

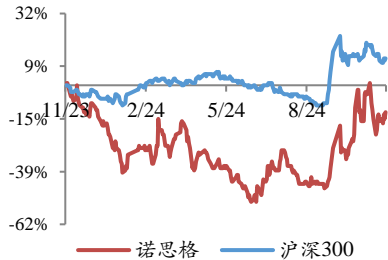
临床 CRO 领先企业，稳步提升运营效率

投资评级：增持
首次覆盖

报告日期：2024-12-01

收盘价(元)	60.81
近12个月最高/最低(元)	73.08/33.05
总股本(百万股)	97
流通股本(百万股)	57
流通股比例(%)	59.32
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	35

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 临床 CRO 领先企业，全流程一体化布局完善

公司已具备临床试验全链条服务能力，主营业务包括临床试验运营服务、临床试验现场管理服务、生物样本检测服务、数据管理与统计分析服务、临床试验咨询服务、临床药理学服务。公司可在中、美、欧及部分亚太区域内为药品及医疗器械提供策略咨询及注册申报的完整注册服务体系。

● 新药研发需求依旧强劲，静待行业回暖

1) 全球生物医药投融资整体趋势向好。根据动脉橙，2024Q1-3 全球生物医药领域投融资同比增长 7.84%。其中 2024 年 Q3 较 Q2 环比下降 21.78%。2) 中国创新药 BD 授权交易持续活跃，拓宽资金来源。根据泰格医药业绩演示材料，中国创新药对外 BD 授权交易首付款在逐年增加，同时对外 BD 交易的潜在总规模也实现了快速的增长。3) 临床试验需求依旧强劲，药品注册申请申报量持续增长。同时近期推出多项医药创新支持政策，产业创新活力有望逐步释放。

● 深耕 CRO 全链条服务，持续提升服务效率

内生外延并进，数统、BA 加速成长：1) 临床试验运营服务，受行业竞争影响，业务短期承压。CO 服务为公司最早成立、最核心的业务板块之一。随行业需求端的逐步回暖，该业务板块有望进一步修复。2) 临床试验现场管理服务，业务布局完善，有望持续保持稳健增长。3) 生物样本检测，随着对上海衡领的收购整合，公司 BA 业务将加速成长。4) 数据管理与统计分析服务业务，公司近年来重点发力的业务之一，盈利能力较强，同时随海外市场开拓实现进一步发展。

订单逐步恢复，人效持续提升。在行业竞争加剧和市场需求面临新的挑战下，公司积极开拓业务，2023 年实现新增合同金额 9.76 亿元，同比增长 20.01%。随着公司合同数量的增加以及管理效率的不断优化，人效也在持续提升。2023 年公司人均创收达 35.33 万元，同比提升 10.17%；人均创利 7.96 万元，同比提升 39.40%。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 7.81 亿元、8.98 亿元、10.47 亿元（同比+8.3%/+14.9%/16.6%）；实现归母净利润 1.40 亿元、1.96 亿元、2.55 亿元（同比-13.9%/+40.2%/+30.0%）。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险、回款不及预期风险、汇兑损益风险、商誉减值风险、客户需求恢复不及预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	721	781	898	1047
收入同比 (%)	13.2%	8.3%	14.9%	16.6%
归属母公司净利润	163	140	196	255
净利润同比 (%)	43.3%	-13.9%	40.2%	30.0%
毛利率 (%)	39.8%	40.2%	41.6%	43.5%
ROE (%)	9.3%	7.3%	9.3%	10.8%
每股收益 (元)	2.08	1.45	2.03	2.64
P/E	31.00	41.97	29.94	23.04
P/B	3.54	3.07	2.78	2.48
EV/EBITDA	28.57	28.92	20.45	15.15

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 临床 CRO 领先企业，全流程一体化布局完善.....	5
2 新药研发需求依旧强劲，静待行业回暖.....	9
3 深耕 CRO 全链条服务，持续提升服务效率.....	13
3.1 内生外延并进，数统、BA 加速成长.....	13
3.1.1 临床试验运营服务.....	13
3.1.2 临床试验现场服务.....	13
3.1.3 生物样本检测服务.....	14
3.1.4 数据管理与统计分析服务.....	15
3.2 订单逐步恢复，人效持续提升.....	16
4 盈利预测与投资建议.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 投资建议.....	21
风险提示:	22
财务报表与盈利预测.....	23

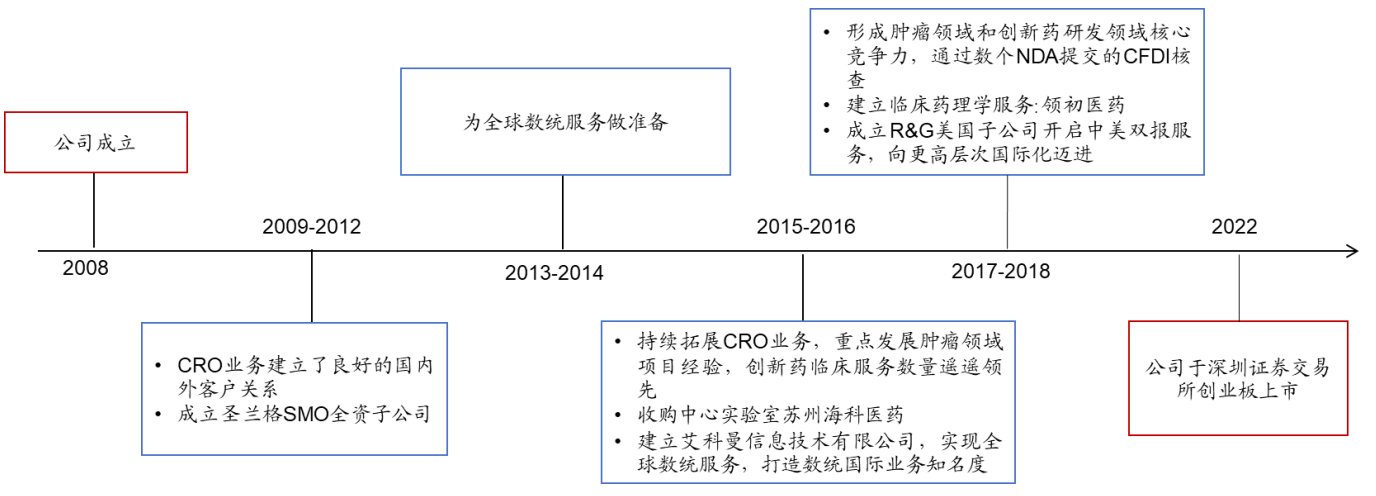
图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司主营业务介绍	5
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 公司高管团队简介	6
图表 5 2018 至 24Q1-3 公司营收 (百万元) 及增速	8
图表 6 2018 至 24Q1-3 公司归母净利润 (百万元) 及增速	8
图表 7 2018-1H24 公司业务构成 (百万元)	8
图表 8 2018-1H24 公司分业务毛利率情况	8
图表 9 2020 年 4 月-2024 年 10 月生物医药全球投融资情况 (亿美元) 及增速	9
图表 10 2019-2023 中国生物医药行业对外 BD 授权交易情况 (亿美元)	9
图表 11 2020 年 1 月-2024 年 10 月创新药 IND 审评受理数及增速	10
图表 12 2021 年 7 月-2024 年 10 月 创新药 NDA 审评受理数 (个) 及增速	11
图表 13 2006-2023 境内新药批准临床试验数量 (件) 及增速	11
图表 14 政府持续加大对创新药研发企业支持	12
图表 15 2019-1H24 公司 CO 服务营收 (百万元) 及增速	13
图表 16 2019-1H24 各公司 CO 服务毛利率比较	13
图表 17 2019-1H24 公司 SMO 服务营收 (百万元) 及增速	14
图表 18 2019-1H24 各公司 SMO 服务毛利率比较	14
图表 19 2019-1H24 公司 BA 服务营收 (百万元) 及增速	15
图表 20 2019-1H24 公司 BA 服务毛利率	15
图表 21 2019-1H24 公司 DM/ST 服务营收 (百万元) 及增速	15
图表 22 2019-1H24 公司 DM/ST 服务毛利率	15
图表 23 2019-2023 年公司新签合同金额及增速情况 (亿元)	16
图表 24 2018-2023 公司员工人数及增速	16
图表 25 2018-2023 公司人均创收及人均创利情况	16
图表 26 2019-1H24 公司期间费用率概况	17
图表 27 2018-1H24 公司毛利率及净利率概况	17
图表 28 2018-1H24 公司海内外收入结构	17
图表 29 2018-1H24 公司海外业务收入及增速	17
图表 30 2018-3Q24 公司货币资金及交易性金融资产 (亿元)	18
图表 31 收入拆分与盈利预测	20
图表 32 可比公司估值	21

1 临床 CRO 领先企业，全流程一体化布局完善

诺思格成立于 2008 年，2022 年登陆深交所创业板，是一家为全球的医药企业和科研机构提供综合的药物临床研发全流程一体化服务的临床 CRO 公司。公司已具备临床试验全链条服务能力，主营业务包括临床试验运营服务（“CO 服务”）、临床试验现场管理服务（“SMO 服务”）、生物样本检测服务（“BA 服务”）、数据管理与统计分析服务（“DM/ST 服务”）、临床试验咨询服务、临床药理学服务（“CP 服务”）。公司可在中、美、欧及部分亚太区域内为药品及医疗器械提供策略咨询及注册申报的完整注册服务体系。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司的主营业务包括临床试验运营服务（“CO 服务”）、临床试验现场管理服务（“SMO 服务”）、生物样本检测服务（“BA 服务”）、数据管理与统计分析服务（“DM/ST 服务”）、临床试验咨询服务、临床药理学服务（“CP 服务”）。

图表 2 公司主营业务介绍

主营业务	具体服务内容
CO 服务 (临床试验运营服务)	公司为申办方提供的 I 至 IV 期临床试验综合服务，协助制药企业及医疗器械企业进行临床试验。具体工作涵盖了临床试验的全过程，包括组织和参与临床试验方案的讨论、临床试验机构管理、临床试验项目管理。
SMO 服务 (临床试验现场管理服务)	公司协助临床试验医疗机构提供临床试验具体操作的现场管理服务，即通过派遣临床研究协调员（CRC），协助研究者执行临床试验中非医学判断性质的具体事务性工作，以确保临床研究过程符合 GCP 和研究方案的规定。SMO 服务包括协助研究者进行临床试验受试者的招募和筛选、临床试验原始文件的管理、临床试验数据的录入、受试者的协调与管理等工作。
BA 服务 (生物样本检测服务)	对药物研发相关的生物样本进行分析检测，包括药物及代谢产物的浓度检测等，以反映试验用药物在体内的吸收、分布、代谢、排泄等情况，是药物研发过程中验证产品功能、安全性的必要环节。生物样本检测包括分析方法学建立、方法学验证/转移、生物样本的分析测试工作。
DM/ST 服务 (数据管理与统计分析服务)	具体包括：构建整体临床药理学策略、人体药代动力学/药效动力学特征预测、首次人体试验剂量预测、方案设计及撰写、临床试验 II/III 期剂量选择、特殊人群剂量调整、对药物早期探索收集的数据进行实时分析、协助完成 NDA 申报资料、提

供注册咨询支持服务等。

临床试验咨询服务

根据现行法规和客户的需求制定药物临床研发策略（如临床研发与医学事务（CDMA））以及其他临床试验相关的专业咨询服务，如注册申报（RA）、药物警戒（PV）等。

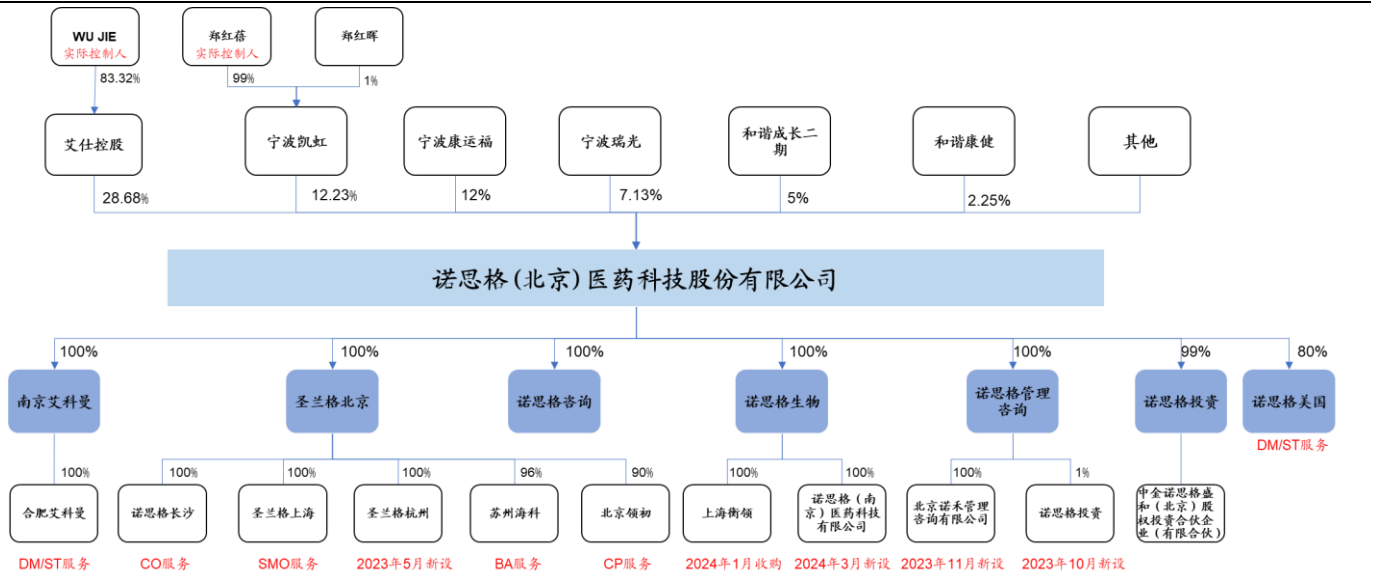
CP 服务
(临床药理学服务)

主要是针对临床试验过程中收集到的数据，在临床试验的各个阶段综合分析评估药代动力学、药效动力学和安全性等指标，以支持临床试验开展中的剂量选择等工作，提高药物开发效率并降低研发风险，是临床试验中必不可少的环节。具体包括：构建整体临床药理学策略、人体药代动力学/药效动力学特征预测、首次人体试验剂量预测、方案设计及撰写、临床试验 II/III 期剂量选择、特殊人群剂量调整、对药物早期探索收集的数据进行实时分析、协助完成 NDA 申报资料、提供注册咨询支持服务等。

资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

股权结构清晰，子公司业务布局完善。从股权结构看，公司实际控制人为董事长、总经理武杰及其妻郑红蓓，签署有一致行动协议。董事长、总经理武杰与郑红蓓分别通过艾仕控股、宁波凯虹持有公司股份。公司下设多家子公司，业务涵盖临床试验各个分期，业务涉及数据管理与统计分析、现场管理服务、生物样本检测服务等。2023 与 2024 年公司仍新设或收购多家子公司，进一步完善和丰富了公司的临床研究服务体系。

图表 3 公司股权结构



资料来源：Wind，华安证券研究所

公司高管团队具备丰富的产业经验及管理经验。公司现任总经理武杰于 2020 年 1 月 1 日开始任期，曾就职于天发集团、中实集团、万通地产等，具备多年的公司管理经验。核心管理层也集聚医疗高学历背景人才，均深耕医疗生物行业多年，为公司行稳致远发展提供保障。

图表 4 公司高管团队简介

姓名	职务	简介
武杰	总经理	硕士学位。历任美国默克制药有限公司高级研究员、Memorial Sloan Cancer Center 高级研究员、美国世界金融集团(WFG)项目总监、天发集团有限公司副总裁、中实集团公司副总裁、万通地产集团有限公司董事长助理。2008 年 8 月至今，担任诺思格（北京）医药科技股份有限公司董事长、总经理职务。所获主要奖项包括：2005 年中国最具影响力企业家、2005 年中华十大才智人物。

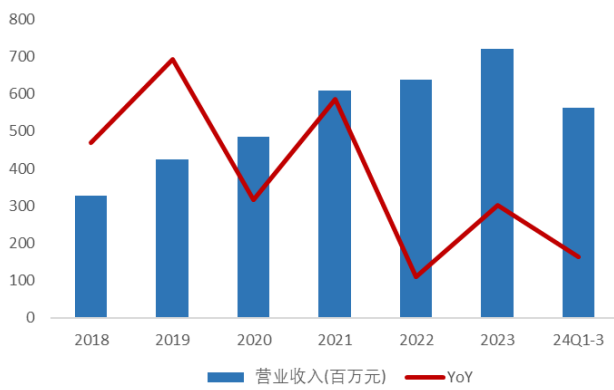
刘萍	副总经理	博士学位。2003年至2016年，在辉瑞制药有限公司全球研发部历任临床药理部经理、副总监及总监；2016年至2018年，在辉瑞（中国）研究开发有限公司中国药物研发部担任临床药理部高级总监、部门负责人。2018年6月加入公司，现任公司总经理。
李树奇	副总经理， 董事会秘书	博士学位。1998年至2001年，在中国中医科学院广安门医院肿瘤科，任副主任医师；2001年至2003年，在吉林亚泰制药有限公司，担任医学经理；2003年至2008年，在北京迈德康医药技术有限公司担任总经理；2008年8月加入公司，现任诺公司董事、副总经理、董事会秘书。
李继刚	副总经理	硕士学位。曾任日本麒麟制药有限公司（现协和发酵麒麟制药有限公司）医学部医学专员、美国罗切斯特大学生物物理和生物化学系研究员；2007年至2017年，在西安杨森制药有限公司历任医学经理、高级经理、副总监、总监。2017年5月加入公司，现任公司副总经理。
滕乐燕	副总经理	博士学位。曾任美国礼来制药有限公司新加坡的临床药理中心质量及培训部门 Area Quality Conductor、依格斯担任亚太区域总监；2009年10月加入公司，现任公司董事、副总经理。
王维	副总经理	学士学位。2000年7月至2006年6月，在江苏恒瑞医药股份有限公司担任发展部副部长；2006年7月至2008年8月，在南京从一医药咨询有限公司担任总经理；2008年8月加入公司，现任公司董事、副总经理。
陈刚	首席科学官	博士学位。曾任美国圣朱迪儿童研究医院生物统计学系助理研究员、美国FDA肿瘤评审中心统计评审部高级统计评审、统计评审组负责人。历任美国强生公司(Johnson & Johnson)、VELCADE（万科）抗肿瘤药研发团队数据统计组长、肿瘤药物研发生物统计部负责人、中国区定量科学部负责人、高级总监；2014年至今，在南方医科大学生物统计系担任客座教授；2015年至今，在上海复旦大学生物统计系担任客座教授；2016年7月加入公司，现任公司首席科学官、子公司南京艾科曼信息技术有限公司执行董事、美国子公司 R&G US Imc.董事职务。
赵倩	财务总监	硕士学位。2009年，在中天运会计师事务所（特殊普通合伙）担任项目经理；2009年至2014年，在北京东君医院投资管理有限公司担任审计部经理；2014年2月加入公司，现任公司财务总监。

资料来源：公司2023年年报，公司招股说明书，华安证券研究所

行业受生物医药投融资阶段性波动影响，近年业绩增长有所放缓。从收入端看，公司营业收入从2018年的3.26亿元增长至2023年的7.21亿元，期间CAGR为17.20%。2024年前三季度公司实现营业收入5.62亿元，同比增长7.10%，其中3Q24公司收入1.83亿元，同比增长12.42%。

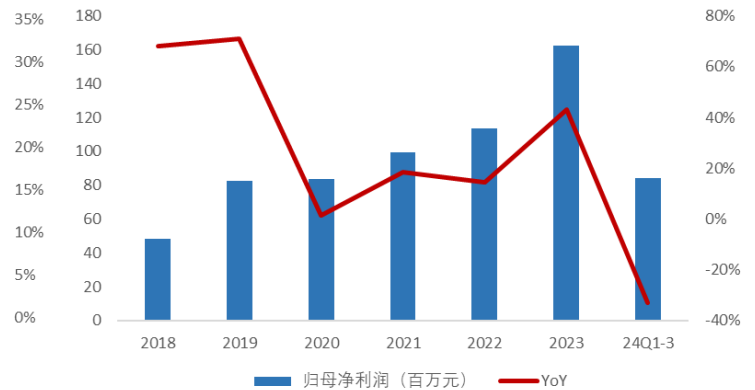
股份支付影响利润表观增速。从利润端看，公司归母净利润由2018年的0.48亿元增长至2023年的1.63亿元，期间CAGR为27.70%。2024年前三季度公司实现归母净利润0.84亿元，同比下降32.93%。若剔除股权激励摊销影响，2024年前三季度实现归母净利润1.20亿元，同比下降4.40%。

图表 5 2018 至 24Q1-3 公司营收 (百万元) 及增速



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 6 2018 至 24Q1-3 公司归母净利润 (百万元) 及增速

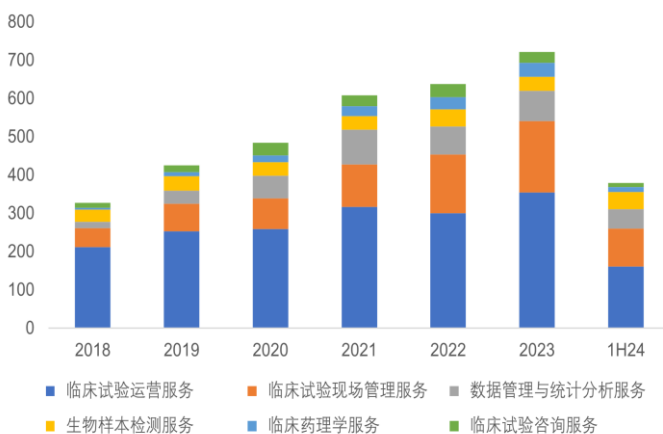


资料来源: iFind, 华安证券研究所

临床试验运营受行业影响短期承压, 数统与生物样本检测服务快速发展。

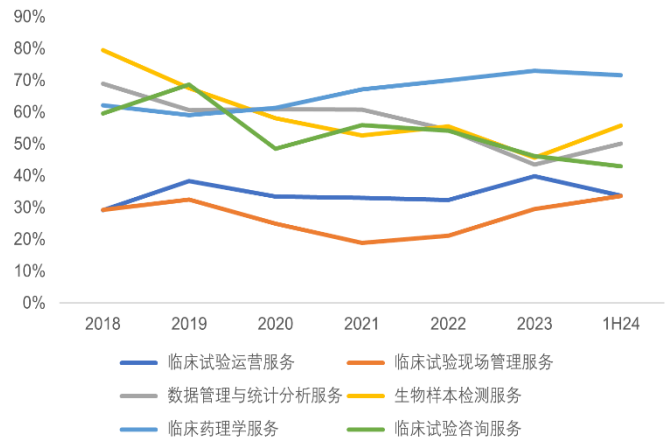
- 1) **临床试验运营服务短期有所波动。**从业务构成看, 该业务板块为公司最主要的业务之一, 收入占比维持 40% 以上。因国内临床 CRO 行业竞争激烈等原因, 该业务板块短期有所波动, 1H24 收入 1.61 亿元, 同比下降 10.71%, 毛利率为 33.76%, 同比下降 5.05pp。
- 2) **SMO 业务稳定增长。**2018 至 2023 年 SMO 业务由 0.50 亿元增长至 1.86 亿元, 期间 CAGR 为 30.05%, 实现较为快速的增长。2024 上半年该业务持续增长, 实现收入 0.99 亿元, 同比增长 12.24%, 毛利率为 33.59%, 同比增加 3.97pp。
- 3) **数统业务盈利能力继续提升。**1H24 公司数统业务实现收入 0.51 亿元, 同比增长 42.15%, 毛利率为 50.15%, 同比增加 8.06pp, 主要得益于境外市场的拓展。
- 4) **生物样本检测快速发展。**公司于 2024 年收购上海衡领主营业务为生物样本检测服务, 进一步完善和丰富了公司的临床研究服务体系。1H24 公司生物样本检测服务实现收入 0.44 亿元, 同比增长 83.50%, 毛利率 55.81%, 同比增长 0.86pp。

图表 7 2018-1H24 公司业务构成 (百万元)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 8 2018-1H24 公司分业务毛利率情况

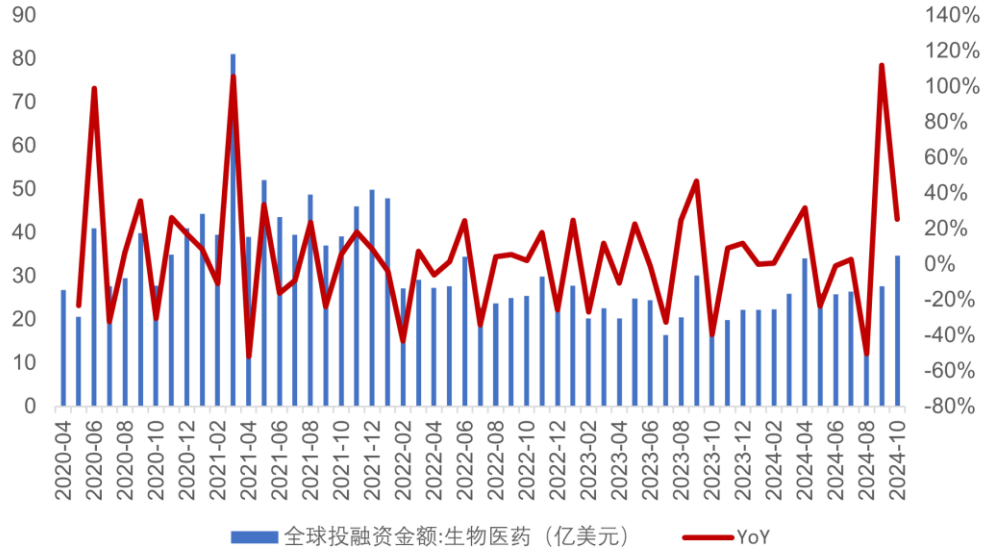


资料来源: iFind, 华安证券研究所

2 新药研发需求依旧强劲，静待行业回暖

全球生物医药投融资整体趋势向好。根据动脉橙，2024Q1-3 全球生物医药领域融资金额约为 223.32 亿美元，同比增长 8%，已初现改善趋势。

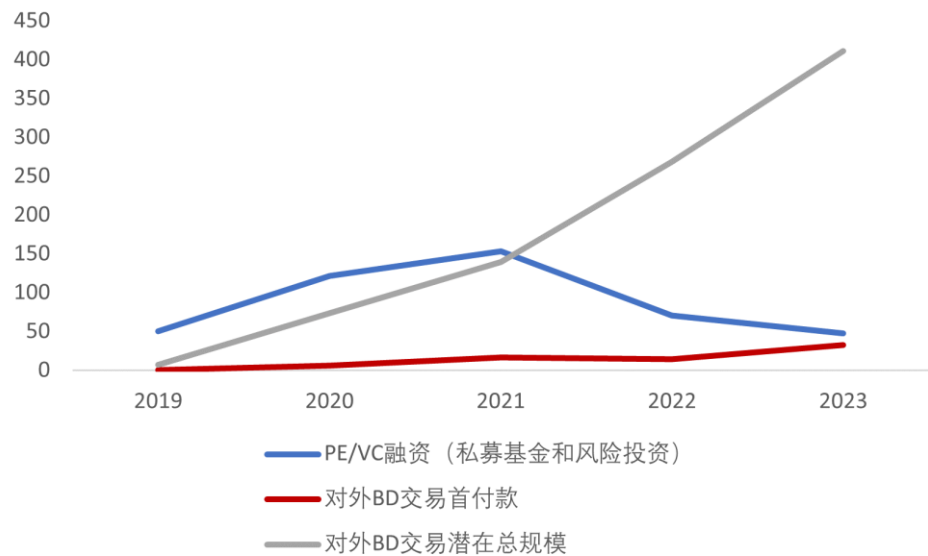
图表 9 2020 年 4 月-2024 年 10 月生物医药全球投融资情况 (亿美元) 及增速



资料来源: 动脉橙, 华安证券研究所

中国创新药 BD 授权交易持续活跃，拓宽资金来源。根据泰格医药业绩演示材料，中国创新药对外 BD 授权交易首付款在逐年增加，同时对外 BD 交易的潜在总规模也实现了快速的增长。2024 上半年中国创新药对外授权交易潜在总额达到 243 亿美元，同比增长 110%。截至 2024 年 Q2，中国创新药 license-out 数量已连续 6 个季度超过 license-in 数量。

图表 10 2019-2023 中国生物医药行业对外 BD 授权交易情况 (亿美元)

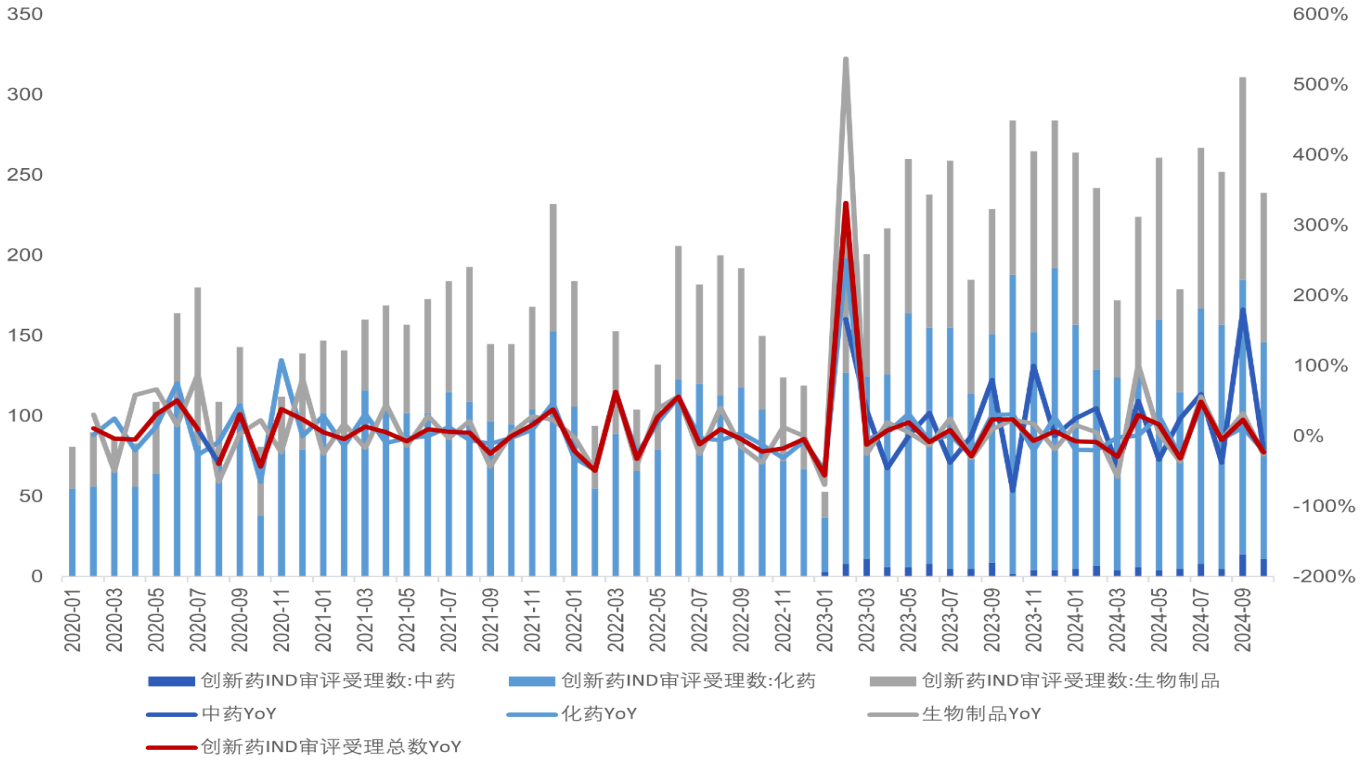


资料来源: 《泰格医药 2023 年业绩演示材料》，华安证券研究所

临床试验需求依旧强劲，药品注册申请申报量持续增长。根据 CDE 的 2023

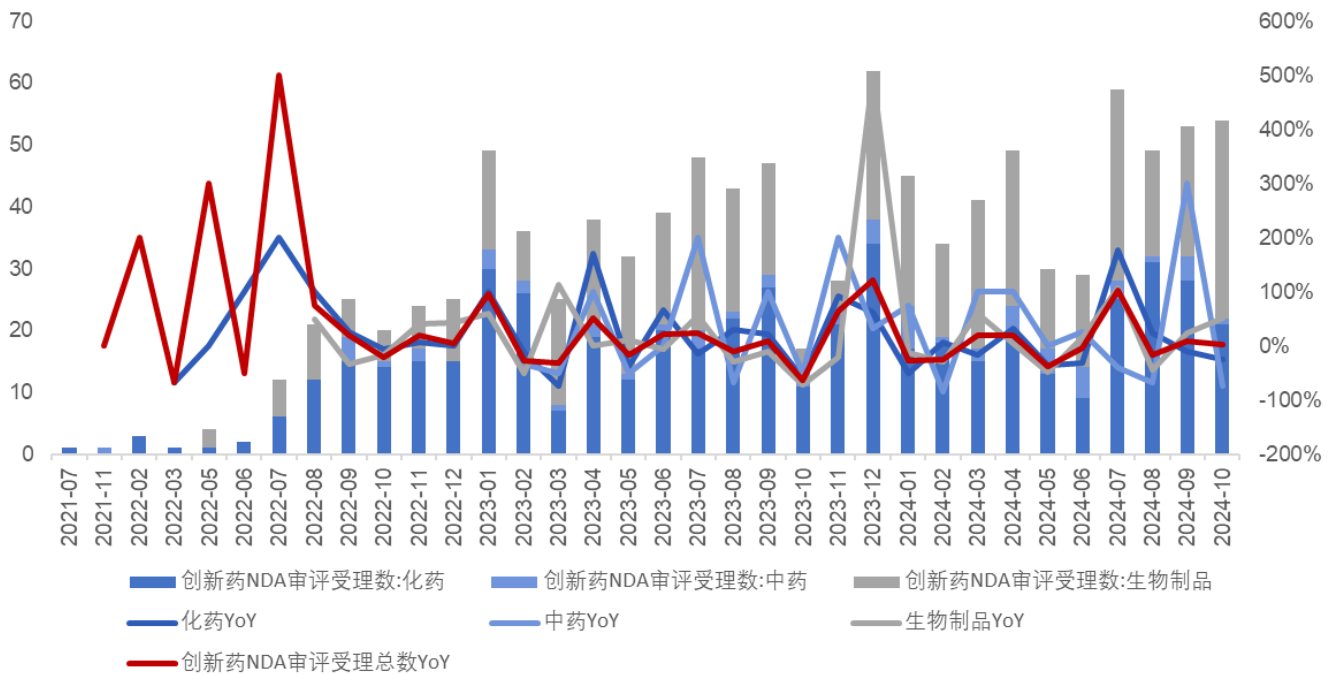
药审报告，多重医药创新鼓励政策持续激发，产业创新活力持续释放，2023年药品注册申请申报量持续增长。2023年我国创新药IND受理数量2704件，同比增加46.96%；24Q1-3创新药IND受理数量2172件，同比增加16.09%，其中24Q3创新药IND受理数量830件，较Q2环比增长25%。23年国内新药上市许可申请NDA 464件，同比增加238.69%；24Q1-3新药NDA申请389件，同比增加8.96%，其中24Q3 NDA申请161件，较Q2环比增长49.07%。

图表 11 2020年1月-2024年10月创新药IND审评受理数及增速



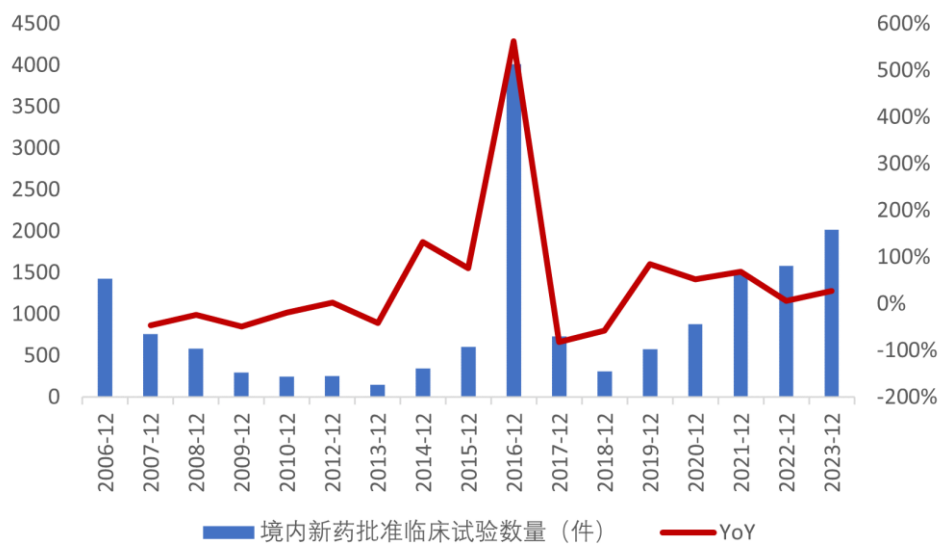
资料来源：CDE，华安证券研究所

图表 12 2021 年 7 月-2024 年 10 月 创新药 NDA 审评受理数 (个) 及增速



资料来源: CDE, 华安证券研究所

图表 13 2006-2023 境内新药批准临床试验数量 (件) 及增速



资料来源: CDE, 华安证券研究所

随着创新药支持政策的陆续出台, 行业有望逐步迎来修复。近期关于创新药的支持政策持续推出, 同时《全链条支持创新药发展实施方案》指出要全链条强化政策保障, 统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策, 优化审评审批和医疗机构考核机制, 合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源, 强化新药创制基础研究, 夯实我国创新药发展根基。随着后续各地方案的逐步推进与落地, 创新药全产业链公司有望回暖。

图表 14 政府持续加大对创新药研发企业支持

政策名称	时间	所属部门	主要内容
《关于征求〈关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通告〉意见的函》	2024 年 2 月 5 日	国家医保局	坚持药品价格由市场决定，更好发挥政府作用，整体提高新药挂网效率，支持高质量创新药品获得“与高投入、高风险相符的收益回报”。
《2024 政府工作报告》	2024 年 3 月 5 日	国务院办公厅	明确提出了加快创新药等产业发展
《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（公开征求意见稿）》	2024 年 4 月 1 日	珠海市工业和信息化局	支持创新药高质量发展
《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》	2024 年 4 月 7 日	广州开发区科技创新局	支持创新药高质量发展
关于对《北京市医疗保障局等 9 部门北京市支持创新药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）》公开征求意见的公告	2024 年 4 月 7 日	北京市医疗保障局等九部门	支持创新药高质量发展
《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》	2024 年 6 月 6 日	国务院办公厅	1.加强医改组织领导；2.推广三明医改经验；3.进一步完善医疗卫生服务体系；4.推动公立医院高质量发展；5.建立多层次医疗保障体系；6.深化药品领域改革创新；7.统筹推进其他重点改革。
《全链条支持创新药发展实施方案》	2024 年 7 月 5 日	国务院办公厅	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	2024 年 7 月 30 日	上海市人民政府办公厅	大力提升创新策源能力、推动临床资源更好赋能产业发展、推动审评审批进一步提速、加快创新产品应用推广、加强为企服务和产业化落地支持、强化投融资支持、释放数据要素资源价值、推动产业国际化发展等八个方面。
《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	2024 年 7 月 31 日	国家药监局	优化创新药临床试验审评审批机制，强化药物临床试验申请人主体责任，提升药物临床试验相关方对创新药临床试验的风险识别和管理能力，探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现 30 个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时。

资料来源：各政府官网，华安证券研究所

3 深耕 CRO 全链条服务，持续提升服务效率

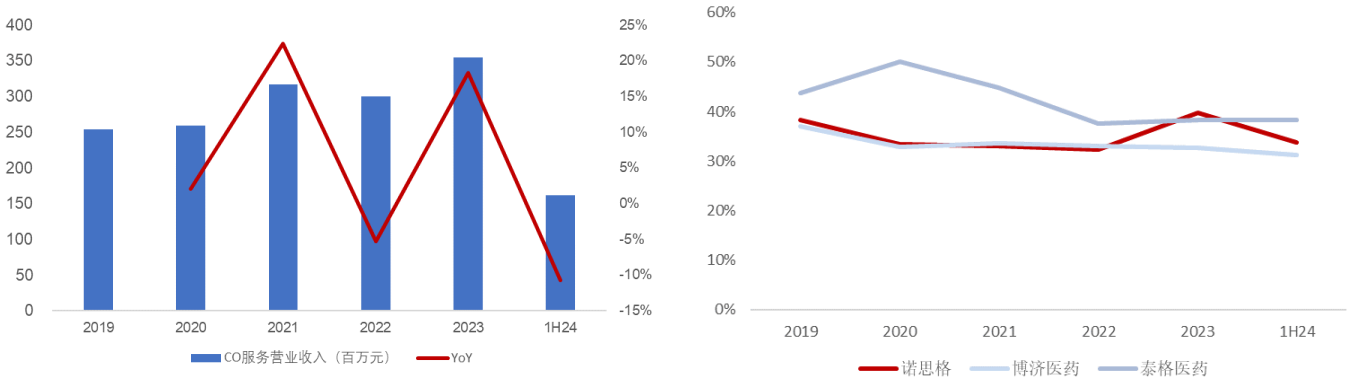
3.1 内生外延并进，数统、BA 加速成长

3.1.1 临床试验运营服务

公司的临床运营服务为公司最早成立、最核心的业务板块之一。临床试验运营服务（“CO 服务”）是指公司为申办方提供的 I 至 IV 期临床试验综合服务，协助制药企业及医疗器械企业进行临床试验。根据公司官网，公司临床运营部门目前总人数约 500 人，基本覆盖全国所有临床试验涉及的城市及地区，其中所有中高级管理人员和一半以上项目管理人员有外资药企及外资 CRO 工作经验。公司的临床运营业务过去共计管理过 500 余项 I 期至 IV 期临床试验，几乎覆盖所有治疗领域，尤其是肿瘤，心血管，内分泌，精神神经，呼吸等领域。

受行业竞争影响，业务短期承压。公司 CO 业务收入从 2019 年的 2.53 亿元平稳增长至 2023 年的 3.54 亿元，期间 CAGR 为 8.76%。其中 2020 年与 2022 年因疫情影响，业务开展受限，业务增速有所放缓，随着疫情放开得以恢复。2024 上半年因国内临床 CRO 行业竞争激烈，业务收入 1.61 亿，同比下降 10.71%，短期承压。同时，盈利水平方面，随着公司逐步提升创新药项目占比，2023 年公司临床运营服务毛利率显著提升。

图表 15 2019-1H24 公司 CO 服务营收 (百万元) 及增速 图表 16 2019-1H24 各公司 CO 服务毛利率比较



资料来源: iFind, 华安证券研究所

资料来源: iFind, 华安证券研究所

3.1.2 临床试验现场服务

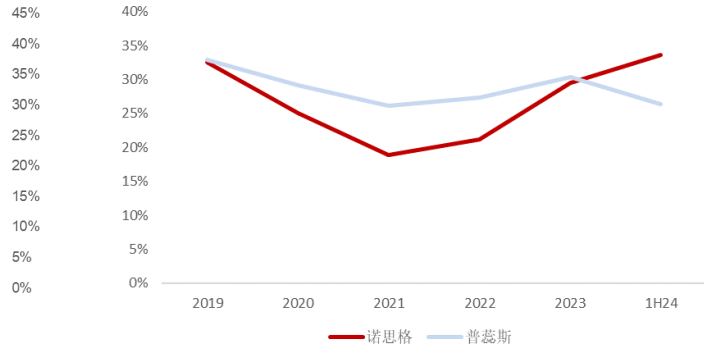
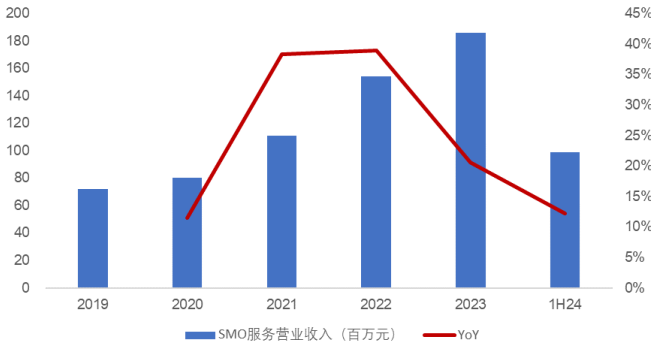
公司临床试验现场管理服务布局完善，业务持续稳健增长。临床试验现场管理服务（“SMO 服务”）是指公司协助临床试验医疗机构提供临床试验具体操作的现场管理服务，即通过派遣临床研究协调员（CRC），协助研究者执行临床试验中非医学判断性质的具体事务性工作，以确保临床研究过程符合 GCP 和研究方案的规定。公司的 SMO 业务主要依托子公司圣兰格进行，圣兰格是中国最早、最专业的 SMO 公司之一。根据公司官网，目前圣兰格在全国 100 多个城市设有临床研究中心现场管理业务，拥有 1000 人左右稳定的专业化团队，建立了国际标准的操作规程，为全国 500 多个研究中心提供专业的服务，赢得了研究者的广泛好评，

成为多家机构优选供应商。在肿瘤、BE & I 期、心血管、血液、内分泌、神经、呼吸、皮肤、妇科、消化、精神、疫苗和医疗器械方面拥有 800 多个临床研究项目操作经验。

近年来公司 SMO 业务持续稳健增长，盈利能力逐步提升。公司 SMO 业务从 2019 年的 0.72 亿元快速增长至 2023 年的 1.86 亿元，期间 CAGR 为 26.78%。2024 上半年仍维持稳健增长，实现收入 0.99 亿元，同比增长 12.24%。同时毛利率方面自 2021 年起逐年攀升，1H24 进一步提升至 33.59%，同比提升 3.97pp，已处行业领先水平。

图表 17 2019-1H24 公司 SMO 服务营收 (百万元) 及增速

图表 18 2019-1H24 各公司 SMO 服务毛利率比较



资料来源: iFind, 华安证券研究所

资料来源: iFind, 华安证券研究所

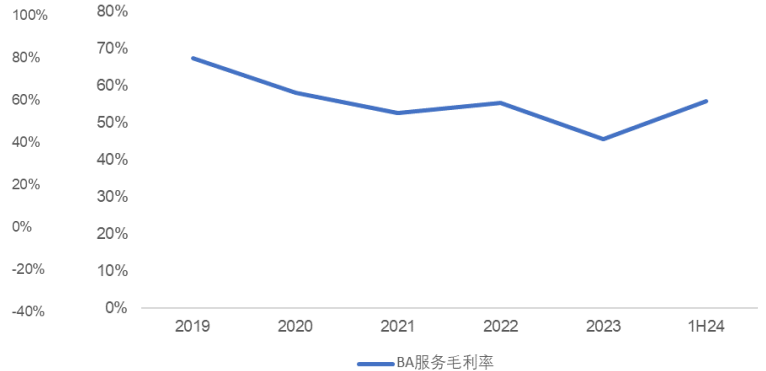
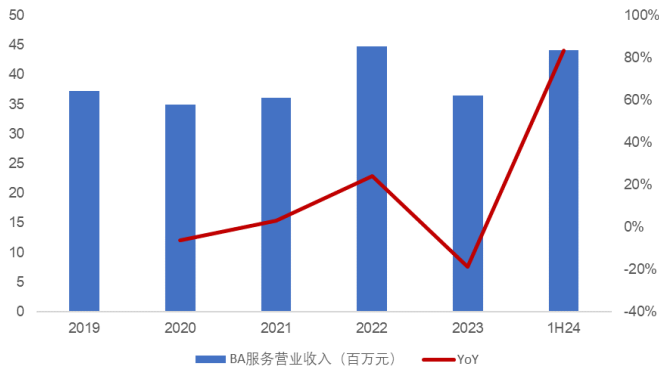
3.1.3 生物样本检测服务

生物样本检测服务 (“BA 服务”) 主要是对药物研发相关的生物样本进行分析检测, 包括药物及代谢产物的浓度检测等, 以反映试验用药物在体内的吸收、分布、代谢、排泄等情况, 是药物研发过程中验证产品功能、安全性的必要环节。公司的 BA 服务主要依托子公司苏州海科进行, 由中科院上海药物所药物代谢研究中心陈笑艳研究员领衔。目前有约 3000 平方米实验室, 专业的团队人员近 80 人, 具有丰富的生物样品分析、药物动力学研究经验和创新药物临床前药物代谢与动力学研究经验。公司目前已完成新药临床前 ADME 研究 60 多项, 已为国内外近 200 家知名制药企业提供了 300 多项药物临床人体试验 (I 期至 IV 期) 生物分析检测。

2024 年收购上海衡领, BA 服务加速成长。2024 年 1 月, 子公司诺思格生物技术 (北京) 有限公司收购上海衡领医药科技有限公司 100% 股权, 上海衡领主营业务为生物样本检测服务, 2024 上半年公司生物样本检测实现收入 4414 万元, 同比增长 83.50%, 毛利率 55.81%, 同比增加 0.86pp。

图表 19 2019-1H24 公司 BA 服务营收 (百万元) 及增速

图表 20 2019-1H24 公司 BA 服务毛利率



资料来源: iFind, 华安证券研究所

资料来源: iFind, 华安证券研究所

3.1.4 数据管理与统计分析服务

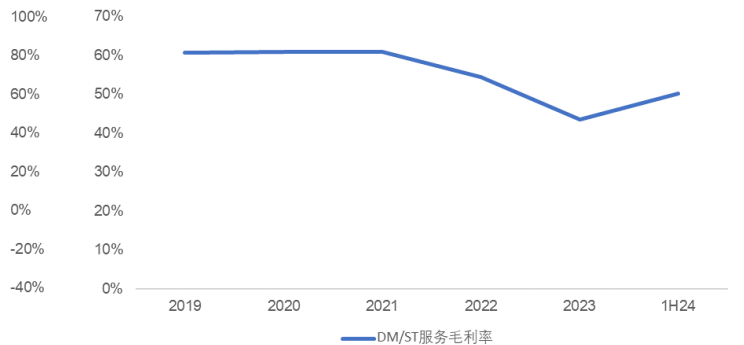
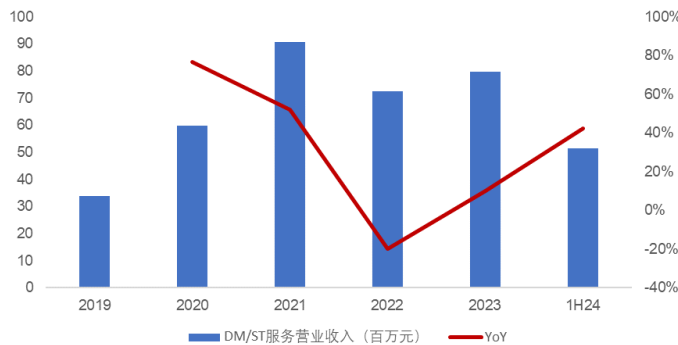
盈利能力较强, 随海外市场开拓进一步发展。公司可提供的数据管理与统计分析服务(“DM/ST 服务”)包括药物开发策略制定和临床试验设计和方案制定中涉及统计的部分、统计方法的咨询、I-IV 期临床试验 CRF 设计、EDC 数据库建立、数据管理、统计编程与分析、统计分析报告撰写等, 以及临床试验数据监查委员会相关的各种服务, 包含参与该委员会或为该委员会提供相关的统计分析决策支持。

公司的数统业务主要依托全资子公司南京艾科曼信息技术有限公司 (AMIT) 进行。AMIT 由前美国强生及 FDA 统计学专家陈刚博士、何崑博士领衔, 管理团队多名核心成员曾任职于辉瑞、强生、礼来等跨国药企, 拥有 200 余名统计学、计算机编程及数据管理方面的专业人员, 在南京、合肥两地建立了数据统计科学中心, 并在上海、北京、武汉、成都、美国马里兰州和新泽西州设有办公室。自成立以来, 公司已为 200 多家医药企业超过 400 个 I、II、III 期及上市后临床试验项目提供服务, 协助申办方完成了 30 余项符合 CDISC 标准的 NDA/BLA 申报。

大力开拓海外订单, 加强数统服务全球竞争力。数统服务为公司近年来重点发力的业务之一, 保持快速增长, 由 2019 年的 0.34 亿元提升至 2023 年的 0.80 亿元, 期间 CAGR 为 23.85%。毛利率维持高位, 1H24 进一步提升至 50.15%, 同比增长 8.06pp。

图表 21 2019-1H24 公司 DM/ST 服务营收 (百万元) 及增速

图表 22 2019-1H24 公司 DM/ST 服务毛利率



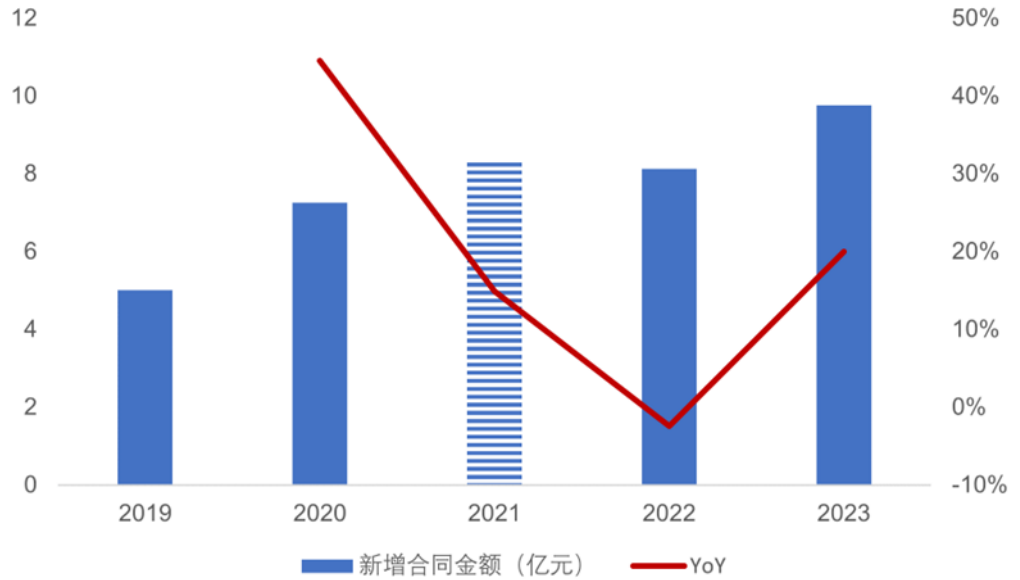
资料来源: iFind, 华安证券研究所

资料来源: iFind, 华安证券研究所

3.2 订单逐步恢复，人效持续提升

新签订单增长逐步恢复。在行业竞争加剧和市场需求面临新的挑战下，公司积极开拓业务，2023 年实现新增合同金额 9.76 亿元，同比增长 20.01%。2019 至 2023 年间快速增长，CAGR 达 18.14%。

图表 23 2019-2023 年公司新签合同金额及增速情况 (亿元)

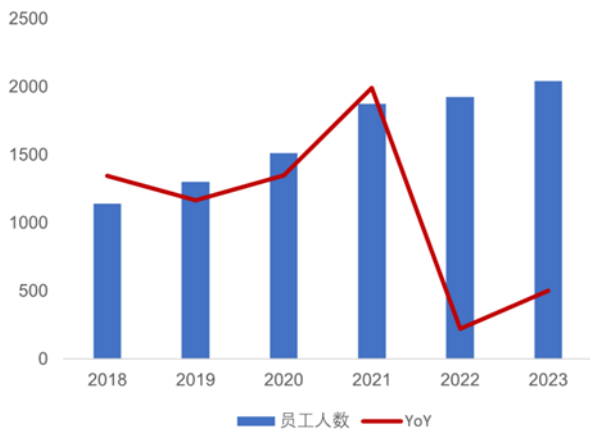


资料来源：公司招股说明书，公司 2022 年年报、2023 年年报，华安证券研究所

备注：公司未披露 2021 年新增合同金额，在 2022 年年报中提到 2022 年略低于上年同期新增合同金额

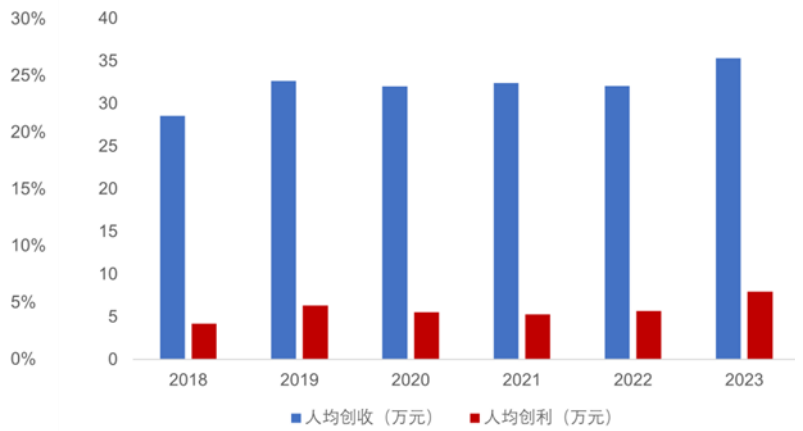
人员规模持续扩大，人效不断提升。公司员工总数从 2018 年的 1143 人增长至 2023 年的 2042 人，期间 CAGR 为 12.31%。其中 2023 年人员扩张速度有所恢复，员工总数同比增长 6.02%。随着公司合同数量的增加以及管理效率的不断优化，人效也在持续提升。2023 年公司人均创收达 35.33 万元，同比提升 10.17%；人均创利 7.96 万元，同比提升 39.40%。

图表 24 2018-2023 公司员工人数及增速



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 25 2018-2023 公司人均创收及人均创利情况



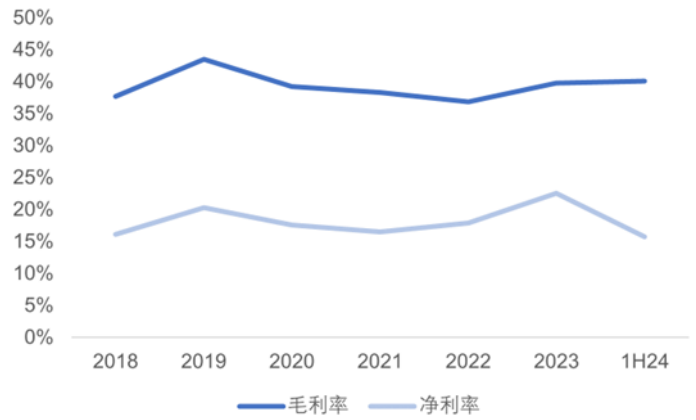
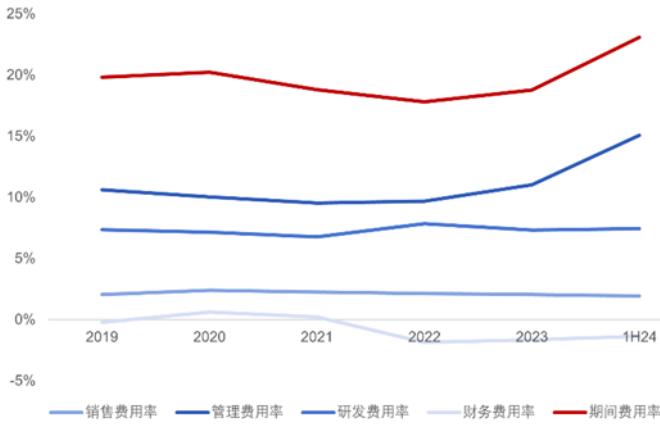
资料来源：iFind，华安证券研究所

毛利率稳中有升，受股份支付费用影响费用端短期承压。公司毛利率 2023 年恢复至 39.79%，1H24 进一步提升至 40.08%。费用端，销售费用率与研发费用

率基本维持稳定, 把控较好。管理费用率受 2023 年股票激励计划摊销增加股份支付金额影响, 1H24 管理费用率 15.06%, 同比提升 6.71pp。

图表 26 2019-1H24 公司期间费用率概况

图表 27 2018-1H24 公司毛利率及净利率概况



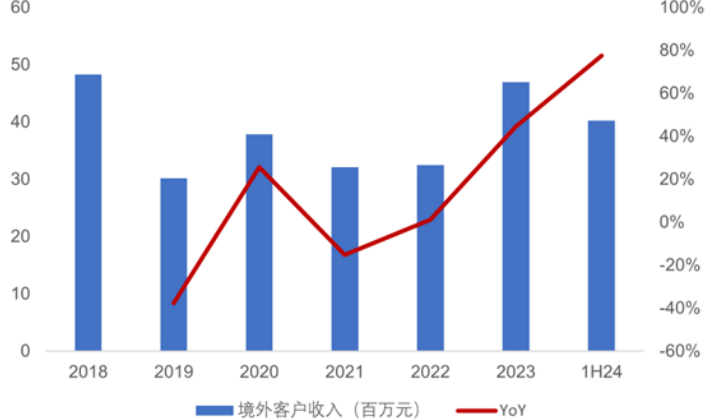
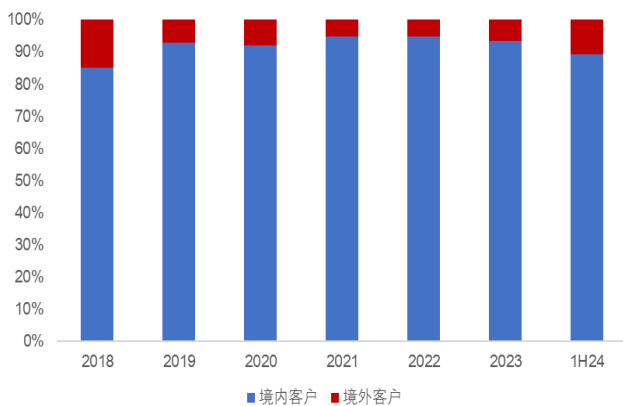
资料来源: iFind, 华安证券研究所

资料来源: iFind, 华安证券研究所

公司积极发展海外数统业务, 海外收入快速增长。从收入结构看, 公司目前主要收入来源仍以国内为主, 2023 年国内收入占 93.49%, 1H24 国内收入占 89.39%。1H24 公司海外收入实现 4023 万元, 同比增长 77.61%, 主要得益于公司数统业务的海外市场大力拓展。

图表 28 2018-1H24 公司海内外收入结构

图表 29 2018-1H24 公司海外业务收入及增速



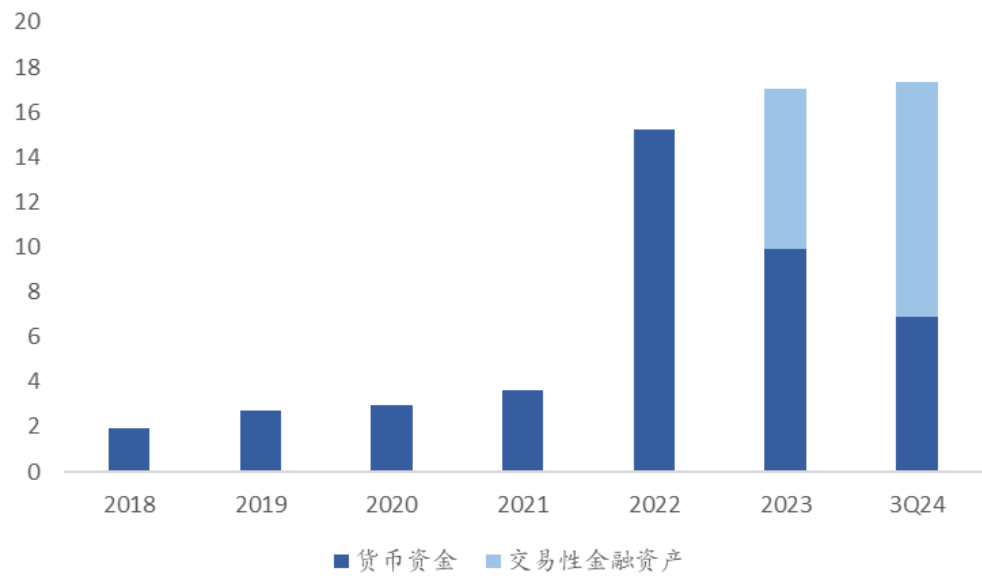
资料来源: iFind, 华安证券研究所

资料来源: iFind, 华安证券研究所

设立产业基金, 聚焦优质企业。2024 年 2 月公司公告与中金资本运营有限公司共同投资设立产业基金, 基金规模不低于 5 亿元人民币。公司将通过聚焦中国境内、外医药行业的公司进行股权投资或与股权投资相关的投资, 实现优厚、中长期的战略价值和资本升值。目前该产业基金已在中国证券投资基金业协会完成备案手续, 取得《证券公司私募投资基金备案证明》。

公司账面资金充裕, 为后续外延并购提供充足资金支持。截至 2024 年三季度末, 公司货币资金与交易性金融资产合计 17.36 亿元, 资金较为充裕。

图表 30 2018-3Q24 公司货币资金及交易性金融资产 (亿元)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

考虑到 1) 临床运营服务受行业竞争影响，业务短期承压。随行业景气度逐步回暖，恢复在即；2) 临床试验现场管理服务布局完善，业务持续稳健增长；3) 数据管理与统计分析服务业务，海外市场进一步开拓，快速发展；4) 生物样本检测服务收购上海衡领，BA 服务加速成长。因此我们综合预计公司 2024-2026 年营业收入增速分别为 8.31%、14.92%、16.63%。具体假设如下：

1) 临床运营服务，受行业竞争影响，业务短期承压。公司的临床运营服务为公司最早成立、最核心的业务板块之一。2024 上半年因国内临床 CRO 行业竞争激烈，业务收入 1.61 亿，同比下降 10.71%，短期承压。同时，盈利水平方面，随着公司逐步提升创新药项目占比，2023 年公司临床运营服务毛利率显著提升。考虑到随着创新药支持政策的陆续出台，行业有望逐步迎来修复。因此我们预计临床运营服务板块 2024-2026 年同比增长-5%/10%/15%。

2) 临床试验现场管理服务，公司的 SMO 业务主要依托子公司圣兰格进行，根据公司官网，目前圣兰格在全国 100 多个城市设有临床研究中心现场管理业务，拥有 1000 人左右稳定的专业化团队，建立了国际标准的操作规程，为全国 500 多个研究中心提供专业的服务。业务布局完善，有望持续保持稳健增长。因此我们预计临床试验现场管理服务板块 2024-2026 年同比增长 10%/15%/15%。

3) 生物样本检测，2024 年 1 月子公司诺思格生物收购上海衡领 100% 股权，该公司主营业务为生物样本检测服务，2024 上半年公司生物样本检测实现收入 4414 万元，同比增长 83.50%，毛利率 55.81%，同比增加 0.86pp。随着对上海衡领的收购整合，公司 BA 业务将加速成长。因此我们预计生物样本检测板块 2024-2026 年同比增长 97.68%/21.65%/22.11%。

4) 数据管理与统计分析服务业务，盈利能力较强，同时随海外市场开拓实现进一步发展。数统服务为公司近年来重点发力的业务之一，保持快速增长，拥有 200 余名统计学、计算机编程及数据管理方面的专业人员，在南京、合肥两地建立了数据统计科学中心，并在上海、北京、武汉、成都、美国马里兰州和新泽西州设有办公室。数统业务由 2019 年的 0.34 亿元提升至 2023 年的 0.80 亿元，期间 CAGR 为 23.85%。毛利率维持高位，1H24 进一步提升至 50.15%，同比增长 8.06pp。随着公司大力开拓海外订单，加强数统服务全球竞争力。我们预计数据管理与统计分析服务业务 2024-2026 年同比增长 38.05%/26.64%/22.09%。

图表 31 收入拆分与盈利预测

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	425.45	484.45	608.43	637.52	721.37	781.32	897.91	1,047.20
营业收入YoY	30.34%	13.87%	25.59%	4.78%	13.15%	8.31%	14.92%	16.63%
营业成本	240.37	294.29	375.25	402.62	434.34	467.32	524.27	592.09
毛利润	185.08	190.16	233.17	234.90	287.04	314.01	373.64	455.11
毛利率	43.50%	39.25%	38.32%	36.85%	39.79%	40.19%	41.61%	43.46%
1. 临床试验运营服务								
营业收入	253.37	258.52	316.34	299.61	354.49	336.77	370.45	426.01
营业收入YoY	19.99%	2.03%	22.37%	-5.29%	18.32%	-5.00%	10.00%	15.00%
营收占比	59.55%	53.36%	51.99%	47.00%	49.14%	43.10%	41.26%	40.68%
成本	156.28	172.17	211.60	202.79	213.35	218.90	233.38	255.61
毛利润	97.09	86.35	104.75	96.82	141.14	117.87	137.07	170.41
毛利率	38.32%	33.40%	33.11%	32.32%	39.81%	35.00%	37.00%	40.00%
2. 临床试验现场管理服务								
营业收入	71.92	80.15	110.88	154.08	185.79	204.37	235.03	270.28
营业收入YoY	44.74%	11.43%	38.34%	38.96%	20.58%	10.00%	15.00%	15.00%
营收占比	16.91%	16.54%	18.22%	24.17%	25.76%	26.16%	26.17%	25.81%
成本	48.56	60.11	89.89	121.48	130.86	134.89	155.12	175.68
毛利润	23.36	20.04	20.99	32.60	54.94	69.49	79.91	94.60
毛利率	32.48%	25.00%	18.93%	21.16%	29.57%	34.00%	34.00%	35.00%
3. 数据管理与统计分析服务								
营业收入	33.76	59.68	90.69	72.53	79.68	110.00	139.30	170.07
营业收入YoY	105.56%	76.75%	51.98%	-20.03%	9.87%	38.05%	26.64%	22.09%
营收占比	7.94%	12.32%	14.91%	11.38%	11.05%	14.08%	15.51%	16.24%
成本	13.28	23.29	35.57	33.02	45.04	56.60	67.63	80.53
毛利润	20.49	36.39	55.12	39.51	34.64	53.40	71.67	89.54
毛利率	60.68%	60.98%	60.78%	54.48%	43.47%	48.55%	51.45%	52.65%
4. 生物样本检测服务								
营业收入	37.30	35.00	36.09	44.82	36.48	72.11	87.73	107.13
营业收入YoY	17.55%	-6.16%	3.10%	24.20%	-18.61%	97.68%	21.65%	22.11%
营收占比	8.77%	7.23%	5.93%	7.03%	5.06%	9.23%	9.77%	10.23%
成本	12.11	14.67	17.07	19.97	19.82	32.45	39.48	48.21
毛利润	25.20	20.34	19.02	24.86	16.66	39.66	48.25	58.92
毛利率	67.54%	58.10%	52.71%	55.45%	45.67%	55.00%	55.00%	55.00%
5. 临床药理学服务								
营业收入	10.74	17.54	25.48	32.11	36.08	30.67	35.27	40.56
营业收入YoY	113.47%	63.32%	45.29%	25.99%	12.39%	-15.00%	15.00%	15.00%
营收占比	2.52%	3.62%	4.19%	5.04%	5.00%	3.93%	3.93%	3.87%
成本	4.40	6.77	8.36	9.63	9.76	8.59	10.58	12.17
毛利润	6.34	10.77	17.12	22.47	26.33	22.08	24.69	28.39
毛利率	59.03%	61.39%	67.18%	70.00%	72.95%	72.00%	70.00%	70.00%
6. 临床试验咨询服务								
营业收入	18.35	33.56	28.94	34.38	28.84	27.40	30.13	33.15
营业收入YoY	48.22%	82.88%	-13.77%	18.80%	-16.12%	-5.00%	10.00%	10.00%
营收占比	4.31%	6.93%	4.76%	5.39%	4.00%	3.51%	3.36%	3.17%
成本	5.74	17.28	12.77	15.74	15.50	15.89	18.08	19.89
毛利润	12.61	16.28	16.17	18.64	13.33	11.51	12.05	13.26
毛利率	68.71%	48.50%	55.88%	54.21%	46.24%	42.00%	40.00%	40.00%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

基于公司主要产品及业务结构, 我们选取 3 家同属于申万行业 II 级医疗服务板块的公司: 泰格医药、博济医药、普蕊斯。具体选择依据如下:

1) 泰格医药, 与公司主营业务相近, 专注于为新药研发提供临床试验全过程专业服务的 CRO 公司。具体业务包括临床试验技术服务与临床试验相关及实验室服务。

2) 博济医药, 与公司部分业务有重叠。公司的全流程“一站式”CRO 服务包括: 临床前研究服务、临床研究服务、其他咨询服务以及 CDMO 服务, 涵盖了药物研发与生产的各个阶段。同时, 公司根据新药市场的发展趋势, 结合技术专长以及行业经验, 还进行了部分临床前自主研发业务和技术成果转化服务。

3) 普蕊斯, 与公司部分业务有重叠。公司通过将临床试验和医院实际场景进行解构, 创建出一套临床试验全流程项目管理体系, 深耕 SMO 业务, 为国内外制药公司、医疗器械公司及部分健康相关产品提供包括前期准备计划、试验点启动、现场

执行、项目全流程管理等服务，为中国临床试验执行提质增效，助力新药更快惠及患者。

图表 32 可比公司估值

公司简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
泰格医药	517.98	2.32	1.78	2.23	2.67	23.68	36.36	29.02	24.19
博济医药	34.45	0.06	0.18	0.25	0.33	140.46	50.29	36.65	27.67
普蕊斯	24.89	2.20	1.51	1.83	2.23	28.83	21.87	17.99	14.74
诺思格	58.73	2.08	1.45	2.03	2.64	31.00	41.97	29.94	23.04

资料来源：iFind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 11 月 29 日收盘。诺思格盈利预测来自华安证券研究所测算，其余均来自 iFind 一致预期。

4.2 投资建议

临床 CRO 领先企业，全流程一体化布局完善

公司已具备临床试验全链条服务能力，主营业务包括临床试验运营服务、临床试验现场管理服务、生物样本检测服务、数据管理与统计分析服务、临床试验咨询服务、临床药理学服务。公司可在中、美、欧及部分亚太区域内为药品及医疗器械提供策略咨询及注册申报的完整注册服务体系。

新药研发需求依旧强劲，静待行业回暖

1) 全球生物医药投融资整体趋势向好。根据动脉橙，2024Q1-3 全球生物医药领域投融资同比增长 7.84%。其中 2024 年 Q3 较 Q2 环比下降 21.78%。2) 中国创新药 BD 授权交易持续活跃，拓宽资金来源。根据泰格医药业绩演示材料，中国创新药对外 BD 授权交易首付款在逐年增加，同时对外 BD 交易的潜在总规模也实现了快速的增长。3) 临床试验需求依旧强劲，药品注册申请申报量持续增长。同时近期推出多项医药创新支持政策，产业创新活力有望逐步释放。

深耕 CRO 全链条服务，持续提升服务效率

内生外延并进，数统、BA 加速成长：1) 临床试验运营服务，受行业竞争影响，业务短期承压。CO 服务为公司最早成立、最核心的业务板块之一。随行业需求端的逐步回暖，该业务板块有望进一步修复。2) 临床试验现场管理服务，业务布局完善，有望持续保持稳健增长。3) 生物样本检测，随着对上海衡领的收购整合，公司 BA 业务将加速成长。4) 数据管理与统计分析服务业务，公司近年来重点发力的业务之一，盈利能力较强，同时随海外市场开拓实现进一步发展。

订单逐步恢复，人效持续提升。在行业竞争加剧和市场需求面临新的挑战下，公司积极开拓业务，2023 年实现新增合同金额 9.76 亿元，同比增长 20.01%。随着公司合同数量的增加以及管理效率的不断优化，人效也在持续提升。2023 年公司人均创收达 35.33 万元，同比提升 10.17%；人均创利 7.96 万元，同比提升 39.40%。

投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 7.81 亿元、8.98 亿元、10.47 亿元（同比+8.3%/+14.9%/16.6%）；实现归母净利润 1.40 亿元、1.96 亿元、2.55 亿元（同比-13.9%/+40.2%/+30.0%）。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示:

- 1) **市场竞争加剧风险:** 国内 CRO 企业众多, 同时行业需求端出现较大波动, 存在市场竞争加剧的风险。
- 2) **回款不及预期风险:** 国内生物医药行业研发需求呈现较大的波动性, 部分依赖于外部融资的尚未盈利客户面临现金流压力, 可能存在回款不及预期的风险。
- 3) **汇兑损益风险:** 随着后续公司出海的有序推进, 海外收入逐步提升, 汇率波动对公司业绩影响会有所加大。
- 4) **商誉减值风险:** 1H24 公司收购上海衡领形成 0.86 亿商誉, 若发生商誉减值将影响公司净利润水平。
- 5) **客户需求恢复不及预期风险:** 若下游客户需求恢复放缓, 可能影响公司后续订单及业绩。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2006	2151	2310	2596	营业收入	721	781	898	1047
现金	991	982	1087	1309	营业成本	434	467	524	592
应收账款	90	98	112	131	营业税金及附加	4	4	4	5
其他应收款	4	5	6	7	销售费用	15	16	18	21
预付账款	3	4	4	4	管理费用	80	125	117	126
存货	51	65	73	82	财务费用	-12	-5	-5	-5
其他流动资产	867	997	1028	1062	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	68	223	293	312	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	23	31	36	42
固定资产	30	46	54	61	营业利润	182	158	221	288
无形资产	18	25	32	39	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	19	152	207	212	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2074	2374	2603	2908	利润总额	182	158	221	288
流动负债	314	392	424	473	所得税	20	17	24	32
短期借款	0	0	0	0	净利润	163	140	197	256
应付账款	41	52	57	61	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	273	340	367	412	归属母公司净利润	163	140	196	255
非流动负债	5	60	60	60	EBITDA	182	171	236	304
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.08	1.45	2.03	2.64
其他非流动负债	5	60	60	60					
负债合计	319	452	484	533					
少数股东权益	6	7	8	9	主要财务比率				
股本	96	96	96	96	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1057	1085	1085	1085	成长能力				
留存收益	596	734	930	1185	营业收入	13.2%	8.3%	14.9%	16.6%
归属母公司股东权	1748	1915	2111	2366	营业利润	41.6%	-13.5%	40.1%	30.0%
负债和股东权益	2074	2374	2603	2908	归属于母公司净利	43.3%	-13.9%	40.2%	30.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	39.8%	40.2%	41.6%	43.5%
					净利率 (%)	22.5%	17.9%	21.8%	24.3%
					ROE (%)	9.3%	7.3%	9.3%	10.8%
					ROIC (%)	7.4%	6.9%	8.9%	10.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	15.4%	19.0%	18.6%	18.3%
					净负债比率 (%)	18.2%	23.5%	22.9%	22.5%
					流动比率	6.38	5.49	5.44	5.49
					速动比率	5.72	4.86	4.76	4.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.35	0.36	0.38
					应收账款周转率	8.86	8.33	8.56	8.61
					应付账款周转率	11.89	10.07	9.64	10.07
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.08	1.45	2.03	2.64
					每股经营现金流	1.99	1.23	1.65	2.28
					每股净资产	18.21	19.83	21.86	24.50
					估值比率				
					P/E	31.00	41.97	29.94	23.04
					P/B	3.54	3.07	2.78	2.48
					EV/EBITDA	28.57	28.92	20.45	15.15

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。