

# 康龙化成 (300759.SZ)

## 服务能力持续提升，迈入高速发展快车道

**新药研发的“卖水人”，行业持续高景气：**创新药服务商赚的是新药研发投入的钱，无需面对新药研发失败的风险，持续的研发投入逐步转化为创新药服务商的收益。随着药物研发投入与外包渗透率持续提高，全球市场有望保持 10% 增速。同时国内正经历“仿制药为主”到“创新为方向”的医药产业升级，创新药发展进入黄金时代，叠加海外产业转移，**国内药物研发服务行业进入爆发期，有望保持 20% 以上增速，国内企业迎来高速发展机遇。**

**立足实验室化学，打造一体化服务平台：**公司近年逐步构建起从实验室化学到生物科学与 CMC 与临床服务的一体化服务平台，收入利润快速增长，盈利能力持续提升（近三年收入、归母净利润复合增速分别为 32.0% 与 45.7%，毛利率由 29.0% 增至 35.5%，净利率由 10.8% 增至 14.6%）。**前后端业务协同以及服务能力持续提升将是驱动公司高速成长的重要驱动力。**

**把握业务流量端口，协同效应逐步体现：**公司核心业务实验室化学（药物发现）位于整个药物研发外包服务产业链的最前端，服务能力全球领先，持续积累大量项目与客户资源，提供收入贡献的同时能够持续为后端业务导流。根据 2019 年中报披露，公司 76% 的生物科学收入来源于与实验室化学的协同效应，78% 的 CMC 收入来源于与实验室业务的协同效应。**业务间协同效应的持续体现有望拉动后端业务持续快速增长。**

**服务能力持续提升，后端业务空间巨大：**公司核心业务实验室服务毛利率（40.3%）已接近业内领先企业药明康德（42.9%）。但 CMC 业务由于前期投入较多，存在产能未充分利用，同时项目以临床早期为主，盈利能力仍有提升空间。在业务协同效应下，CMC 项目快速增加，产能利用率有望持续提高，同时宁波杭州湾三期生命科技园二期及天津三期工程后续将陆续投入使用，为后续大规模生产做好准备，随着已积累的临床早期项目向临床后期以及商业化阶段推进，**CMC 业务有望实现倍数增长，后续弹性空间巨大。**此外，随着 2019 年完成并购南京思睿、战略性投资入股北京联斯达，**临床服务能力快速加强，进一步提供业绩增量。**

**盈利预测与评级：**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.4 亿元、9.8 亿元、12.8 亿元，同比增长 35.3%、31.7%、31.1%；对应 PE 分别为 75 倍、57 倍、43 倍。公司具备从实验室化学到生物科学与 CMC 与临床服务等一体化平台服务能力，前后端业务协同效应逐步体现以及服务能力不断提升将驱动公司持续高速增长，我们坚定看好公司发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业监管政策变化风险，医药研发服务需求下降风险，市场竞争加剧风险，核心技术人员流失风险，汇率变动风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,908	3,757	4,850	6,224	7,890
增长率 yoy (%)	26.8	29.2	29.1	28.3	26.8
归母净利润（百万元）	339	547	740	975	1,278
增长率 yoy (%)	46.9	61.3	35.3	31.7	31.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.43	0.69	0.93	1.23	1.61
净资产收益率 (%)	14.5	6.8	8.5	10.1	11.8
P/E（倍）	162.8	100.9	74.6	56.6	43.2
P/B（倍）	23.7	7.1	6.6	5.9	5.2

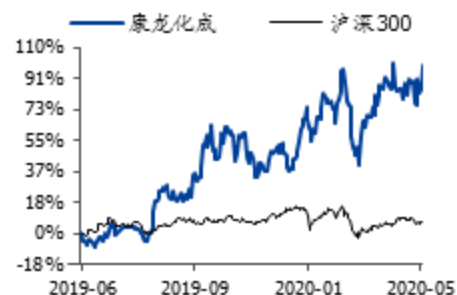
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	医疗服务
最新收盘价	69.51
总市值(百万元)	55,217.87
总股本(百万股)	794.39
其中自由流通股(%)	35.65
30 日日均成交量(百万股)	3.97

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

研究助理 殷一凡

邮箱：yinyifan@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1281	5944	6260	6272	6931
现金	321	4460	4459	4078	4273
应收票据及应收账款	655	857	1095	1410	1766
其他应收款	74	83	120	140	189
预付账款	4	5	6	8	10
存货	120	157	198	253	311
其他流动资产	106	383	383	383	383
<b>非流动资产</b>	3345	3991	4612	5421	6431
长期投资	29	131	234	336	438
固定资产	2342	2485	2938	3554	4363
无形资产	390	421	487	566	662
其他非流动资产	584	953	954	965	967
<b>资产总计</b>	4625	9935	10872	11694	13362
<b>流动负债</b>	1256	1270	1642	1575	2065
短期借款	382	214	214	214	214
应付票据及应付账款	108	118	171	196	263
其他流动负债	766	938	1256	1165	1588
<b>非流动负债</b>	1028	827	794	788	791
长期借款	876	542	508	503	506
其他非流动负债	152	285	285	285	285
<b>负债合计</b>	2284	2097	2435	2363	2856
少数股东权益	13	71	49	19	-19
股本	591	794	794	794	794
资本公积	1129	5965	5965	5965	5965
留存收益	619	1078	1723	2547	3589
归属母公司股东权益	2329	7767	8388	9311	10525
<b>负债和股东权益</b>	4625	9935	10872	11694	13362

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	737	939	1071	834	1736
净利润	339	531	718	945	1240
折旧摊销	265	320	320	402	508
财务费用	43	72	-45	-24	3
投资损失	2	19	0	0	0
营运资金变动	29	-78	79	-490	-15
其他经营现金流	59	75	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-715	-1045	-941	-1211	-1517
资本支出	641	755	519	707	907
长期投资	-96	-205	-102	-102	-102
其他投资现金流	-170	-495	-525	-607	-712
<b>筹资活动现金流</b>	-16	4246	-131	-3	-24
短期借款	107	-168	0	0	0
长期借款	47	-334	-34	-5	3
普通股增加	0	204	0	0	0
资本公积增加	0	4836	0	0	0
其他筹资现金流	-169	-292	-98	3	-27
<b>现金净增加额</b>	14	4135	-1	-380	194

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2908	3757	4850	6224	7890
营业成本	1963	2423	3097	3930	4916
营业税金及附加	26	31	40	52	66
营业费用	55	73	102	131	166
管理费用	391	496	655	840	1065
研发费用	32	63	146	168	197
财务费用	43	72	-45	-24	3
资产减值损失	13	-1	0	0	0
其他收益	0	32	0	0	0
公允价值变动收益	-2	25	0	0	0
投资净收益	-2	-19	0	0	0
资产处置收益	-2	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	380	631	856	1127	1478
营业外收入	23	3	0	0	0
营业外支出	3	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	401	633	856	1127	1478
所得税	61	102	138	181	238
<b>净利润</b>	339	531	718	945	1240
少数股东损益	-0	-17	-22	-29	-39
<b>归属母公司净利润</b>	339	547	740	975	1278
EBITDA	737	867	1072	1431	1890
EPS (元/股)	0.43	0.69	0.93	1.23	1.61

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	26.8	29.2	29.1	28.3	26.8
营业利润 (%)	44.5	66.2	35.5	31.7	31.1
归属母公司净利润 (%)	46.9	61.3	35.3	31.7	31.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	32.5	35.5	36.1	36.9	37.7
净利率 (%)	11.7	14.6	15.3	15.7	16.2
ROE (%)	14.5	6.8	8.5	10.1	11.8
ROIC (%)	10.3	5.2	6.7	8.3	9.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.4	21.1	22.4	20.2	21.4
净负债比率 (%)	52.2	-42.2	-39.9	-31.7	-29.6
流动比率	1.0	4.7	3.8	4.0	3.4
速动比率	0.8	4.4	3.6	3.7	3.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	19.6	21.4	21.4	21.4	21.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.69	0.93	1.23	1.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.93	1.18	1.35	1.05	2.19
每股净资产 (最新摊薄)	2.93	9.78	10.56	11.72	13.25
<b>估值比率</b>					
P/E	162.8	100.9	74.6	56.6	43.2
P/B	23.7	7.1	6.6	5.9	5.2
EV/EBITDA	76.6	59.7	48.2	36.4	27.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

前言：如何看待康龙化成的成长逻辑？	5
天高任鸟飞：药物研发“卖水人”，赛道长期高景气	5
振翅高飞时：业务协同效应凸显，服务能力提升兑现	7
一、康龙化成：从实验室化学服务商到药物研发一体化平台	10
1.1 始于实验室化学，持续拓宽服务边界	10
1.2 资深创始人团队，掌握核心控制权	11
1.3 收入业绩亮眼，盈利能力持续提升	12
二、优质赛道：新药研发卖水人，长期保持高景气	14
2.1 创新药服务商 vs 创新药，更优秀的商业模式	14
2.2 全球市场进入成熟期，创新驱动下持续高景气	16
2.3 创新驱动叠加外包转移，国内蓬勃发展正当时	18
三、成长可期：业务协同效应体现，进入发展快车道	21
3.1 完善一体化服务平台，协同发展进入快速成长期	21
3.2 实验室服务：药物发现优势明显，生物科学提供弹性	23
3.3 CMC 服务：早期阶段项目为主，培育潜在业绩增长点	25
3.4 临床研究服务：中、美、英三地布局，服务能力快速提升	26
四、盈利预测与估值	28
4.1 关键假设	28
4.2 盈利预测与估值	30
五、风险提示	31

## 图表目录

图表 1：全球药物研发外包服务市场规模及增速	5
图表 2：国内药物研发外包服务市场及增速	5
图表 3：全球创新药市场规模及增速	5
图表 4：国内创新药市场规模及增速	5
图表 5：全球药品研发投入持续增长	6
图表 6：FDA 获批新药数量呈上升趋势	6
图表 7：国内药物研发投入快速增长	6
图表 8：CDE 获批新药数量快速增加	6
图表 9：领先的跨国药物研发外包服务公司的一体化服务能力	7
图表 10：全球药物发现市场规模及增速	8
图表 11：全球药物发现主要参与者市场份额	8
图表 12：康龙化成收入利润增速变化	9
图表 13：康龙化成毛利率、净利率持续提升	9
图表 14：康龙化成 CMC 与药明康德 CDMO 业务部分指标对比	9
图表 15：康龙化成始于实验室化学，持续拓宽服务边界	10
图表 16：康龙化成主营业务划分	11
图表 17：康龙化成股权结构	11
图表 18：康龙化成高管人员介绍	12
图表 19：康龙化成营业收入增长情况	13
图表 20：康龙化成毛利增长情况	13
图表 21：康龙化成归母净利润增长情况	13
图表 22：康龙化成扣非后归母净利润增长情况	13

图表 23: 康龙化成毛利率净利率持续增长	13
图表 24: 康龙化成毛利率净利率低于业内平均水平 (2019)	13
图表 25: 康龙化成期间费率保持稳定	14
图表 26: 康龙化成期间费率处于业内平均水平 (2019)	14
图表 27: 创新药服务商深度嵌入药物研发全产业链	15
图表 28: 高风险, 高成本, 长周期的新药研发	15
图表 29: 全球药物研发外包服务市场规模及增速	16
图表 30: 国内药物研发外包服务市场及增速	16
图表 31: 全球创新药市场规模及增速	16
图表 32: 国内创新药市场规模及增速	16
图表 33: 全球药物研发外包服务市场规模与增速	17
图表 34: 全球 CRO、CDMO 市场规模与增速	17
图表 35: 全球药品研发投入持续增长	17
图表 36: FDA 获批新药数量呈上升趋势	17
图表 37: 全球药品市场创新药占据多数份额	18
图表 38: 小型创新药企研发投入占比逐步增加	18
图表 39: 国内药物研发外包服务市场规模及增速	18
图表 40: 国内 CRO、CDMO 市场规模及增速	18
图表 41: 国内药物研发投入快速增长	19
图表 42: CDE 获批新药数量快速增加	19
图表 43: 国内研发管线中小分子药物数量 (个)	19
图表 44: 国内研发管线中大分子药物数量 (个)	19
图表 45: 国内医药&生物技术一级市场融资额情况	20
图表 46: 国内医药&生物技术一级市场融资事件数情况	20
图表 47: 科创板上市标准优待未盈利创新药企	20
图表 48: 人均国民收入水平中国远低于欧美发达国家	21
图表 49: 跨国药企的中国区临床试验数量持续增加	21
图表 50: 领先的跨国药物研发外包服务公司的一体化服务能力	21
图表 51: 公司逐步完善的一体化服务能力	22
图表 52: 康龙化成收入利润增速变化	22
图表 53: 康龙化成毛利率、净利率持续提升	22
图表 54: 康龙化成不同业务收入占比变化	23
图表 55: 康龙化成不同业务毛利率变化	23
图表 56: 康龙化成实验室服务收入增长情况	24
图表 57: 康龙化成实验室化学与生物科学业务收入占比情况	24
图表 58: 全球临床前 CRO 主要竞争者	24
图表 59: 全球临床前 CRO 市场规模及增速	25
图表 60: 康龙化成 CMC 服务收入增长情况	25
图表 61: 康龙化成 CMC 服务收入占比	25
图表 62: 康龙化成 CMC 业务 vs 药明康德 CDMO 业务	26
图表 63: 康龙化成持续完善临床研究服务布局	26
图表 64: 康龙化成临床研究服务收入增长情况	27
图表 65: 康龙化成临床研究服务收入占比情况	27
图表 66: 全球与国内临床 CRO 市场规模及增速	27
图表 67: 康龙化成收入拆分 (单位: 百万元, 人民币)	29
图表 68: 可比公司估值 (可比公司参照 wind 一致预期, 截至 2020.6.1)	30

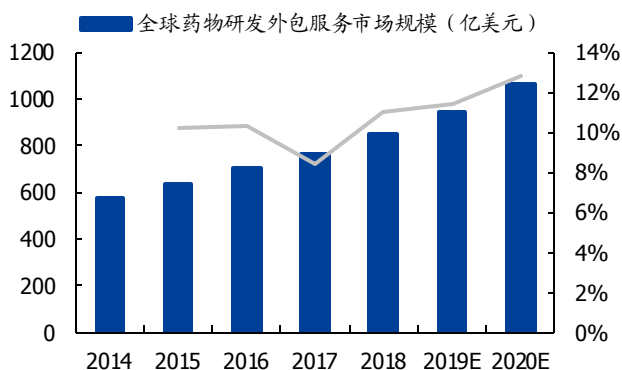
## 前言：如何看待康龙化成的成长逻辑？

### 天高任鸟飞：药物研发“卖水人”，赛道长期高景气

公司主营**药物研发外包服务**，成立于 2004 年，十余年间持续拓宽服务边界，从纯粹的实验室化学服务商逐步发展为提供综合实验室服务、临床开发以及 CMC 服务的药物研发一体化平台。

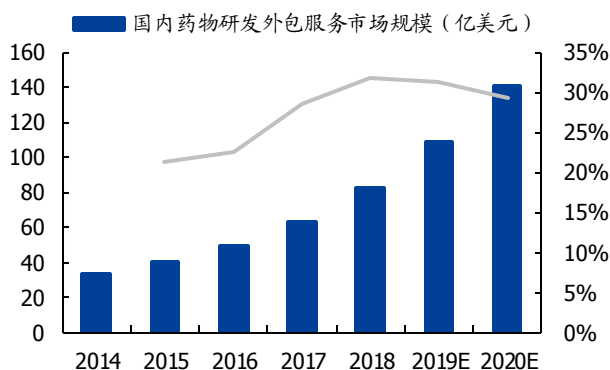
**商业模式优秀：**药物研发外包服务是药物研发的“卖水人”，相比于药企只有在药物研发成功上市后才可以获得巨额回报，在药物研发过程中即可提供服务并不断确认收益，且能有效规避新药研发成功的巨大风险，实现先于药企实现业绩爆发，全球药物研发外包服务市场增速（10%左右）明显高于药品市场增速（4%左右）。

图表 1：全球药物研发外包服务市场规模及增速



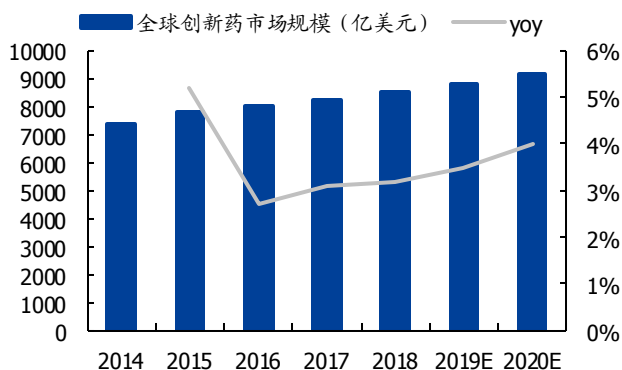
资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

图表 2：国内药物研发外包服务市场及增速



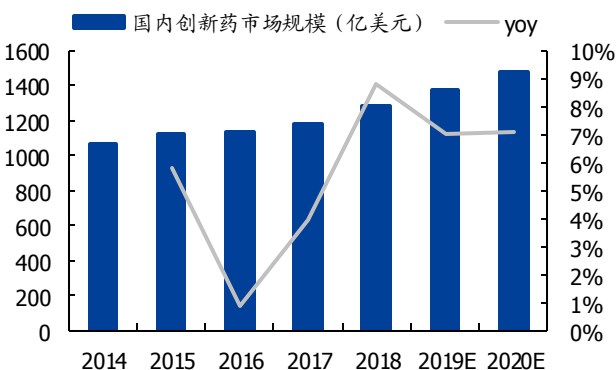
资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

图表 3：全球创新药市场规模及增速



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

图表 4：国内创新药市场规模及增速



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

**行业景气度高：**在全球研发投入和外包渗透率持续提高的双轮驱动下，药物研发外包服务行业有望长期持续高景气，同时国内凭借人才、成本与病患资源等优势，成为全球药物研发外包服务产业转移的重要目标地，占全球市场份额不断提升。

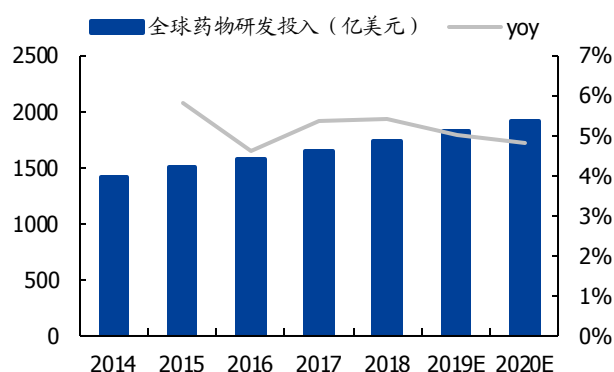
**1) 全球市场进入成熟期，有望保持 10%左右增速：**近年来 FDA 批准的新药趋势增加，我们认为专利药物研发仍将是未来全球医药产业发展的主旋律，预计全球药物研发投入



将保持 4-5% 增速，全球药物研发外包服务有望保持 10% 左右增速。

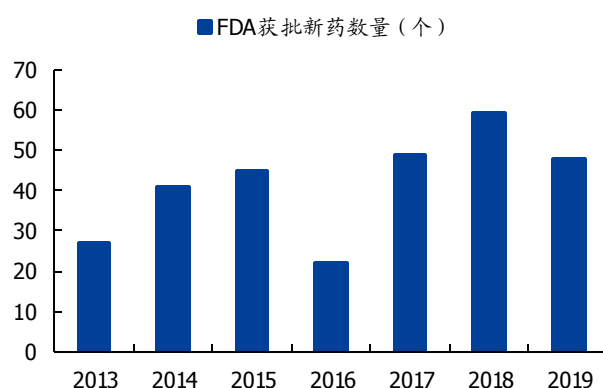
- ◆ **研发投入：**产品层面，专利药相对仿制药具有更高的溢价与上市回报，对于药企更具吸引力；患者层面，随着欧美地区之外新兴市场医疗保障体系、经济水平的改善与提高，患者对专利药的支付意愿与能力不断加强；公司层面，不断涌现的具有先进技术的中小创新药企能够为专利药研发投入贡献新鲜血液。
- ◆ **外包服务渗透率：**面对新药研发周期、研发成本的持续提高，新药研发成功率、投资回报率的持续降低，以及专利药到期后仿制药带来的冲击，全球制药企业尤其是新药研发成功率对其至关重要的中小创新药企的药物研发外包服务意愿有望快速加强，药物研发外包市场渗透率有望持续提高。

图表 5：全球药品研发投入持续增长



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

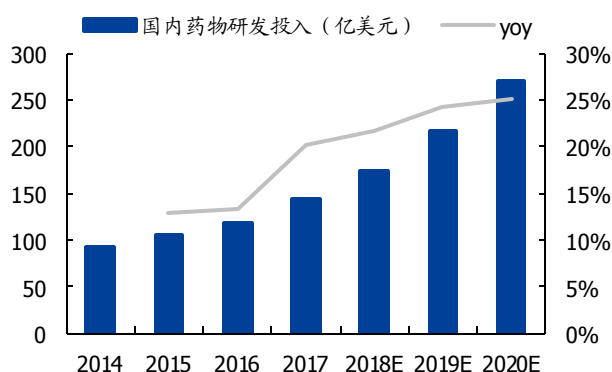
图表 6：FDA 获批新药数量呈上升趋势



资料来源：医药魔方，国盛证券研究所，注：此处新药，指 FDA 批准的新分子实体 (NME)、新生物制品、细胞疗法、基因疗法，不包括疫苗

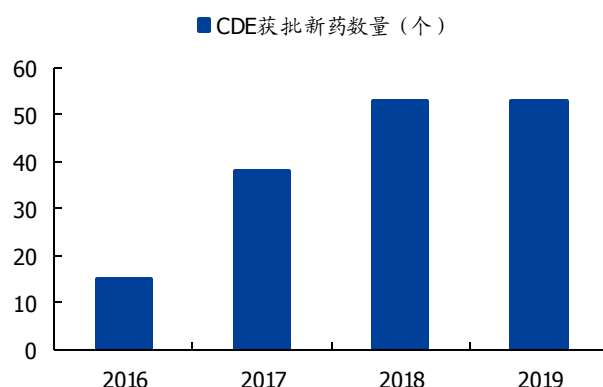
**2) 国内市场迎来全面爆发，有望实现 20% 以上增速：**当前国内医药行业正在经历“仿制药为主”向“创新为方向”的产业升级，正迎来创新药的黄金发展时代，近年来 CDE 批准的新药快速增加，预计国内药物研发投入将实现 20% 以上增速，同时伴随全球药物研发外包服务向国内的产业转移，国内药物研发外包服务市场全面爆发，空间巨大。

图表 7：国内药物研发投入快速增长



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

图表 8：CDE 获批新药数量快速增加



资料来源：医药魔方，国盛证券研究所，注：此处新药，指 NMPA 首次批准在中国上市的药品，包括新分子实体（以及包含有新分子实体的复方）、生物药、中药和疫苗。

- ◆ **政策鼓励创新，整体提高国内新药研发积极性：**一方面，将医药创新写入国家发展战略，出台药审改革、创新药优先审评、医保目录谈判等细节配套政策，直接利好新药研发，另一方面，开展仿制药一致性评价，推进仿制药集中采购，进一步重塑

仿制药产业格局，倒逼传统药企逐步转型新药研发，近年来制药类上市公司研发投入、国内新药获批上市数量、国内在研药物管线中分子数量等多项指标实现快速增长。

- ◆ **一级市场投融资有望支撑中小创新药企持续加大研发投入：**国内医药&生物技术领域的一级市场投融资在 2018 年达到峰值，2019 年保持活跃，有望持续保持较高水平，为初创型新药公司研发投入的提供主要来源，作为前置指标可以持续提示国内药物研发外包服务行业的高景气。
- ◆ **科创板出台，进一步拓宽中小创新药企融资渠道：**近年来本土中小创新药企快速增加，但大多并无盈利，主要通过一级市场投融资支撑其新药研发，科创板的出台能够进一步拓宽其融资渠道，助力国内药物研发投入持续增长。2019 年，一级市场投融资整体遇冷，但生物医药领域仍受资本青睐，在投融资环境趋紧的条件下，中小创新药企对于研发风险、成本和效率的重视程度有望进一步提升，外包服务渗透率有望进一步提高。
- ◆ **全球药物研发外包服务产业向国内转移：**在环保趋严、研发生产工艺不断提升带来巨大成本压力下，跨国药物研发外包服务企业的服务成本普遍较高。药物研发外包服务行业以人为核心生产力，国内相比国外药物研发外包服务行业具有明显降低的人力成本，更受跨国药企青睐。同时，国内是全球第二大用药市场，具有庞大的患者群体，极大地吸引着跨国药企及小型生物科技公司在国内市场布局，随着 CFDA 加入 ICH 以及日益健全的专利保护措施，国内药物研发外包服务企业的技术实力与服务能力也逐步得到充分认可，跨国药企中国区临床申报将为国内市场贡献增量。

### 振翅高飞时：业务协同效应凸显，服务能力提升兑现

**一体化平台服务能力建设是长期趋势：**创新药服务商已深度嵌入药物研发全产业链并成为重要一环，成为制药公司与机构的重要战略合作伙伴，一旦建立起长期合作关系，服务质量与品牌得到认可，极强的客户粘性为药物研发不同阶段业务的协同导流提供了便利。透视全球药物研发外包服务龙头的发展路径，大多基于核心业务通过自建与收购并购等方式，快速拓展业务至产业上下游细分领域，持续完善自身业务结构，逐步实现业务纵向一体化，不断提升成长天花板，持续分享创新红利。

图表 9：领先的跨国药物研发外包服务公司的一体化服务能力

	临床前					临 床						生 产
	药点靶 向认证	药物 发现	化学 实验	生物 实验	药物安全 评价	I期	II期	III期	中心 实验室	临床药 物生产	IV期	安全监测 商业化生产
药明康德												
QuintilesIMS												
Covance												
Parexel												
Inventive Health												
ICON												
PPD												
PRA												
Charles river												
Chiltern												
INC Research												

资料来源：药明康德招股书，国盛证券研究所

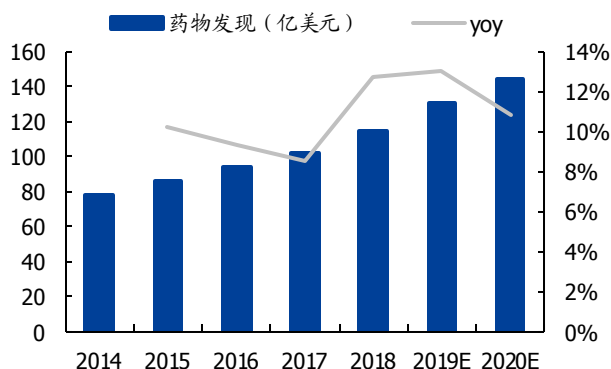
持续打造并不断完善一体化、国际化的药物研发服务平台亦是康龙化成的核心发展战略：公司以药物发现业务为核心，逐步拓宽服务能力边界至生物科学服务、CMC 服务、临床服务等，进入高速发展快车道，一体化服务平台可以补充和加强客户不同研发环节的研发能力并促进不同学科之间的协作，帮助客户顺利而高效的完成药物研发工作。前后端业务协同以及服务能力持续提升是驱动公司高速成长的重要驱动力。

### 1) 把握业务流量端口，协同效应拉动后端业务增长

公司起家于实验室化学（药物发现）业务，运营成熟优势明显，服务能力全球领先，拥有实验室化学研究员 3200 余人，是全球规模最大、经验最为丰富的化学合成服务队伍之一，按收入市场份额全球排名第三，国内位列第二。由于实验室化学业务为整个药物研发生产外包服务产业链的最前端，可以起到流量端口的作用，能够为公司积累大量项目与客户资源，持续提供收入贡献的同时能够持续为后端业务导流。

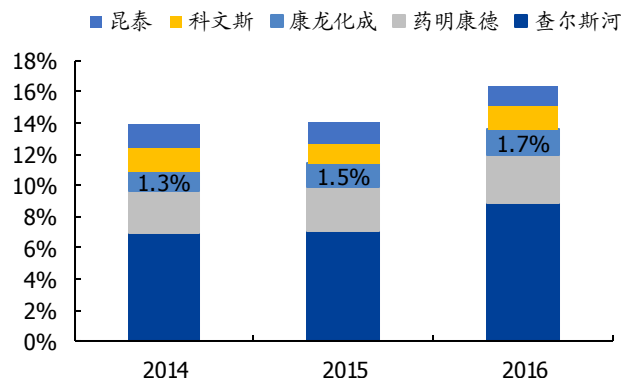
根据 2019 年中报披露，**76%的生物科学收入来源于与实验室化学的协同效应，78%的 CMC 收入来源于与实验室业务的协同效应**。基于业务间协同效应，生物科学收入占比由 2015 年的 17.4%快速提升至 2018H1 的 24.0%，预计目前已经达到 30%的水平。CMC 服务收入占比由 2016 年的 20%提升至 2019 年的 24%。前后端业务协同效应叠加服务能力的提升，有望持续拉动后端业务的快速增长。

图表 10: 全球药物发现市场规模及增速



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

图表 11: 全球药物发现主要参与者市场份额



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所，注：市场份额为粗略结果；2014-2016 年人民币兑美元分别按照 6.14、6.23、6.63 计算；查尔斯河的收入为药物发现和安全评价两个板块的收入之和。

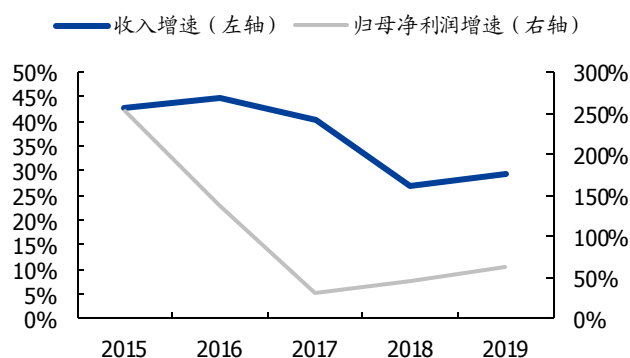
### 2) 服务能力持续提升，后端业务仍具弹性空间

同样作为国内领先的一体化药物研发外包服务平台，公司与药明康德在核心业务基础（药物发现）与由前端到后端的业务拓展模式具有明显的相似之处，但药明康德的整体业务体量更大一些，同时业务拓展节奏也更快一些。通过纵向回顾公司的发展与横向对比药明康德的业务能力水平，我们认为公司的服务能力持续提升正在快速兑现、收入利润高速增长的同时依然具有较大的弹性空间。

**服务能力提升持续兑现，驱动公司快速发展：**公司成立于 2004 年，十余年间持续拓宽服务边界，从纯粹的实验室化学服务商发展为药物研发服务一体化平台，收入利润实现快速增长的同时盈利能力快速提升。近三年收入、归母净利润复合增速分别为 32.0%与 45.7%，同时毛利率由 29.0%增至 35.5%，净利率由 10.8%增至 14.6%。

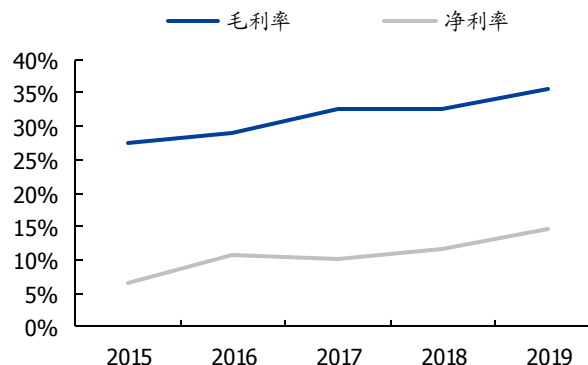


图表 12: 康龙化成收入利润增速变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 康龙化成毛利率、净利率持续提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**横向对比药明康德，后端业务仍具弹性空间：**拆分业务来看，2019 年公司实验室服务、CMC 服务、临床服务的毛利率分别为 40.3%、27.8%、25.0%（药明康德 2019 年中国区实验室服务、CDMO 服务、临床研究服务毛利率分别为 42.9%、39.9%、24.3%）。实验室服务为公司核心成熟业务，预计与药明康德毛利率水平相当（药明康德中国区实验室服务中包含部分高毛利 DDSU 业务），但 CMC 服务的毛利率仍与药明康德 CDMO 服务具有一定差距。

一方面，公司此前 CMC 业务在设备保障、人员储备、工艺体系等方面布局投入较多，存在产能未能充分利用的情况，另一方面，目前公司 CMC 项目以临床早期为主，尚未涉及商业化阶段生产服务。但是在业务协同效应下，公司 CMC 开展项目快速增加，产能利用率有望不断提高，同时宁波杭州湾三期生命科技园二期及天津三期工程后续将陆续投入使用，为后续大规模生产做好准备（含商业化生产服务），公司已积累的临床前期项目随着研发进程推进，有望在后续进入临床后期以及商业化阶段，实现收入倍数增长，CMC 业务具备巨大的收入弹性空间。

图表 14: 康龙化成 CMC 与药明康德 CDMO 业务部分指标对比

	药明康德	康龙化成
服务能力	为全球各大中小型药企提供小分子新药中间体、原料药及制剂从临床前期工艺开发至商业化生产的一体化服务	为全球客户提供临床前及临床早期的药物工艺开发及生产的服务
项目数量	截至 2019 年底，累计执行 1000 个项目，临床前及临床 I 期阶段 756 个，临床 II 期阶段 177 个，临床 III 期阶段 40 个，已获批上市阶段 21 个	截至 2019 年底，完成及在研项目 568 个，其中临床前项目 485 个，临床 I 期 54 个，临床 II 期 20 个，临床 III 期 9 个
收入体量	2018 年 27.0 亿元，2019 年 37.5 亿元	2018 年 6.5 亿元，2019 年 9.0 亿元
毛利率	2018 年 41.6%，2019 年 41.0%	2018 年 21.9%，2019 年为 27.8%

资料来源: 药明康德官网, 康龙化成官网, 公司公告, wind, 国盛证券研究所

## 一、康龙化成：从实验室化学服务商到药物研发一体化平台

### 1.1 始于实验室化学，持续拓宽服务边界

康龙化成成立于 2004 年，十余年间持续拓宽服务边界，通过投资收购国内外的优质资产实现业务的国际化与一体化布局，已从纯粹的实验室化学服务商发展为提供综合实验室服务、临床开发以及 CMC 服务的药物研发一体化平台。

- ◆ 2004 至 2008 年：业务集中在实验室化学（药物发现）阶段，积累了丰富药物发现研发经验，和全球著名的跨国药企建立合作关系。
- ◆ 2008 至 2015 年：加强生物科学与 CMC 服务能力，扩张服务范围并加强了客户粘度。
- ◆ 2016 至 2019 年：依靠自身业务拓展与并购整合，业务延伸至临床研究阶段，同时进一步加强了临床前、临床药物代谢动力学检测与 CMC 的服务能力。
- ◆ 2020 年之后，公司已基本完善从临床前到临床到生产的一体化平台，业务协同效应逐步体现，基于前端业务导流，后端业务弹性巨大，将进入发展快车道。

图表 15: 康龙化成始于实验室化学，持续拓宽服务边界

发展阶段	时间节点	重要事件	服务能力
起始阶段 2004-2008	2004.7	公司在北京成立	开展实验室化学服务
业务扩张 2008-2015	2008.7	子公司康龙天津成立	拓展 CMC 服务
	2009.12	收购康龙昌平	开展安评服务，加强实验室服务能力
完善布局 2016-2019	2016.2	收购英国 Quotient (康龙(英国))	拓展放射化学技术，加强实验室服务与临床 DMPK 服务
	2017.1	收购美国 Xceleron (康龙(美国)分析技术)	拓展药物代谢研发服务，加强实验室服务与临床服务能力
	2017.2	收购美国 SNBL (康龙(美国)临床服务)	拓展早期临床试验服务
	2017.5	收购康龙宁波科技	加强实验室服务及 CMC 服务能力
	2018.5	投资南京思睿及其子公司希麦迪	加强临床服务能力
	2019.1	A 股上市，股票代码 300759	
	2019.6	投资联斯达	拓展 SMO 服务，加强临床服务能力
持续发力 2020 之后	2019.11	H 股上市，股票代码 3759	
		已建立从临床前到临床到生产的一体化平台，前端业务导流下，后端业务弹性巨大	

资料来源：康龙化成官网，康龙化成招股书，国盛证券研究所

目前公司业务主要分为实验室服务、CMC 服务与临床研究服务三大板块，拥有横跨中、美、英三国的运营实体与 7000 多名员工组成的人才队伍，与北美、欧洲、日本和中国的各医药公司、机构保持着长期、稳固的合作关系，高质量研发服务获得客户广泛认可。

图表 16: 康龙化成主营业务划分

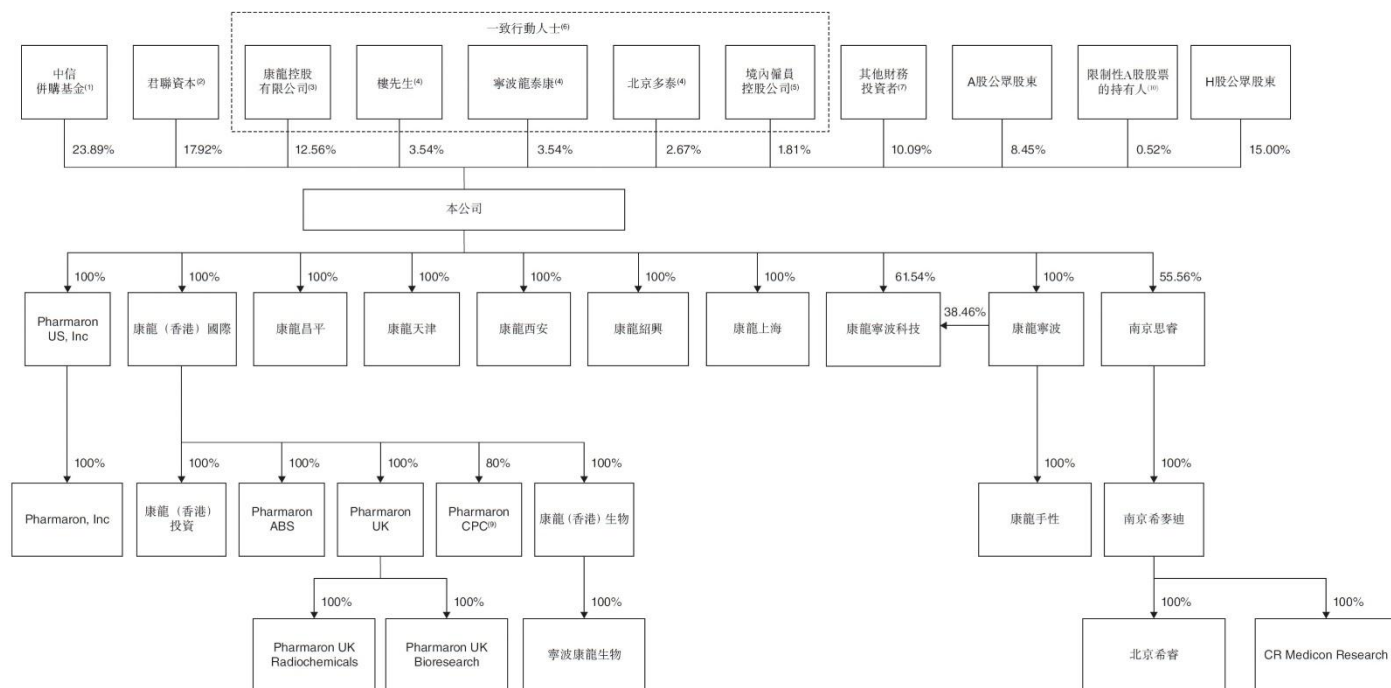
业务划分	细分业务	主要服务	运行主体
实验室服务	实验室化学	小分子化合物合成、多肽核苷等中等分子化合物合成、实验室级别化学工艺研究、活性化合物及化合物库的设计与合成等	母公司、康龙西安、康龙宁波、康龙昌平、康龙手性、康龙上海、宁波康泰博
	生物科学	体内外生物学及药理学研究、体内外药物代谢动力学、体内毒理学研究等	
CMC 服务	工艺开发及生产	临床前及临床早期的药物工艺开发及生产的服务, 包括化学药物的医药中间体、原料药及剂型开发和生产等	康龙天津、康龙宁波、康龙绍兴、宁波康泰博
临床研究服务	早期临床试验与放射性药物合成和药物代谢动力学研究	全方位的 I 期和 II 期临床开发服务、放射性药物药代动力学研究及生物分析等	康龙(美国)临床服务、康龙(美国)分析技术、康龙(英国)
	临床试验服务	在国内提供包括注册申报、医学事务、临床运营、数据管理和生物统计、药物警戒, 以及生物样本分析等业务在内的创新药及医疗器械的临床试验服务	南京思睿及其子公司希麦迪
	SMO	在国内提供第三方独立临床研究现场管理服务	联斯达

资料来源: 康龙化成官网, 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

## 1.2 资深创始人团队, 掌握核心控制权

截至 2019 年 11 月公司港股上市, 董事长兼首席执行官楼柏良、总经理兼首席运营官楼小强与执行副总裁郑北作为一致行动人, 通过康龙控股、宁波龙泰康等公司间接持股或直接持股累计持有公司 24.12% 的股权, 为公司实际控制人 (其中楼柏良博士与楼小强先生为兄弟关系, 楼小强先生与郑北女士为配偶关系, 楼柏良博士、楼小强先生与郑北女士为公司联合创始人)。

图表 17: 康龙化成股权结构



资料来源: 公司公告, 康龙化成招股书, 国盛证券研究所, 注: 截至 2019.11.15

公司董事长兼首席执行官楼博士在药物、化学研究方面专业资深, 与其他管理层人员一

同引领公司发展，不断缩短新药研发周期，降低新药研发成本，为全球客户在创新药研发及商业化提供服务。

图表 18: 康龙化成高管人员介绍

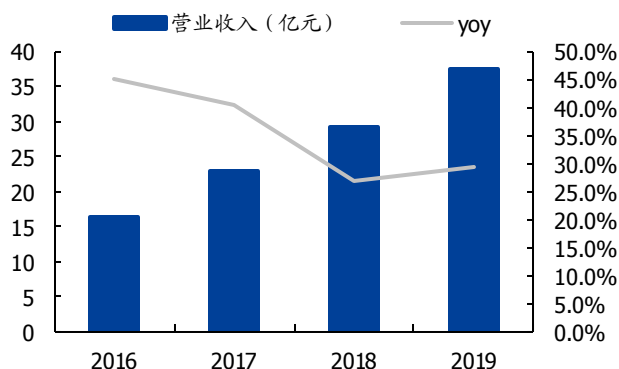
姓名	职位	履历
楼柏良博士	董事长、首席执行官	1963 年 9 月生，美国国籍，博士学位。北京市特聘专家、北京经济技术开发区产业发展顾问，入选中组部“千人计划”和北京市“海聚工程”，第三届北京市留学人员创业奖获得者。1989 年毕业于中国科学院上海有机化学所。1990-1994 年在加拿大蒙特利尔大学从事博士后研究工作。先后就职于美国加州 Cytel 公司（1994-1996）、Ontogen 公司（1996-1998），美国肯塔基州 Helios 药物公司（1998-2003，后更名为 AdvancedSynTech 药物公司）。2003 年创办 Pharmaron LLC。2004 年 7 月起就职于康龙有限，现任公司董事长、首席执行官。
楼小强先生	总经理、首席运营官	1968 年 8 月生，中国国籍，无境外永久居留权，北京航空航天大学材料科学与工程学士及硕士。历任日立亚洲北京办事处销售主管、香港晶电科技有限公司销售经理和办事处经理、香港 ESMART 公司北京办事处经理。2004 年 7 月起就职于康龙有限。现任公司总经理、首席运营官。
郑北女士	执行副总裁	1967 年 7 月生，中国国籍，无境外永久居留权，北京大学法学学士及硕士。曾就职于成都市委党校、北京华夏资讯有限公司。2004 年 7 月起就职于康龙有限，现任公司董事、执行副总裁。
李承宗先生	财务负责人、董事会秘书	1978 年 10 月生，中国香港籍，香港科技大学工商管理专业学士（会计学），中欧商学院 EMBA，香港及美国注册会计师协会会员，特许金融分析师。2008 年 1 月起就职于康龙有限，现任公司财务负责人、董事会秘书。
阳华博士	首席科学官（副经理）	1962 年 7 月生，加拿大国籍，英国曼彻斯特大学博士。曾担任加拿大蒙特利尔大学博士后研究员。2007 年 7 月起就职于康龙有限，现任公司首席科学官（副经理）。

资料来源：康龙化成官网，康龙化成招股书，国盛证券研究所

### 1.3 收入业绩亮眼，盈利能力持续提升

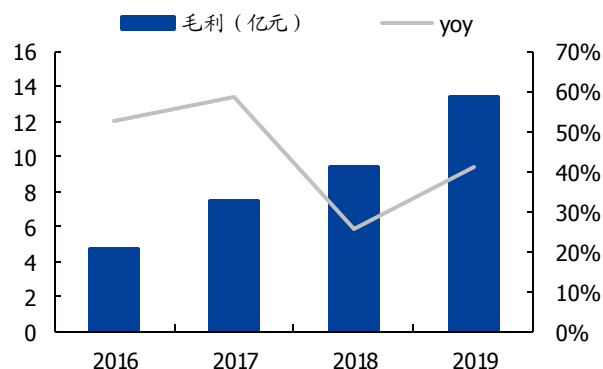
**收入利润持续高增长：**在全球尤其是国内药物研发外包服务市场高速增长下，公司持续拓展国内外客户，同时通过投资收购康龙（英国）、康龙（美国）临床服务、康龙（美国）分析技术与南京思睿等持续拓宽业务范围，一体化服务能力不断提升，收入利润实现快速增长。2016-2019 年，营业收入由 16.3 亿元增至 37.6 亿元，三年复合增速 32.0%；毛利由 4.7 亿元增至 13.4 亿元，三年复合增速 41.2%。归母净利润由 1.8 亿元增长至 5.5 亿元，复合增速 45.7%；扣非后净利润由 1.9 亿元增长至 5.1 亿元，复合增速 39.5%。

图表 19: 康龙化成营业收入增长情况



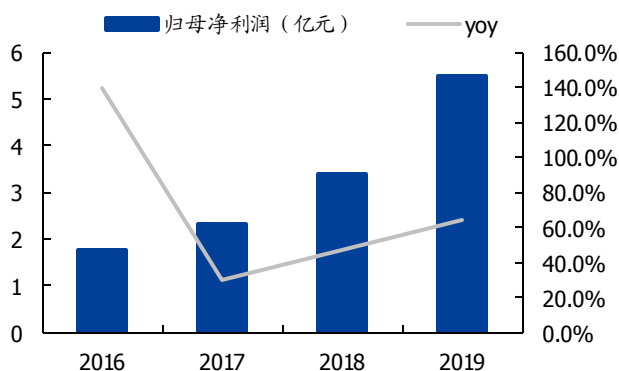
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 康龙化成毛利增长情况



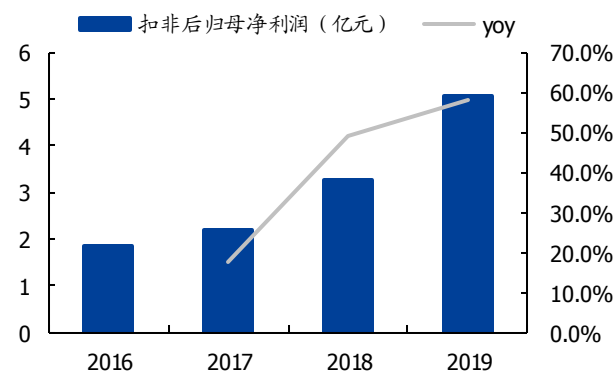
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 康龙化成归母净利润增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

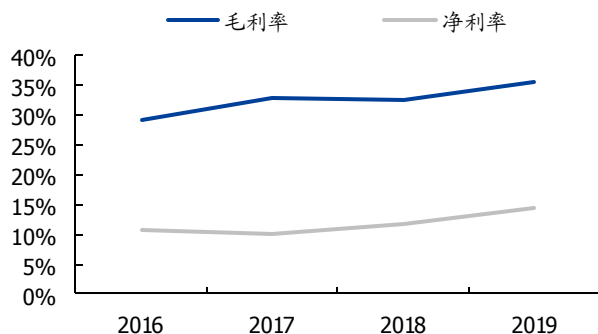
图表 22: 康龙化成扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

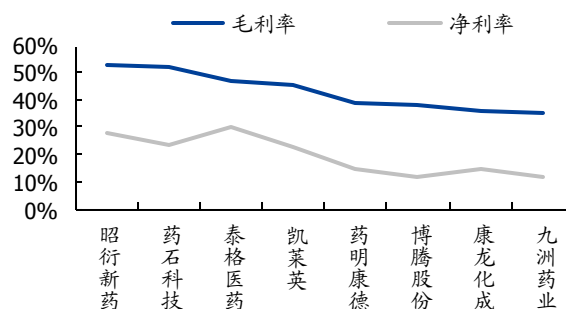
**毛利率、净利率水平持续增长:** 近年来, 公司通过外延布局持续加强临床前与临床阶段服务能力, 临床研究服务毛利水平持续提高, 同时 CMC 业务在前期设备保障、人员储备、工艺体系投入较多, 存在产能未能充分利用的情况, 随着开展项目增加, CMC 业务的产能利用率不断提高。2016-2019, 公司毛利率由 29.0% 增至 35.5%, 净利率由 10.8% 增至 14.6%, 但尚未达到业内平均水平, 仍有进一步提升空间。

图表 23: 康龙化成毛利率净利率持续增长



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 康龙化成毛利率净利率低于业内平均水平 (2019)

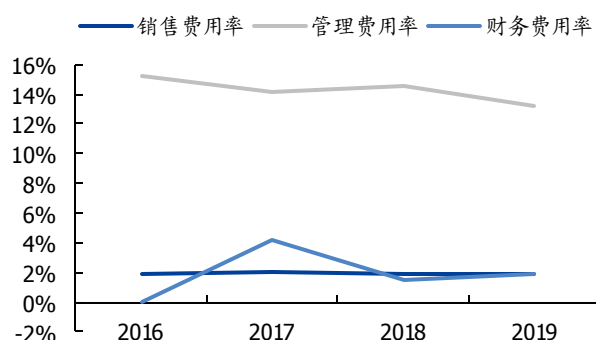


资料来源: wind, 国盛证券研究所



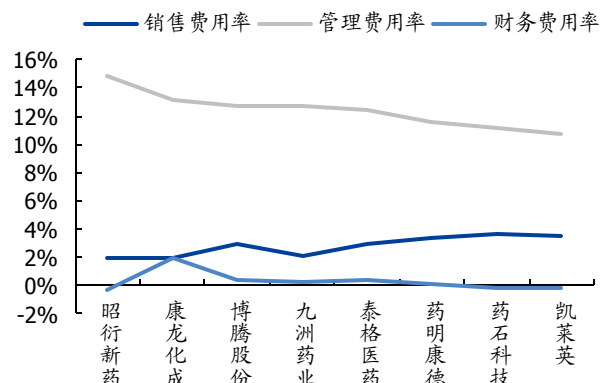
**期间费用控制良好：**随着公司业务的快速拓展，规模化优势逐步体现，期间费率稳中有降，整体费用控制良好，与同类可比公司相比，期间费率始终稳定在平均水平。

图表 25: 康龙化成期间费率保持稳定



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 为口径可比, 管理费用中均包含研发费用

图表 26: 康龙化成期间费率处于业内平均水平 (2019)



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 管理费用中不包含研发费用

## 二、优质赛道：新药研发卖水人，长期保持高景气

### 2.1 创新药服务商 vs 创新药，更优秀的商业模式

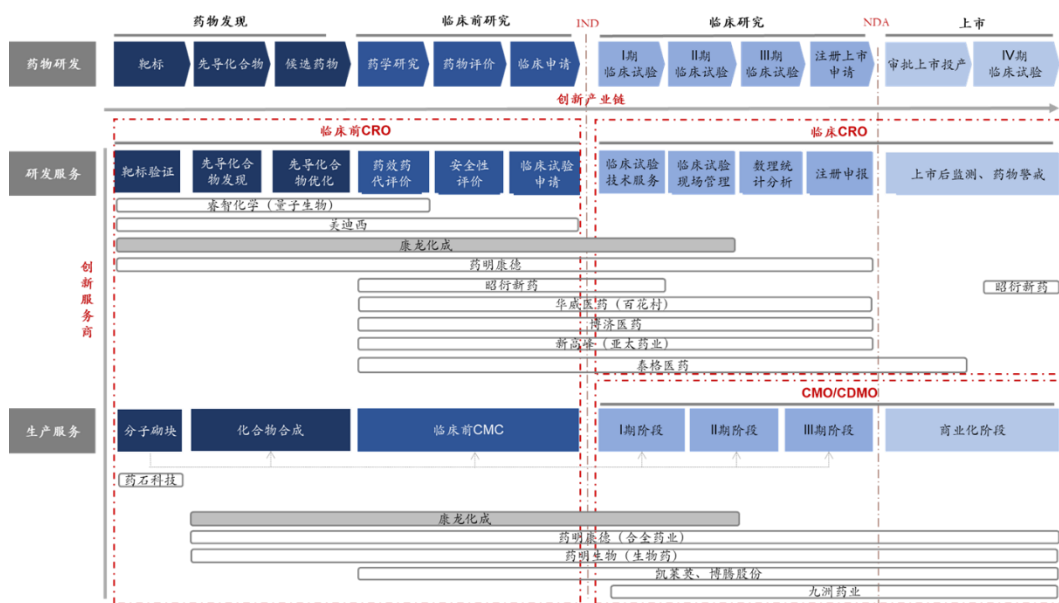
公司为全球制药公司、机构提供实验室服务、临床研究服务以及 **CMC** 服务，作为创新药服务商，相对于创新药企业具有更优秀的商业模式。

何为创新药服务商？

在药物研发过程中，通过提供包括药物发现、临床前研究、临床研究及相关咨询、药品上市后监测、临床前期临床阶段的工艺优化与商业化生产等一系列服务获取商业性报酬的药物研发生产外包服务公司。

其产业链价值在于，帮助制药企业降低研发成本、降低研发风险和提高研发效率，使得制药企业逐步将资源集中于发展自身核心研发业务(疾病机理研究及新药靶点的发现等)，发展至今已深度嵌入药物研发全产业链并成为重要一环。

图表 27: 创新药服务商深度嵌入药物研发全产业链



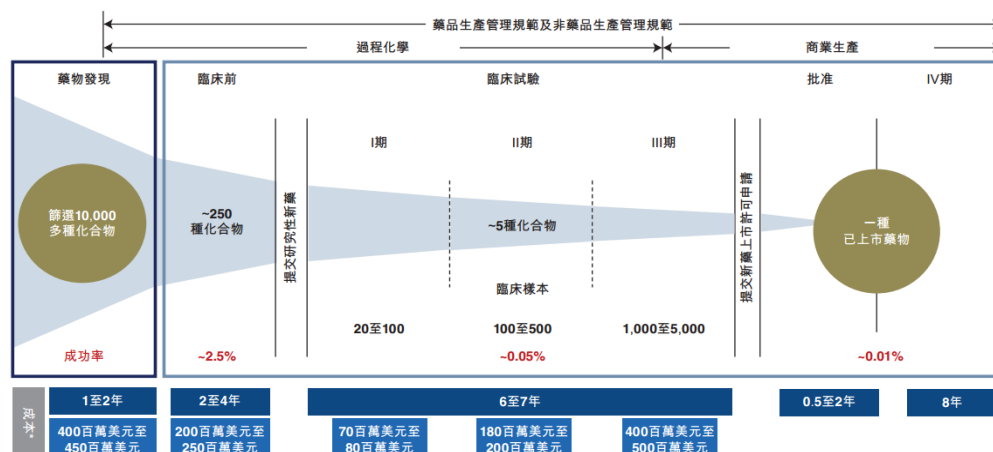
资料来源: 各公司官网, wind, 医药魔方, 国盛证券研究所

### 创新药服务商赚的是多少钱?

新药研发从来就是一个高风险, 高成本, 长周期的过程, 以化学药为例, 从早期药物发现到最终商业化推出的成功率不足万分之一, 平均需要十年以上时间, 单个新药的研发平均成本目前已经超过 10 亿美元。

- 对于创新药企来讲, 赚得是新药成功上市带来的丰厚回报, 但需要面对研发阶段长期的高投入与失败的高风险, 同时新药上市后的销售水平受到医保支付、学术推广与患者偏好等多方面因素影响。
- 对于创新药服务商来讲, 赚的是新药研发投入的钱, 无论新药研发能否走到最终成功上市, 持续的研发投入都在研发过程中转化为创新药服务商的收益, 无需面对新药研发失败的风险, 同时不受到医保支付等政策方面的影响。

图表 28: 高风险, 高成本, 长周期的新药研发

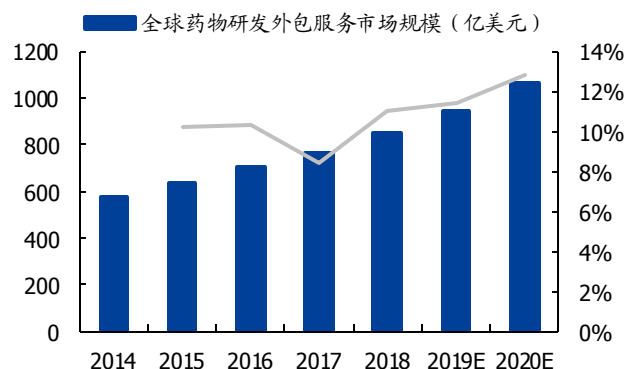


\* 成本乃按实际支付成本而非资本化成本计算。

资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

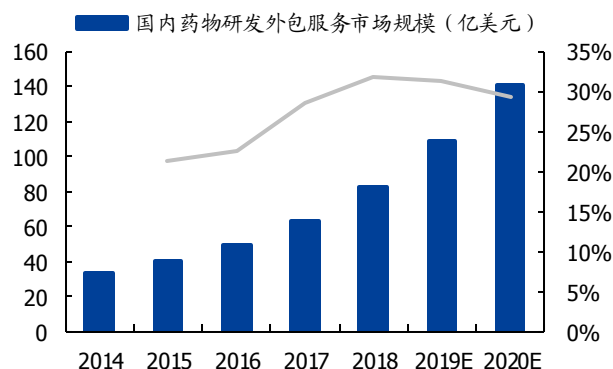
从 2014-2018 年复合增速来看, 全球药物研发外包服务市场增速 (10.0%左右) 明显高于创新药市场增速 (3.5%左右), 国内药物研发外包服务市场增速 (26.0%左右) 明显高于创新药市场增速 (4.8%左右)。

图表 29: 全球药物研发外包服务市场规模及增速



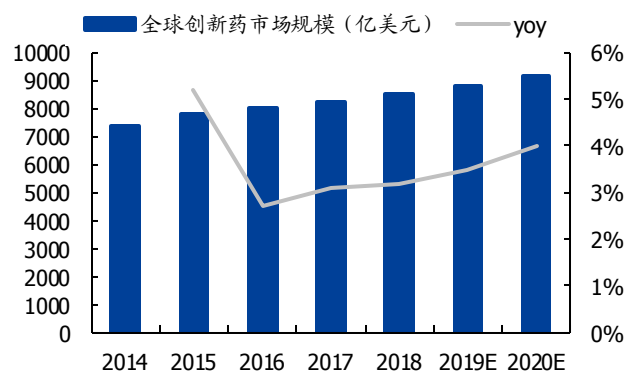
资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

图表 30: 国内药物研发外包服务市场及增速



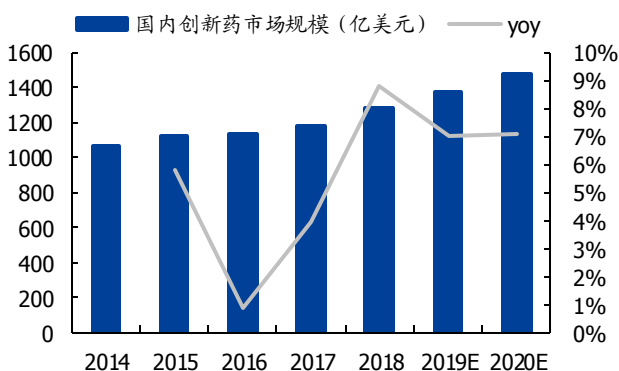
资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

图表 31: 全球创新药市场规模及增速



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

图表 32: 国内创新药市场规模及增速



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

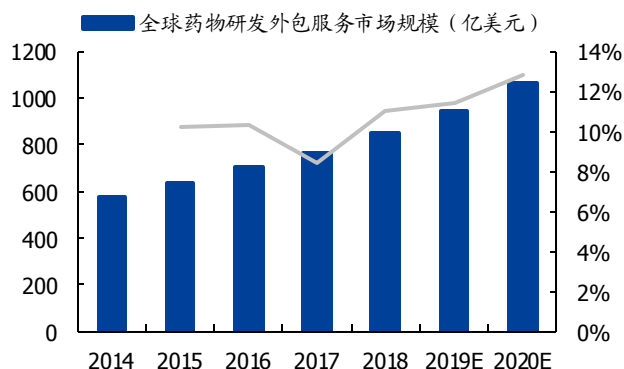
## 2.2 全球市场进入成熟期, 创新驱动下持续高景气

新药研发投入是创新药服务商发展的核心驱动力, 我们判断全球尤其是国内的新药研发投入将持续增长, 全球药物研发外包服务行业将长期维持高景气, 同时国内凭借人力成本与病患资源等优势, 成为全球药物研发外包服务产业转移的重要目标地, 占全球市场份额有望持续提升。

药物研发外包服务行业在国外起步较早, 于 20 世纪 70 年代起源于美国; 随后几十年间, 在药物研发难度增加、药企间竞争加剧、药品监管趋严、医疗改革降价、原研药专利到期带来销售额断崖等压力下, 药物研发外包服务行业历经快速扩张; 2008 年金融危机后, 跨国药企研发投入增速有所放缓, 药物研发外包服务行业进入成熟期。

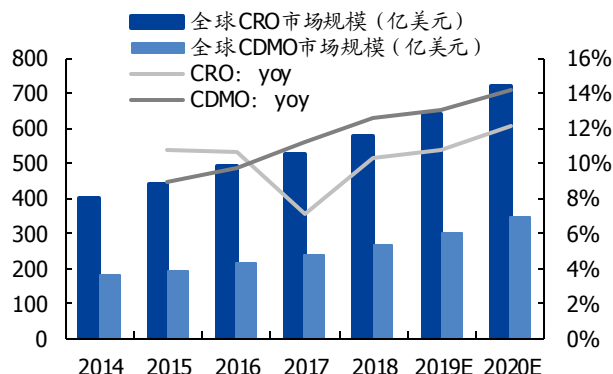
截至 2018 年, 预计全球药物研发外包服务市场规模达到 847 亿美元, 5 年 CAGR 为 10% 左右, 其中 CRO 市场规模达到 579 亿美元, 5 年 CAGR 为 9.7% 左右, CDMO 市场规模达到 268 亿美元, 5 年 CAGR 为 10.7% 左右。我们认为, 创新药物研发仍将是未来全球医药产业发展的主旋律, 全球药物研发投入将持续增长, 驱动药物研发外包服务市场稳定增长, 增速保持 10% 左右。

图表 33: 全球药物研发外包服务市场规模与增速



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

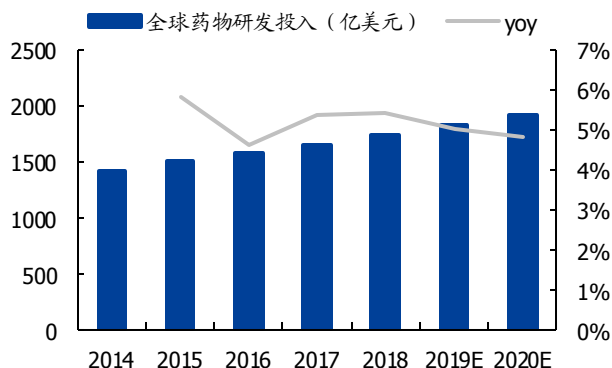
图表 34: 全球 CRO、CDMO 市场规模与增速



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

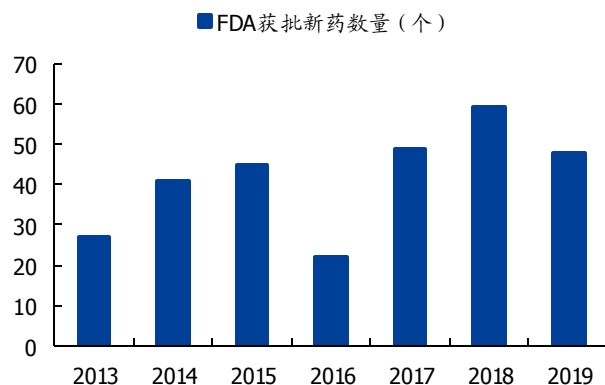
二十一世纪以来, FDA 批准的新药数量持续增加, 全球药物研发投入稳定增长。一方面, 跨国药企新药研发成本持续上升, 成功率逐年下降, 同时又面临着原研药专利到期后仿制药带来的销售额冲击, 始终保持新药研发的快速推进与投入; 另一方面, 随着大型药企研发成功率降低、社会风险资本的涌入、研发生态环境的完善, 欧美中小型生物技术在过去一段时间内快速崛起, 成为新药研发领域的新生力量, 倾注大量药物研发投入。截至 2018 年, FDA 获批新药数量 48 个, 近年来整体呈上升趋势, 预计全球药物研发投入达到 1740 亿美元左右, 近 5 年 CAGR 为 5% 左右。

图表 35: 全球药品研发投入持续增长



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

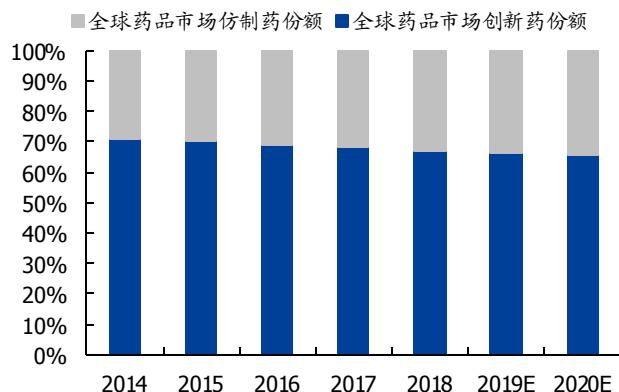
图表 36: FDA 获批新药数量呈上升趋势



资料来源: 医药魔方, 国盛证券研究所, 注: 此处新药, 指 FDA 批准的新分子实体 (NME)、新生物制品、细胞疗法、基因疗法, 不包括疫苗

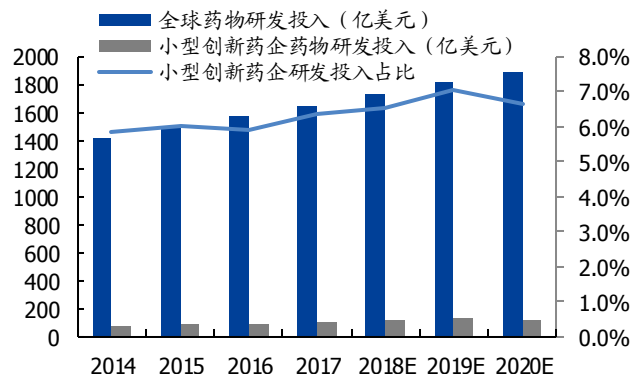
我们认为, 驱动专利药物研发投入增长的因素趋势不变, 未来专利药物研发仍将是未来医药行业发展主旋律, 支撑全球药物研发投入稳定增长。产品层面, 专利药相对仿制药具有更高的溢价与上市回报, 对于药企更具吸引力, 在全球药品销售额占据大部分份额; 公司层面, 不断涌现的具有先进技术的小型创新药企能够为专利药研发投入贡献新鲜血液, 同时小型创新药企的外包意愿更强, 进一步提高外包渗透率。

图表 37: 全球药品市场创新药占据多数份额



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

图表 38: 小型创新药企研发投入占比逐步增加



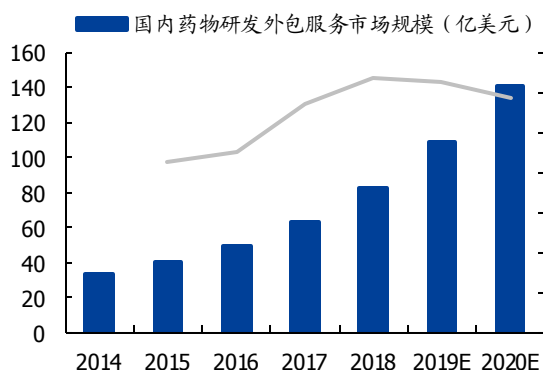
资料来源: 药明康德招股书, 国盛证券研究所

## 2.3 创新驱动叠加外包转移, 国内蓬勃发展正当时

药物研发外包服务行业在国内发展时间相对较短, 20 世纪 90 年代, 跨国药企药品在国内的上市需求启动了国内药物研发外包服务行业的发展, 近年来, 随着国内多项促进医药创新的政策推行、医疗改革的不断提速和医保市场的持续扩容, 国内外制药企业对中国市场的开拓与投入力度逐步增加, 国内药物外包服务行业逐步进入高速发展的快车道。

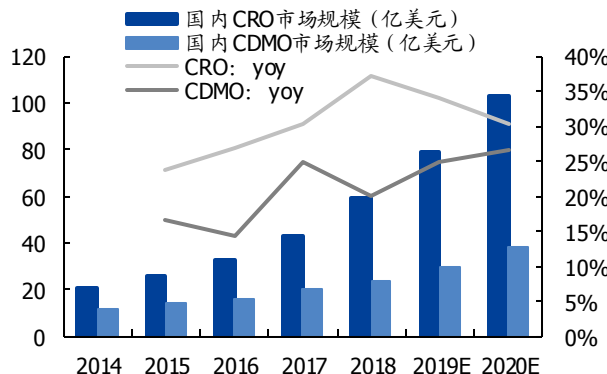
截至 2018 年, 预计国内药物研发外包服务市场规模接近 83 亿美元, 近 5 年 CAGR 超过 20%, 其中 CRO 市场规模达到 59 亿美元, 5 年 CAGR 为 29.5% 左右, CDMO 市场规模达到 24 亿美元, 5 年 CAGR 为 18.9% 左右。我们认为, 国内医药行业正在经历“仿制药为主”向“创新为方向”的产业升级, 创新药迎来黄金发展时代, 药物研发外包服务行业有望持续高增长。

图表 39: 国内药物研发外包服务市场规模及增速



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

图表 40: 国内 CRO、CDMO 市场规模及增速



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

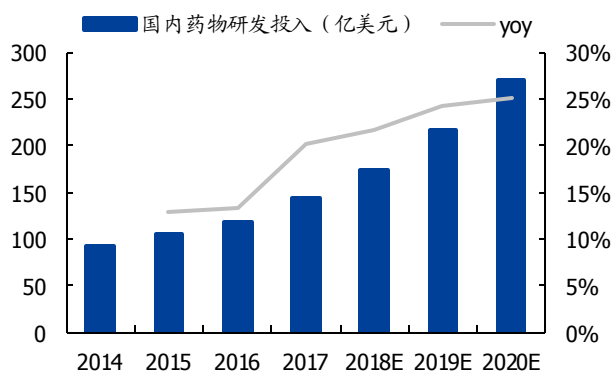
当下, 国内医药行业正在经历“仿制药为主”向“创新为方向”的产业升级, 正迎来创新药的黄金发展时代, 近年来 CDE 批准的新药快速增加, 预计国内药物研发投入将实现 20% 以上的增速, 同时伴随全球药物研发外包服务向国内的产业转移, 国内药物研发外包服务市场全面爆发, 空间巨大。



**1) 政策鼓励创新，整体提高国内新药研发积极性：**一方面，将医药创新写入国家发展战略，出台药审改革、创新药优先审评、医保目录谈判等细节配套政策，直接利好新药研发，另一方面，开展仿制药一致性评价，推进仿制药集中采购，进一步重塑仿制药产业格局，倒逼传统药企逐步转型新药研发。

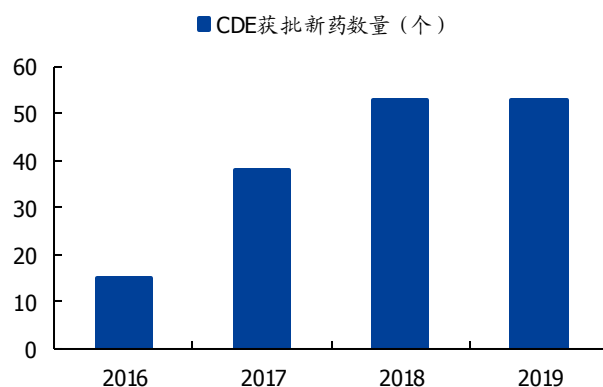
- ◆ **制药类上市公司研发投入：**自 2015 年以来持续增长，有望保持 30% 左右增速，2019 年研发费用总额 334.4 亿元，近 3 年复合增速 28.4%，研发费用作为创新药服务商收入的前置指标，持续提示国内创新药服务商板块高景气。
- ◆ **国内新药获批上市数量：**2018 年达到近年峰值，2019 年相对稳定，2019 年 CDE 批准新药数量分别为 53 件，化药仍占较大比例，预计未来国内新药获批数量将持续增加，新药获批作为创新药服务商收入的后置指标，持续验证国内创新药服务商板块高景气。

图表 41: 国内药物研发投入快速增长



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

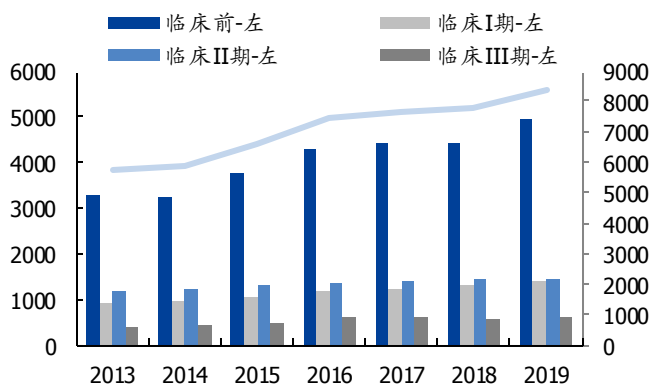
图表 42: CDE 获批新药数量快速增长



资料来源：医药魔方，国盛证券研究所，注：此处新药，指 NMPA 首次批准在中国上市的药品，包括新分子实体（以及包含有新分子实体的复方）、生物药、中药和疫苗。

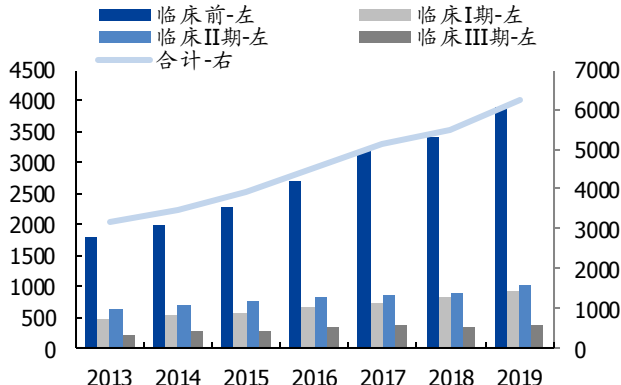
- ◆ **国内在研药物管线：**小分子药物与大分子药物数量快速增长，大分子药物增速更快。根据 Pharma projects 数据披露，截至 2019 年底，国内药物研发管线中处于临床前至临床 III 期阶段的小分子药物与大分子药物数量分别为 746 个与 803 个，同比增速分别达到 51.9% 和 55.6%，近 5 年复合增速分别为 33.8% 与 40.6%。在研药物分子数量的快速增长将驱动国内创新药服务商板块持续高景气。

图表 43: 国内研发管线中小分子药物数量 (个)



资料来源：Pharma projects，国盛证券研究所

图表 44: 国内研发管线中大分子药物数量 (个)

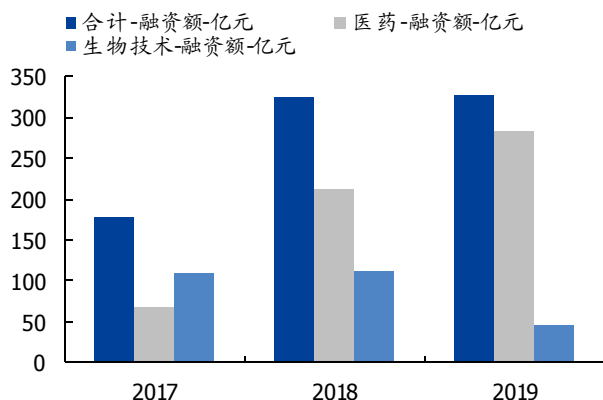


资料来源：Pharma projects，国盛证券研究所

**2) 一级市场投融资有望支撑中小创新药企持续加大研发投入：**国内医药&生物技术领域

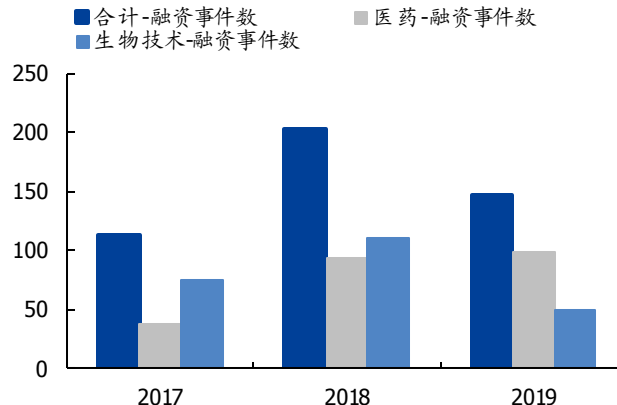
的一级市场投融资在 2018 年达到峰值,2019 年保持活跃,有望持续保持较高水平:2018、2019 年的融资事件数分别为 203 件、147 件,融资额分别为 324 亿元、329 亿元。一级市场投融资是初创型新药公司研发投入的主要来源,国内医药&生物技术领域的一级市场投融资作为创新药服务商收入的前置指标,持续提示国内创新药服务商板块持续高景气。

图表 45: 国内医药&生物技术一级市场融资额情况



资料来源:动脉网,蛋壳研究院,国盛证券研究所,注:融资事件仅包括披露融资金额的事件,不包括未披露金额的融资事件;融资事件仅包括从天使轮到 IPO 以前的融资事件,不包括 IPO、定向增发、捐赠和并购事件等

图表 46: 国内医药&生物技术一级市场融资事件数情况



资料来源:动脉网,蛋壳研究院,国盛证券研究所,注:融资事件仅包括披露融资金额的事件,不包括未披露金额的融资事件;融资事件仅包括从天使轮到 IPO 以前的融资事件,不包括 IPO、定向增发、捐赠和并购事件等

**3) 科创板出台,进一步拓宽中小创新药企融资渠道:**近年来本土中小创新药企快速增长,但大多并无盈利,主要通过一级市场投融资支撑其新药研发,随着科创板的出台,中小创新药企融资渠道有望进一步拓宽,助力国内药物研发投入持续增长。2019 年,一级市场投融资整体遇冷,但生物医药领域仍受资本青睐,在投融资环境趋紧的条件下,中小创新药企对于研发风险、成本和效率的重视程度有望进一步提升,外包服务渗透率有望进一步提高。

图表 47: 科创板上市标准优待未盈利创新药企

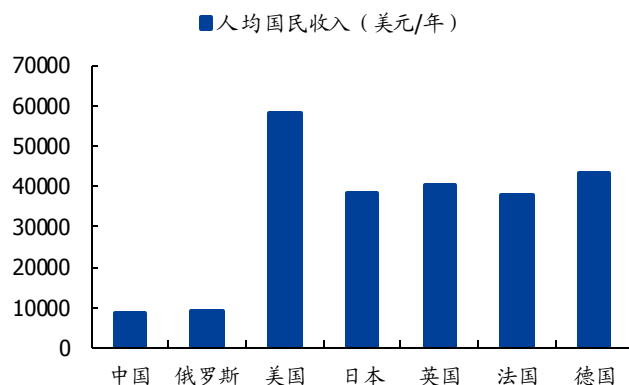
预计市值	上市标准	财务数据要求
不低于 10 亿元	最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元,或最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元	净利润或营业收入
不低于 15 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元,且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%	营业收入、研发投入
不低于 20 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元,且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元	营业收入、经营性现金流
不低于 30 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元	营业收入
不低于 40 亿元	主要业务或产品需经国家有关部门批准,市场空间大,目前取得阶段性成果。医药行业企业需要至少有一项核心产品获准开展二期临床试验,其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件	产品、技术

资料来源:上交所,国盛证券研究所

**4) 全球药物研发外包服务产业向国内转移:**在环保趋严、研发生产工艺不断提升带来巨大成本压力下,跨国药物研发外包服务企业的服务成本普遍较高。药物研发外包服务行业以人为核心生产力,国内每年高学历人才持续增加,普遍具有勤劳工作的奋斗品质,相比跨国药物研发外包企业具有明显降低的人力成本,更受跨国药企青睐。同时,国内是全球第二大用药市场,具有庞大的患者群体,极大地吸引着跨国药企及小型生物科技公司在国内市场布局,随着 CFDA 加入 ICH 以及日益健全的专利保护措施,国内药物研发外包服务企业的技术实力与服务能力也逐步得到充分认可,跨国药企中国区临床申报

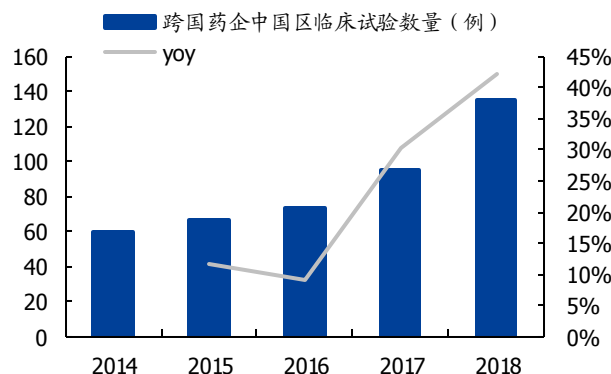
将为国内市场贡献增量。

图表 48: 人均国民收入水平中国远低于欧美发达国家 (2017)



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

图表 49: 跨国药企的中国区临床试验数量持续增加



资料来源: CDE, 国盛证券研究所

### 三、成长可期: 业务协同效应体现, 进入发展快车道

#### 3.1 完善一体化服务平台, 协同发展进入快速成长期

如前文所提到的, 创新药服务商已深度嵌入药物研发全产业链并成为重要一环, 成为制药公司、机构的重要战略合作伙伴, 一旦建立起长期合作关系, 服务质量与品牌得到认可, 极强的客户粘性为复杂的药物研发过程中不同阶段业务的协同导流提供了便利。

**他山之石:** 透视大型跨国药物研发外包服务龙头和国内领先的药物研发外包服务公司的发展路径, 大多基于核心业务通过收购并购等方式, 快速拓展业务至产业上下游细分领域, 持续完善自身业务结构, 逐步实现业务纵向一体化, 不断提升成长天花板, 持续分享创新红利。

图表 50: 领先的跨国药物研发外包服务公司的一体化服务能力

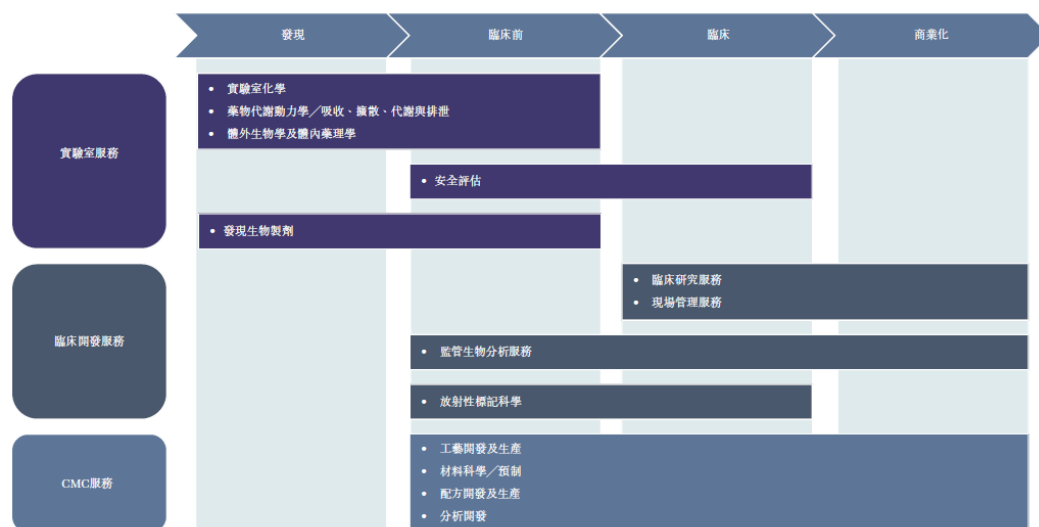
	临床前					临床						生产
	药靶靶 向认证	药物 发现	化学 实验	生物 实验	药物安全 评价	I期	II期	III期	中心 实验室	临床药 物生产	IV期	安全监测 商业化生产
药明康德												
QuintilesIMS												
Covance												
Parexel												
Inventive Health												
ICON												
PPD												
PRA												
Charles river												
Chiltern												
INC Research												

资料来源: 药明康德招股书, 国盛证券研究所

**可以攻玉:** 公司自 2004 年成立以来, 持续深耕核心业务实验室化学 (药物发现) 的同时, 也在不断拓宽业务范围, 尤其在 2016-2019 年间陆续投资收购康龙 (英国)、康龙

(美国)、南京思睿(子公司希麦迪)、联斯达,从实验室服务到临床研究服务到 CMC 服务的一体化服务平台得到进一步完善。

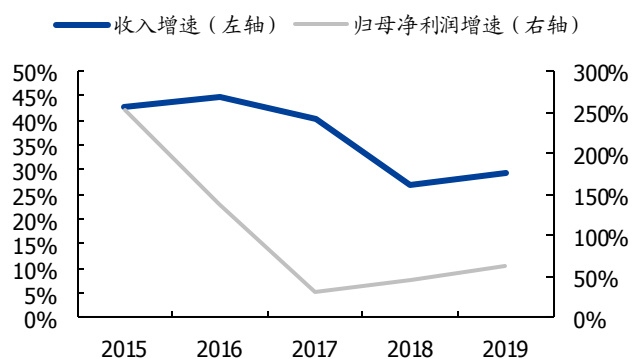
图表 51: 公司逐步完善的一体化服务能力



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

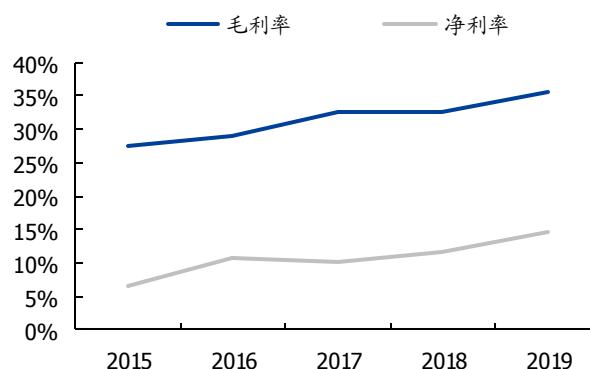
**从经营情况来看:** 公司在生物科学服务、临床研究服务能力的持续提高, 驱动收入利润的持续高增长, 2015-2019 年收入复合增速超过 30%, 利润复合增速超过 50%, 且利润增速明显高于收入增速。同时由于高毛利业务生物科学占比持续提高, CMC 服务、临床研究服务毛利率的快速提高, 公司毛利率与净利率整体持续提高。2019 全年收入利润延续高增长, 同时 CMC 服务、临床研究服务的占比持续提升, 预计实验室服务中的生物科学服务占比亦持续提升。

图表 52: 康龙化成收入利润增速变化



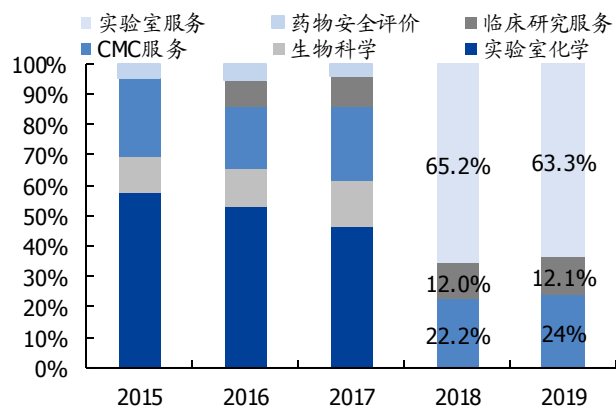
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 53: 康龙化成毛利率、净利率持续提升



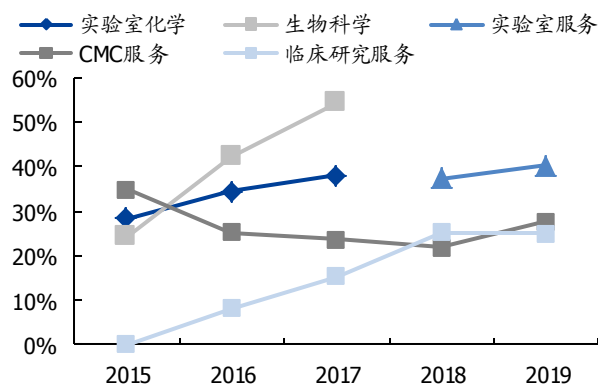
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 康龙化成不同业务收入占比变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 55: 康龙化成不同业务毛利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

根据公司 2019 年中报, 药物发现阶段的体内外生物科学 76% 的收入来源于与实验室化学的协同效应, 78% 的 CMC 收入来源于与药物发现服务 (实验室化学和生物科学) 的协同效应。前后端业务的协同效应预计在 2019 全年持续体现, 我们判断公司已进入快速发展阶段:

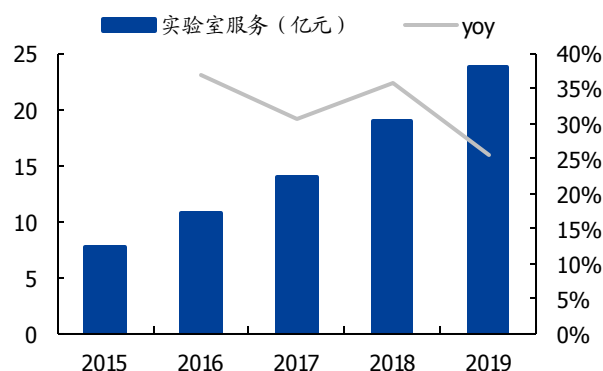
- ◆ **实验室服务:** 核心业务实验室化学服务优势明显, 有望持续稳定增长; 业务协同效应体现, 生物科学服务占比有望持续提升, 实现高增长。
- ◆ **CMC 服务:** 业务协同效应体现, CMC 服务项目数量及收入有望持续增长, 并且目前多为早期阶段项目, 随着项目研发推进, 后期项目的增加有望带来收入倍增, 提供巨大弹性。同时, 随着 CMC 后期项目增加, CMC 产能利用率有望提高, 伴随高毛利的生物科学业务占比的快速增加, 拉动公司毛利率的提高。
- ◆ **临床业务:** 目前集中于早期临床服务以及临床早期阶段的药效药代动力学评价等服务, 后续有望持续拓展业务至临床后期阶段, 具有较大成长空间。

### 3.2 实验室服务: 药物发现优势明显, 生物科学提供弹性

**核心业务板块, 收入稳定增长:** 实验室服务 2015-2018 年收入复合增速达到 34.6%, 2019 年实现收入 23.8 亿元, 同比增长 25.5%, 收入占比 63.3%。其中实验室化学是公司起家业务, 运营成熟优势明显, 长期保持稳定增长。生物科学得益于与实验室化学业务间的协同效应, 收入占比快速提高, 从 2015 年的 17.4% 提升至 2018H1 的 24.0%, 根据 2019 年中报披露, 生物科学 76% 的收入来源于与实验室化学的协同效应, 预计 2019 全年生物科学业务占比持续提升。

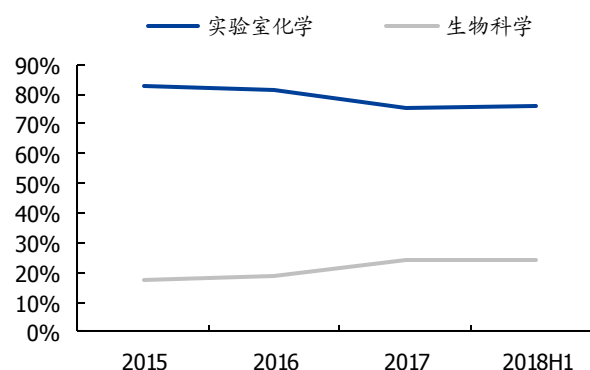


图表 56: 康龙化成实验室服务收入增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 57: 康龙化成实验室化学与生物科学业务收入占比情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**实验室化学(药物发现)服务能力领先,生物科学提供弹性:** 目前全球领先的临床前 CRO 服务有力竞争者主要包括跨国龙头 Covance、CharlesRiver 和本土企业药明康德,各家业务重心略有不同。单从实验室化学(药物发现)领域来讲,公司拥有实验室化学研究员 3200 余人,是全球规模最大、经验最为丰富的化学合成服务队伍之一,按收入市场份额全球排名第三,国内位列第二,能够持续提供收入贡献。同时实验室化学能够持续为生物科学导流,后者在业务协同效应下有望快速增长,提供收入弹性。目前公司实验室服务在绝对收入体量上与龙头公司仍有差距,但是具备更高的增速水平,市场份额有望持续提高。

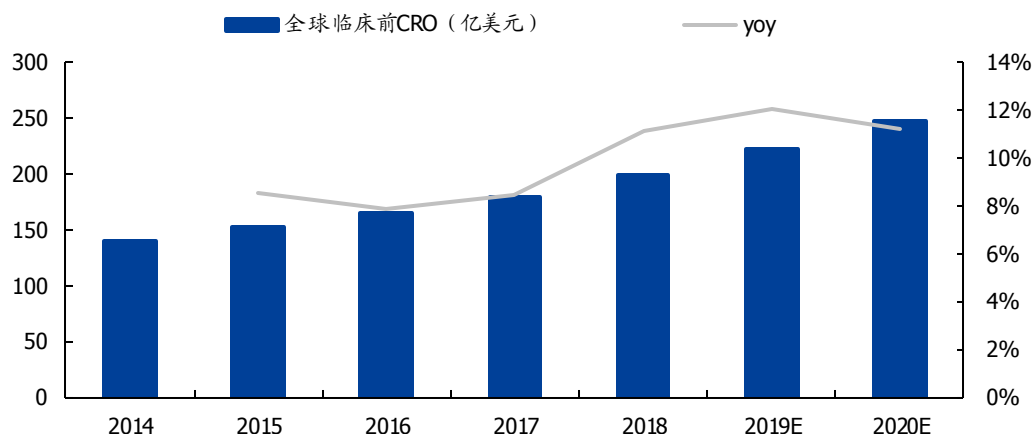
图表 58: 全球临床前 CRO 主要竞争者

公司	临床前 CRO 业务	2019 年营业收入 (亿元)	2019 年临床前 CRO 收入占比 (%)	2019 年临床前 CRO 收入(亿元)	近三年临床前 CRO 收入复合增 速(%)
CharlesRiver	药物发现与安全性评价	183.2	61.8	113.1	24.9
Covance	先导化合物的优化与分析测试	320.6	21.9	70.2	17.6
药明康德	药物发现与分析测试	128.7	50.6	64.7	25.6
康龙化成	药物发现与生物科学	37.6	63.3	23.8	27.1

资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 由于公司披露信息有限, Covance 临床前 CRO 占比采用了 2013 年年报中的 21.9% 并以此计算当期临床前 CRO 收入, Covance 近三年临床前 CRO 复合增速参考该公司整体 CRO 复合增速以体现趋势

**小分子化学药仍为主流研发方向,临床前 CRO 市场广阔:** 随着 PD-1、CAR-T 等新型药物疗法前沿研究的快速发展,近几年大分子生物药发展速度不断加快,而小分子化学药的发展速度方面略显滞缓,这与小分子化学药市场基数较大关系较大,小分子化学药一直占据全球医药市场大部分市场份额。我们认为,在全球各国加大医疗改革、控制医疗支出的背景下,小分子化学药由于服用便利,合成工艺稳定,价格相对较低等优势,在较长时间内仍然会是主流研发方向。小分子化学药研发外包的临床前 CRO 市场依旧广阔,有望保持 10% 左右稳定增长。公司目前市场份额不足 2%, 仍有持续提升空间。

图表 59: 全球临床前 CRO 市场规模及增速

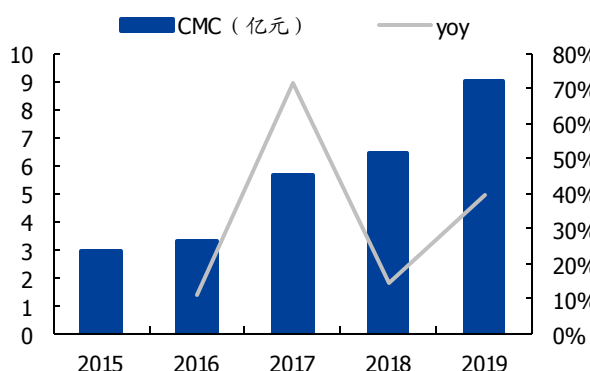


资料来源: 药明康德招股书, 国盛证券研究所

### 3.3 CMC 服务: 早期阶段项目为主, 培育潜在业绩增长点

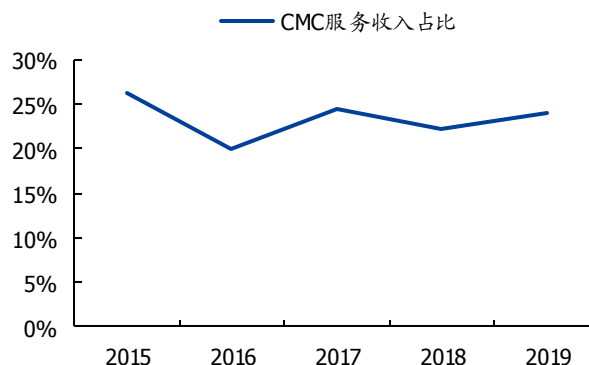
**CMC 增速波动较大, 收入占比相对稳定:** CMC 服务 2015-2018 年收入复合增速达到 29.4%, 2019 年实现收入 9.0 亿元, 同比增长 39.6%, 收入占比稳定在 24%左右。根据 2019 中报披露, 78%的 CMC 收入来源于与药物发现服务, 业务协同效应逐步体现, 前期积累的众多药物发现项目有望实现业务导流, 驱动 CMC 业务的持续增长。同时, 由于 CMC 业务在前期设备保障、人员储备、工艺体系投入较多, 存在产能未能充分利用的情况, CMC 毛利率水平与业内领先 CMO 企业相比仍有提升空间, 随着开展项目的快速增加, CMC 业务的产能利用率不断提高。

图表 60: 康龙化成 CMC 服务收入增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 61: 康龙化成 CMC 服务收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**早期阶段项目为主, 关注长期弹性:** 目前公司主要为客户提供临床前及临床早期的药物工艺开发及生产的服务, 暂未提供临床后期及商业化阶段的 CDMO 服务, 对比国内 CDMO 龙头公司药明康德, 在收入规模、人员产能、人均产出、项目数量质量等方面均有一定差距, 但公司持续提高技术能力, 不断扩大产能, 2019 年着手建设“杭州湾生命科技产业园——康龙化成生物医药研发服务基地项目”二期工程, 预计在 2021 年交付使用, 可增加科研技术人员 2500 多名, 实验室服务和 CMC 服务产能将得到有效扩充。天津工厂三期工程在 2019 年完成主体工程建设, 预计 2020 年底交付使用。此外, 为满足公司战略需要, 加快建设临床后期以及商业化生产服务能力, 2019 年绍兴工厂破土动工, 一

期工程占地面积八万一千平方米，预计 2022 年完成。公司已积累的临床前期项目随着研发进程推进，有望在后续进入临床后期以及商业化阶段，实现收入倍数增长，潜在收入弹性巨大。

图表 62: 康龙化成 CMC 业务 vs 药明康德 CDMO 业务

	药明康德	康龙化成
服务能力	为全球各大中小型药企提供小分子新药中间体、原料药及制剂从临床前期工艺开发至商业化生产的一体化服务	为全球客户提供临床前及临床早期的药物工艺开发及生产的服务
项目数量	截至 2019 年底，累计执行 1000 个项目，临床前及临床 I 期阶段 756 个，临床 II 期阶段 177 个，临床 III 期阶段 40 个，已获批上市阶段 21 个	截至 2019 年底，完成及在研项目 568 个，其中临床前项目 485 个，临床 I 期 54 个，临床 II 期 20 个，临床 III 期 9 个
收入体量	2018 年 27.0 亿元，2019 年 37.5 亿元	2018 年 6.5 亿元，2019 年 9.0 亿元
毛利率	2018 年 41.6%，2019 年 41.0%	2018 年 21.9%，2019 年为 27.8%
技术人员	2018 年底 3736 人 2019 年底 6029 人（包括细胞基因治疗 CDMO）	2018 年底 1276 人，2019 年底 1544 人
人均单产（收入）	2018 年 72.3 万元/人	2018 年 50.9 万元/人，2019 年 58.4 万元/人
产能	原料药方面，9 个差异化配置的生产车间，总反应体积超过 1000 立方米（截至 2018 年底）	天津工厂，总反应釜体积达 176 立方米

资料来源：药明康德官网，康龙化成官网，公司公告，wind，国盛证券研究所

### 3.4 临床研究服务：中、美、英三地布局，服务能力快速提升

**海内外持续投资收购，完善临床研究服务布局：**相较于实验室服务与 CMC 服务，公司临床研究服务起步稍晚，经过海内外持续投资收购，可提供包括早期临床试验和放射性药物合成和药物代谢动力学研究的临床研究服务。

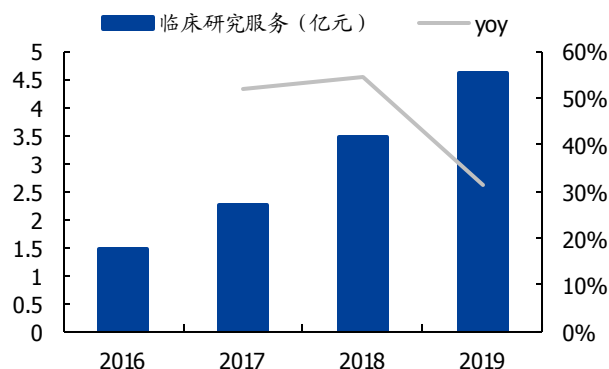
图表 63: 康龙化成持续完善临床研究服务布局

时间	布局	服务能力
2016.2	收购英国 Quotient (康龙(英国))	拓展放射化学技术，加强实验室服务与临床 DMPK 服务
2017.1	收购美国 Xceleron (康龙(美国)分析技术)	拓展药物代谢研发服务，加强实验室服务与临床服务能力
2017.2	收购美国 SNBL (康龙(美国)临床服务)	拓展早期临床试验服务
2018.5	投资南京思睿及其子公司希麦迪	加强临床服务能力
2019.6	投资联斯达	拓展 SMO 服务，加强临床服务能力

资料来源：康龙化成官网，康龙化成招股书，国盛证券研究所

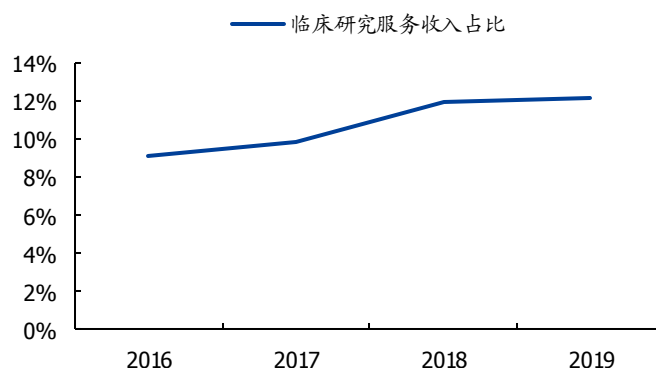
**临床研究服务快速增长，收入占比持续提升：**临床研究服务 2016-2018 年收入复合增速达到 53.1%，2019 年实现收入 4.6 亿元，同比增长 31.3%，收入占比持续提升至 12.1%。近两年临床研究服务的快速增长主要得益于海内外收购带来业务的增长。其中，2018 年初公司位于美国的临床中心于取得放射性同位素使用许可证后，打造完成全球唯一一个“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化平台，在该细分领域优势明显，截至 2019 年底，公司已成功完成 6 个来自国内的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”的一体化项目。

图表 64: 康龙化成临床研究服务收入增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 65: 康龙化成临床研究服务收入占比情况

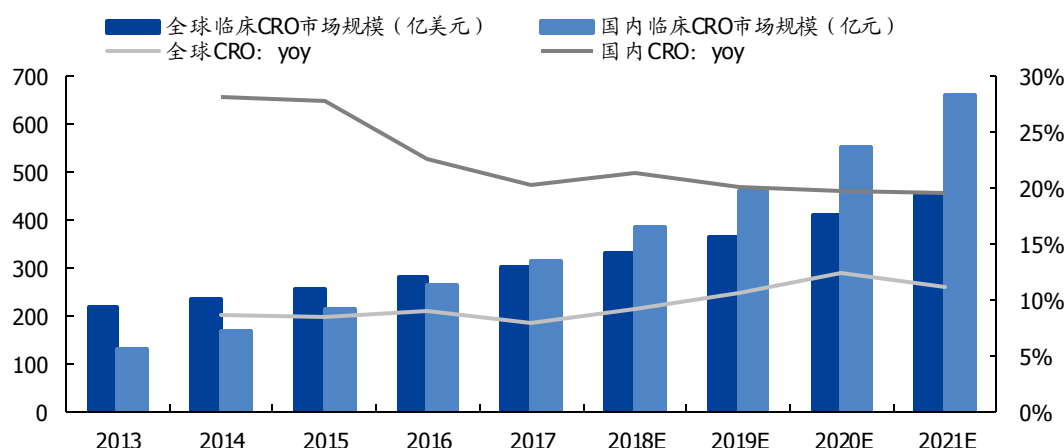


资料来源: wind, 国盛证券研究所

**临床 CRO 市场空间巨大, 本土企业市占率普遍较低:** 由于新药研发费用投入主要集中在临床试验等后期阶段, 临床 CRO 在药物研发外包服务中占据大块份额, 市场空间巨大。目前全球临床 CRO 市场规模超过 300 亿美元, 维持 10% 左右的增速, 国内临床 CRO 市场规模超过 400 亿元, 维持 20% 以上增速。此前由于海外客户对临床试验研究质量与规范要求较高, 本土临床 CRO 服务水平相对较低等因素, 本土临床 CRO 企业的市占率相对较低。结合 2019 年泰格医药与公司的临床 CRO 收入分别为 28.0 亿元与 4.56 亿元, 我们预计行业龙头泰格医药的市占率不足 10%, 公司市占率不足 2%, 仍有巨大提升空间。

公司持续大深临床研究服务布局, 2019 年完成并购南京思睿、投资入股联斯达, 进一步拓宽临床研究服务能力至注册申报、医学事务、临床运营、数据管理和生物统计、药物警戒、生物样本分析以及 SMO 等国内临床研究服务, 临床研究服务板块有望持续高增长, 渗透率有望持续提升。

图表 66: 全球与国内临床 CRO 市场规模及增速



资料来源: 康龙化成招股书, 国盛证券研究所

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 关键假设

1. 实验室服务：核心业务实验室化学服务优势明显，有望持续稳定增长；业务协同效应体现，生物科学服务占比有望持续提升。我们预计 2020-2022 年收入增速分别实现 24.8%、24.8%、24.8%。
2. CMC 服务：业务协同效应体现，CMC 服务项目数量及收入有望持续增长，并且目前多为早期阶段项目，随着项目研发推进，后期项目的增加有望带来收入倍增，提供巨大弹性。同时，随着 CMC 后期项目增加，CMC 产能利用率有望提高，伴随高毛利的生物科学业务占比的快速增加，拉动公司毛利率的提高。我们预计 2020-2022 年收入增速分别实现 27.9%、28.3%、28.3%。
3. 临床业务：目前集中于早期临床服务以及临床早期阶段的药效药代动力学评价等服务，后续有望持续拓展业务至临床后期阶段，具有较大成长空间。我们预计 2020-2022 年收入增速分别实现 56.3%、44.0%、32.3%。
4. 公司毛利率有望提升：受益于业务协同效应的高毛利业务生物科学收入占比持续提升，拉动实验室服务板块毛利率增长，临床 CRO 服务能力持续提升，高质量项目增加有望带动毛利率的持续提高，CMC 业务处于发展早期，后期项目逐步增加同时产能利用率有望进一步提高。



图表 67: 康龙化成收入拆分 (单位: 百万元, 人民币)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>实验室服务</b>						
收入	1,489.9	1,895.8	2,379.5	2,969.6	3,706.1	4,625.2
YOY		27.2%	25.5%	24.8%	24.8%	24.8%
毛利率	40.1%	37.2%	40.3%	41.3%	42.3%	43.3%
<b>CMC 服务</b>						
收入	562.9	645.8	901.6	1,153.1	1,479.0	1,896.9
YOY		14.7%	39.6%	27.9%	28.3%	28.3%
毛利率	23.6%	21.8%	27.8%	28.8%	29.8%	30.8%
<b>临床研究服务</b>						
收入	225.2	347.5	452.3	706.7	1,017.6	1,345.8
YOY		54.3%	30.1%	56.3%	44.0%	32.3%
毛利率	15.3%	25.3%	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%
<b>其他</b>						
收入	16.2	19.0	19.8	20.6	21.5	22.4
YOY		17.5%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
毛利率	58.9%	52.8%	60.6%	60.6%	60.6%	60.6%
<b>总计</b>						
收入	2,294.1	2,908.1	3,757.2	4,850.0	6,224.1	7,890.2
YOY		40.4%	26.8%	29.2%	28.3%	26.8%
毛利率	32.7%	32.5%	35.5%	36.1%	36.9%	37.7%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4.2 盈利预测与估值

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.4 亿元、9.8 亿元、12.8 亿元，同比增长 35.3%、31.7%、31.1%；对应 PE 分别为 75 倍、57 倍、43 倍。公司具备从实验室化学到生物科学与 CMC 与临床服务等一体化平台服务能力，前后端业务协同效应逐步体现以及服务能力不断提升将驱动公司持续高速增长，我们坚定看好公司发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

**估值方面**，对比行业内业务相近的几家药物研发外包服务公司，公司估值略高于行业平均水平，我们预计公司未来三年复合增速在 30% 以上。公司核心业务实验室化学服务能力与规模全球领先，持续贡献现金流；实验室化学位于整个药物研发产业链最前端的流量端口，能够积累大量客户与项目资源，并为后端业务持续导流；后端业务 CMC 服务与临床服务能力持续提升，将会更好的实现业务协同与项目承接，驱动公司持续高速增长。

- ◆ **行业高景气，有望赋予板块整体高估值：** 新药研发是跨国药企持续发展的主旋律，随着全球药品研发投入与外包服务渗透率的持续提高，全球市场有望保持 10% 增速。其中，国内医药产业由“仿制药为主”到“创新为方向”的产业升级将推动创新药发展进入黄金时代，国内研发外包服务行业随之进入爆发期，有望保持 20% 以上增速。同时，药物研发外包服务板块作为政策避风港，不受药品、器械等负向政策扰动，相对其他子行业估值水平较高。
- ◆ **把握业务流量端口，协同效应拉动后端业务增长：** 公司起家业务实验室化学规模能力全球领先（收入市场份额全球排名第三，国内位列第二），作为整个药物研发外包服务产业链的最前端，能够积累大量项目与客户资源并为后端业务导流，拉动后端业务增长（2019 年中报披露，76% 的生物科学收入来源于与实验室化学的协同效应，78% 的 CMC 收入来源于与实验室业务的协同效应）。
- ◆ **持续加强能力建设，CMC 业务空间巨大：** 公司起家于实验室化学服务，并持续向产业链下游业务拓展，目前 CMC 业务主要为临床早期项目，随着宁波杭州湾三期生命科技园二期及天津三期工程后续的陆续投入使用，能够为后续的临床后期乃至商业化阶段项目提供支持，实现收入利润倍数增长，具备更大的弹性空间。
- ◆ **盈利能力提升持续兑现，且仍有提升空间：** 公司后端业务 CMC 由于前期投入较多，同时项目以临床早期为主，存在产能未充分利用情况，此前毛利率较低。随着业务协同下 CMC 项目的快速增加与推进，CMC 产能利用率与毛利率快速提升，并拉动公司整体毛利率净利率的增长，且与行业龙头相比仍有进一步提升空间。（2019 年 CMC 毛利率同比提高 6 个百分点，公司毛利率同比提高 3 个百分点，净利率同比提高 2.9 个百分点）。

图表 68: 可比公司估值（可比公司参照 wind 一致预期，截至 2020.6.1）

股票代码	公司简称	每股收益 EPS（元）				市盈率 PE（倍）			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603259.SH	药明康德	1.12	1.56	2.09	2.69	81.4	69.7	52.1	40.6
300347.SZ	泰格医药	1.12	1.42	1.84	2.37	56.2	59.9	46.2	35.8
603127.SH	昭衍新药	1.10	1.55	2.12	2.81	52.4	77.6	56.6	42.6
平均值						63.3	69.1	51.6	39.7
300759.SZ	康龙化成	0.69	0.93	1.23	1.61	100.9	74.6	56.6	43.2

资料来源：wind，国盛证券研究所

## 五、风险提示

**1.行业监管政策变化风险：**医药研发服务行业受监管程度较高，国家药监局等主管机构不断根据市场发展情况逐步制订并不断完善各项相关法规。若公司不能及时调整自身经营战略来应对相关国家或地区医药研发服务行业的产业政策和行业法规的变化，将可能会对公司的经营产生潜在的不利影响。

**2.医药研发服务需求下降风险：**尽管全球医药行业预期将在人口老龄化、高水平可支配收入及医疗开支增加等因素的带动下持续增长，但无法保证医药行业将按我们预期的速度增长。如果未来全球医药市场增长速度放缓，可能导致客户暂缓进行项目研发或削减研发预算，从而将对公司的经营业绩及前景造成不利影响。

**3.市场竞争加剧风险：**全球药物研发服务市场竞争日趋激烈，公司的竞争对手主要包括各类专业 CRO/CMO/CDMO 机构或大型药企自身的研发部门，公司如不能继续强化自身综合研发技术优势及各项商业竞争优势，或将面临医药市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

**4.核心技术人员流失风险：**公司已经建立了一支经验丰富、执行能力强劲的人才队伍，拥有及时向客户提供优质服务和紧跟医药研发尖端科技及发展的能力。然而由于具有必备经验和专业知识的合资格研发人员数量有限，且该等合资格人员亦受制药企业、生物科技研发公司、科研院所的强烈青睐，如果公司未来不能在吸引、挽留优秀科研技术人员方面保持竞争力，可能会导致公司无法为客户提供优质的服务，从而对公司的业务造成重大不利影响。

**5.汇率变动风险：**目前公司海外客户业务收入占比远高于国内客户，相当部分的收入来自以美元计价的销售。然而，公司大部分人员及运营设施在中国境内，相关的经营成本及开支是以人民币为计价单位。近年来人民币与美元及其他货币之间的汇率存在波动。如果未来人民币兑美元升值，公司以美元计价的营业收入折算成人民币的金额将随之减少，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com