

2021年06月07日

证券研究报告·新股分析报告

皓元医药 (688131) 医药生物



小分子研发&产业一体化服务商，高速成长可期

投资要点

- **投资逻辑：**1、高端科研试剂受益于新药创新投入的持续增长，将长期维持向上的趋势。分子砌块和工具化合物目前全球市场集中度低，像 Sigma-Aldrich 这样的龙头公司市占率不到 20%，国内公司的市场份额均不到 1%。国内分子砌块和工具化合物的市场基本被外资企业占据，像皓元医药这样的新兴高端试剂公司具有巨大的发展潜力；2、公司的分子砌块和工具化合物提供产品丰富，通过持续提高品牌影响力，有望推动业绩维持 40%-50% 的增速；3、原料药和中间体五大平台奠定持续产出，新药 CDMO 业务增长后劲充足，且随着募投产能投产后缓解产能瓶颈，该业务有望维持 50% 的增速。
- **分子砌块和工具化合物：品牌影响力持续提升，促进业绩高速增长。**2020 年分子砌块收入为 0.81 亿元 (+59%)，工具化合物收入为 2.36 亿元 (+45%)，均处于高速增长的趋势下。公司从 2017 年开始单独将分子砌块业务列出来重点发展，经过几年积累，目前能提供约 3 万种分子砌块产品，在国内可比公司中仅少于药石科技。公司提供约 1.2 万种工具化合物，基本覆盖了新药科研热门领域，在可比公司中产品实力名列前茅。在科研领域，客户看重产品品质，对价格敏感度相对不高。公司致力于打造良好的品牌形象，以专业获取客户信任，文献引用率逐渐高升。预计随着公司渗透率的逐渐提高，分子砌块和工具化合物业务将持续高速增长。
- **原料药和中间体：募投产能助力扩大规模，CDMO 项目有望厚积爆发。**2020 年原料药和中间体销售收入为 2.73 亿元 (+75.64%)。公司目前具有高活性原料药 (HPAPI) 开发平台、多手性复杂药物技术平台等五大平台，每个平台均有几百到上千个产品成果。创新药 CDMO 项目市场发展潜力巨大。公司 CDMO 项目 104 个，处于临床前及临床 I 期项目居多，随着客户项目研究的不断推进，公司项目所处研发阶段也会逐渐往下游延伸。客户项目研究的不断推进势必会导致对公司原料药和中间体产品的更大需求。公司本次募投项目包括上海研发中心升级建设、安徽皓元年产 121 吨医药原料药及中间体建设、安徽生物医药研发中心建设。随着项目投产后规模化提升和管理水平的提高，形成“研发+生产”双轮驱动的格局，有望降低成本和委外风险，进一步增强公司竞争力和盈利能力。
- **盈利预测。**预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 9/13/18 亿元，净利润分别为 2/2.9/4 亿元，EPS 为 2.68/3.87/5.53 元。公司身处好赛道，在业内已具备一定行业地位，上市募资后将有望进一步增加公司实力，助力业务提速发展，建议积极关注。
- **风险提示：**专利纠纷的风险；对外销售的分子砌块和工具化合物产品主要来源于外购成品再开发的风险；原料药和中间体募投项目进度不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	635.10	900.64	1299.70	1814.19
增长率	55.29%	41.81%	44.31%	39.58%
归属母公司净利润(百万元)	128.43	199.05	287.44	411.06
增长率	74.91%	54.98%	44.41%	43.01%
每股收益 EPS(元)	1.73	2.68	3.87	5.53
净资产收益率 ROE	24.33%	14.76%	18.01%	21.08%

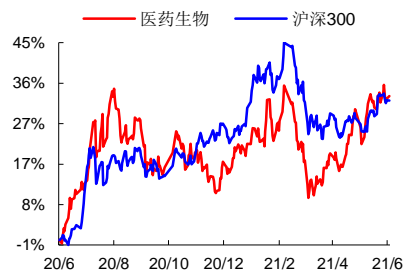
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 张熙
 执业证号: S1250520070005
 电话: 021-68416017
 邮箱: zhangxi@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(百万股)	55.74
本次发行(百万股)	18.60
发行后总股本(百万股)	74.34
2020年每股收益(摊薄后)(元)	2.30
2020年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	2.13

主要指标(2020年Q1)

每股净资产	10.41
毛利率	53.95
流动比	2.63
速动比率	1.69
应收账款周转率	2.52
资产负债率	39.78
净资产收益率	9.78

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况	1
2 分子砌块和工具化合物业务：品种丰富，品牌影响力持续提升	4
2.1 分子砌块和工具化合物行业介绍	4
2.2 公司品种丰富，品牌影响力持续提升	5
2.3 分子砌块和工具化合物未来增长点	8
3 原料药和中间体业务：技术+市场驱动，发展潜力巨大	8
3.1 国内原料药中间体行业：受益于产能转移，向特色原料药和 CMO 延伸	8
3.2 产品储备丰富，建立客户需求优势	9
3.3 原料药和中间体业务增长点	13
4 募投项目分析	13
5 盈利预测与估值	14
6 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司的主要产品、客户及用途和对标企业	1
图 2: 公司股权结构图	1
图 3: 2016-2020 营业收入及增速 (亿元)	2
图 4: 2016-2020 归母净利润及增速 (亿元)	2
图 5: 主营收入金额 (按业务划分) (单位: 亿元)	3
图 6: 主营收入构成 (按地区划分) (单位: 亿元)	3
图 7: 近年公司期间费用率情况	3
图 8: 近年公司研发投入情况 (百万)	3
图 9: 2016-2020 销售毛利率及净利率情况	4
图 10: 2010 年至 2024 年全球药物研发支出变化情况	4
图 11: 分子砌块和工具化合物业务近三年收入 (亿元)	6
图 12: 分子砌块自产外购收入情况 (亿元)	6
图 13: 工具化合物自产外购收入情况 (亿元)	6
图 14: 公司工具化合物产品被 Google Scholars 文献引用的情况	7
图 15: 2020 年各公司工具化合物产品被 Google Scholars 引用次数占比	7
图 16: 2010-2020 年全球原料药市场规模及增速: (单位: 亿美元)	8
图 17: 2000-2016 美国 DFM 持有人分布情况	9
图 18: 2000-2016 欧盟 API 认证分布情况	9
图 19: 公司主要产品和服务情况示意图	10
图 20: 公司原料药和中间体近三年收入及毛利率情况 (单位: 亿元)	11

表 目 录

表 1: 皓元医药子公司业务范围及财务数据	2
表 2: 公司业务分类及规模	3
表 3: 分子砌块和工具化合物国内外龙头企业对比	5
表 4: 分子砌块和工具化合物的区别	5
表 5: 分子砌块和工具化合物竞争对手对比	7
表 6: 不同类型原料药的比较	9
表 7: 公司各技术平台功能介绍	10
表 8: 代表性原料药和中间体产品	11
表 9: 公司创新药 CDMO 业务	12
表 10: 原料药和中间体业务同行业公司比较	12
表 11: 公司募投项目及金额	13
表 12: 分业务收入及毛利率	14
表 13: 可比公司估值情况	14
附表: 财务预测与估值	16

1 公司概况

皓元医药成立于 2006 年，专注于小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研究开发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和技术改进，致力于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技术服务。

经过多年的技术积累，皓元医药成立了高活性原料药 (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、分子砌块和工具化合物库开发孵化平台在内的 6 个核心技术平台，服务范围涵盖抗肿瘤、抗病毒、糖尿病、心脑血管、免疫系统、神经系统等领域。

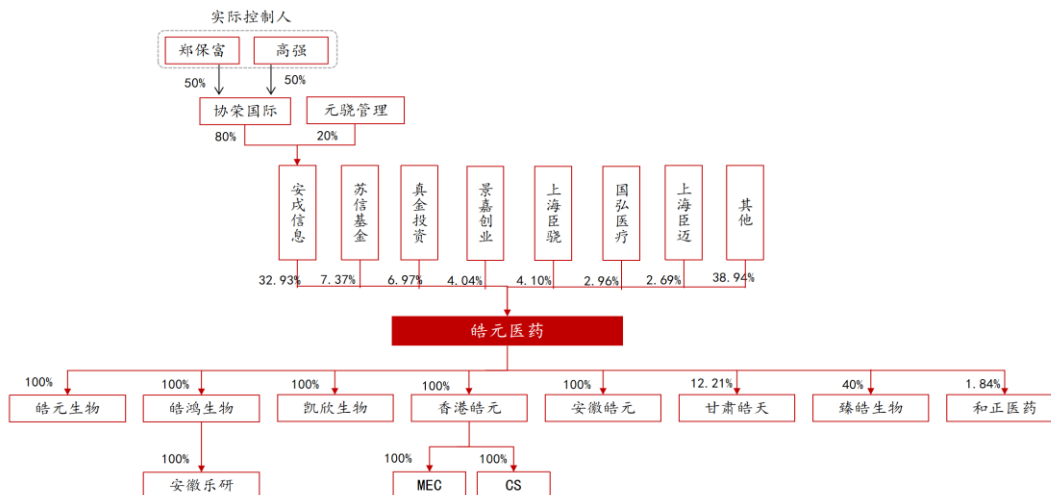
图 1：公司的主要产品、客户及用途和对标企业



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司控股股东为安成信息，郑保富先生和高强先生各自持有协荣国际 50% 的股份，协荣国际持有安成信息 80% 的股份，二人为公司的实际控制人。二人于 2015 年已签署《一致行动协议》，在重大决策上保持一致行动。公司第二、第三大股东为苏信基金、真金投资，属于机构投资者，分别持有公司 7.37%、6.97% 的股份。

图 2：公司股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前公司共有 8 家控股公司和 3 家参股公司，前端业务主要子公司包括皓元生物、皓鸿生物、MCE 等，凯欣生物和安徽皓元主要做原料药和中间体业务。

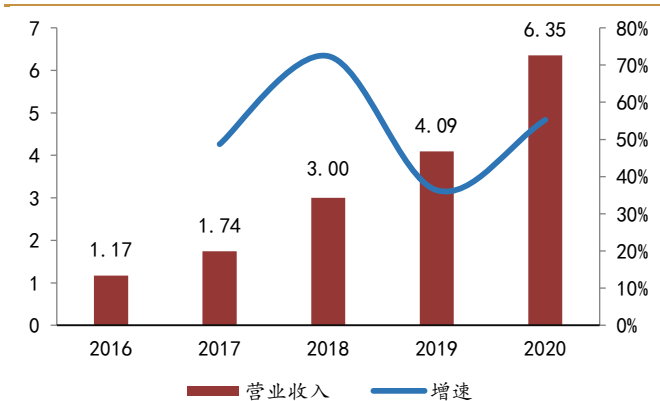
表 1：皓元医药子公司业务范围及财务数据

子公司	持股比例	业务范围	2020 年营收 (万元)	2020 年净利润 (万元)
皓元生物	皓元医药 100% 持股	分子砌块和工具化合物的研发、销售主体	26521.17	9481.79
皓鸿生物	皓元医药 100% 持股	分子砌块的研发、销售主体	7285.23	505.46
凯欣生物	皓元医药 100% 持股	医药原料药和中间体为主的对外出口及销售平台	10175.26	143.85
安徽皓元	皓元医药 100% 持股	医药原料药和中间体研发、生产平台	1.41	(1095.32)
香港皓元	皓元医药 100% 持股	工具化合物、原料药和中间体等产品的销售	3910.23	26.70
安徽乐研	皓鸿生物 100% 持股	工具化合物和分子砌块的研发生产平台	-	(127.37)
MCE	香港皓元 100% 持股	工具化合物的技术拓展和境外商务平台	11496.55	150.41
CS	香港皓元 100% 持股	工具化合物和分子砌块的技术拓展和境外商务平台	2535.70	(215.64)

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

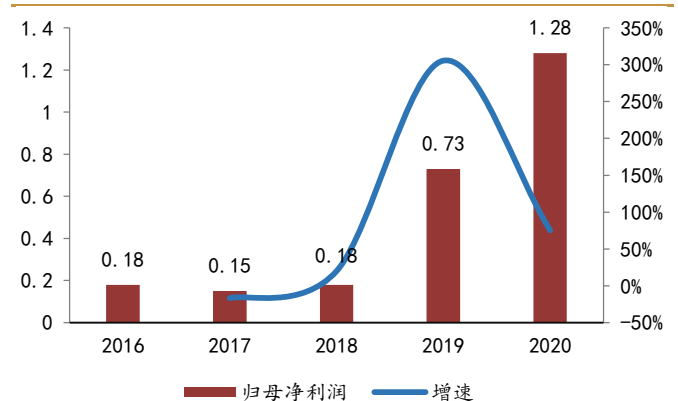
根据公司 2020 年年报，公司 2020 年实现营业收入 6.35 亿元，同比增长 55.26%，实现归母净利润 1.28 亿元，同比增长 75.34%。2016 年至 2020 年复合增长率为 35.68%，实现了较高的增速。随着公司逐渐丰富其分子砌块和工具化合物种类及部分储备中间体、原料药产品的产业化，营业收入有望继续保持较高增速。

图 3：2016-2020 营业收入及增速 (亿元)



数据来源：公司年报，西南证券整理

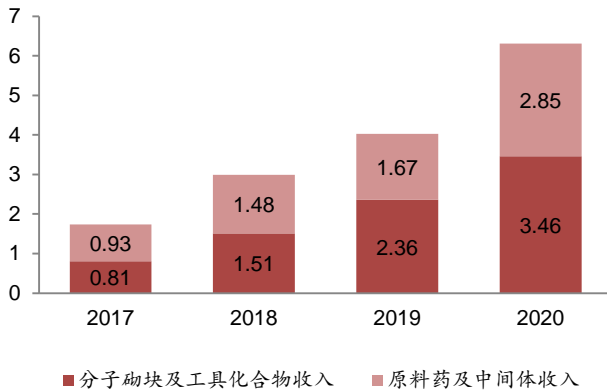
图 4：2016-2020 归母净利润及增速 (亿元)



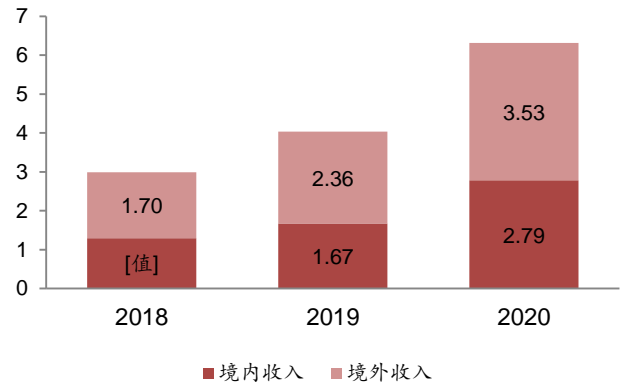
数据来源：公司年报，西南证券整理

公司业务覆盖的领域为分子砌块和工具化合物，以及原料药和中间体。2017-2020 年分子砌块和工具化合物作为公司的核心技术收入分别为 0.81 亿元、1.51 亿元、2.36 亿元和 3.46 亿元，同比增速 85%、56%、47%；2017-2020 年原料药和中间体的收入分别为 0.93 亿元、1.48 亿元、1.67 亿元、2.85 亿元，同比增速 60%、13%、70%，原料药和中间体的业务以中间体产品为主，原料药产品较少。

公司积极进行全球化布局、参与国际化竞争，在日韩、欧美均有客户，其中不乏辉瑞、默沙东等国际知名企业。2020 年度公司境外收入为 3.53 亿元（含境内经销商最终客户在境外），占总收入的 55.91%。国内市场方面，公司分子砌块和原料化合物产品销往各大科研院所及 CXO 公司，原料药和中间体产品销往国内各大药企及创新药研发企业，2020 年度国内收入达到 2.79 亿元。

图 5: 主营收入金额 (按业务划分) (单位: 亿元)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 6: 主营收入构成 (按地区划分) (单位: 亿元)


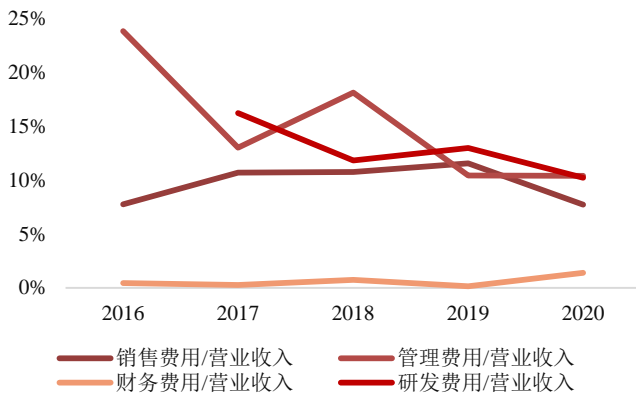
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

表 2: 公司业务分类及规模

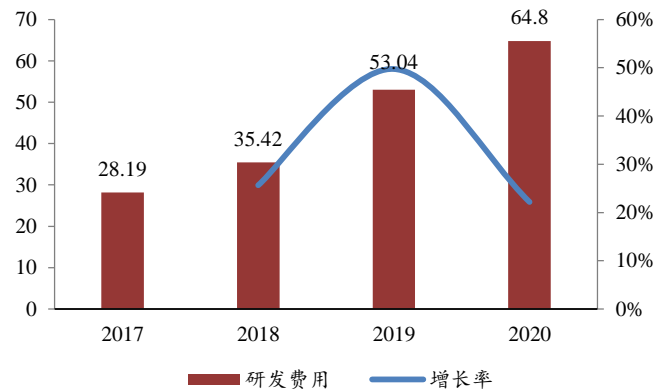
业务内容	产品和技术的应用领域	业务形式	2020 年收入 (亿元)
分子砌块和工具化合物	药物发现研究阶段, 包括疾病机理研究、靶标发现、先导化合物和候选化合物发现	产品销售	3.17
CRO 服务		技术服务	0.29
原料药和中间体	创新药的临床前和临床研究、商业化生产阶段; 仿制药的申报及商业化生产阶段	产品销售	2.73
CMC、CDMO 服务		技术服务	0.13

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

公司费用率近年总体维持平稳。2020 年销售费用率下降了 3.81pp, 这是因为公司采用了新收入准则, 原销售费用中的运输费调整至主营业务成本核算。2020 年, 财务费用上升是因为人民币升值, 汇兑损失上升。公司重视研发, 研发费用率整体维持在 10% 以上的较高的水平。

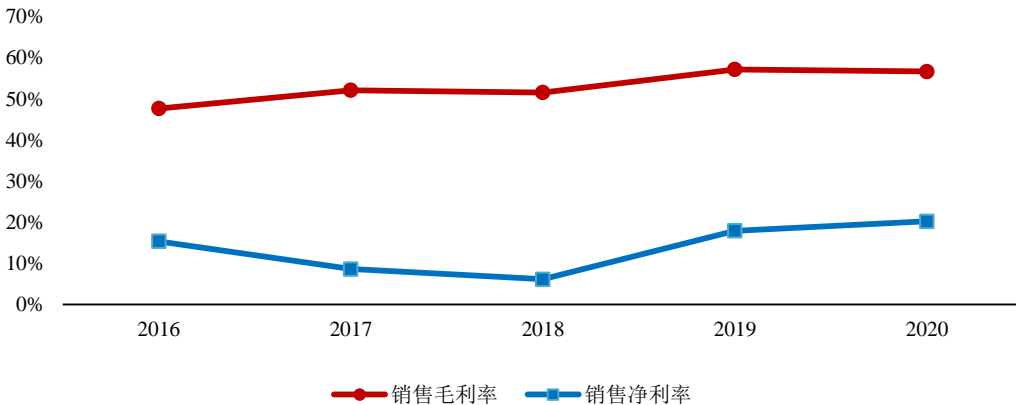
图 7: 近年公司期间费用率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 近年公司研发投入情况 (百万)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司主营业务毛利率基本平稳, 近两年小幅提升主要是因为毛利率较高的分子砌块和工具化合物业务占比提升。随着费用率的下降, 公司在近两年的净利率有所提升。

图 9：2016-2020 销售毛利率及净利率情况


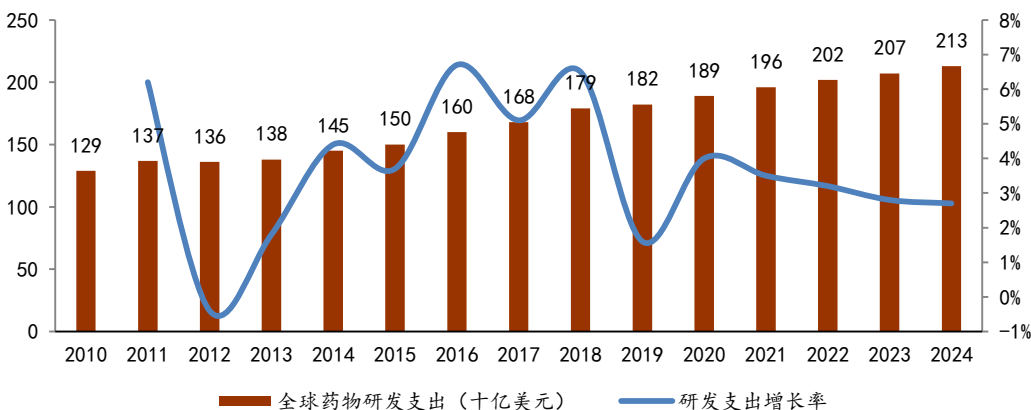
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 分子砌块和工具化合物业务：品种丰富，品牌影响力持续提升

2.1 分子砌块和工具化合物行业介绍

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；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。分子砌块和工具化合物相关产品可应用于药物发现的所有阶段，包含靶标发现和验证、先导化合物的筛选和优化、临床候选化合物的选择等。分子砌块属于高端化学试剂，工具化合物属于生命科学试剂，分子砌块和工具化合物的行业发展与生命科学领域的研究现状、药物研发支出、在研药物数量有紧密联系。

根据 Markets And Markets 的数据,2019 年全球药物研发支出达 1820 亿美元,其中 30% 是用于临床前研究中的试剂投入,据此推算分子砌块和工具化合物 2019 年全球市场规模约为 546 亿美元。医药领域存在大量未被满足的领域需求,随着全球老龄化的加剧,药物研发将在未来相当长一段时间内维持增长,分子砌块和工具化合物市场也将持续增加。

图 10：2010 年至 2024 年全球药物研发支出变化情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

分子砌块和工具化合物行业整体来看，国际大型企业在品牌建设、高端产品及整体市场占据主导地位。国内厂商数量较多，但绝大部分企业规模较小、技术相对落后、品种单一、产品较低端，尚未形成具有垄断地位的大型企业。Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 和 Enamine 是全球市场的龙头企业，市场占有率 10% 以上。国内的可比公司市占率则不足 1%，未来具有较大成长空间。

表 3：分子砌块和工具化合物国内外龙头企业对比

类别	市场规模	2019 年收入 (亿元)	市场份额
皓元医药	3811 亿元	2.36	0.06%
药石科技		6.62	0.14%
泰坦科技		1.02	0.03%
阿拉丁		1.52	0.04%
Sigma-Aldrich		537.45	14.10%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 公司品种丰富，品牌影响力持续提升

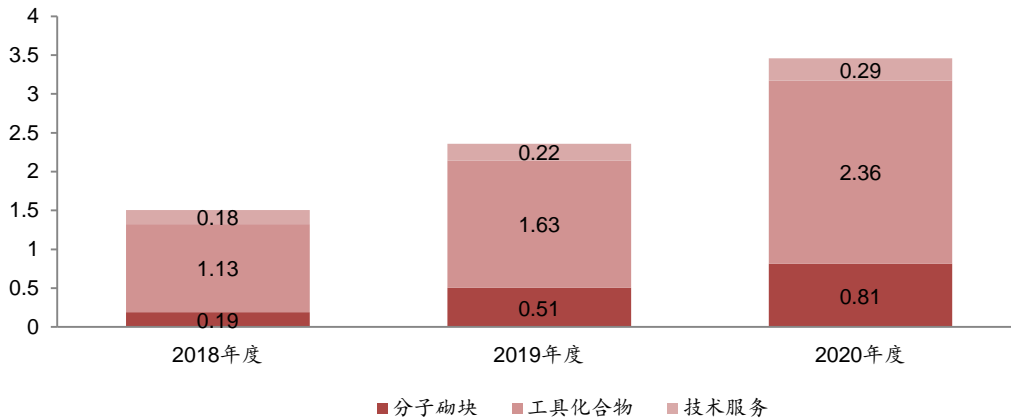
公司的分子砌块产品包括喹啉类、氮杂吡啶类、萘满酮类、哌嗪类、吡咯烷类、环丁烷类、螺环类等，几乎涵盖了所有小分子药物研发过程中常用的化学结构类型。工具化合物的用途非常广泛，应用于与癌症、心脑血管疾病、内分泌系统、抗病毒、代谢等领域。

表 4：分子砌块和工具化合物的区别

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	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

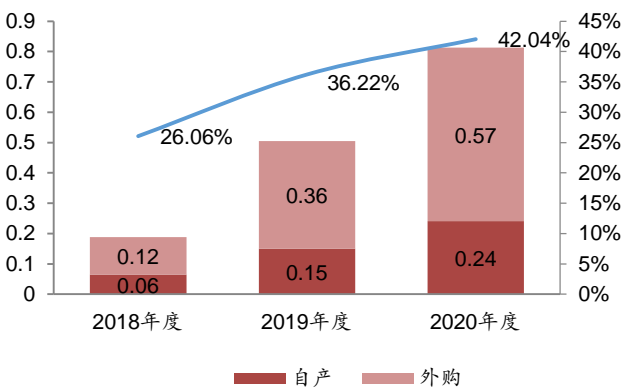
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

分子砌块和工具化合物业务均维持高速增长。公司可提供超过 3 万种分子砌块产品和超过 1.2 万种工具化合物产品，同时致力于提供高难度、高附加值分子砌块和工具化合物定制合成等技术服务。2020 年分子砌块收入为 0.81 亿元 (+59%)，工具化合物收入为 2.36 亿元 (+45%)，均处于高速增长的趋势下。

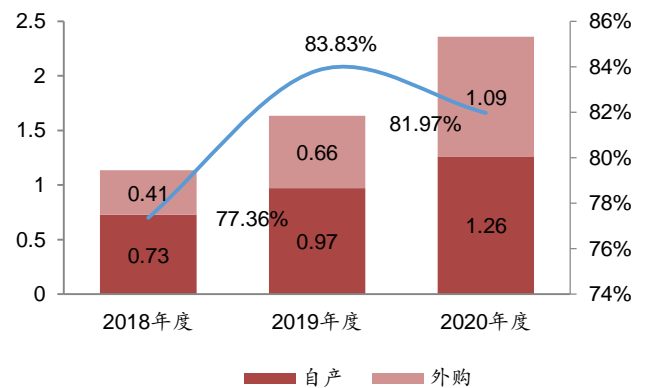
图 11: 分子砌块和工具化合物业务近三年收入 (亿元)


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

公司分子砌块和工具化合物产品储备超过 4.2 万种, 其中公司可自主合成其中超过 1 万种。从收入占比来看, 30% 的分子砌块和 54% 的工具化合物为自产。公司为客户提供一体化服务, 其尽可能满足客户对各种产品的需求, 因此公司筛选符合客户要求的外购产品, 作为自产产品的重要补充。另外, 公司产能不足也是外购的原因之一, 该状况将在资金充足后有望得到改善。

图 12: 分子砌块自产外购收入情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 工具化合物自产外购收入情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

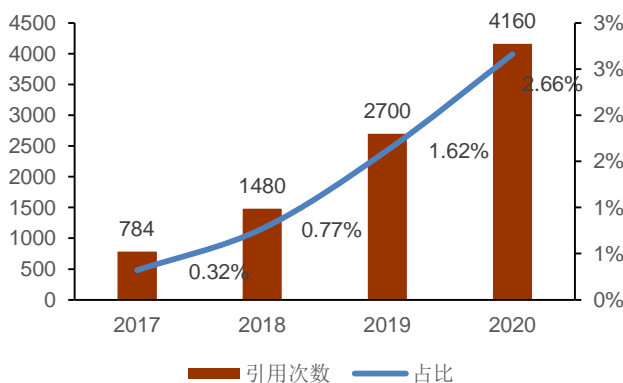
公司的分子砌块和工具化合物业务对标药石科技、泰坦科技和阿拉丁的药物。与可比公司相比, 公司提供的产品齐全, 特别是在工具化合物自产品种多, 品种优势明显; 从规模上来看, 公司仅次于药石科技。公司内部继续加大研发力度, 外部致力于巩固品牌力, 未来客户渗透率将有望进一步提高。

表 5: 分子砌块和工具化合物竞争对手对比

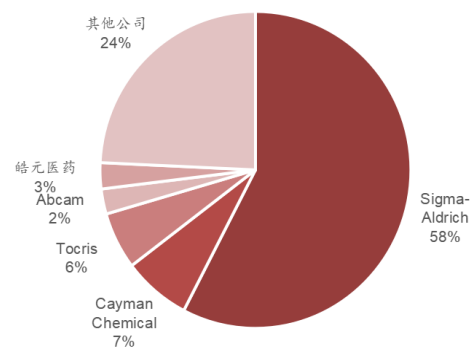
公司名称	分类	2020 年收入 (亿元)	分业务 毛利率	主营产品数量	主营产品描述
皓元医药	分子砌块	0.8	42.04%	分子砌块超过 3 万种, 工具化合物超过 1.2 万种, 总计超过 1 万种产品是自主研发、合成	分子砌块产品涵盖新药研发领域所需的喹啉类、氮杂吡啶类、茶满酮类、哌嗪类、吡咯烷类、环丁烷类、螺环类等化学结构类型产品; 工具化合物产品覆盖基础研究和新药研发领域的大部分信号通路和靶标。
	工具化合物	2.4	81.97%		
药石科技	公斤级以下 (对标分子砌块)	7.9	72.96%	分子砌块超过 4 万种, 工具化合物超过 1 万种, 绝大部分为自主研发	药物分子砌块、药物分子砌块下游关键中间体、原料药和制剂, 帮助药物研发客户加快其药物研发进度并提高其药物研发的成功率。主要包括芳香杂环系列、常见饱和脂环类和四元环类药物分子砌块。
	公斤级以上 (对标中间体)	2.0	37.78%		
泰坦科技	高端试剂 (对标分子砌块)	1.4	65.90%	以自主品牌 Adamas 为主, 拥有 3 万多个品种、超过 5 万种规格, 通过 OEM 厂家生产	各类合成砌块、材料单体、生物标记物、高纯金属、特种催化剂、标准对照品、色谱试剂、生物试剂等, 主要用于生物医药、新材料、新能源、精细化工、食品日化等领域。
阿拉丁	高端化学 (对标分子砌块)	1.2	59.97%	分子砌块超过 2.2 万种, 工具化合物超过 0.48 万种, 均为自主试剂品牌“阿拉丁”	高纯度特种化学品和生命科学研发用试剂产品, 涵盖化学、分析化学、生命科学和材料科学等领域
	生命科学 (对标工具化合物)	0.5	62.09%		

数据来源: 公司招股说明书, 公司官网, 西南证券整理

通过分析公司的工具化合物产品被 Google Scholar 文献的引用情况, 能一定程度反映出公司工具化合物产品的全球市场影响力。2017-2020 年间, 公司的工具化合物引用数量和占比增长迅速, 竞争地位和市场影响力快速提升。2017 年公司工具化合物产品被引用 784 次, 2020 年被引用次数已经达到了 4160 次, 引用文献占比也从 2017 年的 0.32% 提升到了 2020 年的 2.66%。

图 14: 公司工具化合物产品被 Google Scholar 文献引用的情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 2020 年各公司工具化合物产品被 Google Scholar 引用次数占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.3 分子砌块和工具化合物未来增长点

(1) 行业层面, 新药研发投入持续加大, 对科研试剂需求也不断增加。根据 Markets And Markets 的数据, 预计科研试剂行业规模在 500 多亿美金, 整体增速在 2%-4%。用于新药研发的高端试剂市场预计将快于行业整体增速。

(2) 高端科研试剂行业集中度低, 国产试剂快速崛起。分子砌块和工具化合物行业整体来看, 国际大型企业在品牌建设、高端产品及整体市场占据主导地位。国内厂商数量较多, 但绝大部分企业规模较小、技术相对落后、品种单一、产品较低端, 尚未形成具有垄断地位的大型企业。Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 和 Enamine 是全球市场的龙头企业, 市场占有率 10% 以上。而国内企业药石科技、阿拉丁、泰坦科技等市占率不足 1%, 具有可观的成长空间。

(3) 公司业务一体化创新机制, 增强客户黏性, 有望持续提高盈利能力。目前公司已完成分子砌块和工具化合物向原料药和中间体的部分转换, 已有超过 100 种产品完成工艺研发并延伸为原料药和中间体, 其中 88 个具备产业化基础, 这种“分子砌块和工具化合物+特色原料药和中间体”一体化的方式, 使得产品销售和技术服务整合, 增加了客户粘性, 提升了未来公司的盈利能力。

3 原料药和中间体业务: 技术+市场驱动, 发展潜力巨大

3.1 国内原料药中间体行业: 受益于产能转移, 向特色原料药和 CMO 延伸

根据 Markets And Markets 的数据, 2019 年全球 API (原料药) 市场规模约为 1822 亿美元, 预计到 2024 年达到 2452 亿美元, 年均复合增长率约为 6.1%。

2019 年至 2024 年全球约有 1980 亿美元的药品销售面临专利悬崖风险, 假设仿制药价格为原研药的 20%, 则会给仿制药行业带来约 400 亿美元的原研替代空间, 从而大大刺激仿制药相关的特色原料药的发展。

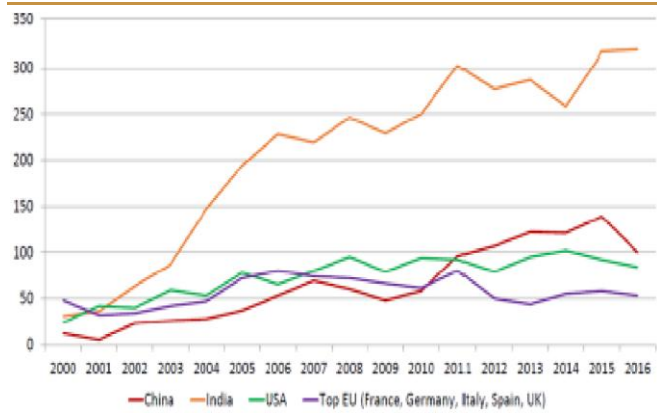
图 16: 2010-2020 年全球原料药市场规模及增速: (单位: 亿美元)



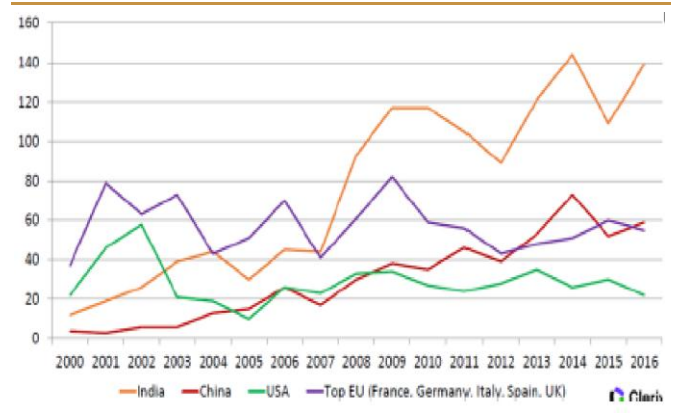
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

仿制药 API 产能从欧美向中印转移，印度是全球 API 最大的生产国家，中国正在快速追赶。中国在 API 生产的优势主要有：1) 生化人才供给资源充沛；2) 具有成本优势。据 Chemical Weekly 估计，中国的 API 生产环节相对成本只有欧美 CMO 企业的 1/2 到 1/3。3) 中国占据了发酵类 API 世界 70% 的产能，而印度自然条件不适宜生产此类产品。

2016 年印度企业占据美国 DMF 份额的 46%；而中国凭借多方面优势正在快速追赶印度。从数据来看：1) 截至 2017 年年底，中国 API 生产基地数量为 1474 个，引领全球，而印度拥有 688 个；2) 近年来，中国每年新增获得的 DMF 注册仅次于印度，已经超过了美国和欧洲五国的数量。

图 17：2000-2016 美国 DMF 持有人分布情况


数据来源：博瑞医药招股说明书，西南证券整理

图 18：2000-2016 欧盟 API 认证分布情况


数据来源：博瑞医药招股说明书，西南证券整理

依托拥有较为完善的基础化工原料支持和较大规模的境内市场，中国原料药产业已经从传统的大宗原料药扩展到特色原料药和 CMO 领域，并不断向下游产业链延伸和升级。

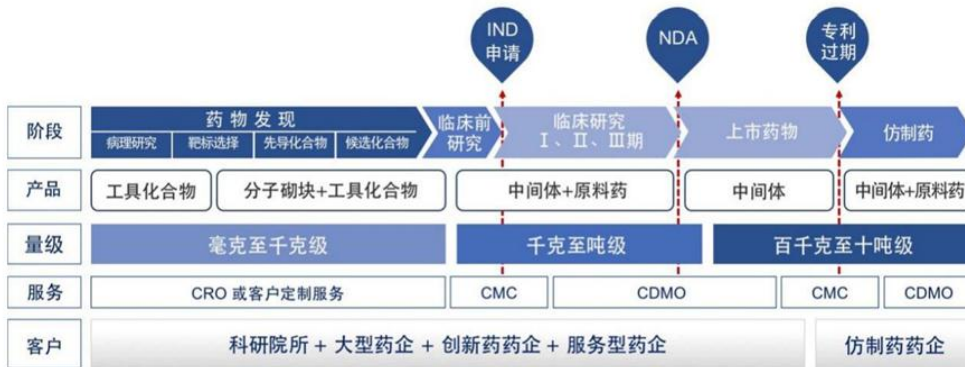
表 6：不同类型原料药的比较

类型	业务模式	对应制剂种类	特点	主要竞争点
大宗原料药	自产自销	维生素类、抗生素类、激素类等	专利保护已过期多年，市场需求量大、竞争激烈，主要为抗生素、维生素、解热镇痛类等品种	成本控制、生产规模
特色原料药	自产自销	心血管类、抗肿瘤类抗病毒类、中枢神经类等	一般在上市药物专利到期前 5-6 年介入研发，提前布局，主要目标客户为仿制药公司	成本、注册及合规能力、研发生产能力
专利药原料药	CDMO / 自行生产	专利创新药	一般与大型制药公司合作，在新药临床阶段介入药物活性成份技术研发及制造，含生产定制和研发定制	综合技术创新能力、项目管理能力、研发能力、绿色生产能力

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 产品储备丰富，建立客户需求优势

公司的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，以及提供药品商业化后所需的百千克到吨级的原料药和中间体产品。其客户覆盖了国内外的知名大中型医药企业、创新药企业等。

图 19: 公司主要产品和服务情况示意图


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

高难度原料药及中间体的供应是药品开发和生产的瓶颈。公司目前掌握了不对称合成技术、偶联反应技术、催化技术、连续反应技术、晶型筛选技术等多种技术手段, 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和药物固态化学研究技术平台。五大核心平台为公司业务增长奠定基础。

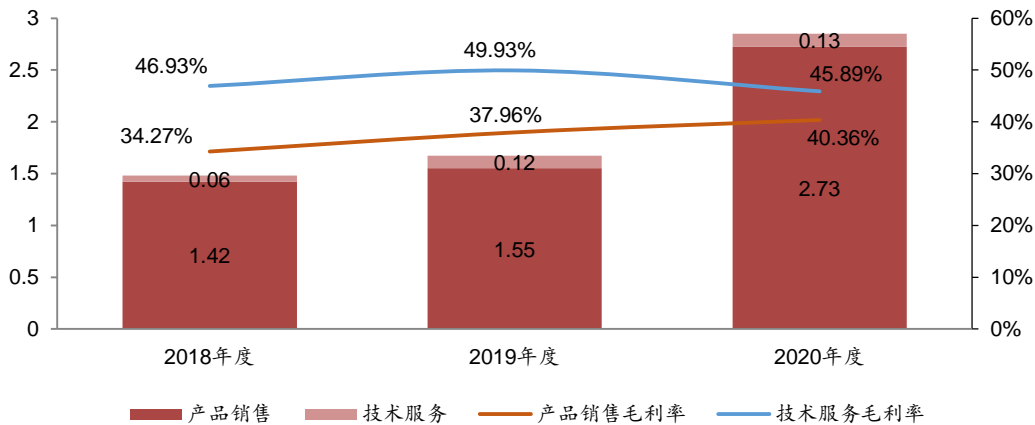
表 7: 公司各技术平台功能介绍

序号	平台名称	主要技术	产品数量	代表性产品
1	高活性原料药 (HPAPI) 开发平台	高活性原料药合成和提纯、高活性原料药的质量研究、高活性分子 OEB/PDE 评估、高活实验室密闭控制	约 300 个	艾日布林、曲贝替定、卡泊三醇
2	多手性复杂药物技术平台	手性催化、生物或酶催化的不对称合成、底物或辅基诱导的不对称合成、手性拆分、复杂手性药物的分离纯化	约 1700 个	艾日布林、曲贝替定、雷公藤甲素、替格瑞洛
3	维生素 D 衍生物药物原料药研发平台	臭氧化反应、光催化反应、连续流反应、超低温反应、不稳定药物的制备分离	约 50 个	阿法骨化醇、卡泊三醇、骨化三醇
4	特色靶向药物开发平台	多手性药物不对称合成控制、复杂手性小分子药物分离纯化、偶联反应、冻干制备分离	约 1500 个	来那度胺、Vc-MMAE、抗体偶联药物
5	药物固态化学研究技术平台	标准晶型/盐型筛选、结晶工艺开发、单晶培养、药物粒度分布和流动性研究	约 500 个	巴多昔芬、巴洛沙韦酯、列汀类药物

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

原料药和中间体业务收入增长迅速。2020 年度原料药和中间体销售收入为 2.73 亿元, 同比增长 75.64%。

公司原料药和中间体的毛利率近三年来始终处于较高水平且呈逐年上升趋势, 由 2018 年度的 34.78% 上升到 2020 年度的 40.60%。毛利率提升的主要原因是公司对产品工艺路线的选择和质量稳定性等方面的研究逐步深化, 产品质量逐渐提升, 生产成本也逐渐降低。随着公司进一步的工艺优化以及自主生产设施的逐步建设, 生产成本会继续下降, 毛利率也会相应上升。

图 20: 公司原料药和中间体近三年收入及毛利率情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

目前, 公司完成生产工艺开发的原料药和中间体产品种类超过 100 个, 其中 88 个产品已具备产业化基础, 产品涵盖抗肿瘤、抗病毒、糖尿病、心脑血管疾病治疗等领域。其中艾日布林、曲贝替定、艾地骨化醇等产品属于高技术壁垒、高难度、复杂手性药物原料药和中间体产品。

表 8: 代表性原料药和中间体产品

序号	适应症种类	代表性产品
1	抗肿瘤	艾日布林、曲贝替定、帕布昔利布、瑞博西尼、ADC 类产品
2	抗病毒	巴洛沙韦、度鲁特韦、法匹拉韦
3	糖尿病	替格列汀、达格列净
4	心脑血管疾病	替格瑞洛、沙库比曲缬沙坦、阿哌沙班
5	其他	维生素 D 衍生物、西那卡塞、伐伦克林、伊卢多琳

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

大量创新药 CDMO 项目, 持续增长性强。公司的创新药相关业务, 均以 CDMO 的业务模式与客户进行合作, 主要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。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, 随着客户项目研究的不断推进, 公司项目所处研发阶段也会逐渐往下游延伸, 业务体量也将增大。

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 9：公司创新药 CDMO 业务

项目名称	对应中间体	对应原料	终端药品品名
ND403	新药中间体 ND403A	ND403	获批上市
RC48	ADC 类产品中间体	无	新药上市申报阶段
ND003	新药中间体 PBB	客户未有披露	临床 III 期
ND426	新药中间体 ND426A	客户未有披露	临床 II 期
ND356	新药中间体 SACC	客户未有披露	临床 II 期
ND407	新药中间体 ND407A、新药中间体 ND407B	客户未有披露	临床 II 期
ND453	新药中间体 ND453A	客户未有披露	临床 II 期
ND148	新药中间体 ND148A	客户未有披露	临床 II 期
ND365	新药中间体 ND365A	客户未有披露	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	临床 II 期
ND411	新药中间体 ND411A、新药中间体 ND411B	客户未有披露	临床 II 期

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

与可比公司相比，公司原料药中间体业务收入规模尚小，毛利率在 41%，低于主要做 CDMO 的凯莱英、做难仿原料药的博瑞医药，略高于做专利和特色原料药的九洲药业。

表 10：原料药和中间体业务同行业公司比较

公司	2020 年度 营收 (亿元)	2020 年度 毛利率	技术优势	主要平台	主要产品 类型	代表性产品
博瑞医药	7.85	54.95%	微生物发酵、高难度药物合成工艺、药物合成原创路线设计、药物新晶型及药物靶向递送。	发酵半合成技术平台、多手性药物技术平台、非生物大分子技术平台和靶向高分子偶联技术平台	特色原料药、制剂	恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、依维莫司等
凯莱英	31.5	46.57%	连续性反应、生物转化技术、偶联反应、过渡金属催化反应、不对称合成、有机金属反应、高温及高压反应、低温反应、晶型的筛选技术	连续反应模块化技术平台、凯莱英自有酶库	CDMO	培南类药物、第二代抗艾滋病药物、他汀类药物、格列汀类药物等
九洲药业	26.47	39.75%	手性合成、氟化学、连续化微反应器、酶催化等，培南类原料药具有稳定的原料供应和完整的产业链。	手性催化技术平台、连续化技术应用研究平台、氟化学技术平台、酶催化平台	原料药、CDMO	马西平、奥卡西平、酮洛芬、格列齐特等
皓元医药	6.35	56.86%	前端分子砌块和工具化合物产品储备丰富，具备高难度特色原料药和中间体合成能力，产业链前后端一体化协同发展	高活性原料药开发平台、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	特色原料药和中间体、CDMO	艾日布林、曲贝替定、巴洛沙韦酯等

数据来源：公司招股说明书，公司官网，西南证券整理

3.3 原料药和中间体业务增长点

(1) 行业层面, 仿制药 API 产能从欧美向中印转移, 印度是全球 API 最大的生产国家, 中国正在快速追赶。

(2) CDMO 项目储备丰富叠加行业发展带来需求增加, 市场发展潜力巨大。公司 CDMO 项目 104 个, 处于临床前及临床 I 期项目居多, 随着客户项目研究的不断推进, 公司项目所处研发阶段也会逐渐往下游延伸。客户项目研究的不断推进势必会导致对公司原料药和中间体产品的更大需求。

(3) 原料药及中间体生产基地建设项目投产后, 进一步增强公司的竞争力和盈利能力。本次募投项目包括上海研发中心升级建设、安徽皓元年产 121 吨医药原料药及中间体建设、安徽生物医药研发中心建设。随着项目投产后规模化提升和管理水平的提高, 形成“研发+生产”双轮驱动的格局, 有望降低成本和委外风险, 进一步增强公司竞争力和盈利能力。

4 募投项目分析

公司计划发行不超过 1860 万股人民币股票, 募集的资金将用于公司生产研发基地的建设, 将有效弥补公司产业化生产的短板, 具备更强的核心竞争力。募集资金将用于以下几个重点项目:

- 1) 皓元医药上海研发中心升级建设项目: 针对 CMC/CDMO(CMO) 创新药技术开发、原料药注册申报以及原料药晶型筛选等方向研发能力进行扩展升级, 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。
- 2) 安徽皓元年产 121 吨医药原料药及中间体建设项目: 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外生产的现状。
- 3) 安徽皓元生物医药研发中心建设项目: 计划建成千克级 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, 并向客户提供符合 cGMP 标准的药物研发及实验服务。

表 11: 公司募投项目及金额

项目名称	预计投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额	
		金额 (万元)	比例
上海研发中心升级建设项目	5000	5000	100%
安徽皓元生物医药研发中心建设项目	4000	4000	100%
安徽皓元年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目	53268.92	50000	93.86%
补充流动资金	6000	6000	100%

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

公司是国内目前少数覆盖药物研发、生产、销售全过程的企业，在市场上具有较高的知名度，是小分子药物研发生产领域的重要参与者之一，随着募投产能投产，原料药和中间体业务有望成为公司重要增长点。

假设 1:2018-2020 年分子砌块和工具化合物的数量为 3.0/3.7/4.2 万个,假设 2021-2023 提供新品数量维持 20%左右增速;随着公司品牌影响力的扩大,以及可提供产品数量增长,用户渗透率每年提高 40%-50%。

假设 2:原料药和中间体业务随着募投产能投产,解除产能限制后有望维持高速增长。假设安徽皓元明年开始陆续投产,2-3 年达到满产产值 6-10 亿元。

表 12: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
分子砌块和工具化合物 -产品销售	收入	132.32	213.9	317.03	475.55	689.55	965.37
	增速	213.18%	61.65%	48.21%	50%	45%	40%
	毛利率	70.04%	72.58%	71.73%	70.00%	70.00%	70.00%
分子砌块和工具化合物 -技术服务	收入	18.32	21.78	28.79	35.99	46.79	60.82
	增速	-53.04%	18.89%	32.19%	30%	30%	30%
	毛利率	55.64%	52.16%	54.06%	54.00%	54.00%	54.00%
原料药和中间体 -产品销售	收入	142.21	155.16	272.52	357.46	518.32	725.64
	增速	54.49%	9.11%	75.64%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	34.27%	37.96%	40.36%	40.00%	40.00%	40.00%
原料药和中间体 -技术服务	收入	5.99	12.1	12.52	26.13	37.89	53.04
	增速	808%	102%	3%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	46.90%	49.90%	45.90%	46.00%	46.00%	46.00%
其他业务	收入	1.36	6.04	4.24	5.51	7.16	9.31
	增速		344%	-30%	30%	30%	30%
	毛利率	27.93%	38%	29.01%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	300.2	408.97	635.1	900.64	1299.70	1814.19
	增速	72.56%	36.23%	55.29%	41.81%	44.31%	39.58%
	毛利率	51.57%	57.18%	56.67%	56.54%	56.57%	56.58%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 9/13/18 亿元,净利润分别为 2/2.9/4 亿元, EPS 为 2.68/3.87/5.53 元。由于身处好赛道,业绩增长好,可比公司均有较高的估值。2021-2023 年平均 PE 为 90/65/47 倍。

表 13: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS (元)			PE (倍)		
		(元)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300725.SZ	药石科技	140.93	1.41	2.00	2.76	98.86	69.43	50.47
688133.SH	泰坦科技	201.96	1.96	2.83	4.01	110.63	76.07	53.16

证券代码	证券名称	股价	EPS (元)			PE (倍)		
		(元)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688179.SH	阿拉丁	121.33	1.17	1.57	2.12	103.98	77.24	57.32
688166.SH	博瑞医药	44.5	0.62	0.95	1.38	73.27	48.09	33.16
002821.SZ	凯莱英	384.93	4.08	5.43	7.13	94.28	70.91	53.99
603456.SH	九洲药业	43.43	0.73	0.96	1.24	59.57	45.11	34.97
平均值						90.10	64.48	47.18

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

- 1) 专利纠纷的风险;
- 2) 对外销售的分子砌块和工具化合物产品主要来源于外购成品再开发的风险;
- 3) 原料药和中间体募投项目进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	635.10	900.64	1299.70	1814.19	净利润	128.43	199.05	287.44	411.06
营业成本	275.16	391.39	564.49	787.67	折旧与摊销	11.18	8.65	8.65	8.65
营业税金及附加	2.10	2.98	4.29	6.00	财务费用	8.81	10.00	12.00	14.00
销售费用	49.02	72.05	103.98	145.14	资产减值损失	-30.55	0.00	0.00	0.00
管理费用	65.88	90.06	129.97	181.42	经营营运资本变动	-21.93	-140.25	-110.66	-147.94
财务费用	8.81	10.00	12.00	14.00	其他	20.84	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-30.55	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	116.79	77.45	199.43	284.77
投资收益	1.45	0.00	0.00	0.00	资本支出	-71.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2.48	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-74.16	0.00	0.00	0.00
营业利润	148.69	234.16	334.97	479.97	短期借款	52.90	-76.90	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.08	-0.02	-0.04	-0.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	148.61	234.14	334.93	479.92	股权融资	-0.08	650.00	0.00	0.00
所得税	20.18	35.09	47.49	68.86	支付股利	0.00	-25.69	-39.81	-57.49
净利润	128.43	199.05	287.44	411.06	其他	-2.54	-12.41	-12.00	-14.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	50.28	535.00	-51.81	-71.49
归属母公司股东净利润	128.43	199.05	287.44	411.06	现金流量净额	83.62	612.45	147.62	213.28
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	292.03	904.47	1052.09	1265.37	成长能力				
应收和预付款项	106.96	148.61	214.53	300.55	销售收入增长率	55.29%	41.81%	44.31%	39.58%
存货	228.68	325.27	467.14	653.61	营业利润增长率	76.21%	57.48%	43.05%	43.29%
其他流动资产	8.97	11.58	16.71	23.33	净利润增长率	74.91%	54.98%	44.41%	43.01%
长期股权投资	72.33	72.33	72.33	72.33	EBITDA 增长率	82.44%	49.88%	40.67%	41.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	69.89	66.83	63.77	60.72	毛利率	56.67%	56.54%	56.57%	56.58%
无形资产和开发支出	33.26	30.09	26.91	23.73	三费率	19.48%	19.11%	18.92%	18.77%
其他非流动资产	44.73	42.31	39.89	37.47	净利率	20.22%	22.10%	22.12%	22.66%
资产总计	856.84	1601.49	1953.37	2437.12	ROE	24.33%	14.76%	18.01%	21.08%
短期借款	76.90	0.00	0.00	0.00	ROA	14.99%	12.43%	14.71%	16.87%
应付和预收款项	149.66	189.29	280.65	394.20	ROIC	56.35%	57.08%	57.81%	61.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.56%	28.07%	27.36%	27.70%
其他负债	102.46	63.43	76.33	92.96	营运能力				
负债合计	329.03	252.73	356.98	487.16	总资产周转率	0.91	0.73	0.73	0.83
股本	55.74	74.34	74.34	74.34	固定资产周转率	18.45	20.22	31.33	47.22
资本公积	237.47	868.87	868.87	868.87	应收账款周转率	9.59	9.24	9.29	9.17
留存收益	232.19	405.55	653.18	1006.75	存货周转率	1.45	1.41	1.42	1.40
归属母公司股东权益	527.81	1348.76	1596.39	1949.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	527.81	1348.76	1596.39	1949.96	资产负债率	38.40%	15.78%	18.28%	19.99%
负债和股东权益合计	856.84	1601.49	1953.37	2437.12	带息债务/总负债	23.37%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.16	6.36	5.42	4.95
					速动比率	1.38	4.87	3.98	3.51
					股利支付率	0.00%	12.90%	13.85%	13.99%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	168.68	252.81	355.62	502.62	每股收益	1.73	2.68	3.87	5.53
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	7.10	18.14	21.47	26.23
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.57	1.04	2.68	3.83
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.00	0.35	0.54	0.77
EV/EBITDA	110.96	96.32	68.06	47.73					
股息率	--	--	--	--					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷毓	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn