

强烈推荐-A (首次)

量子生物 300149.SZ

目标估值: NA-NA 元
当前股价: 18.93 元
2020年07月29日

临床前CRO领先优势, CDMO一体化放量在即

基础数据

| | |
|------------|-----------|
| 上证综指 | 3228 |
| 总股本(万股) | 49978 |
| 已上市流通股(万股) | 40355 |
| 总市值(亿元) | 95 |
| 流通市值(亿元) | 76 |
| 每股净资产(MRQ) | 4.6 |
| ROE(TTM) | 4.4 |
| 资产负债率 | 40.1% |
| 主要股东 | 云南八本健康产业有 |
| 主要股东持股比例 | 16.05% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

许菲菲

xufeifei@cmschina.com.cn
S1090520040003

孙炜

sunwei7@cmschina.com.cn
S1090520030002

在 CXO 行业维持高景气度背景下, 公司巩固 CRO 先发优势, 生物药 CDMO 业务放量在即, 微生态业务触底回升, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。

- 益生元龙头量子生物于 2018 年收购上海睿智, 上海睿智是国内首批 CRO 弄潮儿, 亦是国内少数同时覆盖化学和生物领域的 CRO+CMO 一体化平台。2019 年上海睿智创始人惠欣总出任公司董事长, 顺利完成整合。
- CRO: 临床前 CRO 业内领先, 业绩环比改善。公司 2003 年在工程师红利下以“人力密集”的化学合成业务起家, 2007 年向下游高毛利临床前业务扩展。目前公司在生物与药理药效学、药代动力学与早期毒理等方面具备显著优势。随着金科医药创新中心、江苏启东动物房的投入使用, 公司研发效率得以进一步提升、巩固先发优势, 提升业绩; 同时公司近年成立 BD 团队弥补此前主要靠口碑相传而欠缺市场拓展力度的不足, 有助于公司进一步释放潜力。
- CDMO: 生物药 CDMO 江苏启东项目三季度投产, 化学药 CDMO 2021 年商业化。公司分别于 2008 年和 2015 年布局化学 CDMO 和生物 CDMO, 成长迅速的同时产能瓶颈问题凸显。对此, 公司积极推进启东创新生物药一站式研发生产服务平台和奉贤全球原创药物 cGMP 生产基地二期项目的建设, 生物药 CDMO 产能将从 450L 提升至 13,950~18,450L, 化学药 CDMO 产能将从百公斤级达 40 吨。其中, 启东 CDMO 项目预计三季度投入 500L, 并于今年年底前滚动投入两个 2000L, 进行业务卡位。
- 微生态业务回升: 2019 年作为目前益生元重要应用领域的保健行业经历了“百日整治”活动, 今年疫情下“微生态平衡”受到重视, 相关业务明显回升, 一季度收入、净利润同比分别增长 14%、25%, 预计全年继续呈现回升态势。
- 盈利预测: 我们看好公司 CRO 业务环比改善及 CDMO 产能逐步提升, 预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.94 亿、2.92 亿和 3.95 亿, PE 分别为 51X、34 X 和 25 X, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示: 药企研发投入降低、疫情影响、国际贸易争端、汇率波动、核心人员流失、产能扩张低于预期、商誉减值、安全生产及环保等风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 997 | 1328 | 1560 | 2047 | 2559 |
| 同比增长 | 262% | 33% | 17% | 31% | 25% |
| 营业利润(百万元) | 179 | 136 | 193 | 295 | 402 |
| 同比增长 | 149% | -24% | 42% | 53% | 36% |
| 净利润(百万元) | 161 | 139 | 194 | 292 | 395 |
| 同比增长 | 173% | -14% | 40% | 51% | 35% |
| 每股收益(元) | 0.32 | 0.28 | 0.39 | 0.58 | 0.79 |
| PE | 61.2 | 71.0 | 50.8 | 33.7 | 25.0 |
| PB | 4.5 | 4.3 | 4.0 | 3.6 | 3.2 |

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|---|----|
| 一、益生元龙头收购 CRO 领先企业，顺利完成整合 | 4 |
| 二、上海睿智：国内首批 CRO 弄潮儿，向下游 CDMO 拓展能力版图 | 6 |
| 2.1 CRO：临床前 CRO 业内领先，业务环比改善 | 8 |
| 2.1.1 化学类业务成熟聚焦高端，生物类优势稳固主力驱动 | 8 |
| 2.1.2 拥有多个先进技术平台，为全面、高效的 CRO 业务提供保障 | 9 |
| 2.1.3 释放潜力：金科中心、启东动物房启用强化 CRO 优势，BD 团队加大市场拓展力度 | 12 |
| 2.2 CDMO/CMO：生物药 CDMO 进行业务卡位，化学药 CDMO 2021 年商业化 | 14 |
| 2.2.1 CDMO/CMO 市场增速快、集中度低，有较大提升空间 | 14 |
| 2.2.2 产能扩张项目不断推进，生物药 CDMO 业务放量在即 | 15 |
| 三、微生态业务：“百日整治”负面影响渐消，疫情提升产品美誉度 | 18 |
| 四、盈利预测与投资评级 | 18 |
| 五、风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1：量子生物并购上海睿智过程 | 4 |
| 图 2：量子生物收入及增速（百万元） | 5 |
| 图 3：量子生物归母净利润及增速（百万元） | 5 |
| 图 4：量子生物 2019 年毛利构成（百万元） | 5 |
| 图 5：量子生物股权结构及业务运营主体 | 6 |
| 图 6：国际、国内 CRO 行业发展历程 | 7 |
| 图 7：一图看上海睿智能力拓展情况 | 8 |
| 图 8：公司 CRO 业务收入拆分绝对值（百万元） | 9 |
| 图 9：公司 CRO 业务收入拆分占比 | 9 |
| 图 10：公司 CRO 业务毛利拆分情况（百万元） | 9 |
| 图 11：公司 CRO 业务拆分毛利率情况 | 9 |
| 图 12：蛋白质泛素化-去泛素化系统检测平台 | 10 |
| 图 13：PROTAC 研发平台 | 10 |
| 图 14：上海睿智 CRO 技术实力领先 | 11 |

| | |
|--|----|
| 图 15: 上海睿智研发人员分布 | 12 |
| 图 16: 上海睿智 2019 年人均创收在行业中处于高水平 | 12 |
| 图 17: 上海睿智前五大客户收入占比 | 13 |
| 图 18: 2012 年至 2021 年全球 CMO/CDMO 行业规模及成长性分析 | 14 |
| 图 19: 2012 年至 2021 年中国 CMO/CDMO 行业规模及成长性分析 | 14 |
| 图 20: 中国 CMO/CDMO 行业在全球占比逐步提升 | 14 |
| 图 21: 中国所在地区全球增速最高 | 14 |
| 图 22: 全球市场格局 | 15 |
| 图 23: 中国市场份额 | 15 |
| 图 24: 畅销药 TOP10 中生物药占比提高 | 15 |
| 图 25: 1995-2020 全球新药研发管线中生物药占比不断提升 | 15 |
| 图 26: 公司 CDMO 业务收入拆分绝对值 (百万元) | 16 |
| 图 27: 公司 CDMO 业务收入拆分占比 | 16 |
| 图 28: 公司 CDMO 业务毛利拆分情况 (百万元) | 16 |
| 图 29: 公司 CDMO 业务拆分毛利率 | 16 |
| 图 30: 微生态业务收入情况 (百万元) | 18 |
| 图 31: 微生态业务毛利情况 (百万元) | 18 |
| 图 32: 量子生物历史 PE Band | 20 |
| 图 33: 量子生物历史 PB Band | 20 |
| | |
| 表 1、CRO 服务分类 | 8 |
| 表 2: 上海睿智 CDMO 产能扩张计划 | 17 |
| 表 3: 销售收入结构预测 | 19 |
| 表 4: 估值对比表 | 19 |
| | |
| 附: 财务预测表 | 21 |

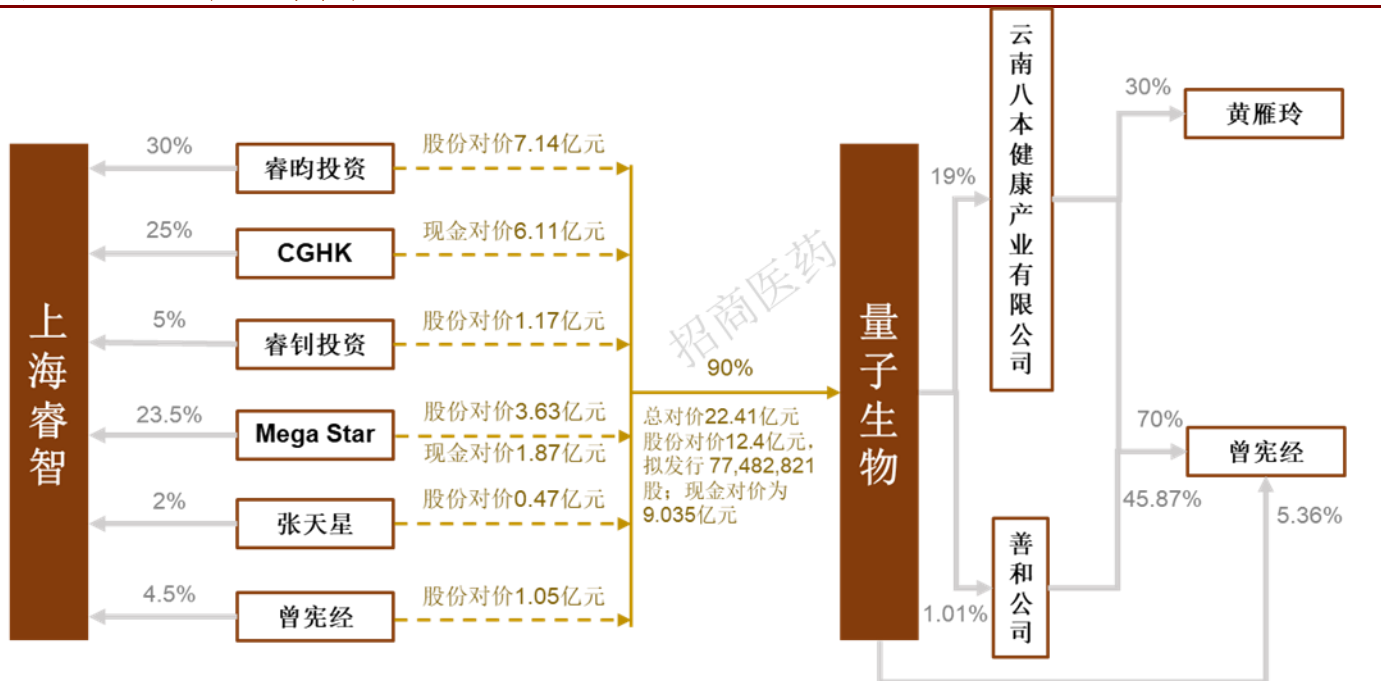
一、益生元龙头收购 CRO 领先企业，顺利完成整合

量子生物以微生态营养产品起家，凭借低聚果糖和低聚半乳糖两款核心产品，位居益生元产业龙头。

2018年5月，公司以发行股份及支付现金的方式收购国内CRO龙头企业上海睿智90%股权，交易对价为21.44亿元，包括现金对价9.035亿元以及股份对价12.4亿元。本次交易以16.01元/股共发行77,482,821股。2018年5月31日，上海睿智的股权过户事宜完成工商变更登记手续，公司直接和间接持有上海睿智100%的股权。

补偿义务人睿昀投资、睿钊投资及曾宪经承诺，上海睿智2017-2020年度实现的扣非净利润数额分别不低于1.35亿元、1.65亿元、2亿元、2.39亿元。承诺约定，若上海睿智2017-2019年度累计实现的净利润总额达到三年承诺净利润总额的97%及以上时，补偿义务人无需补偿。重组完成后，上海睿智虽然未能达到2017和2019的业绩标准，但是2017-2019年共实现扣非净利润4.94亿元，无需补偿。

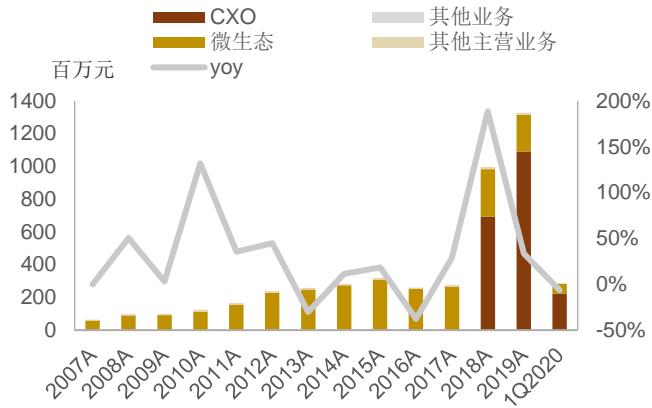
图 1：量子生物并购上海睿智过程



资料来源：公司公告，招商证券

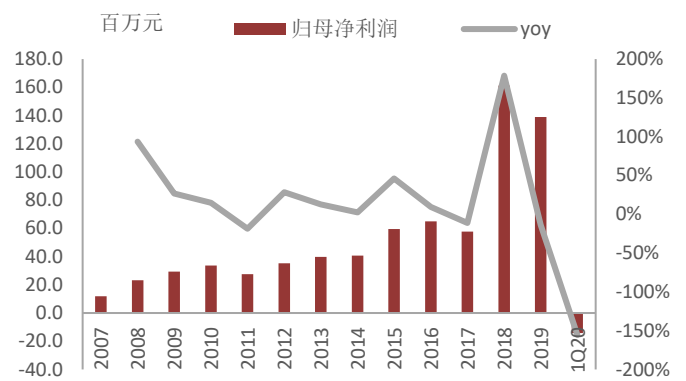
2019年6月，量子生物原董事长曾宪经先生辞去董事长职务，上海睿智创始人惠欣先生担任公司第四届董事会董事长。在重组后，公司已发展为以生物技术创新为驱动力，集医药研发服务CXO、微生态营养、微生态医疗三大业务为一体的集团公司。三大业务分别由不同主体进行运营，以上海睿智为主体的CXO服务有望协同带动量子医疗旗下的微生态医疗业务发展。

图 2: 量子生物收入及增速 (百万元)



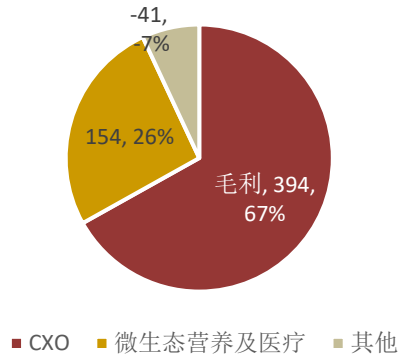
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 招商证券

图 3: 量子生物归母净利润及增速 (百万元)



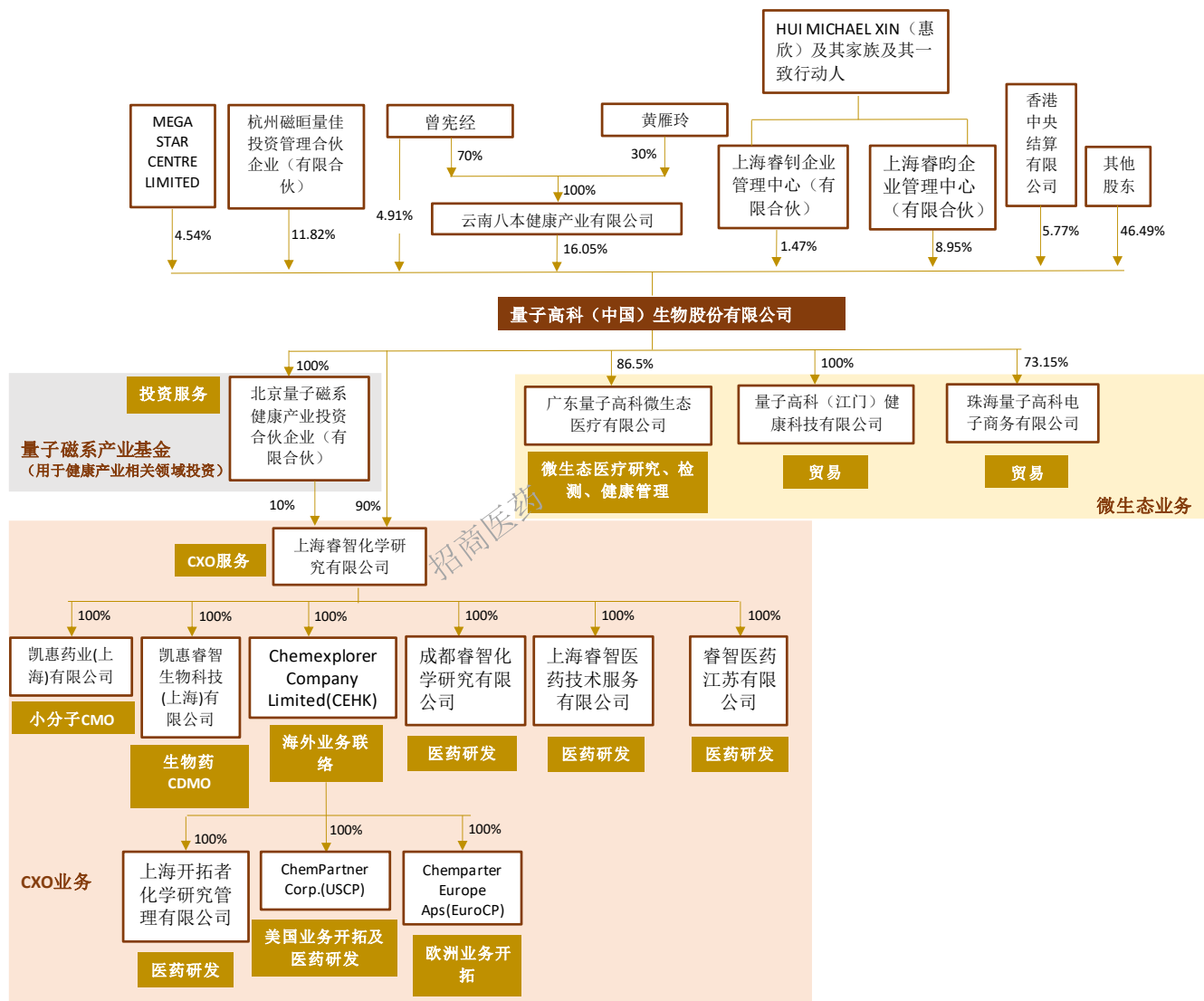
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 招商证券

图 4: 量子生物 2019 年毛利构成 (百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 招商证券

图 5: 量子生物股权结构及业务运营主体



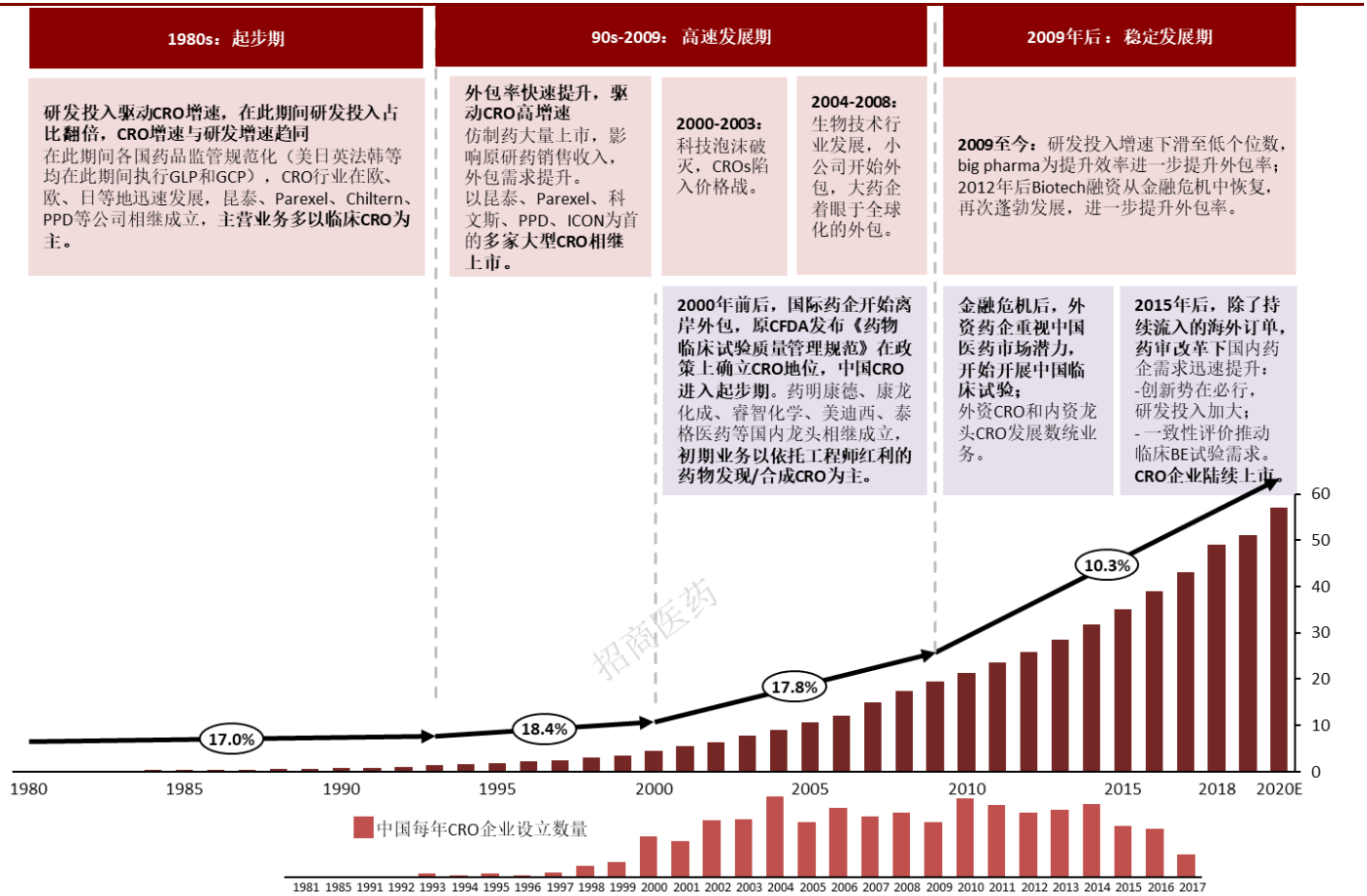
资料来源: 公司公告, 招商证券

二、上海睿智: 国内首批 CRO 弄潮儿, 向下游 CDMO 拓展能力版图

上海睿智成立于 2003 年, 是国内第一批医药研发外包服务公司, 2018 年 5 月被收购成为量子生物全资子公司。作为 CXO 业务的运营主体, 上海睿智是国内少数同时覆盖生物药、化学药全流程临床前 CRO 及 CDMO 业务的医药研发服务龙头公司。

中国 CRO 行业于 2000 年前后起步, 药明康德、康龙化成、上海睿智等 CRO 企业龙头相继成立, 初期业务以依托工程师红利的药物发现/合成 CRO 为主。同时中国拥有制造比较优势, 因此公司向下游拓展, 形成一体化服务优势。

图 6: 国际、国内 CRO 行业发展历程

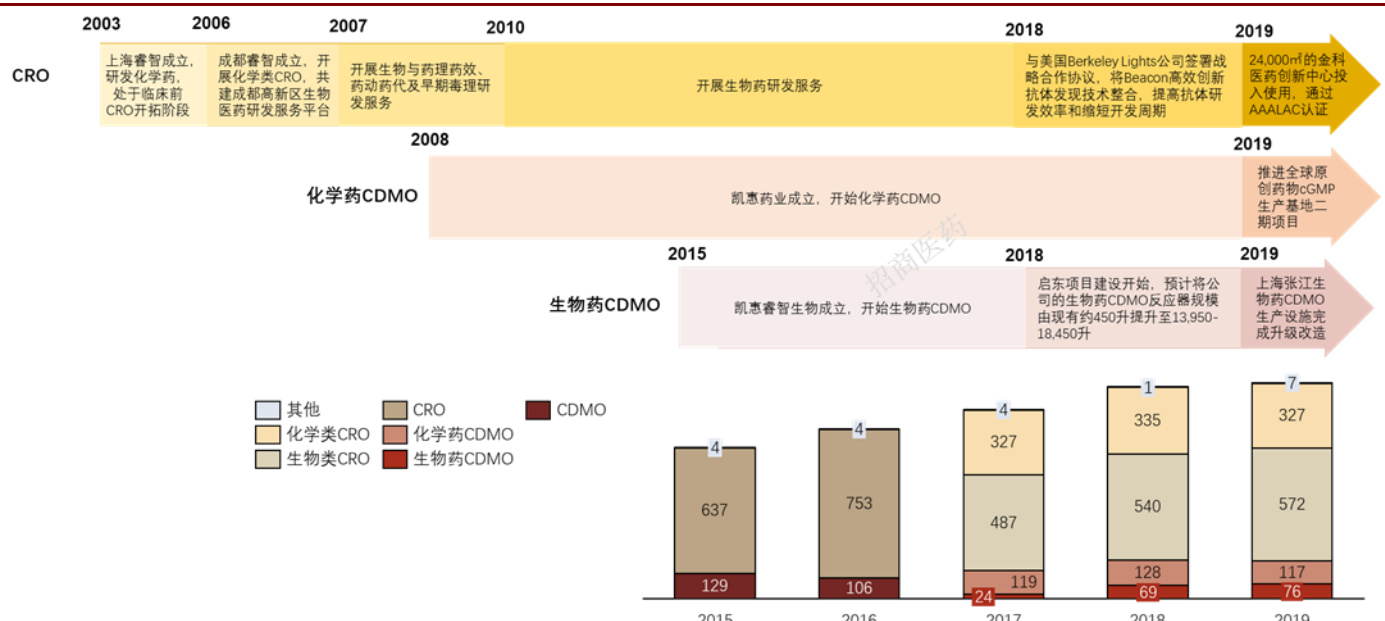


资料来源: 公司公告, 招商证券

公司积极拓展能力边界, 目前已涵盖包括早期药物研发一直到临床前药物筛选涉及的所有化学和生物类服务, 位于临床前行业领先地位。

- **化学合成→临床前 CRO+CDMO 一体化:** 作为国内首批医药研发外包服务公司, 公司充分利用国内早期比较优势, 以“人力密集型”的化学合成业务起家。面对即将到来的价格战, 2007 年向临床前 CRO 下游拓展, 开展生物与药理药效、药动药代及早期毒理研发服务等高毛利业务, 引进了大量有经验的海归人才, 以年均千万级的投入采购设备。2008 年公司成立凯惠药业正式切入化学药 CDMO 领域。启东项目和全球原创药物 cGMP 生产基地二期项目的积极推进, 有望弥补 CDMO 产能不足。
- **生物+化学全面布局:** 化学类业务趋于成熟, 竞争愈发激烈, 公司于 2010 年正式切入生物类 CRO 领域, 并于 2015 年成立凯惠睿智生物开展生物药 CDMO 服务, 是国内最早开展生物制药服务的 CRO 企业之一。目前, 公司累计帮助客户推进超过 70 个单抗药物进入从药物发现到临床三期等不同里程碑阶段, 在生物类 CRO 服务上形成突出优势。

图 7：一图看上海睿智能力拓展情况



资料来源：公司公告，招商证券

2.1 CRO：临床前 CRO 业内领先，业务环比改善

2.1.1 化学类业务成熟聚焦高端，生物类优势稳固主力驱动

量子睿智的 CRO 业务为临床前 CRO，具体专业范围涵盖化学服务、生物制药服务、药代动力学服务、生物服务等，业务涉及肿瘤、神经系统疾病、免疫炎症、纳米抗体、代谢、ADC（抗体偶联药物）等多个前沿领域，可以提供化学类和生物类药物开发临床前的整合服务，提升客户新药研发效率，降低新药研发风险和成本。公司新药研发经验丰富，是覆盖新药靶点范围最多的 CRO 企业之一，累计推动 200 多个靶点的新药研发。

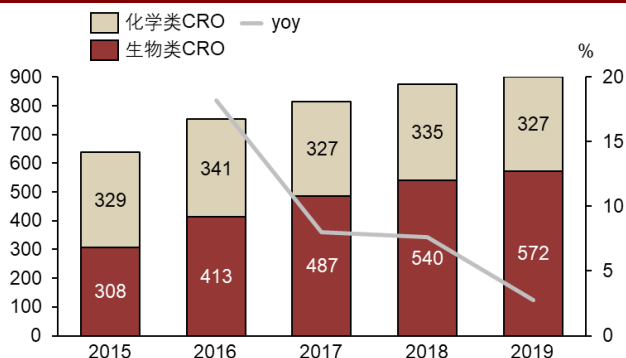
表 1、CRO 服务分类

| 分类 | 主要内容 |
|---------|---|
| 化学类 CRO | 化学药的设计、定制合成等，包括先导化合物的确证、优化，化合物库合成，小分子化合物和多肽合成等。 |
| 生物类 CRO | 药物的体外筛选以及体内药代研究，药效学研究，生物药的研发、表达、纯化等。 |

资料来源：公司公告，招商证券

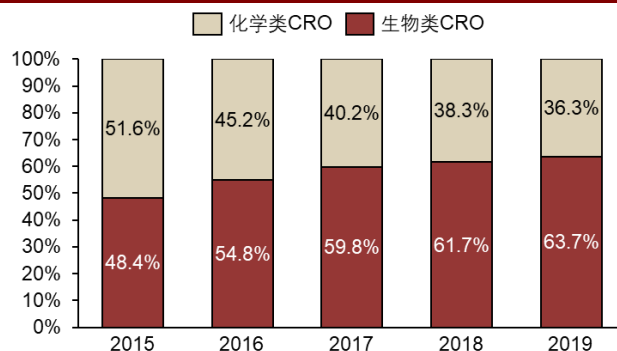
- **化学类 CRO 业务成熟，聚焦高端：**经过 10 余年的发展，在多肽合成技术、硼化学、糖化学等复杂化学合成领域积累了一定的服务经验和客户口碑。目前，公司化学类 CRO 业务趋于成熟，主要聚焦高端业务。
- **生物类 CRO 技术优势稳固，具备高毛利水平：**公司在生物与药理药效学、药代动力学与早期毒理等方面具备显著优势。同时作为国内最早开展生物制药服务的 CRO 企业之一，公司生物药 CRO 部门持续提升业务能力，业内领先的技术和服务为公司带来良好口碑，收入及毛利增长迅速。

图 8: 公司 CRO 业务收入拆分绝对值 (百万元)



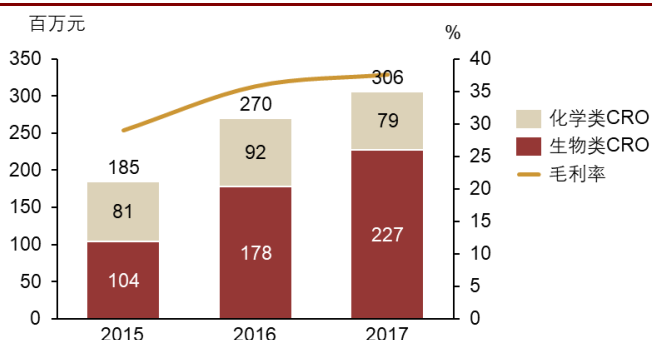
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 9: 公司 CRO 业务收入拆分占比



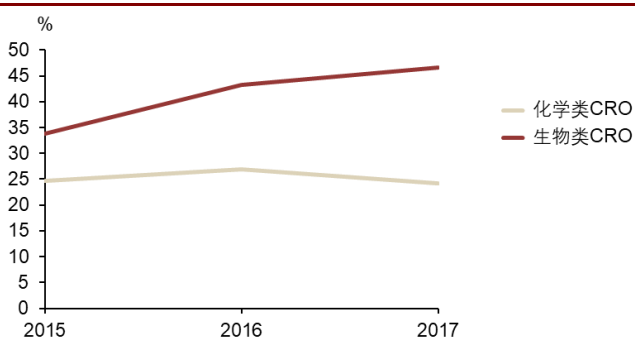
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 10: 公司 CRO 业务毛利拆分情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 11: 公司 CRO 业务拆分毛利率情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

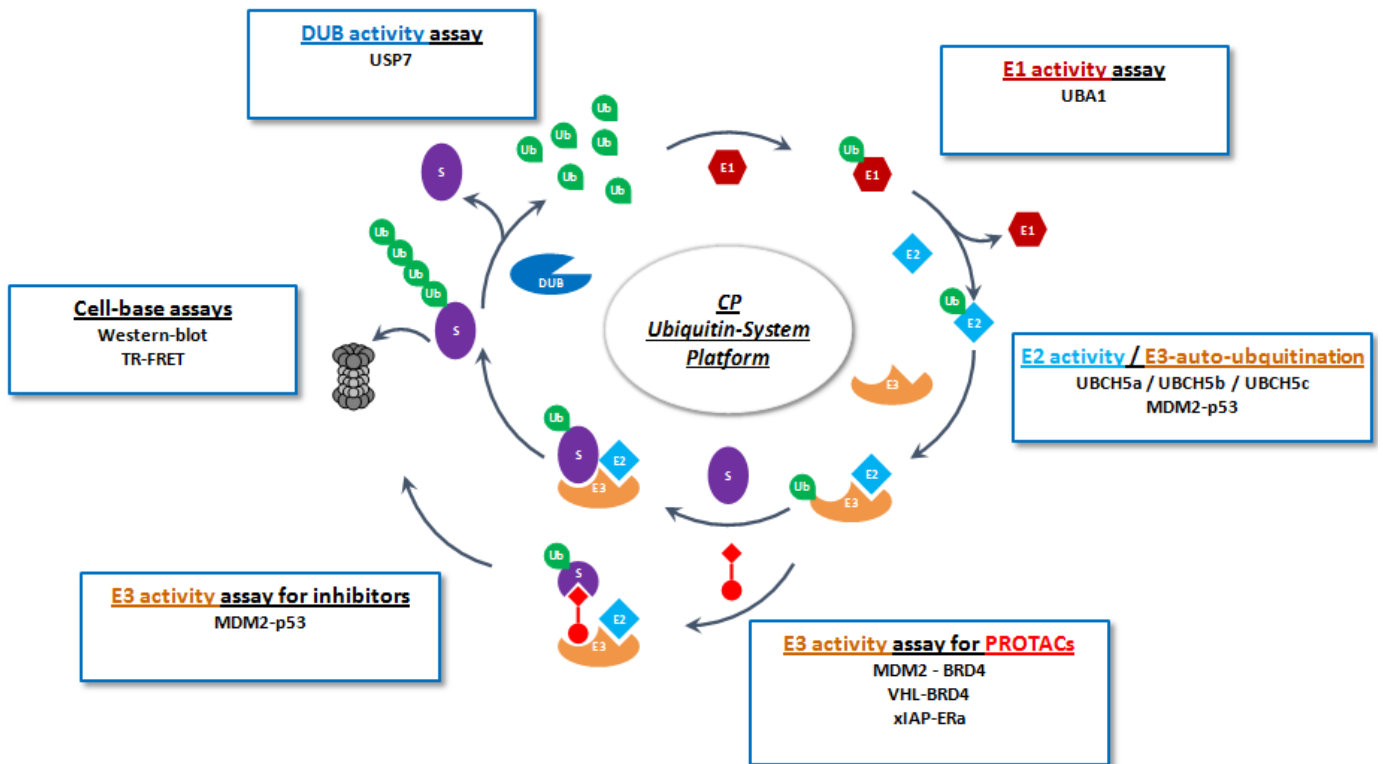
2.1.2 拥有多个先进技术平台, 为全面、高效的 CRO 业务提供保障

公司针对化药、生物药研发、药效、药代分析等 CRO 服务领域的多项技术难点取得了突破, 形成了多个先进技术平台。

- **生物与药理药效学:** 公司拥有大量针对不同药物靶标的药物研发试验平台。如: 丰富的肿瘤细胞株 (>700), 表观遗传学酶谱、激酶谱以及 hERGQPatch 等。公司同时拥有 AAALAC 认证的世界顶级动物房, 可应用如病人来源的异体移植瘤模型, 人源肿瘤系来源的异体移植瘤模型, 小鼠同源肿瘤模型, 以及与中枢神经系统相关 (5XFAD 小鼠), 代谢疾病相关 (如 Ob/Ob, db/db 小鼠) 等的转基因啮齿类动物模型, 进行体内药效学和药代药动相关性研究。

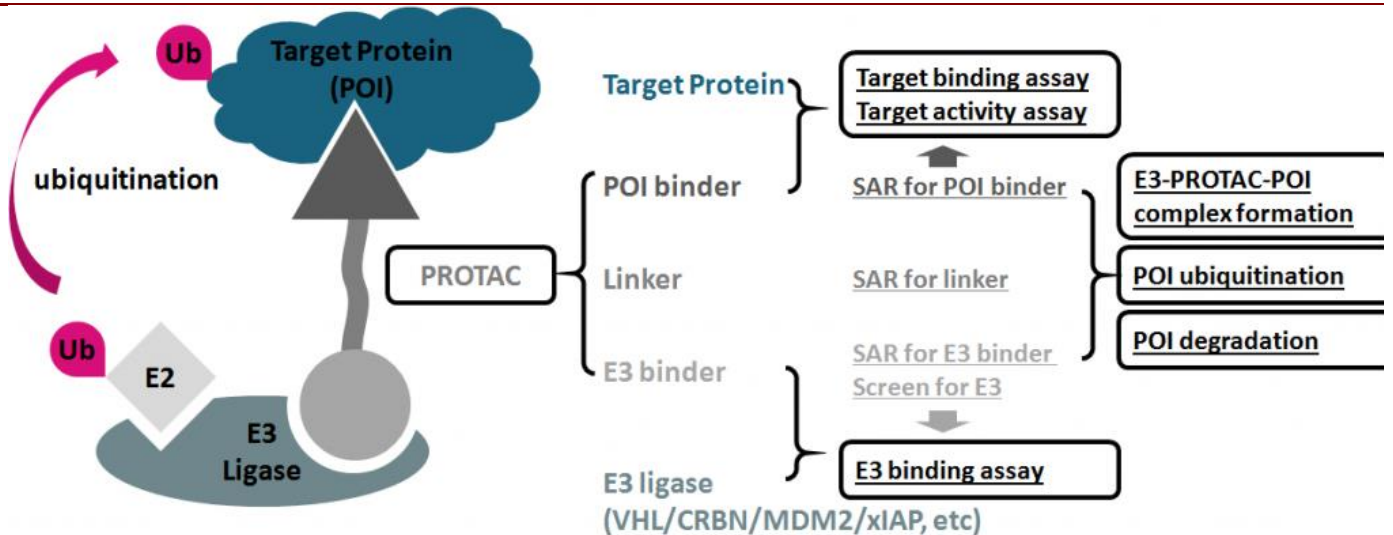
在创新靶标/技术的研究方面, 公司开发了前沿的蛋白质泛素化-去泛素化系统测试方案 (PROTAC 活性评估)、KRAS 测试方案以及针对新冠病毒 COVID-19 不同靶点药物开发的 SARS-CoV-2 新药研发与测试方案。

图 12: 蛋白质泛素化-去泛素化系统检测平台



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 13: PROTAC 研发平台



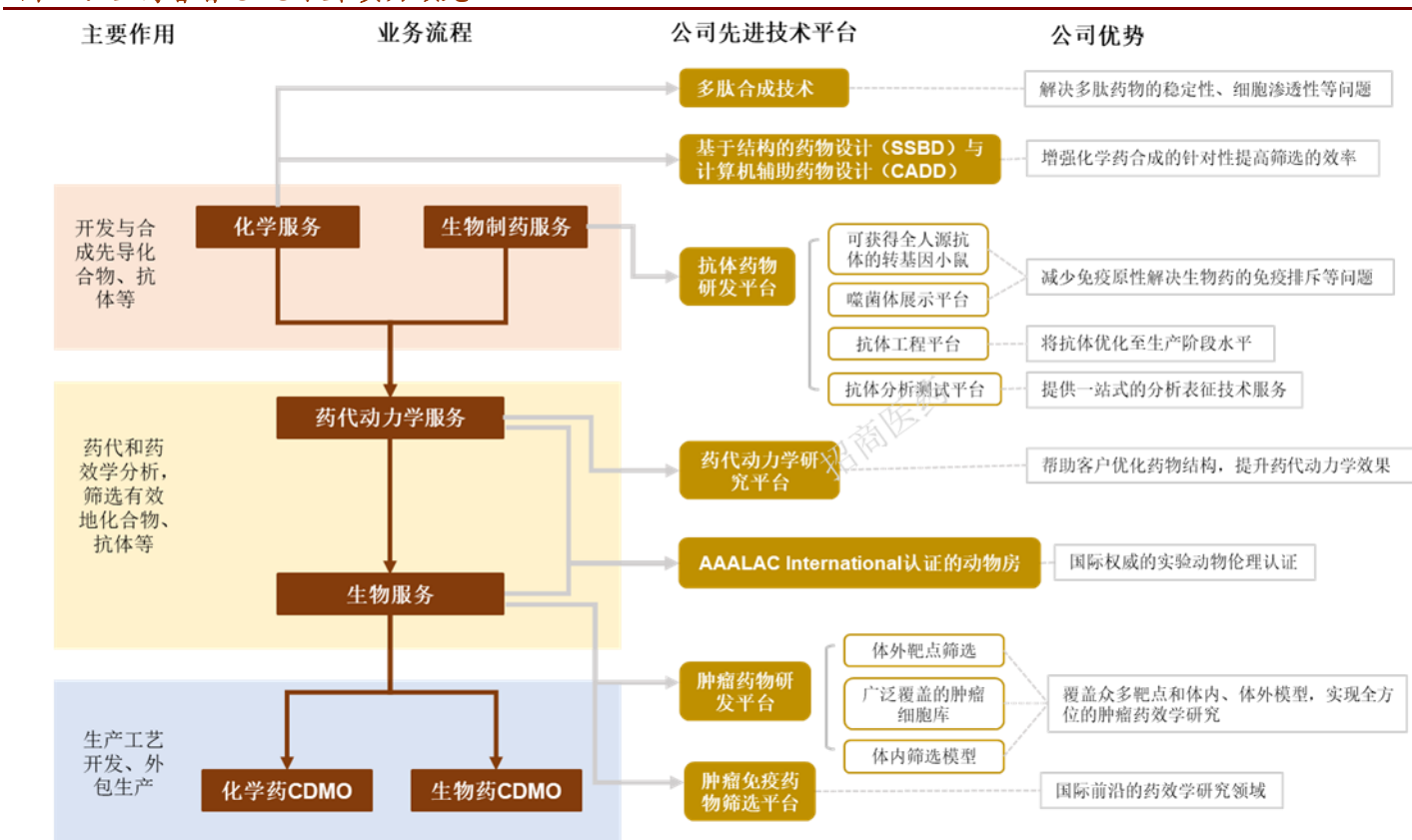
资料来源: 公司官网, 招商证券

- 药代动力学与早期毒理:** 已为世界各地众多客户累计完成了数以万计个化合物的 ADME 体外筛选试验(>80,000) 以及体内药代试验 (>10,000), 用以支持早期药物的筛选和开发。此外, DMPK 部门与生物, 药理及抗体部门密切合作, 将早期制剂开发, 体内体外相关性, 药代药效的模型分析, 生物标记物的检测以及代谢组学等技术应用于转化医学的研究。

- 化学药研发:** 公司针对化学药研发特点, 为客户提供基于结构的药物设计 (SBDD) 和计算机辅助药物设计 (CADD), 重点提升了化合物合成的针对性和筛选效率。2019 年, 公司基于片段筛选 (FBS) 的服务能力明显增强, 该服务比传统的高通量筛选 (HTS) 具有更多优势, 可以更快地搜索更广泛的化学空间, 需要的化合物数量更少, 蛋白质消耗量更少, 总体成本更低。该服务与高通量筛选 (HTS)、核磁共振筛选 (NMR) 一起, 为先导化合物筛选业务发展提供稳固有力地支撑。
- 生物药研发:** 公司在杂交瘤技术和噬菌体展示技术两种技术路径中均有丰富的技术和经验积累, 依托超过 200 人的生物药研发团队, 抗体药物研发平台可以提供“双技术路径、全研发环节”的生物药开发服务, 为客户实现从药物思路到抗体药生产工艺的一站式开发。2018 年, 公司位于南旧金山的研发中心携手 Berkeley Lights Inc.(BLI), 通过建立新的基于光流学的 Beacon® 平台, 完成抗体新药研发服务再升级。Beacon® 平台的纳米芯片技术能够对从单个 B 细胞分泌的抗体进行功能表征, 从而提供一个比标准的杂交瘤方法更为高效的抗体发现工作流程。

多个技术平台的建立为公司 CRO 业务的全面开展提供支持, 提高了业务效率。根据 2019 年 CRO 企业人均创收情况, 上海睿智位居前列, 仅次于药明康德和昭衍新药。

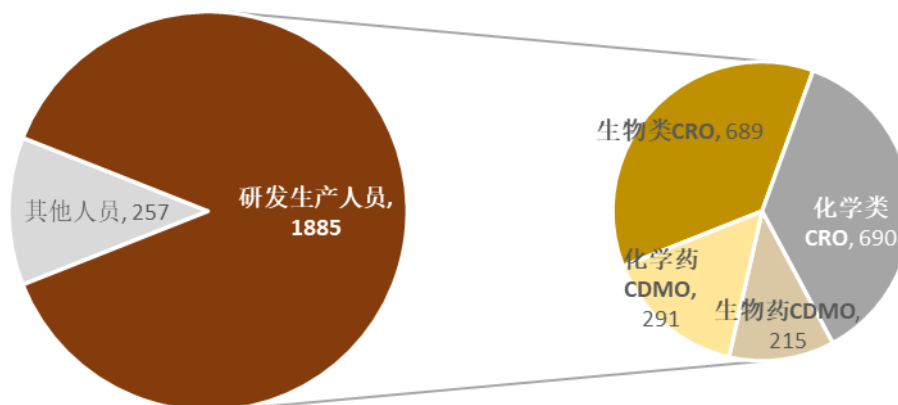
图 14: 上海睿智 CRO 技术实力领先



资料来源: 公司公告, 招商证券

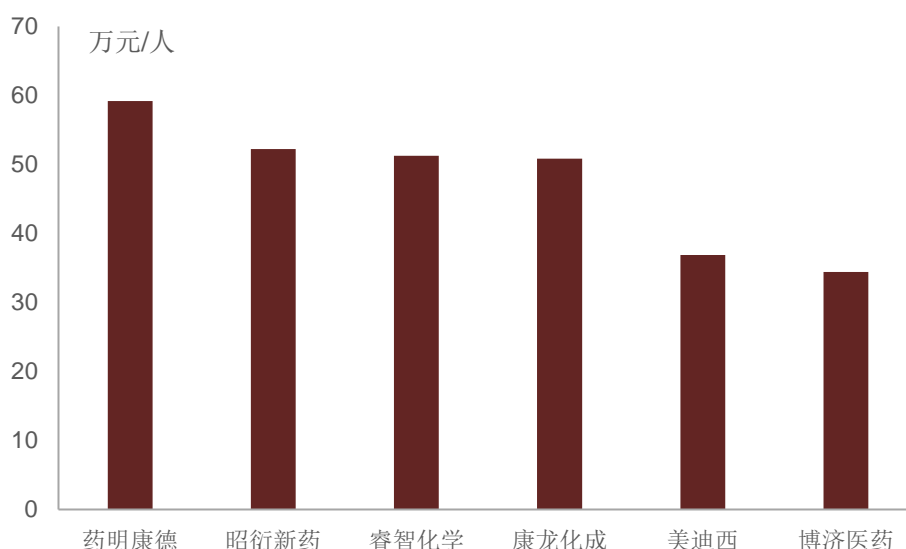
公司拥有一支高素质的专业医药研发服务队伍, 公司医药研发服务核心人员普遍拥有 20 年以上的医药行业经验, 大部分核心人员拥有在海外学术和大型药企研发部门的工作和管理经验。

图 15: 上海睿智研发人员分布



资料来源：公司公告，招商证券

图 16: 上海睿智 2019 年人均创收在行业中处于高水平



资料来源：Wind，招商证券

2.1.3 释放潜力：金科中心、启东动物房启用强化 CRO 优势，BD 团队加大市场拓展力度

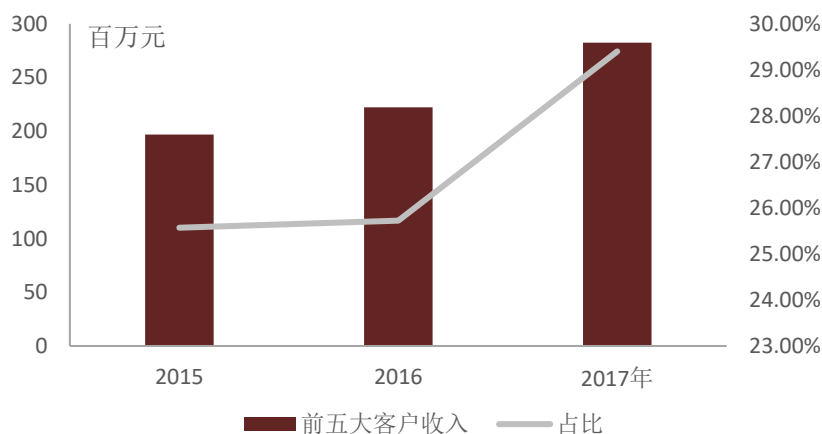
金科医药创新中心启用提升研发效率：作为量子生物“巩固 CRO 先发优势，加速 CDMO 产能升级”战略落地的重要一步，2019 年金科医药创新中心已完成搬迁并投入使用。金科医药创新中心面积 24,000 平方米，拥有国际一流的实验室，包括药物化学实验室、生物类研发实验室及 2000 平方米的 AAALAC 认证动物设施。核心实验室实现聚集化、协作化、流程化的布局，此举将大幅提升研发效率，业务上将有更大的扩充空间，可为下一步实验室新技术平台的进驻也预留了充裕空间。目前金科医药创新中心预留了 30% 左右的空间，用作后续的产能升级。

江苏启东的创新生物药一站式研发生产服务平台建设启动，新建 5000 平方米的动物设施并已投入使用，目前公司共 7000 平方米通过 AAALAC 认证，进一步提升公司市场

竞争力和盈利能力。公司的生物服务、药代动力学服务是生物类 CRO 中的重要组成部分，主要为客户提供药效学和药代动力学研究。业务的实验方式可以分为体内实验 (in vivo)、体外实验 (in vitro)，其中体内实验指进行于完整且存活的个体内的组织的实验，在新药研发中主要为动物实验。启东市实验中心将与现有实验动物中心协同运作，为 CRO 业务的进一步发展提供基础设施。公司现有的动物实验及相关设施从最初的建设到后续的运营均按照 GLP 规范，并为礼来、罗氏等国际大药企提供过动物房外包服务，目前 GLP 业务外包给战略合作伙伴，未来公司或自建 GLP，从而更好满足客户的需求，加强服务完整性和业务量。

相较于同行业，公司市场营销方面有较大提升空间：公司在 BD 方面布局较晚，2016 年才成立专业的 BD 团队部门。从客户集中度看，公司从刚起步时的主要依靠大客户资源，目前大客户占比有所降低，自 2015 年以来已与全球前 20 大跨国制药企业中的 18 家开展业务，并为全球范围内的 1600 多家客户提供服务。但仍有进一步拓展客户的空间：美国客户占海外客户的 80%，90% 以上的美国客户集中在波士顿和西海岸，中间地区有待开发；欧洲和日本客户占比较少。

图 17: 上海睿智前五大客户收入占比



资料来源：Wind，招商证券

对此，上海睿智加大了国内及国际市场的开发力度，充分利用国内在新冠疫情防控取得的有效成果，积极开拓国内外新业务新模式，扩大现有客户群，获取更多的新客户，同时争取大药企订单，夯实基石客户。

目前公司 BD 团队以外籍员工为主，主要常驻在美国和欧洲等标的主要业务市场。其中，睿智子公司 ChemPartner Corp. (USCP) 通过设立在美国旧金山的实验室面向美国的医药初创企业等开展化学方面的 CRO 业务，并负责国内市场的业务拓展和客户维护等；Chempartner Europe Aps (EuroCP) 设立在丹麦，负责欧洲市场的业务拓展和客户维护等；Chemexplorer Company Limited (CEHK) 设立在我国香港，负责辅助境外承接业务及资金收付等。

■ **国际：**全球业务拓展部针对全球主要生物医药市场制定了战略计划并由在北美、欧洲及亚太地区的专业且富有经验的业务拓展人员推动执行(加强了欧洲营销团队配置，加快日本生物药推广等)，从而推进公司在地方性、区域性及全球范围内的业

务增长。

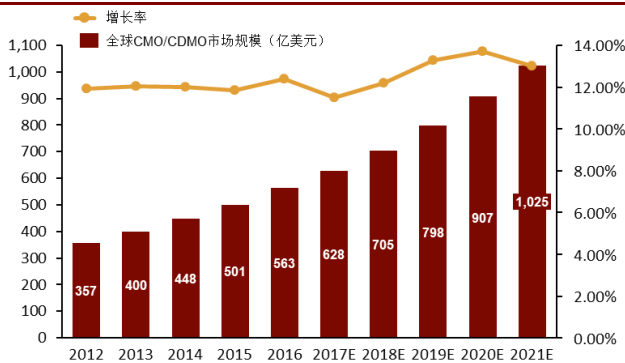
- **国内:** 公司探索与国内大药厂开展新的合作模式, 公司重组并扩大了业务拓展团队, 针对不同业务板块聘请专业业务拓展人员, 旨在通过对地区及服务项目进行有效覆盖从而推动中国及亚太地区的业务增长。

2.2 CDMO/CMO: 生物药 CDMO 进行业务卡位, 化学药 CDMO 2021 年商业化

2.2.1 CDMO/CMO 市场增速快、集中度低, 有较大提升空间

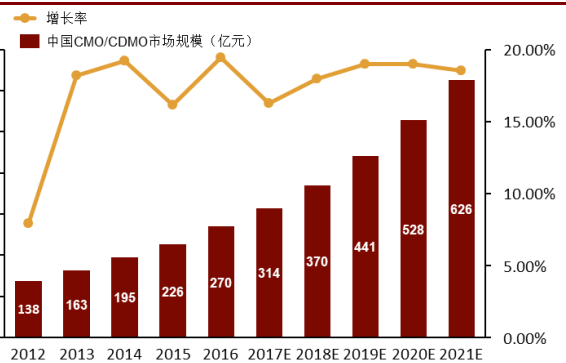
CMO/CDMO 行业发展景气, 受益于产能转移, 中国增速高于国际增速。 近年来, 诺华、辉瑞等 Big Pharma 纷纷关闭工厂, 将更多的生产外包, 国内 CDMO/CMO 行业增速高于全球, 并预计未来将继续保持高增速。

图 18: 2012 年至 2021 年全球 CMO/CDMO 行业规模及成长性分析



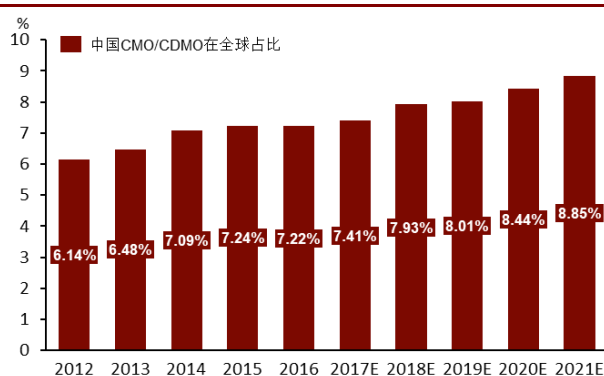
资料来源: 美国药品研究和制造商协会, IMS, 招商证券

图 19: 2012 年至 2021 年中国 CMO/CDMO 行业规模及成长性分析



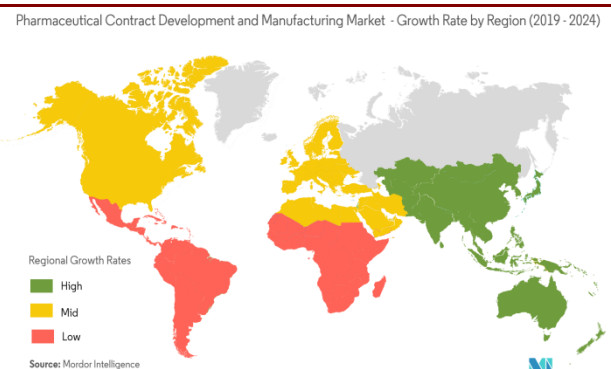
资料来源: 南方所, 欧洲仿制药协会, 招商证券

图 20: 中国 CMO/CDMO 行业在全球占比逐步提升



资料来源: 汤森路透, 招商证券

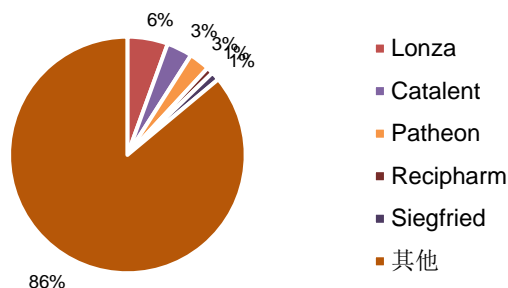
图 21: 中国所在地区全球增速最高



资料来源: Mordor Intelligence, Evaluate Pharma, 招商证券

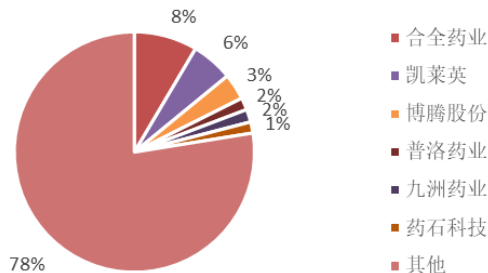
从市场格局看, 无论国际或是国内, 生产外包集中度均较低, 有进一步提升空间。

图 22: 全球市场格局



资料来源: Edgemont, 招商证券

图 23: 中国市场份额

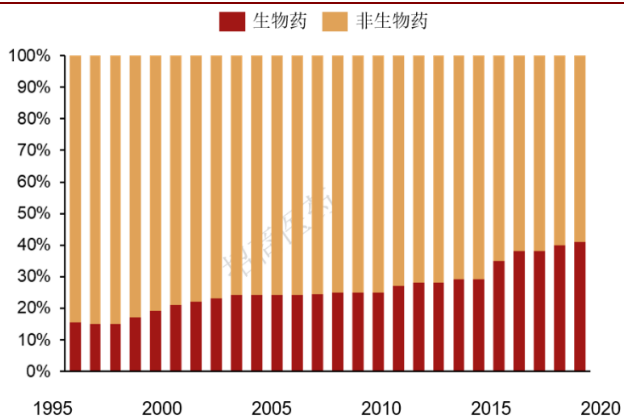


资料来源: 各公司年报, 招商证券

药物研发及生产外包趋势由化学药领域向生物药扩展。

- **生物药迅速发展:** 1982 年人源化胰岛素问世, 作为首个生物药开启了制药业的新纪元; 90 年代末若干个生物药成为 blockbuster; 2010 年 Top10 药物中生物药已占三席, 但小分子药物仍占据绝对优势(7 个); 2020 年生物药已经后来居上, Top10 药物中达到 6 个。
- **未来 3-5 年生物药 CDMO/CMO 的行业增速将高于化学药 CDMO/CMO:** 研发管线代表着研发投入方向, 也是医药外包服务企业的收入来源。近年新药管线中生物药占比不断提升, 免疫治疗与细胞治疗成为热门, 多家国内外的 CDMO/CMO 公司均加大、或新增了大量分子的布局。

图 24: 畅销药 TOP10 中生物药占比提高



资料来源: IQVIA, 招商证券

图 25: 1995-2020 全球新药研发管线中生物药占比不断提升

| 2010 全球畅销药 TOP10 | | | 2020 年全球畅销药 TOP10 | | |
|------------------|----------|---------|-------------------|-----------|---------|
| 排名 | 药物 | 销售额/亿美元 | 排名 | 药物 | 销售额/亿美元 |
| 1 | 立普妥 | 126.6 | 1 | Humira | 191.69 |
| 2 | 波立维 | 88.2 | 2 | Keytruda | 110.84 |
| 3 | 舒利迭 | 84.7 | 3 | Revlimid | 108.23 |
| 4 | 耐信 | 83.6 | 4 | Imbruvica | 80.85 |
| 5 | 思瑞康 | 68.2 | 5 | Opdivo | 80.05 |
| 6 | 可定 | 68 | 6 | Avastin | 79.33 |
| 7 | Enbrel | 61.7 | 7 | Eliquis | 79.29 |
| 8 | Remicade | 60.4 | 8 | Eylea | 75.42 |
| 9 | Humira | 59.6 | 9 | Xarelto | 69.34 |
| 10 | Zyprexa | 57.4 | 10 | Enbrel | 69.25 |

资料来源: Pharma projects, 招商证券

注: 红字代表生物药

2.2.2 产能扩张项目不断推进, 生物药 CDMO 业务放量在即

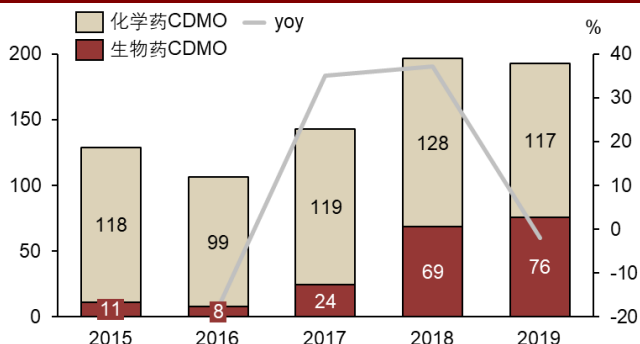
公司的 CDMO 业务主要为客户提供:

- **生物药 CDMO:** 细胞株开发、工艺开发、制剂研发、无菌罐装及冻干、成药性研究、包材可提取物和析出物研究、分析方法开发和放行检测以及 GMP 标准的生产。

- **小分子化学药 CDMO:** 工艺开发和优化、分析方法开发、配方开发、ICH 的稳定性研究、CTD 报告的 CMC 部分的编写和临床样品的外包生产。

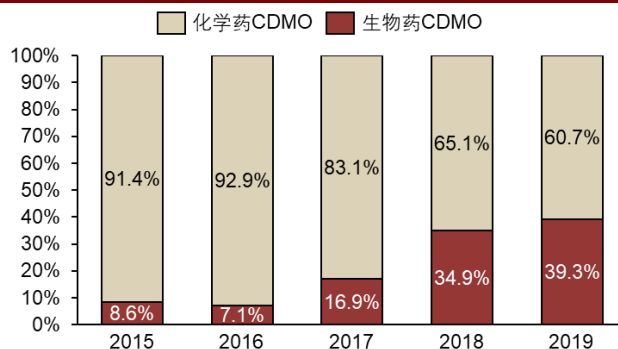
CDMO 业务尚处于早期阶段，成长迅速但盈利效率较低。 CDMO 业务体量虽小，近年来收入增长迅速，2015-2019 CAGR 为 10.6%，其中生物药 CDMO 增长尤为迅速，2015 年业务首次布局以来 CAGR 为 61.7%。化学药 CDMO 业务经过多年发展，2017 年已实现扭亏，毛利率为 15.33%，但仍与可比上市公司 45%左右的毛利率水平存在差距。生物药 CDMO 正处于业务拓展的前期阶段，2017 年毛利率仍为负。

图 26: 公司 CDMO 业务收入拆分绝对值 (百万元)



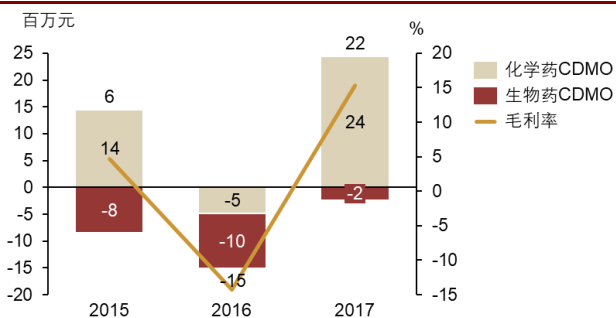
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 27: 公司 CDMO 业务收入拆分占比



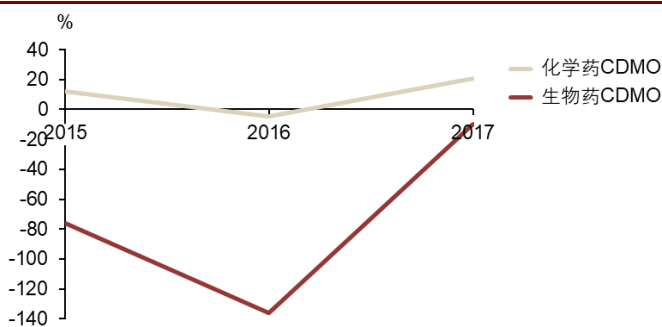
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 28: 公司 CDMO 业务毛利拆分情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 29: 公司 CDMO 业务拆分毛利率



资料来源: 公司公告, 招商证券

生物药 CDMO: 启东项目 2020 年三季度整装待发, 进行生物药 CDMO 业务卡位

- **张江产能优化:** 公司目前张江的生物药 CDMO 反应器规模约 450L, 2019 年公司针对张江 450L 生物药生产产能进行优化, 购置了新的国际标准的设备设施。优化之后, 原液、纯化、制剂和冻干产能较之前增加了一倍, 同时纯化水、纯蒸汽、注射用水的制备能力及配送效率得到大幅提升, GMP 仓库容量大幅增加, 可以承接并同时实施更多客户的项目, 更好地满足客户不同的项目要求。连同 GMP 标准的质量管理体系, 一方面提升了现有的服务能力和效率, 另一方面, 从各环节为启东创新生物药 CDMO 投产做好了充分的准备。目前张江产能仅能支持新药临床研究注册申报和临床 I 期、II 期实验用量, 无法满足客户所需的全周期生产服务需求, 故公司于江苏启东建设新产能。
- **启东项目整装待发, 2020 三季度开始逐步放量:** 公司于启东建设 3 条 500 升和 6 条 2000 升的一次性生物反应器规模的单克隆抗体细胞培养和原液生产线以及相配

套的下游纯化和制剂设备。启东项目建设完毕后，公司总生物药 CDMO 反应器规模将提升至 13,950-18,450 升，为客户新药的临床 III 期研究及药品上市后的商业化生产提供研发和生产支持，从而为客户实现生物药工艺开发和生产的全周期服务，增强上市公司承接业务的能力，提升收入增长的空间。目前，启东生物药商业化生产服务项目预计下半年将投产首批 4500L，现阶段启东 500L 生物药生产项目处于设备调试及 QC 准备阶段，计划在三季度先投产 500L，接下来的两个 2000L 将采用滚动的方式投产。

化学药 CDMO：具备客户基础，2021 年末预计新基地投产

- **具备客户基础：**负责化学 CDMO 的凯惠药业已与超过 150 家国内外医药企业实现合作，累计承担了超过 700 个医药研发项目，项目涵盖了抗生素类、抗肿瘤、抗白血病、痛风等多领域的创新药开发，以及临床前及临床 I 期原料药、高级中间体的生产服务。公司在新药的合成和工艺放大等 CDMO 业务方面具备优势，现有化学药 CDMO 产能为百公斤级，能够满足当前客户在临床 I 期试验阶段的需求，随着客户新药研发进入临床 II、III 期及商业化生产阶段，其对 CDMO 的产能需求将大幅上升，产能瓶颈使公司需要将化学药 CDMO 产能提升至吨级以满足客户的进一步需求。除此之外，随着市场需求的不断增长，扩大产能也有助于公司承接更多新客户订单，提升市场占有率、扩大收入规模。
- **公司争取在 2021 年年底投产位于奉贤的 cGMP 创新药生产基地二期一阶段。届时，化学药 CDMO 产能可覆盖到 III 期及商业化生产。**奉贤 cGMP 创新药生产基地二期投产后，将大幅提升化学药 CDMO 业务的产能至 40 吨以上，从而满足国内外客户进一步外包生产需求，大幅提升小分子 CMO/CDMO 业务的市场竞争力。计划生产的新药品种主要集中在抗肿瘤、白血病、新型抗生素、降压药、糖尿病药等领域，其中 10 余项新药的新药研发、工艺开发等 CRO 和 CDMO 业务均在上海睿智完成，公司与客户的合作关系稳定，后续 CDMO 业务的黏性较强。

CDMO 业务成长性较好，其中生物药基数虽小订单充足、技术人才和设备支撑，化学药后端项目逐渐增多，预计随着项目的持续推进、业务放量，CDMO 将迎来快速增长。

表 2：上海睿智 CDMO 产能扩张计划

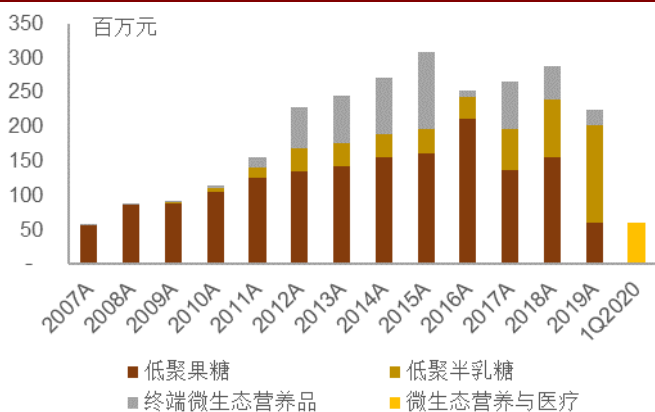
| 业务 | 项目 | 新增能力 | 计划 |
|----------|------------------------------|--|--|
| 生物药 CDMO | 位于江苏省启东市的创新生物药一站式研发生产服务平台建设 | 将建设 3 条 500 升和 6 条 2000 升的一次性生物反应器规模的单克隆抗体细胞培养和原液生产线以及相配套的下游纯化和制剂设备，将公司的生物药 CDMO 反应器规模由现有约 450 升提升至 13,950-18,450 升。 | 2020 年下半年，该项目将建设完成首批 1 条 500 升和 2 条 2000 升的原液生产线，配套 1 条无菌灌装线和冻干粉针剂线，可满足生物药临床 III 期及商业化生产的生产外包服务需求。 |
| 化学药 CDMO | 上海市奉贤区“全球原创药物 cGMP 生产基地二期项目” | 项目将新建三个 cGMP 国际化标准车间，形成原料药产能 16 吨/年、化学药的高级医药中间体产能约 28 吨/年、多肽原料药产能约 0.13 吨/年，提升现有的化学药 CDMO 产能，能力将拓展至 III 期及商业化生产 | 建设周期 2 年，一阶段将建造 1 个商业化原料药生产车间，该生产车间的桩基工程已于 2020 年 1 月份完成。 |

资料来源：公司公告，招商证券

三、微生态业务：“百日整治”负面影响渐消，疫情提升产品美誉度

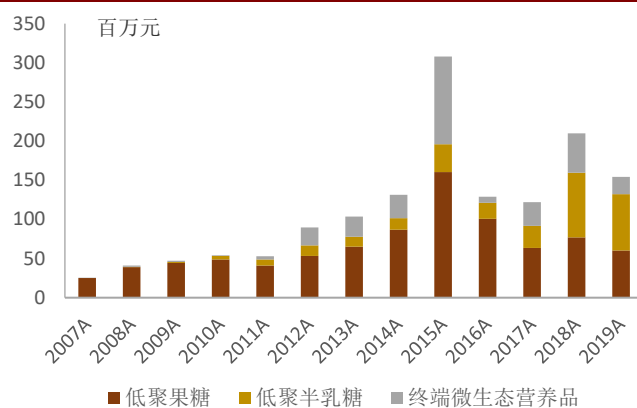
“百日整治”负面影响逐渐消褪，疫情带动益生元产品需求。量子生物自创立以来一直从事低聚果糖、低聚半乳糖为代表的微生态营养制剂的研发、生产及销售，公司秉持技术立企的经营理念，拥有国际领先的果糖转移酶生产高纯度粉状低聚果糖的核心技术，是全球范围内少数掌握酶工程、菌种选育、工艺开发、分析检测等全产业链核心技术的益生元企业。2018年底由于权健事件导致百日整治，全保健品行业受到负面影响；目前影响逐渐消褪，疫情提升了对益生元的关注度，公司收入增速回升。2020年一季度微生态营养板块收入 6,053.72 万元，同比增长 14.06%；实现净利 1,199.01 万元，按同比口径较上年同期增加 25.14%。

图 30：微生态业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 31：微生态业务毛利情况（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

布局微生态医疗，协同性有望凸显。2017年4月，公司投资设立量子医疗，正式迈进微生态医疗领域。量子医疗主要面向慢性病领域进行技术开发和投资管理，提供以肠道菌群为靶点干预和治疗慢性病的微生态医疗健康服务。公司已于2020年上半年获得医疗机构执业许可，标志着量子生物在微生态医疗检测服务进入一个全新阶段，也是量子生物在微生态健康产业上的闭环竞争优势的进一步体现。微生态医疗板块将进一步加强与国内科研机构的研发合作，整合微生态营养及医药研发服务板块的技术平台与资源，协同发展。

四、盈利预测与投资评级

关键假设：

1、CRO 业务环比改善提速：一季度受疫情影响，公司延迟复工导致业务受到影响，随着公司全面复工以及金科医药创新中心、江苏启东动物房的投入使用，公司研发效率得以进一步提升；同时公司近年成立 BD 团队加大市场拓展力度，有助于公司进一步释放潜力。我们预计公司 CRO 业务 2020-2022 年收入同比增长 17%/26%/23%。

2、CDMO 业务收入将迎放量：公司分别于 2008 年和 2015 年布局化学 CDMO 和生物 CDMO，成长迅速的同时产能瓶颈问题凸显。对此，公司积极推进启东创新生物药一站式研发生产服务平台和奉贤全球原创药物 cGMP 生产基地二期项目的建设，生物药

CDMO 产能将从 450L 提升至 13,950~18,450L，化学药 CDMO 产能将从百公斤级达 40 吨。其中，启东 CDMO 项目预计三季度投入 500L，并于今年年底前滚动投入两个 2000L，进行业务卡位。我们预计公司 CDMO 业务 2020-2022 年收入同比增长 19%/75%/43%。

3、微生态业务回升：2019 年作为目前益生元重要应用领域的保健行业经历了“百日整治”活动，目前其负面影响逐渐消褪，同时疫情下“微生态平衡”受到重视，微生态营养制剂业务 2020 年明显回升，收入同比增长 14.06%，净利同比增加 25.14%，预计全年继续维持回升态势。我们预计公司微生态业务 2020-2022 年收入同比增长 20%/15%/10%。

盈利预测与投资评级：在我们此前的 CXO 行业深度报告《起于海外，弄潮本土—探究 CXO 的中国弹性与企业机会》中认为，CXO 行业具有超千亿美元规模，并在生物医药创新、研发费用增长、外包率提升的背景下保持高景气度。公司是国内少数同时覆盖化学和生物领域的 CRO+CMO 一体化平台，同时原有微生态业务恢复增长，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.94 亿、2.92 亿和 3.95 亿，PE 分别为 51X、34 X 和 25 X，首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。

表 3：销售收入结构预测

| 单位：百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 997 | 1328 | 1560 | 2047 | 2559 |
| CRO | 549 | 899 | 1,050 | 1,325 | 1,633 |
| CDMO | 146 | 193 | 229 | 400 | 573 |
| 微生态 | 288 | 224 | 269 | 309 | 340 |
| 其它 | 14 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 收入增长率 | 189% | 33% | 17% | 31% | 25% |
| CRO | - | 64% | 17% | 26% | 23% |
| CDMO | - | 32% | 19% | 75% | 43% |
| 微生态 | 9% | -22% | 20% | 15% | 10% |
| 其它 | 44% | -13% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利率 | 43% | 38% | 39% | 39% | 40% |
| CRO | 46% | 42% | 43% | 44% | 44% |
| CDMO | 10% | 10% | 12% | 18% | 24% |
| 微生态 | 51% | 48% | 50% | 51% | 51% |
| 其它 | 59% | -1368% | 5% | 5% | 5% |

资料来源：公司数据、招商证券，注：2018 年上海睿智于 6.1 起并入。

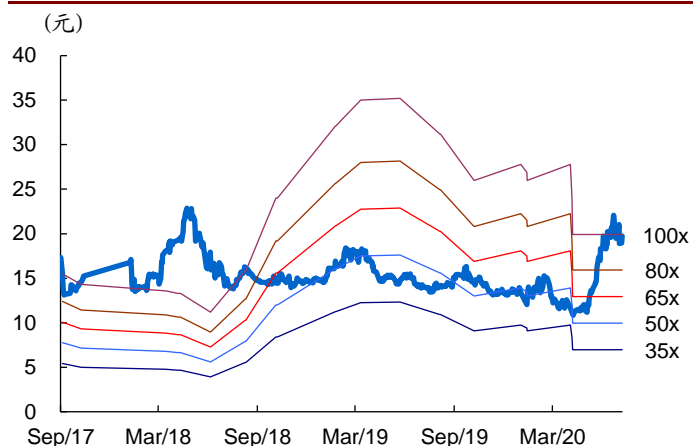
表 4：估值对比表

| 公司 | 代码 | EPS | | | 盈利增长率 | | | PE | | | 市值 (亿元) |
|------|-----------|------|------|------|-------|-----|-----|----|-----|-----|------------|
| | | 19 | 20E | 21E | 19 | 20E | 21E | 19 | 20E | 21E | |
| 药明康德 | 603259.SH | 1.12 | 1.14 | 1.47 | -18% | 43% | 29% | 82 | 88 | 68 | 2513 |
| 康龙化成 | 300759.SZ | 0.69 | 1.05 | 1.37 | 64% | 52% | 31% | 75 | 107 | 82 | 848 |
| 美迪西 | 688202.SH | 1.07 | 1.60 | 2.25 | 10% | 49% | 41% | 54 | 90 | 64 | 89 |

| | | | | | | | | | | | |
|------|-----------|------|------|------|------|-----|-----|----|----|----|-----|
| 昭衍新药 | 603127.SH | 1.10 | 1.12 | 1.53 | 65% | 43% | 37% | 52 | 88 | 65 | 225 |
| 量子生物 | 300149.SZ | 0.28 | 0.39 | 0.58 | -14% | 40% | 51% | 71 | 51 | 34 | 99 |
| 平均 | | 0.86 | 1.06 | 1.66 | 21% | 46% | 38% | 67 | 85 | 63 | 755 |

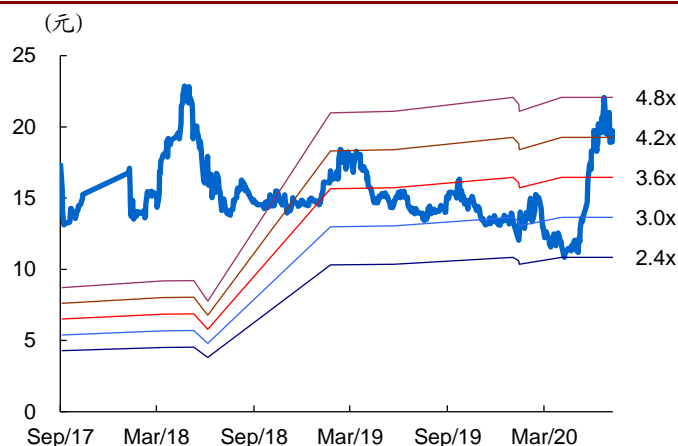
资料来源: Wind, 招商证券, 注: 部分盈利预测和估值取 Wind 一致预期

图 32: 量子生物历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 33: 量子生物历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

五、风险提示

药企研发投入降低风险: 药企研发投入是 CRO 收入的主要来源, 若降低则会对 CXO 公司收入产生不利影响;

全球疫情影响导致业务暂停/下滑风险: 新冠疫情存在不确定性, 或导致药企客户或者 CXO 企业的业务暂停或下滑;

国际贸易争端风险: 由于海外政策变化, 或影响未来海外订单承接进度;

汇率波动风险: 汇率波动会对以外币结算的海外收入产生影响;

核心人员流失风险: 核心人员的流失或对公司产生不利影响;

减持风险: 企业限制性股票解禁, 或引起市场价格波动;

产能扩张低于预期风险: 公司的启东项目和奉贤项目都是公司产能扩张的重要项目, 若产能扩张或者 BD 低于预期, 则公司业绩将受到影响;

商誉减值风险: 公司收购上海睿智后确认了较大金额的商誉, 若上海睿智未来经营业绩未达预期, 本次交易形成的商誉将会存在减值风险, 从而对公司经营业绩产生不利影响。

安全生产及环保风险; 大客户流失风险; 市场竞争加剧风险。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 735 | 800 | 806 | 1199 | 1666 |
| 现金 | 191 | 201 | 146 | 353 | 627 |
| 交易性投资 | 0 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 应收票据 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 336 | 409 | 458 | 601 | 751 |
| 其它应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 50 | 68 | 70 | 92 | 113 |
| 其他 | 157 | 58 | 68 | 89 | 111 |
| 非流动资产 | 2612 | 2968 | 2868 | 2774 | 2683 |
| 长期股权投资 | 63 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 固定资产 | 553 | 606 | 653 | 695 | 731 |
| 无形资产 | 1829 | 1810 | 1689 | 1576 | 1471 |
| 其他 | 167 | 436 | 410 | 387 | 366 |
| 资产总计 | 3348 | 3768 | 3675 | 3973 | 4350 |
| 流动负债 | 355 | 789 | 503 | 554 | 604 |
| 短期借款 | 50 | 93 | 60 | 60 | 60 |
| 应付账款 | 70 | 91 | 105 | 137 | 170 |
| 预收账款 | 43 | 48 | 56 | 73 | 90 |
| 其他 | 191 | 557 | 283 | 283 | 284 |
| 长期负债 | 789 | 675 | 675 | 675 | 675 |
| 长期借款 | 580 | 612 | 612 | 612 | 612 |
| 其他 | 209 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| 负债合计 | 1143 | 1464 | 1178 | 1229 | 1279 |
| 股本 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 资本公积金 | 1235 | 1231 | 1231 | 1231 | 1231 |
| 留存收益 | 455 | 561 | 755 | 1005 | 1336 |
| 少数股东权益 | 14 | 11 | 11 | 8 | 3 |
| 归属于母公司所有者权益 | 2190 | 2292 | 2486 | 2736 | 3067 |
| 负债及权益合计 | 3348 | 3768 | 3675 | 3973 | 4350 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------------|----------|-------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 243 | 215 | 420 | 406 | 492 |
| 净利润 | 161 | 139 | 194 | 292 | 395 |
| 折旧摊销 | 78 | 129 | 229 | 225 | 221 |
| 财务费用 | 38 | 48 | 48 | 38 | 36 |
| 投资收益 | (15) | (1) | (10) | (10) | (10) |
| 营运资金变动 | (21) | (80) | (42) | (145) | (153) |
| 其它 | 3 | (20) | 0 | 5 | 3 |
| 投资活动现金流 | (940) | (255) | (119) | (119) | (119) |
| 资本支出 | (110) | (254) | (131) | (131) | (131) |
| 其他投资 | (831) | (1) | 13 | 13 | 13 |
| 筹资活动现金流 | 594 | 48 | (356) | (80) | (100) |
| 借款变动 | (590) | 280 | (308) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 78 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1150 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (17) | (35) | 0 | (42) | (63) |
| 其他 | (26) | (193) | (48) | (38) | (36) |
| 现金净增加额 | (103) | 8 | (55) | 207 | 274 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 997 | 1328 | 1560 | 2047 | 2559 |
| 营业成本 | 570 | 821 | 947 | 1239 | 1532 |
| 营业税金及附加 | 7 | 5 | 6 | 8 | 9 |
| 营业费用 | 44 | 58 | 68 | 89 | 111 |
| 管理费用 | 135 | 182 | 214 | 281 | 351 |
| 研发费用 | 55 | 63 | 74 | 97 | 121 |
| 财务费用 | 27 | 51 | 48 | 38 | 36 |
| 资产减值损失 | (3) | (23) | (20) | (10) | (6) |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 投资收益 | 14 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 179 | 136 | 193 | 295 | 402 |
| 营业外收入 | 0 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 178 | 144 | 201 | 304 | 410 |
| 所得税 | 18 | 8 | 11 | 17 | 23 |
| 少数股东损益 | (1) | (3) | (4) | (6) | (8) |
| 归属于母公司净利润 | 161 | 139 | 194 | 292 | 395 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 262% | 33% | 17% | 31% | 25% |
| 营业利润 | 149% | -24% | 42% | 53% | 36% |
| 净利润 | 173% | -14% | 40% | 51% | 35% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 42.8% | 38.2% | 39.3% | 39.5% | 40.1% |
| 净利率 | 16.2% | 10.5% | 12.4% | 14.3% | 15.4% |
| ROE | 7.4% | 6.1% | 7.8% | 10.7% | 12.9% |
| ROIC | 6.4% | 5.4% | 7.2% | 9.2% | 11.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 34.1% | 38.9% | 32.1% | 30.9% | 29.4% |
| 净负债比率 | 20.4% | 26.0% | 18.3% | 16.9% | 15.4% |
| 流动比率 | 2.1 | 1.0 | 1.6 | 2.2 | 2.8 |
| 速动比率 | 1.9 | 0.9 | 1.5 | 2.0 | 2.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 存货周转率 | 15.3 | 13.9 | 13.7 | 15.3 | 15.0 |
| 应收帐款周转率 | 5.1 | 3.6 | 3.6 | 3.9 | 3.8 |
| 应付帐款周转率 | 14.9 | 10.2 | 9.7 | 10.2 | 10.0 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| EPS | 0.32 | 0.28 | 0.39 | 0.58 | 0.79 |
| 每股经营现金 | 0.49 | 0.43 | 0.84 | 0.81 | 0.98 |
| 每股净资产 | 4.38 | 4.59 | 4.97 | 5.47 | 6.14 |
| 每股股利 | 0.07 | 0.00 | 0.08 | 0.13 | 0.17 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 61.2 | 71.0 | 50.8 | 33.7 | 25.0 |
| PB | 4.5 | 4.3 | 4.0 | 3.6 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 40.5 | 39.5 | 22.3 | 18.8 | 15.9 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙 炜 医药行业首席分析师

Email: sunwei7@cmschina.com.cn

执业证书编号: S1090520030002

复旦大学金融学硕士，4年卖方研究经验，3年医疗咨询和PE投资经历。2020年2月加入招商证券，曾先后在国金证券、康桥资本担任分析师。

许菲菲 医药行业分析师

Email: xufeifei@cmschina.com.cn

执业证书编号: S1090520040003

哥伦比亚大学运筹学硕士，3年卖方研究经验，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。