



黄金赛道下，集中度提升利好安评龙头一站式抢占市场 ——昭衍新药（603127.SH）投资价值分析报告

核心观点

● 政策大力支持，国内 CRO 行业增速明显高于全球 CRO 增速

在政策的推动中，中国医药产业由仿制药向创新药升级转型，CRO 行业迎来发展机遇，我国 CRO 市场规模增速明显高于全球增速。根据弗若斯特沙利文数据显示，全球 CRO 行业 2017 年至 2021 年 CAGR 为 9.71%，同期中国 CAGR 为 21.84%。预计 2022 年至 2030 年，全球 CRO 行业 CAGR 为 9.77%，中国将以 20.03% 的 CAGR 增长，预计到 2025 年将达到 1,559 亿元，2030 年达到 3,305 亿元。

● 高景气黄金赛道下，业绩迅速增长

公司营业收入从 2017 年 3.01 亿元增长到 2022 年 22.68 亿元，营业收入翻了 7.5 倍（2017 年至 2022 年），期间复合增长率达 49.77%。归母净利润从 2017 年的 0.76 亿元增长到 2022 年 10.74 亿元，上市后归母净利润翻了 14 倍，期间复合增长率达 69.84%。公司业绩的高速增长，得益于行业发展所带来的机遇和红利。

● 铸就高壁垒，奠定行业龙头地位，行业集中度不断提升下将充分受益

CRO 行业具有较高的准入门槛，对科研技术人才的素质要求很高。公司已具备国际化 GLP 资质、良好的技术研发能力与经验。自上市以来，公司连续多次推出股权激励方案，将公司管理层、核心员工和公司的利益深度绑定，为发展成为行业领先 CRO 企业奠定了良好基础。

● 一体化发展，打开成长空间

公司临床服务是由公司不断完善一站式的业务链条而形成的新领域。2021 年至 2022 年保持较好的增长态势，分别增长 45.47% 和 62.45%。随着公司一站式业务链条的完善，该板块与其他板块或将产生协同效应，打开未来成长空间。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 30.64 亿元、39.85 亿元、51.07 亿元，YOY 分别为 35.08%、30.09%、28.14%；EPS 分别为 2.38 元/股、2.89 元/股、3.62 元/股，YOY 分别为 18.91%、21.24%、25.34%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 60 元/股，给予公司“强烈推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

国际业务拓展不及预期，行业内竞争加剧风险，技术人才流失，技术创新不足风险等。

● 核心业绩数据预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22.68	30.64	39.85	51.07
YOY	49.54%	35.08%	30.09%	28.14%
归母净利润(百万元)	10.74	12.77	15.49	19.41
YOY	92.71%	18.91%	21.24%	25.34%
EPS(元)	2.01	2.38	2.89	3.62
ROE	13.13%	13.50%	14.07%	14.99%
P/E	24.68	20.75	17.12	13.66

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

强烈推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

医药生物行业组

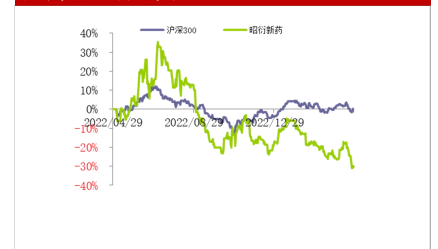
SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2023.4.28

收盘价（元）	49.49
一年中最低/最高（元）	98.56/48.00
总市值（亿元）	245.6
ROE（TTM）	13.60%
PE（TTM）	23.32

股价相对走势





內容目錄

1. 公司所屬行業現狀與發展分析	5
1.1. CRO 起源與概述	5
1.2. 醫藥產業加速迎來 CRO 行業發展機遇	6
2. 公司主要經營情況分析	10
2.1. 黃金賽道下，業績高速增長	10
2.2. 核心業務臨床前研究服務	15
2.3. 公司核心競爭力	18
2.4. 公司與可比公司及行業中值比較分析	22
2.5. 盈利預測	26
3. 2022-2024 年公司整體業績預測	27
4. 公司估值分析	27
4.1. P/E 模型估值	27
4.2. PEG 模型	29
4.3. DCF 模型	29
5. 公司未來六個月內投資建議	29
5.1. 公司股價催化劑分析	29
5.2. 公司六個月內的目標價	30
6. 公司投資評級	30
7. 風險提示	31



图表目录

图表 1 : CRO 行业分类.....	5
图表 2 : 2015 年至 2021 年创新药相关政策.....	6
图表 3 :2015 年至 2020 年中国创新药临床申请获批数量.....	7
图表 4 : 2011 年-2021 年我国医药制造企业研发支出.....	8
图表 5 : CRO 缩短医药研发.....	8
图表 6 : 2017-2030E 全球 CRO 市场规模.....	9
图表 7 : 2017-2030E 中国 CRO 市场规模.....	10
图表 8 : 昭衍新药发展.....	11
图表 9 : 2017 年至 2022 年营业收入、归母净利润与增速.....	12
图表 10 : 2020 年至 2022 年昭衍新药新签订单与在手订单.....	13
图表 11 : 昭衍新药主营业务介绍.....	13
图表 12 : 2020 年至 2022 年各板块营业收入.....	14
图表 13 : 2019 年至 2022 年海外订单.....	14
图表 14 : 2019 年至 2022 年境外收入.....	15
图表 15 : 2020 年至 2022 年临床前研究服务板块收入与增长率.....	15
图表 16 : 非临床安全性评价.....	16
图表 17 : 2021 年中国非临床安全性评价行业市场竞争格局.....	17
图表 18 : 2021 年全球非临床安全性评价行业市场竞争格局.....	18
图表 19 : 昭衍新药 GLP 认证资质介绍.....	19
图表 20 : 昭衍新药公司人员分布.....	20
图表 21 : 昭衍新药本科及以上学历人员数量.....	21
图表 22 : 药物评价经验.....	22
图表 23 :2018 年至 2022 年毛利率与可比公司对比.....	23
图表 24 : 2018 年至 2022 年净利率与可比公司对比.....	23
图表 25 : 2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比.....	24
图表 26 : 2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比.....	24
图表 27 : 2018 年至 2022 年财务费用率与可比公司对比.....	25
图表 28 : 2018 年至 2022 年应收账款周转率与可比公司对比.....	25
图表 29 : 盈利预测.....	27
图表 30 : 昭衍新药 P/E (TTM).....	28



图表 31 : 可比公司 P/E (TTM)	28
图表 32 : 可比公司 PE (倍) 估值表	28
图表 33 : DCF 模型预测	29



1. 公司所属行业现状与发展分析

1.1. CRO 起源与概述

CRO——医药研发合同外包服务机构，众所周知，研发新药并不容易，除了需要充足的资金和技术支持外，还要耗费大量的时间，而且研发投入是否能够带来预期的回报也存在着不确定性。因此，在面临高风险、高投入、长周期、收益不确定的先决条件下，大多数医药企业对新药的研发望而却步，医药专业研发外包机构 CRO 便应运而生。

CRO 的起源可以追溯到 20 世纪 70 年代的美国，而在 80 年代末，CRO 在美国、欧洲和日本等国家得到了迅速发展。随着 90 年代的到来，CRO 已经成为制药企业产业链中不可或缺的一环，而此时，跨国 CRO 和制药企业研发业务在中国的开展，为我国早期 CRO 的成长注入了强劲的推动力。直至 2000 年中国医药市场升温、国内医药产业振兴、本土 CRO 公司陆续建立。自 2015 年起，我国医药产业改革步伐不断加快，特别是在 2017 年我国加入 ICH 后，国内药企开始加速由仿制药向创新药转型，为中国 CRO 行业带来了重要的发展机遇。

CRO 覆盖药物从无到有的各个环节，根据药物研发阶段不同，可将其分为临床前研究 CRO 和临床研究 CRO。临床前研究 CRO 一般在实验室进行，在药物发现、化学合成、安全性评价研究服务、动物模型构建等过程中提供服务。临床 CRO 主要针对临床试验阶段的研究提供服务，包括临床试验方案设计、患者招募、试验流程管理、临床数据分析等服务。

图表 1：CRO 行业分类

临床前 CRO&临床 CRO		
临床前 CRO	药物发现	药物筛选
		化学合成
		分析服务
	临床前开发	药学研究
		药理毒理
		药代动力
临床 CRO	临床研究	方案设计
		临床观察
		数据管理
		统计分析
	上市后研究	监测服务

资料来源：众诚智库，华通证券研究部



1.2. 医药产业加速迎来 CRO 行业发展机遇

医药行业是国家战略支柱产业，一直得到国家产业政策的重点支持。近年来，国家为了推动医药产业从仿制药向创新药升级转型，出台了一系列政策，如：优化创新药的审评审批程序；完善药品上市许可持有人制度；加入国际人用药品注册技术协调会（ICH）成员，使中国药品审评审批标准与国际标准接轨；加快推进新药临床研究和临床试验质量管理规范（GCP）实施工作等。这些措施为我国医药企业提供了更多发展机遇和挑战。

图表 2：2015 年至 2021 年创新药相关政策

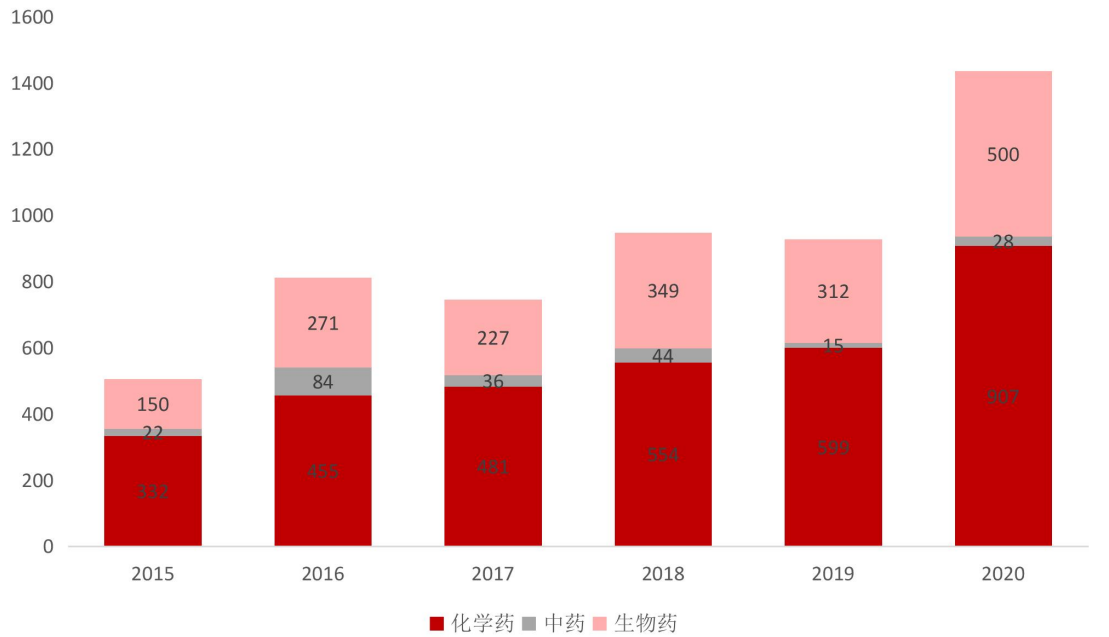
时间	政策名称	具体内容
2015 年 8 月	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	鼓励研究和创制新药。鼓励以临床价值为导向的药物创新，优化创新药的审评审批程序，对临床急需的创新药加快审评。开展药品上市许可持有人制度试点
2016 年 3 月	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	鼓励研究和创制新药，将已上市创新药和通过一致性评价的药品优先列入医保目录
2016 年 5 月	《药品上市许可持有人制度试点方案》	上市许可持有人可以自行生产，也可以委托其他生产企业生产
2017 年 1 月	《国务院关于印发“十三五”卫生与健康规划的通知》	鼓励创新药和临床急需品种上市
2017 年 6 月	CFDA 正式成为国际人用药品注册技术协调会（ICH）成员	中国药品审评审批标准与国际标准接轨
2018 年 5 月	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	加快开发具有重大临床需求的创新药物和生物制品，加快推广绿色化、智能化制药生产技术，强化科学高效监管和政策支持，推动产业国际化发展，加快建设生物医药强国
2019 年 11 月	《国家创新驱动发展战略纲要》	研发创新药物、新型疫苗、先进医疗装备和生物治疗技术。推进中华传统医药现代化
2020 年 9 月	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加强国家生物制品检验检测创新平台建设，支持遗传细胞与遗传育种技术研发中心、合成生物技术创新中心、生物药技术创新中心建设，促进生物技术健康发展。改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展。实施生物技术惠民工程，为自主创新药品、医疗装备等产品创造市场
2021 年 3 月	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	完善创新药物、疫苗、医疗器械等快速审评审批机制，加快临床急需和罕见病治疗药品、医疗器械审评审批，促进临床急需境外已上市新药和医疗器械尽快在境内上市

资料来源：公开资料整理，华通证券研究部



国际创新药研发保持旺盛的势头。在政策的推动下，医药企业对创新药研发积极性不断提高。自 2015 年至 2020 年，我国创新药临床审批获批量大幅增长，从 504 个增长到 1,435 个，CRO 公司充分受益于创新临床申请的大量获批。

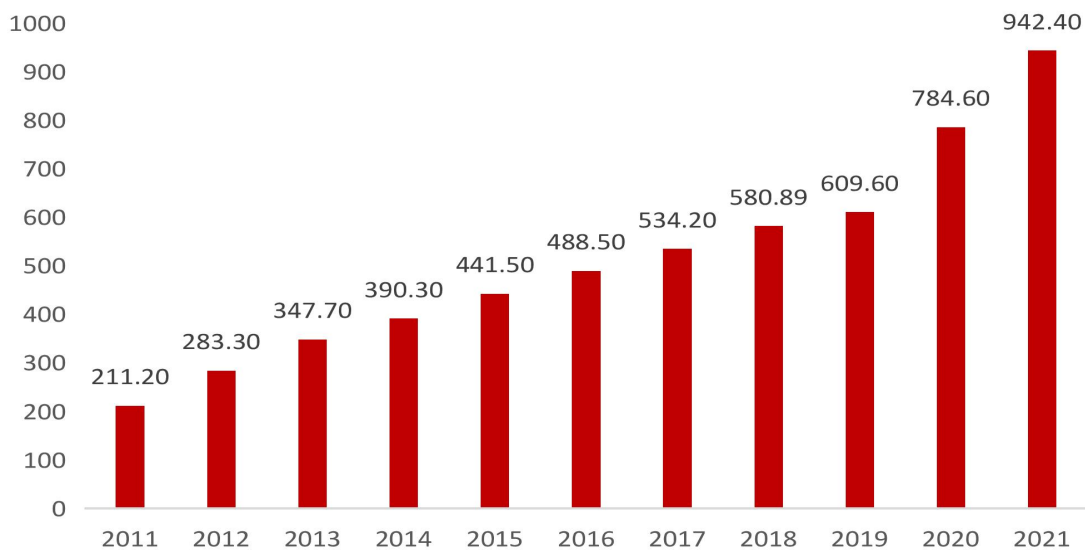
图表 3:2015 年至 2020 年中国创新药临床申请获批数量



资料来源：前瞻产业研究院，华通证券研究部

国内药物研发投入热度持续上涨。CRO 行业的发展是建立在医药企业研发投入之上，在政策的支持下，医药企业纷纷加大对药物的研发支出，医药行业研发投入持续增加。我国医药制造企业研发支出从 2011 年 211.20 亿元增长到 2021 年的 942.40 亿元，期间复合增长率达 16.13%。但我国医药企业普遍存在诸多问题，如创新能力不足、研发能力薄弱等，这也为 CRO 行业的发展迎来了机遇。医药企业研发投入持续增长为 CRO 行业带来巨大的增长空间。

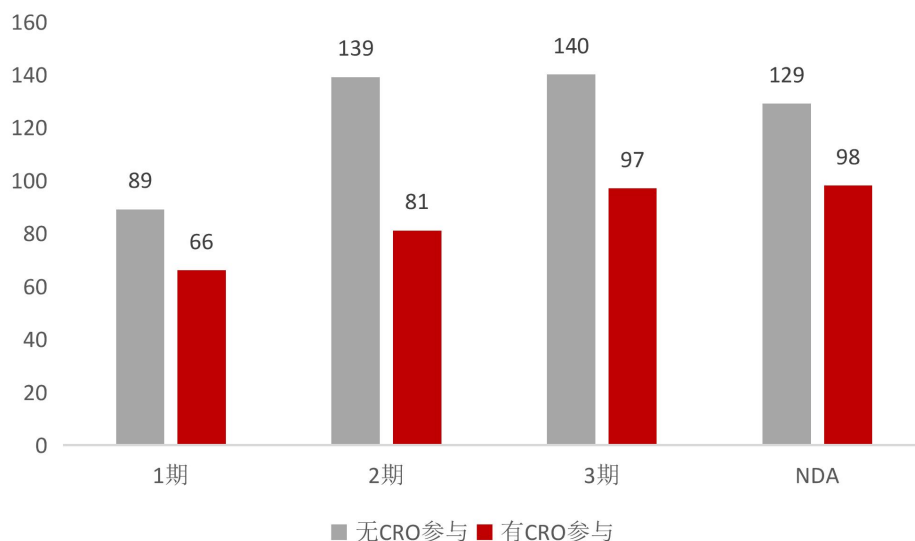
图表 4：2011 年-2021 年我国医药制造企业研发支出（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

CRO 从出现起就有三大使命：即帮助医药企业提高研发效率、控制研发成本以及缩短新药研发周期。根据 Tuft 数据的统计，CRO 作为医药研发加速器，在 1/2/3/NDA 四个阶段中，分别可缩短 23/58/43/31 周的时间，将总体耗时从 497 周缩短至 342 周。

图表 5：CRO 缩短医药研发

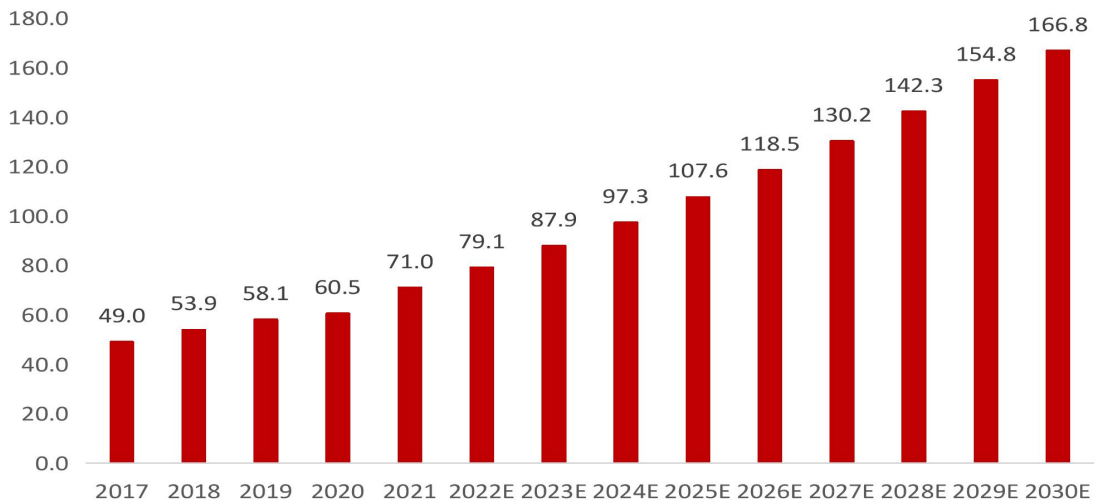


资料来源：Tuft，华通证券研究部



创新药热潮，促进了临床前 CRO 行业的持续向好。随着新药审批制度的日益严格及新药行业的快速发展，加之药物研发给医药企业带来的时间和成本双重压力，催生 CRO 行业迅速发展。如今越来越多的制药企业将研发工作外包给 CRO 企业，将给 CRO 行业迎来巨大发展空间。根据弗若斯特沙利文数据显示，全球 CRO 市场规模由 2017 年 490 亿美元增长至 2021 年的 710 亿美元，期间复合增长率为 9.71%。预计到 2025 年将达 1,076 亿美元，2030 年达到 1,668 亿美元，预计 2021-2030E 复合增长率达 9.77%。

图表 6：2017-2030E 全球 CRO 市场规模（单位：十亿美元）

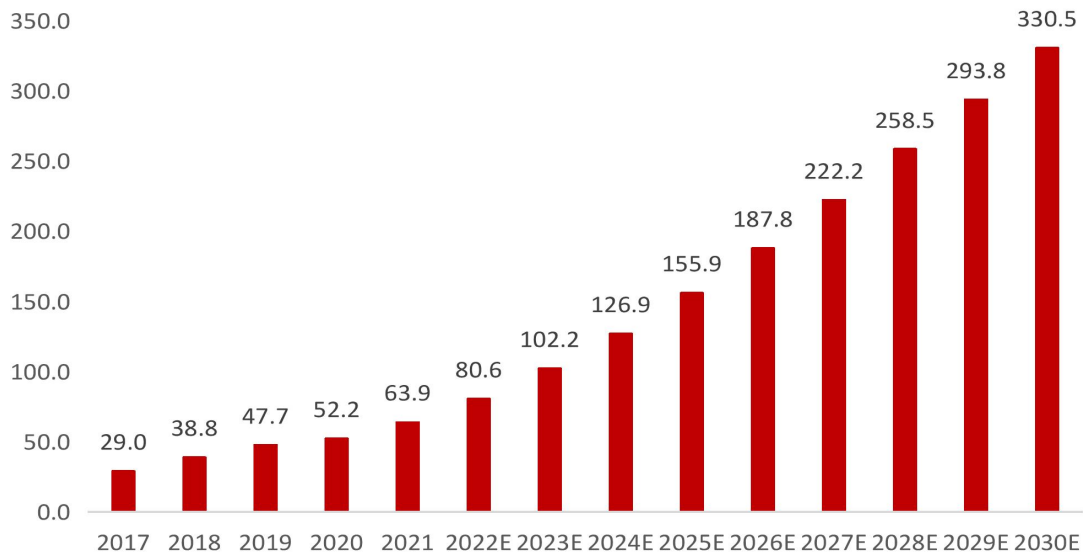


资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券研究部

全球 CRO 公司数量已经发展到近 1,000 家。目前，全球 CRO 市场中，欧美占据了约 90% 的份额，而亚太地区的中国、印度等国家仅占很小的一部分。而随着我国密集出台的利好政策，中国 CRO 行业蕴藏着巨大的发展潜力，将保持高速增长趋势。根据弗若斯特沙利文数据显示，我国 CRO 市场规模由 2017 年 290 亿元增长至 2021 年的 639 亿元，期间复合增长率为 21.84%。我国 CRO 市场规模增速明显高于全球增速，我们认为中国本土医药创新的爆发式增长和医药创新的迭代升级，推动了早期研发和开发需求的快速扩容，从而促进了临床前 CRO 行业的持续快速增长。预计到 2025 年将达到 1,559 亿元，2030 年达到 3,305 亿元，预计 2021-2030E 复合增长率达 20.03%。



图表 7：2017-2030E 中国 CRO 市场规模（单位：十亿人民币）



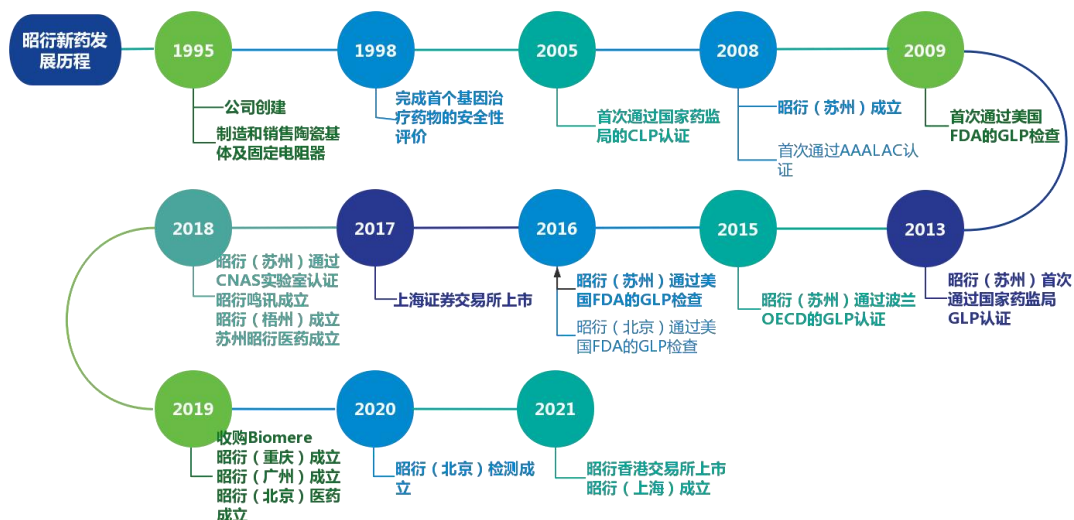
资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券研究部

2. 公司主要经营情况分析

2.1. 黄金赛道下，业绩高速增长

北京昭衍新藥研究中心股份有限公司（昭衍新藥，603127.SH），成立于 1995 年，是中国最早从事藥物非臨床评价的 CRO 企业之一，专注于藥物全生命周期的安全性评价和监测服务。经过 20 余年的发展，公司 CRO 服务逐步向一体化扩展，主要服务内容包括藥物非臨床安全性评价服务、药效学研究服务、动物药代动力学研究服务和藥物筛选。公司建立有符合国际规范的质量管理体系（CNAS/ILAC-MRA 认证），具备中国 NMPA、美国 FDA、OECD、韩国 MFDS 的 GLP 资质以及国际 AAALAC（动物福利）认证资质，评价资料满足全球药品注册要求。拥有超过 2,700 人的专业技术团队，在北京、苏州、重庆、广州、无锡、梧州、南宁、云南、上海、美国加州及波士顿设有子公司。于 2017 年在上海交易所上市，2021 年在香港交易所上市，是国内第四家实现 A 和 H 股上市的 CRO 企业。

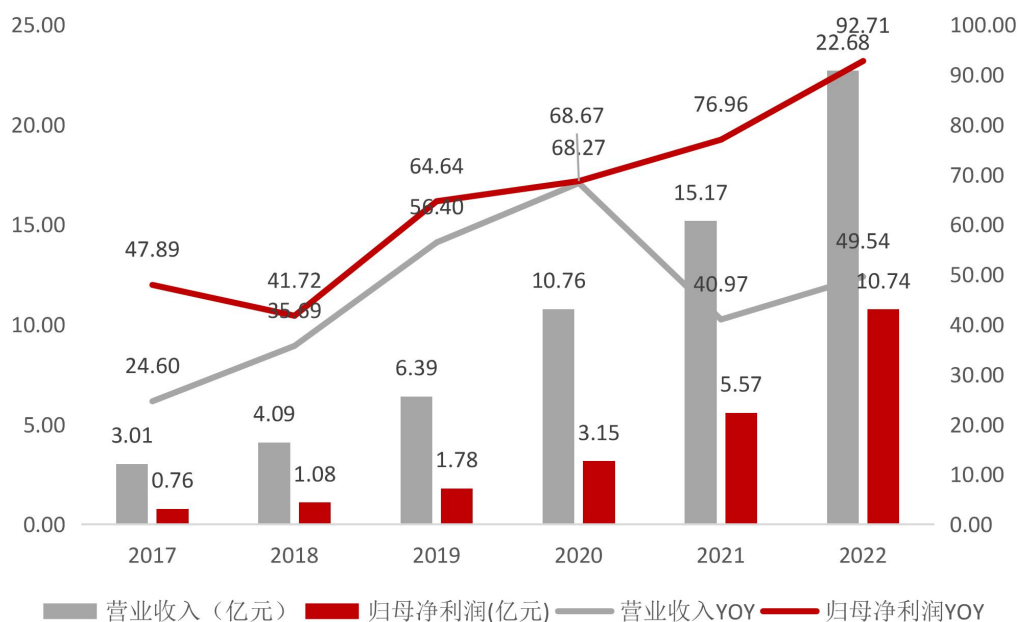
图表 8：昭衍新藥發展



资料来源：公司官网，華通證券研究部

自 2017 年上市以來，公司業績處於高速增長階段，並且利潤端增速快於收入端增速。營業收入從 2017 年 3.01 億元增長到 2022 年 22.68 億元，營業收入翻了 7.5 倍（2017 年至 2022 年），期間複合增長率達 49.77%。歸母淨利潤從 2017 年的 0.76 億元增長到 2022 年 10.74 億元，上市後歸母淨利潤翻了 14 倍，期間複合增長率達 69.84%。公司業績的高速增長，得益於行業發展所帶來的機遇和紅利。未來 CRO 行業將持續景氣，公司業績有望實現長期穩健增長。

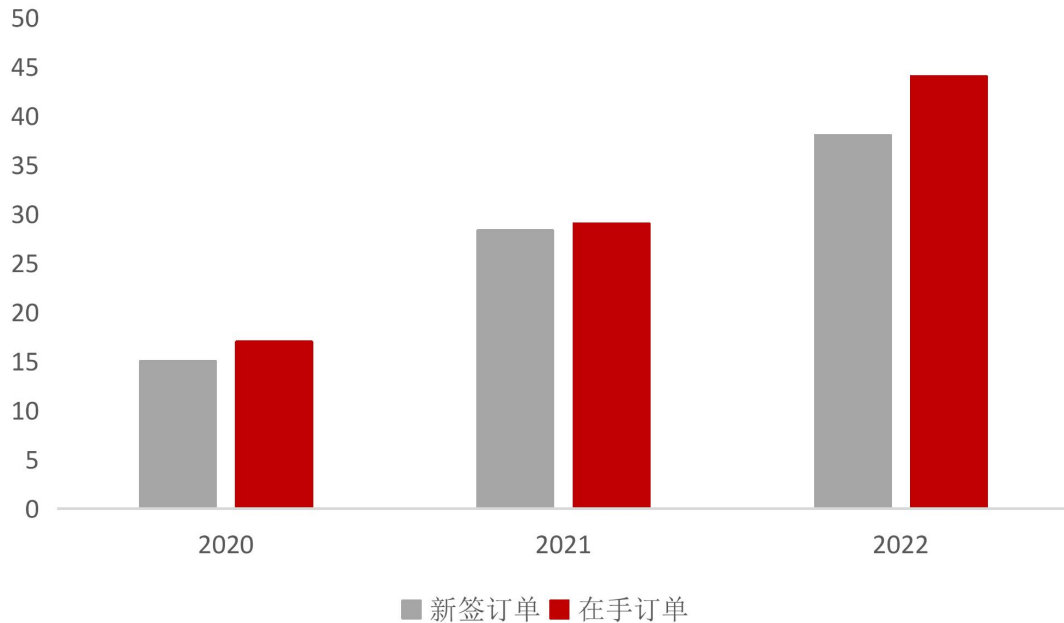
图表 9：2017 年至 2022 年营业收入、归母净利润与增速



资料来源：公司公告，华通证券研究部

公司紧密跟踪国内外研发的新技术、新靶点、新制剂、新领域，尤其在细胞治疗、基因治疗、核苷酸类药物、创新抗体、创新型 ADC、创新型 PDC 药物、核药/RDC 药物和创新技术路线疫苗以及创新型吸入大分子药物、中枢神经药物、儿科和生殖发育药物、五官科药物等领域，在手订单充足。到 2022 年末，公司在手订单 44 亿元；新签订单也在不断增长，从 2020 年 15 亿元增长到 2022 年 38 亿元，同比增长 35%。生殖毒性、致癌试验、眼科试验、吸入试验、中枢神经试验以及皮肤给药试验等项目在细分领域中的订单量持续保持领先增长。作为国内领先的 CRO 企业和细分领域安评市场的龙头企业，凭借其专业能力以及丰富经验与客户建立了良好合作关系，积极拓展国际业务，扩大公司产品服务范围，实现纵向一体化，完善产业链布局，提升整体竞争力，有望进一步扩大自身市场占有率，为公司未来业绩持续高增长提供了有利保障。

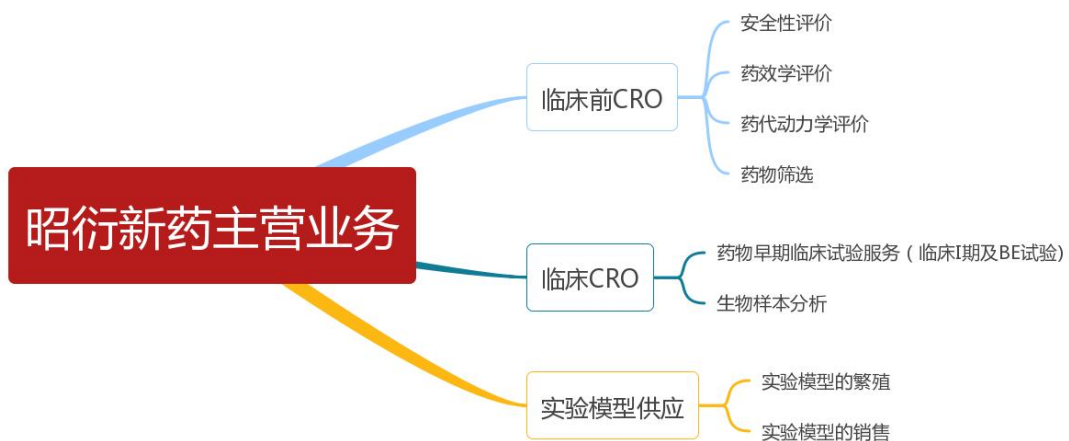
图表 10：2020 年至 2022 年昭衍新葯新簽订单与在手订单



资料来源：公司公告，华通证券研究部

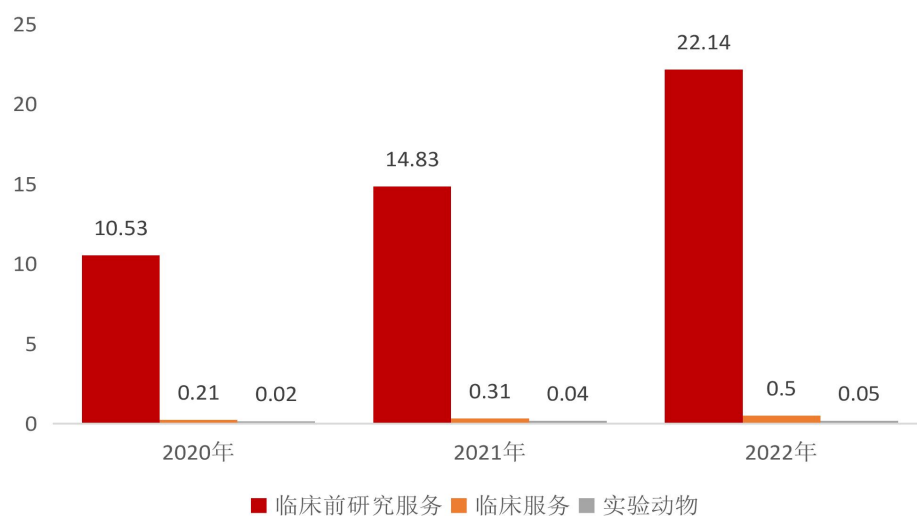
公司主要业务包括临床前研究服务、临床服务和实验模型供应。经过多年发展，公司逐步发展为以非临床研究服务为主，临床服务、试验模型为辅的业务格局。2020 年至 2022 年，临床前研究服务收入分别占公司营业总收入的 97.86%、97.76%、97.62%。临床服务占比为 1.95%、2.04%、2.20%。试验模型占比为 0.19%、0.26%、0.22%。

图表 11：昭衍新葯主营业务介绍



资料来源：公司公告，华通证券研究部

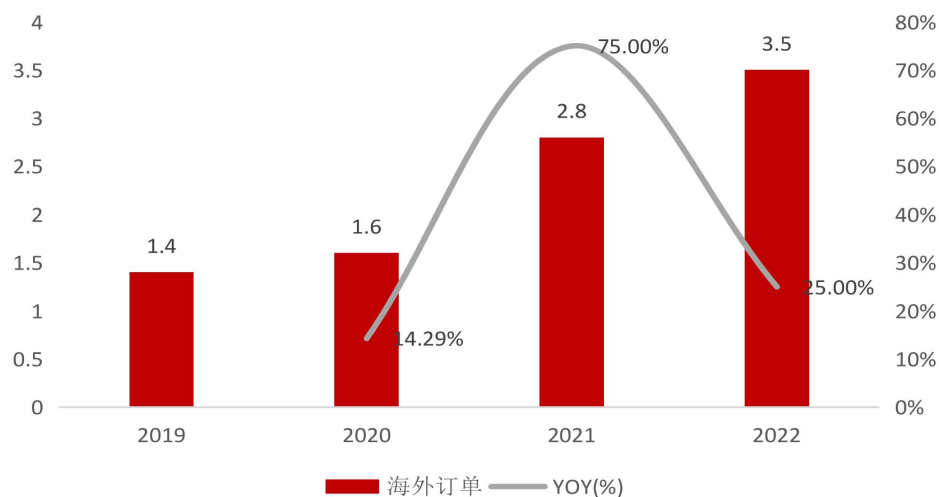
图表 12：2020 年至 2022 年各板块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华通证券研究部

公司核心业务为非临床药理毒理学评价，在稳步提高市场占有率同时，逐步提升海外影响力。2019 年 12 月，公司以 2,728 万美元现金收购了美国临床前 CRO 公司 Biomere。利用其国际化平台资源，加强了自身的安评实力，从而在海外市场实现了迅速拓展，海外订单量、营业收入均有明显提升。2021 年，Biomere 承接海外订单实现较大突破，新增订单总额为 2.8 亿元，比 2020 年的 1.6 亿增长了 75%。2022 年，Biomere 新增的订单金额为 3.5 亿元，同比增长 25%。境外收入也从 2019 年 0.44 亿元增长到 2022 年 3.83 亿元。

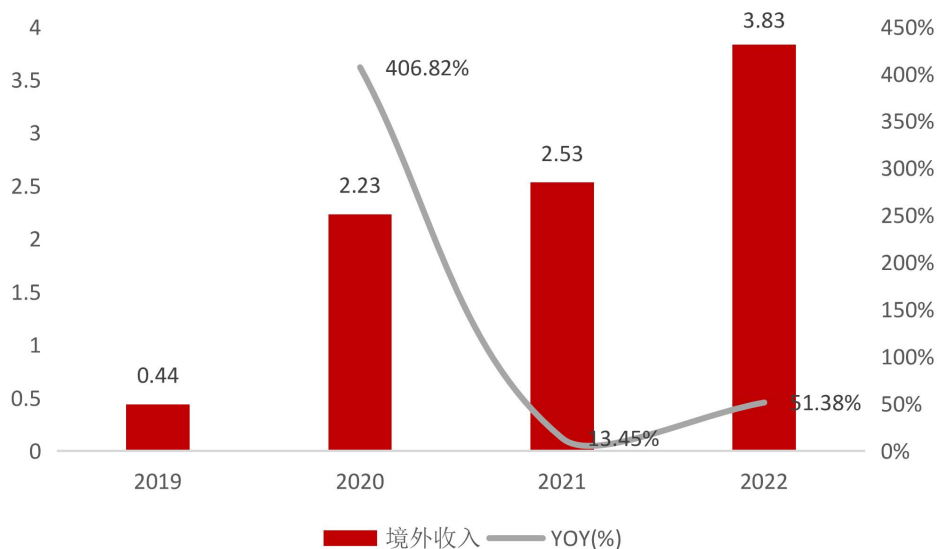
图表 13：2019 年至 2022 年海外订单



资料来源：公司公告，华通证券研究部



图表 14：2019 年至 2022 年境外收入

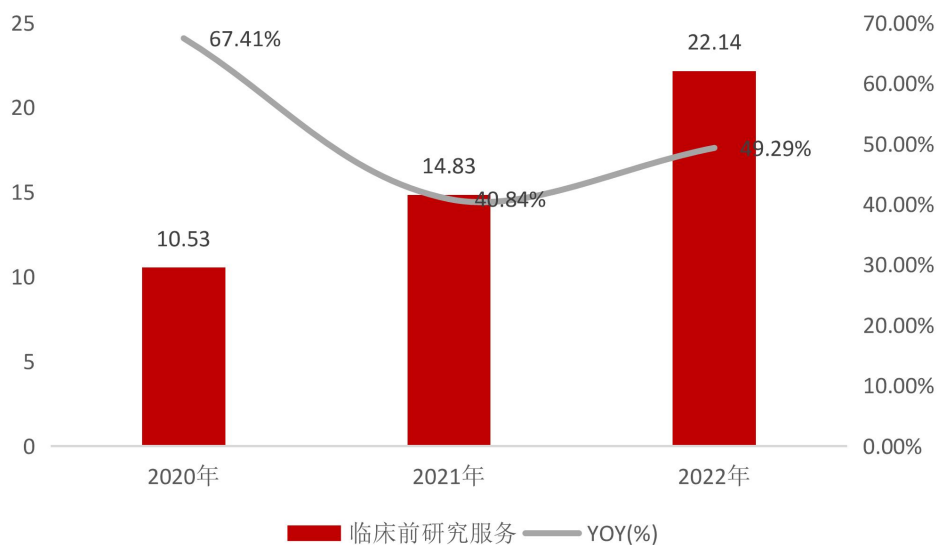


资料来源：公司公告，华通证券研究部

2.2.核心业务临床前研究服务

2020 年至 2022 年，临床前研究服务收入分别为 10.53 亿元、14.83 亿元、22.14 亿元，同比增长 67.41%、40.84%、49.29%。临床前研究服务包括药物非临床安全性评价服务、药效学研究服务、药代动力学研究服务以及药物筛选等。

图表 15：2020 年至 2022 年临床前研究服务板块收入与增长率



资料来源：公司公告，华通证券研究部



1) 非临床安全性评价服务

非临床安全性评价服务包括安全药理学试验、单次给药毒性试验、重复给药毒性试验、毒代动力学试验、生殖毒性试验、遗传毒性试验、致癌试验、局部毒性试验、免疫原性试验等评价试验。

图表 16：非临床安全性评价

试验种类	研究内容
安全药理学	观察药物对主要生命器官功能的影响，主要观察中枢神经系统、呼吸系统、循环系统功能
单次给药毒性试验	观察单次给药后或 24 小时内多次给药后一定时间内的动物毒性反应及死亡情况
重复给药毒性试验	通过较高剂量较长周期的重复给药来考察动物接受药物后表现的毒性特征
毒代动力学	包括以下几个方面： 1)方法学建立与验证： 2)血药浓度测定并评估药物在体内的暴露量与毒性的关系
生殖毒性试验	观察供试药物对哺乳动物生殖功能和发育过程的影响，预测其可能产生的对生殖细胞、受孕、妊娠、分娩、哺乳等亲代生殖机能的不良影响，以及对子代胚胎-胎儿发育、出生后发育的不良影响
遗传毒性试验	通过系列的体外、体内试验考察受试物对生物细胞的结构和功能的改变，导致机体遗传信息的改变的有害效应
致癌试验	检测受试药物是否诱发动动物发生肿瘤的风险
局部毒性试验	观察药物对给药部位如皮肤、粘膜、眼、肌肉、皮下等刺激性损伤的试验
免疫原性及免疫毒性试验	根据药物特点设计一系列免疫学试验或结合一般毒性试验，评估供试品对机体免疫系统的影响，包括但不限于主动全身过敏反应、皮肤被动过敏反应等试验研究
特殊安全性试验	溶血试验、光毒性试验等

资料来源：公司公告，华通证券研究部

2) 药效学研究服务

通过体内、外试验研究药物作用机理、药效作用的量效关系及时效关系和疗效特点，以及结合药物代谢特点的 PD/PK 试验（研究体内药物浓度与疗效的关系），以支持临床试验。

3) 动物药代动力学研究服务

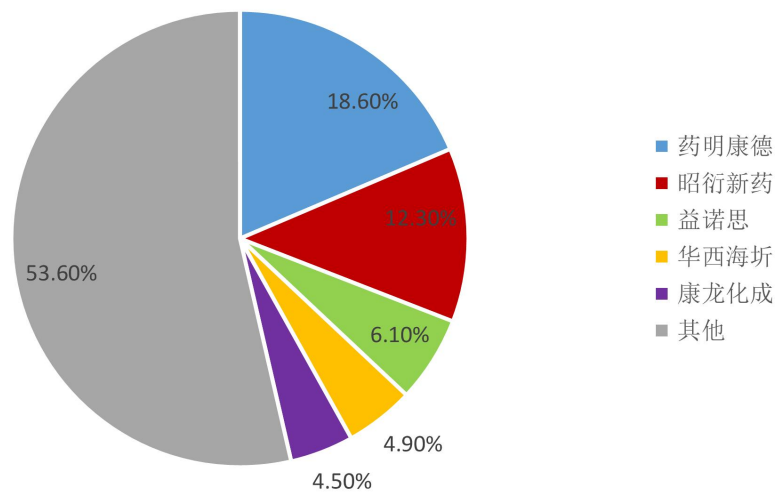
利用生物分析等技术研究药物的体内及体外代谢特点，阐明药物的吸收、分布、代谢和排泄的过程和特征，以揭示药物有效性及安全性的物质基础。

4) 藥物篩選

通過體內及體外試驗選擇出具有開發價值的候選分子。

其中非臨床安全性評價服務為公司多年來發展的优势領域與核心業務，在 2018 年及以前貢獻了超過 90% 的營收。在行業的黃金期，公司抓住機會，不斷提升核心競爭力，憑借其技術、經驗和規模等方面的优势，迅速搶占市場份額，成為國內 CRO 行業龍頭之一。根據弗若斯特沙利文數據顯示，2021 年昭衍新藥市場份額僅次于藥明康德，占比達 12.3%。

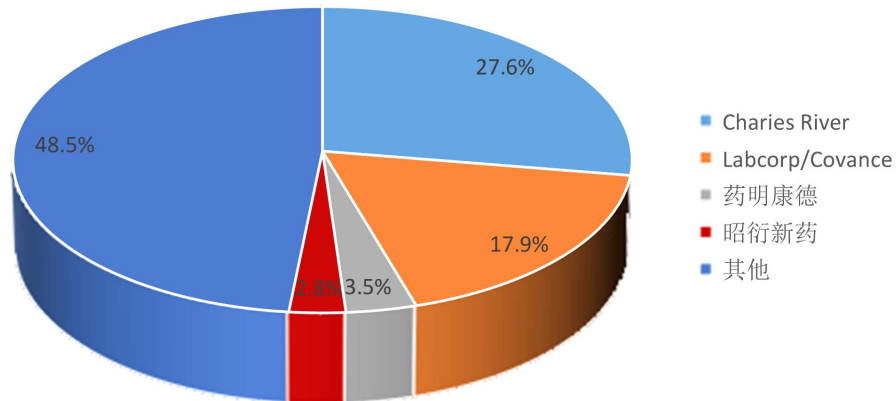
圖表 17：2021 年中國非臨床安全性評價行業市場競爭格局



資料來源：弗若斯特沙利文，華通證券研究部

縱觀全球非臨床安全性評價行業市場競爭格局，歷經多年發展，行業已經呈現出寡頭壟斷的競爭格局。根據弗若斯特沙利文數據顯示，2021 年全球非臨床安全性評價市場份額，Charles River 以 27.6% 的市場份額排名第一，LabCorp 以 17.9% 位列第二，二者在市場競爭中占有絕對优势。相比全球安評市場已形成的寡頭壟斷的格局，中國本土企業藥明康德和昭衍新藥分別占全球份額的 3.5% 和 2.5%，隨著監管趨嚴、技術進步等因素，將導致部分落后 CRO 企業逐漸退出市場。同時，國內藥品審評審批制度改革也為 CRO 公司帶來機遇，中國安評市場的集中度還處在不斷提高階段。

图表 18：2021 年全球非临床安全性评价行业市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券研究部

2.3. 公司核心竞争力

公司围绕核心业务，积极发展上下游业务，包括药物早期发现、药物筛选及成药性评价、细胞检定、临床 CRO、临床检测等多个方面，同时扩大实验模型的生产规模和能力，打造了独具特色的非临床安全性评价、临床试验和实验模型供应的黄金产业链。在多年的发展和积累过程中，在业务能力、人才和实验资源支持等方面具备了较强的核心竞争力。

（一）核心优势之 GLP 资质

药物临床前研究是医药研发与生产过程中的一个重要环节，相关法律法规要求极为严格，中国 NMPA、美国 FDA、OECD 等机构均对药物非临床研究的法规遵从性提出了严格的资质标准。若要获得的认可，须遵循每个国家严格的准入与数据认可标准。近年来，我国创新药物的数量呈逐年攀升之势，几乎所有的创新药物都计划在全球范围内进行注册，因此需要建设具备国际认可的 GLP 资质和动物福利认证的药理毒理学评估实验室。凭借多年的积淀，公司已获得全面的国际化行业认证，为公司的国际业务提供了有力支持，从而在国内外市场竞争中获得了显著的竞争优势。目前，昭衍公司拥有两家符合国际规范的 GLP 实验室，分别位于北京和苏州，并已通过中国 NMPA、美国 FDA、日本 PMDA、OECD GLP、AAALAC、韩国 MFDS GLP 认证。



图表 19：昭衍新药 GLP 认证资质介绍

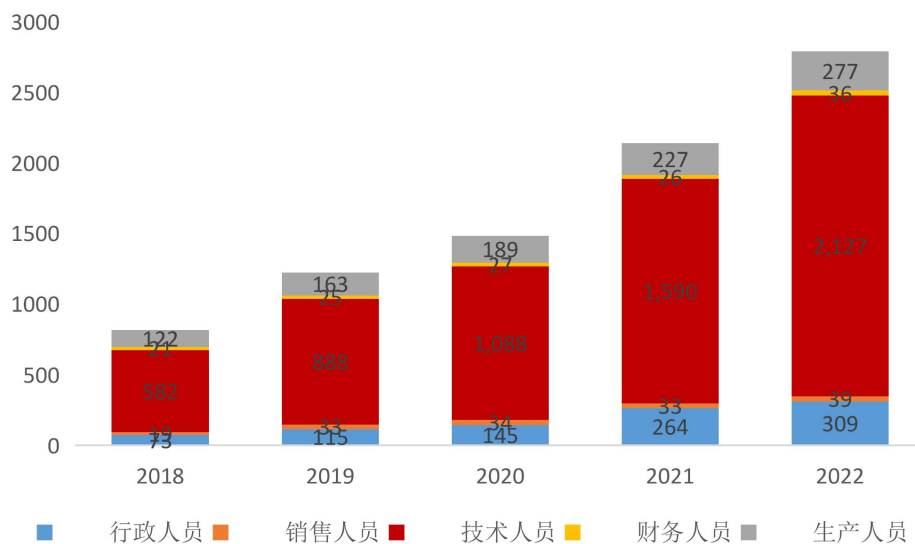
公司名称	资质认证	认证 (检查) 部门	通过认证 (检查) 时间	说明
北京昭衍	GLP 认证	NMPA	2005 年 7 月首次通过认证、2011 年 9 月、2014 年 10 月、2017 年 12 月、2020 年 10 月通过定期检查	认证批件编号为：GLP11005033，获 9 项资质认证
	GLP 检查	美国 FDA	2009 年 8 月和 2013 年 9 月	国内首批且两次通过美国 FDA 检查的 CRO 机构
	GLP 检查	韩国 MFDS	2016 年 10 月	MFDS 检查组认为公司提交的毒理研究数据符合 GLP 要求
	GLP 检查	日本 PMDA	2021 年 12 月	此次检查是日本 PMDA 史上第一次对中国非临床 CRO 进行的 GLP 检查
	AAALAC 认证 (认证范围包括苏州昭衍)	AAALAC	2008 年 10 月通过认证；2011 年、2014 年、2017 年、2020 年通过检查评估	与世界 500 强医药巨头相关的全球生物医药单位大多要求其医药产品的动物实验都将在 AAALAC 认证单位完成
苏州昭衍	GLP 认证	NMPA	2013 年 2 月、2014 年 8 月、2017 年 3 月、2020 年 6 月通过定期检查	认证批件编号为：GLP13002052 和 GLP14005062，获 9 项资质认证
	GLP 认证	OECD	2015 年 10 月通过首次认证，2017 年、2021 年再次通过检查	认证批件号码：16/2017/DPL
	GLP 检查	美国 FDA	2016 年 8 月、2019 年 3 月	实验设施、实验技术、人员 GLP 依从性等方面全方位符合 FDA 的 GLP 法规要求
	GLP 检查	日本 PMDA	2021 年 12 月	此次检查是日本 PMDA 史上第一次对中国非临床 CRO 进行的 GLP 检查
	CNAS 检查	中国合格评定国家认可委员会	2018 年 7 月、2019 年 8 月、2020 年 11 月	在生物制品、中药、化学药品和兽药方面的评价能力和质量管理体系得到进一步提升
	BSL2 实验室认证	苏州市农业农村局	2021 年 10 月	动物病原微生物
	BSL2 实验室认证	苏州市卫健委	2021 年 12 月	人间传染病原微生物
	BSL2 实验室认证	苏州市农业农村局	2022 年 1 月	生物安全检测实验室
GLP 文件审查	韩国 MFDS	2022 年 2 月	文件审核检查	

资料来源：公司公告，华通证券研究部

(二) 核心优势之人才储备

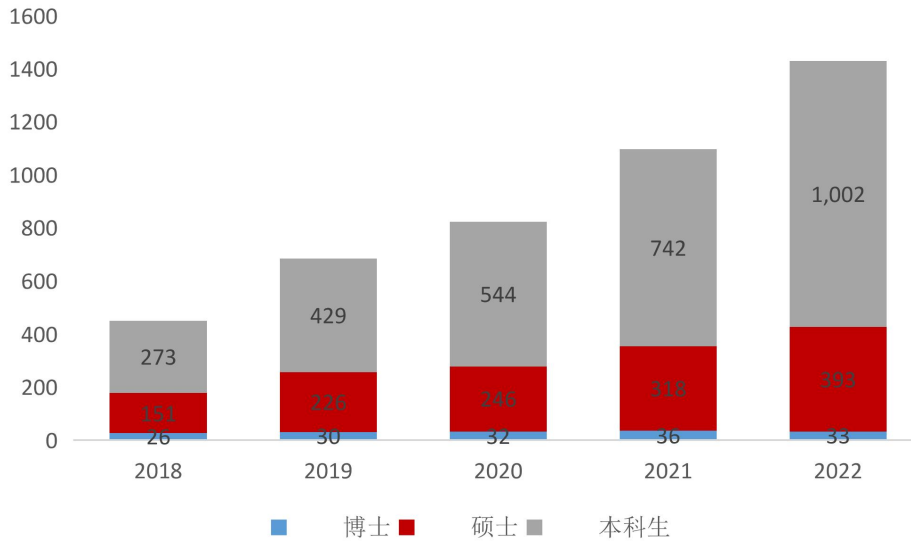
CRO 行业的是个人才密集型行业，对科研技术人才的素质要求很高，涉及多个交叉学科，如实验室化学、生物科学、药物安全评价、化学和制剂工艺开发、生产和临床研究等。人才的数量和素质是制约公司产能的核心要素，也是企业可持续发展的重要保障。作为中国较早成立的非临床 CRO 企业，公司已经积累了丰富的药物评价经验，并培养了一支高水平的技术队伍。目前，公司规模化人才队伍超过 2,700 人，本科及以上学历员工人数呈上升趋势，技术人员从 2018 年 582 人上升到 2022 年 2,127 人，能够同时开展将近 1,000 个试验项目。核心专家团队拥有十年以上丰富的行业经验，并且注重本土与国际的融合。

图表 20：昭衍新药公司人员分布



资料来源：公司公告，华通证券研究部

图表 21：昭衍新藥本科及以上人員數量



资料来源：公司公告，华通证券研究部

公司上市以来，连续多次推出股权激励方案，将公司管理层、核心员工和公司的利益深度绑定，增强员工的归属感和忠诚度，有助于增强团队凝聚力，激发公司活力，从而为公司创造更多价值，为未来成为一家具有国际竞争力的领先 CRO 企业奠定了良好基础。

（三）核心优势之研发能力与评价经验

经过多年的努力与积累，公司在临床前研究领域累积了丰富的技术能力与经验，并形成了新的竞争优势。包括眼科药物、吸入及呼吸系统药物、中枢神经系统药物、幼年及生殖用药评价等专业实验室。创新生物技术的应用，建立了针对不同种类细胞药物、基因药物（病毒及非病毒载体）、复杂抗体药物、特殊制剂、特殊给药途径药物的评价技术。同时，积累了丰富的药物评价经验。



图表 22：药物评价经验

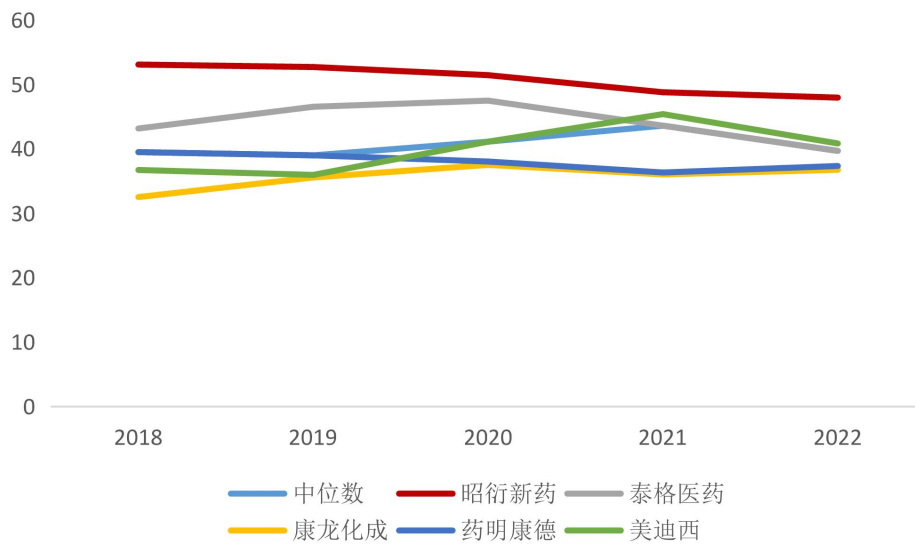
研究评价的药物种类丰富	2019 年至 2022 年，共新增生物药约 1200 个、化学药约 860 个、中药 30 余个的非临床研究项目；公司在承担新药非临床评价项目数量和承担生物类新药非临床评价项目数量上均处于国内领先地位。
创新药评价经验丰富	开展超过 100 余个重大新药创制及其他国家计划支持的创新药物项目；开展了数以百计的新技术药物的评价，其中抗体药物超 360 个，对于细胞治疗产品（包括 CAR-T）、基因治疗产品、溶瘤病毒以及 ADC 类产品等复杂药物的评价也积累了丰富的经验，建立了系统的评价技术。
给药途径、使用的动物种类广泛	动物使用与供应，公司使用的实验模型种类包括了常用的啮齿类与非啮齿类动物，动物供应来源稳定，质量可靠； 给药途径，公司除掌握常见的给药途径外，还建立了丰富的特殊给药技术，如连续静脉给药、眼科给药和吸入给药等，以满足创新药物评价的需求。
给药途径、使用的动物种类广泛	动物使用与供应，公司使用的实验模型种类包括了常用的啮齿类与非啮齿类动物，动物供应来源稳定，质量可靠； 给药途径，公司除掌握常见的给药途径外，还建立了丰富的特殊给药技术，如连续静脉给药、眼科给药和吸入给药等，以满足创新药物评价的需求。
国际注册经验	2009 年公司通过美国 FDA 检查之后，按照国际标准开展新药评价的技术体系基本完善，仅近 3 年完成国外申报的项目数就超过 610 个，这些药物已经进入或即将在国外进入临床试验。

资料来源：公司公告，华通证券研究部

2.4. 公司与可比公司及行业中值比较分析

2018 年至 2022 年昭衍新药毛利率分别为 53.02%、52.64%、51.38%、48.73%、47.9%。行业中位数分别为 39.45%、38.95%、41.07%、43.55%、39.64%。公司毛利率显著高于其他可比公司与中位数。但近两年，新冠病毒传播情况下，为了研究疫苗，大量的动物被拿去做实验，进行疫苗安全性的测试，导致动物实验模型采购价格上涨，行业毛利率均有所下降。

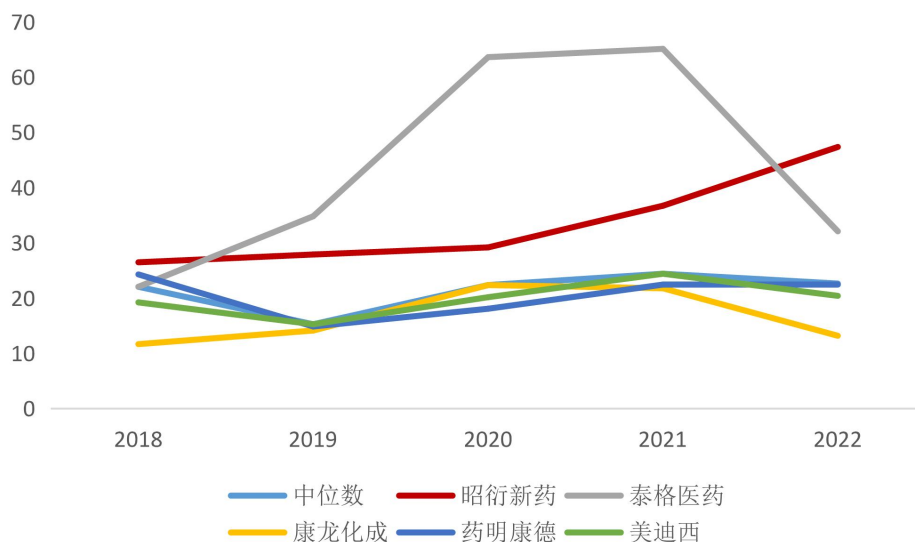
图表 23:2018 年至 2022 年毛利率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

但由于公司期间费用控制良好，销售净利率呈稳定上升趋势。2018 年至 2022 年昭衍新药净利率分别为 26.46%、27.87%、29.15%、36.69%、47.32%。2022 年已位列申万行业三级医疗研发外包行业第一。

图表 24：2018 年至 2022 年净利率与可比公司对比 (%)

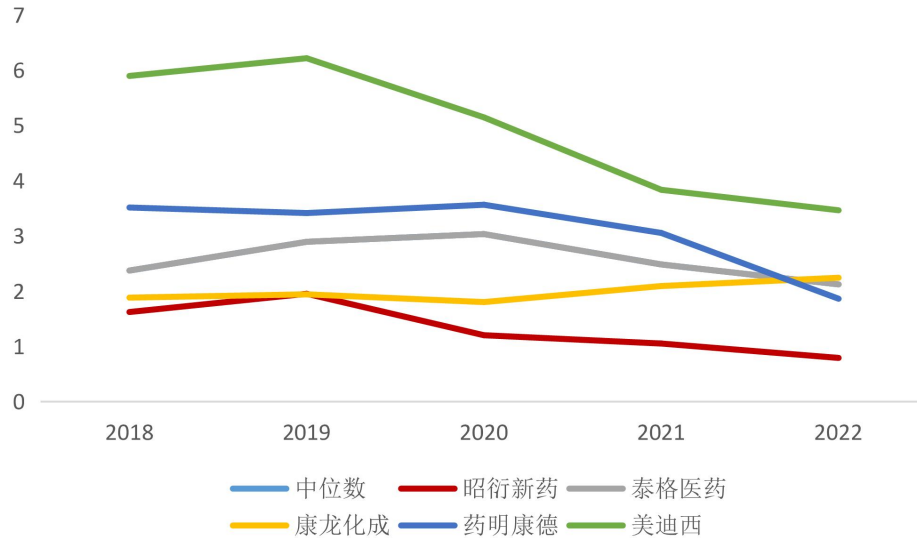


资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部



2018年至2022年昭衍新药销售费用率分别为1.62%、1.95%、1.2%、1.05%、0.79%。近几年，公司销售费用率逐步下降。这与公司在行业内已具有较强的市场影响力密切相关。

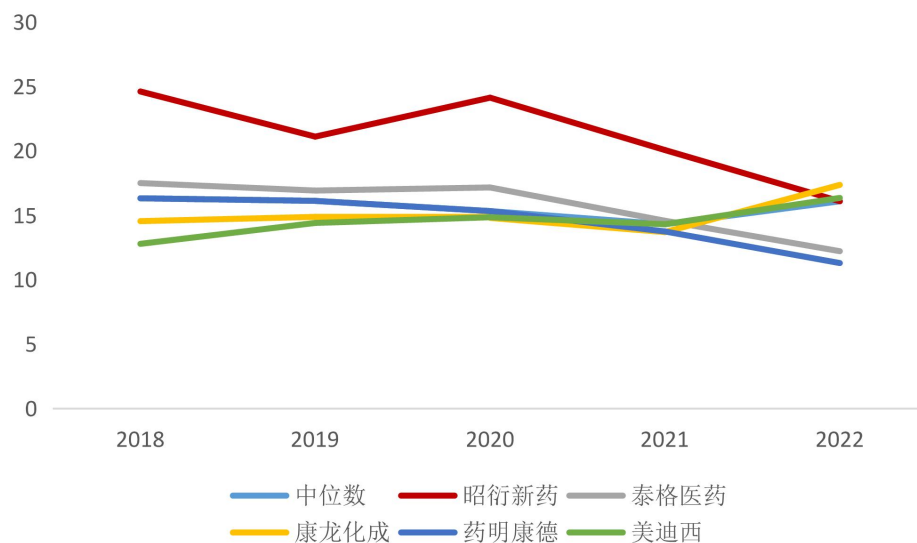
图表 25：2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比（%）



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

2018年至2022年昭衍新药管理费用率分别为24.58%、21.08%、24.1%、20.04%、16.07%。过去2018年至2021年，一直处于行业高位，但2020年开始逐步下降，到2022年，管理费用率已在可比公司中处于中等位置，低于康龙化成与美迪西。

图表 26：2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比（%）

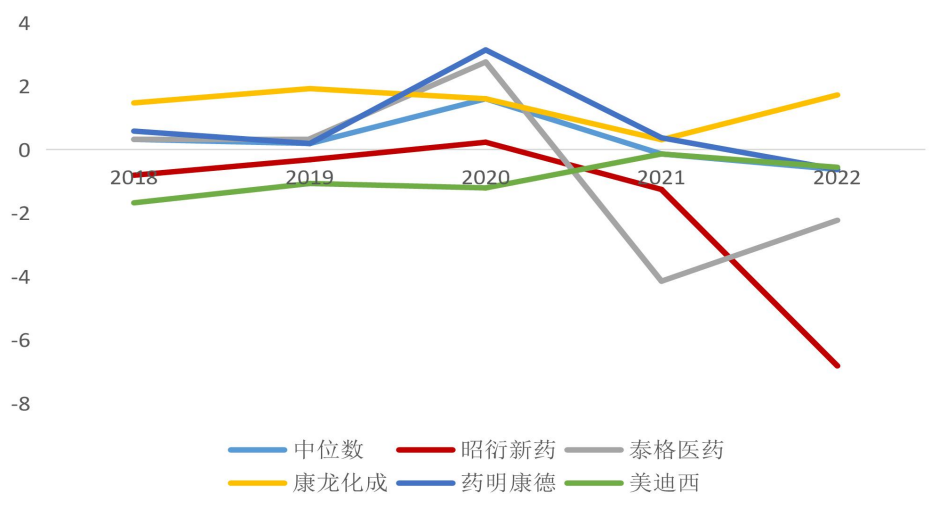


资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部



2018年至2022年昭衍新药财务费用率分别为-0.81%、-0.32%、0.23%、-1.26%、-6.82%。财务费用率为负表明公司银行存款形成的利息收入高于债务所付费用，表明公司财务风险很小，同样也表明公司具有很强的偿债能力。

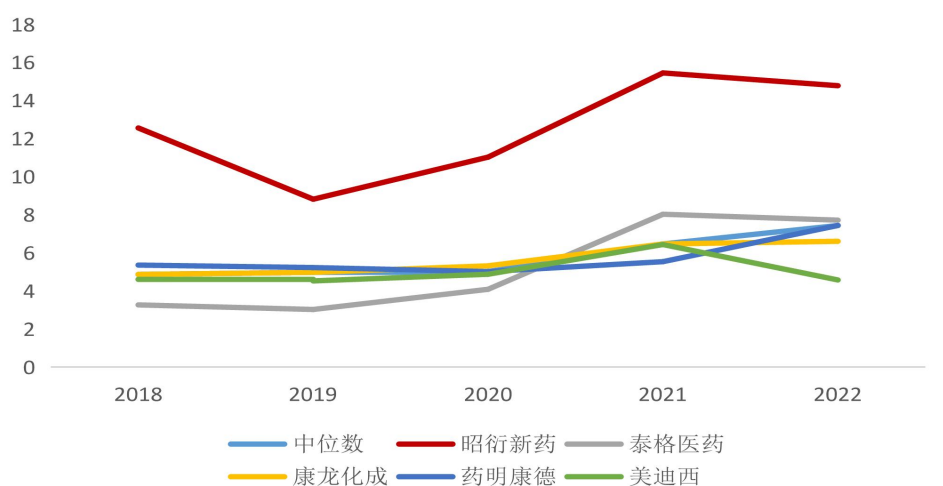
图表 27：2018 年至 2022 年财务费用率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

2018年至2022年昭衍新药应收账款周转率分别为12.55、8.81、11.02、15.44、14.77。应收账款周转率远高于行业平均水平与可比公司。代表公司资金回笼效率在行业内领先，体现出公司良好的资金管理能力和较强的市场竞争力。

图表 28：2018 年至 2022 年应收账款周转率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部



2.5. 盈利預測

結合上文分析、公司發展戰略規劃與市場發展趨勢等，我們對公司主要業務進行如下預測。

（公司業績詳細數據請見下表）

1) 藥物臨床前研究服務

該板塊收入為公司主要收入來源，占公司營業總收入 95% 以上。當前國內政策仍然支持創新藥發展，鼓勵醫藥企業由仿製藥向創新藥轉型，目前已頗具成效。隨着國家對新藥研發的扶持力度不斷加大，未來創新藥 CRO 市場仍有巨大增長空間。根據弗若斯特沙利文數據顯示，我國 CRO 市場規模增速明顯高於全球增速，未來將以 20.03% 的增速增長，且中國安評市場的集中度還在不斷提高階段。昭衍新藥作為 CRO 龍頭企業之一，將充分受益，由於前面增長過快以及大基數原因使增速逐步放緩。我們預計藥物臨床前研究服務板塊 2023 年至 2025 年，營收增長率分別為 35%、30%、28%，毛利率將逐步回到疫情前。

2) 臨床服務

公司臨床服務是由公司不斷完善一站式的業務鏈條而形成的新領域，目前，該板塊還處於擴張階段，主要提供藥物早期臨床試驗服務（臨床 I 期及 BE 試驗），2021 年至 2022 年都保持較好的增長態勢。隨着公司一站式業務鏈條完善，該板塊與其他板塊將產生協同效應我們預計臨床服務板塊 2023 年至 2025 年該營收增長率為 40%、35%、35%。受擴張階段搶占市場份額影響，預計毛利率維持在 32%。

3) 實驗動物及附屬產品

新冠期間，大量的動物用做實驗，進行疫苗安全性測試，導致動物實驗模型採購價格上漲。預計未來，該業務板塊熱度減弱，且該板塊主要為支持公司臨床前研究業務，並不是公司發展的主要業務板塊。我們預計 2023 年至 2025 年該板塊營收增長率分別為 20%、15%、15%。毛利率維持在 25%。



图表 29：盈利预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入		15.17	22.68	30.64	39.85	51.07
YOY		40.97%	49.54%	35.08%	30.09%	28.14%
毛利率		48.73%	47.90%	49.55%	49.54%	49.52%
药物临床前研究服务	营业收入	14.83	22.14	29.88	38.85	49.73
	YOY	40.83%	49.30%	35.00%	30.00%	28.00%
	毛利率	49.00%	48.31%	50.00%	50.00%	50.00%
临床服务	营业收入	0.31	0.50	0.69	0.94	1.26
	YOY	45.47%	62.45%	40.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	35.97%	31.70%	32.00%	32.00%	32.00%
实验动物及附属产品的营业	营业收入	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
	YOY	63.68%	35.30%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	46.19%	25.67%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

3. 2022-2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往三年一期的期间费用率趋势，我们预测公司 2023 年至 2025 年研发费用率为 3.5%，管理费用率保持在 12%，销售费用率为 0.79%。

综上，预测 2023 年-2025 年公司归母净利润分别 12.77 亿元、15.49 亿元、19.41 亿元，同比增长为 18.91%、21.24%、25.34%；摊薄 EPS 分别为 2.38 元/股、2.89 元/股、3.62 元/股。

（公司预测期间详细财务报表和主要指标资料请见本报告正文末附表）。

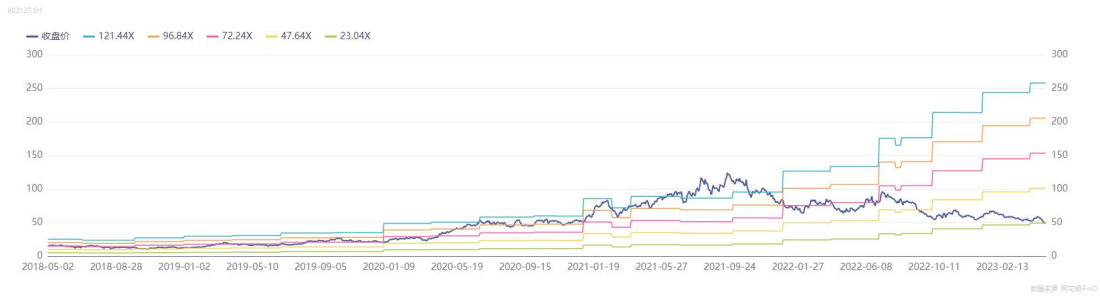
4. 公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

2023 年 4 月 28 日昭衍新药 P/E (TTM) 为 23.32，距离近 36 个月以来的最高点 174.48，已经大幅回撤 86.63%。



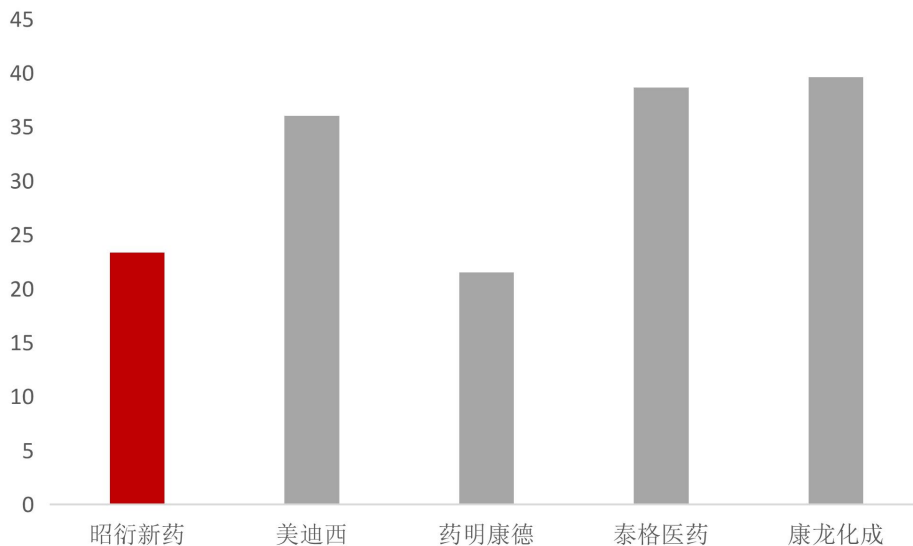
图表 30：昭衍新藥 P/E (TTM)



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

2023 年 4 月 28 日昭衍新藥 P/E(TTM) 为 23.32，从同期可比公司 P/E(TTM) 上看，公司目前估值处于较低水平（注：相关指标计算以 2023 年 4 月 28 日 A 股收盘价为基准）。

图表 31：可比公司 P/E (TTM)



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

我们预计公司 2023-2025 年对应的 EPS 分别为 2.38 元/股、2.89 元/股、3.62 元/股，对应的 PE 分别为 20.79X、17.12X、13.67X，综合考虑公司业绩的成长性，我们认为公司股价被市场低估。

图表 32：可比公司 PE (倍) 估值表

代码	证券简称	最新收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300896	美迪西	150.00	3.8900	5.8550	8.2325	11.3100	38.59	25.62	18.22	13.26
300957	药明康德	67.53	3.0100	3.3114	4.1733	5.2542	22.74	20.39	16.18	12.85
603605	泰格医药	90.96	2.3200	3.0685	3.7950	4.6583	39.55	29.45	23.78	19.52
688366	康龙化成	48.96	1.1625	1.8617	2.4953	3.2233	42.43	26.08	19.54	15.18
行业均值							35.83	25.39	19.43	15.20

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部



4.2. PEG 模型

根据 2023 年-2025 年业绩预测，计算得到 2023 年 PEG 为 0.97。PEG 小于 1，存在一定安全边际。

4.3. DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 2.38 元/股、2.89 元/股、3.62 元/股为基础，根据以下假设，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 59.10 元/股。

图表 33：DCF 模型预测

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.50%	2.00%	7.48	44.47	51.96
组合二	8.50%	3.00%	7.48	53.08	60.56
组合三	8.50%	4.00%	7.48	65.50	72.98
组合四	9.00%	2.00%	7.41	40.73	48.14
组合五	9.00%	3.00%	7.41	47.99	55.40
组合六	9.00%	4.00%	7.41	58.14	65.55
平均					59.10

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

估值说明：

- (1) 永续增长率采用略低于 GDP 增长率；
- (2) DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；
- (3) 预测期间为 2023-2025 年，永续期自 2026 年开始；
- (4) 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

5. 公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

政策大力支持，国内 CRO 行业增速明显高于全球 CRO 增速 在利好政策的推动下，中国医药产业由仿制药向创新药升级转型，为 CRO 行业迎来发展机遇，我国 CRO 市场规模增速明显高于全球增速。根据弗若斯特沙利文数据显示，全球 CRO 行业 2017 年至 2021 年 CAGR 为 9.71%，同期中国 CAGR 为 21.84%。预计 2022 年至 2030 年，全球 CRO 行业 CAGR 为 9.77%，中国将以



20.03%的 CAGR 增长，预计到 2025 年将达到 1,559 亿元，2030 年达到 3,305 亿元。

高景气黄金赛道下，业绩迅速增长 公司营业收入从 2017 年 3.01 亿元增长到 2022 年 22.68 亿元，营业收入翻了 7.5 倍（2017 年至 2022 年），期间复合增长率达 49.77%。归母净利润从 2017 年的 0.76 亿元增长到 2022 年 10.74 亿元，上市后归母净利润翻了 14 倍，期间复合增长率达 69.84%。公司业绩的高速增长，得益于行业发展所带来的机遇和红利。

铸就高壁垒，奠定行业龙头地位，行业集中度不断提升下将充分受益 CRO 行业具有较高的准入门槛，对科研技术人才的素质要求很高。公司已具备国际化 GLP 资质、良好的技术研发能力与经验。自上市以来，公司连续多次推出股权激励方案，将公司管理层、核心员工和公司的利益深度绑定，为发展成为行业领先 CRO 企业奠定了良好基础。

一体化发展，打开成长空间 公司临床服务是由公司不断完善一站式的业务链条而形成的新领域。2021 年至 2022 年保持较好的增长态势，分别增长 45.47%和 62.45%。随着公司一站式业务链条的完善，该板块与其他板块或将产生协同效应，打开未来成长空间。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 60 元/股，对应 2023 年 P/E 为 25X。

6. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“强烈推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上
基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	



7. 风险提示

国际业务拓展不及预期：全球安评市场已形成寡头垄断的格局，公司在境外知名度较低，存在国际业务受阻拓展不及预期风险。

行业内竞争加剧风险 随着CRO行业的高速发展，资本看到这一蛋糕，或将纷纷涌入这一领域，造成行业内竞争加剧风险。

技术人才流失风险 CRO行业是人才密集型行业，对科研技术人员的素质要求很高。若关键技术人才流失，将对公司产生重大不利影响。

技术创新不足风险 行业发展迅速，对新的药物靶点层出不穷，若不能及时开发或适应新技术新方法，公司发展前景将受限。

附表：財務報表預測與主要財務比率 (單位：億元)

會計年度	2022	2023E	2024E	2025E	會計年度	2022	2023E	2024E	2025E
貨幣資金	29.17	37.71	53.40	75.70	營業收入	22.68	30.64	39.85	51.07
應收票據及賬款	3.40	4.59	5.98	7.66	營業成本	11.82	15.46	20.11	25.78
預付賬款	0.37	0.50	0.65	0.84	稅金及附加	0.09	0.09	0.10	0.10
其他應收款	0.08	0.10	0.13	0.17	銷售費用	0.18	0.24	0.32	0.41
存貨	21.95	25.41	27.55	28.25	管理費用	2.87	3.68	4.78	6.13
其他流動資產	4.32	4.40	4.50	4.62	研發費用	0.78	1.07	1.39	1.89
流動資產總計	59.28	72.72	92.21	117.23	財務費用	-1.55	-1.61	-2.21	-3.14
長期股權投資	0.23	0.20	0.17	0.15	資產減值損失	-0.03	-0.04	-0.05	-0.06
固定資產	14.55	15.28	16.49	18.17	信用減值損失	-0.06	-0.08	-0.10	-0.13
在建工程	2.78	4.81	6.35	7.39	其他經營損益	0.00	0.00	0.00	0.00
無形資產	3.00	3.18	3.61	4.02	投資收益	0.13	0.13	0.13	0.13
長期待攤費用	0.45	0.43	0.40	0.38	公允價值變動損益	3.50	2.50	2.00	2.00
其他非流動資產	23.36	23.61	23.61	23.61	資產處置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
非流動資產合計	44.36	47.51	50.63	53.71	其他收益	0.23	0.31	0.31	0.31
資產總計	103.64	120.23	142.85	170.95	營業利潤	12.26	14.52	17.64	22.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	營業外收入	0.15	0.15	0.15	0.15
應付票據及賬款	1.27	1.67	2.17	2.78	營業外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流動負債	17.17	22.37	29.10	37.30	其他非經營損益	0.00	0.00	0.00	0.00
流動負債合計	18.44	24.04	31.27	40.08	利潤總額	12.40	14.67	17.78	22.29
長期借款	0.60	0.52	0.43	0.33	所得稅	1.67	1.91	2.31	2.90
其他非流動負債	2.69	1.00	1.00	1.00	淨利潤	10.73	12.76	15.47	19.39
非流動負債合計	3.29	1.52	1.43	1.33	少數股東損益	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02
負債合計	21.73	25.56	32.70	41.41	歸屬母公司股東淨利潤	10.74	12.77	15.49	19.41
股本	5.36	5.36	5.36	5.36	EBITDA	12.16	13.38	15.93	19.54
資本公積	54.80	54.80	54.80	54.80	NOPLAT	6.25	9.06	11.69	14.79
留存收益	21.68	34.45	49.94	69.35	EPS(元)	2.01	2.38	2.89	3.62
歸屬母公司權益	81.84	94.61	110.10	129.51					
少數股東權益	0.07	0.06	0.04	0.02					
股東權益合計	81.91	94.67	110.14	129.54					
負債和股東權益合計	103.64	120.23	142.85	170.95					
現金流量表					主要財務比率				
會計年度	2022	2023E	2024E	2025E	會計年度	2022	2023E	2024E	2025E
稅後經營利潤	10.73	10.08	13.23	17.15	成長能力				
折舊與攤銷	1.31	0.32	0.35	0.39	營收增長率	49.54%	35.08%	30.09%	28.14%
財務費用	-1.55	-1.61	-2.21	-3.14	營業利潤增長率	90.65%	18.51%	21.45%	25.55%
投資損失	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13	EBIT 增長率	74.25%	20.30%	19.29%	22.93%
營運資金變動	1.77	0.70	3.43	6.08	EBITDA 增長率	67.75%	9.98%	19.06%	22.67%
其他經營現金流	-2.42	0.58	0.58	0.58	歸母淨利潤增長率	92.71%	18.91%	21.24%	25.34%
經營性現金淨流量	9.71	9.94	15.25	20.93	經營現金流增長率	41.63%	2.38%	53.44%	37.21%
資本支出	1.15	5.19	3.50	3.50	盈利能力				
長期投資	-19.14	0.00	0.00	0.00	毛利率	47.90%	49.55%	49.54%	49.52%
其他投資現金流	-1.31	2.25	1.82	1.82	淨利率	47.32%	41.66%	38.83%	37.98%
投資性現金淨流量	-21.60	-2.93	-1.68	-1.68	營業利潤率	54.04%	47.41%	44.27%	43.37%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	13.13%	13.50%	14.07%	14.99%
長期借款	-0.09	-0.08	-0.09	-0.10	ROA	10.37%	10.62%	10.84%	11.36%
普通股增加	1.54	0.00	0.00	0.00	ROIC	25.76%	20.10%	23.37%	29.22%
資本公積增加	-0.63	0.00	0.00	0.00	估值倍數				
其他籌資現金流	-1.81	1.61	2.21	3.14	P/E	24.68	20.75	17.12	13.66
籌資性現金淨流量	-0.99	1.53	2.12	3.04	P/S	11.69	8.65	6.65	5.19
現金流量淨額	-12.51	8.54	15.69	22.30	P/B	3.24	2.80	2.41	2.05
					股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					EV/EBIT	25.44	16.89	13.20	9.63
					EV/EBITDA	22.70	16.48	12.91	9.43
					EV/NOPLAT	44.21	24.34	17.60	12.46

數據來源：公司公告，華通證券國際研究部



法律聲明及風險提示

1. 本報告由華通證券國際有限公司（以下簡稱“本公司”）在香港制作及發布。華通證券國際有限公司系33年老牌券商，擁有香港證監會頒發的1/4/5/9號牌照。
2. 本研究報告僅供本公司的客戶使用。本公司不會因接收人收到本報告而視其為本公司的當然客戶。
3. 在任何情況下，本公司不對任何人因使用本報告中的任何內容所引致的任何損失負任何責任，投資者需自行承擔風險。
4. 本報告所載的資料、工具、意見及推測只提供給客戶作參考之用，並非作為或被视为出售或購買證券或其他投資標的的邀請或向人做出邀請。
5. 本公司會適時更新公司的研究，但可能會因某些規定而無法做到。除了一些定期出版的報告之外，絕大多數研究報告是在分析師認為適當的時候不定期地發布。
6. 本報告中的信息均來源于公司認為可靠的已公開資料，但本公司對這些信息的真實性、準確性及完整性不作任何保證，也不保證所包含的信息和建議不發生任何變更。
7. 在任何情況下，本報告中的信息或所表述的意見並不構成對任何人的投資建議，也沒有考慮到個別客戶特殊的投資目標、財務狀況或需求。客戶應考慮本報告中的任何意見或建議是否符合其特定狀況，若有必要應尋求專家意見。
8. 本報告中提及的投資價格和價值以及這些投資帶來的收入可能會波動。過去的表现並不代表未來的表现，未來的回報也無法保證，投資者可能會損失本金。外匯匯率波動有可能對某些投資的價值或價格或來自這一投資的收入產生不良影響。
9. 本報告版權均歸本公司所有，未經本公司事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式複製、發布、傳播本報告的全部或部分內容。經授權刊載、轉發本報告或者摘要的，應當註明本報告發布人和發布日期，並提示使用本報告的風險。如需引用、刊發或轉載本報告，需註明出處為華通證券研究部，且不得對本報告進行任何有悖原意的引用、刪節和修改。