

维亚生物(1873.HK)

报告日期: 2020年10月26日

# 医药 CXO+投资协同推进的一体化平台

## ——维亚生物深度报告

✍ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006  
☎ : 孙建 021-80105900  
✉ : sunjian@stocke.com.cn

### 报告导读

在 2020 年 7 月 7 日我们发表的《如何看待早期药物筛选 CRO 未来估值和成长空间?》中已经分析了药物筛选平台商业模式。其中,维亚生物——“服务+资本”双轮驱动的商业模式,在服务带来稳定现金流的同时,利用孵化投资带来杠杆收益,实现对传统 CRO 人力密集型驱动模式的突破。本篇报告我们将主要解决市场上关于维亚生物公司未来发展的几点困惑: 1. 公司主营业务药筛服务收入能否持续高速增长? 2. 下游服务链延伸具有哪些优势及风险? 收购标的朗华制药质地如何? 3. EFS 投资孵化业务利润空间如何评估? 4. 公司市值天花板如何? 本篇报告将对上述问题进行探索性解答,希望能够解决投资者对于维亚生物商业模式及未来发展空间的疑虑,总结看,我们认为: 公司服务业务产业链切入点好,同时借力 CRO 拓展投资孵化业务、服务链延伸,这种商业模式提升了天花板,也奠定公司做大做强的基础。

### 投资要点

#### □ 维亚生物: 服务+投资, 构建新生态的 CXO 公司

药物筛选 CRO, 通过拓展对客户投资孵化业务提升天花板, 并协同补充下游服务提升创新药全产业链服务能力。公司主要提供基于结构的药物发现服务, 并将传统的 CRO 服务换现金(CFS)模式与独有的服务换股权(EFS)模式相结合, 在赚取短期药物发现服务费用的同时, 实现长期药物孵化投资带来的高额收益。公司于 2020 年下半年相继收购信实生物强化前端服务能力; 收购朗华制药补充后端服务(CMO)打造一站式平台; 打造杭州孵化基地, 加强 CFS+EFS 双轮驱动协同效应。在拥有 CFS 及 EFS 业务的源头流量的基础上, 与产业链上各环节的创新药企达成战略合作或并购, 构筑一体化创新服务平台。

#### □ CFS 业务: 从药筛服务(CRO)向全服务链(CRO+CDMO)拓展, 平台化搭建有望持续超预期

2020 年, 公司不断从技术平台、客户范围、服务链延伸等多角度增强 CFS 板块, 我们认为业绩的增量主要来自于以下两个方面: 1)CRO 业务: 药筛收入持续高速增长, 收信实生物强化前端能力。公司药筛服务 2020H1 在手订单高速增长, 下半年业绩有望持续兑现。收购药物合成 CRO 信实生物, 与原有业务协同性强, 有望增厚服务链前端客户群, 实现上下游服务链的双向导流, 完善公司服务链, 增强客户粘性。从长期来看, 公司前瞻性的引入新技术平台, 已基于冷冻电镜技术开展服务, 不断巩固结构化学领域技术优势, 拓宽护城河。2)CDMO 业务: 小分子 CMO 公司收购有望年底落地, 上半年盈利能力快速提升, 大分子 CMO 持续布局中。2020 年 8 月 9 日, 公司推进与朗华制药的战略整合协议, 拟 25.60 亿元收购朗华制药 80% 股权。我们通过分析公司的财务数据发现, 公司 2017-2019 年 CDMO 主营业务为中间体、原料药的销售及商业化服务, 2020 年上半年随着 CDMO 能力的建设及订单的导入, 净利率迅速提升, 人均创收及创利均处于行业前列。我们认为公司丰富的生产管理经验和已得到认证

### 评级

### 买入

上次评级 首次评级  
当前价格 HK\$ 7.62

### 单季度业绩

### 元/股

单季度业绩	元/股
H1/2020	-0.38
H2/2019	0.15
H1/2019	0.04
H2/2018	0.03



### 公司简介

公司为全球生物科技及制药客户的临床前阶段的创新药物研发提供世界领先的基于结构的药物发现服务, 包括靶标蛋白质的表达与结构研究、药物筛选、先导化合物优化直到确定临床候选化合物。公司的专利核心技术及公司的专有专业知识使公司可有效缩短药物发现平均所需时间, 得到客户的广泛认可。截至 2020 年上半年, 公司已为全球逾 370 名生物科技及制药客户提供药物发现服务, 涵盖超过 1,000 个独立药物靶标, 交付约 9,500 种独立的蛋白结构。

### 相关报告

- 《服务延伸+投资孵化, 药筛公司突破 CXO 天花板——从维亚生物看研发产业链早期公司商业模式》2020.08.04
- 《如何看待早期药筛 CRO 估值和空间?》2020.07.31

的大规模产能为转型 CDMO 奠定了良好的基础，与维亚生物合作将有望为朗华制药带来更多的客户源，强势推动 CDMO 板块发展。

总体看，我们认为公司从 CRO 向下游拓展提升天花板和对孵化客户的服务能力是毋庸置疑的，两块业务的竞争力均得到比较好的验证。而作为业务拓展主导方维亚生物而言，我们认为公司整合能力的持续验证将是影响公司整体竞争力的重要变量，在公司业务加速拓展的初期，这也是我们关注的重点，一旦验证，公司的天花板将快速打开。

#### □ 投资孵化业务 (EFS)：借 CFS 之力打造创新药企孵化器

基于优质 CFS 服务，公司于 2015 年拓展商业模式至服务换股权(EFS)，分享 Biotech 公司项目推进后估值提升带来的利润空间。截至 2020H1，公司已孵化企业数 56 家，平均持股 21.78%，项目筛选比例约为 3%。2018 年开始，公司陆续退出 6 个孵化项目，获得总投资处置收益 1.13 亿，平均投资回报率 258%。目前孵化项目研发进展顺利，其中 3 家处于临床 II 期，1 家临床 I 期，1 家 IND 阶段。2020 年 9 月 17 日，公司孵化企业 Dogma 项目被 AZ 收购，我们推测项目估值约为 6-8 亿，投资回报或达到 5000%。我们认为这体现了公司的投资逻辑：1)专业团队深度参与，严格筛选孵化项目，降低风险，提高回报。2)公司采用服务入股，降低单个项目投入成本，更好的把控项目进展，降低风险。3)介入早、退出早，单个项目投入少，更好把控风险。4)公司广泛布局，专注于 First-in-class 项目，解决临床痛点，提高投资回报率。总体来看，我们认为维亚生物的投资孵化模式不同于普通 PE/VC 投资，其借助 CFS 优质的外包服务更好的推进了项目的进展，有效的降低了投资回报率及投资风险；EFS 较为早期的投资偏好也使得公司立足于自身最优势的领域，有望获得更好的投资成绩。鉴于公司目前逐渐退出的投资回报情况，我们认为公司 EFS 业绩或可独立于市场短期投融资景气度，持续获得较好较快增长，为公司创造极大的业绩弹性。

#### □ 盈利预测及估值

我们采用分部估值法对公司各板块业务进行估值：

##### CFS 服务业务：

1) **CRO**：公司原有 CFS 药筛服务 2019 年净利润 1.14 亿，基于公司人员的持续扩张及在手订单的短期指导意义，我们假设 2020 年 CRO 业务同比增长 55%，公司 2020 年此部分将贡献 1.78 亿利润。参照行业可比公司，我们认为 CRO 部分合理市值为 133.5 亿元 (PE 75 倍)。

2) **CDMO (朗华制药)**：根据朗华制药上半年业绩及业务结构变化，我们预计朗华制药 2020 年净利润有望达到 1.75 亿。参照四家 A 股与 H 股的可比公司，2020 年平均 PE 为 88 倍，考虑到公司原有业务的潜在导流效果，CDMO 业务仍处于初级阶段及初期业务整合风险，我们假设给予 CDMO 业务 50 倍 PE，则 CDMO 业务对应市值为 87.5 亿元。

**EFS 业务**：为了减少退出节奏所代来的年度波动，我们采用 DCF 法对 EFS 业务进行估值。参考药物研发市场的项目成功率及投资回报率，我们认为维亚投资经验还在初期积累阶段，考虑同阶段行业年化收益率均值 45%，在年化收益：40% (乐观) / 35% (中性) / 30% (悲观) 的三种情境下，假设简化相关股权 5 年一次性全部退出，采用 DCF 估值法测得公司 EFS 业务的市值约为 170.49 亿 (乐观) / 135.67 亿 (中性) / 105.64 亿 (悲观)。

不考虑尚未落地的 CDMO 业务，我们认为公司合理市值约为 267.17 亿。

#### □ 投资建议

基于公司核心业务板块的分析，不考虑暂未收购落地的 CDMO 业务并表影响，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45, 0.32 及 0.36 元/股。CRO 业务 2020 年净利润有望达到 1.78 亿，参照可比公司，我们认为 CRO 部分合理市值应为 133.5 亿元，对应 PE 75 倍。为了减少投资收益年度波动，我们采用 DCF 法测算了 EFS 部分市值，在乐观/中性/悲观假设下，EFS 业务市值约为 170.49 亿/135.67 亿/105.64 亿。中性预测下，公司对应合理市值合计为 267.17 亿，处于显著低估状态，首次覆盖给予“买入”评级。

## □ 风险提示

并购整合管理风险；CDMO 能力建设不达预期；CFS 向下游业务导流效果不达预期；市场投融资景气度下滑及 EFS 投资回报率不达预期；行业政策变动；创新药研发景气度下滑；订单短期波动性；竞争风险。

## 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	323.09	518.23	784.13	1147.12
(+/-)	53.79%	60.40%	51.31%	46.29%
净利润	265.87	787.17	548.21	630.03
(+/-)	193.62%	196.07%	-30.36%	14.92%
每股收益(元)	0.18	0.45	0.32	0.36
P/E	24.00	15.70	22.54	19.62

## 正文目录

1. 从药筛 CRO 龙头到全链条服务+投资孵化协同公司 .....	6
2. CFS: 药筛领域龙头 CRO, 着力打造一体化服务平台 .....	7
2.1. CRO 业务: 药筛收入持续高增长, 前瞻布局拓技术护城河 .....	7
2.2. CMO 业务: 2020Q4 小分子 CMO 有望并表, 大分子 CMO 持续布局中 .....	10
3. EFS: 借 CFS 之力打造创新药企孵化器 .....	14
3.1. 从 Dogma 收购看维亚生物投资逻辑 .....	15
4. 盈利预测与估值 .....	18
4.1. 关键假设与盈利预测 .....	18
4.2. 分部估值 .....	19
4.2.1. CFS 估值 .....	19
4.2.2. EFS 估值 .....	20
5. 投资建议 .....	22
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 维亚生物公司发展规划 .....	6
图 2: 维亚生物主要业务收入 .....	7
图 3: CFS 客户服务数 .....	7
图 4: 维亚生物主要业务 .....	8
图 5: SBDD 设计过程 .....	8
图 6: 公司累计交付蛋白结构数及靶标数 .....	8
图 7: 可药性人类靶点数量 (个) .....	8
图 8: SYNthesis 的服务平台分布 .....	9
图 9: SYNthesis 人均创利 (万元) .....	9
图 10: 公司 CMO 布局不断兑现中 .....	11
图 11: 朗华制药公司发展历程 .....	12
图 12: 2017-2020H1 年朗华制药收入及分布 (百万元) .....	12
图 13: 2017-2020H1 年朗华制药净利及毛利情况 (百万元) .....	12
图 14: IND 申请数量看中国区需求端趋势性利好 .....	14
图 15: 2014-2023 年全球 CDMO 市场规模 .....	14
图 16: 2016-2020H1 EFS 收入确认方式 (亿元) .....	14
图 17: 2015-2022 年 EFS 模式孵化项目数 .....	14
图 18: 维亚生物已公开的项目研发及融资进展 .....	15
图 19: PCSK9 抑制剂作用机制 .....	16
图 20: 公司孵化项目种类分布 .....	17
图 21: 公司孵化项目领域分布 .....	17

图 22: 基于孵化的药物发现投资时间表与价值增长 .....	20
图 23: 药物研发随阶段推进的成功率 .....	21
表 1: 信实生物收购付款方式 .....	10
表 2: 朗华制药前后收购方案对比 .....	11
表 3: 2019 年朗华制药技改前后产品产量及规划产能 .....	13
表 4: EFS 退出案例情况 .....	15
表 5: 维亚生物主要收入拆分 (百万元) .....	19
表 6: 可比公司业务及估值 .....	20
表 7: EFS 2020-2029 投资收益及市值估算 .....	22
附表 1: 孵化企业列表 .....	24
表附录: 三大报表预测值 .....	27

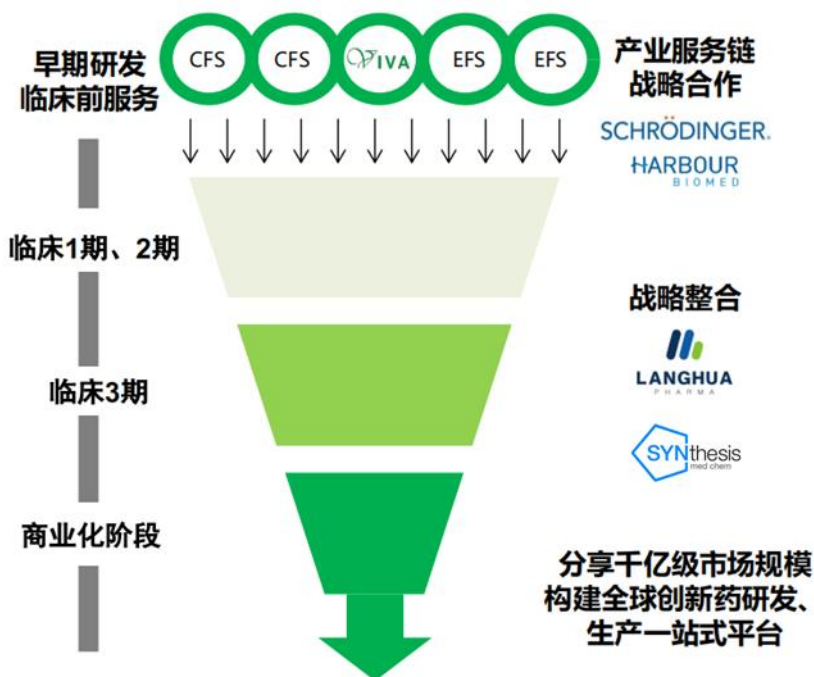
在 2020 年 7 月 7 日我们发表的药物筛选行业报告《如何看待早期药物筛选 CRO 未来估值和成长空间?》中已经分析了药物筛选平台商业模式。其中,维亚生物——“服务+资本”双轮驱动的商业模式,在服务带来稳定现金流的同时,利用孵化投资带来杠杆收益,实现对传统 CRO 人力密集型驱动模式的突破。本篇报告我们将主要解决市场上关于维亚生物公司未来发展的几点困惑: 1. 公司主营业务药筛服务收入能否持续高增长? 2. 下游服务链延伸具有哪些优势及风险? 收购标的朗华制药质地如何? 3. EFS 投资孵化业务利润空间如何评估? 4. 公司市值天花板如何? 本篇报告将对上述问题进行探索性解答,希望能够解决投资者对于维亚生物商业模式及未来发展空间的疑虑,总结看,我们认为: 公司服务业务产业链切入点好,同时借力 CRO 拓展投资孵化业务、服务链延伸,这种商业模式提升了天花板,也奠定公司做大做强的基础。

## 1. 从药筛 CRO 龙头到全链条服务+投资孵化协同公司

**药物筛选 CRO 龙头公司,通过拓展 EFS 商业模式提升天花板。**维亚生物成立于 2008 年,为全球生物科技及制药客户提供世界领先的基于结构的药物发现服务,包括靶标蛋白的表达与结构研究、药物筛选、先导化合物优化直到确定临床候选化合物,并于 2015 年,将传统的 CRO 服务换现金(CFS)模式与独有的服务换股权(EFS)模式相结合,在赚取短期药物发现服务费用实现稳定现金流入的同时,又能实现长期药物孵化投资带来的高额收益,放大药物筛选服务价值。

**强化前端服务增厚客户数,补充后端服务打造一站式平台。**公司于 2020 年 8 月 9 日发布公告,拟收购小分子 CMO 朗华制药 80%股权,拓展下游服务,预计于 2020 年四季度落地并表。9 月 21 日公告收购药物化学 CRO 信实生物,强化前端药物发现服务,拓展客户实现更大范围的优质流量引导。

图 1: 维亚生物公司发展规划



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

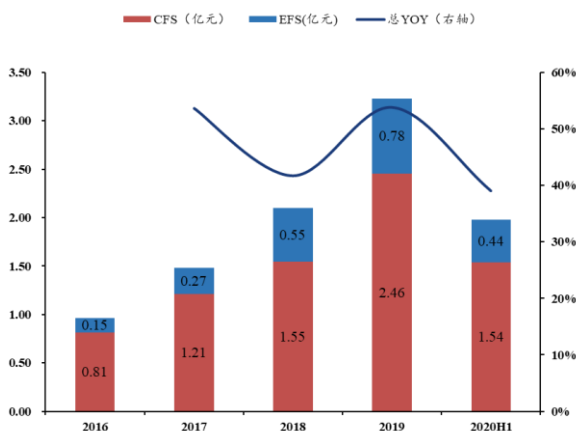
打造杭州孵化基地，进一步加强 CFS+EFS 双轮驱动协同效应。公司于 2020 年 9 月 22 日发布公告，为在杭州开展孵化创新研发项目提供额外的实验室设施及孵化器空间。我们认为，公司通过一系列动作加强其研发、生产能力、继续物色其他潜在的孵化投资组合以满足其未来的业务发展需求，进一步增强 CFS 与 EFS 之间的协同能力。

## 2. CFS：药筛领域龙头 CRO，着力打造一体化服务平台

公司拥有全球领先的药物筛选四大核心技术平台，在外包服务板块具有较高的市占率，且始终保持高增长，显示行业高景气度及公司较好的行业声誉。公司的核心技术包括 SBDD 平台、FBDD 平台、ASMS 筛选平台及靶向膜蛋白药物发现平台。主要涵盖靶标蛋白的表达与结构研究、药物筛选、先导化合物优化及确定临床候选化合物。公司 2020H1，总体收入 1.98 亿元，同比上涨 38.78%；其中 CFS 业务收入 1.54 亿元，同比上涨 46.1%。由于在 SBDD 领域较好的声誉及疫情期间积极的国际及国内拓展，公司客户数量及订单数大幅增长，服务客户累计 495 家，在手订单 3.25 亿元，较 2019 年大幅增加 118%。前 10 大客户收入占比较 2019 年同期下降 4 个百分点，客户结构不断优化。

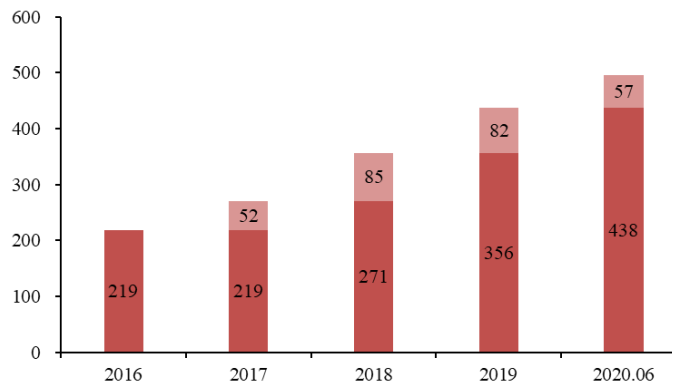
公司不断从技术平台、客户数量、服务链延伸等多角度增强 CFS 板块，2020 年有望贡献极大的业绩增量。公司于 2020 年不断增强拓展 CFS 服务板块，引入冷冻电镜等新技术平台前瞻布局未来创新技术，收购信实生物强化前端服务链条、拓展客户范围及服务半径，收购小分子 CMO 朗华制药延伸服务链，着力打造一站式服务平台。

图 2：维亚生物主要业务收入



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 3：CFS 客户服务数

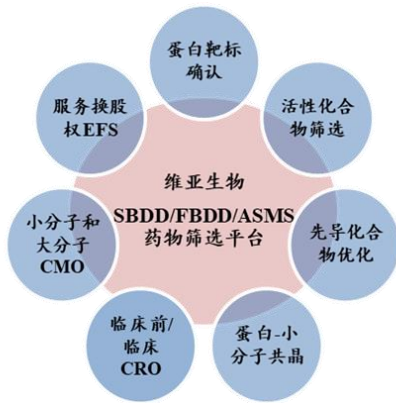


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

### 2.1. CRO 业务：药筛收入持续高增长，前瞻布局拓技术护城河

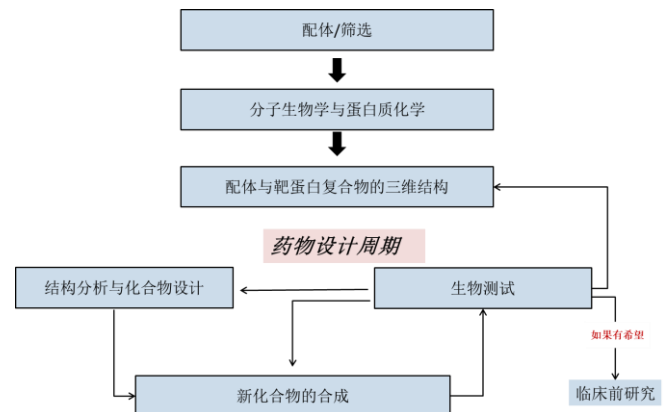
公司最强势的 SBDD 是近年来新药开发的最常用的技术之一，具有成本低、效率高的特点，市场规模不断成长中。结构解析是理解各种基本生命过程分子机制的重要途径，准确解析结构信息可为新药研发提供重要的基础生物学信息。基于结构的药物设计 (SBDD) 可以更快的确认药物的结合特性，可从少量化合物筛选获得候选药物；且筛选成本低；显著提高药物发现命中率；并且能够直接预测药物-受体结合能，已逐渐成为药物研发中的主流方法。并且，由于部分其他筛选方法不能够了解蛋白结构当中靶点的分子作用及结构，后续仍然需要通过 X 光衍射来进行结构确认，比如蛋白结构解析、纯化，看构效关系等，因此采用 SBDD 方法拥有更准确，成本更低，效率更高的特点，且市场空间较大。

图 4：维亚生物主要业务



资料来源：浙商证券研究所

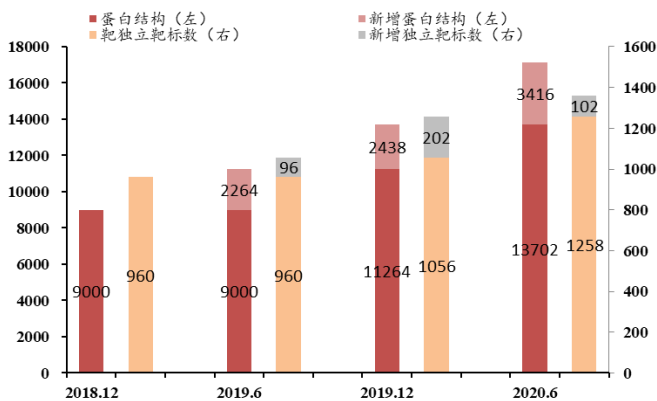
图 5：SBDD 设计过程



资料来源：浙商证券研究所

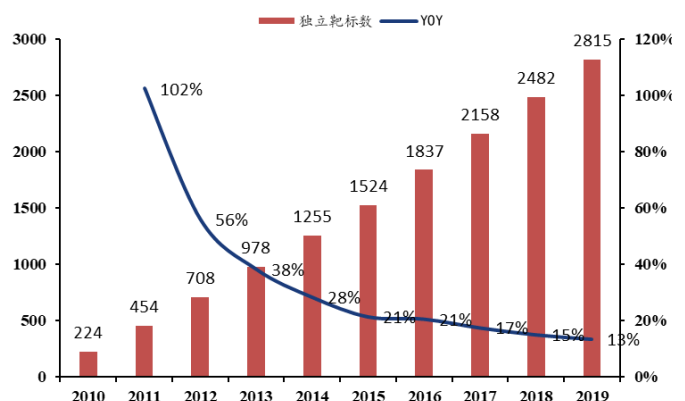
公司在药物靶蛋白结构研究领域处于世界领先地位，在手订单高增长显行业景气度与公司业内口碑，下半年业绩有望持续兑现。蛋白质是生命中维持细胞功能秩序的主要分子机制，因此靶蛋白研究在新药研发中的重要性日益增加。2015-2017 年 FDA 批准上市的新药数量分别为 45 种、22 种及 46 种，其中靶向膜蛋白的新药分别为 22 种、8 种及 22 种，占总体 46%。截至 2020 年 6 月，公司已累计为全球 495 家生物科技及制药客户提供药物发现服务，已向客户累计交付超过 17118 个蛋白结构，其中上半年新增 3416 个，相较于 2019 年明显加速。公司已累计研究独立药物靶标 1360 个，占总体独立药物靶标总数约 48.31%，位于行业前列；2020H1 新增独立靶标 102 个，同比增加 29%，远超行业增速。公司 2020 年上半年 CFS 在手订单 3.25 亿元，2019 年大幅增加 118%。鉴于公司药筛业务较短的订单周期（约为 6 个月）与既往较好的短期业绩兑现关系，我们预计公司 2020 年下半年 CFS 药筛业务可以保持较快较好的增长，全年有望收入端达到 55%-60% 的高增长。

图 6：公司累计交付蛋白结构数及靶标数



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 7：可药性人类靶点数量（个）



资料来源：PDB，浙商证券研究所

公司前瞻性的引入新技术平台，已基于冷冻电镜技术开展服务，不断巩固结构化学领域技术优势，拓宽护城河。公司除传统优势的四大技术平台外，2020 年上半年新增冷冻电镜（Cryo-EM），计算化学、氘氘交换质谱（HDX-MS）等新技术平台。与 SBDD 相比，冷冻电镜无需制备晶体，仅需少量的蛋白样品即可确定大分子复合物结构，还可以更好的追踪动态过程，观察到结构产生的效果，获取更多的信息，已经为过去不适合结晶的蛋白提供了许多高分辨率结构，从长远看有取代 SBDD 的可能。公司目前已经针对可溶



性蛋白颗粒、膜蛋白及大型蛋白复合物等靶标基于冷冻电镜平台展开服务，随着技术进一步的迭代升级，冷冻电镜将成为 X-ray 及 NMR 等方法的有效补充，公司对于蛋白质表达的大量研究基础及技术积累，也为冷冻电镜的高质量观测解析提供了坚实的基础。高研发投入、多技术平台的前瞻性布局，不断巩固公司在结构生物学领域的龙头地位，拓宽技术护城河。

**公司收购药物合成 CRO 信实生物 (SYNthesis Med Chem)，增强下游能力。**2020 年 9 月 21 日，公司公告收购临床前药物合成 CRO SYNthesis 100% 股权，代价 8000 万美元。SYNthesis 专注于苗头化合物及苗头化合物至先导化合物的优化服务，也提供与药物发现相关的药物构效关系解析，ADME 优化及克级到公斤级的先导药物中间体以及药物活性成分生产。旗下拥有子公司 SYNkinase 为客户提供学术及商用的激酶抑制剂。在过去的 5 年中，SYNthesis 成功为客户研发了 5 个临床前候选化合物，显示出了较强的化合物优化能力。截至 2019 年年末，公司拥有员工 200 余人，资产净值 1448.02 万美元，2018、2019 年净利润 290.56 万美元及 407.13 万美元，同比增长 40.12%，人均创利 2.01 万美元，处于行业平均水平。

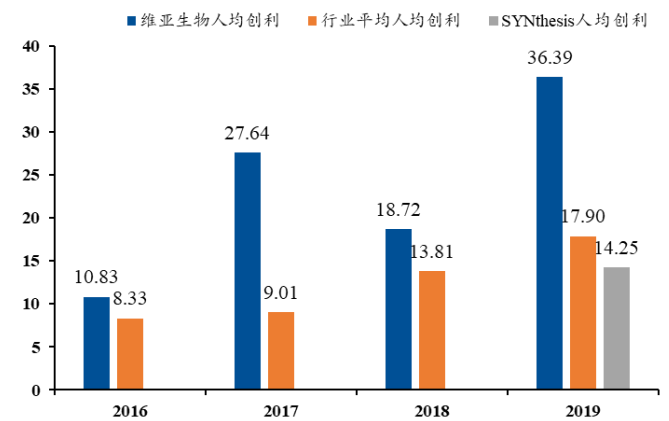
**收购公司与原有业务协同性强，有望增厚服务链前端客户群，实现上下游服务链的双向导流。**SYNthesis 服务平台位于苏州、上海、澳大利亚，主要客户 250 名，分布于美国、澳大利亚、英国等，与维亚生物原有客户（主要分布在中国与美国）重叠较少，将有效增厚客户数量，拓展维亚生物的服务半径。药物合成化学位于药物研发的关键节点，此次收购将加强公司原有强势服务领域药物筛选业务及正在拓展的 CDMO 业务的联接，向上下游双向导流，完善公司服务链，增强客户粘性。

图 8：SYNthesis 的服务平台分布



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 9：SYNthesis 人均创利（万元）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

**付款方式显示了 EFS 模式的延伸，也是对药筛能力的认可。**此次收购对价 8000 万美元，按照 2019 年净利润计算市盈率约为 20 倍，有望于 2021 年年初并表，将为维亚生物的前端服务贡献很大的业绩弹性。此次付款方式值得注意的是，其中 1000 万美元将通过向卖方提供药物发现服务实现，我们认为，这是收购标的母公司对维亚生物药筛能力的认可也是 EFS 服务换股权业务的延伸。从价格调整的条款上，公司规定了 2020 及 2021 年净收入水平不得低于 2019 年水平，否则下调第二、三期付款金额；如果 2021 年净收入达到 2019 年的 120%（2019-2021 年 CAGR 10%）或 135%（CAGR 15%）公司将额外支付 200 万及 400 万美元作为业绩奖励，显示出收购双方对未来业务较稳定增长的信心及合作空间。

**表 1：信实生物收购付款方式**

	支付金额	价格调整	业绩提成
付款方式	第一期 6000 万美元现金支付	第一期 2500 万美元，完成时付款 第二期 2100 万美元，2021 年 1 月前可视 20 年净收入调整 第三期 1400 万美元，2022 年 1 月前可视 21 年净收入调整	2021 年净收入为 19 年的 120%，奖励 200 万美元；净收入为 135%，奖励 400 万美元。
	第二期 1000 万美元股权支付，也有权用现金		
	第三期 1000 万美元药物筛选服务支付，每年不低于 200 万		
	<b>总计</b>	<b>8000 万美元</b>	<b>最多不超过 400 万美元</b>

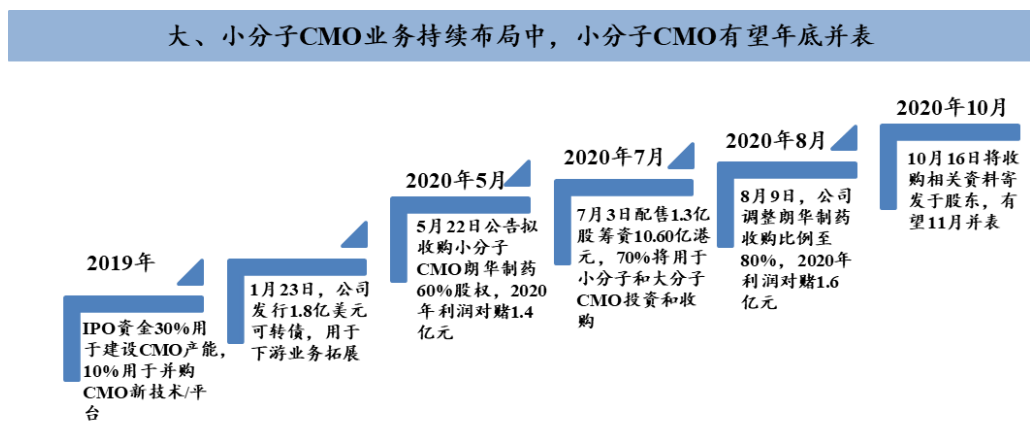
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们认为，2020 年上半年公司不断从技术平台、客户数量、下游服务强化等多角度增强 CRO 板块，有望贡献极大的业绩增量。公司作为 SBDD 药筛龙头公司，有望在分享行业红利与增强自身技术平台、强化下游服务的基础上，持续保持高速增长。我们认为公司提供的 CRO 服务位于药物研发最早期的阶段，因此掌握着药物研发外包服务的客户源头，是公司未来业绩增长的基石。CRO 板块不断拓展客户，加强服务能力与服务范围有助于增强客户粘性，为导流 CDMO 提供可能，也吸引更多优秀项目进入 EFS，为公司的收益提供更大空间。

## 2.2. CMO 业务：2020Q4 小分子 CMO 有望并表，大分子 CMO 持续布局中

公司自 2019 年持续布局收购 CMO，小分子 CMO 朗华制药有望年底落地。向下游 CDMO 拓展是公司上市以来一直重点布局的方向。2019 年 IPO 募集资金使用计划中预留总资金 40% 用于 CMO 产能建设及平台搭建；2020 年 5 月 20 日，公司发布公告拟收购朗华制药（CMO），2020 年承诺净利润不低于 1.4 亿元；7 月 3 日，公司配售 1.3 亿股筹资 10.60 亿港元，其中 70% 将用于 CMO 投资和收购；8 月 9 日进一步推进与朗华制药的战略整合协议，拟 25.60 亿元收购朗华制药 80% 股权。按照 2019 年净利润计算，PE 约为 35 倍，远低于行业平均水平（PE 约为 88）。我们认为，2021-2022 年将是公司 CMO 业务快速贡献业绩增量的主要窗口期，随着公司 CMC 能力的建设及 CDMO 订单的逐渐导入将为公司 CDMO 业务板块贡献极大的业绩弹性。

图 10: 公司 CMO 布局不断兑现中



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

从收购协议的更改, 验证了收购双方对彼此能力的信心。公司先后于 5 月 22 日及 8 月 9 日发布公告, 与朗华制药达成战略整合协议, 拟 25.60 亿元收购朗华制药 80% 股权, 相比先前协议收购 60% 股权持股比例进一步提升。此外朗华制药承诺 2020 年净利润不低于 1.6 亿元, 相比先前承诺的 1.4 亿明显提升。整体估值也由 26.8 亿提升至 32 亿, 较过去提升了 19%。我们认为这是收购双方对彼此业务能力及客户导流效果的信心。

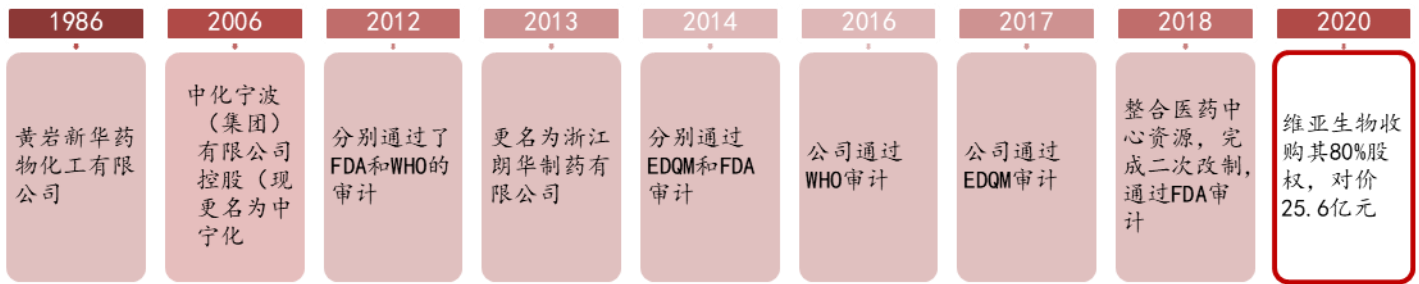
表 2: 朗华制药前后收购方案对比

公告日期	5 月 20 日	8 月 9 日
估值 (百万)	2680	3200
收购比例	60%	80%
对价 (百万)	1608	2560
利润对赌	2020 年利润 ≥ 140 百万	2020 年利润 ≥ 160 百万; 若低于 150 百万, 则第二期付款调减; 若高于 170 百万, 超过部分作为奖金支付给朗华
上 A 对赌	推动朗华 A 股上市; 如果朗华 5 年内未能上市, 维亚收购剩余 40% 股权, 代价为 1072 百万	朗华在 5 年内未在 A 股上市, 可选择出售 20% 的股权, 代价为 640 百万
付款方式	先支付 20 百万为按金; 股东批准后付 80%; 朗华 2020 年审计报告后 5 个工作日付完剩余	先支付 20 百万为按金; 第一期 2028 百万; 第二期 512 百万
资金来源		公开发售款项: 101.6 百万; 7 月份配售融资: 661.5 百万; 内部资源及银行融资: 1796.9 百万

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

朗华制药优质小分子 CMO 标的, 具有完善 GMP 体系, 体量较大, 有潜力承载大流量 CDMO 订单。朗华制药为一家主要从事小分子原料药和中间体生产和 CDMO 业务的小分子研发制造公司, 已获得 NMPA 的 GMP 认证, 并获 FDA、EDQM 及 WHO 以及 PSCI 的官方认证, 并购后将成为维亚生物小分子药及中间体的唯一 CDMO 平台。2020 年 6 月 30 日, 公司净资产 4.22 亿, 员工总数 498 人。我们认为, 合规的产能及运营管理是当前 CDMO 的核心竞争力, 公司丰富的生产管理经验和已得到认证的较大体量产能为转型 CDMO 奠定了良好的基础, 与维亚生物的合作将有望为公司带来更多的客户源, 强势推动 CDMO 板块发展。

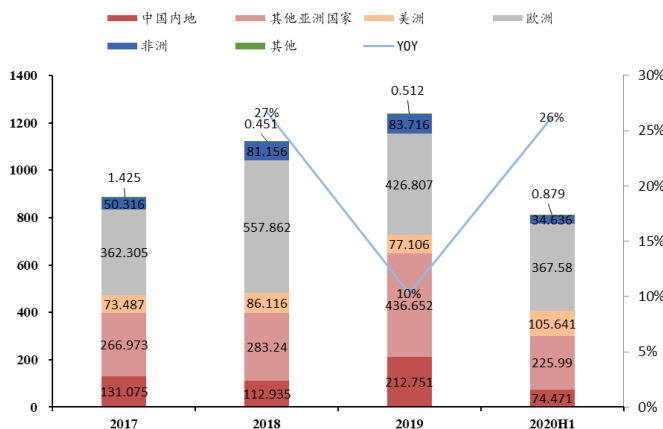
图 11: 朗华制药公司发展历程



资料来源: 维朗华制药官网, 浙商证券研究所

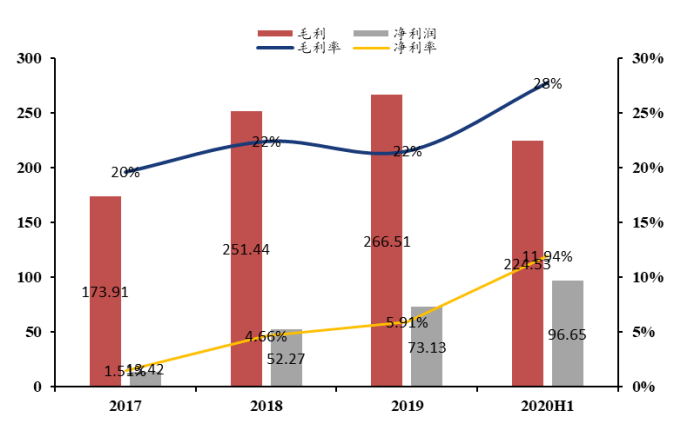
**2017-2020H1 朗华制药收入体量及盈利能力迅速提升, 由于业务结构的转变, 净利率提升 7 倍。**2017-2020H1 朗华制药营业收入分别为 0.89 亿, 11.22 亿, 12.38 亿及 8.09 亿, 净利润 1342 万, 5227 万, 7313 万及 9665 万元, 净利率由 1.51% 提升至 11.94%, 主要受到有较高附加值的 CDMO 订单增加的带动, 显示出较好的成长性。从地域分布来看, 公司收入主要来自于欧洲及亚洲, 与维亚生物原有覆盖区域重叠较少, 有望贡献潜在客户。我们认为, 朗华制药已经具备基本的合规性产能、工艺开发能力, 而作为维亚生物的产能补充, 对于维亚生物服务客户能力的提升, 以及最大程度提升“朋友圈”价值, 有望非常好的助力, 我们也关切收购进展推进及后续管理整合的推进节奏。

图 12: 2017-2020H1 年朗华制药收入及分布 (百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 13: 2017-2020H1 年朗华制药净利及毛利情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**主营业务构成分析:**从朗华制药净利润来看, 公司过去收入主要来自于中间体、原料药的生产销售及国际贸易买卖, 2020 年收入结构向 CDMO 方向转移, 盈利能力迅速提升, 未来趋势仍有待观察。按照公司披露的 2018-2019 年收入及净利润推算, 公司 2018 及 2019 年净利率分别为 4.66% 及 5.91%, 远低于 CDMO 行业平均水平。从 2019 年初朗华制药公告的项目竣工环保设施验收报告中可以看出, 公司过去主要产能及产量集中在喹诺酮类原料药及环丙羧酸中间体的生产上。参考 Wind 宏观经济数据库披露的 2018 年 7 月-12 月盐酸环丙沙星 (187.5 元/kg) 及盐酸左氧氟沙星 (290 元/kg) 的平均售价来看, 我们估计公司在喹诺酮类产品上的 2018 年销售额约为 1.6 亿, 占当年总收入的 14.55%。我们认为公司在 2018 年及 2019 年主要收入来源于喹诺酮类原料药及环丙羧酸中间体的销售以及原料药、中间体及制剂的国际贸易方面。CMO 以及 CDMO 的订单相对较少, 可能 2019 年仍处于起步阶段。随着 CDMO 订单收入的逐步确认, 2020 年公司净利率迅速提升至 11.94%, 我们认为主要是由于 CDMO 订单比例的增加, 附加值较高的生产带动了

盈利能力的上扬及收入体量的放大摊薄了固定成本。我们认为，朗华制药的收入结构正在向附加值较高的 CDMO 业务转型，但目前正处于初级阶段，业务结构的转变有助于公司提高资产回报率，净利率等各方面盈利能力，但未来是否能持续增加 CDMO 收入比例，承接大体量订单仍有待验证。

**表 3：2019 年朗华制药技改前后产品产量及规划产能**

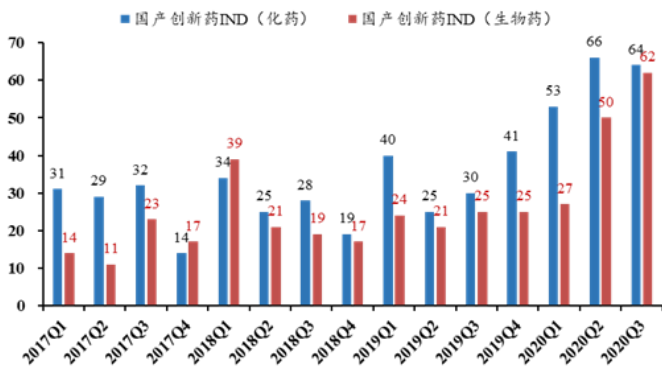
品种	2018 年 7-12 月产量 (t)	2019 年产能 (t/a)
盐酸环丙沙星	399.033	1600
螺内酯	7.482	15
他唑巴坦酸		1.2
托西酸舒他西林		10
舒巴坦钠		12
阿莫西林钠		18
齐多夫定	6.285	15
盐酸左氧氟沙星	9.879	100
盐酸环丙沙星		800
LHY1202	22.754	30
LHY1302	1.011	36
LHY1303	1.049	30
LHY1402		5
环丙羧酸		2200

资料来源：朗华项目竣工环保设施验收报告，浙商证券研究所

我们认为，维亚生物所拥有的优质流量引导及现在正在积极建设的 CMC 工艺开发团队，将有望协助朗华迅速建立及开展 CDMO 服务能力。维亚生物 CFS 业务所提供的药物筛选服务位于药物研发最早期的阶段，因此掌握着药物研发外包服务的客户源头。随着公司 EFS 项目池规模逐渐扩大，管线将呈现指数级上涨，由于 EFS 项目具有较强的粘性及服务绑定效果，有望为 CDMO 服务的导流增强进一步的确定性。公司上半年积极组建用于衔接研发和生产工艺的放大的 CMC 团队。我们认为，带着 CFS 及 EFS 业务的源头流量，与产业链上各个环节的领先企业达成战略合作或并购，将有助于快速构筑强而有力的综合研发/生产体系，满足客户的各个阶段的研发、生产需求。

**CDMO 赛道是我们持续强调的外包领域最优质赛道。全球订单向国内转移将成为 CDMO 业绩增长的主驱动，中国区市场红利与产业升级也有望在长期贡献明显的业绩弹性。**目前，以工程师红利为支撑的 CDMO 产业仍处于海外市场产业链转移的初期，中短期来看，我们认为公司选择拓展的 CDMO 服务领域核心成长逻辑是依仗中国制造业逻辑，享受全球产业链转移热潮。从远期来看，中国增量业务带来的业绩弹性（MAH 制度下的产业机会）及在 CDMO 产业转移中提升竞争力，升级技术与产品将成为 CDMO 产业长期快速发展的重要基础。

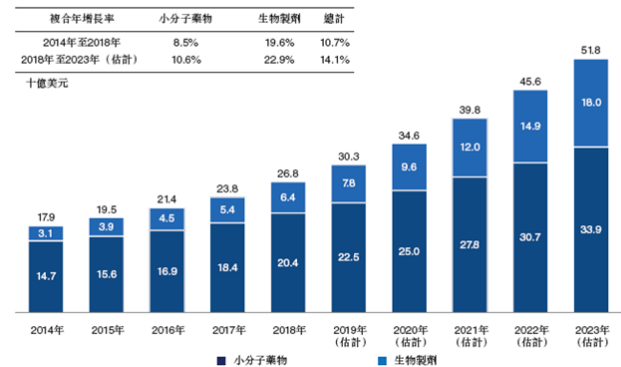
图 14: IND 申请数量看中国区需求端趋势性利好



资料来源: CDE, 浙商证券研究所

图 15: 2014-2023 年全球 CDMO 市场规模

全球合同生产服务市场及细分, 2014年至2023年(估计)

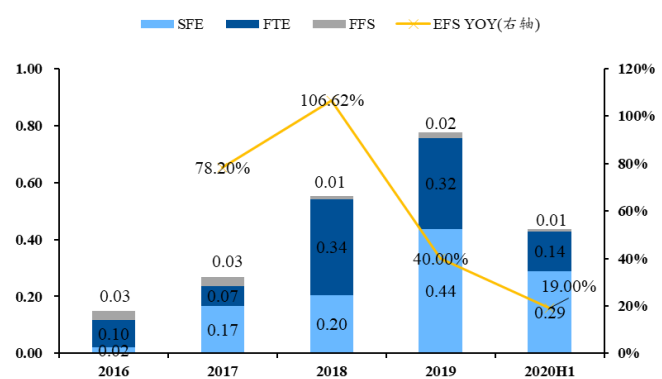


资料来源: Mortorintelligence, 浙商证券研究所

### 3. EFS: 借 CFS 之力打造创新药企孵化器

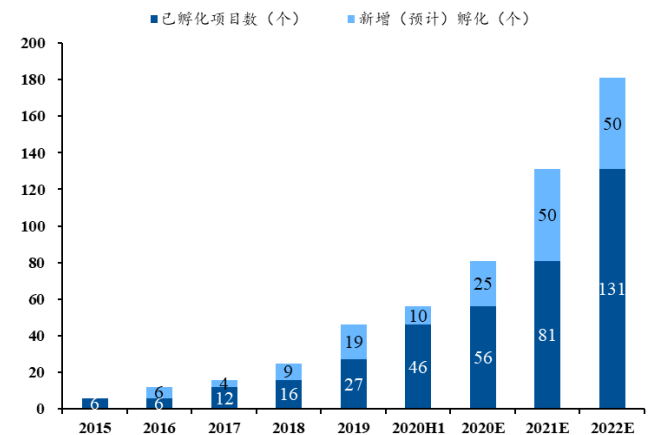
基于优质 CFS 服务, 拓展商业模式至服务换股权(EFS), 分享 Biotech 公司项目推进后的利润空间。2015 年, 公司在药物研发外包服务的基础上延伸了商业模式, 将 CFS 模式(现金服务)拓展到了 EFS 模式(服务换股权), 从而分享生物科技初创公司发展 IP 增值带来的收益。维亚生物分别按照全职当量(FTE)、项目收费(FFS)和服务换股权(SFE)三种收费方式对孵化公司提供药物筛选服务。其中 SFE 模式随着近年来孵化项目逐渐成熟, 收益额及收益占比逐年增加。2020H1 公司 EFS 收入 4354.7 万, 同比上涨 19%; 净利润 4255 万, 同比上涨 5%。EFS 在手订单约 1.68 亿元(订单执行周期 2-3 年), 较 2019 年增幅约为 190%。

图 16: 2016-2020H1 EFS 收入确认方式(亿元)



资料来源: 2020 年中报及招股书, 浙商证券研究所

图 17: 2015-2022 年 EFS 模式孵化项目数



资料来源: 公司年报及中报, 浙商证券研究所

EFS 项目池逐渐扩大, 高投资回报效果初现。截至 2020H1, 公司已孵化企业数 56 家, 平均持股 21.78%。受 2020 年上半年疫情的影响, 项目尽调及推进进展略有延迟, 截至 6 月 30 日, 新增孵化项目 10 家, 对旧公司追投 3 家, SPA 阶段拟投资孵化项目数 3 家。2020 年上半年公司供审阅了 425 个项目, 筛选比例 2.35%。目前, 公司已与全球近 60 家大学、科研转化中心及投资机构建立稳定的项目推荐机制。截至到 2020 年 6 月 30 日, 公司已投资的 56 家企业, 管线适用症覆盖广泛, 作用机制上小分子药物占比 60-70%, 大分子占比 20-30%, 像基因细胞治疗、器械等公司无法提供服务的也会同时选择投入部

分现金换取少量股权。2018 年开始，公司陆续退出 6 个孵化项目，获得总投资处置收益 1.13 亿，平均投资回报率为 258%。

表 4：EFS 退出案例情况

孵化项目	投资时点	至 2019 年协议持股比例	投资退出时点	退出比例	投资时长 (月)	退出方式	投资回报 (亿元)	投资回报率
Epican	2015.08	10.50%	2018.03	4.25%	31	关联方基金转让	0.175	494%
Dogma	2017.02	14.40%	2018.04	1.63%	14	第三方基金转让	0.35	212%
启愈	2017.01	28.00%	2018.08	14.0%	19	控股股东回购	0.07	200%
Bonti	2016.12	3.45%	2018.09	3.45%	21	大型药企收购	0.471 (收购对价换算)	315%
维眸	2016.06	15.67%	2019.10	2.40%	30	第三方交易	0.1	793%
Proviva	2019.06	35.00%	2019.12	4.00%	6	非关联交易	0.28	179%
<b>平均</b>		<b>17.84%</b>		<b>4.96%</b>	<b>20</b>			<b>258%</b>
<b>总和</b>							<b>1.13</b>	

资料来源：2019 年报及公司官网，浙商证券研究所

研发推动进展顺利，近 1-2 年投资项目有望迎来投资孵化收获期。目前，公司 EFS 项目中研发及孵化进展顺利，仅 2020 年上半年，启愈完成了两轮对外融资，其双抗项目也即将进入临床 I 期。QurAlis 也于完成了 4200 万美元的 A 轮融资。根据部分披露，EFS 项目中已有多个进入临床 I/II 期。我们认为，公司 EFS 业务始于 2015 年，部分项目已在公司优质的药筛及药化服务的推进下，逐渐达到里程碑及被市场广泛认可，近 1-2 年有望迎来投资孵化收获期。

图 18：维亚生物已公开的项目研发及融资进展



资料来源：公司发布的新闻稿或公告，浙商证券研究所

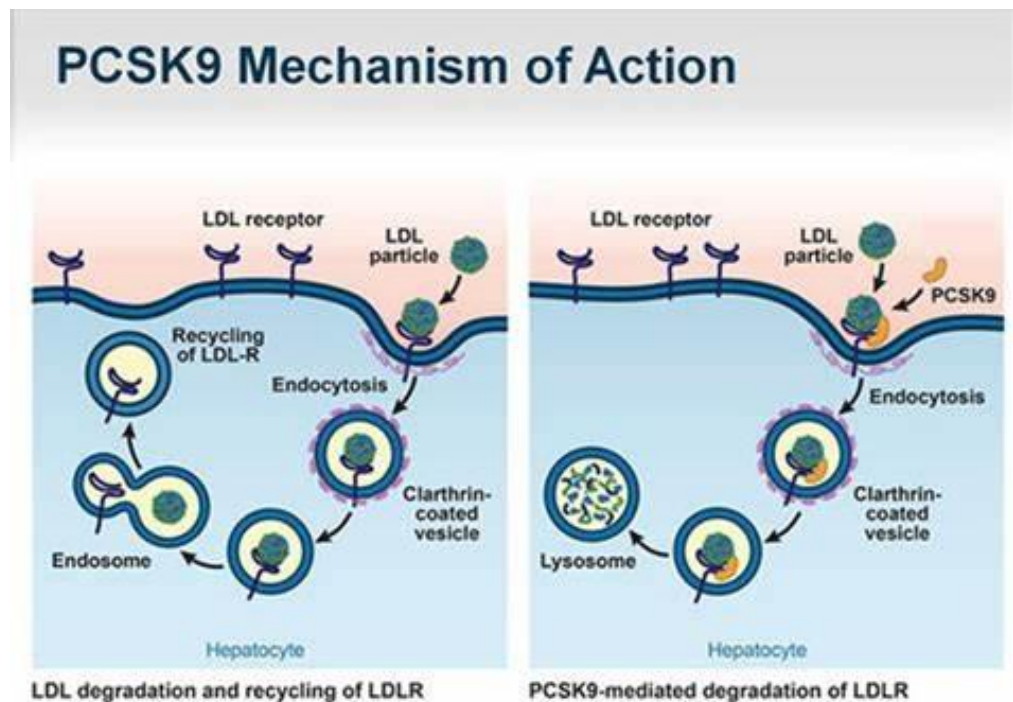
### 3.1. 从 Dogma 收购看维亚生物投资逻辑

AZ 收购 Dogma PCSK9 项目，是公司药筛服务能力与投资眼光的双验证。2020 年 9 月 17 日，公司宣布其投资孵化的生物医药公司 Dogma Therapeutics 与阿斯利康就收购其口服 PCSK9 项目全球权益达成协议。阿斯利康将支付 Dogma 首付款，并在全球监管和商业里程碑达成后，向 Dogma 支付里程碑款项。维亚生物于 2017 年 1 月开始投资孵化 Dogma，采用 SFE 的收费方式，最高可获得 Dogma 14.4% 的股权（对应 200 万美元的药物发现服务）。Dogma 曾在 2019 年 6 月 PCSK9 项目立项时公开表示该项目研发进展受到了合作方 Charles River 及维亚生物的独特合作模式的帮助，大大提升了研发效率。公司

曾于 2018 年 4 月退出 1.63%，投资回报 50 万美元，回报率 212%，截至 2019 年公司持有 Dogma 股份比例的 9.95%。此次收购经估算项目对价约为 6-8 亿美金，投资回报率或高达 5000%。我们认为，此次收购不仅证明了公司 SBDD 药物筛选平台的优质服务及有效性，也同时证明了公司 EFS 项目筛选的前瞻性眼光，成为 EFS 的又一经典案例。我们相信公司优质的 CFS 服务未来可能与 EFS 项目产生更强的协同效应，伴随着后续可能不断到来的 EFS 项目的收购，公司筛选项目的能力与眼光将得到进一步证实，其收益或独立于市场投融资景气度，获得较持久的高收益。

**口服 PCSK9 解决临床未满足需求。** PCSK9 抑制剂是一种全新的小分子降血脂创新疗法，在机制上与他汀类具有协同治疗作用，对他汀治疗不达标和他汀不耐受的患者可达到更好的临床治疗效果。IMS 曾做出预测，20%血脂异常的美国患者将不再使用他汀类药物，转而使用 PCSK9 单抗抑制剂，这是此类药物的潜在市场增量空间。保守估计 PCSK9 抑制剂类药物的市场将超过 90 亿美元。目前赛诺菲/再生元及安进/阿斯泰来分别有一款产品于 2015 年 7 月及 8 月上市，但患者使用 PCSK9 单抗的年度费用约为他汀类药物的 350 倍，因此阻碍了市场的拓展。口服 PCSK9 抑制剂与已上市的注射 PCSK9 抑制剂相比，在成本上具有优势且口服给药方式将提高患者依从性，极大的解决临床需求。

图 19：PCSK9 抑制剂作用机制



资料来源：ESC 2018，浙商证券研究所

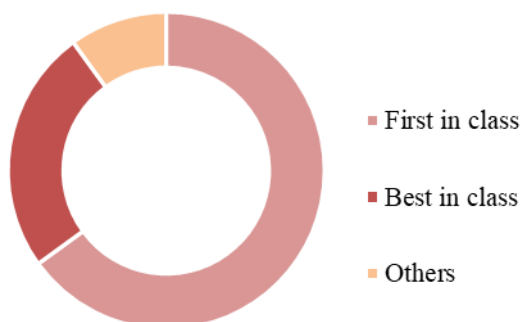
**此次收购的投资回报率或达 50 倍，将对 2020 年 EFS 业绩贡献极大的弹性。** 对于项目的具体收购价格，阿斯利康没有披露，因此我们参考了 2019 年 11 月，诺华收购 MIDCO 的价格。MIDCO 是一家 RNAi 公司，旗下仅有一款降血脂 RNAi 药物 inclisiran，已经完成临床 III 期阶段，诺华对其的收购价格为 97 亿美金。根据弗若斯特沙利文的调查，即将提交 NDA 的药物或为其临床前药物的 7 倍。鉴于诺华是公司收购，而此次 AZ 为项目收购，我们预测此次收购的价格约为 6-8 亿美金。按照股权协议，如维亚生物已经完成 14.4%（对应 200 万美元服务），则此次投资回报率=项目对价\*（协议持股比例-已退出部分）/服务对价，约为 5000%。



以此次收购出发，我们认为维亚生物 EFS 商业模式能从以下几个方面较好的把控风险、提高投资回报率。

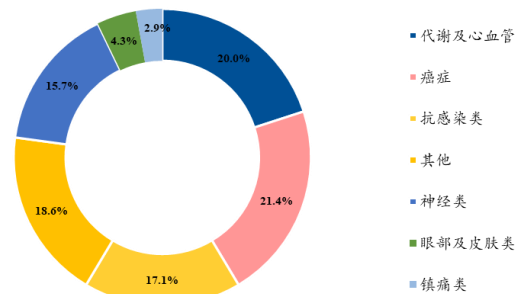
1. **专业团队深度参与，严格筛选孵化项目，降低风险，提高回报。**公司采用“事业合伙人+分析师+老师傅”协作挑选 EFS 项目，筛选比例约为 3%。这些专业的事业合伙人在多项治疗领域具有前瞻性和创新药物研发经验，对项目价值判断的能力和研发前景的专业壁垒随着他们的加入不断强化。公司 2020 年 H1 新增 6 位顶尖科学家，事业合伙人总数已达 30 人，继续加强投后管理体系建设。
2. **公司采用服务入股，降低单个项目投入成本，更好的把控项目进展，降低风险。**公司采用服务入股的方式我们认为有三个优势：(1) 考虑到公司较高的服务毛利率（2018-2020H1 分别为 50.20%，48.30%及 50.66%），公司可借助其获得更高收益。例如 Dogma 项目，公司投资 200 万美元的等价服务实际的投入成本仅为 100 万美元左右。(2) 公司所提供的优质服务可以更好的推动项目的发展，提升投资回报率。(3) 在公司服务深度参与的 2-3 年中，可以更好的把控孵化项目研发的进展、发现风险，找到恰当的退出节点。
3. **介入早、退出早，单个项目投入少，更好把控风险。**维亚生物由于其优秀的药筛平台，往往在苗头化合物时期就有机会接触到大量的潜力项目，站在药物研发的起点，准备介入孵化投资。单个项目平均投资 150 万美元（约为 1000 万人民币）且一般选择在项目孵化 3-5 年时部分或全部退出，避免了药物进入临床后期的高失败率、迎合了 PE/VC 投资的投资偏好，减少了创新药研发长周期所带来的现金流短缺，更好把控投资风险。
4. **公司广泛布局，专注于 First-in-class 项目，解决临床痛点，提高投资回报率。**在投资孵化的适应症选择上，公司为了更好的差异化布局，避开了过于拥挤的癌症领域，降低了抗癌药的比例。在孵化企业性质上，公司专注于首创新药，First-in-class 项目数量过半，在深度服务提高研发速度与成功率的同时，解决临床痛点。Dogma 此次的口服 PCSK9 抑制剂，既满足了他汀类不耐受临床患者的治疗需求，又解决了传统注射抑制剂依从性差，成本高的难题，是获得 AZ 青睐且孵化投资 43 个月获得 50 倍以上收益率的根本原因之一。

图 20：公司孵化项目种类分布



资料来源：2020 中报及年 2019 年报，浙商证券研究所

图 21：公司孵化项目领域分布



资料来源：2020 中报及年 2019 年报，浙商证券研究所

总体来看,我们认为维亚生物的投资孵化模式不同于普通 PE/VC 投资,其借助 CFS 优质的外包服务更好的推进了项目的进展,有效的降低了投资回报率及投资风险;EFS 较为早期的投资偏好也使得公司立足于自身最优势的领域,有望获得更好的投资成绩。鉴于公司目前逐渐退出的投资回报情况,我们认为公司 EFS 业绩或可独立于市场短期投融资景气度,持续获得较好较快增长,为公司创造极大的业绩弹性。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 关键假设与盈利预测

- 1) **CFS CRO 业务:**随着公司 SBDD 业务市场空间不断扩大,市场外包率逐步提升,结合公司上半年在手订单的增速及订单完成周期(约 6 个月),我们认为公司 CRO 业务将持续保持较高增长。公司新收购的信实生物将有助于拓宽公司药筛阶段的客户数量及服务半径,进一步推动 CFS 药筛服务的业绩,假设母公司 CRO 业务收入 20-22 年分别增长 55%, 50%及 50%, 信实生物 2021 年开始并表,收入约为 1360 万, 2021-2022 年同比增长约为 14%及 18%。
- 2) **CFS CDMO 业务(朗华制药):**朗华制药有望 11 月并表(2020 年并表 2 个月),此后随着维亚生物 CMC 能力的建设及与母公司原有客户的合作,公司将逐步强化 CDMO 业务,进一步提高净利率。参照公司收购对赌协议及上半年业绩,我们认为朗华制药 2020 年收入端有望达到 16.50 亿,毛利率 26%。考虑到公司并购初期的业务整合及明后两年 CFS 及 EFS 客户对朗华制药的导流效果,我们假设朗华制药,在 21-22 年增速分别为 8%及 11%。
- 3) **EFS 业务:**考虑到公司开展 EFS 业务的服务周期(2-3 年)及项目池的逐渐扩大,EFS 业务的确认收入将随着服务项目数逐渐增长。20-22 年公司计划新增孵化 35, 50, 50 个项目,总项目数累计为 81、131 及 181 个,按照 3 年服务周期计算,在手服务项目 71、110 及 150 个。因此我们认为公司 20-22 年 EFS 收入增速为 78%, 55%及 36%。
- 4) **毛利率:**考虑到母公司原有主体业务 SBDD 药筛服务较强的龙头地位及较快增长,我们认为其原有业务仍然能够保持约 50%的毛利率。
- 5) **费用率:**不考虑尚未落地的朗华制药及信实生物的收购对公司费用率的影响,我们认为公司 2020 年由于引进冷冻电镜、计算化学等技术平台及一直持续搭建的 CMC 团队 2020-2022 年研发费用可能有一定上涨。鉴于公司 SBDD 业务在行业内较为稳定的龙头地位,销售费用有望保持平稳。管理费用由于人员扩增及孵化团队的不断扩大或有所上调。我们预测公司 2020-2022 年,营业费用约为 1.11%;管理费用约为 18%, 16%及 16%;研发费用约为 5000 万, 8000 万及 8000 万元。
- 6) **公允价值的变动:**公司自 2015 年开始开展 EFS 业务,客户服务入股,项目逐渐进入临床阶段。考虑到近几年投融资环境、公司的退出节奏及 2020 年 Dogma 项目的成功收购,我们认为 2020-2022 年公允价值的变动值分别为 5 亿, 2 亿, 2 亿。

**表 5：维亚生物主要收入拆分（百万元）**

业务	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>CRO</b>					
CFS					
收入	154.7	245.56	380.61	570.92	856.38
YOY	27%	59%	55%	50%	50%
EFS					
收入	55.40	77.50	137.56	213.13	290.63
YOY	107%	40%	77.50%	54.93%	36.36%
原有业务总毛利率	50%	48%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>CRO 信实生物</b>					
收入				136.45	161.01
YOY				14%	18%
毛利率				40%	40%
<b>CRO CDMO 业务</b>					
收入			1650	1775	1963
YOY				8%	11%
毛利率			26%	29%	30%
<b>公司总收入</b>	210.10	323.06	518.18	784.05	1147.01
YOY	42%	54%	60.40%	51.31%	46.29%
毛利率	50.30%	48.30%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4.2. 分部估值

### 4.2.1. CFS 估值

- 1) CFS CRO: 公司原有 CFS 业务 2019 年净利润 1.14 亿，参考行业增速及上半年在受订单，假设 2020 年增长 55%，公司 2020 年此部分将贡献 1.78 亿利润。考虑到药物筛选领域在新药研发中的关键地位，SBDD 方法的可拓展性及公司较快的 CRO 业务增速，参考可比公司（成都先导 PE:189 倍及药石科技 PE:122 倍）我们保守给予公司 CRO 业务 75 倍估值，则此业务市值空间约为 133.5 亿元。
- 2) CFS CDMO 业务: 根据朗华制药 2020 年的利润对赌及 2020H1 公司的业绩情况，我们认为公司业务结构正在逐步向 CDMO 方向转型，在收入体量不断扩大的基础上，盈利能力持续攀升。我们预计朗华制药 2020 年净利润有望达到 1.75 亿。我们选取四家 A 股与 H 股的可比公司，2020 年平均 PE 为 88 倍，考虑到公司原有业务对下游的潜在导流效果，CDMO 业务仍处于初级阶段及初期业务整合风险，我们假设 PE 为 50 倍，则 CDMO 业务对应市值为 87.5 亿元。

表 6：可比公司业务及估值

股票代码	公司名称	主营业务	市值	2019 年扣非 净利润 YOY	EPS			PE		
			(亿元) 10月16日		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603259.SH	药明康德	临床前 CRO、临床	2627.44	22.82%	1.12	1.26	1.48	124	86	73
2359.HK		CRO 和 CDMO 业务			1.12	1.17	1.42	76	81	66
300759.SZ	康龙化成	临床前 CRO 和小分	858.13	55.15%	0.69	1.15	1.32	141	97	84
3759.HK		子 CDMO 业务			0.83	-	-	57	-	-
300363.SZ	博腾股份	临床前 CRO 和大、 小分子 CDMO 业务	212.16	124.97%	0.34	0.46	0.61	42	85	64
002821.SZ	凯莱英	小分子 CDMO	696.36	32.50%	2.39	3.18	4.21	54	90	68
平均				58.86%	1.08	1.44	1.81	82	88	71

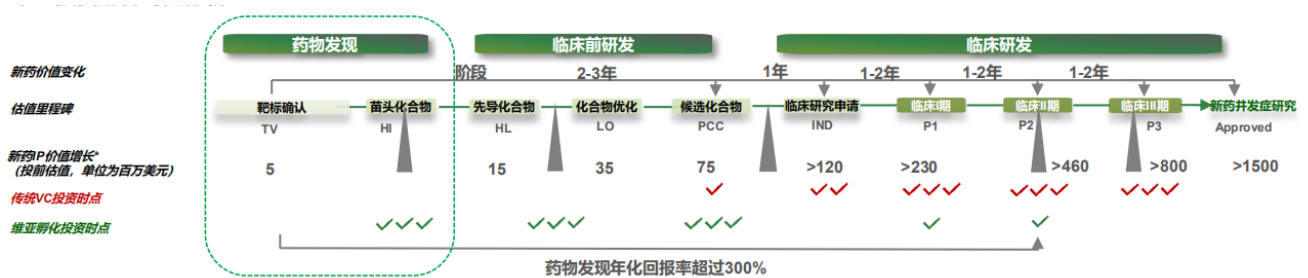
资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 4.2.2. EFS 估值

为了减少年度间退出节奏所带来的利润波动，我们选择采用 DCF 估值法，对 EFS 的市值空间进行估算，市值的估算基于以下几点假设：

(1) 从苗头化合物及先导化合物阶段投资，项目 3 年孵化时间推进至 PCC 阶段，价值膨胀为初始的 5 倍，5 年时间推进至临床 I 期，膨胀为初始的 15 倍：根据弗若斯特沙利文的调查，一般维亚生物选择投资的时点为苗头化合物或先导化合物的阶段，项目估值估值约为 1500 万美元，随着临床申报的确定性，2-3 年后将增值到 7500 万美元，为临床前研发阶段开始时的 5 倍，也是公司选择部分退出的一个时间节点。随着项目早期临床研发的结束，进入临床试验阶段，估值也将在临床 I 期阶段药物市场化的逐渐确定增加到先导化合物时期估值的 15 倍，达到 2.30 亿美元，这也是公司选择退出的另一重要时间点。

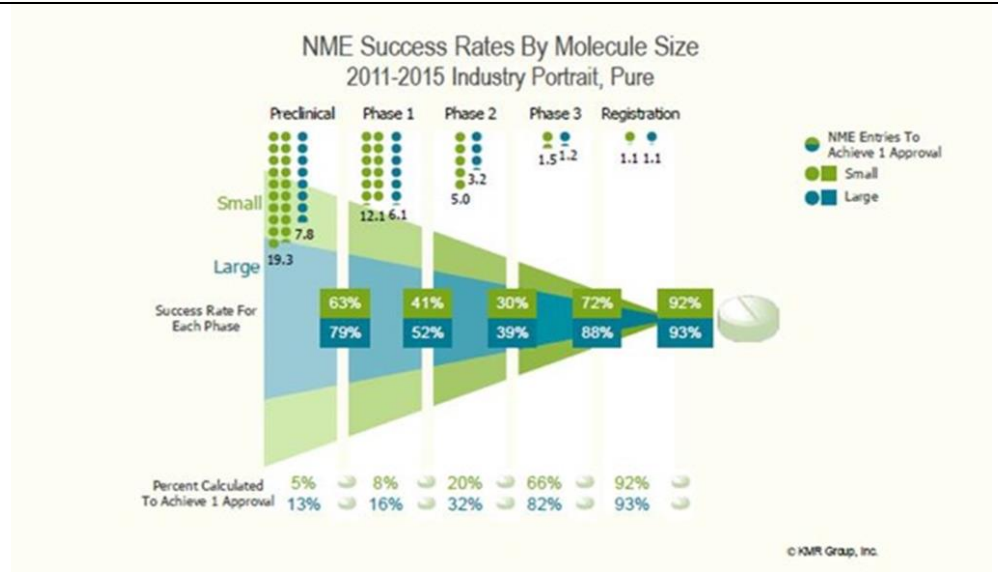
图 22：基于孵化的药物发现投资时间表与价值增长



资料来源：弗若斯特沙利文，维亚生物招股书，浙商证券研究所

(2) 结合 2011-2015 年研发成功率，我们认为按照维亚生物的投资节奏，公司 5 年平均年化收益率为 45%。我们参考 Pharmaceutical Benchmarking Forum 给出的行业最新数据，2011-2015 年小分子临床前研究及临床 I 期推进成功率分别为 63%及 41%，大分子两阶段成功推进的概率为 79%及 52%。由于小分子药物占新药研发主体也是维亚生物主要投资方向，我们假设从先导化合物到临床申报阶段，投资回报率为 400%，耗时 3 年，成功率 70%；从先导化合物到临床 I 期阶段，耗时 5 年，投资回报率 1400%，成功率 30%，计算得出 5 年平均年化收益率 45%。

图 23: 药物研发随阶段推进的成功率



资料来源: Pharmaceutical Benchmarking Forum, 浙商证券研究所

(3) 我们假设公司服务孵化 5 年后将股权全部退出。随着公司 EFS 项目池的逐渐扩大及项目逐渐推进至临床阶段, 参考公司招股书中披露的 2.5 年退出 50% 股权, 5.5 年退出 100% 的退出计划, 我们假设公司将在投资孵化 5 年后将项目一次性退出。

(4) 公司按照招股书中披露的每个项目投入 150 万美金 (1000 万人民币) 的现金或等价服务。

(5) 参考公司现有退出项目的投资回报率及考虑到维亚生物的 EFS 业务仍处于初级阶段, 长期回报率仍有待验证, 我们将投资回报年化收益率从行业均值 (45%) 下调至 40% (乐观) / 35% (中性) / 30% (悲观)。

我们预计中性假设下, 2020-2022 年公司 EFS 净利润为 4.05 亿、5.26 亿及 6.96 亿。从处置收益来看, 2020 年公司在 EFS 业务上所能获得的处置收益=6 (2015 年投资项目数) \* 0.1 亿 (每个项目投资额) \* ((1+35%)<sup>5</sup>-1), 约为 2.09 亿。以此类推, 2020-2022 年投资处置收益为 2.09 亿、2.09 亿, 1.39 亿。如公司在 2021 年后保持每年新增 50 个项目的速度, 我们推算在 2025 年公司可以实现 EFS 业务的处置收益>投资金额, 此后提供稳定的现金流。在中性情景下看公允价值变动, 公司 2020 年公允价值变动=(2019 年公允价值-2020 年股权退出部分) \* 年化收益率, 计算得到公允价值变动值约为 1.96 亿, 2020-2022 年公允价值变动 1.96、3.17 亿及 5.56 亿。随着项目池的逐渐扩大, 公允价值的变动仍将是 EFS 项目的主要构成。

基于投资项目净现金流分析, 中性假设下, DCF 估值对应接近 136 亿市值。考虑到 EFS 收益可能会在年份间有较大的波动, 因此我们采用 DCF 估值法对 EFS 项目进行估值。在核心假设: (1) 年化收益率 40% (乐观) / 35% (中性) / 25% (悲观) (2) 5 年一次性退出项目所有股权, 测算得出公司 EFS 业务的市值约为亿 170.49 (乐观) / 135.67 亿 (中性) / 105.64 亿 (悲观)。

**表 7：EFS 2020-2029 投资收益及市值估算**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
已投资项目数	6	12	16	27	46	81	131	181	231	281	331	381	431	381	
新增项目数		6	4	11	19	35	50	50	50	50	50	50	50	50	50
年投资金额 (亿元)	0.6	0.6	0.4	1.1	1.9	3.5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
公允价值 变动		0.18	0.41	0.66	1.19	1.60	2.61	4.55	6.48	8.29	9.28	9.28	9.28	9.28	9.28
<b>悲观</b> 年化 收益 30%						1.63	1.63	1.09	2.98	5.15	9.50	13.56	13.56	13.56	13.56
处置收益 (亿元)						1.63	1.63	1.09	2.98	5.15	9.50	13.56	13.56	13.56	13.56
EFS 净利润 (亿元)						3.23	4.24	5.64	9.46	13.45	18.78	22.85	22.85	22.85	22.85
<b>DCF 市值折算 (亿元)</b>						<b>105.64</b>									
公允价值 变动		0.21	0.49	0.81	1.47	1.96	3.17	5.56	7.98	10.32	11.61	11.61	11.61	11.61	11.61
<b>中性</b> 年化 收益 35%						2.09	2.09	1.39	3.83	6.62	12.19	17.42	17.42	17.42	17.42
处置收益 (亿元)						2.09	2.09	1.39	3.83	6.62	12.19	17.42	17.42	17.42	17.42
EFS 净利润 (亿元)						4.05	5.26	6.96	11.81	16.94	23.80	29.03	29.03	29.03	29.03
<b>DCF 市值折算 (亿元)</b>						<b>135.67</b>									
公允价值 变动		0.24	0.58	0.97	1.79	2.35	3.77	6.66	9.63	12.56	14.21	14.21	14.21	14.21	14.21
<b>乐观</b> 年化 收益 40%						2.63	2.63	1.75	4.82	8.32	15.32	21.89	21.89	21.89	21.89
处置收益 (亿元)						2.63	2.63	1.75	4.82	8.32	15.32	21.89	21.89	21.89	21.89
EFS 净利润 (亿元)						4.98	6.39	8.41	14.45	20.88	29.53	36.10	36.10	36.10	36.10
<b>DCF 市值折算 (亿元)</b>						<b>170.49</b>									

资料来源：浙商证券研究所

因此，不考虑尚未落地的朗华制药 CDMO 业务对公司市值的贡献，我们认为公司 CFS 及 EFS 业务的合理市值应为 267.17 亿。

## 5. 投资建议

基于公司核心业务板块的分析，不考虑暂未收购落地的 CDMO 业务并表影响，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45, 0.32 及 0.36 元/股。CRO 业务 2020 年净利润有望达到 1.78 亿，参照可比公司，我们认为 CRO 部分合理市值应为 133.5 亿元，对应 PE 75 倍。为了减少投资收益年度波动，我们采用 DCF 法测算了 EFS 部分市值，在乐观/中性/悲观假设下，EFS 业务市值约为 170.49 亿/135.67 亿/105.64 亿。中性预测下，公司对应合理市值合计为 267.17 亿，处于显著低估状态，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

并购整合管理风险;CDMO 能力建设不达预期;CFS 向下游业务导流效果不达预期;市场投融资景气度下滑及 EFS 投资回报率不达预期;行业政策变动;创新药研发景气度下滑;订单短期波动性;竞争风险。

## 附表:

**附表 1: 孵化企业列表**

	类型	项目名称	适应症/主要技术/商业领域	当前持股比例*	进入阶段	当期融资阶段
1	EFS	Twin Lanterns (美国)	用于治疗流感病毒的核聚合酶的小分子抑制剂	0.00%	种子轮	Suspended
2	EFS	易必思(开曼)	肿瘤表观遗传诊断技术的开发	5.93%	种子轮	Series C
3	EFS	Project Z1	双特异性抗体治疗胃和肝癌(首创新药)	30.00%	种子轮	Re-organized
4	EFS	英莱藤(中国)	保健食品添加剂	20.00%	种子轮	Suspended
5	EFS	好医生(中国)	创面修复的新药研发	0.00%	种子轮	Disposed
6	EFS	Calira(美国)	糖尿病(首创)	10.00%	种子轮	种子轮
7	EFS	ZingBio(美国)	糖尿病	0.00%	种子轮	Suspended
8	EFS	维眸(中国)	儿童干眼症与慢性湿疹皮肤病	6.16%	种子轮	Series C
9	EFS	Flash(美国)	双激酶抑制剂治疗急性髓细胞白血病(首创新药)	20.00%	种子轮	Series B
10	EFS	维清(中国)	流感治疗的新药研发	30.00%	种子轮	种子轮
11	EFS	嘉兴特克罗(中国)	针对头发生长和皮肤疾病的核受体的首创药物	8.84%	种子轮	Series B
12	SI	Bonti(美国)	神经毒素产品的医疗与美容应用	0.00%	Series B	Acquired
13	EFS	Dogma(美国)	降胆固醇的小分子化合物(首创新药)	9.95%	种子轮	Series A
14	EFS	Tabomedex(美国)	糖尿病(首创)	16.00%	种子轮	Series A
15	EFS	启愈(中国)	自身免疫、癌症和代谢性疾病的抗体药物	9.89%	种子轮	Series B
16	SI	量准(中国)	纳米 SPR 技术的研究、开发与应用	3.95%	种子轮	Series C
17	EFS	ArthroSi(美国)	治疗痛风	14.54%	种子轮	Series B
18	EFS	Anji(开曼)	代谢类疾病	19.07%	种子轮	Series A
19	EFS	嘉兴优博(中国)	基于靶向酶水解(TED)技术的肿瘤药物	30.00%	种子轮	Series B
20	EFS	Project Z2*	白细胞介素 15 (IL 15) 技术	30.00%	种子轮	Re-organized
21	EFS	Clues(开曼)	以 RIP、MOR1、MOR2 为靶点的 10 种新药研发	30.00%	种子轮	Series A
22	EFS	Riparian(美国)	肺动脉高压及其他血管功能性障碍的治疗	10.00%	种子轮	Series A
23	EFS	Trio Bio(美国)	用于治疗心血管疾病的小分子抑制剂	6.43%	种子轮	种子轮
24	EFS	Livati(美国)	治疗糖尿病以及代谢类疾病的小分子抑制剂	6.54%	种子轮	种子轮
25	EFS (CB)	QurAlis(美国)	将干细胞技术与基因及临床发现结合, 开发对 ALS 和 FTD 患者的精确治疗	0.00%	种子轮	Series A
26	SI	VersaPeutics(美国)	急性及近期脊髓损伤(首创新药)	16.60%	Series A	Series B
27	SI(CB)	AmacaThera(美国)	基于创新 HAMC 递送平台研发术后疼痛缓解麻醉剂	0.00%	种子轮	种子轮
28	EFS	ABM(开曼)	脑癌及各种相关癌症的靶向治疗方案	4.87%	种子轮	Series A
29	EFS (CB)	Forkhead(美国)	研发治疗胰岛素依赖型糖尿病的新药	0.00%	种子轮	Series A
30	SI	Mediar(美国)	主要研发治疗器官纤维化新药	15.56%	种子轮	Series A
31	SI(CB)	Totent(美国)	主要研究免疫肿瘤治疗	0.00%	种子轮	Series A
32	EFS	Versachem(美国)	急性及近期脊髓损伤(小分子首创新药)	20.83%	种子轮	Series A



33	SI(CB)	AcuraStem (美国)	治疗神经退行性疾病, 包括 ALS 和 FTD (首创新药)	0.00%	种子轮	种子轮
34	EFS (CB)	Bright Angel (加拿大)	重点解决当前抗真菌药物的耐药性以开发新的抗感染药物	0.00%	种子轮	种子轮
35	EFS (CB)	Mebias (开曼)	基于改进的治疗指标组建平台研发创新的 GPCR 药物	7.15%	种子轮	Series A
36	EFS	Proviva (开曼)	治疗癌症和感染类药物的前细胞因子融合平台蛋白	31.00%	种子轮	Series A
37	SI	Acelink (美国)	研发小分子新药 (葡萄糖神经酰胺合成酶抑制剂) 用于与遗传相关的人类疾病	10.00%	种子轮	Series A
38	SI	Saverna (瑞士)	通过 NMR 来进行基于结构的药物研发, 研发靶向 miRNA 的小分子药物	0.00%	种子轮	Series A
39	SI	DTx (美国)	开发将双联寡核苷酸疗法运用到多种细胞类型和组织的技术	5.30%	Series A	Series A
40	SI	Seraxis (新加坡)	代谢性疾病如胰岛素依赖型糖尿病的 iPSC 衍生细胞替代治疗	0.00%	Series B	Series B
41	SI	Ophidion (美国)	开发可与神经烟碱乙酰胆碱受体结合并介导血脑屏障交叉的肽	6.94%	种子轮	种子轮
42	EFS	Reglagene (美国)	通过选择性靶向 DNA 二级结构, 开发小分子药物治疗基因异常引起的疾病	0.00%	Series A	Series A
43	EFS	Path (加拿大)	使用 CRISPR 工程平台识别治疗中枢神经系统疾病的新靶点	19.10%	种子轮	种子轮
44	EFS	Eubulus (开曼)	开发新型结构的铁死亡诱导剂药物用于抗癌药物的增敏/联合用药	17.14%	种子轮	种子轮
45	SI	UIM (开曼)	专注于心血管疾病和手术治疗的医疗设备研发	15.00%	种子轮	种子轮
46	SI	MorphoGene (瑞士)	研究具有高亲和力的 ECM 结合域的生长因子的重组工程, 以治疗慢性创伤	14.00%	种子轮	种子轮
<b>2020 上半年新增项目</b>						
47	EFS	Blue Oak (美国)	发现新多靶点途径帮助神经障碍患者, 重点关注系统神经生物学和脑电路	3.15%	Series B	Series B
48	SI	Regenacy (美国)	开发糖尿病周围神经病变和化疗诱导的周围神经病变的创新治疗	1.67%	Series A	Series A
49	EFS	Elgia Therapeutics (美国)	NALFD/ NASH 治疗和其他炎症条件的特异性 Caspase 抑制剂的发现和开发	9.68%	种子轮	种子轮
50	EFS	Phenomic AI (加拿大)	关于针对结肠直肠癌的治疗性抗体	5.03%		
51	EFS	Vincere Biosciences (美国)	关于针对脑疾病尤其是神经退行性疾病的线粒体途径的治疗方法	0.00%		
52	SI	NERIO (巴拿马)	为几种蛋白酪氨酸磷酸酶(PTP)开发变构/非竞争性磷酸酶抑制剂	3.79%		
53	EFS	Sisu Pharma (美国)	重点开发抗前列腺癌激素治疗的 HSF1 抑制剂	4.98%	种子轮	种子轮
54	EFS	Focus-X Therapeutics	专注于肽受体放射性核素疗法的发展(PRRT)	0.00%		
55	SI	Triumvira (美国)	新型 T 细胞疗法, 包括嵌合抗原受体(CAR)和工程化 T 细胞受体(TCR)疗法	0.00%	Series A	Series A

---

56	SI	QurClear LLC	开发一种设备过滤大脑和脊髓中的毒性蛋白质，治疗携带 C9orf72 突变的 ALS 患者和 PSP 患者	3.82%
----	----	--------------	--	-------

---

\*目前持有的股份是在完全稀释基础上 2020 年新增项目为最新后股权比例，2020 年以前项目为截至 2019 年的股权比例

资料来源：2019 年报及公司官网，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1094.43	1020.50	962.50	1154.50
现金	904.09	500.00	300.00	300.00
交易性金融资产	29.63	100.00	80.00	50.00
应收账款	57.51	270.50	470.50	670.50
其它应收款	83.15	60.00	80.00	100.00
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	8.53	10.00	12.00	14.00
其他	11.52	80.00	20.00	20.00
<b>非流动资产</b>	804.36	1396.32	1890.26	2350.20
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4.23	4.23	4.23	4.23
固定资产	106.35	155.45	145.39	135.33
无形资产	50.64	50.64	50.64	50.64
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	643.14	1186.00	1690.00	2160.00
<b>资产总计</b>	1898.79	2416.82	2852.76	3504.70
<b>流动负债</b>	72.96	118.50	118.50	118.50
短期借款	0.53	0.00	0.00	0.00
应付款项	7.55	7.00	7.00	7.00
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	64.89	111.50	111.50	111.50
<b>非流动负债</b>	48.43	803.16	103.10	103.10
长期借款	1.34	1.34	1.34	1.34
其他	47.09	801.82	101.76	101.76
<b>负债合计</b>	121.39	921.66	221.60	221.60
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权	1777.39	1495.16	2631.16	3283.10
<b>负债和股东权益</b>	1898.78	2416.82	2852.76	3504.70
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	46.01	1104.32	573.82	418.01
净利润	265.87	787.17	548.21	630.03
折旧摊销	34.04	8.45	10.06	10.06
财务费用	2.26	-36.45	-27.40	-6.93
投资损失	1.91	3.11	4.94	6.84
营运资金变动	-40.99	-13.26	40.00	-20.00
其它	-217.09	355.30	-2.00	-202.00
<b>投资活动现金流</b>	-290.06	-317.03	11.06	53.16
资本支出	-39.45	-92.55	5.00	30.00
长期投资	1.05	0.00	0.00	0.00
其他	-251.66	-224.48	6.06	23.16
<b>筹资活动现金流</b>	984.86	3706.65	27.34	6.93
短期借款	0.03	-0.53	0.00	0.00
长期借款	-0.53	0.00	0.00	0.00
其他	985.36	3707.18	27.34	6.93
<b>现金净增加额</b>	740.81	4493.94	612.22	478.09

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	323.09	518.23	784.13	1147.12
营业成本	167.18	259.11	392.06	573.56
营业税金及附加	0.00	15.55	23.52	34.41
营业费用	3.57	5.75	8.70	12.73
管理费用	51.22	93.28	125.46	183.54
研发费用	44.95	50.00	80.00	80.00
财务费用	2.26	-36.45	-27.40	-6.93
资产减值损失	0.00	-0.50	0.00	0.00
公允价值变动损益	271.60	500.00	200.00	300.00
投资净收益	-1.91	-3.11	-4.94	-6.84
其他经营收益	0.00	0.23	0.23	0.23
<b>营业利润</b>	54.35	328.60	377.07	463.19
营业外收支	215.66	500.00	200.00	200.00
<b>利润总额</b>	280.93	828.60	577.07	663.19
所得税	15.05	41.43	28.85	33.16
<b>净利润</b>	265.87	787.17	548.21	630.03
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	265.87	787.17	548.21	630.03
EBITDA	317.23	798.60	557.73	664.32
EPS (最新摊薄)	0.18	0.45	0.32	0.36
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	53.79%	60.40%	51.31%	46.29%
营业利润	7.09%	504.60%	14.75%	22.84%
归属母公司净利润	193.62%	196.07%	-30.36%	14.92%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.26%	50.00%	50.00%	50.00%
净利率	82.29%	151.90%	69.91%	54.92%
ROE	26.21%	48.11%	26.57%	21.31%
ROIC	14.68%	32.67%	19.03%	18.36%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	6.39%	38.14%	7.77%	6.32%
净负债比率	1.54%	0.15%	0.60%	0.60%
流动比率	15.00	8.61	8.12	9.74
速动比率	14.88	8.53	8.02	9.62
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.27	0.24	0.30	0.36
应收帐款周转率	5.93	8.13	11.20	16.39
应付帐款周转率	27.32	35.62	56.01	81.94
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.18	0.45	0.32	0.36
每股经营现金	0.03	0.64	0.33	0.24
每股净资产	1.33	0.86	1.51	1.89
<b>估值比率</b>				
P/E	24.00	15.70	22.54	19.62
P/B	0.00	8.27	4.70	3.76
EV/EBITDA	-2.22	15.73	21.66	18.23

资料来源: 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>