

2025年09月29日

全球一体化 XDC CDMO 核心供应商，强资本开支为未来业绩增长增添确定性

药明合联 (2268.HK)

► ADC 研发处于持续活跃中，预期 2030 年 ADC CDMO 市场规模将超 100 亿美元

抗体偶联药物 (ADC) 已成为最有前景且发展最迅速的治疗方式之一，尤其受益于全球范围内融资、并购、BD 等持续活跃。统计来看，截止 25H1，全球 XDC 合计管线有 2167 个，同比增长 43.5%，其中 novel ADCs 管线有 461 个 (yoy +87.4%)，占比达到 21.3%，均呈现显著增长中。目前全球来看已有 19 款 ADC 产品获批上市，其 24 年合计实现收入 136 亿美元，同比增长 35%，其 2020-2024 收入增长 CAGR 为 37%，收入规模呈现高速增长中。考虑到持续活跃的 ADC/XDC 在研管线和未来终端收入规模将呈现高速增长中，我们预计 2024 年 ADC CDMO 市场规模为 24.7 亿美元，到 2030 年市场规模达到 102.4 亿美元，期间 CAGR 为 26.7%，呈现快速增长中。

► 全球一体化 XDC CDMO 核心供应商，强资本开支为未来业绩增长增添确定性

基于公司在全球的工程师红利优势，以及基于“Mab 中间体+Linker/payload+DS+DP”协同一体化的服务优势，公司在 CMC 业务阶段已成为全球核心供应商，即截止 2025H1，药明合联服务全球 XDC 103 个临床管线，目前已占据全球 XDC 临床管线的 30%~35%。考虑到公司管线延续向上增长趋势以及在手订单延续高速增长，叠加持续强化资本开支，我们判断公司短期业绩将保持高速增长；考虑到公司有 19 个 III 期项目以及 11 个 PPQ 项目 (截止 2025 年中报)，且考虑到目前已与全球前 20 大药企中的 13 家合作，我们判断在未来几年内陆续迎来核心重磅商业化产品、为公司未来 3~5 年贡献核心业绩弹性。

► 盈利预测及投资建议

公司作为深耕于服务 XDC 业务的一体化的 CDMO 企业，展望未来依托国内工程师红利以及协同一体化优势，我们判断公司将成为全球 XDC CDMO 核心供应商。我们预期 2025-2027 年收入分别为 60.3/82.1/107.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.27/1.74/2.37 元，对应 2025 年 09 月 26 日收盘价 74.5 港元/股 (港元/人民币汇率为 0.92)，PE 分别为 54/39/29 倍，考虑到公司做为 XDC CDMO 核心供应商以及未来三年业绩延续高速增长，首次覆盖、给予“买入”评级。

风险提示

核心服务管线进展具有不确定性、药品关税会对行业带来不确定性、美国 HHS、FDA 等机构改革以及药价改革对行业带来的不确定性、地缘政治风险以及美国制造业回流对 CDMO 行业

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	74.5
股票代码:	2268
52 周最高价/最低价(港元):	78.55/20.7
总市值(亿港元)	914.76
自由流通市值(亿港元)	914.76
自由流通股数(百万)	1,227.86



分析师: 崔文亮
邮箱: cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话:

分析师: 徐顺利
邮箱: xusl1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522020001
联系电话: 010-59775376

相关研究

发展前景的不确定性、核心管理团队和技术人员的不确定性。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2123.84	4052.32	6029.75	8207.06	10774.56
YoY (%)	114.44%	90.80%	48.80%	36.11%	31.28%
归母净利润(百万元)	283.54	1069.62	1555.13	2138.26	2910.84
YoY (%)	82.07%	277.24%	45.39%	37.50%	36.13%
毛利率 (%)	26.35%	30.60%	33.00%	34.00%	35.00%
每股收益 (元)	0.28	0.89	1.27	1.74	2.37
ROE (%)	0.05	0.16	0.19	0.21	0.22
市盈率	105.14	31.68	54.12	39.36	28.91

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 公司简介:全球一体化 XDC CDMO 行业龙头.....	5
2. ADC 赛道处于高景气度中, 药明合联加速产能布局占据核心竞争地位.....	8
2.1. ADC 行业: 研发活动活跃, ADC 市场将处于高景气度中.....	8
2.2. 预期 2030 年 ADC CDMO 市场规模将超 100 亿美元, 药明合联已成为全球核心 XDC CDMO 供应商.....	11
3. 全球一体化 XDC CDMO 核心供应商, 强资本开支为未来业绩增长增添确定性.....	14
3.1. 核心优势 1: 工程师红利以及协同一体化服务, 造就公司 XDC CDMO 优势.....	14
3.2. 核心优势 2: 高强度资本开支, 构建“中国+新加坡”双厂竞争优势.....	16
3.3. CMO 业务贡献业绩弹性: 目前拥有 11 个 PPQ 项目, 后续 CMO 业务可期.....	19
4. 业绩预测及投资建议.....	21
4.1. 业绩预测.....	21
4.2. 投资建议.....	21
5. 风险提示.....	23

表目录

表 1: 药明康德历史减持药明合联股份情况.....	6
表 2: 全球已上市的 ADC 药物情况.....	10
表 3: ADC CDMO 市场空间测算.....	11
表 4: ADC CDMO 公司业务及项目经验对比.....	12
表 5: ADC 核心产能建设情况.....	13
表 6: 公司现有产能及新建产能情况.....	18
表 7: 公司业绩拆分及预测.....	21
表 8: 公司盈利预测.....	21
表 9: 可比公司彭博一致性预期及估值情况 (2025/9/26).....	22

图目录

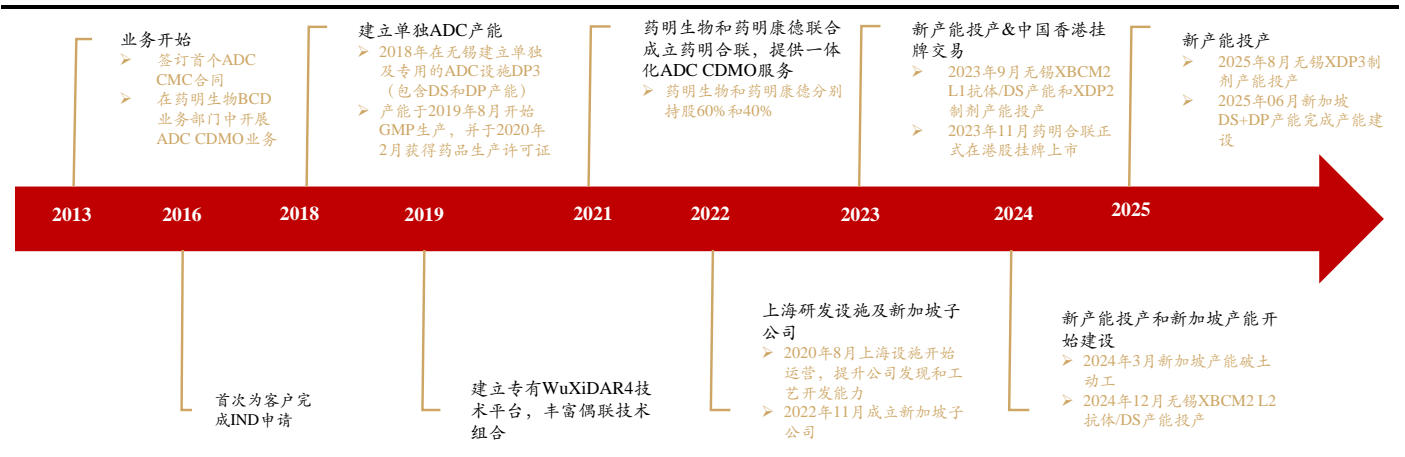
图 1: 药明合联发展历程.....	5
图 2: 全球 ADC CDMO 公司 2022 收入相关市场份额 (%).....	5
图 3: 药明合联股权结构和业务结构 (截止 2025/09/03).....	6
图 4: 药明合联营业收入历史变化 (亿元).....	7
图 5: 药明合联净利润历史变化 (亿元).....	7
图 6: 药明合联业务阶段历史变化 (亿元).....	7
图 7: 药明合联区域业务历史变化 (亿元).....	7
图 8: 药明合联盈利能力历史变化 (亿元).....	7
图 9: 药明合联费用率历史变化 (亿元).....	7
图 10: ADC 发展历程.....	8
图 11: XDC 融资并购交易活跃.....	9
图 12: 全球 XDC 管线呈现显著增长中.....	9
图 13: XDC 管线分类情况 (25H1).....	9
图 14: 全球上市 ADC 产品销售额情况 (亿美元).....	10
图 15: 重点 ADC 产品销售情况变化 (亿美元).....	10

图 16: 药明合联和 Lonza GMP 生产批次 (次)	13
图 17: 药明合联和 Lonza 服务项目数量情况 (个)	13
图 18: 多家同类公司平均薪酬成本 (万美元)	14
图 19: 药明合联 具备一体化 XDC 服务能力	14
图 20: 公司核心技术平台对客户进行赋能	15
图 21: 药明合联 管线漏斗情况 (截止 25 年中报)	15
图 22: 药明合联 历史 iCMC 项目数量情况 (个)	15
图 23: 药明合联 新签综合项目数量情况 (个)	16
图 24: 药明合联 客户群快速增长中 (累计客户、个)	16
图 25: 药明合联 在手订单增长情况 (亿美元)	16
图 26: 药明合联 新签订单增长情况 (亿美元)	16
图 27: 公司产能分布情况	17
图 28: 药明合联 资本开支情况 (百万元)	17
图 29: 药明合联 固定资产及在建工程情况 (百万元)	17
图 30: 公司中期视角来看, 资本开支保持高强度	18
图 31: 药明合联 PPQ 项目变化情况 (个)	19
图 32: 药明合联与全球大药企合作情况 (2025H1)	19
图 33: PPQ 时间周期线	19
图 34: ADC 制药企业营业成本占收入比重 (%)	20
图 35: ADC CDMO 产值测算模型	20
图 36: 临床药物成功率情况	20

1. 公司简介: 全球一体化 XDC CDMO 行业龙头

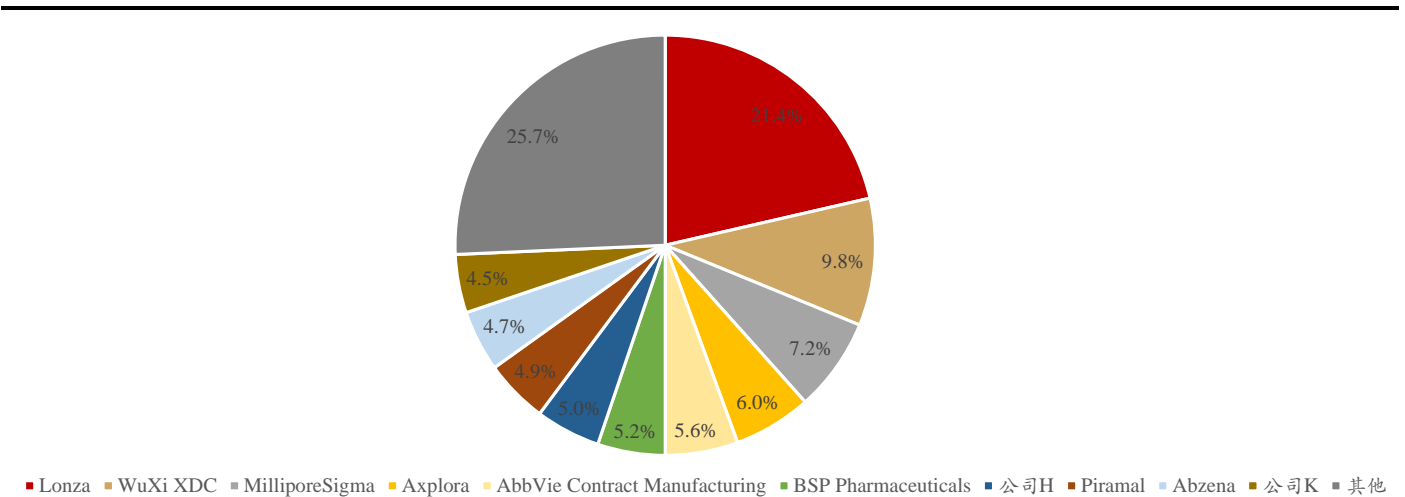
公司于2013年在药明生物BCD业务部分中开始开展ADC CDMO业务，于2021年由药明生物和药明康德联合发起成立药明合联，对外提供ADC CDMO服务，并于2023年11月正式在港股挂牌上市。根据药明合联2023年招股说明书显示，公司已成为全球ADC CDMO核心供应商（2022年市场份额全球第二、2024-2025H1市场份额为22%），展望未来，考虑到无锡和新加坡等地产能持续增加以及服务管线持续增长，我们判断公司将成为全球一体化的XDC CDMO供应商龙头。

图 1: 药明合联发展历程



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

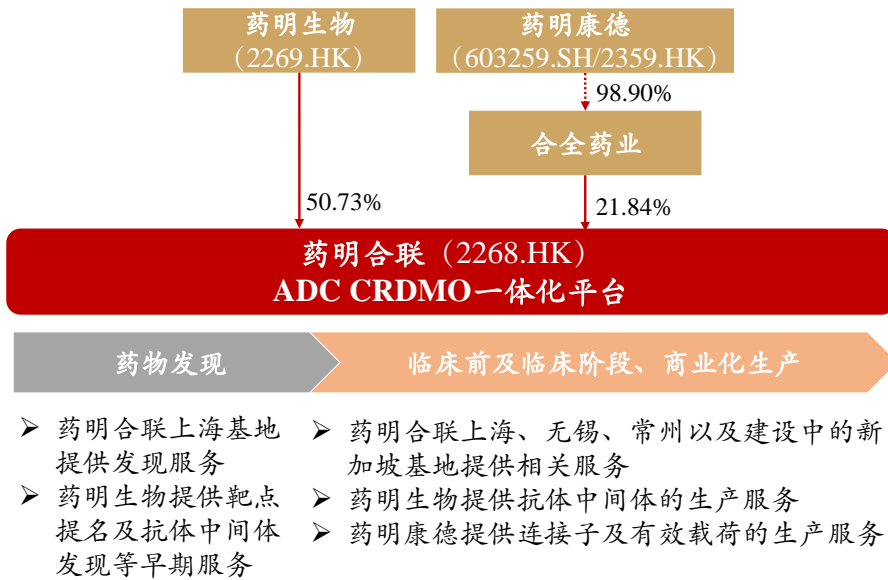
图 2: 全球 ADC CDMO 公司 2022 收入相关市场份额 (%)



资料来源: 药明合联招股说明书, 华西证券研究所。(具体公司名称根据药明合联招股说明书相关数据检索, 仅供参考)

根据公司 2025 年 9 月 3 日披露的“有关根据特别授权认购信股份关联交易”公告，公司核心股东药明生物、合全药业（药明康德）分别持有公司股份比例为 50.73% 和 21.84%；考虑到公司潜在的配售新股份以及药明生物参与认购事项后，药明生物持股比例将为 50.78%，维持绝对控股比例。

图 3：药明合联股权结构和业务结构（截止 2025/09/03）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

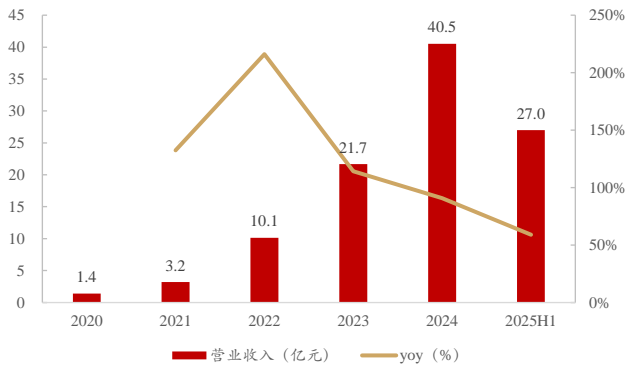
表 1：药明康德历史减持药明合联股份情况

交易日期	股东	变动数量(万股)	每股均价 (港元/股)	变动后持股数量(万股)	变动后持股比例
2024/11/08	药明康德	-3,600	24.21	36,400	30.34%
2025/01/10	药明康德	-5,000	31.09	31,400	26.16%
2025/04/01	药明康德	-5,080	42.88	26,320	21.88%

资料来源：Wind，药明康德公告，华西证券研究所

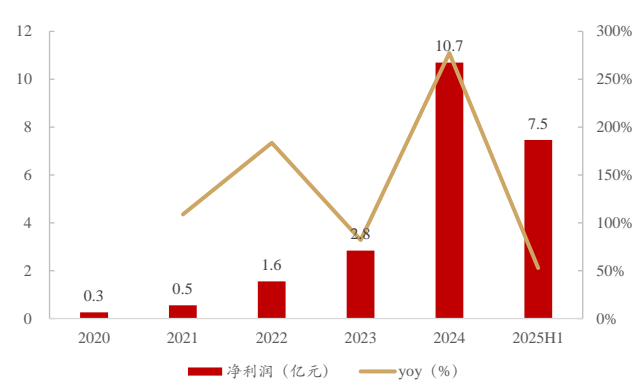
业绩延续高速增长，展望未来，考虑到订单延续高速增长叠加产能持续投产，我们判断公司业绩延续高速增长。25H1 实现收入 27.0 亿元 (yoy +62.2%)、经调整剔除利息后的利润为 7.3 亿元 (yoy +69.6%)，对应净利率为 27.1%，相对 24H1 的 25.9%和 24 年全年的 24.4%均呈现上升趋势。25H1 新签 37 个综合项目，且新增了 3 个 PPQ 项目，相对 24H1 同期均呈现向上增长趋势。截止 25H1，公司在手订单为 13.3 亿美元 (yoy +57.9%)，反向测算，25H1 新签订单 7.1 亿美元 (yoy +44.4%)，均延续高速增长趋势、为未来业绩增长奠定基础。

图 4：药明合联营业收入历史变化（亿元）



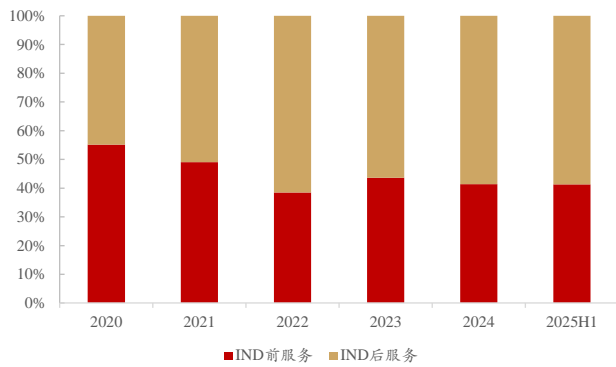
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5：药明合联净利润历史变化（亿元）



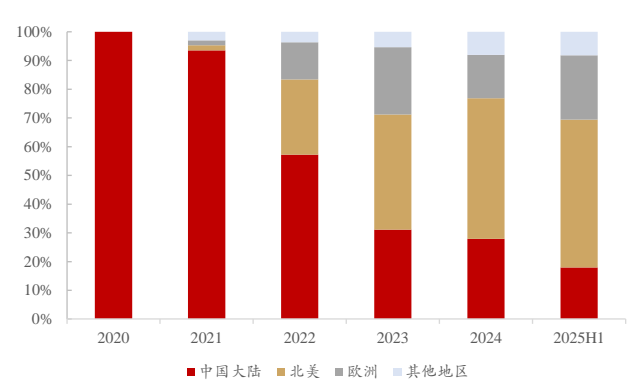
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6：药明合联业务阶段历史变化（亿元）



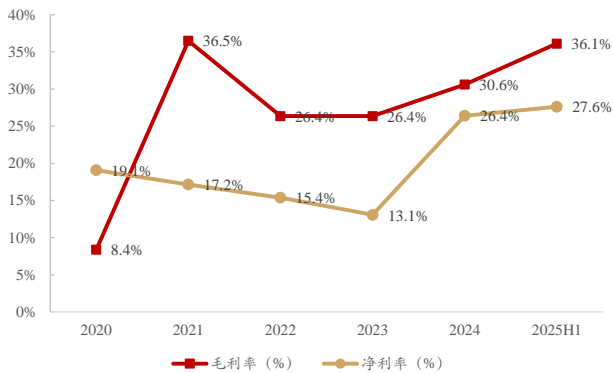
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7：药明合联区域业务历史变化（亿元）



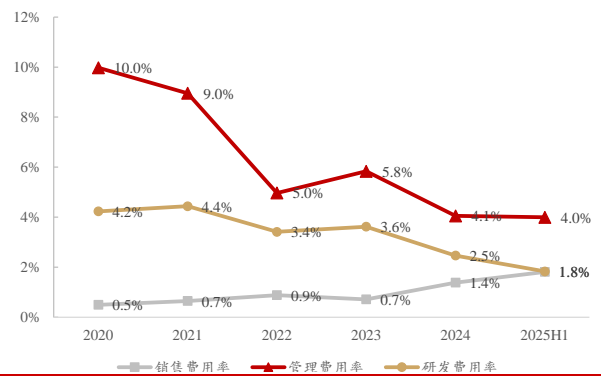
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8：药明合联盈利能力历史变化（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9：药明合联费用率历史变化（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

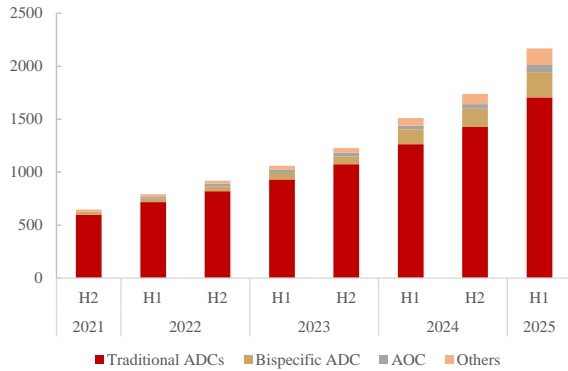
图 11: XDC 融资并购交易活跃



资料来源: 药明合联 25H1 对外交流 PPT, 华西证券研究所

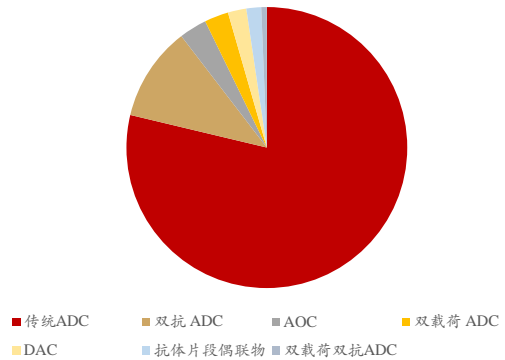
XDC 在研管线活跃, 其中尤其是 novel ADCs 呈现显著增长中。根据 Beacon 发布的 2025 年中期 ADC 报告数据显示, 截止 25H1, 全球 XDC 合计管线有 2167 个, 同比增长 43.5%、相对 24 年底增长 24.7%, 呈现活跃增长中。分类型来看, 传统 ADC 仍然占比 XDC 研发的绝对份额, 即截止 25H1 对应管线有 1706 个 (占比 78.7%), 同比增长 35.0%; 另外双抗 ADC、AOC、双载荷 ADC、DAC、抗体片段偶联物、双载荷双抗 ADC 研发更为活跃, 即截止 25H1 合计管线为 461 个 (占比 21.3%), 同比增长 87.4%。

图 12: 全球 XDC 管线呈现显著增长中 (个)



资料来源: Beacon, 华西证券研究所

图 13: XDC 管线分类情况 (25H1)



资料来源: 药明合联公司公告, Beacon, 华西证券研究所

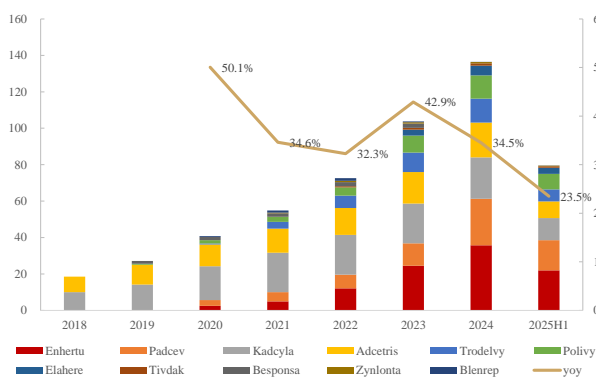
商业化 ADC 品种呈现持续高速增长中。全球首款 ADC Mylotarg 于 2000 年 FDA 批准上市, 目前累计已有 19 款 ADC 产品获批上市, 根据相关公司公告及数据汇总, 统计其中 10 款 ADC 产品 (其中 6 款销售额超 10 亿美元) 2024 年合计销售额为 136 亿美元, 同比增长 35%, 其 2020-2024 收入增长 CAGR 为 37%, 另外 2025H1 合计实现收入 79.8 亿美元, 同比增长 23.5%, 核心受益于 Enhertu 和 Padcev 新适应症获批带来的放量。

表 2：全球已上市的 ADC 药物情况

通用名	企业	商品名	靶点	连接子	毒素分子	Average DAR	FDA 或其他获批时间
Gemtuzumab ozogamicin	Pfizer	Mylotarg®	CD33	hydrazone	N-acetyl-γ-calicheamicin	2-3	2000/5/17
Brentuximab vedotin	Seagen	Adcetris®	CD30	mc-VC-PABC	MMAE	4	2011/8/19
Ado-trastuzumab emtansine	Roche	Kadcyla®	HER2	SMCC	DM1	3.5	2013/2/22
Inotuzumab ozogamicin	Pfizer	Besponsa®	CD22	hydrazone	N-acetyl-γ-calicheamicin	5-7	2017/8/17
Moxetumomab pasudotox	AstraZeneca	Lumoxiti®	CD22	mc-VC-PABC	PE38	NA	2018/9/13
Polatuzumab vedotin	Roche	Polivy®	CD79B	mc-VC-PABC	MMAE	3.5	2019/6/10
Enfortumab vedotin	Seagen	Padcev®	Nectin-4	mc-VC-PABC	MMAE	3.8	2019/12/18
Fam-trastuzumab deruxtecan	Daiichi Sankyo	Enhertu®	HER2	tetrapeptide	DXd	7-8	2019/12/20
Sacituzumab govitecan	Immunomedics	Trodely®	Trop-2	CL2A	SN38	7.6	2020/4/22
Belantamab mafodotin	GSK	Blenrep®	BCMA	mc	MMAF	4	撤消 FDA 上市
Cetuximab sarotalocan	Rakuten Medical	Akalux®	EGFR	NA	IRDye700DX	1.3-3.8	2020/9/25 (日本)
Loncastuximab tesirine	ADC Therapeutics	Zynlonta®	CD19	dipeptide	PBD dimer (SG3199)	2.3	2021/4/23
维迪西妥单抗	荣昌生物	爱地希	HER2	mc-VC-PABC	MMAE	4	2021/6/8 (中国)
Tisotumab vedotin	Genmab/Seagen	Tivdak®	TF	mc-VC-PABC	MMAE	4	2021/9/20
mirvetuximab soravtansine-gynx	ImmunoGen	Elahere	FRα	sulfo-SPDB	DM4	3.4	2022/11/14
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰	佳泰莱	TROP2	含 2-甲磺酰基嘧啶的 CL2A 连接子	贝洛替康衍生物	7.4	2024/11/27 (中国)
datopotamab deruxtecan-dlnk	第一三共	Datroway	TROP2	GGFG	Deruxtecan	4	2025/1/17
Telisotuzumab Vedotin	艾伯维	Emrelis	c-MET	mc-val-cit-PABC	MMAE	3.1	2025/5/14
瑞康曲妥珠单抗	恒瑞医药	艾维达	HER2	可裂解四肽连接子	瑞泽替康	6	2025/05/29 (中国)

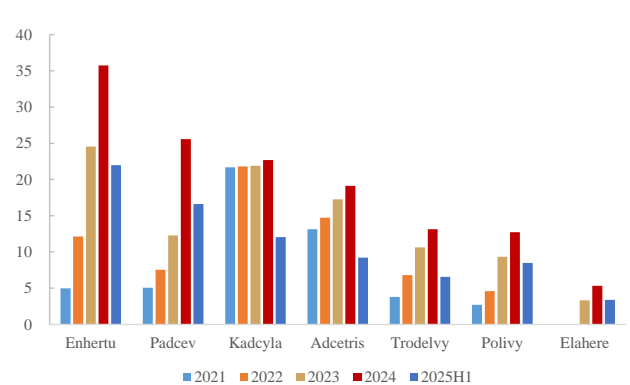
资料来源：彭博，公司公告，华西证券研究所

图 14：全球上市 ADC 产品销售额情况 (亿美元)



资料来源：相关公司公告，华西证券研究所

图 15：重点 ADC 产品销售情况变化 (亿美元)



资料来源：相关公司公告，华西证券研究所

2.2.预期 2030 年 ADC CDMO 市场规模将超 100 亿美元，药明合联已成为全球核心 XDC CDMO 供应商

测算预期 2030 年 ADC CDMO 市场规模将超 100 亿美元。参照以下核心假设，我们预计 2024 年 ADC CDMO 市场规模为 24.7 亿美元，到 2030 年市场规模达到 102.4 亿美元，期间 CAGR 为 26.7%，呈现快速增长中。

- **ADC CMO 市场测算：**考虑到当前已上市 ADC 药物和潜在上市重磅 ADC 管线，假设 2024-2030 收入端 CAGR 为 30%；参照代表性 ADC 公司（第一三共、Seagen、荣昌生物）营业成本占比情况（大部分在 20%~30%），以及考虑到分发、包装等成本，且考虑到 CMO 企业具有一定的经济性，假定 ADC CMO 产值占相关产品收入比例为 13~14%（分子复杂性在提升）；参考 2024 年以前已商业化的 15 个 ADC 产品，其中 13 个对外部外协，且考虑当前核心 ADC 研发企业不具备大规模 ADC 产能，假设 CMO 外包比例为 70%~75%。
- **CMC 市场规模测算：**根据 Beacon 发布的 2024 年和 2025 年中期 ADC 报告数据显示，2024 年 XDC 临床管线大约 250-300 个（其中传统 ADC 临床管线 241 个），另外截止 25H1 临床管线增长到 300-350 个（其中传统 ADC 临床管线 270 个），占整体管线比例在 15%+，展望 2030 年整体管线将延续向上增长趋势；假定临床阶段 CMC 外协比例为 60%~70%；参照药明合联相关数据，假定单个项目平均每年贡献 700 万美元产值，预期 25-30 年单价平均增长 2.5%。

表 3：ADC CDMO 市场空间测算

	2023	2024	2030E	24-30 CAGR
XDC CMO 市场测算				
ADC 药物市场 (亿美元)	103.7	136.4	689.27	31%
CMO 产值占终端比例 (%)	13%	14%	14%	
外包比例 (%)	70%	70%	75%	
ADC CMO 市场规模 (亿美元)	9.44	13.37	72.37	32.5%
XDC CMC 市场测算				
管线数量 (个)	1227	1738	3078.97	10%
yoy	34%	42%		
临床阶段管线占比 (%)		16%	20%	
临床阶段管线 (个)		270	616	14.7%
yoy				
外包比例 (%)		60%	60%	
单管线对应 CMC 年平均产值 (万美元)		700	812	2.5%
临床阶段 CMC 市场规模 (亿美元)		11.34	29.99	17.6%
XDC CDMO 市场规模 (亿美元)				
市场规模 (包含 DP)		24.71	102.37	26.7%

资料来源：药明合联招股说明书，Beacon，相关公司公告，华西证券研究所

药明合联已成为全球核心 ADC CDMO 供应商。根据相关资料梳理统计，目前全球成规模的 ADC CDMO 供应商主要有 Lonza、药明合联、Merck MilliporeSigma、

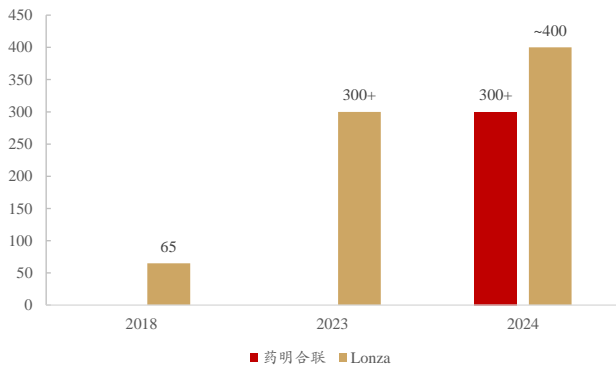
Axplora、AbbVie Contract Manufacturing、BSP Pharmaceuticals 等，其中 Lonza/Merck MilliporeSigma/Axplora 分别累计交付超 1400/260/250 cGMP 生产批次，另外药明合联 2024 年交付超 300 个 GMP 生产批次，均为全球核心 ADC CDMO 供应商。

表 4：ADC CDMO 公司业务及项目经验对比

公司	业务开始时间	业务能力	项目经验
Lonza	2006 年	一体化 ADC 服务能力（均位于瑞士，其中 ADC 最大产能 1200L），其 19-24 年偶联产能增加 1.5 倍	服务超过 70 个管线，累计生产批次超过 1400 个，其中 2024 年接近 400 个 cGMP 生产批次
药明合联	2013 年	一体化 ADC 服务能力（均位于中国无锡及周边，后续将在新加坡布局，其抗体产能核心依托于控股公司药明生物；其中 ADC 最大产能为 2000L）	2024 年服务 194 个管线，其中 2024 年交付超 300 个 GMP 批次；2025H1 服务管线数量为 225 个。
Merck MilliporeSigma	2008 年	一体化 ADC 服务能力（抗体产能在法国、高活产能和 ADC 产能在美国），其中 ADC 最大产能为 600L	具有超 15 年经验，服务超过 70 个 IND 项目、2008 年以来累计交付超 260 个 GMP 生产批次
Axplora (France)	2010 年前	ADC 偶联产能位于法国（过去 10 年投资 3000 万欧元）、payload/linkers 产能位于法国	具有 20 年经验，与 40% 的商业化 ADC 项目合作，累计交付超 250 个 GMP 生产批次
AbbVie Contract Manufacturing	NA	一体化 ADC 服务能力，其中抗体产能（3.8 万升、美国和新加坡）、HPAPI（意大利和爱尔兰）、偶联产能（美国，最大产能为 500L）	NA
BSP Pharmaceuticals	2015 年以前	一体化 ADC DS+DP 供应商，其中产能位于意大利	服务大部分 ADC 商业化项目
Piramal	NA	一体化 ADC 服务能力，其中抗体产能在印度、HPAPI 产能在美国和加拿大、ADC DS 产能在英国 /DP 产能在美国	NA
Abzena	2015 年	payload/linkers+ADC 服务能力，主要位于美国和英国	服务超过 50 个 ADC 项目（多克级别供货）
Samsung Biologics	2024 年	新建 ADC DS 产能（韩国、最大 500L），且具有 78.4 万升抗体产能	NA
Fujifilm Bio-CDMO	2026 年（计划）	抗体+ADC DS/DP 的一体化产能（位于日本）	NA
迈百瑞	2013 年	一体化 ADC 服务能力（均位于中国烟台，其中偶联最大规模为 150L）	合作近 200 个项目，其中超过 20 个获得 IND 批件
东耀药业	2013 年	抗体+ADC DS/DP 的一体化产能（中国苏州、最大偶联产能 500L）	NA

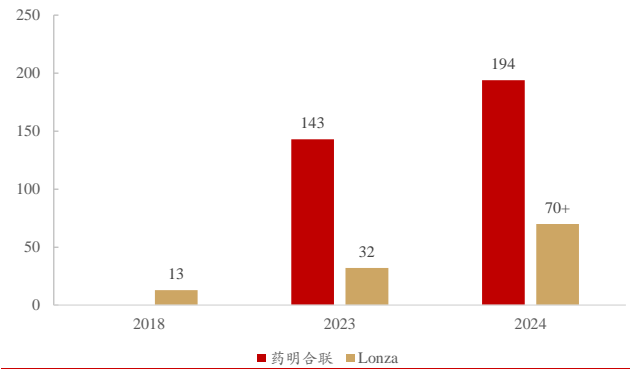
资料来源：相关公司公告，华西证券研究所

图 16: 药明合联和 Lonza GMP 生产批次 (次)



资料来源: 相关公司公告, 华西证券研究所

图 17: 药明合联和 Lonza 服务项目数量情况 (个)



资料来源: 相关公司公告, 华西证券研究所

表 5: ADC 核心产能建设情况

公司	建设情况总述
Lonza	2019年7月, 宣布扩大产能, 在瑞士增加两个新套件, 以满足未来的需求。
	2020年11月投产了高活毒素分子产能的一部分, 二期将于2021年初投产
	2021年7月, Lonza 宣布资2100万美元扩建中国工厂, 扩建将有助于支持对ADC生产不断增长的需求
	2022年9月, Lonza 宣布在瑞士维斯普的工厂增加了ADC有效载荷的开发和制造能力
	2023年2月在瑞士建成投产了供应临床前、临床阶段和商业化阶段的ADC产能(规划中的产能)
	2023年3月整合 Simris 的ADC payload 技术
	2023年6月并购 Synaffix 增强毒素和偶联能力技术平台
	2023年10月将在瑞士 Stein 建立ADC的灌装制剂商业化供应产能, 预期2027年投产。
	2023年10月在瑞士增加商业化偶联产能建设, 2026年投产后将增加4倍偶联产能能力
	2024年10月在瑞士为合作客户新增一条ADC产能, 预期将于2027年投产
2024年11月宣布在瑞士增加2个1200L多功能车间, 预期2028年投入使用, 将使多功能商业化产能翻倍	
药明合联	2023年9月 XBCM2 L1 and XDP2 生产线(无锡)投产, 扩大抗体/偶联DS, 以及制剂产能
	2024年12月 XBCM2 Line2 生产线正式投产, 扩大抗体/DS产能, 另外XDP3已于25年7月实现GMP运营Q3
	2024年3月在新加坡建设一体化新产能, 已于2025年6月实现机械竣工, 预期将在26年实现GMP运营
	2025年8月宣布70亿元人民币的资本开支计划, 进一步加强中国和海外的产能布局
Merck MilliporeSigma	2020年9月宣布在美国投资0.65亿美元扩展高活和ADC产能, 于2022年中期投产, 实现高活产能翻倍
	2021年11月推出 ChetoSensa 技术, 提高用于临床早期临床供应的ADC制造能力
	2022年6月在美国投资0.59亿英镑扩建高活产能, 实现高活产能的翻倍增长, 于2023年5月投产
	2024年10月投资0.7亿英镑拓展ADC产能, 将使现有产能增加2倍
Piramal	2019年7月, Piramal 宣布已投资扩大其在美国 Riverview 工厂的高效活性药物成分(HPAPI)生产能力, 扩建涉及1000万美元的投资。
	2023年12月, 在英国格兰奇茅斯投资约4500万英镑扩大ADC生产工厂, 扩建后的工厂将使 Piramal 的ADC生产能力提高了70%至80%。
	2024年10月, 将投资0.8亿美元建设ADC DP产能, 预期将于2027Q1投产
Samsung Bio	2023年4月投资瑞士 Araris Biotech, 获得开发ADC技术和linker技术平台
	2023年6月正在建设一个专门用于ADC生产的新工厂, 已于24年底投入运营
Abzena	2018年11月, Abzena 投资2000万美元扩大美国加利福尼亚州圣地亚哥的原料药和ADC工厂产能
	2024年4月 Abzena 投资500万美元扩建美国宾夕法尼亚布里斯托尔的工厂, 扩大生物偶联能力
BSP Pharmaceuticals	2023年3月计划投资3.2亿欧元(3.49亿美元)扩建意大利工厂, 预期将于2025年投产, 其将增加单批次6500克单抗产能、以及增加制剂工厂和扩建细胞毒性化合物

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

Axplora (France)	过去 10 年合计投资 3000 万欧元用于 ADC 产能建设，目前有 3 个商业化 ADC 项目在供应
AbbVie Contract Manufacturing	偶联能力：cGMP 临床和商业偶联；反应器容积 30l 至 500l 不锈钢和一次性使用
Axplora	2024 年 1 月，Axplora 宣布投资 800 万欧元，扩大其法国勒芒工厂的抗体-药物偶联物(ADC)有效载荷制造能力，已于 2025 年 3 月投产。
迈百瑞	公司已为 122 个 ADC 项目提供 CDMO 服务，其中 1 个药物获得国家药监局批准。ADC 药物偶联车间面积约 700 平方米，包括两条偶联生产线，钛反应器（150L）和 DP 生产线（10k 单位/小时）和 15 平方米的冻干机。
东耀药业	ADC 偶联：配备 100l、200l、500l 反应釜，偶联规模可达 5kg/批

资料来源：药明合联招股说明书，相关公司公告，华西证券研究所

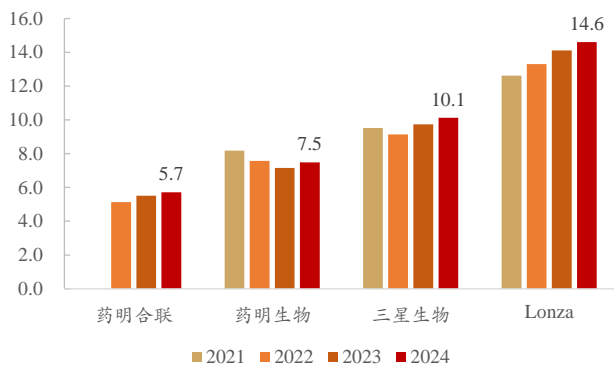
3.全球一体化 XDC CDMO 核心供应商，强资本开支为未来业绩增长增添确定性

3.1.核心优势 1：工程师红利以及协同一体化服务，造就公司 XDC CDMO 优势

相对海外生物药 CDMO 同行业公司，公司具有工程师红利优势，和协同一体化 XDC CDMO 优势。回顾来看，药明康德、药明生物均因工程师红利优势等因素获得全球核心市场份额，截止 2025H1，药明合联服务全球 XDC 103 个临床管线，目前已占据全球 XDC 临床管线的 30%~35%（根据 Beacon 发布的 2025 年中期 ADC 报告数据显示，全球 XDC 临床管线有 300-350 条左右）。

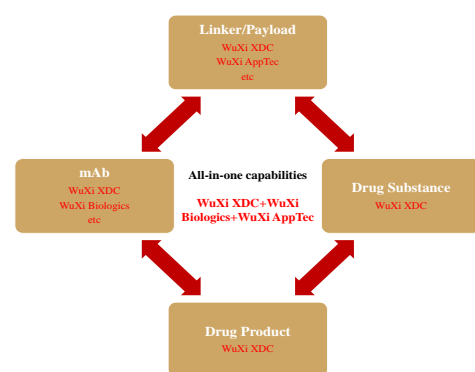
- **工程师红利优势：**根据相关公司年报数据，药明合联 2024 年平均薪酬成本为 5.7 万美元，相对 Lonza 和三星生物具有显著优势。截止 2024 年底，公司拥有 2041 名员工，同比增长 73.3%、且在 2025 中报整体员工规模提升到 2270 人，持续提升公司供给端能力。
- **协同一体化服务优势：**公司已建立一体化 XDC CDMO 服务能力（自身具备 linker/payload+Mab 抗体中间体+DS+DP 一体化能力），同时与控股股东药明生物、药明康德签署多个服务协议，其中包括与药明生物签署的抗体主服务协议、与药明康德签署的连接子及有效载荷的主服务协议，相对全球其他竞争对手，具有“抗体中间体+连接子及有效载荷+DS+DP”一体化服务能力优势。

图 18：多家同类公司平均薪酬成本（万美元）



资料来源：彭博，公司公告，华西证券研究所

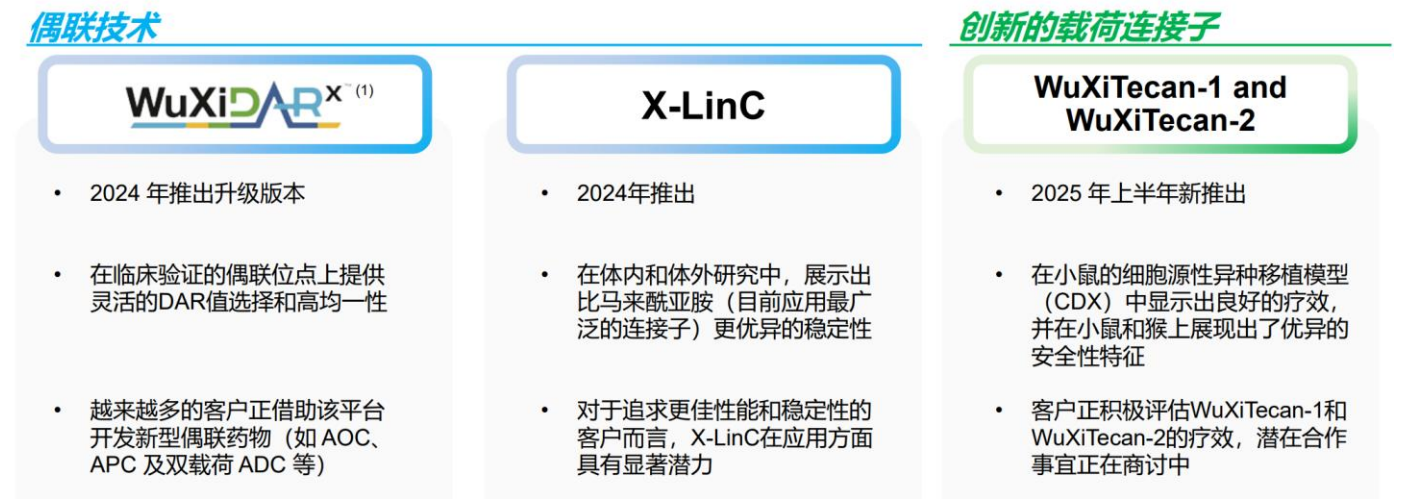
图 19：药明合联具备一体化 XDC 服务能力



资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 持续投资前沿技术平台，对全球客户进行赋能。公司专有的 WuXiDARx™ 技术可满足客户对不同 DAR 值的高同质性 ADC 需求，截止 2024 年底，公司已成功开发 45 个临床前候选药物和 7 个临床项目；另外在连接子及有效载荷创新方面，公司已推出 X-LinC 技术，可作为高度稳定的连接器，能改善 ADC 的稳定性和治疗窗口。公司持续储备偶联技术平台，以及推出创新型载荷连接子技术，为全球 XDC 核心客户服务。

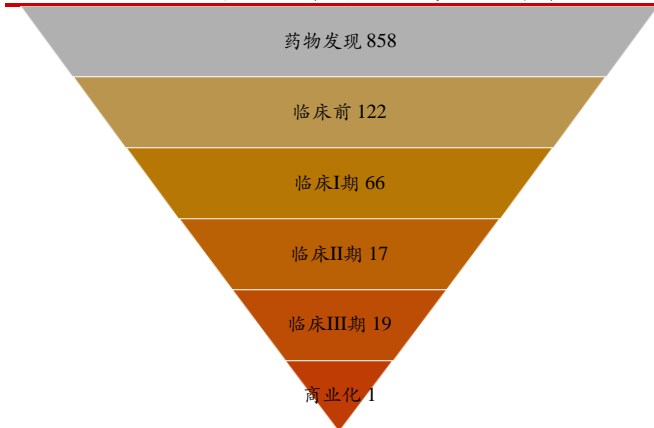
图 20：公司核心技术平台对客户进行赋能



资料来源：药明合联 25 年中报业绩交流 PPT，华西证券研究所

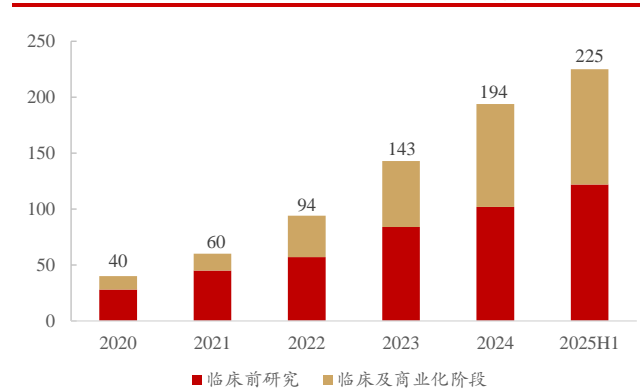
- 管线情况延续向上增长，临床管线占全球 30% 以上。截止 2025 年 06 月 30 日，公司有 225 个进行中的 iCMC 项目，其中 104 个为临床阶段及商业化的项目，临床管线占据全球 30%~35% 的市场份额（根据 Beacon 发布的 2025 年中期 ADC 报告数据显示，25H1 全球 XDC 临床管线有 300-350 个左右）。

图 21：药明合联管线漏斗情况（截止 25 年中报）



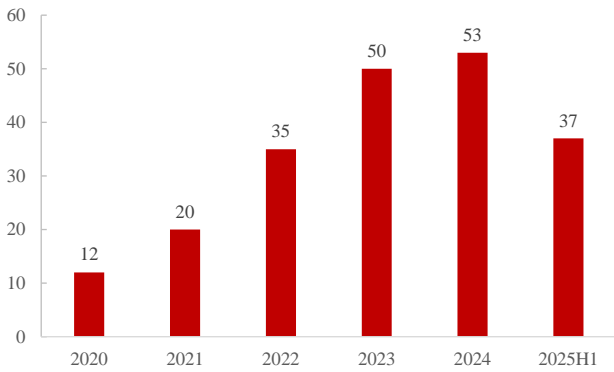
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22：药明合联历史 iCMC 项目数量情况（个）



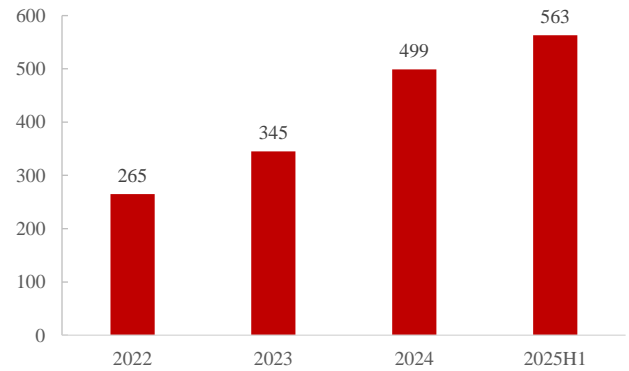
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23: 药明合联新签综合项目数量情况 (个)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

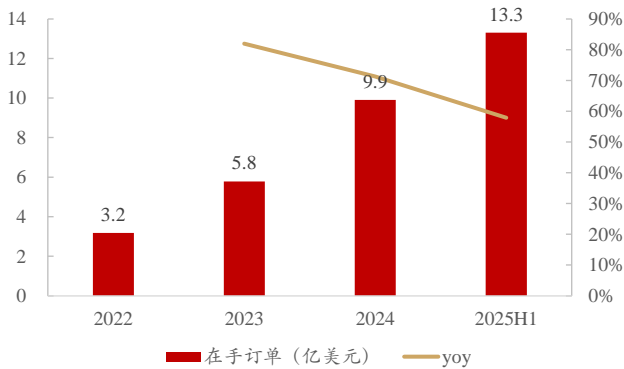
图 24: 药明合联客户群快速增长中 (累计客户、个)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

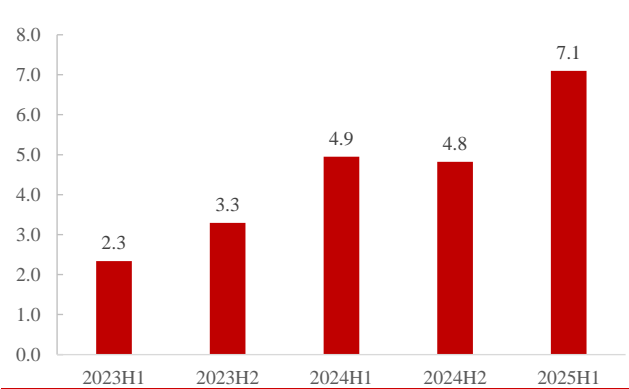
- 在手订单延续高速增长, 为未来业绩增长奠定基础。截止 2025 年中报, 公司在手订单金额为 13.3 亿美元, 同比增长 57.9%, 其中北美地区的未完成订单总额占比超过 50%, 为未来业绩增长奠定基础。

图 25: 药明合联在手订单增长情况 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 26: 药明合联新签订单增长情况 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

总结来看, 基于公司在全球的工程师红利优势, 以及基于公司一体化的协同优势下, 药明合联在 CMC 业务阶段已成为全球核心供应商。考虑到公司管线延续向上增长趋势以及在手订单延续高速增长, 我们判断短期业绩将保持高速增长; 展望中长期视角, 基于工程师红利以及协同一体化优势, 我们认为公司有望成为全球一体化 XDC CDMO 核心供应商。

3.2. 核心优势 2: 高强度资本开支, 构建“中国+新加坡”双厂竞争优势

“中国+新加坡”双厂策略, 能更有效的满足国内外客户需求。公司自 2024 年战略性布局新加坡 XDC CDMO 产能, 与公司位于中国无锡/常州/上海的产能, 形成“中国+新加坡”双厂布局, 能更有效满足国内外客户需求。

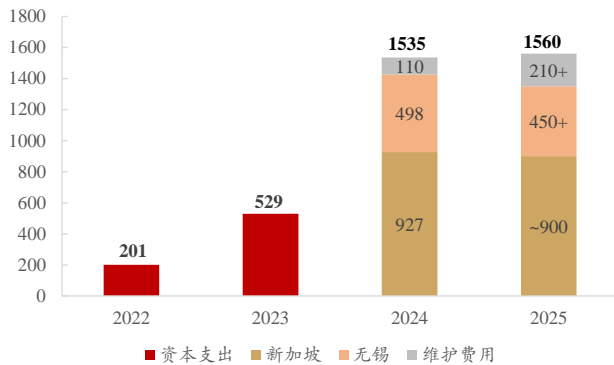
图 27：公司产能分布情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

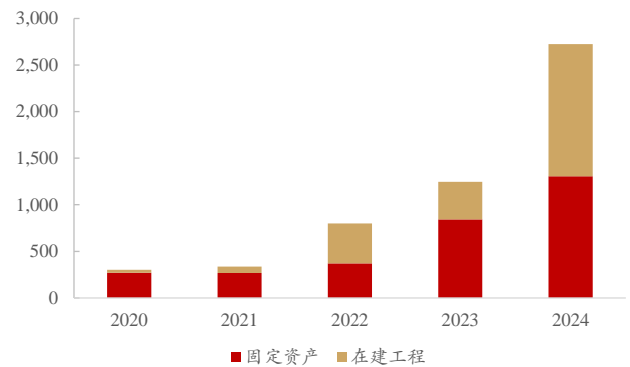
高强度资本开支，持续构建新产能，满足增量市场需求：根据公司 2025 年中报业绩交流 PPT，在 2024 年资本开支超 15 亿元的基础上，预期 2025 年继续投资超 15 亿元，建设位于无锡和新加坡的产能，满足增量市场需求；且在目前已规划产能的基础上，到 2029 年公司将资本开支将超过 70 亿元，显著超过 2022-2025 年过去 4 年的水平，持续扩大国内外产能，预计将实现 DP 产能和载荷连接子产能翻倍，为未来 5-10 年业绩增长奠定基础。

图 28：药明合联资本开支情况（百万元）



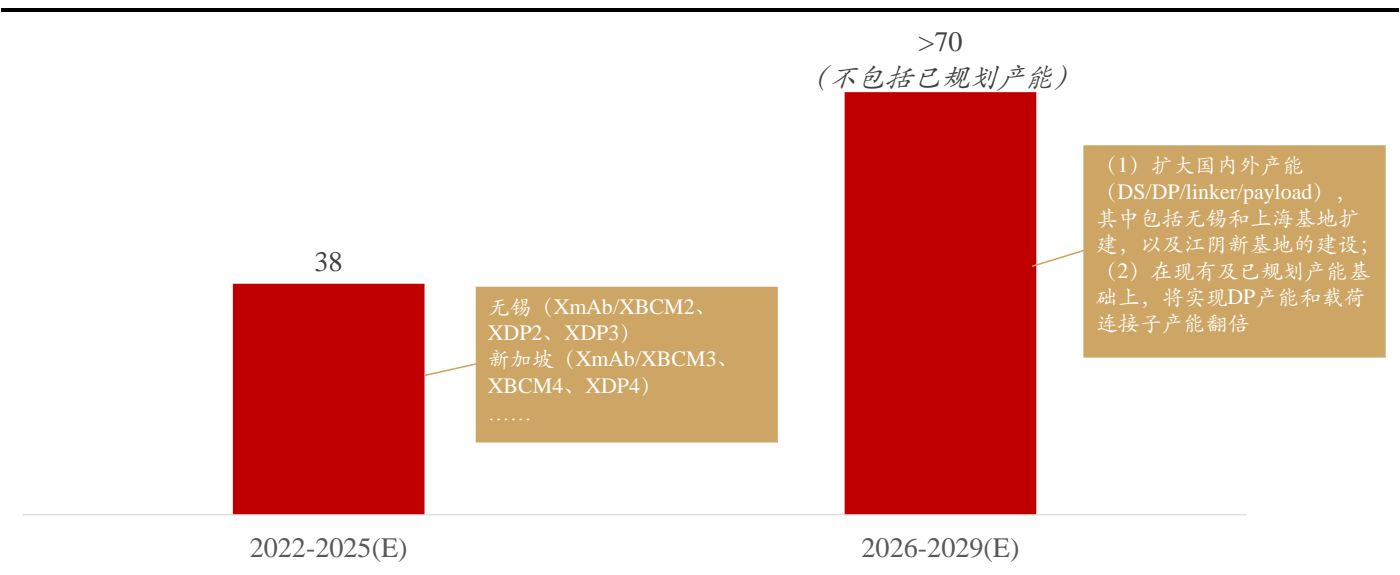
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 29：药明合联固定资产及在建工程情况（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 30：公司中期视角来看，资本开支保持高强度



资料来源：药明合联 25 年中报业绩交流 PPT，华西证券研究所

短期来看，无锡和新加坡增量产能持续投产，为公司未来几年业绩增长奠定基础：公司位于无锡的 XmAb/XBCM2 的 L1 和 L2 分别于 2023 年 9 月和 2024Q4 投入使用，以及位于新加坡的 XmAb/XBCM3，BCM4 将 2026 年投入使用，完善公司双厂布局战略，为未来几年业绩增长奠定基础。

表 6：公司现有产能及新建产能情况

产能名称	投产时间	地点	产能描述
偶联原料药 (XBCM) 及抗体中间体生产 (XmAb)			
XBCM1	2020 年前	无锡	配备从 5 升到 500 升的一次性反应器系统，其 DS 的 XBCM1 重新设计的产能将于 2025 年投产
XmAb/XBCM2 L1	2023 年 9 月	无锡	设计容量为每批 50 升到 2000 升的单克隆抗体中间体或每批 2000 升原料药
XmAb/XBCM2 L2	2024Q4	无锡	设计容量为每批 50 升到 2000 升的单克隆抗体中间体或每批 2000 升原料药
XmAb/XBCM3	2025-2026	新加坡	设计容量为每批 50 升到 2000 升的单克隆抗体中间体或每批 2000 升原料药
XBCM4	2025-2026	新加坡	每批最多 500 升的偶联原料药产能
偶联药品生产 (DP)			
XDP1	2018 年	无锡	300 万瓶液体或冻干剂型 DP (1 台 5 平方米冻干机和 1 台 20 平方米冻干机)
XDP2	2023 年 9 月	无锡	500 万瓶液体或冻干剂型 DP (1 台 5 平方米冻干机和 2 台 20 平方米冻干机)
XDP3	2025 年 7 月	无锡	700 万瓶液体或冻干剂型 DP (2 台 30 平方米冻干机)
XDP4	2025-2026	新加坡	800 万瓶液体或冻干剂型 DP (1 台 10 平方米冻干机和 2 台 30 平方米冻干机)
XDP5	2027 年	无锡	
连接子及有效载荷产能			
XPLM1	2023 年 12 月	无锡	公斤级连接子及有效载荷生产线

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

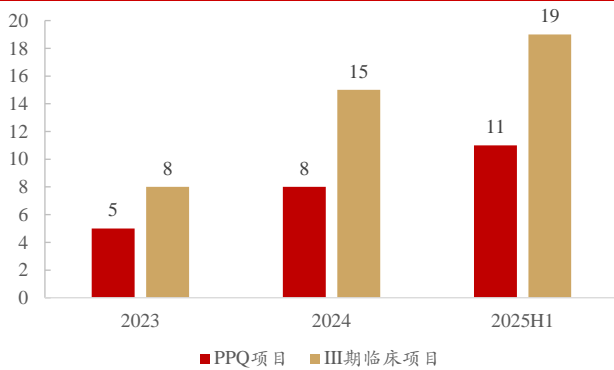
linker/payload	收购	常州	产能最多每批 150 升，能够生产公斤级连接子及有效载荷
----------------	----	----	------------------------------

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3.CMO 业务贡献业绩弹性：目前拥有 11 个 PPQ 项目，后续 CMO 业务可期

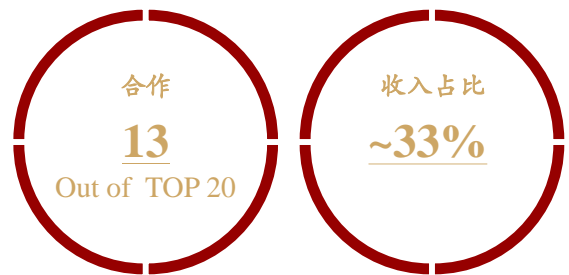
后期项目（III 期和 PPQ 项目）保障 CMO 业务确定性：考虑到公司有 19 个 III 期项目以及 11 个 PPQ 项目（截止 2025 年中报），且考虑到目前已与全球前 20 大药企中的 13 家合作（其中包括 Merck、Lilly、Roche、Boehringer Ingelheim 等），我们判断在未来几年内陆续迎来核心重磅商业化产品。

图 31：药明合联 PPQ 项目变化情况（个）



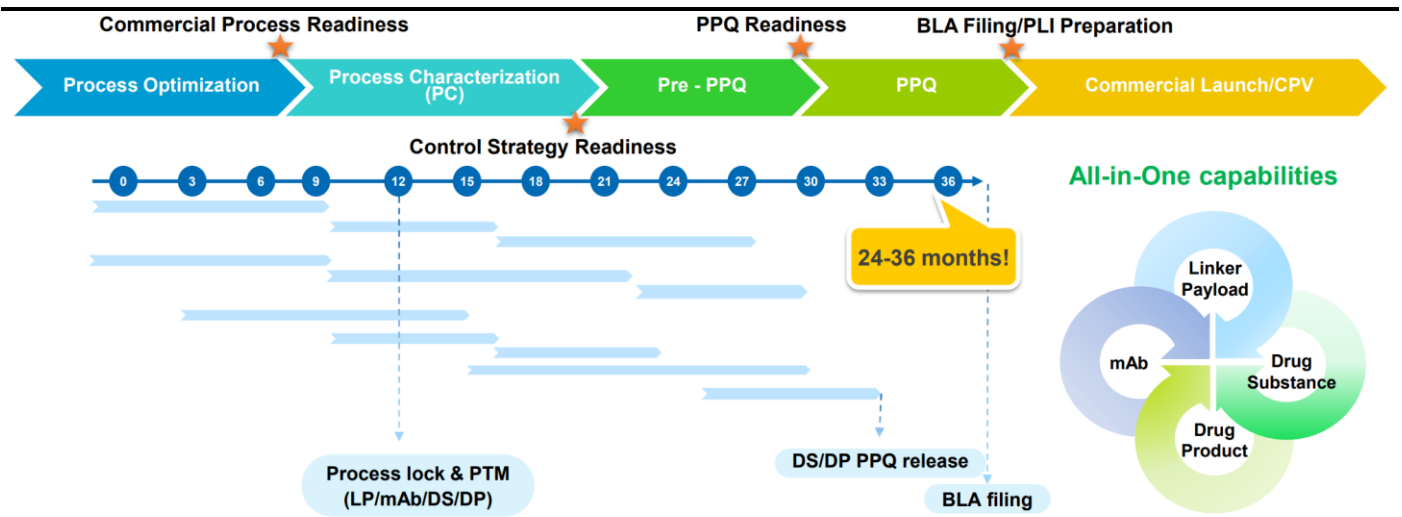
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 32：药明合联与全球大药企合作情况（2025H1）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 33：PPQ 时间周期线



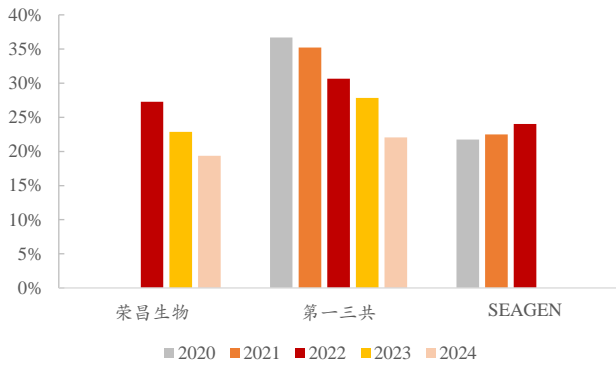
资料来源：公司公告，华西证券研究所

考虑到公司当期拥有 19 个临床 III 期管线以及 11 个 PPQ 项目，考虑到临床 III 期周期（2-5 年）以及 PPQ 项目周期（24~36 个月、PPQ 项目起始时间略微滞后于临床 III 期起始时间），且考虑到生物药生产注册审评审批时间，我们判断公司 2030 年

前后有可能拥有多个商业化项目。考虑到公司已与 Merck、Lilly、Roche、Boehringer Ingelheim 等大厂建立合作，2030 年多个商业化合计销售峰值有望达到 70-150 亿美元，有望为公司贡献 10~20 亿美元收入、为公司贡献核心业绩弹性。

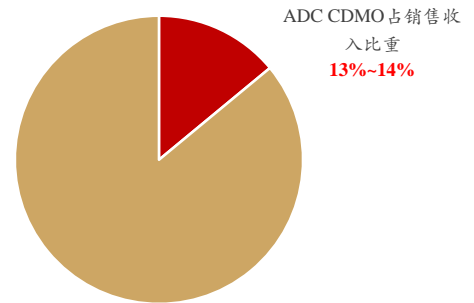
- 参考国内外已有商业化 ADC 产品企业的营业成本占比情况，我们判断 ADC CDMO 供应商产值占比在 13%~14%。选取国内外 3 家 ADC 制药企业，即荣昌生物、第一三共、SEAGEN（已被 Pfizer 收购，参考其收购前财务数据），整体营业成本占收入比重在 20%~30%，另外考虑到 ADC CDMO 企业具有一定的性价比优势，我们判断 ADC CDMO (DS+DP) 产值占比为 13%~14%。
- 保守预期来看，公司服务的潜在商业化管线有望在 2030 年贡献 50-100 亿美元收入。考虑到成功率（III 期成功率 57.8%、BLA 成功率 90.6%），考虑到目前有 19 个 III 期管线，预期 2028-2030 年前后将有 5~10 个商业化产品；考虑到公司 ADC 管线占比 30%~35%，且考虑到 2030 年全球 ADC 产品产值收入规模为 689 亿美元，假定 2030 年公司服务的 ADC 产品占全球收入 10%~20%，即服务终端销售额有望达到 70-150 亿美元。

图 34: ADC 制药企业营业成本占收入比重 (%)



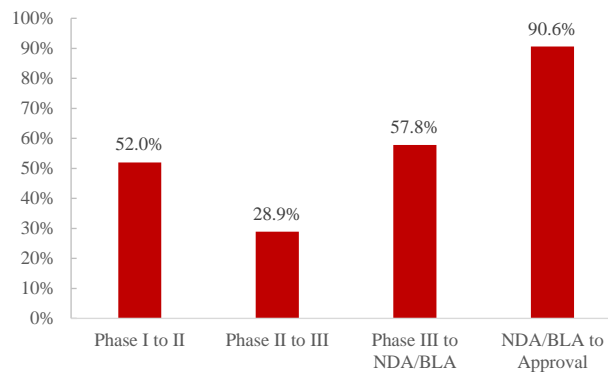
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 35: ADC CDMO 产值测算模型



资料来源：华西证券研究所

图 36: 临床药物成功率情况



资料来源：Biotechnology Innovation Organization，华西证券研究所（注释：研究数据覆盖 2011-2020 年的 1779 家企业的 9704 个临床开发药物）

4. 业绩预测及投资建议

4.1. 业绩预测

核心假设

- 收入预测：考虑到公司 25H1 在手订单高增长，以及公司管线在持续推进，预期 IND 前服务收入在 2025-2027 年增速分别为 40%/30%/25%，IND 后服务收入在 2025-2027 年增速分别为 55%/40%/35%。
- 毛利率预测：考虑到公司规模效应以及产能利用率提升等因素影响，预期 2025-2027 年毛利率分别为 33%/34%/35%。

表 7：公司业绩拆分及预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
跟踪指标						
雇员数量 (个)	738	1178	2042			
yoy (%)	82%	60%	73.3%			
客户数量 (个)	265	345	499			
Backlog (百万美元)	318	578.6	990.8			
yoy (%)		82%	71.2%			
合计						
收入 (百万元)	990.42	2123.84	4052	6030	8207	10775
yoy (%)	218.3%	114.4%	90.8%	48.8%	36.1%	31.3%
毛利 (百万元)	261.08	559.56	1239.85	2050.11	2872.47	3878.84
毛利率 (%)	26.4%	26.3%	30.60%	33.0%	34.0%	35.0%
分阶段情况						
IND 前服务						
收入 (百万元)	381	927	1676	2346	3050	3812
yoy (%)	149.9%	143.2%	81%	40%	30%	25%
IND 后服务						
收入 (百万元)	609	1197	2377	3684	5157	6962
yoy (%)	284.2%	96.4%	99%	55%	40%	35%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2. 投资建议

公司作为深耕于服务 XDC 业务的一体化的 CDMO 企业，展望未来依托国内工程师红利以及协同一体化优势，我们判断公司将成为全球 XDC CDMO 核心供应商。我们预期 2025-2027 年收入分别为 60.3/82.1/107.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.27/1.74/2.37 元，对应 2025 年 09 月 26 日收盘价 74.5 港元/股（港元/人民币汇率为 0.92），PE 分别为 54/39/29 倍，考虑到公司做为 XDC CDMO 核心供应商以及未来三年业绩延续高速增长，首次覆盖、给予“买入”评级。

表 8：公司盈利预测

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2123.84	4052.32	6029.75	8207.06	10774.56

YoY (%)	114.44%	90.80%	48.80%	36.11%	31.28%
归母净利润(百万元)	283.54	1069.62	1555.13	2138.26	2910.84
YoY (%)	82.07%	277.24%	45.39%	37.50%	36.13%
毛利率 (%)	26.35%	30.60%	33.00%	34.00%	35.00%
每股收益 (元)	0.28	0.89	1.27	1.74	2.37
ROE (%)	0.05	0.16	0.19	0.21	0.22
市盈率	105.14	31.68	54.12	39.36	28.91

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 9：可比公司彭博一致性预期及估值情况 (2025/9/26)

代码	简称	市值 (亿美元)	净利润 (亿美元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2269.HK	药明生物	207.60	7.41	8.58	10.21	28	24	20
LONN.SW	Lonza	460.32	12.47	15.72	19.27	37	29	24
207940.KS	Samsung Biologics	510.16	10.68	12.40	14.42	48	41	35

资料来源：彭博数据终端，华西证券研究所

5.风险提示

- **核心管线进展具有不确定性：**截止 2024 年底公司拥有 19 个 III 期临床和 11 个 PPQ 项目，其相关项目进展与其对应的临床数据强相关，后续关注相关临床进展。
- **药品关税会对行业带来不确定性：**后续关注美国药品关税相关情况。
- **美国 HHS、FDA 等机构改革以及药价改革对行业带来的不确定性。**
- **地缘政治风险以及美国制造业回流对 CDMO 行业发展前景的不确定性。**
- **核心管理团队和技术人员的不确定性：**公司核心管理团队和技术人员波动有可能会对公司业绩具有一定影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4052.32	6029.75	8207.06	10774.56	净利润	1069.62	1555.13	2138.26	2910.84
YoY (%)	90.80%	48.80%	36.11%	31.28%	折旧和摊销	110.39	136.23	207.41	284.54
营业成本	2812.47	4039.93	5416.66	7003.47	营运资金变动	-400.68	659.68	359.91	93.27
营业税金及附加					经营活动现金流	717.22	2183.85	2472.08	2977.23
销售费用	56.08	84.42	119.00	153.54	资本开支	-1505.18	-1560.00	-1750.00	-1800.00
管理费用	164.24	271.34	328.28	430.98	投资	-2819.15	199.96	100.62	150.29
财务费用	3.21	-123.28	-102.19	-144.24	投资活动现金流	-3330.46	-1180.10	-1403.16	-1326.46
资产减值损失					股权募资	3.64	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	476.38	-41.16	-26.16	-33.66
营业利润	912.87	1483.32	2137.94	2917.21	筹资活动现金流	475.36	-54.88	-38.88	-45.48
营业外收支					现金净流量	-2122.43	947.53	1028.70	1603.95
利润总额	1219.79	1787.50	2486.35	3384.70	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	150.17	232.38	348.09	473.86	成长能力				
净利润	1069.62	1555.13	2138.26	2910.84	营业收入增长率	90.80%	48.80%	36.11%	31.28%
归属于母公司净利润	1069.62	1555.13	2138.26	2910.84	净利润增长率	277.24%	45.39%	37.50%	36.13%
YoY (%)	277.24%	45.39%	37.50%	36.13%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.89	1.27	1.74	2.37	毛利率	30.60%	33.00%	34.00%	35.00%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	26.40%	25.79%	26.05%	27.02%
货币资金	1925.15	2872.68	3901.37	5505.32	总资产收益率 ROA	11.72%	12.32%	12.99%	13.96%
预付款项					净资产收益率 ROE	16.11%	18.98%	20.70%	21.99%
存货	118.70	177.81	276.57	332.91	偿债能力				
其他流动资产	209.02	466.84	664.89	853.55	流动比率	2.47	1.85	1.71	1.76
流动资产合计	6101.50	8170.48	10469.80	13341.28	速动比率	2.34	1.71	1.56	1.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.78	0.65	0.64	0.73
固定资产	2724.53	4148.30	5690.88	7206.34	资产负债率	27.23%	35.07%	37.24%	36.49%
无形资产	277.21	277.21	277.21	277.21	经营效率				
非流动资产合计	3022.64	4448.28	5990.87	7506.32	总资产周转率	0.51	0.55	0.56	0.58
资产合计	9124.13	12618.76	16460.67	20847.60	每股指标 (元)				
短期借款	478.00	436.84	410.68	377.02	每股收益	0.89	1.27	1.74	2.37
应付账款及票据	1020.03	1867.64	2681.92	3352.63	每股净资产	5.53	6.67	8.41	10.78
其他流动负债	891.70	2004.41	2891.00	3688.55	每股经营现金流	0.60	1.78	2.01	2.42
流动负债合计	2466.49	4406.44	6111.42	7588.85	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	18.15	19.05	19.05	19.05	PE	31.68	54.12	39.36	28.91
非流动负债合计	18.15	19.05	19.05	19.05	PB	5.10	10.27	8.15	6.36
负债合计	2484.64	4425.49	6130.47	7607.90					
股本	0.39	0.39	0.39	0.39					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	6639.49	8193.27	10330.20	13239.70					
负债和股东权益合计	9124.13	12618.76	16460.67	20847.60					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。