

近岸蛋白(688137)

报告日期: 2022年11月01日

蛋白解决方案专家、mRNA 应用服务商

——近岸蛋白深度报告

投资要点

我们认为公司是国内重组蛋白解决方案(设计+优化+生产+应用)专家、领先的 mRNA 应用服务商,随着公司生物试剂 SKU 持续增加、客户采购粘性提升、国内 mRNA 临床推进下公司的客户结构更均衡,2023 年有望成为公司新一轮产品升级的增长起点。

□ 增长驱动: mRNA 原料优势延续、新 SKU 接力

我们认为,2022 年起公司客户结构有望更多元、非新冠生物试剂收入占比有望明显提升,mRNA 临床项目推进、新应用领域(基因细胞治疗、类器官等)SKU 增加、客户粘性增强(体现为单客收入增加)构成增长逻辑,我们预计 2022-2024 年新冠收入和 mRNA 收入受到大客户大项目基数影响,增长有波动;2021-2024 年非新冠、非 mRNA 收入 CAGR 有望达到 41.5%。具体来看:

➤ mRNA 原料: 从单一客户,到产业链延展。

行业: 新冠疫苗带动上游扩容。①从临床数量看,据不完全统计看 2021 年中国 mRNA 疫苗理论临床入组约 3.2 万人(其中沃森/艾博一个临床三期试验入组 2.8 万人、其他临床入组人数之和约 4100 人)、2022 年理论临床入组约 5600 人,其中艾美疫苗、石药集团、丽凡达等临床入组人数较多。②从成本结构看,BioNTech 疫苗中原材料成本约占 43%,原材料成本中 Clean Cap 及 4 种主要酶的成本占比 50%+,我们简单估算单支成本(Clean Cap+4 个酶)在 1.2-1.7 美元。③从市场容量看,根据 Maravai(2021 年收入结构中核酸类原料收入占比 89%,其中以专利保护的 Clean Cap 销售为主)的分析,2021 年全球核酸类生产的市场总容量约 110 亿美元、Maravai 可触及市场容量约 38 亿美元。从公司的收入和产品结构看,我们认为 Maravai 的可触及市场可以代表全球主要核酸类酶及其他原料的市场容量。

公司: 国内领先的 mRNA 原料供应商。2021 年公司 mRNA 原料收入占总收入比例约 37.8%,其中沃森生物收入占比约 95%。我们认为公司在 mRNA 原料的竞争力源于:稳定、高品质原料供应能力、高标准 GMP 生产及注册能力、mRNA 供应链的潜在延展。我们认为,公司从 mRNA 酶出发逐步完善 mRNA 产业链核心原料的供应能力,有助于丰富产品线、增强客户粘性,我们看好公司在相关领域的布局。随着公司 mRNA 相关产品品类扩充、下游客户临床推进,我们预计 2022-2024 年公司 mRNA 原料客户收入贡献有望均衡。

➤ 其他生物试剂: 新技术领域 SKU 扩充、客户粘性提升。

根据公司招股说明书,2018-2021 年公司非新冠、非 mRNA 原料的生物试剂收入 CAGR 为 51.7%。展望 2022-2024 年,我们认为该业务增长主要源于:

①SKU 扩充: 2019-2021 年间公司靶点及因子类蛋白、重组抗体、酶及试剂三大品类共新增 627、51、204 个新产品,其中靶点及因子类蛋白产品在研发上市当年对外销售比例在 40%+,上市两年销售比例达到 80%+,重组抗体、酶及试剂新产品上市当年对外销售占比在 75%+,我们认为可以从侧面证明公司的技术和产品品质竞争力。同时我们关注到公司在基因细胞治疗(根据官网产品统计,约有 38 个 GMP 级细胞培养因子、7 种单抗、2 种磁珠)、类器官(低内毒素 Activin A、FGF 系列、HGF、R-Spondin 1、Noggin 和 Wnt3a 等细胞因子)等领域推出一系列新产品,我们持续看好公司在新技术应用领域新产品拓展。

②客户渗透及粘性增强: 我们关注到不同领域的公司客户订单数量明显增加,IVD 领域客户订单可能受到新冠检测相关需求扰动,但生命科研及生物药领域客户数量增加、单客户订单数量增加、单客户采购额增加可以反映出公司整体客户粘性增强。

投资评级: 增持(首次)

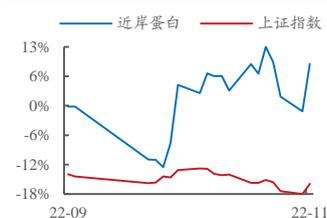
分析师: 孙建
执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷
执业证书号: S1230522090002
maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 82.32
总市值(百万元)	5,776.84
总股本(百万股)	70.18

股票走势图



相关报告

□ 核心竞争力：蛋白设计&优化专家

公司优势：基于蛋白设计能力不断扩充产品数量及下游应用领域，衔接增长。我们认为应对行业突发性增量需求时，公司的产品推进速度、市场认可度能比较好反映出公司技术平台的延展性、产品立项战略及组织动员效率，新冠产品和 mRNA 战略客户大订单作为公司常规生物试剂市场开拓的加速期和新起点，我们持续看好“后新冠”下公司在 Legotein®蛋白工程平台、计算机辅助蛋白表达设计（CAPE）平台等支持下新 SKU 扩充、GMP 规模制造，及从创新原料到 CRO 服务的协同性验证。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.87、2.28 和 2.99 元/股，2022 年 11 月 1 日收盘价对应 2022 年 44 倍 PE。我们认为，公司是国内稀缺的重组蛋白解决方案专家及 mRNA 应用服务商，基于蛋白设计能力而不断扩充生物试剂产品数量及下游应用领域，我们看好公司 2023-2024 年在 mRNA 临床项目增加、生物试剂 SKU 丰富及 CRO 协同赋能下的增长持续性，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

订单交付波动性风险、mRNA 研发及制备技术路线变动风险、新冠疫情反复风险、市场竞争加剧风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	342	343	405	517
(+/-) (%)	90.11%	0.26%	18.24%	27.65%
归母净利润	149	131	160	210
(+/-) (%)	79.42%	-12.00%	21.79%	31.48%
每股收益(元)	2.12	1.87	2.28	2.99
P/E	38.77	44.06	36.17	27.51

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 近岸蛋白：蛋白解决方案专家、mRNA 应用服务商	5
2 增长驱动：mRNA 原料优势延续、新 SKU 接力	6
2.1 mRNA 原料：从单一客户，到产业链延展	6
2.1.1 行业：新冠疫苗带动上游扩容，新老制备工艺并存	6
2.1.2 公司：国内领先的 mRNA 原料供应商	8
2.2 其他生物试剂：新技术领域 SKU 扩充、客户粘性提升	9
3 核心竞争力：蛋白设计&优化专家	11
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 收入拆分与盈利预测	12
4.2 相对估值	14
4.3 投资建议	14
5 风险提示	14

图表目录

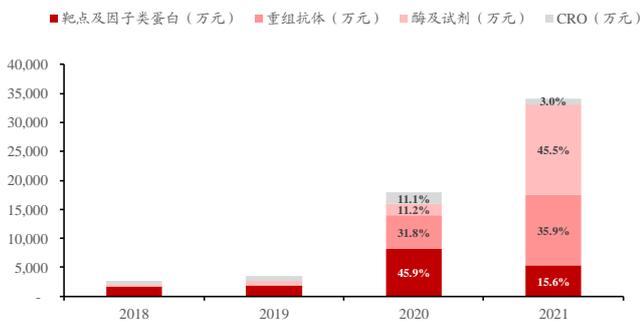
图 1: 近岸蛋白收入按产品类型拆分	5
图 2: 近岸蛋白收入按应用场景拆分	5
图 3: 近岸蛋白及可比公司净利润率	5
图 4: 近岸蛋白及可比公司人均创收 (万元/人/年)	5
图 5: Moderna 和 BioNTech 每支 mRNA 疫苗成本 (元)	6
图 6: mRNA 疫苗原材料成本构成	6
图 7: mRNA 疫苗两种加帽方法	8
图 8: Maravai 的 Nucleic Acid Production 收入及增速、利润率	8
图 9: 公司各类试剂 SKU 个数	10
图 10: 公司新产品研发及销售个数	10
图 11: 公司 2019-2021 年单客户订单数量	10
图 12: 公司生命科研及生物药客户个数及采购金额	10
表 1: 国内主要 mRNA 新冠疫苗临床情况	7
表 2: mRNA 主要加帽工艺	8
表 3: 中国主要 mRNA 相关酶公司 DMF 登记情况	9
表 4: 国内主要生物试剂公司 SKU 布局情况: 近岸蛋白在基础技术平台布局上具有一定优势	11
表 5: 公司部分业务拆分及收入预测 (单位: 万元)	13
表 6: 可比公司估值情况	14
表附录: 三大报表预测值	15

1 近岸蛋白：蛋白解决方案专家、mRNA 应用服务商

定位：蛋白解决方案专家、国内领先的 mRNA 原料供应商，2023 年新起点再出发。

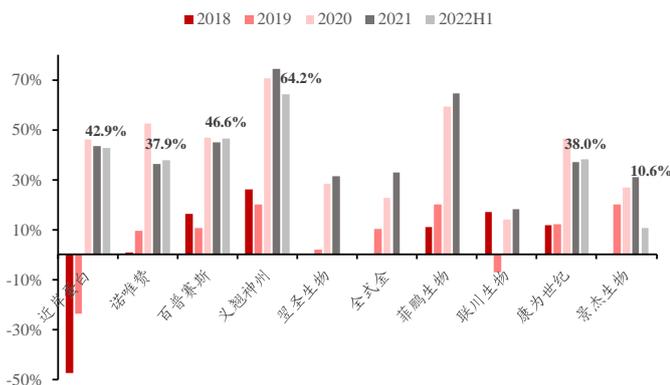
根据公司招股书，2018-2021 年公司收入 CAGR 达到 136%，收入结构也发生了较大变化（2020 年增长来自于新冠检测带来的抗原/抗体需求，2021 年增长来自于沃森生物等公司 mRNA 原料销售），2021 年直接新冠相关、mRNA 原料、非新冠生物试剂收入占比分别为 36.9%、37.8%和 25.3%。相比于行业可比的生物试剂公司，我们认为公司的独特之处在于：①国内领先的 mRNA 原料供应商，产品品质、生产能力得到大客户订单的侧面验证；②蛋白设计平台（Legotein®蛋白工程平台、计算机辅助蛋白表达设计(CAPE)平台）支持下公司基因细胞治疗、类器官等新应用领域生物试剂 SKU 显著增加。展望公司 2022-2024 年增长，我们认为 mRNA 原料业务在大客户订单基数影响下增长有波动、IVD 抗原检测原料受到新冠疫情扰动，随着公司生物试剂 SKU 持续增加、客户采购粘性提升、国内 mRNA 临床推进下公司的客户结构更均衡，2023 年有望成为公司新一轮产品升级的增长起点。

图1：近岸蛋白收入按产品类型拆分



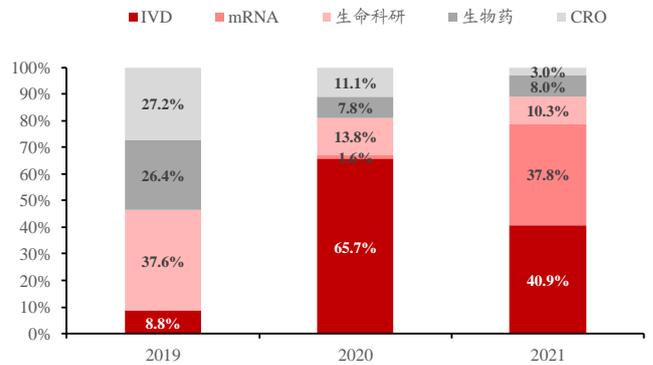
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：近岸蛋白及可比公司净利润率



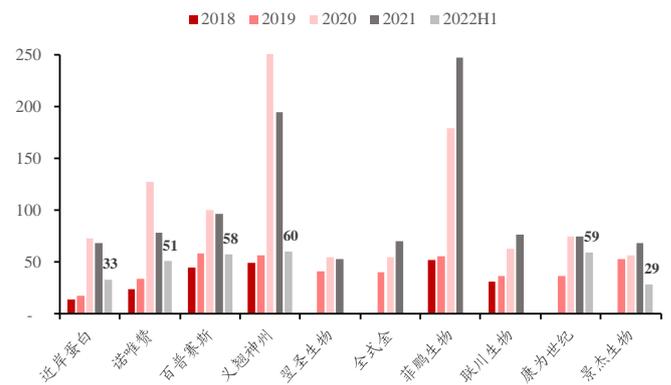
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：近岸蛋白收入按应用场景拆分



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：近岸蛋白及可比公司人均创收 (万元/人/年)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 增长驱动：mRNA 原料优势延续、新 SKU 接力

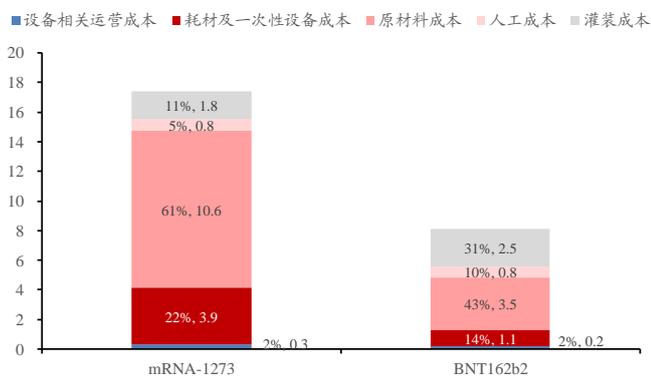
我们认为，2022年起公司客户结构有望更多元、非新冠生物试剂收入占比有望明显提升，mRNA 临床项目推进、新应用领域（基因细胞治疗、类器官等）SKU 增加、客户粘性增强（体现为单客收入增加）构成增长逻辑，我们预计 2022-2024 年新冠收入和 mRNA 收入受到大客户大项目基数影响，增长有波动；2021-2024 年非新冠、非 mRNA 收入 CAGR 有望达到 41.5%。

2.1 mRNA 原料：从单一客户，到产业链延展

2.1.1 行业：新冠疫苗带动上游扩容，新老制备工艺并存

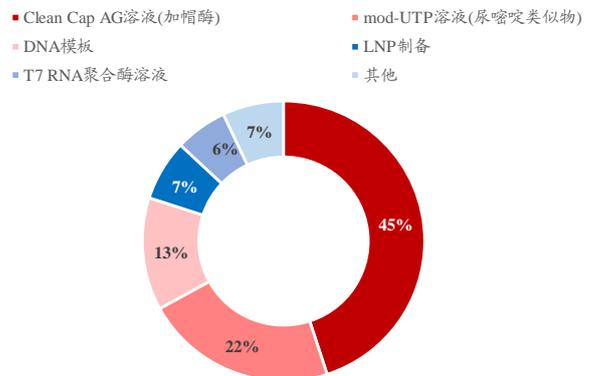
行业总量：2021 年全球约 35-40 亿美元核酸相关生产成本，中国 mRNA 临床入组显著加速。①从临床数量看，根据 Pharmaprojects 等数据分析，2022 年全球 mRNA 研究管线约 2000-3000 个，2022-2027 年数量有望增长 4 倍；从中国看，根据 CDE 等数据，2022 年以来新增 mRNA 临床的公司明显增多，沃森生物/艾博生物等公司进入三期临床后入组人数明显增多，据不完全统计看 2021 年理论临床入组约 3.2 万人（其中沃森/艾博一个临床三期试验入组 2.8 万人、其他临床入组人数之和约 4100 人）、2022 年理论临床入组约 5600 人，其中艾美疫苗、石药集团、丽凡达等临床入组人数较多。②从成本结构看，根据 Zoltan Kis 等人的论文研究，BioNTech 疫苗中原材料成本约占 43%，原材料成本中 Clean Cap 及 4 种主要酶的成本占比 50%+，其中 Clean Cap 成本占比更高。从 BioNTech 销售额及 75-80% 的毛利率反推看，2022 年 6 月美国政府花费 32 亿美元采购 1.05 亿支 mRNA 新冠疫苗，我们简单估算单支成本（Clean Cap+4 个酶）在 1.2-1.7 美元。③从市场容量看，根据 Maravai（2021 年收入结构中核酸类原料收入占比 89%，其中以专利保护的 Clean Cap 销售为主）的分析，2021 年全球核酸类生产的市场总容量约 110 亿美元、Maravai 可触及市场容量约 38 亿美元，从公司的收入和产品结构看，我们认为 Maravai 的可触及市场可以代表全球主要核酸类酶及其他原料的市场容量。从中国临床情况看，我们认为 2021 年中国市场容量相对较小，随着国内临床管线推进或商业化，我们预计上游原料市场容量有望快速增长。

图5： Moderna 和 BioNTech 每支 mRNA 疫苗成本（元）



资料来源：msfaccess.org，浙商证券研究所

图6： mRNA 疫苗原材料成本构成



资料来源：msfaccess.org，浙商证券研究所

表1: 国内主要 mRNA 新冠疫苗临床情况

公司	mRNA 疫苗	注册时间	临床阶段	每期总入组人数	是否针对变异株	人群	是否是加强试验	剂量
沃森生物&艾博	ARCoV	2020/6/24	I 期	168		18+		低剂量, 中剂量和高剂量
复星	BNT162b1	2020/7/21	I 期	144		18-55		成年人: 低剂量, 高剂量, 安慰剂; 老年人: 低剂量, 高剂量, 安慰剂
复星	BNT162b1	2020/8/21	I 期	144		18-85		18-55: 低剂量, 高剂量, 安慰剂; 65-85: 低剂量, 高剂量, 安慰剂
沃森生物&艾博	ARCoV	2020/10/22	I 期	120		18-59		5ug 或安慰剂 (24 人), 10ug 或安慰剂 (24 人), 15ug 或安慰剂 (24 人), 20ug 或安慰剂 (24 人), 25ug 或安慰剂 (24 人)
复星	BNT162b2	2020/11/19	II 期	960		18-85		BNT162b2 (720 人), 安慰剂 (240 人)
复星	BNT162b2	2020/12/2	II 期	950		18-85		BNT162b1, 安慰剂
沃森生物&艾博	ARCoV	2021/1/8	II 期	420		18-59		5ug (120 人), 10ug (120 人), 15ug (120 人), 安慰剂 (60 人)
沃森生物&艾博	ARCoV	2021/4/15	III 期	28000		18+		15ug 和安慰剂
斯微生物	COVID-19 疫苗	2021/5/1	I 期	240		18+		成年人: 低剂量, 中剂量, 次高剂量, 高剂量; 老年人: 低剂量, 中剂量, 次高剂量, 高剂量
斯微生物	DF104B1	2021/5/18	探索性研究/预实验	18		18-60		
上海东方医院&斯微生物	DF104B1	2021/6/27	I 期	20		18+	是	
丽凡达	LVRNA009	2021/7/31	I 期	144	有效	18+		成年人: 低剂量, 中剂量和高剂量, 老年人: 低剂量, 中剂量和高剂量
沃森生物&艾博	ARCoV	2021/8/2	I 期+II 期	320		60+		15ug (220 人), 安慰剂 (100 人)
沃森生物&艾博	ARCoV	2021/11/24	III 期	2000		18+		成年人: 15ug (500 人), 灭活疫苗 (500 人), 老年人: 15ug (500 人), 灭活疫苗 (500 人)
沃森生物&艾博	ARCoV	2021/11/27	探索性研究/预实验	300		18+	是	15ug (200 人), 灭活疫苗 (100 人)
斯微生物	COVID-19 疫苗	2021/12/3	I 期+II 期	640		18+		25ug, 45ug, 安慰剂
云南大学附属医院	mRNA (S 蛋白抗原)	2022/3/16	探索性研究/预实验	250		18-59	是	灭活、腺病毒、mRNA (S 蛋白抗原)、重组蛋白 (S 蛋白) 疫苗
丽凡达	LVRNA009	2022/3/17	II 期	420	有效	18-59		50ug (180 人), 100ug (180 人), 安慰剂 (60 人)
阿格纳生物制药	新型冠状病毒 mRNA 疫苗	2022/3/17	II 期	360		18+		低剂量和高剂量
石药集团	SYS6006	2022/4/25	I 期	60	是	60+		
石药集团	SYS6006	2022/4/25	I 期	60	是	18-59		
艾美疫苗	LVRNA009	2022/4/29	II 期	420		18-59		50ug, 100ug, 安慰剂
石药集团	SYS6006	2022/4/29	I 期	60	是	60+		20ug, 30ug, 安慰剂
石药集团	SYS6006	2022/4/29	I 期	60	是	18-59		20ug, 30ug, 安慰剂
艾美疫苗	LVRNA009	2022/5/6	I 期	144		18+		25ug, 50ug, 100ug, 安慰剂
康希诺	新型冠状病毒 mRNA 疫苗	2022/5/13	I 期	80		18+		成年人: 30ug, 50ug, 安慰剂, 老年人: 30ug, 50ug, 安慰剂
康希诺	新型冠状病毒 mRNA 疫苗	2022/5/13	II 期	300		18+		成年人: 30ug, 50ug, 安慰剂, 老年人: 30ug, 50ug, 安慰剂
沃森生物&蓝鹊生物	RQ3013	2022/5/27	I 期	120	是	18-59		30ug, 60ug
斯微生物	SW-BIC-213	2022/5/29	I 期	60	有效	<70		
沃森生物&蓝鹊生物	RQ3013	2022/5/31	I 期	120	是	18+		30ug, 60ug
上海徐汇区中心医院&石药集团	SYS6006	2022/6/15	I 期	36	是	<70		
艾美疫苗	LVRNA009	2022/6/23	III 期	1100		18+		50ug, 安慰剂
斯微生物	SW-BIC-213	2022/6/26	I 期+II 期	120	有效	18+		低剂量和高剂量, 灭活疫苗, 安慰剂
艾博	ABO1009-DP	2022/6/27	I 期	48	是	18+		15ug
艾博	ABO1009-DP, ABO-CoV.617.2	2022/6/28	I 期	60	是	18+		15ug, 安慰剂
石药集团	SYS6006	2022/6/30	II 期	600	是	18+		20ug, 30ug, 安慰剂
斯微生物	SW-BIC-213	2022/7/5	I 期	120	有效	18+		剂量 1 和剂量 2
沃森生物&蓝鹊生物	RQ3013	2022/9/9	I 期	80	是	18+		低剂量和高剂量
艾美疫苗	LVRNA012	2022/9/21	其他	54	是	18+		100ug (18 人), 50ug (18 人), 安慰剂 (9+9)
艾美疫苗	LVRNA021	2022/9/21	其他	54	是	18+		100ug (18 人), 50ug (18 人), 安慰剂 (9+9)
艾美疫苗	LVRNA021	2022/9/21	其他	350	是	18+		50ug, 100ug, 安慰剂

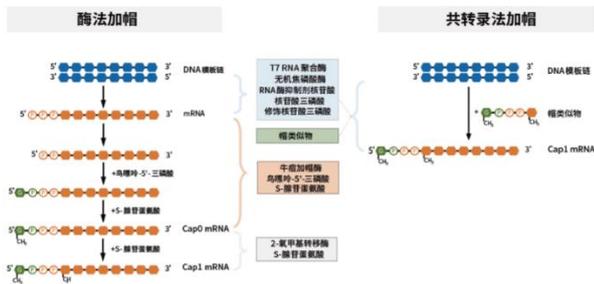
艾美疫苗	LVRNA021	2022/9/21	其他	54	是	18+	50ug, 100ug, 安慰剂
艾美疫苗	LVRNA012	2022/9/22	其他	54	是	18+	50ug, 100ug
艾美疫苗	LVRNA012	2022/9/22	其他	350	是	18+	50ug, 100ug, 安慰剂

资料来源: CDE, Clinical trial, 浙商证券研究所

注: 标黄色临床为在海外进行的临床

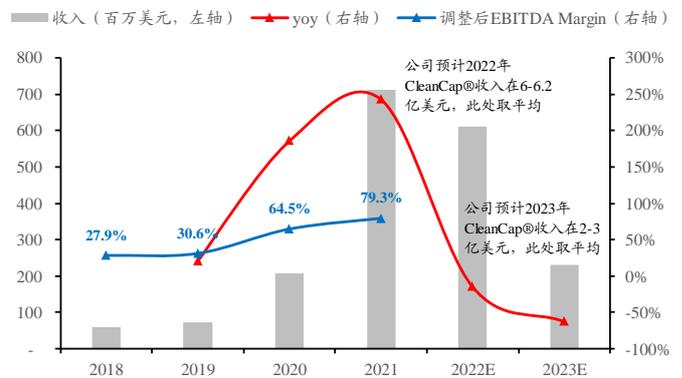
工艺路线: 预计两个制备路线共存。mRNA 制备中在 5' 末端的核苷酸添加 7-甲基鸟苷 (即“加帽”) 对 mRNA 的稳定性和翻译效率具有重要影响, 主流制备策略分为酶法和共转录法, 酶法代表性产品为牛痘加帽酶等, 共转录法采用专利保护的 CleanCap 在转录的过程中加帽。我们认为, 共转录法加帽率可能略低于酶法, 但制备和纯化过程更简单, 两个方法均有商业化应用案例 (BioNTech 采用共转录法), 我们认为两个制备方法可能共存。从上游供应的角度看, 酶法路线对应牛痘加帽酶等核心酶原料, 共转录路线多对应帽类似物等。

图7: mRNA 疫苗两种加帽方法



资料来源: 翌圣生物招股说明书, 浙商证券研究所

图8: Maravai 的 Nucleic Acid Production 收入及增速、利润率



资料来源: 公司年报, 公司官网, 浙商证券研究所

表2: mRNA 主要加帽工艺

加帽方法	代表	加帽率	加帽方向	mRNA 产量
酶法加帽	牛痘病毒加帽酶与 2' O 甲基转移酶等	89%-100%	正确	高
共转录加帽	第一代 (mCap)	25%-40%	易出错	低
	第二代 (ARCA)	34%-77%	正确	低
	第三代 (CleanCap)	>90%	正确	高

资料来源: Henderson JM, Ujita A et al. 《Ribozyme Assays to Quantify the Capping Efficiency of In Vitro-Transcribed mRNA》, 合生生物 Syngentbio 公众号, 浙商证券研究所

2.1.2 公司: 国内领先的 mRNA 原料供应商

根据招股说明书, 2021 年公司 mRNA 相关收入约 1.3 亿元、同比增长 4382%、总收入占比 37.8%。从客户结构看, 2021 年 mRNA 酶的客户达到 74 个 (2020 年为 2 个), 单客户创收从 2020 年的 144 万元/个提升至 2021 年的 175 万元/个; 进一步拆分看, 2021 年 mRNA 酶的前五大客户分别为沃森生物 (1.2 亿元、占 mRNA 酶收入约 94.7%)、艾博生物 (235 万元、占 mRNA 酶收入约 1.8%)、石药集团、科锐迈德、钧尧商贸等, 高增长主要由沃森生物及艾博生物的 mRNA 新冠疫苗临床推进带动。我们从中国公司的临床推进进展推算, 2022 年公司的 mRNA 酶收入增长可能受到 2021 年的大订单基数扰动 (根据招股说明书, “公司 2022 年前三季度对沃森生物的销售收入较去年同期大幅下降, 导致公司 2022 年度 1-9 月经营业绩较去年同期下降”), 但展望 2023-2024 年, 我们基于对公司 mRNA 相关业务的布局和竞争力的分析, 预计公司的 mRNA 相关收入有望逐渐贡献增长。

我们认为, 公司作为国内领先的 mRNA 原料供应商, 相对于国内外可比公司, 公司的竞争力源于: ①稳定、高品质原料供应能力, 体现为公司的主要原料在产量、纯度、加帽率、核酸内/外切酶残留、RNA 酶残留等指标上达到进口品牌标准, 公司战略客户合作拓

展(沃森生物、丽凡达、凯莱英等)是侧面验证。②**高标准 GMP 生产及注册能力**，体现为公司 mRNA 原料酶是国内较早注册 DMF、产品线布局最完整的厂商之一，从规模制造能力看，“公司质粒生产的工艺规模可达 100mg/批，mRNA 合成的工艺规模可达 15g/批”，根据公司公众号，公司“单批次产量达千万人份，50 亿人份年产量，7000 平洁净厂房，全自产及原料国产”，菏泽工厂也于 2022 年中旬通过了 ISO9001:2015 质量管理体系、ISO14001:2015 环境管理体系、ISO45001:2018 职业健康安全管理体系“三体系”国际标准认证、HALAL 清真认证，我们看好公司产能释放、体系升级下国内外客户拓展。③**mRNA 供应链的潜在延展**，2021 年公司在建工程新增“创新疫苗原料和疫苗 CDMO 基地项目”和“研发中心建设项目”，前者目标“依托公司现有 mRNA 原料酶相关技术平台与核心技术，同时基于成熟的蛋白设计、表达、制备、质控体系和前沿的研发部署，能为客户提供从 mRNA 原料酶到制备工艺的全流程解决方案”，计划投资 8300 万左右、2022 年 8 月转固；后者“用于 GMP 级的质粒、修饰的核苷酸、多功能酶和多酶反应体系等疫苗原料的规模化生产，是现有全能核酸酶、mRNA 原料酶等产品线的补充”，计划投资 5.3 亿左右、2023 年 6 月转固。我们认为，公司从 mRNA 酶出发逐步完善 mRNA 产业链核心原料的供应能力，有助于丰富产品线、增强客户粘性，我们看好公司在相关领域的布局。

表3：中国主要 mRNA 相关酶公司 DMF 登记情况

DMF 登记时间	公司	登记产品
2021/4/18	近岸蛋白	全能核酸酶
2021/5/27	义翘神州	核酸酶
2021/6/30	近岸蛋白	T7 RNA 聚合酶
2021/8/24	近岸蛋白	牛痘病毒加帽酶
2021/9/29	近岸蛋白	RNA 酶抑制剂
2021/9/30	近岸蛋白	无机焦磷酸酶
2021/9/30	翌圣生物	全能核酸酶
2021/10/22	近岸蛋白	脱氧核糖核酸酶
2021/10/28	近岸蛋白	2'-O-甲基转移酶
2021/12/9	诺唯赞	全能核酸酶
2022/1/19	瀚海新酶	全能核酸酶
2022/1/29	恺佻生物	CAS9 核酸酶
2022/3/31	恺佻生物	全能核酸酶
2022/4/4	瀚海新酶	无机焦磷酸酶
2022/4/4	瀚海新酶	RNA 酶抑制剂
2022/4/4	瀚海新酶	T7 RNA 聚合酶
2022/4/7	瀚海新酶	2'-O-甲基转移酶
2022/4/7	瀚海新酶	牛痘病毒加帽酶
2022/4/26	翌圣生物	T7 RNA 聚合酶

资料来源：FDA，浙商证券研究所

2.2 其他生物试剂：新技术领域 SKU 扩充、客户粘性提升

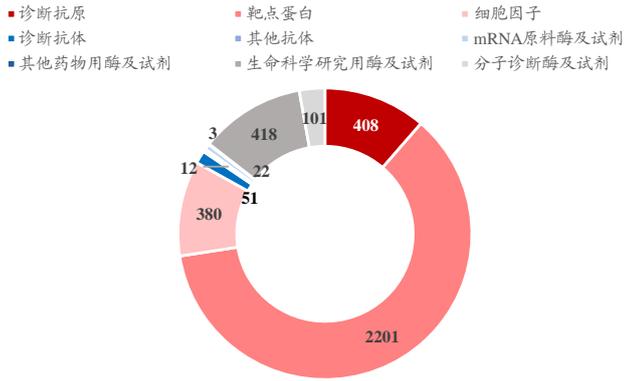
新冠收入结构变化：根据公司招股说明书，2020-2021 年公司新冠相关收入主要集中在 IVD 领域(抗原/抗体)，2021 年新冠抗体收入大幅增长，主要来自于艾康生物等客户订单大幅增加。结合新冠疫情及检测方式的变化，我们预计 2022 年新冠抗原检测仍有望带来部分上游新冠抗体的需求，2023-2024 年该部分需求可能有所下降，但公司非新冠生物试剂高增长有望部分抵补新冠相关产品的增长影响。

非新冠收入延续高速增长：根据公司招股说明书，2019-2021 年公司非新冠、非 mRNA 原料的生物试剂收入 CAGR 为 51.7%，2021 年细胞因子(占非新冠生物试剂收入约 31.4%)、靶点蛋白(占非新冠生物试剂收入约 24.7%)、生命科学研究用酶及试剂(占非新冠生物试剂收入约 14.5%)占比相对较高。结合公司的产品推进、客户开拓等看，我们认为公司非新冠生物试剂增长主要来自于：

OSKU 扩充：根据公司招股书，“公司靶点及因子类蛋白相关产品数量位于同行业公司第二位”，“公司抗体类产品数量不及同行业可比公司，但产品均为重组抗体，具有特异

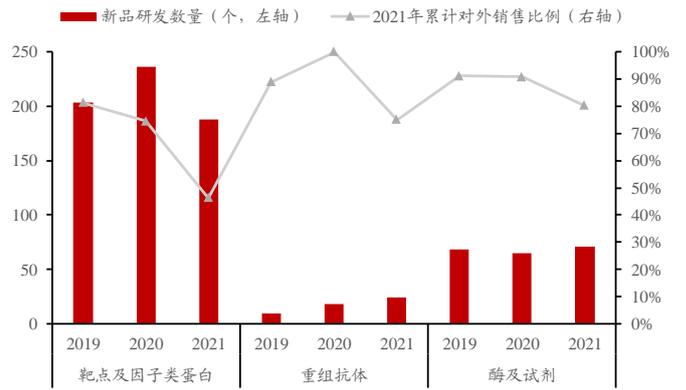
性高，亲和力高，批间一致性好等优点”。2019-2021年间公司靶点及因子类蛋白、重组抗体、酶及试剂三大品类共新增627、51、204个新产品，其中靶点及因子类蛋白产品在研发上市当年对外销售比例在40%+，上市两年销售比例可以达到80%+，重组抗体、酶及试剂新产品上市当年对外销售占比在75%+，我们认为可以从侧面证明公司的技术和产品品质竞争力。同时我们关注到公司在基因细胞治疗（根据官网产品统计，约有38个GMP级细胞培养因子、7种单抗、2种磁珠）、类器官（低内毒素Activin A、FGF系列、HGF、R-Spondin 1、Noggin和Wnt3a等细胞因子）等领域推出一系列新产品，我们持续看好公司在新技术应用领域新产品拓展。

图9：公司各类试剂SKU个数



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

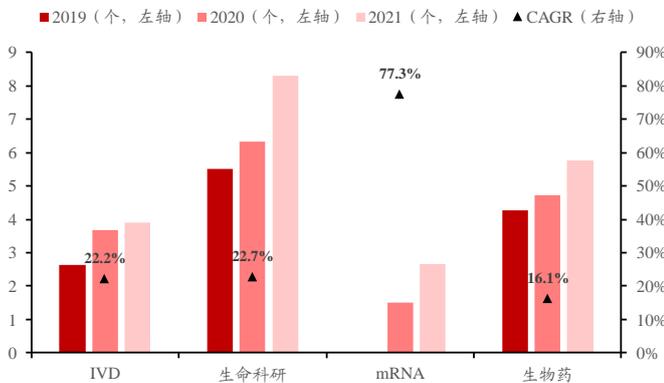
图10：公司新产品研发及销售个数



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

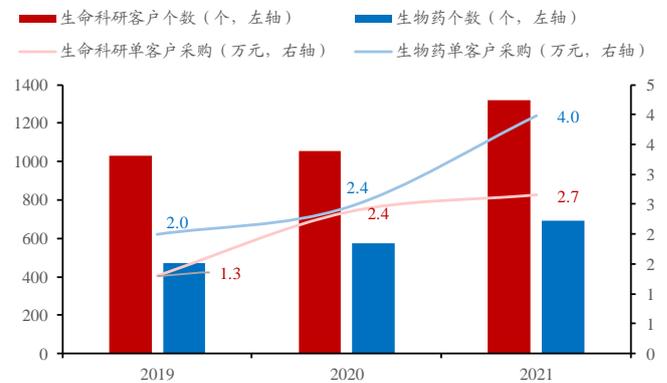
②客户渗透及粘性增强：根据公司招股书，我们关注到不同领域的公司客户订单数量明显增加，IVD领域客户订单可能受到新冠检测相关需求扰动，但生命科研及生物药领域客户数量增加、单客户订单数量增加、单客户采购额增加可以反映出公司整体客户粘性增强。根据公司公众号，“2022年7月份，近岸蛋白产品助力多篇文章发表，其中文章最高IF达到38.104，文章总数超过60篇，仅10分以上的文章就多达13篇，其中包括1篇20+高分文章和3篇30+高分文章”。我们认为，生物试剂竞争格局较分散、外资品牌市占率高，客户对成本不敏感但对品质&品牌敏感，随着公司产品品类扩充、论文引用量增加，我们认为公司客户市占率及服务粘性有望持续增加，体现为客户数量和单客户创收增长支撑非新冠生物试剂收入增加。

图11：公司2019-2021年单客户订单数量



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图12：公司生命科研及生物药客户个数及采购金额



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3 核心竞争力：蛋白设计&优化专家

核心竞争力：基于蛋白设计能力不断扩充产品数量及下游应用领域，衔接增长。我们认为，共性技术平台（如蛋白设计&表达平台等）布局是上游公司 SKU 迭代的基础（具体分析见 2022 年 8 月 7 日外发的《制药上游公司梳理与思考：从研发&量产看上游投资机会》），而只有 SKU 横向和纵向迭代才能扩充客户数量、增强客户粘性、放大规模效应（制造费用及人工费用都有摊薄的空间，如 2021 年公司毛利率明显提升）。从公司产品迭代看，在计算机辅助蛋白设计（CAPE）支持下，“2020 年 1 月 31 日拿到 SARS-CoV-2 S 基因序列，2020 年 2 月 9 日上线 SARS-CoV-2 SI 蛋白，同时在 2 月 4 日拿到 SARS-CoV-2 N 基因序列，5 天时间成功表达新型冠状病毒重要核衣壳 N 蛋白并获得高纯度体外诊断抗原试剂，并相继推出 SARS-CoV-2 S-RBD、S-trimer 产品”。从业务延展性看，公司 CRO 服务（主要为重组蛋白定制化和技术包转让服务）项目数从 2019 年 270 个增长至 2021 年 361 个，2021 年单项目创收受收入端影响有所降低，考虑到 CRO 服务定制化特性及早期固定成本投入较高，我们预计 2023-2024 年伴随下游客户数量提升带来的规模效应增强，公司从创新原料到 CRO 服务的较强协同性有望打开中期增长天花板。

我们认为应对行业突发性增量需求时，公司的产品推进速度、市场认可度能比较好反映出公司技术平台的延展性、产品立项战略及组织动员效率，新冠产品和 mRNA 战略客户大订单作为公司常规生物试剂市场开拓的加速期和新起点，我们持续看好“后新冠”下公司在 Legotein®蛋白工程平台、计算机辅助蛋白表达设计（CAPE）平台等支持下新 SKU 扩充、GMP 规模制造，及从创新原料到 CRO 服务的协同性验证。

表4：国内主要生物试剂公司 SKU 布局情况：近岸蛋白在基础技术平台布局上具有一定优势

生物试剂种类	近岸蛋白	诺唯赞	义翘神州	百普赛斯	菲鹏生物	康为世纪	翌圣生物	全式金	景杰生物
分子类生物试剂	酶及试剂：544	试剂：459 自研原料： 基因工程重 组酶 200+	基因：约 28000		酶：199	分子检测酶 原料：117 核酸相关试 剂：124	试剂： 850+	试剂： 1000+	
蛋白类生物试剂	靶点及因子 类蛋白： 2989 重组抗体： 63	试剂：9 自研原料： 抗原 188、 抗体 1368	重组蛋白： 6500+ 抗体：约 14000	重组蛋白： 2200+ 抗体：100	抗原：515 抗体：694	抗体：14	试剂： 350+	试剂： 100+ 核心蛋白原 料：150+	抗体科研 试剂： 2441
细胞类生物试剂		试剂：119	培养基：16	细胞株：18 培养基：3			试剂： 340+	试剂： 100+	
生物试剂总数		终端产品： 500+	现货产品： 4.7 万+		IVD 核心原 料：1318 试剂解决方 案：87	已上市产 品：700+	生物试 剂：1500+		
其他		POCT 诊断 试剂：62						体外诊断试 剂：10+	
应用领域	近岸蛋白	诺唯赞	义翘神州	百普赛斯	菲鹏生物	康为世纪	翌圣生物	全式金	景杰生物
生物药	抗体药物 基因治疗 细胞治疗 非核酸疫苗 蛋白药	√ √ √ √ √	√ √ √ √ √	√ √ √ √ √	√ √ √ √ √	√ √ √ √ √	√ √ √ √ √	√ √ √ √ √	√ √ √ √ √
IVD	免疫诊断 分子诊断 快速诊断 临床生化	√ √ √ √	√ √ √ √	√ √ √ √	√ √ √ √	√ √ √ √	√ √ √ √	√ √ √ √	√ √ √ √
mRNA	疫苗药物	√	√	√	√	√	√	√	√
生命科 研	生物科学 医学研究 农业科学	√ √ √	√ √ √	√ √ √	√ √ √	√ √ √	√ √ √	√ √ √	√ √ √
食品安全		√	√	√	√	√	√	√	√

资料来源：各公司官网，各公司招股说明书，浙商证券研究所

注：上述分析参考了公司官网及招股说明书，可能存在更新不及时的问题，分析结果仅供参考。

4 盈利预测与投资建议

4.1 收入拆分与盈利预测

根据上文的分析，我们从下游客户的角度进行收入拆分和盈利预测：

- **IVD 相关：**针对新冠相关业务，我们认为 2022 年仍会有抗原检测带来的上游原料销售，2023-2024 年在全球新冠疫情常态化下仍会有少部分抗原检测的销售，但收入占比较低（2024 年预计占总收入比例约 1%）。针对非新冠业务，我们根据“服务客户数量×单客户创收”来估算，客户数量增长参考 IVD 行业平均增速，单客户创收增速参考公司 SKU 布局和上市情况。
- **mRNA 相关：**我们将该部分收入拆分为临床期项目收入和临床前项目收入，根据招股说明书可知 2021 年临床期项目收入约 1.25 亿元，2022 年服务项目总数参考招股说明书“截至 2022 年 5 月 15 日，公司已经向包括沃森生物、艾博生物、丽凡达生物、斯微生物在内的 60 余家疫苗药物生产客户提供 mRNA 原料酶及试剂”，临床期单项目创收参考 2020-2021 年斯微及艾博销售额，同时考虑到临床期项目逐渐升级对质量体系和放大生产条件准确度的要求，预计 2022-2024 年单项目创收将较 2020-2021 年有明显增加。临床前项目单价为 mRNA 业务前五名以外客户的项目单价，我们假设该单价维持不变、服务项目客户数量有所增加，在这样的假设下，我们预计公司 2021-2024 年 mRNA 收入增速先降后升，增长主要受到单一大项目影响，由进入临床期项目明显增多带动，2022-2024 年收入 CAGR 为 40.1%。
- **生命科研和生物药：**我们认为这两个板块收入增长主要由服务客户数量增长和单客户创收增长带动，客户数量增速主要参考了行业平均和公司市场开拓策略；考虑到生物药商业化的增速高于科研端，我们假设生物药的单项目创收增速高于生命科研。综合看，我们预计 2021-2024 年生命科研收入 CAGR 为 36%、生物药 CAGR 为 56%。
- **CRO：**公司 2018-2021 年 CRO 服务营收的复合增长率约为 24.3%，结合公司的项目结构和客户储备，从创新原料到服务端协同效应有望逐步增强，我们假设该项目 2021-2024 年收入 CAGR 为 30%。

结合上述假设和分析，我们预计 2021-2024 年公司收入 CAGR 为 14.8%，收入结构中，我们预计：①2023 年起新冠相关收入占比大幅下降，2022 年仍有部分抗原检测上游原料销售；②2023 年起 mRNA 业务受到单一大项目交付干扰降低，增长主要由新增临床项目带动；③生物试剂收入占比明显提升，2024 年生命科研及生物药试剂收入占比提升至 17% 和 21%，主要由新 SKU（尤其是基因细胞治疗等新方向）及客户粘性增强带动。

表5: 公司部分业务拆分及收入预测(单位: 万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
IVD					
收入	11,806	13,968	10,444	6,553	4,464
yoy	3678.4%	18.3%	-25.2%	-37.3%	-31.9%
总收入占比	65.6%	40.9%	30.5%	16.2%	8.6%
新冠抗原/抗体收入	10,969	12,579	8,499	3,799	498
非新冠收入	837	1,388	1,945	2,754	3,966
服务客户数	595	666	766	904	1,085
yoy	115.6%	11.9%	15%	18%	20%
估算: 非新冠业务单客户创收	1.4	2.1	2.5	3.0	3.7
yoy	26.4%	47.9%	20%	20%	20%
mRNA					
收入	289	12,934	13,214	18,746	25,798
yoy		4382.0%	2.2%	41.9%	37.6%
总收入占比	1.6%	37.8%	38.6%	46.3%	49.9%
主要客户(沃森/艾博)收入	54	12,478	5,500	1000	500
临床期项目					
假设临床期项目个数			3	7	10
假设单项目创收(万元/个)			2,500	2,500	2,500
临床期项目(非沃森)收入			7,500	17,500	25,000
临床前项目					
假设服务客户数	2	74	61	73	88
假设单项目创收(万元/个)		3.5	3.5	3.5	3.5
临床前项目收入		376	214	246	298
生命科研					
收入	2,478	3,506	4,838	6,561	8,818
yoy	85.1%	41.5%	38.0%	35.6%	34.4%
总收入占比	13.8%	10.3%	14.1%	16.2%	17.0%
服务客户数	1,052	1,321	1,585	1,902	2,283
yoy	2.3%	25.6%	20%	20%	20%
单客户创收(万元/个)	2.4	2.7	3.1	3.4	3.9
yoy	80.9%	12.7%	15%	13%	12%
生物药					
收入	1,398	2,744	4,445	6,934	10,402
yoy	48.7%	96.3%	62.0%	56.0%	50.0%
总收入占比	7.8%	8.0%	13.0%	17.1%	20.1%
服务客户数	573	690	828	994	1,192
yoy	21.1%	20.4%	20%	20%	20%
单客户创收(万元/个)	2.4	4.0	5.4	7.0	8.7
yoy	22.8%	63.0%	35%	30%	25%
CRO					
收入	2,003	1,027	1,335	1,736	2,256
yoy	107.3%	-48.7%	30%	30%	30%
总收入占比	11.1%	3.0%	3.9%	4.3%	4.4%
毛利率	60%	24%	35%	35%	35%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

毛利率看, 公司招股说明书披露 2021 年新冠相关毛利率为 92.2%、非新冠业务毛利率为 74.4%, 其中 2021 年酶及试剂业务中 mRNA 原料酶及试剂收入占比 83.2%, 该子版块毛利率为 85.1%。结合行业平均毛利率水平, 我们估计 mRNA 原料酶及试剂毛利率在 85-90%。根据公司招股书, 2019-2021 年公司扣除新冠相关业务后毛利率维持在 70-75% 区间。我们预计 2022-2024 年公司收入结构变动下, 新冠相关业务毛利率有所下降(由下游抗原检测需求下降及上游供应格局导致), 非新冠、非 mRNA 业务毛利率水平有望保持稳定。结合公司收入结构与毛利率变化, 我们预计 2022-2024 年公司综合毛利率有所下降。

净利率看, 根据公司 2022 年三季报, 2022Q1-Q3 销售费用率约 9.8%、同比增长 2.3pct; 管理费用率约 14.0%、同比增长 3.7pct; 研发费用率约 13.4%、同比增长 4.7pct。我们预计在人员扩张和研发项目持续推进下, 公司 2022-2024 年销售、管理和研发费用或有明显上升, 但由于公司收入端增长较快, 同时 2023 年起销售规模优势逐渐加强, 净利率或呈先降后升趋势。

4.2 相对估值

综合上述分析，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.87、2.28 和 2.99 元/股，2022 年 11 月 1 日收盘价对应公司 2022 年 PE 为 44 倍，高于可比公司平均（我们从营收构成、所处产业链环节、发展阶段等角度选择诺唯赞、百普赛斯、义翘神州、键凯科技作为可比公司）。

表6: 可比公司估值情况

代码	重点公司	现价		EPS					PE			评级
		2022-11-1	2021A	2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E		
688105.SH	诺唯赞	62.6	1.70	2.17	2.29	2.64	28.5	28.8	27.3	23.7	增持	
301080.SZ	百普赛斯	110.7	2.18	4.42	5.75	7.18	40.5	25.0	19.3	15.4	无评级	
301047.SZ	义翘神州	101.4	10.59	3.36	3.50	4.23	29.8	30.2	29.0	24.0	无评级	
688356.SH	键凯科技	170.0	2.93	3.69	4.81	6.22	51.6	46.2	76.8	77.5	增持	
	平均						37.6	32.6	38.1	35.1		
688137.SH	近岸蛋白	82.3	2.12	1.87	2.28	2.99	51.9	44.1	36.2	27.5	增持	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 诺唯赞、键凯科技、近岸蛋白 2022-2023 年 EPS 来自于浙商证券估计, 其他公司 EPS 来自于 Wind 一致预期

4.3 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 3.4 亿元、4.1 亿元和 5.2 亿元，同比增速分别为 0.3%、18.2%、27.7%；实现归母净利润 1.3 亿元、1.6 亿元和 2.1 亿元，同比增速分别为 -12.0%、21.8%、31.5%。我们认为，公司是国内稀缺的重组蛋白解决方案专家及 mRNA 应用服务商，基于蛋白设计能力而不断扩充生物试剂产品数量及下游应用领域，我们看好公司 2023-2024 年在 mRNA 临床项目增加、生物试剂 SKU 丰富及 CRO 协同赋能下的增长持续性，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

订单交付波动性风险: 根据公司招股说明书，2021 年公司前五大客户收入占比 71.5%，mRNA 业务中沃森生物收入占比超 95%，IVD 业务中艾康生物等公司收入占比比较高，在大客户较集中的背景下，订单交付的季度波动可能导致公司利润增速波动。

mRNA 研发及制备技术路线变动风险: 根据正文分析，主流 mRNA 制备工艺中酶法和共转录法共存，如果未来 mRNA 研发或制备工艺发生重大变化，可能对公司存量业务增长产生不利影响。

新冠疫情反复风险: 根据公司招股书，2020-2021 年公司新冠业务收入占比约 61.3%、36.9%，加上 mRNA 业务后，新冠相关收入占比约 63%和 74.8%，如果新冠疫情反复，既可能带来抗原检测原料增量，也可能对公司的常规试剂推广带来不利影响。

市场竞争加剧风险: 根据公司 SKU 研发计划，公司在基因细胞治疗等领域推出了较多新产品，如果相关产品市场竞争加剧，可能对公司产品销售价格和销量产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	332	2,137	2,265	2,443
现金	189	1,982	2,144	2,249
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	97	94	75	97
其它应收款	2	0	1	2
预付账款	4	3	4	8
存货	37	56	38	83
其他	3	3	3	3
非流动资产	181	269	325	380
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	32	60	92	127
无形资产	7	7	7	7
在建工程	21	81	105	124
其他	121	121	122	123
资产总计	513	2,406	2,590	2,823
流动负债	72	92	116	138
短期借款	0	0	0	0
应付款项	24	25	28	41
预收账款	0	0	0	0
其他	48	67	88	97
非流动负债	82	82	82	82
长期借款	0	0	0	0
其他	82	82	82	82
负债合计	153	173	197	220
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	360	2,233	2,393	2,603
负债和股东权益	513	2,406	2,590	2,823

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	342	343	405	517
营业成本	42	61	71	90
营业税金及附加	4	4	5	6
营业费用	27	33	38	47
管理费用	42	43	50	62
研发费用	34	43	50	62
财务费用	1	1	1	1
资产减值损失	(12)	(7)	(7)	(7)
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	1	1	1	2
其他经营收益	1	2	2	3
营业利润	177	154	188	247
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	176	154	188	247
所得税	27	23	28	37
净利润	149	131	160	210
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	149	131	160	210
EBITDA	187	168	204	266
EPS (最新摊薄)	2.12	1.87	2.28	2.99

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	90.11%	0.26%	18.24%	27.65%
营业利润	87.88%	-12.83%	21.79%	31.48%
归属母公司净利润	79.42%	-12.00%	21.79%	31.48%
获利能力				
毛利率	87.69%	82.12%	82.50%	82.56%
净利率	43.58%	38.25%	39.40%	40.58%
ROE	41.42%	5.87%	6.67%	8.07%
ROIC	33.57%	5.90%	6.66%	8.00%
偿债能力				
资产负债率	29.88%	7.20%	7.62%	7.79%
净负债比率	42.62%	7.76%	8.25%	8.44%
流动比率	4.63	23.28	19.56	17.67
速动比率	4.01	22.61	19.17	17.00
营运能力				
总资产周转率	1.00	0.23	0.16	0.19
应收账款周转率	5.72	3.60	4.80	6.00
应付账款周转率	2.64	2.51	2.67	2.61
每股指标(元)				
每股收益	2.12	1.87	2.28	2.99
每股经营现金	1.01	2.07	3.25	2.47
每股净资产	5.13	31.82	34.10	37.09
估值比率				
P/E	38.77	44.06	36.17	27.51
P/B	16.06	2.59	2.41	2.22
EV/EBITDA	—	20.29	15.88	11.77

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	71	145	228	174
净利润	149	131	160	210
折旧摊销	10	7	10	13
财务费用	3	1	1	1
投资损失	(1)	(1)	(1)	(2)
营运资金变动	(106)	0	51	(57)
其它	16	7	7	7
投资活动现金流	(44)	(94)	(65)	(66)
资本支出	(70)	(94)	(65)	(67)
长期投资	0	0	0	0
其他	26	0	0	0
筹资活动现金流	95	1,741	(1)	(1)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	95	1,741	(1)	(1)
现金净增加额	121	1,792	162	106

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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>