；跟进审批情况
	合同相关流程协助	接收合同并递交给研究者；跟踪结果并反馈给申办方
	研究者会议	收集研究者信息
临床试验执行阶段	临床试验机构启动	启动会准备；与研究人员确认临床试验机构流程和授权表
	病人预筛	建立和更新患者库，预筛数据库，更新汇总病人预筛表格；与临床机构人员的沟通；开展病人预筛工作；汇总病人库数据；陪同门诊；其他科室推荐
	病人筛选、准备、治疗及随访	筛选访视；治疗期随访；生存期及结束随访；病人报销管理；病历书写监督；患者检查引导；医院信息系统（HIS）查询
	协助研究者报告严重不良事件及妊娠	严重不良事件/妊娠报告；文件收集；严重不良事件翻译、传真
	研究者文件夹/数据管理	研究者文件夹的管理；物资设备的定期校验安排；筛选期数据管理；治疗随访期及随访期数据管理；结束治疗期数据管理；生存期及结束随访病历数据管理；
	伦理和机构跟踪	审核伦理资料；伦理和机构文件递交和跟踪；反馈信息给申办方；与申办方、研究者及机构伦理之间的协调工作
	中心实验室相关事务协调	实验室标本运送及报告打印；试剂盒管理；药代动力学/抗药性抗体血样管理；血样存储管理
	影像相关工作	光盘寄送，提醒影像科研究者评估；影像刻盘和上传系统
	药物管理	药物分发回收；药物表格管理；药物交互式语音响应系统（IVRS）/交互式网络响应系统（IWRS）管理；药物温度管理；药物剂量的计算；中心药房取药还药运输；中心药房沟通
	配合 CRA 监查	接收 CRA 发给临床试验机构和 CRC 的监查预约邮件；准备监查内容；CRA 与 CRC 统一复盘监查问题；与研究沟通项目入组情况，进展情况，以及监查问题；CRA 监查后发给临床试验机构和 CRC 的问题汇总邮件；CRC 协助研究者一起回复问题的解决情况
临床研究中心关闭阶段	数据库锁定	数据库锁定
	移交研究材料	按照伦理的要求管理文件；将文件送往 EC；文件存档
	递交伦理/机构伦理委员会	CSR/研究结束告知函的递交；跟进结果；协助递交申办方的意见回复
	物资返还	物资返还
	关闭试验机构	参加关中心会议
临床试验中心质控和申办方自查配合	临床试验中心质控	配合申办方自查及协助研究者整改；配合机构质控及协助研究者整改
	和申办方自查配合	

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

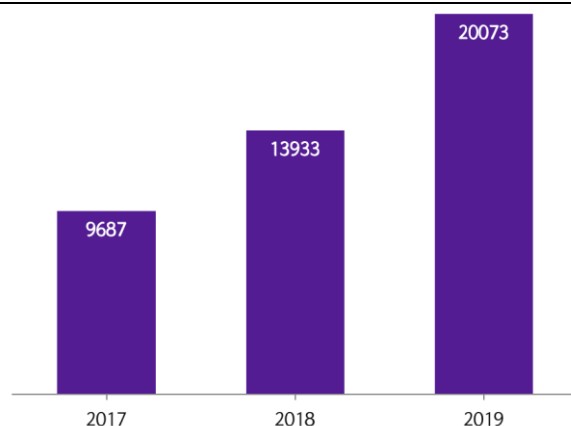
我国 SMO 行业处于快速发展阶段。根据灼识咨询报告，中国 SMO 服务市场规模由 2015 年的 11 亿元人民币增加至 2021 年的 69 亿元人民币，年复合增长率为 35.3%，预计 2030 年进一步达到 350 亿元人民币，2021-2030 年的年复合增长率为 19.8%。随 SMO 市场辅助的临床试验机构数量的不断增长，SMO 行业覆盖临床试验机构规模也不断扩大，随之招募 CRC 人员数量也迎来了迅速增长阶段。2017-2019 年，全国 CRC 人员数量由 9687 人扩容至 20073 人，2017-2019 年 CAGR 为 43.95%。

图表 19：2015-2030E 中国 SMO 市场规模及预测（亿元）



资料来源：思派健康公开招股书，华鑫证券研究

图表 20：2017-2019 年全国 CRC 人员数量

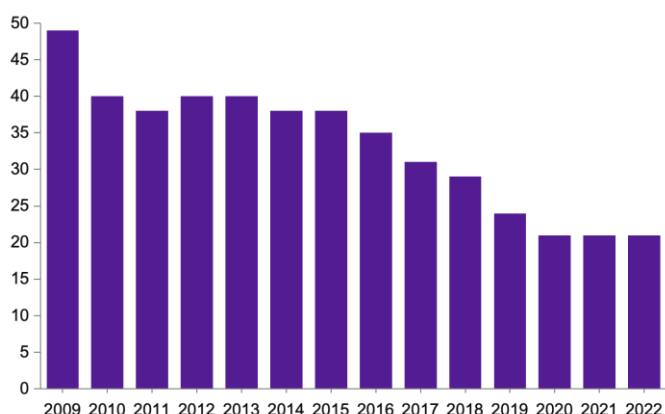


资料来源：普蕊斯公开招股书，华鑫证券研究

**SMO 行业集中度提升大势所趋。**目前我国 SMO 行业的市场格局较为分散，呈现数家头部企业与多家尾部企业并存的竞争格局。根据“中国 CRC 之家”统计数据，截至 2021 年 12 月注册的 SMO 有 34 家，还有很多未注册的规模较小的地方性 SMO 企业。国内 SMO 市场集中度不高，前五大公司收入整体市场份额约 25%-30%，根据灼识咨询和中国 CRC 之家的数据显示，除前五大公司 CRC 人员规模超过 1000 人外，无其他公司 CRC 人员规模超过 1000 人。药企降本增效的需求催化下，I 期临床试验阶段开展多临床试验机构的数目明显增加，对医疗机构的覆盖范围较小的 SMO 企业面临较高的规模化壁垒。

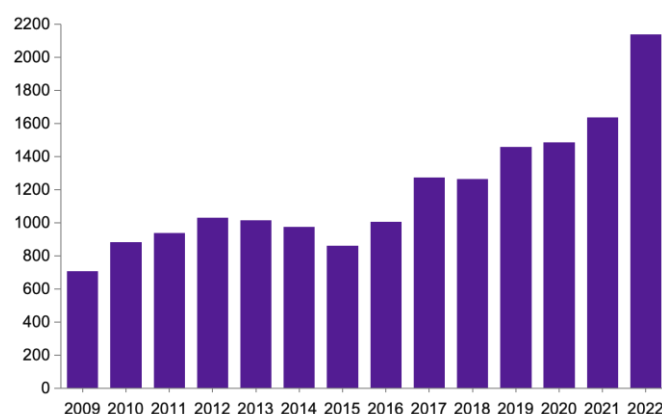
参照日本 SMO 协会数据，2009-2022 年日本 SMO 行业协会公司数量逐年降低，但企业平均创收却在逐年增长，2022 年年创收 30 亿日元以上公司仅 4 社，但市占率却达到了 88.7%。2022 年相较于 2009 年，市场份额及市占率均有不同程度的上涨：2009 年营收 30 亿日元以上公司市场份额仅为 35.6%，到了 2022 年 30 亿日元以上公司市场份额达到了 88.7%；2009 年营收 10 亿日元以上公司共 10 家，市占率 20.4%，2022 年营收 10 亿日元以上公司共 5 家，市占率 23.8%。SMO 行业走向集中度提升是药企研发需求驱动下的必然产物。

图表 21：2009-2022 年日本 SMO 行业公司数量



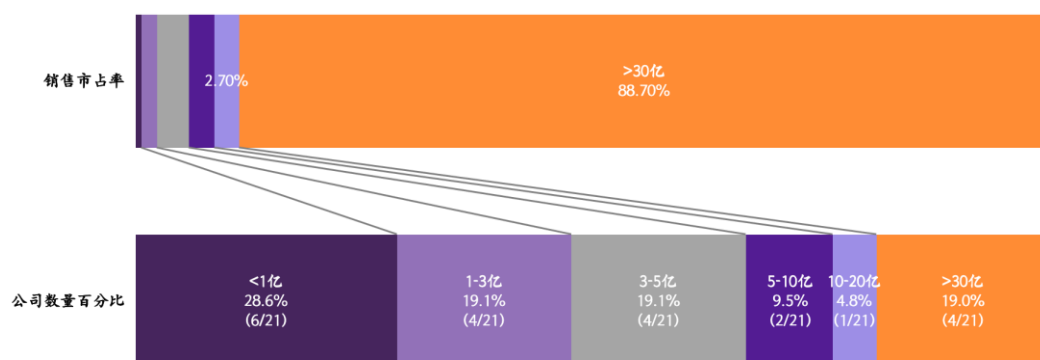
资料来源：JASMO，华鑫证券研究

图表 22：2009-2022 年日本 SMO 公司平均创收（百万日元）



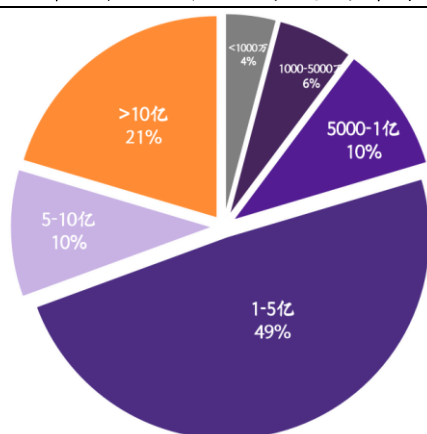
资料来源：JASMO，华鑫证券研究

图表 23：2022 年日本 SMO 行业市场份额和公司数量分布情况（日元）



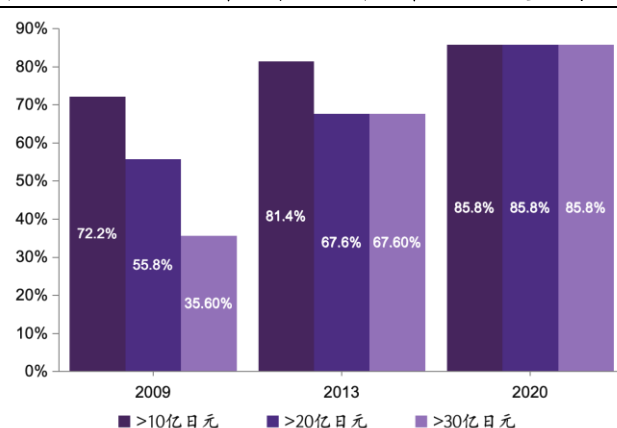
资料来源：JASMO，华鑫证券研究

图表 24：2009 年日本 SMO 行业公司数量分布情况（日元）



资料来源：JASMO，华鑫证券研究

图表 25：2009-2020 年日本 SMO 行业市场份额变化情况



资料来源：JASMO，华鑫证券研究

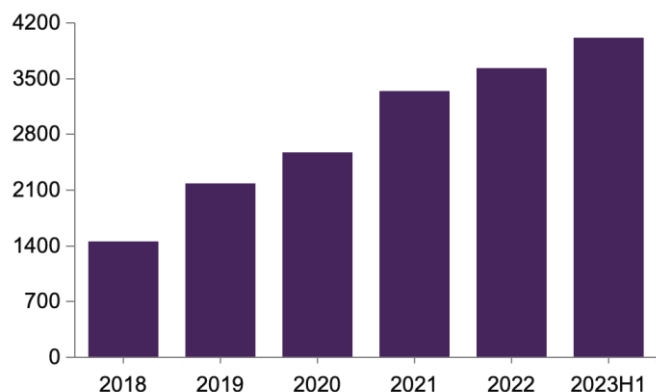
## 3、规模化高质量服务团队，构筑 SMO 行业领先水平

### 3.1、稳步扩张，持续提升公司规模壁垒

中国临床试验正处在高速变革的阶段，已允许境外企业和科研机构在我国依法同步开展国际多中心临床试验，及接受境外临床试验数据，我国开展多中心临床试验、参与国际多中心临床试验已成为临床试验的趋势。一个临床试验项目往往需涵盖数家到数百家临床试验机构的现场管理服务，往往涉及对数十到数千名受试者、数位到数十位研究者以及多名申办方相关人员之间的沟通协调，为了实现对临床试验机构的覆盖，需要 SMO 企业向临床试验所在城市或临近城市派驻更多 CRC 人员，因此对 SMO 企业的人员储备和机构覆盖能力提出更高的要求。公司 2018 年-2023H1 员工人数及临床试验机构覆盖数量呈递增趋势，2018-2022 年公司员工人数年复合增长率为 25.68%。2023H1 公司员工人数由上年末的 3638

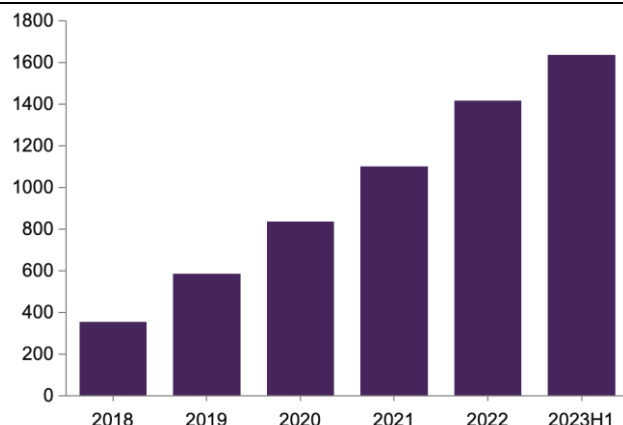
人增至 4019 人，其中业务人员超过 3800 人。2023H1 公司服务超过 820 家临床检测机构，临床检测机构可覆盖能力为 1300 余家，服务范围覆盖全国近 180 个城市。2018-2023 年 H1 公司在执行项目数量持续增长，2023H1 公司在执行项目数量达到了 1635 个，2018-2022 年公司在执行项目数量年复合增长率为 41.42%。

图表 26：2018-2023H1 公司员工人数



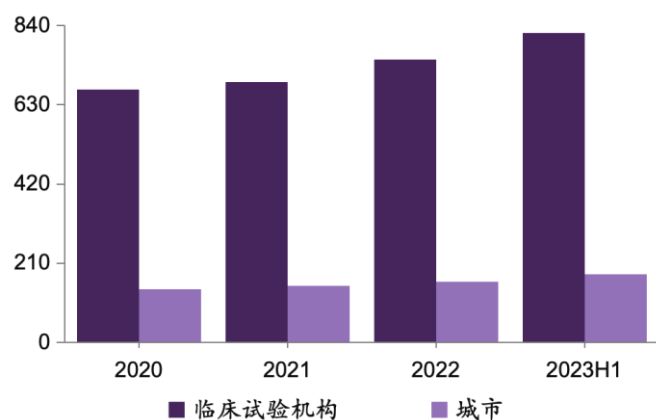
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 27：2018-2023H1 在执行项目数量（个）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 28：2020-2023H1 公司临床检测机构和城市覆盖



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

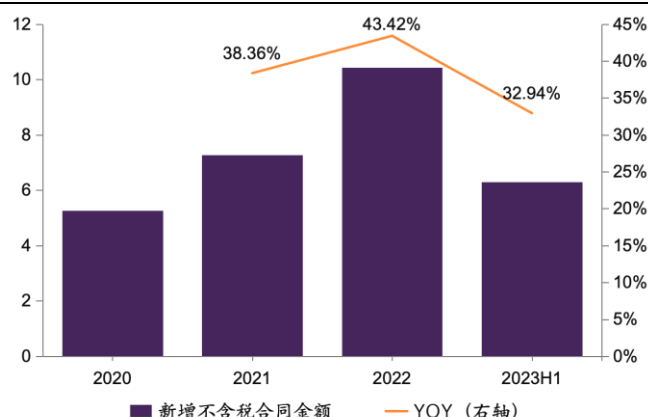
图表 29：2023 年 H1 普蕊斯业务覆盖区域



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

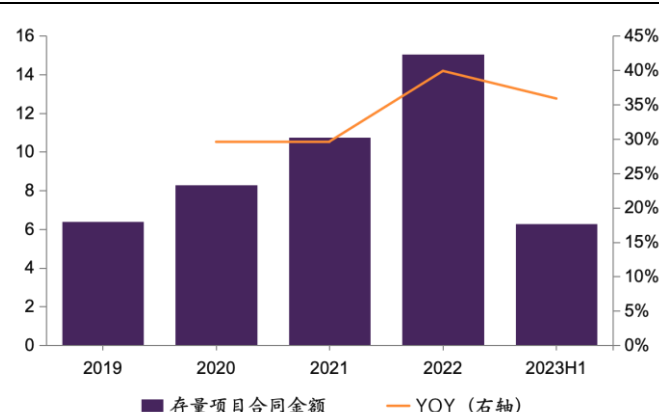
**新增订单不断增长。**公司以较高增速扩张员工，主要系在手订单不断增加带来的需求。公司依赖多年积攒的项目经验及扎实的实操口碑，存量合同金额为公司持续贡献收入和利润，同时公司新增订单量持续增长注入新活力，奠定了公司未来 2-3 年的高增长趋势。近三年公司新增不含税合同金额持续增长，2020-2022 年新增不含税合同金额的 CAGR 为 40.87%。2023 年 H1 新增不含税合同金额为 6.3 亿元，同比增长 32.94%。

图表 30：2020-2023H1 公司新增不含税合同金额（亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 31：2020-2023H1 公司存量项目合同金额（亿元）

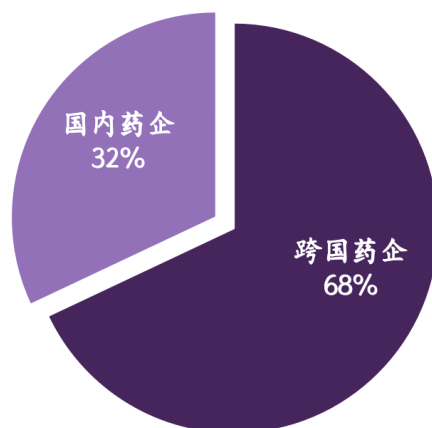


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 3.2、优秀的项目整合能力直击临床阶段痛点

**项目执行经验丰富。**截至 2023 年 H1，公司已累计承接超过 2700 个国际和国内临床项目，覆盖了肿瘤、内分泌疾病、感染性疾病、心血管疾病、呼吸性疾病、皮肤疾病、风湿免疫性疾病、罕见病等 24 个领域，积攒了丰富的项目执行经验。截至 2021 年，公司已累计推动上市的产品中超过 20%采用了国际多中心设计的临床试验，丰富的项目执行经验使公司获得跨国药企公司认可，已通过默沙东、诺和诺德、百时美施贵宝、礼来、拜耳、艾伯维等众多知名跨国药企客户的稽查程序并被纳为其优选供应商。

图表 32：截至 2021 年公司累计推动产品上市情况



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

**攻克多个高难度项目，树立专业标签。**公司累计推动 130 余个产品在国内外上市，并助力多款特色药品上市：国内首个自主研发用于治疗小细胞肺癌的 PD-L1 抑制剂；国内首个且唯一用于系统性治疗重度斑秃的创新靶向药物；国内首个且目前唯一获批用于非小细胞肺癌新辅助治疗的免疫肿瘤疗法；全球首个用于治疗 EGFR 20 号外显子插入突变局部晚期或转移性非小细胞肺癌的口服靶向药物；全球唯一用于治疗非透析慢性肾病患者贫血的 EPO 受体高特异性小肽月激动剂等。截至 2023H1，国内上市的 17 个 PD-1/PD-L1 单抗新药产品中，公司参与 10 个，占比 58.82%；国内处于临床阶段的 1 类减重新药项目 27 个，



公司参与了 8 个，占比 29.62%。专业能力有效绑定优质客户，与客户建立长效合作关系，加强公司高质大订单的持续推进能力。

图表 33：2018-2023H1 公司参与药品上市临床

	国内上市数量	公司参与数量	公司参与比例
血液肿瘤	48	15	31.25%
胸部肿瘤	41	14	34.15%
乳腺癌新药	21	6	28.57%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 34：公司与前十大客户合作情况

	2018	2019	2020	2021
恒瑞医药	是	是	是	是
基石药业	是	是	是	是
默沙东	是	是	是	是
精鼎医药	是	是	是	是
康方生物	是	是	是	是
百时美施贵宝	是	是	是	是
豪森药业	是	是	是	是
礼来	是	是	是	是
诺和诺德	是	是	是	是
IQVIA	是	是	是	是

资料来源：公司公告，公司招股书，华鑫证券研究

**完备的人员培训体系确保临床试验服务的稳定性和可靠性。**自 2015 年起，随着国家药监局对临床试验的重视，制药行业逐渐规范化，CRC 逐渐成为临床试验中必不可少的一员，CRC 团队的经验、能力及态度对 SMO 服务的质量至关重要，因此公司不断对培训体系进行迭代更新，实现人员培训体系的完善和可控性。公司对于员工的培训全面覆盖职业生涯在新员工入职前、入职后将持续提供系统化的职业培训，通过严格的培训、指导、监测、项目实施跟踪、客户反馈等方式不断提升 CRC 的服务能力，保证临床阶段管理符合 GCP 和 ICH-GCP 等质量标准。

图表 35：人员管理和项目管理相关问题可触发的课题升级

类别	可触发的具体课题内容
人员管理	①前瞻性研究：属于研究院自发课题，旨在为人员管理系统的实施以及问题的预防设定新的制度、系统，例如建立新的培训模块、制作新的管理工具、完善人才培养计划等； ②横向课题：旨在对现有系统作出改善和调整，例如更新人员管理手册、规范现有流程中的不完善之处等； ③纵向课题：旨在解决新出现的棘手问题以及反复出现的普遍问题，例如需制定新制度、完全取代旧制度等情形； ④特性研究：根据区域特性或客户的个性需求开展针对性研究； ⑤其他课题：人员管理执行过程中出现的其他问题
项目管理	以下相同类型的问题若发生超过 3 次，将触发研究课题： ①项目会上发现的普遍问题； ②项目组内出现的棘手问题； ③PM 团队出现的普遍问题； ④PM 和 LM 合作出现无法推动的情况； ⑤外部合作和沟通方面的问题。

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

**SOP 保障临床阶段高质量的稳定性。**临床试验项目执行周期较长、成本较高，故对于 SMO 供应商的专业性和稳定性有较高依赖性。依托多年来积累的项目经验，公司建立了快速的人才复制体系、科学完善的标准作业程序（Standard Operating Procedure, SOP）流程体系、标准化的 SMO 管理软件系统以及规模化的项目运作能力等辅助临床试验的推进。公



司根据 GCP 和 ICH-GCP 的规范要求，建立了全面的临床试验标准操作规程 SOP，涵盖了 260 余份 SOP 制度文件用于指导和规范员工开展 SMO 业务中的各项操作，全面覆盖临床试验的各个环节，实现对临床试验数据质量的有效把控，有效地保证了公司临床试验服务的稳定性和可靠性。

图表 36：SOP 模块主要内容

一级模块名称	二级模块名称	主要内容	三级模块数量
公司日常运营	整体要求	SOP 的管理和维护	5
	人力资源与员工培训	员工招募与培训	14
	信息技术	电子数据的管理和维护	6
	行政管理	证照文件、办公物资、打卡、联系方式等的管理和维护	7
	商业开发	招投标管理	1
	其他	涉及的文件模板等	46
SMO 项目执行	试验启动	临床试验项目启动前的一系列准备	5
	试验管理	临床试验进行中的一系列执行与管理工作	8
	试验结束	临床试验结束与数据归档等工作	2
	质量控制	数据管理、稽查、视察等工作	3
	数据采集	临床试验中数据采集的具体指引	4
通用工作指引		有关项目文件管理、计划制定、人员交接、关键绩效指标、受试者管理等的具体指引	13
标准化表格与文件模板		前述 SOP 涉及的所有标准化表格与文件模板	39

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

**信息化管理助力进一步实现降本增效。**依赖大数据、云计算、人工智能等技术，整合和优化庞大的数据资源，更快速地帮助临床开发项目建立执行模型，缩短立项时间，加快启动和执行速度，提高临床试验效率和试验质量。构建智能化的临床试验管理体系，实现精细化管理确保所有员工在进行项目管理时遵循同样的质量水平、实现同样的执行效果。有效避免采用手工记录、纸张提交及书面审查的方式造成的资源浪费。

## 4、盈利预测评级

SMO 业务：2023-2025 年收入预计分别贡献 8.69、11.33、13.98 亿元，毛利率分别为 28.2%、29.46%、30.36%。

政策催化 SMO 行业蓬勃发展，叠加疫情因素消退公司毛利率修复，预测公司核心业务 SMO 业务 2023-2025 年收入分别贡献 8.69、11.33、13.98 亿元，归母净利润分别贡献 1.39、1.91、2.47 亿元，EPS 分别为 2.28、3.13、4.05 元，当前股价对应 PE 分别为 29.5、21.5、16.6 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

图表 37：公司营业收入假设

营业收入（万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
SMO 业务	50296.67	58622.97	86932.01	113255.02	139841.64
YoY	50.01%	16.55%	48.29%	30.28%	23.48%
合计：	50296.67	58622.97	86932.01	113255.02	139841.64
营业成本（万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
SMO 业务	37177.45	42624.80	62417.18	79890.09	97385.72
合计：	37177.45	42624.80	62417.18	79890.09	97385.72
毛利率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
SMO 业务	26.08%	27.29%	28.20%	29.46%	30.36%
合计：	26.08%	27.29%	28.20%	29.46%	30.36%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 5、风险提示

新增订单不及预期，药企研发投入不及预期，临床试验服务面临诉讼风险，人员流失风险及人员扩张不及预期等风险。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>586</b>	<b>869</b>	<b>1,133</b>	<b>1,398</b>
现金及现金等价物	677	555	608	715	营业成本	426	624	799	974
应收款	91	134	175	216	营业税金及附加	4	4	5	6
存货	0	0	0	0	销售费用	6	7	8	9
其他流动资产	365	475	578	681	管理费用	44	50	66	80
流动资产合计	1,133	1,164	1,360	1,612	财务费用	-7	-10	-11	-10
<b>非流动资产：</b>					研发费用	32	38	44	53
金融类资产	136	136	136	136	费用合计	76	85	107	132
固定资产	9	8	6	5	资产减值损失	-5	-1	-1	-1
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	1	1	1	1	投资收益	-1	0	0	0
长期股权投资	10	10	10	10	<b>营业利润</b>	<b>81</b>	<b>160</b>	<b>220</b>	<b>285</b>
其他非流动资产	8	8	8	8	加：营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	28	26	25	23	减：营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,161	1,190	1,385	1,636	<b>利润总额</b>	<b>81</b>	<b>160</b>	<b>220</b>	<b>285</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	8	21	30	39
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>72</b>	<b>139</b>	<b>191</b>	<b>247</b>
应付账款、票据	10	14	18	22	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	84	84	84	84	<b>归母净利润</b>	<b>72</b>	<b>139</b>	<b>191</b>	<b>247</b>
流动负债合计	208	99	103	107					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	0	0	0	0	营业收入增长率	16.6%	48.3%	30.3%	23.5%
非流动负债合计	0	0	0	0	归母净利润增长率	25.3%	92.1%	37.0%	29.5%
负债合计	209	99	103	107	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	27.3%	28.2%	29.5%	30.4%
股本	61	61	61	61	四项费用/营收	12.9%	9.8%	9.5%	9.4%
股东权益	952	1,091	1,282	1,529	净利率	12.4%	16.0%	16.8%	17.6%
负债和所有者权益	1,161	1,190	1,385	1,636	ROE	7.6%	12.8%	14.9%	16.1%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	18.0%	8.3%	7.4%	6.5%
净利润	72	139	191	247	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.9
折旧摊销	4	2	2	1	应收账款周转率	6.5	6.5	6.5	6.5
公允价值变动	1	0	0	0	存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-37	-264	-139	-141	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	40	-123	53	108	EPS	1.19	2.28	3.13	4.05
投资活动现金净流量	-142	2	2	1	P/E	56.7	29.5	21.5	16.6
筹资活动现金净流量	-21	0	0	0	P/S	7.0	4.7	3.6	2.9
现金流量净额	-123	-121	55	109	P/B	4.3	3.8	3.2	2.7

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

请阅读最后一页重要免责声明

24

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。