

2021年06月07日

精于小分子合成的创新驱动平台，未来业绩有望持续高增长

投资评级：暂无

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	635	929	1,344	1,932
同比 (%)	55.3%	46.2%	44.7%	43.7%
归母净利润 (百万元)	128	198	299	421
同比 (%)	74.9%	54.1%	51.0%	41.0%
每股收益 (元/股)	1.73	2.66	4.02	5.67
P/E (倍)	37.62	24.41	16.17	11.47

股价走势



投资要点

- 公司专精小分子合成，技术平台能力突出：**公司专精于小分子合成，近年来业绩快速成长。2020年公司实现营收6.35亿元，归母净利润1.28亿元，2017-2020年CAGR分别为53.98%与104.55%。公司技术平台布局领先，已形成高活性原料药（HPAPI）开发平台、多手性复杂药物技术平台、维生素D衍生物药物原料药研发平台、特色靶向药物开发平台、药物固态化学研究技术平台及分子砌块和工具化合物库开发孵化等平台，全面支持公司分子砌块与工具化合物、原料药与中间体两大业务。
- 分子砌块与工具化合物应用范围广阔，公司抢先布局潜力较大：**分子砌块与工具化合物广泛应用于新药研发，行业壁垒较高，主要体现在产品设计和筛选壁垒、产品开发壁垒以及结构确证和质量研究壁垒。根据公司招股书，2019年全球分子砌块和工具化合物市场规模约为546亿美元，空间广阔。海外以Sigma-Aldrich为代表的龙头企业市占率10%以上，国内则没有企业市占率超过1%。皓元医药的分子砌块业务进入全球市场较晚，还处于快速拓展产品线的初级阶段，但我们认为公司作为国产先发企业，在高壁垒竞争中有望获得先发优势，未来发展潜力较大。
- CDMO赛道优质，相关业务未来有望驱动公司业绩：**根据Frost & Sullivan数据与预测，2018年全球CDMO市场规模为268亿美元，2018-2023年CAGR有望达14.1%，而2018年中国CDMO行业市场规模约为24亿美元，在此基础上，受益于全球产业链转移和政策红利，2018年至2023年年均复合增长率有望实现28.8%。CDMO行业空间广阔，增速较快，国内企业有望显著受益。皓元医药新药研发API/中间体品种丰富，我们预计未来商业化品种放量配合公司IPO募投项目扩大产能，CDMO业务有望驱动公司未来业绩持续高增长。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021-2023年的收入分别为9.29亿、13.44亿、19.32亿元；净利润分别为1.98亿、2.99亿、4.21亿元，发行价对应估值分别为24、16、11倍。参考可比公司估值，考虑公司分子砌块与工具化合物业务以及CDMO业务的高成长性，我们认为公司后续增长空间较大，建议投资者积极关注。
- 风险提示：**产品研发风险、存货不能及时变现风险、行业竞争加剧风险、汇兑损益风险、高素质专业人才流失风险、市场与宏观政策风险等。

市场数据

发行价 (元)	64.99
一年最低/最高价	N/A
市净率 (倍)	N/A
流通A股市值	N/A

基础数据

每股净资产 (元)	10.41
资产负债率 (%)	39.78
总股本 (百万股)	74.34
流通A股 (百万股)	15.25

相关研究

内容目录

1. 专精小分子合成，业绩未来有望加速释放	4
2. 业务贯穿新药研发全流程，技术平台优势突出	7
2.1. 从实验室到工厂，独特商业模式覆盖新药研发全流程	7
2.2. 研发驱动，公司核心技术平台能力突出	8
3. 分子砌块与工具化合物空间广阔壁垒较高，公司率先布局	11
3.1. 分子砌块与工具化合物广泛应用于药物发现领域，可有效向下游导流	11
3.2. 公司分子砌块业务抢先布局，未来前景广阔	13
4. CDMO 赛道优质，相关业务未来有望驱动公司业绩高增	14
4.1. CDMO 行业高速增长，中国企业显著受益	15
4.2. API/中间体品种丰富，期待未来公司 CDMO 商业化阶段产品放量	16
4.3. 募投项目扩大产能，公司 CDMO 业务扩张动能充足	18
5. 盈利预测与估值	19
6. 风险提示	21

图表目录

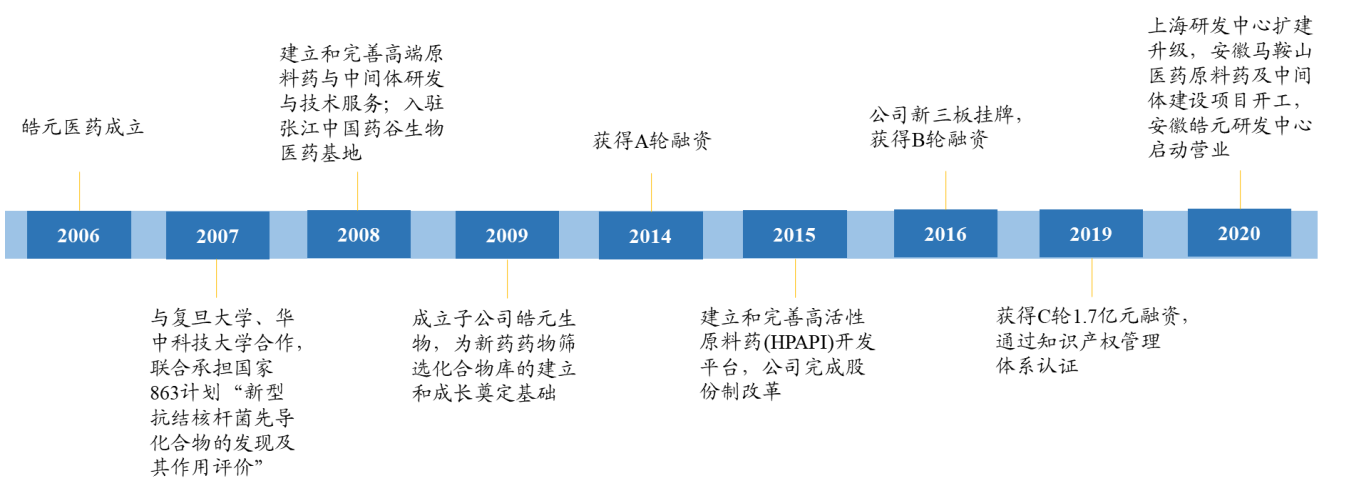
图 1: 皓元医药公司发展历程	4
图 2: 皓元医药业务发展阶段	4
图 3: 皓元医药公司股权结构图（发行前，截至 2021 年 3 月）	5
图 4: 皓元医药营业收入维持高增长	5
图 5: 皓元医药归母净利润步入加速成长期	5
图 6: 皓元医药分子砌块与 CDMO/CMO 业务收入与增速	6
图 7: 皓元医药主要业务收入来自境内	6
图 8: 皓元医药毛利率与净利率不断拉升	6
图 9: 皓元医药业务结构、客户与主要对标企业	7
图 10: 皓元医药业务覆盖新药研发全流程	8
图 11: 皓元医药研发投入与占总收入的比	9
图 12: 皓元医药研发人员学历构成（截至 2020 年末）	9
图 13: 皓元医药技术平台布局有效支持两大核心业务	11
图 14: 皓元医药主要产品在药物研发与药物制造领域的对应关系	13
图 15: 全球 CDMO 市场规模和增速	15
图 16: 中国 CDMO 市场规模和增速	15
图 17: 全球 CDMO 行业竞争格局（2018）	16
图 18: 皓元医药 CDMO 项目各阶段分布	18
表 1: 皓元医药分业务毛利率情况	6
表 2: 皓元医药代表性客户	8
表 3: 皓元医药核心技术人员简介	9
表 4: 分子砌块和工具化合物区别	12
表 5: 分子砌块、工具化合物与中间体、原料药间的对应关系	12
表 6: 皓元医药与竞争对手在分子砌块与工具化合物领域对比情况	14

表 7: 海内外代表性企业分子砌块与工具化合物业务市场份额情况.....	14
表 8: 皓元医药主要中间体和原料药产品与下游终端药品.....	16
表 9: 皓元医药原料药和中间体业务部分客户.....	18
表 10: 公司 IPO 募投项目与投资金额 (万元)	19
表 11: 皓元医药收入拆分与预测.....	19
表 12: 可比公司估值表.....	20

1. 专精小分子合成，业绩未来有望加速释放

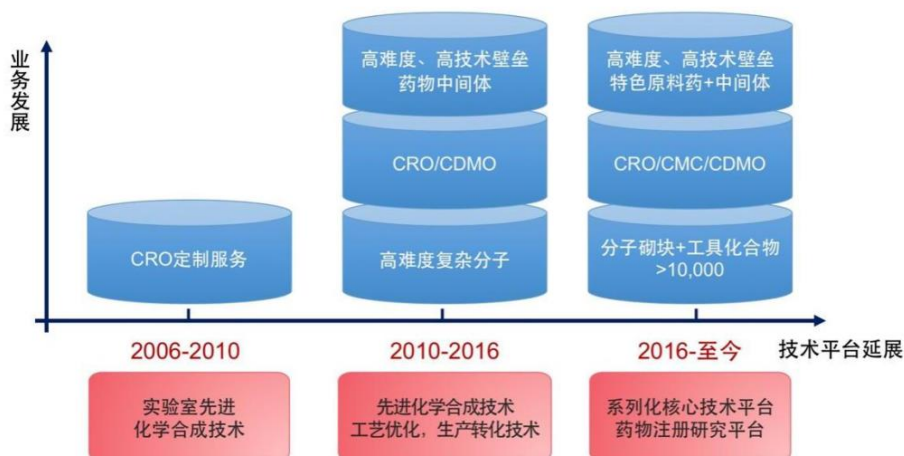
上海皓元医药股份有限公司成立于 2006 年，是一家专注于小分子药物研发服务与产业化应用的平台型高新技术企业，主要业务包括小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，为全球医药企业和科研机构提供从药物发现到原料药和医药中间体的规模化生产的相关产品和服务。2021 年 5 月 27 日公司公告在科创板 IPO 发行，发行股票 1860 万股，发行价 64.99 元，若发行成功，公司募资总额达 12.09 亿元，发行后公司总股本为 7434.2 万股。

图 1：皓元医药公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 2：皓元医药业务发展阶段

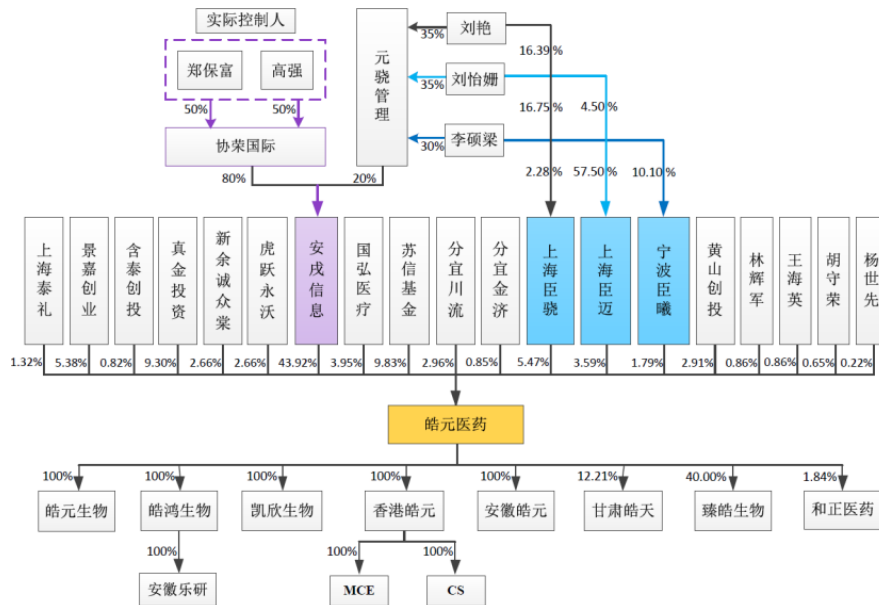


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

截止 2021 年三月，公司股权结构（发行前）中，实际控制人为两位创始人，郑保富先生和高强先生，各自持有协荣国际 50% 的股权，协荣国际持有公司控股股东安成信息

80%的股份。公司股权结构相对集中。子公司方面，截至 2021 年 3 月，皓元医药共有 8 家控股子公司和 3 家参股公司。控股子公司分别为皓元生物、皓鸿生物、凯欣生物、安徽皓元、香港皓元、安徽乐研、MCE 和 CS，参股公司为甘肃皓天、臻皓生物、和正医药。

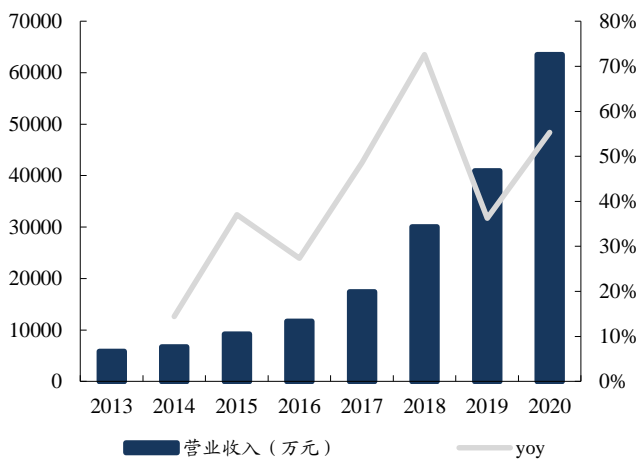
图 3：皓元医药公司股权结构图（发行前，截至 2021 年 3 月）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所，注：郑保富与刘怡姗为夫妻关系；高强与刘艳为夫妻关系

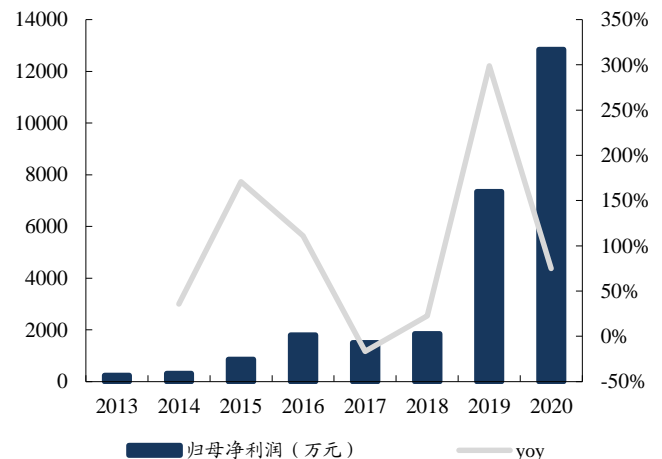
营业收入稳健增长，归母净利润近年来大幅增加，公司成长性极佳。2020 年公司实现营收 6.35 亿元，归母净利润 1.28 亿元，2017-2020 年 CAGR 分别为 53.98% 与 104.55%，收入端连续 3 年同比增速在 30% 以上，归母净利润则于 2019 年显著提速，主要系 2018 年公司重要 API 品种伊卢多啉和伐伦克林等尚处于工艺开发阶段，向客户的供货成本相对较高。进入 2019 年后随着工艺成熟稳定，分子砌块和工具化合物订单量级的提升，规模效应逐渐凸显，公司盈利能力大幅提升，业绩步入收获期，体现出极佳成长性。

图 4：皓元医药营业收入维持高增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

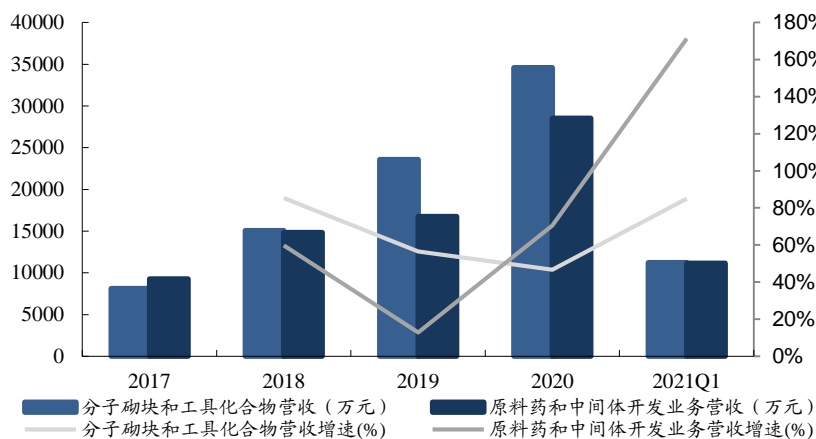
图 5：皓元医药归母净利润步入加速成长期



数据来源：wind，东吴证券研究所

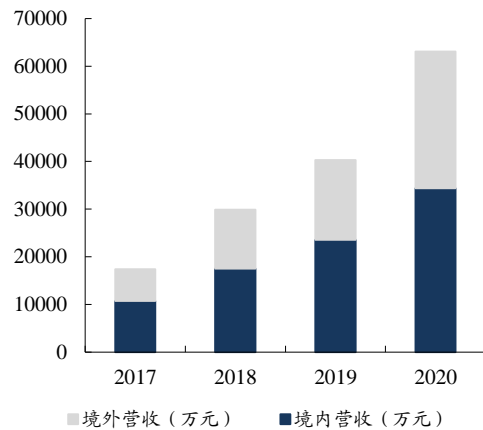
分业务收入组成看，公司两大核心业务分子砌块与工具化合物业务，以及原料药和中间体开发业务近年来均维持高增长。2020年，公司实现分子砌块和工具化合物业务收入3.46亿元，实现原料药和中间体开发业务收入2.85亿元，占总收入的比分别为54.45%和44.88%，2017-2020年复合增长率分别为62.06%和45.41%。分境内境外看，公司主要营收来自境内地区，但境内收入在总收入中的占比由2017年的61.77%下降到2020年的54.11%，体现出公司境外客户订单的逐渐增长。

图 6: 皓元医药分子砌块与 CDMO/CMO 业务收入与增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

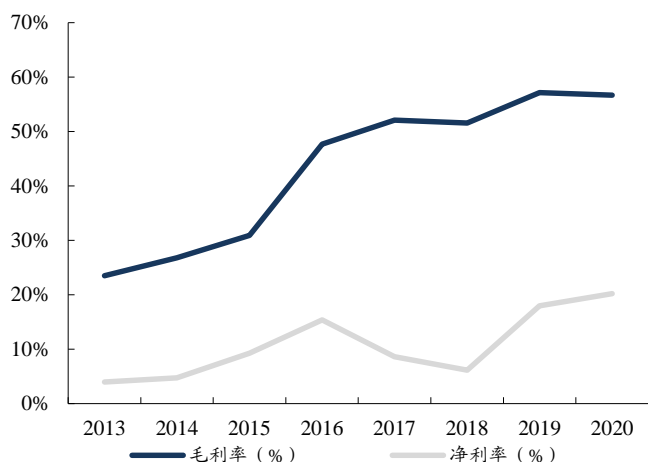
图 7: 皓元医药主要业务收入来自境内



数据来源: wind, 东吴证券研究所

盈利能力方面，公司毛利率拉升明显带动盈利能力不断增强。公司2020年毛利率达56.67%，净利率达20.22%，较2013年分别大幅提升33.16pp与16.26pp。分业务看，公司分子砌块与工具化合物，以及原料药和中间体业务毛利率近年来均提升明显，2020年分别达70.26%与40.6%。我们认为随着公司后续工艺不断优化，产能利用率的提升以及规模效应显现对费用率的持续摊薄，公司盈利能力未来仍有提升的空间。

图 8: 皓元医药毛利率与净利率不断拉升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 1: 皓元医药分业务毛利率情况

毛利率 (%)	2018	2019	2020
分子砌块销售	26.06%	36.22%	42.04%
工具化合物销售	77.36%	83.83%	81.97%
技术服务	55.64%	52.16%	54.06%
分子砌块和工具化合物总计	68.29%	70.70%	70.26%
原料药和中间体产品销售	34.27%	37.96%	40.36%
原料药和中间体技术服务	46.93%	49.93%	45.89%
原料药和中间体业务合计	34.78%	38.83%	40.60%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

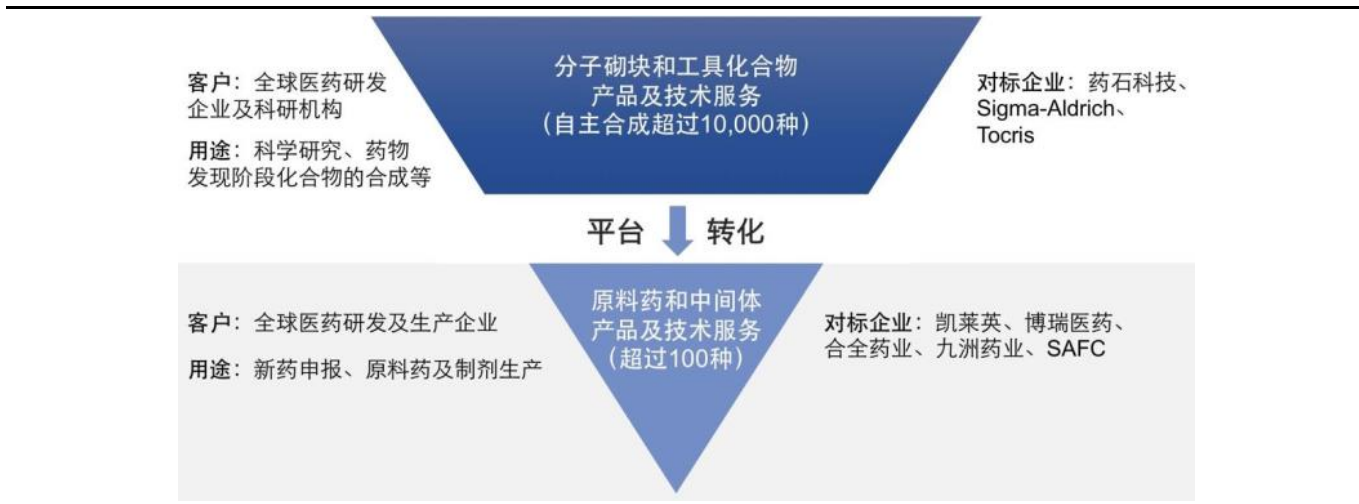
2. 业务贯穿新药研发全流程，技术平台优势突出

2.1. 从实验室到工厂，独特商业模式覆盖新药研发全流程

皓元医药两大核心业务为分子砌块/工具化合物+原料药/中间体的研发、生产与销售。凭借在药物化学和有机合成领域的技术优势，公司技术平台为客户提供 42000 多种结构新颖、功能多样的分子砌块和工具化合物，其中自主合成的分子砌块和工具化合物超过 10000 种，同时提供高难度、高附加值分子砌块和工具化合物定制合成等技术服务，助力国内外超过 3000 家科研机构 and 医药企业的科学研究和创新药物发现。

随着前期产品的市场需求逐步延伸到原料药和中间体生产阶段，公司通过专业化、高标准的工艺研究、质量管理和项目管理体系，对分子砌块和工具化合物产品进行产业化工艺研发和生产技术改进，实现原料药和中间体的合规化、规模化生产以及持续供应。同时，公司特色仿制药原料药及其相关中间体和创新药 CDMO 业务不断拓展，核心品种包括艾日布林、曲贝替定、艾地骨化醇等高壁垒、高难度、复杂手性药物原料药和中间体产品。

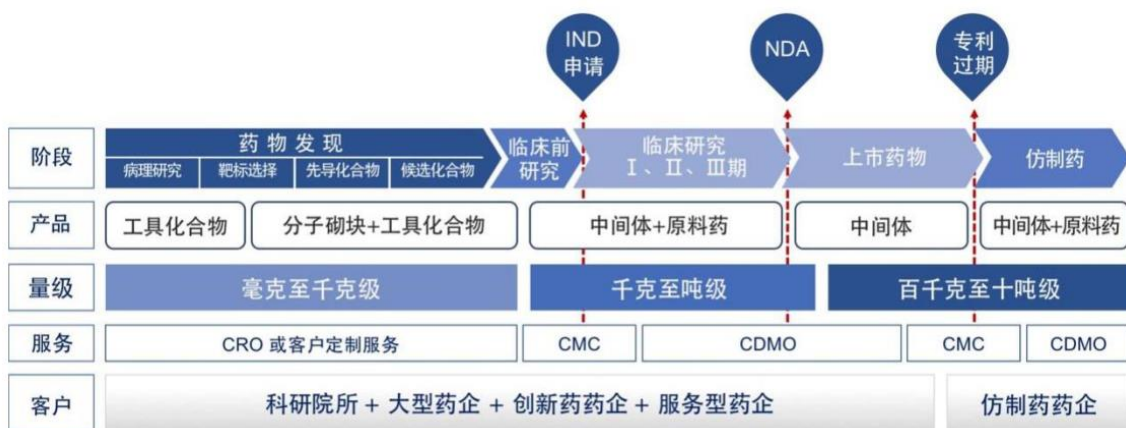
图 9：皓元医药业务结构、客户与主要对标企业



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

由此可见，公司业务贯穿了新药研发到生产的各个子阶段，商业模式天然具有**端到端的技术平台与客户导流优势**。分子砌块和工具化合物主要在药物发现阶段提供毫克到千克级的产品和服务；原料药和中间体业务主要对应临床前和进入临床后的 CDMO 服务，以及合成工艺开发、工艺优化和原料药注册申报等技术服务，并提供药品上市及商业化所需的百千克到吨级的原料药和中间体产品。由于公司业务对新药研发的全面覆盖，公司客户群体较为广泛，包括科研院校、创新药企、生物科技公司、仿制药企业等，平台自上至下导流的优势较为显著。

图 10: 皓元医药业务覆盖新药研发全流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

表 2: 皓元医药代表性客户

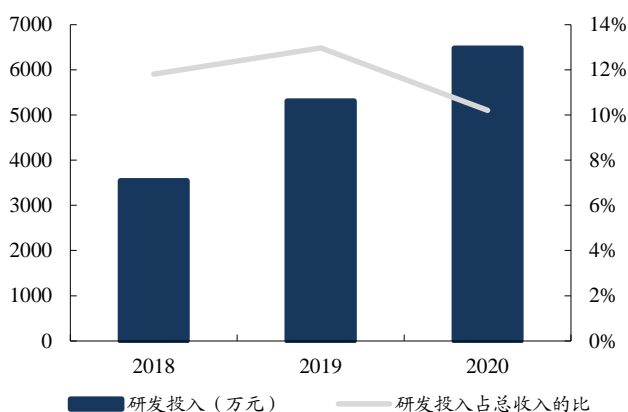
类型	代表性客户
医药企业	辉瑞 (Pfizer)、礼来 (Lilly)、默沙东 (MSD)、药明康德、康龙化成、第一三共 (Daiichi-Sankyo)、卫材 (Eisai)、恒瑞医药、信立泰、齐鲁制药、梯瓦制药 (Teva)、雅典娜制药 (Athenex)、太阳药业 (Sun)、西普拉 (Cipla)、沢井制药 (Sawai)、日产化学 (Nissan Chemical)、Revolution、Viracta、Prelude、豪森药业、歌礼、艾利斯、劲方等
科研机构	上海药物所、上海有机所、NIH 等
高校	北京大学、清华大学、哈佛大学等

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2.2. 研发驱动，公司核心技术平台能力突出

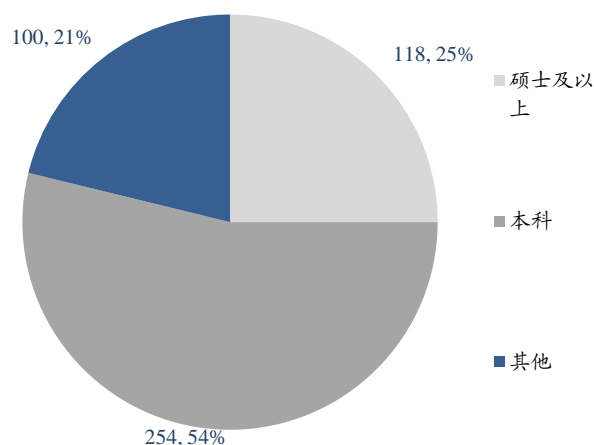
公司坚持高研发投入，研发投入占总收入的比维持高位，高学历研发人员比例较高。2020 年公司研发投入达 6479.8 万元，近占营业收入的比达 10.2%，2018-2020 年 CAGR 为 35.25%，研发投入不断提升。从研发人员构成看，公司拥有一支由近 500 名技术人员组成的研发队伍，其中博士和硕士占比 25%，对产品的最新研发动态进行跟踪。研发人员的教育背景以生物学、药物化学、应用化学、有机化学等相关专业为主，实力较为突出。我们预计未来公司将继续提升研发投入，提升技术优势，不断增强核心竞争力。

图 11: 皓元医药研发投入与占总收入的比



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 12: 皓元医药研发人员学历构成 (截至 2020 年末)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

核心技术人员方面, 公司核心技术人员包括董事长郑保富博士在内的 6 人, 均具有相关专业硕士及以上学历或高级职称, 同时均参与重要研发项目并且项目经验丰富, 或承担制定产品研发的技术路线或技术标准等重要职责。公司核心技术人员专业背景过硬, 且 3 人为董事会成员, 1 人为监事会成员, 体现公司对研发业务与技术平台的大力支持。

表 3: 皓元医药核心技术人员简介

姓名	职位	入职时间	简介
郑保富	皓元医药董事长、总经理	2006 年 9 月	本科毕业于南开大学化学系, 博士毕业于香港大学化学系, 2006 年创办皓元医药
高强	皓元医药董事、副总经理	2006 年 9 月	硕士毕业于兰州大学化学化工学院, 博士毕业于香港大学化学系, 曾任香港大学化学系研究员, 2006 年创办皓元医药
李硕梁	皓元医药董事、首席科学家、技术总监	2013 年 7 月	硕士毕业于兰州大学化学化工学院, 博士毕业于香港大学化学系, 曾在新加坡科技局生物与化工科技国家研究中心、诺华制药从事研发工作
张宪恕	皓元医药监事、高效能原料药研发部高级主任研究员、资深技术总监	2009 年 7 月	本科毕业于兰州大学化学专业, 硕士毕业于兰州大学有机化学专业, 博士毕业于兰州大学有机化学专业, 曾任海正药业高级研究员
周治国	皓元生物副总经理、高级主任研究员	2007 年 12 月	本科毕业于西南大学应用化学专业, 硕士毕业于华东理工大学应用化学专业, 曾就职于上海香料研究所、晟康生物医药技术(上海)有限公司从事研发工作
梅魁	皓元医药注册申报部研发总监	2014 年 2 月	本科毕业于新疆石河子大学药学专业, 硕士毕业于武汉大学药物化学专业, 博士毕业于华东理工大学制药工程与技术专业, 曾就职于上海睿智化学研究有限公司、海睿智化学研究有限公司、上海仁尚医药科技有限公司等从事研发工作

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

具体来看公司研发实力与技术平台布局, 截止 2021 年 4 月, 公司已形成了高活性原料药 (HPAPI) 开发平台、多手性复杂药物技术平台、维生素 D 衍生物药物原料药研发平台、特色靶向药物开发平台、药物固态化学研究技术平台及分子砌块和工具化合物

库开发孵化平台，其中：

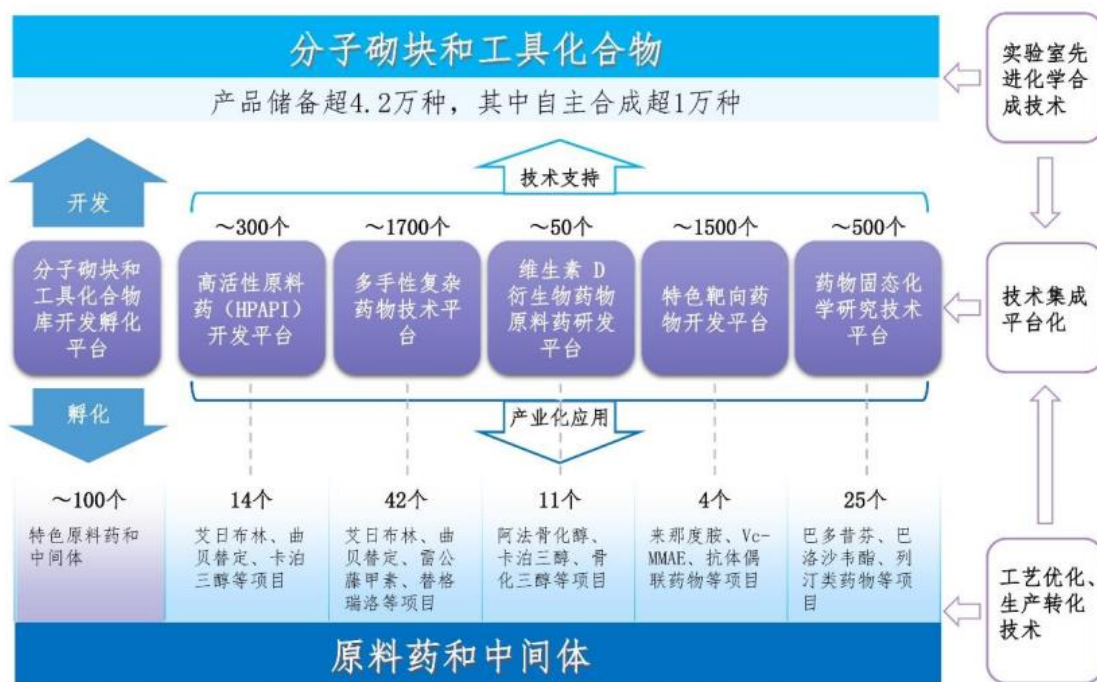
- 高活性原料药（HPAPI）开发平台中，高活性原料药一般指剂量小于 10 毫克/天，或者 OEL（职业接触限值）小于 10 微克/立方米的药物。高活性原料药（HPAPI）比其他的原料药（API）能够更准确、更具有选择性的作用于靶点，具有低剂量、高药效特点。公司研发团队从设计层面进行合理规划，确保多个高活性原料药项目的产品质量、成本控制和研究速度处于行业内较先进水平。
- 多手性复杂药物技术平台中，公司研发团队具有丰富的多步骤合成的路线设计和开发能力。熟练运用手性拆分、底物或辅基诱导的不对称合成、手性化学催化、生物或酶催化的不对称合成技术，并具备强大的工艺优化能力，完成适合产业化生产需要的生产工艺，已成功完成了包括艾日布林和曲贝替定两个品种在内的多个高难度原料药和中间体的工艺开发、中试生产和工艺验证。
- 维生素 D 衍生物药物原料药研发平台中，维生素 D 衍生物药物在佝偻病、肾性骨营养不良、骨质疏松症、牛皮癣、继发性甲状旁腺功能亢进和癌症治疗领域都有重要的应用，但其衍生物具有多手性中心(>6)、多合成步骤(10-20 步)，带有共轭双键的结构从而导致光热氧敏感性高，不稳定；高活性，自身剂量小，高浓度具有致敏性，研究生产过程防护要求高，且涉及众多特殊化反应。公司从事维生素 D 开发十余年，具有丰富的研发生产经验，技术实力突出。
- 特色靶向药物开发平台中，公司主要产品包括 ADC 药物与 PROTAC 药物。其中 1) ADC 方面，公司开发了一系列前沿的高活性毒素；设计并建立了涵盖大量双官能团连接体的 Linker 库；构建了丰富多样的毒素-Linker 库；利用毒素-Linker 库实现与单克隆抗体的快速偶联，加快 ADC 药物研发过程。**公司已在 ADC 关键技术申请了六项专利，其中两项已获授权，一项 PCT 国际专利申请已受理。**2) PROTAC 方面，公司研发团队凭借点击化学技术和偶联反应技术方面的丰富经验和优势，已设计开发出 7 类特色的 PROTAC 工具分子库，包括 400 多种 PROTAC 新药开发相关产品；开发了一系列高活性、高选择性的靶蛋白配体以及 E3 泛素连接酶配体；设计并建立了涵盖大量双官能团连接体的 Linker 库；构建了丰富多样的配体-Linker 库；利用配体-Linker 库实现与其他配体的快速偶联，加快 PROTAC 相关产品的研发过程。
- 药物固态化学研究技术平台中，公司拥有经验丰富的药物固体形态化学研究人才，以及研究所需的先进仪器。平台采用各种筛选技术获得药物可能存在的各类固体形态，采用多种固态分析技术表征各形态的物理化学性质，采用多学科综合手段评估优势形态的生物制药性能，以筛选出适合生产、生物利用度高、利于制剂的优势药物晶型或盐型。公司通过微量晶型/盐型筛选、快速晶型/盐型筛选、标准晶型/盐型筛选等多种技术的积累，建立了快速高效的晶型/盐型筛选平台，用少量的原料药就可以达到较完整的筛选效果。此外公司还拥有

完整的结晶工艺研究方法，覆盖了从结晶反应过程参数控制，到后处理中过滤、干燥过程，以及晶型定量检测技术等，具备提供更科学的检测质量标准的能力。

- 分子砌块和工具化合物库开发孵化平台中，公司平台依托药学、化学、生物学和计算机背景相结合的综合性人才队伍，根据化合物结构、合成、药化性质、蛋白结构、分子和蛋白结合模型等专业知识，紧跟生物医学和医药研发的前沿进展并把握发展趋势，利用多种专业数据库和计算软件，已完成超过 10000 种分子砌块和工具化合物产品的自主设计和开发。

我们认为公司技术平台布局较为广泛，未来加大研发投入，并通过主动进行工艺优化，将更好服务客户和实现产品的产业化应用打下基础。

图 13: 皓元医药技术平台布局有效支持两大核心业务



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3. 分子砌块与工具化合物空间广阔壁垒较高，公司率先布局

3.1. 分子砌块与工具化合物广泛应用于药物发现领域，可有效向下游导流

分子砌块是指用于设计和构建药物活性物质的小分子化合物，而工具化合物是指具有生物活性和生理作用及潜在成药性的小分子化合物，在新药研发流程中均具有重要作用。从用途、用量、客户群和开发难度看，分子砌块与工具化合物有所区别。分子砌块与工具化合物在药物发现领域的应用包括从疾病机理机制的研究、靶标的发现与验证、筛选作用于药物靶标的苗头化合物，到筛选先导化合物的研发全流程，可有效加强小分子药物的研发效率。

表 4: 分子砌块和工具化合物区别

项目	分子砌块	工具化合物
用途	用于有机合成反应。是合成包含工具化合物等目标化合物的原料和片段。一般不具备生物活性，不用于生物学方面的研究	具有生物活性的小分子有机化合物。由多种分子砌块合成得到；广泛应用于从分子水平到细胞、动物水平的生命科学和医药研发实验
用量	使用量从克级到十千克级，单价较低	使用量从毫克级到克级，单价较高
客户群	使用量从毫克级到克级，单价较高主要是合成化学和药物化学科研院所和制药公司实验室	主要是生物医学研究领域的高校，科研院所以及新药研发企业
开发难度、周期和成本	合成步骤短，通常开发难度比工具化合物小，开发周期短，成本较低	由多种分子砌块合成得到，通常开发难度较分子砌块高，开发周期长，成本较高

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

分子砌块和工具化合物作为药物发现研究中使用的关键物料和试剂，一般并不直接成为药物发现最终目标的临床候选化合物，因此也不会成为获批上市的创新药或仿制药。然而，由于工具化合物具有明确的生物活性，可以与具有药物活性成分的原料药相类比，而分子砌块则是合成工具化合物的原料和片段，类似于用作合成原料药的药物中间体，因此分子砌块和工具化合物之间的关系也类似于中间体和原料药之间的关系。

表 5: 分子砌块、工具化合物与中间体、原料药间的对应关系

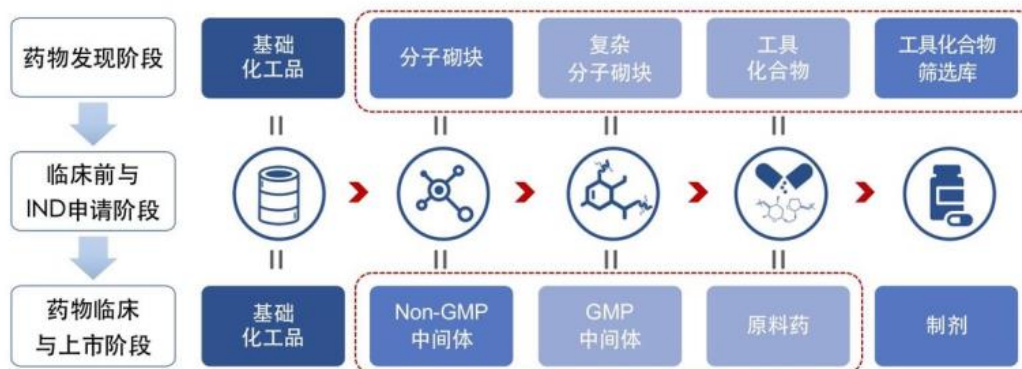
分类	对应关系		对应关系		对应关系	
	分子砌块	Non-GMP 中间体	复杂分子砌块	GMP 中间体	工具化合物	原料药
是否具有药物活性	没有	没有	没有	一般没有	有	有
应用目的	科学研究	生产制造	科学研究	生产制造	科学研究/ 药物发现	生产制造
应用阶段	药物发现阶段，一般为 IND 之前	药物临床与上市阶段，一般为 IND 之后	药物发现阶段，一般为 IND 之前	药物临床与上市阶段，一般为 IND 之后	药物发现阶段，一般为 IND 之前	药物临床与上市阶段，一般为 IND 之后
下游产品	合成复杂分子砌块，也可以合成结构简单的工具化合物	合成 GMP 中间体，也可以合成结构简单的原料药	合成工具化合物	合成原料药	用于科研或者工具化合物筛选库的构建	用于制剂的制造生产
应用数量	克至千克级	千克至吨级	克至千克级	千克至吨级	毫克至克级	千克至吨级
生产条件	非 GMP 条件	非 GMP 条件	非 GMP 条件	GMP 条件	非 GMP 条件	GMP 条件

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

随着药物研发向临床推进产品需求数量逐渐增加，从临床前研究开始，客户对于分子砌块和工具化合物的需求逐渐转换为对原料药和中间体的需求，两种需求的产品在分子结构式的本质没有区别。对新发现的候选化合物进行从实验室到商业化运用的放大生产过程涉及复杂的工艺研究、严格的质量管理和高效的项目管理，最终将研究结果顺

利转化为药品。因此我们认为，分子砌块与工具化合物业务具有向药物研发下游导流的属性，是公司做大相关产品规模的窗口，也是加强客户合作、获客的抓手，行业发展前景较为广阔。

图 14: 皓元医药主要产品在药物研发与药物制造领域的对应关系



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 公司分子砌块业务抢先布局，未来前景广阔

分子砌块和工具化合物行业存在较高壁垒，主要体现在：1) **产品设计和筛选壁垒**：分子砌块和工具化合物产品的设计和筛选需要熟悉药物研发的流程和原理、深刻理解化合物构效关系和构性关系的技术团队；2) **产品开发壁垒**：分子砌块和工具化合物种类繁多，结构多样，对于合成过程复杂、结构新颖产品的合成开发需要具备杂环化学、手性化学、金属有机化学，以及包括核苷、核苷酸、糖化学在内的生物有机化学等方面的综合专业知识，对研发技术人员的技术水平都有着极高的要求。3) **结构确证和质量研究壁垒**：分子砌块和工具化合物结构多样，对分析技术的要求格外高，而现代的分析检测手段大部分需要仪器支撑完成，配备完善且具备规模的检测仪器设备，并有专业的高端人才团队来运行操作，需要技术、人才和研发经验的长期积累。

由于分子砌块数量较多，根据经营业务覆盖范围和产品线的丰富程度不同，可以将分子砌块和工具化合物领域的公司划分为综合型和聚焦型两类。综合型企业产品线丰富，包括无机、有机和金属有机化合物，纯金属和元素，贵金属化合物和催化剂，生化、分析类产品和实验室器材等生命科学和医药研发相关实验室产品，分子砌块只占其业务的有限部分；聚焦型企业产品一般以有机合成试剂和分子砌块为主，自研部分产品的同时依托外部供应商产品资源扩展自身的产线，分子砌块为其主要业务。

从竞争格局看，目前主要从事分子砌块+工具化合物业务的企业，海外包括 Sigma-Aldrich，美国 Tocris Bioscience 等集团上市公司，其产品线几乎覆盖了基础研究、医疗诊断和生物制药生产链的各个环节；国内竞争对手中药石科技专注于为药物研发企业提供产品技术含量高、附加值高的药物分子砌块，分子砌块库较为庞大，泰坦科技与阿拉

丁主要销售高纯度特种化学品和生命科学研究用试剂产品，与公司专注新药研发形成错位竞争。

表 6: 皓元医药与竞争对手在分子砌块与工具化合物领域对比情况

公司	业务类型	产品种类	2019 年财务数据
皓元医药	聚焦性	超过 4.2 万种（分子砌块超 3 万中，工具化合物超 1.2 万种）	营业收入 4.09 亿元人民币, 净利润 0.73 亿元人民币
Sigma-Aldrich	综合型	生命科学类产品 30 万种	Merck KGaA 的生命科学事业部销售额 68.64 亿欧元, 毛利润 39.03 亿欧元
Tokyo Chemical Industry Co., Ltd. (TCI)	综合型	在售总产品数超过 2.9 万种	
药石科技	聚焦型	分子砌块超过 4 万种, 工具化合物超过 1 万种	营业收入 6.62 亿元人民币, 净利润 1.52 亿元人民币
泰坦科技	综合型	分子砌块和工具化合物合计超过 3 万种	营业收入 11.44 亿元人民币, 净利润 0.74 亿元人民币
阿拉丁	综合型	分子砌块超过 2.2 万种, 工具化合物超过 0.48 万种	营业收入 2.10 亿元人民币, 净利润 0.64 亿元人民币

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

根据皓元医药招股书测算, 2019 年全球分子砌块和工具化合物市场规模约为 546 亿美元(对应 2019 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率折算为 3811 亿元人民币)。以 Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 和 Enamine 为龙头企业, 市场占有率 10%以上, Fluorochem 和 Asta Tech 等公司为第二梯队, 市场占有率 1%-10%。而皓元医药的分子砌块业务进入全球市场较晚, 还处于快速拓展产品线的初级阶段, 市场占有率 1%以下。工具化合物方面, 公司同样落后国际龙头企业较多。我们认为分子砌块与工具化合物应用场景广泛, 面向新药研发的相关产品未来空间广阔, 公司尽管当前市占率较低, 但作为国产先发企业, 在高壁垒竞争中有望获得先发优势, 未来发展潜力较大。

表 7: 海内外代表性企业分子砌块与工具化合物业务市场份额情况

公司	市场规模	2019 年收入 (万元, 人民币)	市场份额
药石科技	546 亿美元	66,223	0.17%
阿拉丁		152,242	0.04%
泰坦科技		102,173	0.03%
皓元医药		23,568	0.06%
Sigma-Aldrich		5,374,512 (Merck KGaA 的生命科学事业部销售额 68.64 亿欧元)	14.10%

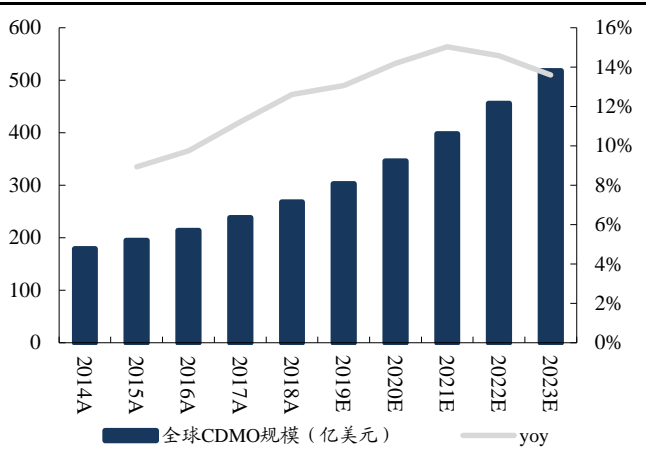
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所, 注: 汇率取 2019 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率 (1: 6.98), 取 2019 年 12 月 31 日欧元兑人民币汇率 (1: 7.83)

4. CDMO 赛道优质, 相关业务未来有望驱动公司业绩高增

4.1. CDMO 行业高速增长，中国企业显著受益

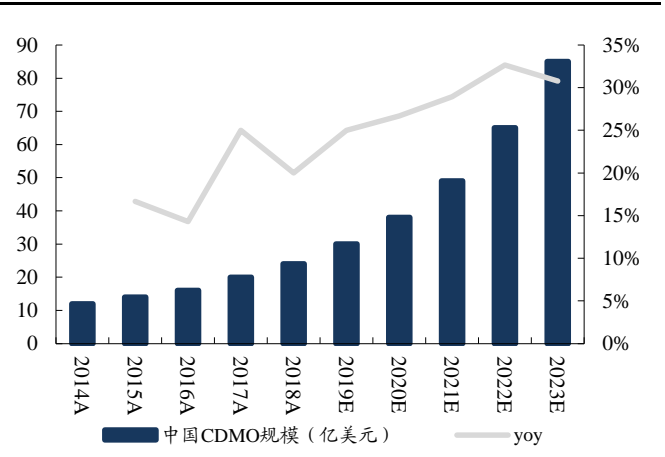
受益全球和中国创新药研发的高景气度和产能转移，中国 CDMO 行业发展速度较快。根据 Frost & Sullivan 数据及预测，2018 年全球 CDMO 市场规模为 268 亿美元，全球 CDMO 行业有望在 2023 年达到 518 亿美元，2018 年至 2023 年年均复合增长率为 14.1%。而中国拥有较低的生产成本、良好的工业基础、以及工程师红利等优势，CDMO 行业增速显著快于全球平均水平。根据 Frost & Sullivan，2018 年我国 CDMO 行业市场规模约为 24 亿美元，在此基础上，受益于全球产业链转移和政策红利，中国 CDMO 行业市场规模有望在 2023 年达 85 亿美元，2018 年至 2023 年年均复合增长率为 28.8%。

图 15: 全球 CDMO 市场规模和增速



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

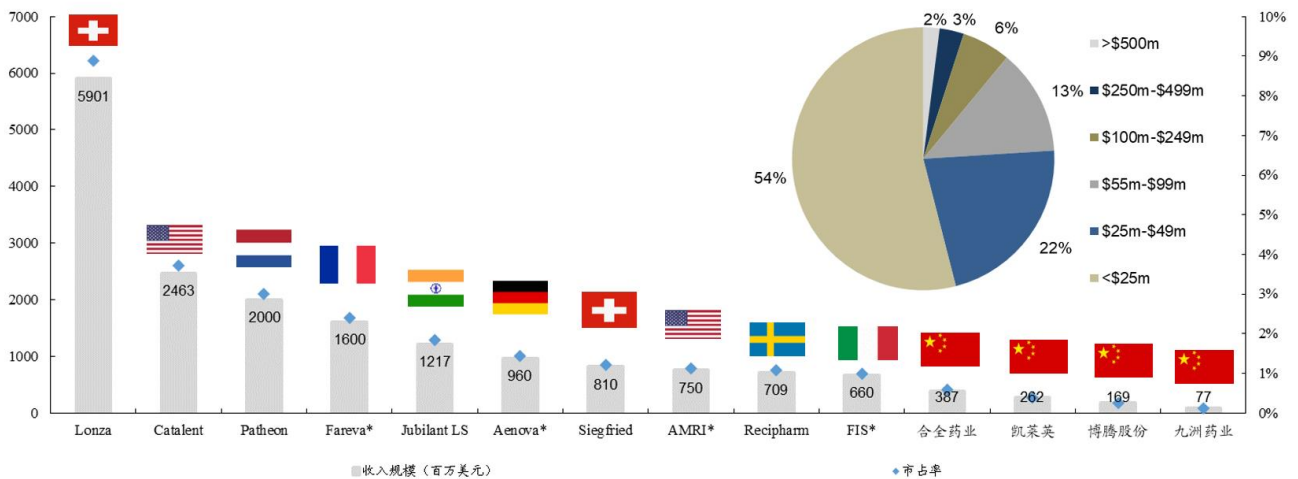
图 16: 中国 CDMO 市场规模和增速



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

然而，CDMO 行业集中度较低，2018 年全球仅 CDMO 龙头 Lonza 收入超 50 亿美元，以收入规模计市占率约为 9%。我国企业无一进入 CDMO 企业全球收入规模前十。同时，根据 pwc 统计，2018 年全球 282 家 CDMO 企业中有 152 家收入低于 2500 万美元，占比 54%，竞争格局较为分散。国内市场方面，2018 年 CDMO 龙头合全药业市占率约为 5.4%，合全药业、凯莱英、博腾股份和九洲药业四家头部企业合计市占率不到 12%。由于 CDMO 行业利润源自专业分工产生的规模优势，且头部企业生产资质更为齐全，拥有丰富的合同定制经验与协助客户开发的技术实力，我们预计未来拥有核心技术平台优势和规模化生产优势的 CDMO 企业将更为受益，未来我国 CDMO 行业市场集中度有望逐步拉升。

图 17: 全球 CDMO 行业竞争格局 (2018)



数据来源: Results Healthcare, pwc, wind, 东吴证券研究所。注: 标“*”表示公司未上市, 汇率取美元: 人民币=1: 7, 饼状图为按收入规模划分的公司数量分布

4.2. API/中间体品种丰富, 期待未来公司 CDMO 商业化阶段产品放量

目前, 皓元医药原料药与中间体业务布局较为广泛, 生产品种包括创新药与难仿药的 API 及相关中间体。其中创新药相关业务, 均以 CDMO 的业务模式与客户进行合作, 服务模式包括为客户提供创新药物临床申报所需的质量研究以及样品制备服务、为客户提供临床前或者临床阶段原料药或中间体的生产制备服务以及已上市专利药的中间体商业化生产服务。

从服务的种类看, 公司 CDMO 项目对应的创新药中, 处于临床前及临床 I 期项目居多, 部分产品已进入临床 II 期、临床 III 期或者新药上市申报阶段。公司 CDMO 项目主要布局在中国、日本、美国和韩国市场: 截至 2021 年 2 月 28 日, 中国市场的 CDMO 项目有 58 个, 其中 1 个已获批上市, 1 个处于新药上市申报阶段, 2 个处于临床 III 期, 4 个处于临床 II 期; 日本市场的 CDMO 项目共有 40 个, 其中 2 个已经获批上市, 3 个处于 II 期临床阶段; 美国市场 CDMO 项目共有 6 个, 其中 2 个处于 II 期临床阶段; 韩国市场 CDMO 项目共有 6 个, 其中 1 个已经获批上市。

表 8: 皓元医药主要中间体和原料药产品与下游终端药品

项目名称	对应中间体	对应原料药	属创新药还是仿制药	终端药品品名
替格瑞洛	替格瑞洛中间体 TGA、替格瑞洛中间体 TGB、替格瑞洛中间体 TGC 等	替格瑞洛	仿制药	替格瑞洛片
艾日布林	艾日布林中间体 ARA、艾日布林中间体 ARB、艾日布林中间体 ARC、艾日布林中间体 ARD、艾日布林中间体 ARE 等	甲磺酸艾日布林	仿制药	甲磺酸艾日布林注射液

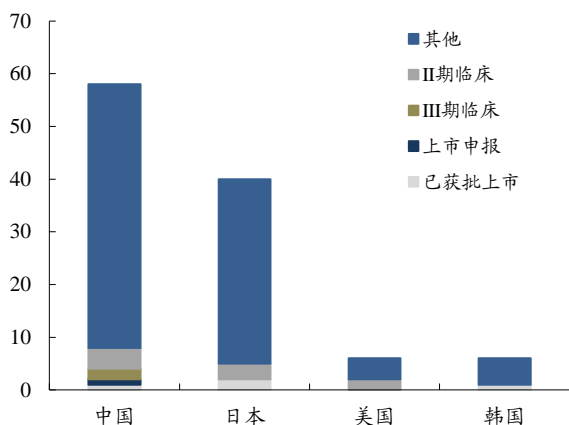
艾地骨化醇	艾地骨化醇中间体 ADA、艾地骨化醇中间体 ADB 等	艾地骨化醇	仿制药	艾地骨化醇软胶囊
西那卡塞	西那卡塞中间体 XNA、西那卡塞中间体 XNC、西那卡塞中间体 XND、西那卡塞中间体 XNE、西那卡塞中间体 XNF 等	盐酸西那卡塞	仿制药	盐酸西那卡塞片
替格列汀	替格列汀中间体 TLA、替格列汀中间体 TLB 等	氢溴酸替格列汀	仿制药	氢溴酸替格列汀片
沙库比曲	沙库比曲中间体 SACA、沙库比曲中间体 SACB、沙库比曲中间体 SACC、沙库比曲中间体 SADC 等	沙库比曲缬沙坦钠	仿制药	沙库比曲缬沙坦钠片
伐伦克林	伐伦克林中间体 FLA、伐伦克林中间体 FLB、伐伦克林中间体 FLC 等	酒石酸伐伦克林	仿制药	酒石酸伐伦克林片
曲贝替定	曲贝替定中间体 QBA、曲贝替定中间体 QBB 等	曲贝替定	仿制药	曲贝替定注射液
巴多昔芬	巴多昔芬中间体 BDA、巴多昔芬中间体 BDB 等	醋酸巴多昔芬	仿制药	醋酸巴多昔芬片
卡泊三醇	卡泊三醇中间体 KBB、卡泊三醇中间体 KBC、卡泊三醇中间体 KBD 等	卡泊三醇	仿制药	卡泊三醇软膏/卡泊三醇搽剂
玛莎骨化醇	玛莎骨化醇中间体 MSA、玛莎骨化醇中间体 MSB、玛莎骨化醇中间体 MSC 等	玛莎骨化醇	仿制药	玛莎骨化醇软膏
巴洛沙韦酯	巴洛沙韦酯中间体 BLA、巴洛沙韦酯中间体 BLB、巴洛沙韦酯中间体 BLC、巴洛沙韦酯中间体 BLD 等	巴洛沙韦酯	仿制药	巴洛沙韦酯
法匹拉韦	法匹拉韦中间体 FPA、法匹拉韦中间体 FPB、法匹拉韦中间体 FPC 等	法匹拉韦	仿制药	法匹拉韦片
伊卢多啉	伊卢多啉中间体 YLA、伊卢多啉中间体 YLB、伊卢多啉中间体 YLB 等	伊卢多啉	仿制药	伊卢多啉片
帕布昔利布	帕布昔利布中间体 PBA、帕布昔利布中间体 PBB、帕布昔利布中间体 PBC 等	帕布昔利布	仿制药	帕布昔利布胶囊
阿哌沙班	阿哌沙班中间体 APA、阿哌沙班中间体 APB 等	阿哌沙班	仿制药	阿哌沙班片
阿普斯特	阿普斯特中间体 AMA、阿普斯特中间体 AMB 等	阿普斯特	仿制药	阿普斯特片
ND403	新药中间体 ND403A	ND403 原料药	创新药	获批上市
RC48	ADC 类产品中间体	无	创新药	新药上市申报阶段
ND003	新药中间体 PBB	客户未有披露	创新药	临床 III 期
ND426	新药中间体 ND426A	客户未有披露	创新药	临床 III 期
ND356	新药中间体 SACC	客户未有披露	创新药	临床 II 期
ND407	新药中间体 ND407A、新药中间体 ND407B	客户未有披露	创新药	临床 II 期
ND453	新药中间体 ND453A	客户未有披露	创新药	临床 II 期

ND148	新药中间体 ND148A	客户未有披露	创新药	临床 II 期
ND365	新药中间体 ND365A	客户未有披露	创新药	临床 II 期
ND413	新药中间体 ND413A、新药中间体 ND413B、新药中间体 ND413C	客户未有披露	创新药	临床 II 期
ND411	新药中间体 ND411A、新药中间体 ND411B	客户未有披露	创新药	临床 II 期

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

我们认为，公司 CDMO 业务服务客户较为广泛，过往难仿原料药与中间体开发积累丰富经验。未来随着客户项目研究的不断推进，公司项目所处研发阶段将逐渐往下游延伸，后续商业化品种的增加及逐步放量有望驱动公司 CDMO 业务收入快速增长。

图 18: 皓元医药 CDMO 项目各阶段分布



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所，注：截至 2021 年 2 月 28 日

表 9: 皓元医药原料药和中间体业务部分客户

海外客户	雅典娜制药 (Athenex)、日产化学 (Nissan Chemical)、沢井制药 (Sawai)、第一三共 (Daiichi-Sankyo)、卫材 (Eisai)、梯瓦制药 (Teva)、太阳制药 (Sun)、西普拉 (Cipla) 等
国内大型药企客户	信立泰、健康元、扬子江药业、恒瑞医药、齐鲁制药、石药集团等
国内创新药物研发企业客户	Revolution、Viracta、Prelude、荣昌生物、艾力斯、劲方、轩竹等

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

4.3. 募投项目扩大产能，公司 CDMO 业务扩张动能充足

公司此次 IPO 募投项目主要包含上海研发中心升级建设项目、安徽皓元生物医药研发中心建设项目和安徽皓元药业有限公司年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目 (一期) 项目。其中：

- 上海皓元医药股份有限公司上海研发中心升级建设项目将在公司现有研发体系的基础上实现公司 CMC/CDMO (CMO) 创新药技术开发、原料药注册申报、原料药晶型筛选三大方向研发能力的扩展升级，大幅提升公司在药物工艺开发、技术改进和药证申报业务方面的研发能力。
- 安徽皓元药业有限公司生物医药研发中心建设项目将建成千克级 GMP 实验室、安全评估工程技术研究实验室、分析 CNAS 认证实验室，为工厂的 GMP 生产提供技术支持的同时为客户提供符合 cGMP 标准的药物研发及实验服务，为公司向制药产业化布局打下更为坚实的基础。

- 安徽皓元药业有限公司年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目（一期）建设内容主要包括三个生产车间、三个甲类物品库、一个综合仓库、一个废固仓库，以及储罐区及泵房、公用工程楼等。项目一期工程建成后将实现 4 个原料药产品和 4 个中间体产品的产业化生产，形成自有的符合 GMP 标准的原料药、中间体生产基地，改变公司目前主要依靠委托加工模式进行规模化生产的现状，完成公司在制药产业化领域的布局。

表 10: 公司 IPO 募投项目与投资金额（万元）

项目名称	预计投资总额	拟投入募集资金金额	
		金额	比例
上海皓元医药股份有限公司上海研发中心升级建设项目	5,000.00	5,000.00	100.00%
安徽皓元药业有限公司生物医药研发中心建设项目	4,000.00	4,000.00	100.00%
安徽皓元药业有限公司年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目（一期）	53,268.92	50,000.00	93.86%
补充流动资金	6,000.00	6,000.00	100.00%
合计	68,268.92	65,000.00	95.21%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

我们认为公司依托募投项目有望加速产能扩张进度，为未来承接 CDMO 与高难度 API 订单打下基础，同时研发中心的建设与升级有望继续提升公司“D”端实力，为公司未来 CDMO 业务发展赋能。

5. 盈利预测与估值

核心假设:

- 1、分子砌块与工具化合物业务维持高速增长，我们预计 2020 年至 2023 年相关业务收入复合增长率达 45.7%，其中业务以产品销售收入为主。
- 2、原料药与中间体业务由 CDMO 业务拉动，我们预计 2020 年至 2023 年相关业务收入复合增长率达 44.1%。
- 3、2021-2023 年，其他业务每年维持 30%的增速。
- 4、2021-2023 年，毛利率维持在 56%-57%的较高水平。

表 11: 皓元医药收入拆分与预测

单位: 百万	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	300.20	408.97	635.10	928.66	1344.00	1931.52
增速		36.23%	55.29%	46.22%	44.72%	43.71%

毛利率	51.57%	57.18%	56.67%	56.94%	56.91%	56.72%
分子砌块和工具化合物业务						
收入合计	150.64	235.68	345.81	512.96	745.82	1069.75
增速		56.46%	46.73%	48.33%	45.39%	43.43%
毛利率	68.29%	70.70%	70.26%	70.69%	70.62%	70.63%
1.产品销售收入	132.32	213.90	317.03	475.54	699.04	1013.61
增速		61.66%	48.21%	50.00%	47.00%	45.00%
毛利率	70.04%	72.58%	71.73%	72%	71.70%	71.50%
2.技术服务收入	18.32	21.78	28.79	37.43	46.78	56.14
增速		18.87%	32.19%	30%	25%	20%
毛利率	55.64%	52.16%	54.06%	54.00%	54.50%	55.00%
原料药和中间体业务						
收入合计	148.19	167.25	285.04	410.18	591.01	852.45
增速		12.86%	70.43%	43.90%	44.08%	44.24%
毛利率	34.78%	38.83%	40.60%	40.51%	40.29%	39.87%
1.产品销售收入	142.21	155.16	272.52	395.16	572.98	830.81
增速		9.10%	75.64%	45%	45%	45%
毛利率	34.27%	37.96%	40.36%	40.30%	40%	40%
2.技术服务收入	5.99	12.10	12.52	15.03	18.03	21.64
增速		102.05%	3.53%	20%	20%	20%
毛利率	46.93%	49.93%	45.89%	46%	46.20%	46.50%
其他业务						
收入	1.36	6.04	4.24	5.51	7.17	9.32
增速		344.12%	-29.80%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源：wind，公司招股书，东吴证券研究所，注：标底纹数据为东吴医药团队测算所得

预计皓元医药 2021-2023 年的收入分别为 9.29 亿、13.44 亿、19.32 亿元，增速分别达 46.2%、44.7%、43.7%；净利润分别为 1.98 亿、2.99 亿、4.21 亿元，增速分别达 54.1%、51.0%、41.0%，净利润三年复合增速高达 48.6%，相应 2021-2023 年 EPS（发行后）分别为 2.66、4.02、5.67 元，发行价对应估值分别为 24、16、11 倍。参考可比公司估值，考虑公司分子砌块与工具化合物业务以及 CDMO 业务的高成长性，我们认为公司后续增长空间较大，建议投资者积极关注。

表 12：可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002821.SZ	凯莱英	384.93	3.97	5.41	7.13	96.96	71.15	53.99
603456.SH	九洲药业	43.43	0.74	0.98	1.29	58.69	44.32	33.67
300725.SZ	药石科技	139.18	1.72	2.53	3.63	80.92	55.01	38.34
688166.SH	博瑞医药	45.67	0.62	1.03	1.49	73.66	44.34	30.65
	平均					77.56	53.70	39.16
688131.SH	皓元医药	64.99	2.66	4.02	5.67	24.41	16.17	11.47

数据来源：东吴证券研究所，注：凯莱英、九洲药业、药石科技、博瑞医药均已覆盖，EPS 为东吴医药团队预测，股价为 2021 年 6 月 4 日收盘价格，皓元医药 PE 依据发行价计算

6. 风险提示

1、产品研发风险：公司从事新药研发相关业务，若相关分子砌块、工具化合物、原料药等研发进度不及预期或研发失败，将影响公司前期投入的回收。

2、存货不能及时变现风险：2018-2020 年公司存货账面价值分别为 1.19 亿元、1.50 亿元和 2.29 亿元，金额较大且增速较快，占流动资产的比例分别为 46.99%、35.29%和 35.92%。若公司说存货不能及时变现，将影响公司业绩。

3、行业竞争加剧风险：若未来行业竞争加剧，将导致公司产品议价能力减弱，进而导致公司毛利率下降，影响盈利能力。

4、汇兑损益风险：公司海外收入占比较高，若未来人民币汇率波动较大，且公司不能合理控制汇率变动风险，将对公司经营产生负面影响。

5、高素质专业人才流失风险：医药研发行业是知识密集型行业，充足的高素质专业人是公司在行业竞争中维持优势的关键。若公司不能通过各种激励等稳定自身人才团队，将对公司核心竞争力造成不利影响。

6、市场与宏观政策风险：若市场与宏观政策等出现调整，导致药物研发和生产需求下降，将影响公司业务发展和经营业绩。

皓元医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	637	1748	1964	2267	营业收入	635	929	1344	1932
现金	292	1252	1250	1240	减:营业成本	275	400	579	836
应收账款	87	128	183	265	营业税金及附加	2	3	4	6
存货	229	334	487	699	营业费用	49	102	141	203
其他流动资产	23	23	30	42	管理费用	66	107	153	220
非流动资产	220	468	685	998	研发费用	65	107	148	218
长期股权投资	72	72	72	72	财务费用	9	0	0	0
固定资产	46	216	374	616	资产减值损失	31	0	0	0
在建工程	24	94	146	209	加:投资净收益	1	2	3	4
无形资产	32	39	47	54	其他收益	12	17	25	36
其他非流动资产	55	125	178	241	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	857	2216	2649	3265	营业利润	149	229	346	488
流动负债	295	247	382	576	加:营业外净收支	0	0	0	0
短期借款	77	0	0	0	利润总额	149	229	346	488
应付账款	103	123	192	282	减:所得税	20	31	47	66
其他流动负债	68	34	65	124	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	34	34	34	34	归属母公司净利润	128	198	299	421
长期借款	0	0	0	0	EBIT	178	210	318	448
其他非流动负债	34	34	34	34	EBITDA	189	251	379	504
负债合计	329	281	416	610	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.73	2.66	4.02	5.67
归属母公司股东权益	528	1935	2233	2655	每股净资产(元)	9.47	26.02	30.04	35.71
负债和股东权益	857	2216	2649	3265	发行在外股份(百万股)	56	74	74	74
					ROIC(%)	25	9	12	15
					ROE(%)	24	10	13	16
					毛利率(%)	56.7	56.9	56.9	56.7
					销售净利率(%)	20.2	21.3	22.2	21.8
					资产负债率(%)	38.4	12.7	15.7	18.7
					收入增长率(%)	55.3	46.2	44.7	43.7
					净利润增长率(%)	74.9	54.1	51.0	41.0
					P/E	37.62	24.41	16.17	11.47
					P/B	9.15	2.50	2.16	1.82
					EV/EBITDA	18.00	14.28	9.45	7.13

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 注: 模型相关数据根据发行价计算得出

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>