



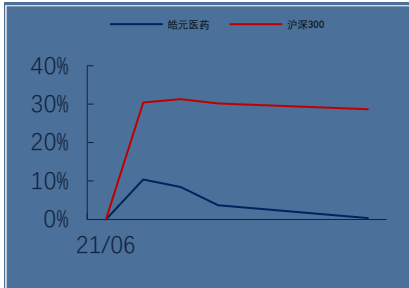
Research and
Development Center

特色 CRO 企业，处于高速发展期

—皓元医药(688131)公司深度报告

2021年06月16日

周平
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
皓元医药 (688131)
投资评级 增持
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元) | 325.00 |
| 52周内股价波动区间(元) | 346.01-313.43 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 225.00 |
| 总股本(亿股) | |
| 流通A股比例(%) | |
| 总市值(亿元) | |

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

特色 CRO 企业，处于高速发展期

2021年06月16日

本期内容提要：

◆**外包行业进入黄金发展期，分子砌块渗入新药开发全流程。**随着仿制药的竞争加大以及新药开发难度的提升，全球研发支出不断提升，大型药企研发投入占比不断加码，全球整体临床试验数量不断增长，对 CRO 企业的需求也持续增加，行业发展劲头十足。和国外 CRO 企业相比，国内企业具有更高的成本优势和符合欧美标准的质量控制体系，相对优势明显，加之国家层面鼓励创新、支持外包，biotech 对外包需求大幅度增长，国内 CRO 行业在多重驱动下处于黄金发展期。

◆**分子砌块是用于设计和构建药物活性物质的小分子化合物，属于底层结构化合物。**主动设计和开发潜在解决药物分子毒性和理化性质的药物分子砌块，将大大加快药物研发公司研发新药的进度，从而带动市场对新颖的高质量的药物分子砌块从研发到商业化生产的需求。作为药品研发的基石，分子砌块及其延伸的工具化合物空间广阔：据哈佛医学院健康政策系 Richard G. Frank 估计，全球医药研发支出中有 30% 用于药物分子砌块的购买和外包，据此可以估算全球药物分子砌块的市场规模到 2023 年为 650.4 亿美元。

◆**公司深耕分子砌块和工具化合物，前端业务导流和后端项目延伸带来收入增量。**公司深耕分子砌块与工具化合物，持续加大研发投入，通过自主合成和外购分子砌块再开发相结合的方式快速扩充产品种类，订单数量不断增加，驱动业绩快速提升；客户具有高黏性，结构不断优化，前十大客户中经销商占比逐渐减少。中间和原料药业务覆盖全球客户，前十大产品销售量整体呈增长趋势。截至 2021 年 2 月底，公司正在服务的 CDMO 项目共 110 个，其中获批上市 4 个已经获批上市、1 个处于新药申报期、2 个处于临床 III 期、9 个处于临床 II 期。公司协助荣昌生物完成的我国首个申报临床 ADC 一类抗癌新药维迪西妥单抗 (RC48) 已于 2021 年 6 月 9 日在中国上市，这也是目前首个获批上市的国产 ADC 药物。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，为公司带来更多收入增量。

◆**盈利预测与投资评级：**随着公司两大业务的快速发展，预计公司 2021-2023 年收入分别 9.20/13.15/18.56 亿元，增速为 44.8%/43.0%/41.1%，净利润分别为 1.98/2.96/4.29 亿元，增速为 54.0%、49.7%、44.9%。分子砌块与工具化合物板块 2021 年 3 家可比公司平均 PE 为 108X，原料药及中间体板块 2021 年 4 家可比公司平均 PE 为 78X。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险因素：**专利侵权风险；高素质专业技术人才流失风险；部分产品销售受客户项目进展影响的风险。

| 重要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 409 | 635 | 920 | 1,315 | 1,856 |
| 增长率 YoY % | 36.2% | 55.3% | 44.8% | 43.0% | 41.1% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 73 | 128 | 198 | 296 | 428 |
| 增长率 YoY% | 298.8% | 74.9% | 54.0% | 49.6% | 44.8% |
| 毛利率% | 57.2% | 56.7% | 57.3% | 58.2% | 59.2% |
| 净资产收益率 ROE% | 18.4% | 24.3% | 26.3% | 26.9% | 26.7% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.99 | 1.73 | 2.66 | 3.98 | 5.76 |
| 市盈率 P/E(倍) | 0.00 | 0.00 | 122.17 | 81.64 | 56.39 |
| 市净率 P/B(倍) | 0.00 | 0.00 | 32.11 | 21.96 | 15.05 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 06 月 15 日收盘价

目录

| | | |
|-----|------------------------------------------|----|
| 一、 | 国内 CRO 行业进入黄金发展期，分子砌块渗入新药开发全流程..... | 5 |
| 1.1 | CRO 行业：为助力药企研发而生，行业发展劲头十足..... | 5 |
| 1.2 | 国内 CRO 行业在多重驱动下处于黄金发展期..... | 7 |
| 1.3 | 分子砌块渗透新药发现全流程，市场规模持续增长..... | 9 |
| 二、 | 公司深耕分子砌块和工具化合物，前端业务导流和后端项目延伸带来收入增量... .. | 11 |
| 2.1 | 公司业绩近年保持高增长..... | 12 |
| 2.2 | 主营业务覆盖新药研发全产业链..... | 16 |
| 2.3 | 分子砌块及工具化合物：订单量增长驱动业绩快速提升..... | 20 |
| 2.4 | 原料药及中间体：研发项目数量增加和进度推进带来收入新增长点..... | 23 |
| 2.5 | 六大核心技术平台为上游提供技术支持，助力下游产业化应用..... | 25 |
| 三、 | 科创板募投资金项目用途..... | 27 |
| 四、 | 盈利预测及估值评级..... | 28 |
| 4.1 | 盈利预测及假设..... | 28 |
| 4.2 | 估值与投资评级..... | 29 |
| 五、 | 风险提示..... | 30 |

表目录

| | | |
|-------|--------------------------------|----|
| 表 1: | 公司控股子公司业务及股权结构..... | 12 |
| 表 2: | 公司技术人员中不同学历占比..... | 15 |
| 表 3: | 公司主要研发项目的研发投入（万元）..... | 15 |
| 表 4: | 公司主要业务..... | 16 |
| 表 5: | 分子砌块和工具化合物的区别..... | 16 |
| 表 6: | 分子砌块、工具化合物与中间体、原料药之间的对应关系..... | 17 |
| 表 7: | 公司与可比公司主营业务比较..... | 18 |
| 表 8: | 国内外代表性企业在全全球市场份额情况..... | 21 |
| 表 9: | 分子砌块化合物库可比公司比较..... | 21 |
| 表 10: | 公司原料药及中间体代表性产品..... | 23 |
| 表 11: | 公司原料药及中间体前十大品种近三年销售量（千克）..... | 24 |
| 表 12: | 公司原料药及中间体业务可比公司比较..... | 25 |
| 表 13: | 科创板募投资金用途..... | 27 |
| 表 14: | 皓元医药盈利预测..... | 28 |
| 表 15: | 分子砌块与工具化合物业务可比公司估值..... | 29 |
| 表 16: | 原料药及中间体业务可比公司估值..... | 30 |

图目录

| | | |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图 1: | 全球研发支出持续稳健增长..... | 5 |
| 图 2: | 大型药企研发开支和研发收入占比不断加码..... | 6 |
| 图 3: | 2010-2020 年全球临床阶段试验总数..... | 6 |
| 图 4: | 不同类型公司的晚期研发管线数量占比..... | 7 |
| 图 5: | 不同国家的药物数量和早期管线份额变化（按公司总部所在地划分）..... | 8 |
| 图 6: | 中国研发支出持续稳健增长..... | 8 |
| 图 7: | 我国 CRO 市场具有很大发展空间..... | 9 |
| 图 8: | 分子砌块应用创新药开发全流程..... | 9 |
| 图 9: | 全球分子砌块市场规模 2024 年达 681 亿美元..... | 10 |
| 图 10: | 公司发展历程..... | 11 |
| 图 11: | 公司股权结构..... | 12 |
| 图 12: | 公司收入高速增长..... | 13 |
| 图 13: | 公司业绩持续增长..... | 13 |
| 图 14: | 公司主要业务收入占比..... | 13 |
| 图 15: | 公司两大主营业务收入（百万元）及增速..... | 13 |
| 图 16: | 公司两大主营业务毛利率较为稳定..... | 14 |
| 图 17: | 公司毛利率、净利率稳步增长..... | 14 |
| 图 18: | 公司三大费用率整体下降..... | 14 |
| 图 19: | 公司研发费用投入加大..... | 15 |
| 图 20: | 公司部分高技术壁垒、高难度、复杂手性药物原料药和中间体产品..... | 17 |
| 图 21: | 公司的主要产品由药物研发延伸至下游药物制造..... | 17 |

| | |
|----------------------------------------------------|----|
| 图 22: 公司主要产品和服务应用在药物研发全流程 | 18 |
| 图 23: 公司的主要产品、客户及用途和对标企业 | 19 |
| 图 24: 公司已与众多机构建立合作关系 | 19 |
| 图 25: 公司分子砌块订单量不断攀升 | 20 |
| 图 26: 公司工具化合物订单量不断攀升 | 20 |
| 图 27: 公司分子砌块对前十大客户依赖程度降低 | 22 |
| 图 28: 公司分子砌块前十大客户中药企占比逐渐升高 | 22 |
| 图 29: 公司工具化合物前十大客户收入占比稳定 | 22 |
| 图 30: 工具化合物前十大客户经销商占比逐渐降低 | 22 |
| 图 31: 公司外购化合物再开发 | 23 |
| 图 32: 截至 2021 年 2 月底, 公司正在服务的 CDMO 项目共 110 个 | 24 |
| 图 33: 维迪西妥单抗 (RC48) 各适应症研发进度 | 25 |
| 图 34: 公司核心技术平台及对应业务 | 26 |

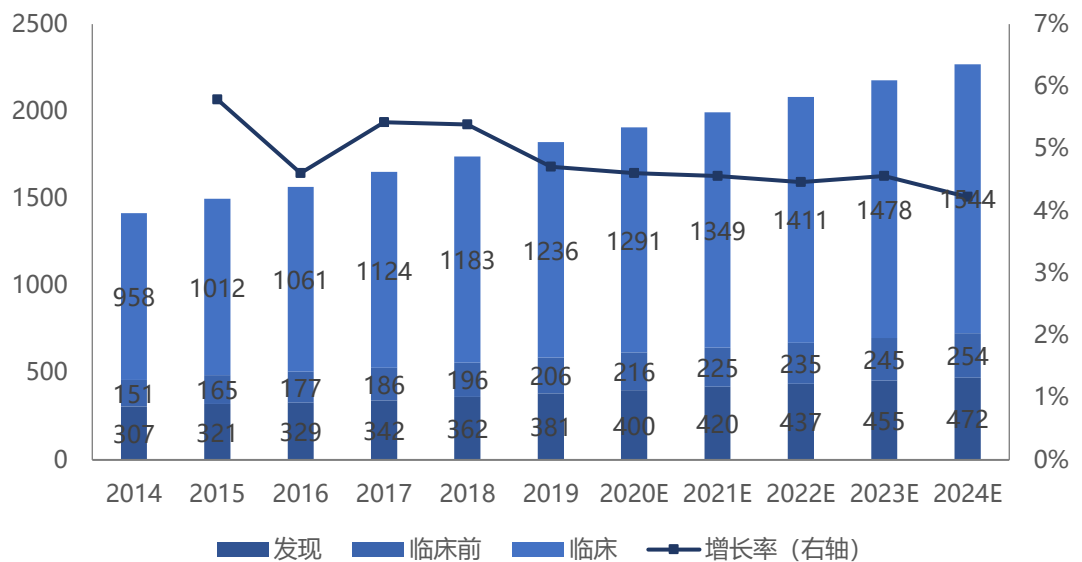
一、国内 CRO 行业进入黄金发展期，分子砌块渗入新药开发全流程

1.1 CRO 行业：为助力药企研发而生，行业发展劲头十足

CRO 行业萌芽于 20 世纪 70 年代，最初是作为大型药企“溢出的生产力”而生，随着仿制药的竞争加大以及新药开发难度的提升，药企和 CRO 的合作不断加深，CRO 企业的服务涵盖药物发现、临床前研究、临床、药物生产等全产业链。全球研发支出不断提升，大型药企研发投入占比不断加码，全球整体临床试验数量不断增长，对 CRO 企业的需求也不断增加，行业发展劲头十足。

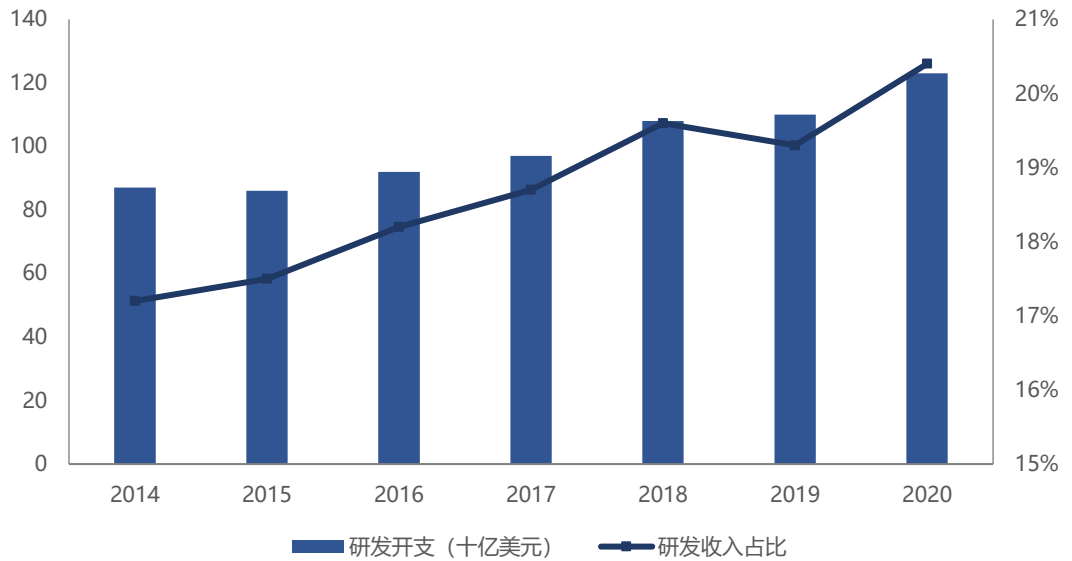
根据弗若斯特沙利文，全球研发支出在 2019 年首次超过 1823 亿美元，2014 年到 2019 年 CAGR 为 5.2%，弗若斯特沙利文预计，后续研发支出依然有望实现稳健的增长态势，2019 到 2024 年总研发支出 CAGR 为 4.5%，到 2024 年预计可达 2270 亿美元。

图 1：全球研发支出持续稳健增长



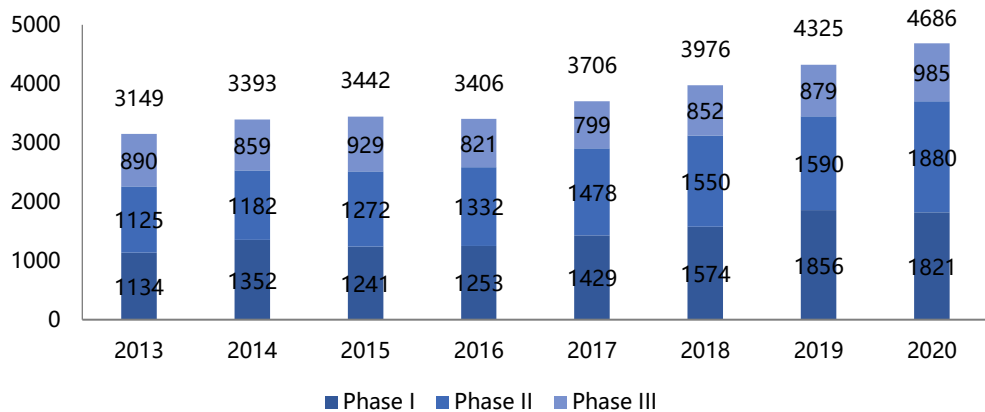
资料来源：康龙化成 H 股招股书，昭衍新药 H 股招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

大型药企研发投入占比不断加码：在 2020 年，制药销售额最高的 15 家公司的研发支出总额达到 1230 亿美元，收入占比首次超过 20%，自 2015 年以来增长了 43%，而同期这些公司的销售额增长了 23%，反映出这些公司对通过创新和研发投资实现增长的坚定承诺。

图 2：大型药企研发开支和研发收入占比不断加码


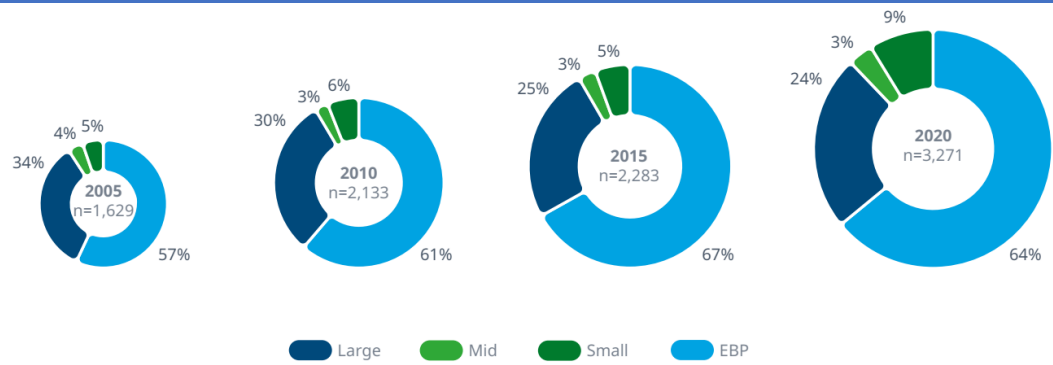
资料来源：IQVIA，信达证券研发中心

全球整体临床试验数量不断增长，2020 年全球整体临床试验活动达 4868 项，同比增长 8%，已经连续四年增长超过 7%。2020 年，第一季度的月度试验收到开始大幅下降，但在年中即恢复到高于 2019 年的水平。

图 3：2010-2020 年全球临床阶段试验总数


资料来源：IQVIA，信达证券研发中心

从研发管线数量来看，新兴生物制药公司（年销售额低于 5 亿美元、研发支出低于 2 亿美元的公司）的贡献在过去 15 年中稳步扩大，2020 年占后期研发管线总数的 64%。大型制药公司的份额从 2005 年的 34% 下降到 24%，尽管他们开发的药物的绝对数量增加了约 40%，从 2005 年的 554 种增加到 2020 年的 785 种。

图 4：不同类型公司的晚期研发管线数量占比


资料来源：IQVIA，信达证券研发中心

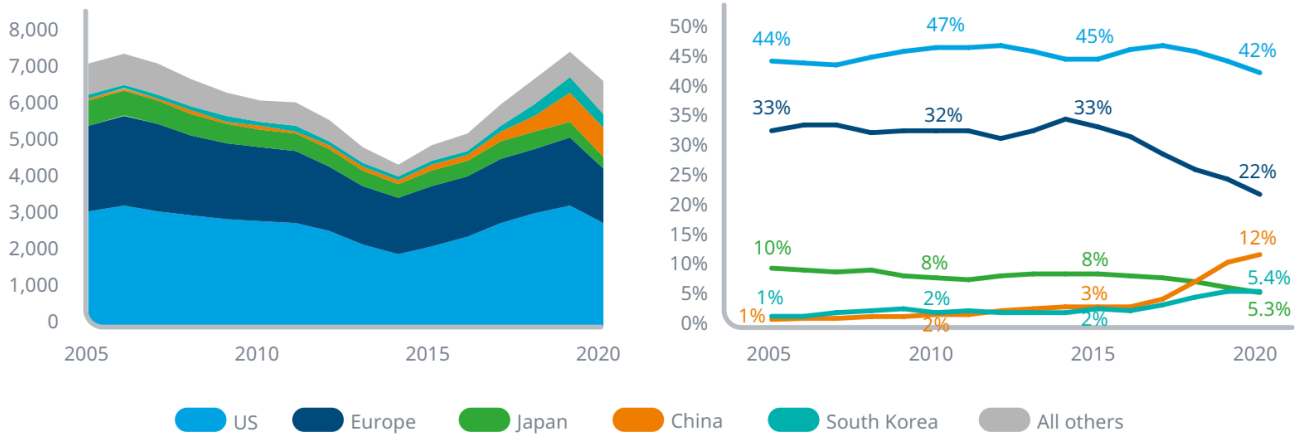
注：

- ① EBP 为 Emerging biopharma companies，新兴生物制药公司
- ② 由于一些药物项目可能涉及不同规模公司的合作、伙伴关系和共同开发，因此较大型药企的此类管线数量按药物数量统计，此类药物正在单独或与其他新兴药企一起开发。

1.2 国内 CRO 行业在多重驱动下处于黄金发展期

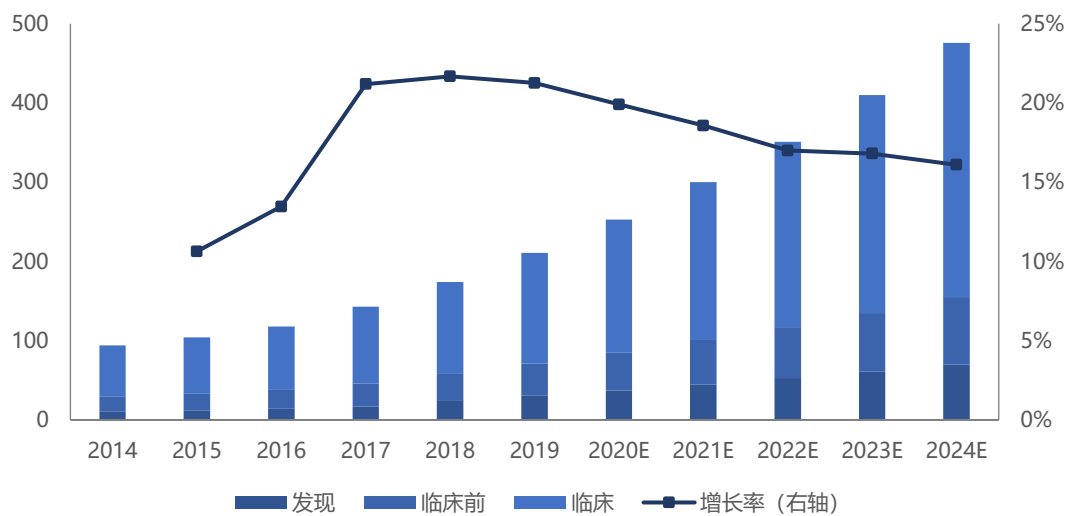
我国 CRO 行业起步较晚，仅有 20 多年的发展历史，但是和国外 CRO 企业相比，国内企业具有更高的成本优势和符合欧美标准的质量控制体系，相对优势明显，成为了国际创新药企业理想的外包市场；国家层面积极出台政策支持外包行业发展，同时将鼓励创新作为政策的顶层设计，引导行业持续创新研发，而集采的全面开展也倒逼企业加大创新转型，助力 CRO 企业发展；以科创板、港股对未盈利上市医药生物公司上市的支持等为代表的多层次资本市场不断完善，为更多小而美的生物科技公司创造了更为良好的融资环境，将推动与之绑定较深的 CRO 公司订单的持续增长。**这些有利因素将驱动我国 CRO 行业快速发展，推动行业进入黄金发展期。**

注册地在中国的早期研发管线占比逐年升高：过去 15 年来，美国在全球早期研发中所占的份额保持相对稳定。欧洲的份额在过去五年中从 33% 下降到 22%，活跃项目的绝对数量从 1604 个下降到 1429 个。总部设在中国的公司产品目前占早期生产线的 12%，高于五年前的 3% 和 2005 年的 1%，呈现非常明显的上升趋势。韩国也显示出上升趋势，并且占比明显大于日本总部的企业。总部设在日本的公司在早期管线中的份额不断下降，从 5 年前的 8% 和 2005 年的 10% 下降到 2020 年的 5.3%。

图 5：不同国家的药物数量和早期管线份额变化（按公司总部所在地划分）


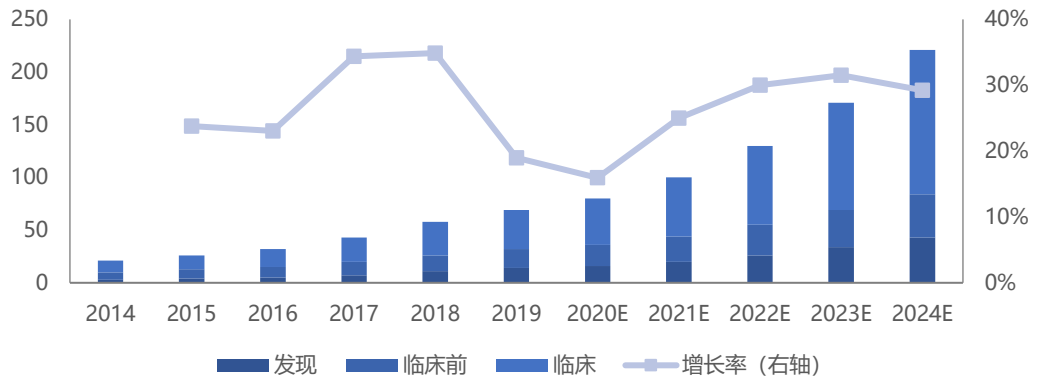
资料来源：IQVIA，信达证券研发中心

作为全球第二大医药市场，2019年我国研发支出达211亿美元，自2014到2019年CAGR为17.6%，相较于全球增速保持较快增长。弗若斯特沙利文预计到2024年，增长将维持在至15%以上，2024年国内医药研发支出将接近500亿美元，国内医药研发支出的长期稳定增长态势为国内CRO行业发展创造了广大的市场空间。

图 6：中国研发支出持续稳健增长


资料来源：康龙化成H股招股书，昭衍新药H股招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

我国CRO行业自2014年来保持迅猛增长势头，根据弗若斯特沙利文数据，2014年至2019年，我国CRO行业的市场规模由21亿美元迅速上升至69亿美元，CAGR达到26.9%。在药品CRO行业全球化趋势进一步加强、医药行业细分加剧、上市许可人制度落实等因素影响下，预计至2024年，国内CRO市场规模达到222亿美元，2019-2024年均增长率达26.2%。

图 7：我国 CRO 市场具有很大发展空间


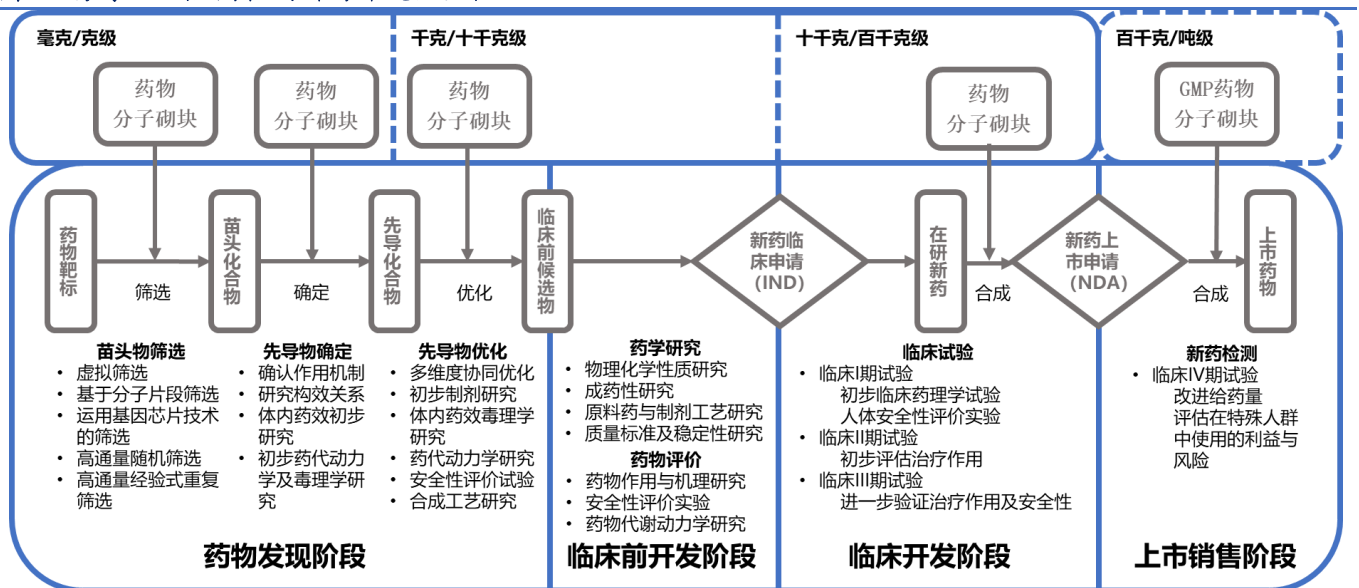
资料来源：康龙化成 H 股招股说明书，昭衍新药 H 股招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

注：依据康龙化成 H 股招股说明书中全球 CRO 市场规模数据，结合药石科技创业板招股说明书中分子砌块市场规模计算规则（约占全球 CRO 市场 30%）计算

1.3 分子砌块渗透新药发现全流程，市场规模持续增长

分子砌块是用于设计和构建药物活性物质的小分子化合物，属于底层结构化合物，具有种类丰富、结构新颖的特点，一般分子量小于 300。由于每种类型的药物分子砌块有不同的性质和功能，分别用于调节化合物的水溶性等理化性质、生物活性和选择性、药代动力学及安全性等，因此得到的用于筛选和评估的化合物也会表现出不同的特点。

在新药研发起始的药物发现阶段，新药研发企业需要对成千乃至上万个化合物进行筛选和评估，从而找出一个在各个方面都符合成药要求的化合物，作为临床候选物。用于筛选和评估的化合物是由多个药物分子砌块通过化学合成的方法连接在一起形成的。在药物研发阶段使用并组合不同的分子砌块，可快速获得大量的候选化合物用于筛选与评估，高效评估化合物结构与活性的关系，最终确定临床候选化合物。

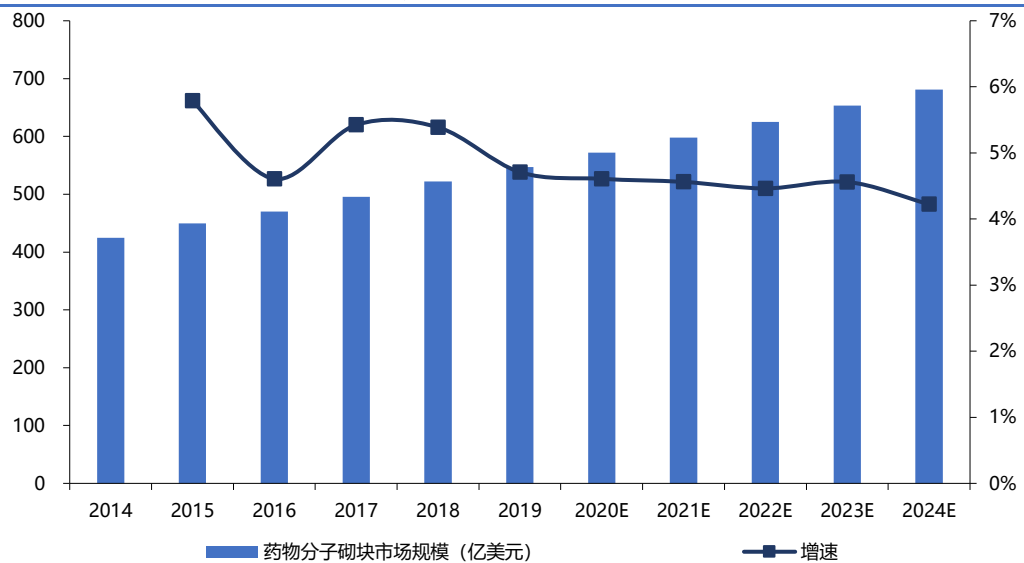
图 8：分子砌块应用在创新药开发全流程


资料来源：药石科技 2020 年非公开募资说明书，信达证券研发中心

出于缩短新药研发时间、专业化分工和降低经济成本等多方面的原因，新药研发企业一般会通过外购和外包研发的方式从市场上得到需要的药物分子砌块。新药研发企业的研发人员通过化学合成的方法将这些药物分子砌块连接在一起得到新化合物，进而用得到的新化合物进行大量试验用于筛选和优化成有研究价值的苗头化合物、先导化合物，从而最终确定临床候选物。

主动设计和开发潜在解决药物分子毒性和理化性质的药物分子砌块，将大大加快药物研发公司研发新药的进度，从而带动市场对新颖的高质量的药物分子砌块从研发到商业化生产的需求。在全球医药研发行业稳步增长的情况下，药物分子砌块研发和生产行业也具备了较好的发展前景，特别是掌握最新信息、熟悉药物化学、有较强化学技术实力的企业。据哈佛医学院健康政策系 Richard G. Frank 估计，全球医药研发支出中有 30% 用于药物分子砌块的购买和外包，据此可以估算全球药物分子砌块的市场规模到 2024 年为 681 亿美元。

图 9：全球分子砌块市场规模 2024 年达 681 亿美元



资料来源：康龙化成 H 股招股书，昭衍新药 H 股招股书，弗若斯特沙利文，药石科技创业板招股说明书，信达证券研发中心

注：依据康龙化成 H 股招股书和昭衍新药 H 股招股书中全球 CRO 市场规模数据，结合药石科技创业板招股说明书中分子砌块市场规模计算规则（约占全球 CRO 市场 30%）计算

二、公司深耕分子砌块和工具化合物，前端业务导流和后端项目延伸带来收入增量

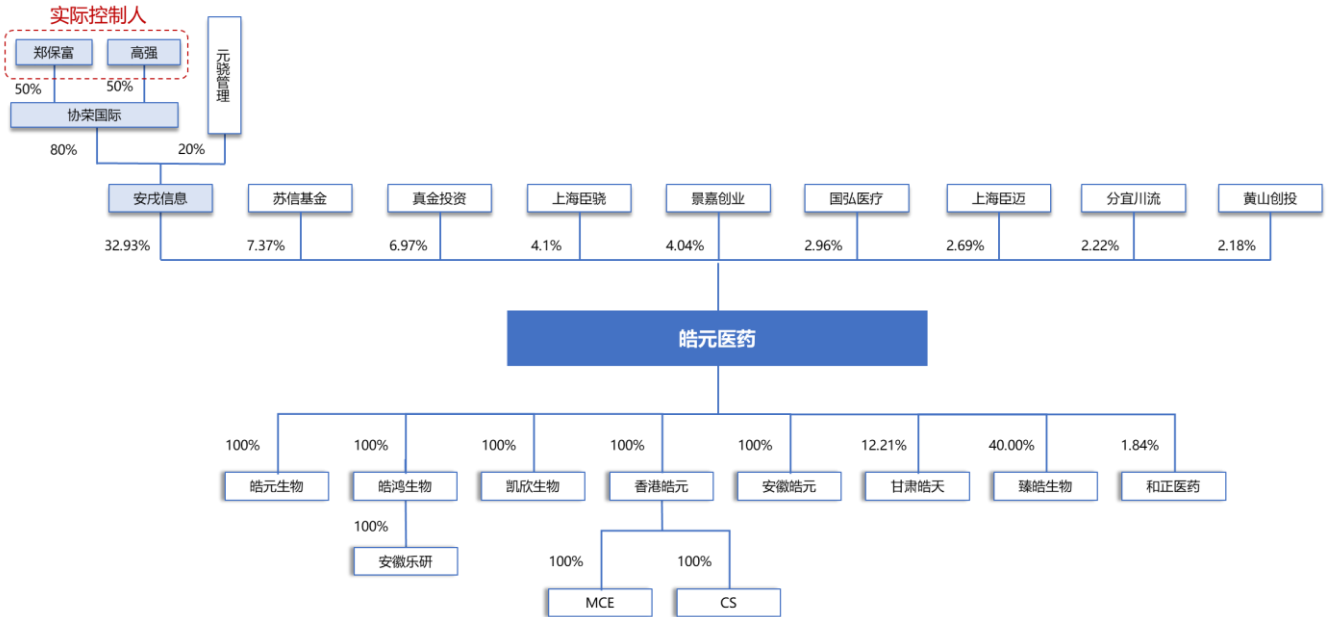
上海皓元化学科技有限公司成立于2006年，由港大三位有机化学博士在两位天使投资人资助下成立。2015年建立和完善了高活性原料药(HPAPI)开发平台，并进行股份改制。2017年建立和完善药物固态化学研究技术平台。2020上海研发中心扩建升级；安徽马鞍山医药原料药及中间体建设项目奠基。

图 10：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司实际控制人为创始人中的郑保富和高强，两人通过协荣国际控制安成信息，并通过安成信息支配皓元医药约32.93%的表决权。自公司成立以来，郑保富一直担任公司董事长、总经理，高强一直担任公司董事、副总经理职务，两人共同负责公司业务发展方向、市场开拓及实际经营决策等重要事项。目前，公司共有8家控股子公司和3家参股公司。

图 11：公司股权结构


资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

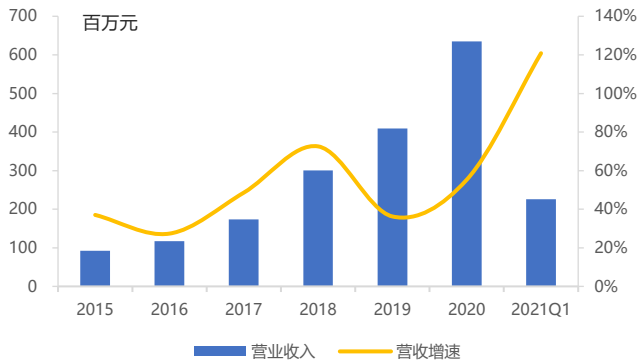
表 1：公司控股子公司业务及股权结构

| 子公司名称 | 主营业务 | 股权结构 |
|-------|------------------------|-------------|
| 皓元生物 | 分子砌块和工具化合物的研发、销售主体 | 皓元医药 100%持股 |
| 皓鸿生物 | 分子砌块的研发、销售主体 | 皓元医药 100%持股 |
| 凯欣生物 | 医药原料药和中间体为主的对外出口及销售平台 | 皓元医药 100%持股 |
| 安徽皓元 | 医药原料药和中间体研发、生产平台 | 皓元医药 100%持股 |
| 香港皓元 | 工具化合物、原料药和中间体等产品的销售 | 皓元医药 100%持股 |
| 安徽乐研 | 工具化合物和分子砌块的研发生产平台 | 皓鸿生物 100%持股 |
| MCE | 工具化合物的技术拓展和境外商务平台 | 香港皓元 100%持股 |
| CS | 工具化合物和分子砌块的技术拓展和境外商务平台 | 香港皓元 100%持股 |

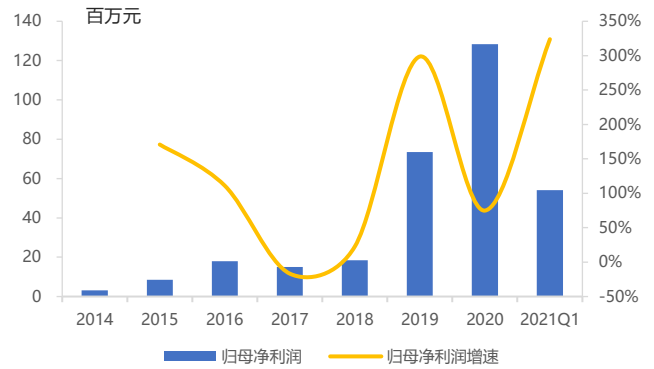
资料来源：公司科创板招股说明书，信达证券研发中心

2.1 公司业绩近年保持高增长

公司业绩持续高速增长，2020 年实现收入 6.35 亿元 (+55.3%)，2015-2020 年 5 年 CAGR 为 47%，2021 年 Q1 收入 2.26 亿元，同比高速增长 121%。2020 年归母净利润 1.28 亿元 (+74.91%)，2015-2020 年 5 年 CAGR 为 72%，2021 年 Q1 归母净利润 5418 万元，同比高速增长 324%。

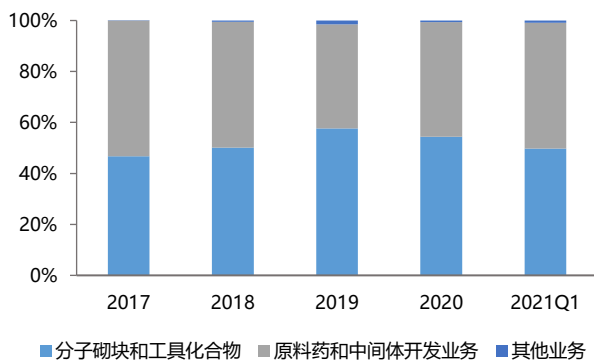
图 12：公司收入高速增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

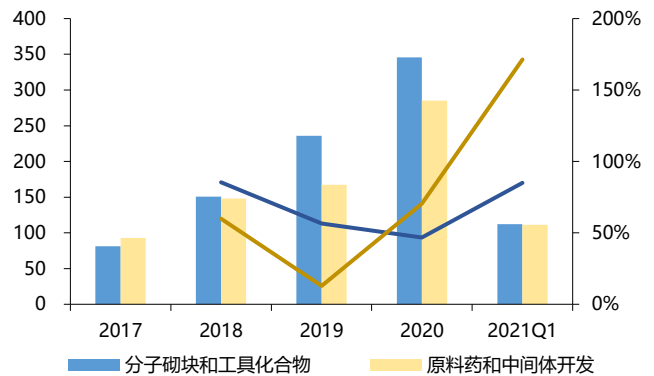
图 13：公司业绩持续增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司主要业务包括 1) 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 2) 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技术服务。随着后端订单的增加，原料药与中间体业务收入增加，2021 年第一季度两大业务收入基本持平。

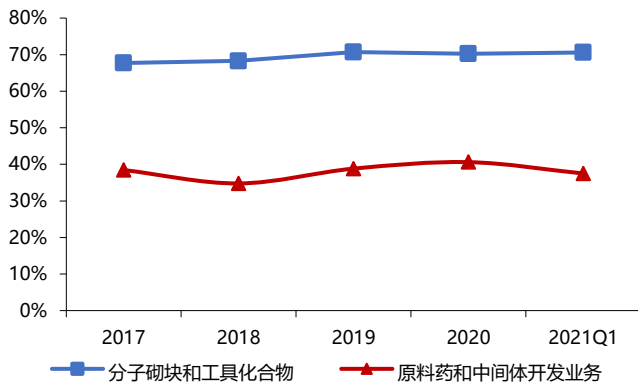
图 14：公司主要业务收入占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

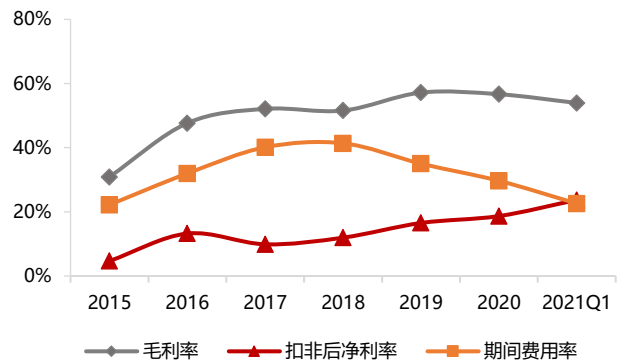
图 15：公司两大主营业务收入（百万元）及增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司两大主营业务毛利率相差较大，随着原料药和中间体业务销售规模的提升，产生规模效应，且其中原料药占比显著提高，2020 年毛利率有所增长。公司整体毛利率保持稳步增长，由 2015 年的 30.9% 增长到 2020 年的 56.7%，2020 年下降的原因一方面是高毛利率的分子砌块和工具化合物业务销售结构占比有所下降，另一方面是 2020 年公司执行新收入准则，将销售费用中的运输费调整至主营业务成本核算。期间费用率 2018 年开始有所下降，使得净利率上升明显。

图 16：公司两大主营业务毛利率较为稳定


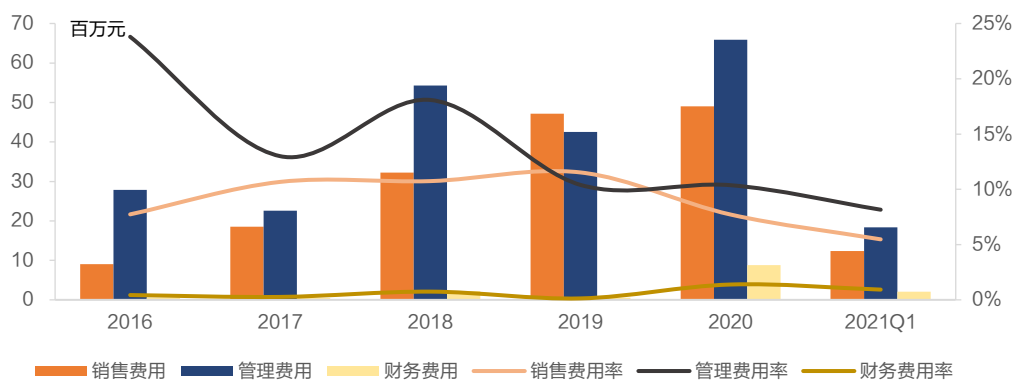
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：公司毛利率、净利率稳步增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司整体费用率逐年下降：

- 公司销售费用率约 80%为职工薪酬、推广费和运输费；推广费的主要内容是公司在 Google、Baidu 搜索平台投放的线上广告费，以及通过参加展会、宣传等形式的线下推广费用。2020 年受疫情影响，通过展会、宣传等形式的线下推广费用下降，同时，2020 年公司执行新收入准则，将运输费调整至主营业务成本中核算，使得整体销售费用率下降。
- 管理费用率总体呈下降趋势：2018 年上升主要因为公司当年确认了 2,278.00 万元的股份支付费用。
- 财务费用率整体较为稳定：由于公司境外业务收入占主营业务收入的比例较高，汇率的波动会对公司经营业绩带来一定影响。2020 年公司财务费用大幅上升，主要是因人民币升值，汇兑损失大幅上升。

图 18：公司三大费用率整体下降


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

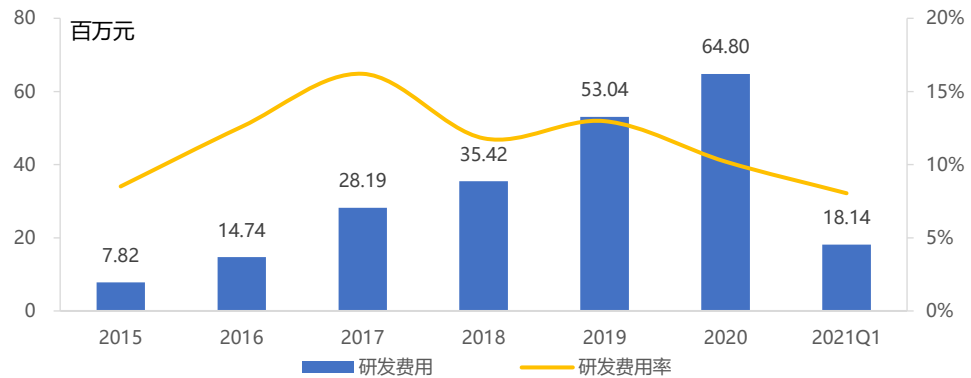
公司注重引进和培养专业技术人才，截至 2020 年末，技术人员数量为 472 人，占员工总数比例为 53.82%。技术人员包括研发人员和实验室生产技术人员，2020 年年末研发人员数量为 147 人，占发行人期末员工总数的比例为 16.76%。研发团队的技术人员平均行业研究开发经验在十年以上，均为大学本科以上学历，其中博士和硕士占比 25%。

表 2：公司技术人员中不同学历占比

| 分工 | 人数 | 员工占比 |
|-----------|-----|--------|
| 总员工 | 877 | 100.0% |
| 技术人员 | 472 | 53.8% |
| 其中： | | |
| 研发人员 | 147 | 16.8% |
| 实验室生产技术人员 | 325 | 37.1% |

资料来源：公司科创板招股说明书，信达证券研发中心

公司注重研发投入，建立了一套科学的研究开发管理体系，采用项目管理的研发制度，每个研发项目设置项目负责人，并配备研发小组负责产品研发。同时，根据不同的解决方案配置相应的实施人员，确保每个项目的设计、研发、检测、实施都在有序和可控范围内进行。依靠先进的设备和严格的管理，保障研发的效率和成功率，从而更好为客户提供高质量的产品和服务。研发费用不断加大，2020 年研发费用 6480 万元，收入占比 10.20%。

图 19：公司研发费用投入加大


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司研发费用主要由职工薪酬、材料费、委外研发费、检测费等构成。其中，委外研发费是公司因工具化合物研发项目而对外采购的合成技术路线、杂质分析、质量分析等相关技术服务。随着研发人员数目和研发项目投入的增加，公司研发费用保持较快增长。

表 3：公司主要研发项目的研发投入（万元）

| 序号 | 研发项目类别 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 累计投入 |
|----|------------------|---------|---------|----------|----------|
| 1 | 抗肿瘤领域原料药研究与开发 | 191.35 | 353.81 | 1,182.59 | 1,727.75 |
| 2 | 艾日布林原料药研究与开发 | 477.82 | 286.6 | - | 764.42 |
| 3 | 抗体偶联类药物研究与开发 | 266.25 | 542.63 | 192.7 | 1,001.58 |
| 4 | 曲贝替定原料药研究与开发 | 407.01 | 287.46 | - | 694.47 |
| 5 | 骨质疏松治疗领域原料药研究与开发 | 218.49 | 462.35 | 764.21 | 1,445.05 |
| 6 | 神经系统治疗领域原料药研究与开发 | 103.75 | 127.42 | 260.85 | 492.02 |
| 7 | 抗病毒原料药研究与开发 | 87 | 153.16 | 436.48 | 676.64 |
| 8 | 糖尿病治疗领域原料药研究与开发 | 87.33 | 94.97 | 67.45 | 249.75 |
| 9 | 心脑血管治疗领域原料药研究与开发 | 65.84 | 66.97 | 102.3 | 235.11 |
| 10 | 免疫系统治疗领域原料药研究与开发 | 98.02 | 24.99 | - | 123.01 |
| 11 | 消化系统治疗领域原料药研究与开发 | 84.71 | 44.68 | 64.54 | 193.93 |
| 12 | 肾病治疗领域原料药研究与开发 | 23.09 | 79.6 | - | 102.69 |
| 13 | 质量研究和分析方法开发 | 83.47 | 123.88 | 643.55 | 850.9 |
| 14 | 抗肿瘤领域工具分子研究与开发 | 393.53 | 871 | 972.94 | 2,237.47 |
| 15 | 炎症领域工具分子研究与开发 | 197.27 | 505.28 | 544.37 | 1,246.92 |
| 16 | 活性工具化合物库的开发 | 89.93 | 289 | - | 378.93 |

| | | | | | |
|----|----------------|----------|----------|----------|-----------|
| 17 | 药物片段分子库的开发 | 198.92 | 135.05 | 333.12 | 667.09 |
| 18 | 神经领域工具分子研究与开发 | 85.25 | 155.89 | 269.57 | 510.71 |
| 19 | 代谢领域工具分子研究与开发 | 76.91 | 154.36 | 173.22 | 404.49 |
| 20 | FDA 工具化合物库的开发 | 48.37 | 53.74 | - | 102.11 |
| 21 | 心血管领域工具分子研究与开发 | 41.06 | 57.32 | - | 98.38 |
| 22 | 手性分子砌块库的设计与开发 | 164.79 | 341.16 | 432.63 | 938.58 |
| 23 | 其他 | 52.06 | 93.18 | 39.31 | 184.55 |
| 合计 | | 3,542.23 | 5,304.49 | 6,479.83 | 15,326.55 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2.2 主营业务覆盖新药研发全产业链

公司主要业务包括 1) 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 2) 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技术服务。

表 4：公司主要业务

| 业务内容 | 产品和技术的应用领域 | 业务形式 |
|-------------|--------------------------------------|------|
| 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 |
| CRO 服务 | | 技术服务 |
| 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 |
| CMC、CDMO 服务 | | 技术服务 |

资料来源：公司科创板招股说明书，信达证券研发中心

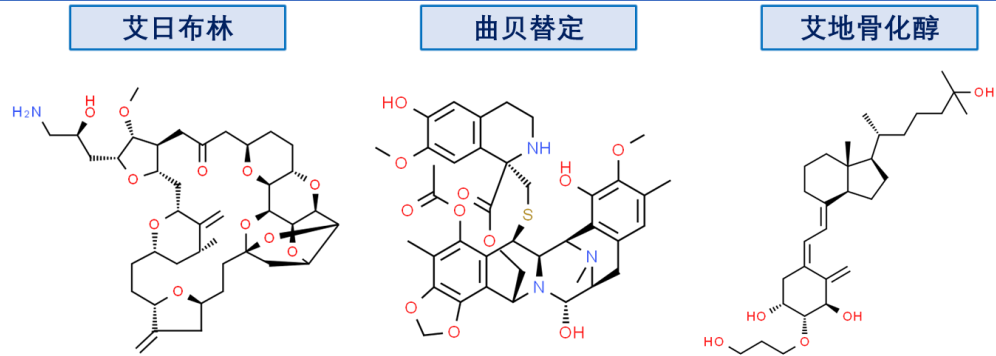
工具化合物合成路径处于分子砌块后端，具有一定生物或药理活性的小分子化合物，广泛应用于生命科学和医药研究领域的前期阶段。研究人员应用工具化合物，通过改变或影响蛋白、核酸等生物大分子的结构、功能和作用机制，观察和研究分子水平、细胞水平以及动物模型水平的生命过程中的生理病理现象，揭示生命的规律和疾病的发生发展过程。

表 5：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，不用于生物医学方面的研究 | 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 |

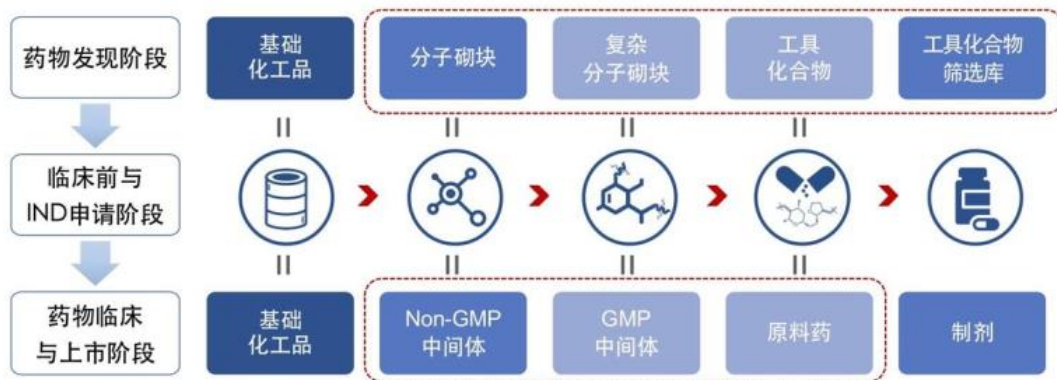
资料来源：公司科创板招股说明书，信达证券研发中心

公司在高质量满足客户需求提供原料药和中间体的委托开发、药证申报等相关技术服务的同时，专注于特色仿制药原料药及其相关中间体和创新药 CDMO 业务，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。

图 20：公司部分高技术壁垒、高难度、复杂手性药物原料药和中间体产品


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

业务由新药研发最前端向后端延伸：凭借在药物化学和有机合成领域的技术优势，和多年深耕小分子药物研发行业的经验，公司首先形成了集研发、生产及销售为一体的分子砌块和工具化合物供应平台。随着前期分子砌块的市场需求逐步延伸到原料药和中间体生产阶段，公司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。

图 21：公司的主要产品由药物研发延伸至下游药物制造


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

注：红虚线框中为公司主要业务

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 6：分子砌块、工具化合物与中间体、原料药之间的对应关系

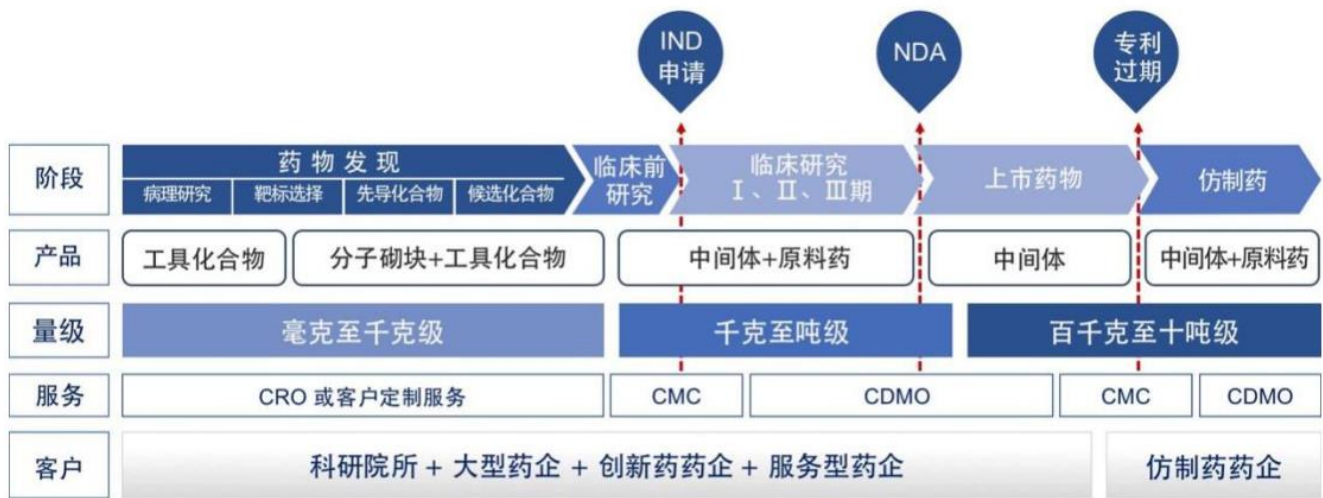
| 分类 | 对应关系 | | 对应关系 | | 对应关系 | |
|----------|-------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-------------------|----------------------|
| | 分子砌块 | Non-GMP 中间体 | 复杂分子砌块 | GMP 中间体 | 工具化合物 | 原料药 |
| 是否具有药物活性 | 没有 | 没有 | 没有 | 一般没有 | 有 | 有 |
| 应用目的 | 科学研究 | 生产制造 | 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 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

因此，公司前端的分子砌块和工具化合物、CRO 服务以及后端的原料药和中间体业务、CMC、CDMO 服务，覆盖创新药和仿制药研发的全产业链，包括创新药的发现、临床前研究、临床研究、上市后的中间体供给，以及仿制药的中间体和原料药供给。

图 22：公司主要产品和服务应用在药物研发全流程



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

与国内可比公司相比，公司具有差异化和更全面的业务覆盖。公司兼具药石科技布局的分子砌块和 CDMO 能力，同时也已经将业务扩展到了后端的特色原料药、中间体方面，与可比公司相比业务更加丰富，前后端业务在整个药物研发产业链中可以互相导流，为客户提供研发生产一体化的产品供应服务。

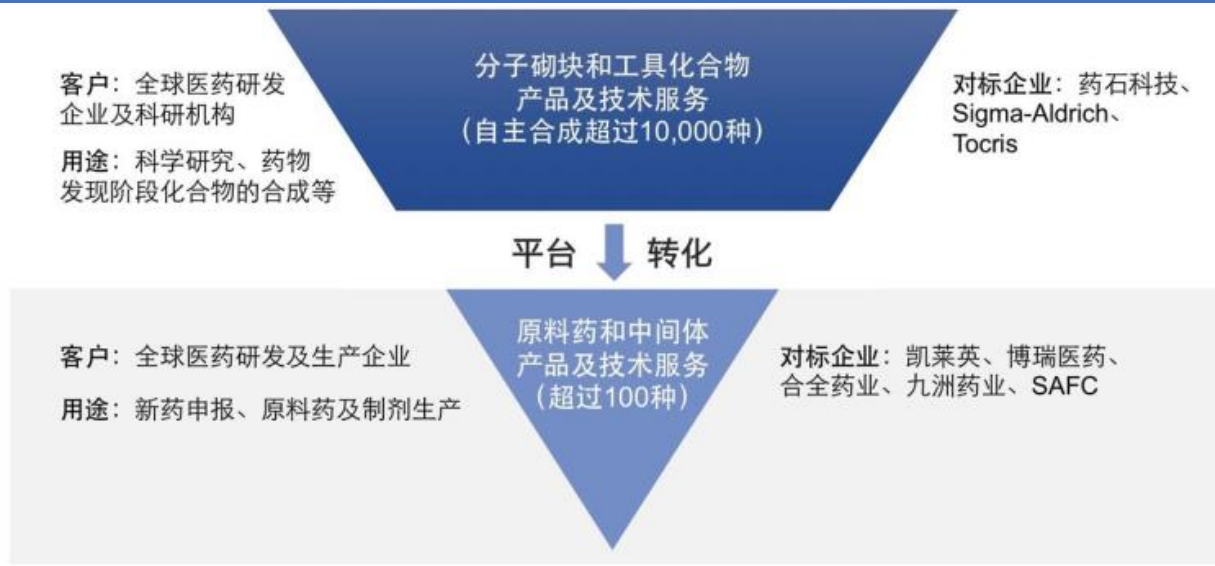
表 7：公司与可比公司主营业务比较

| 公司 | 产品布局 | 代表性产品 | 下游客户 |
|------|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 皓元医药 | 分子砌块和工具化合物、特色原料药和中间体、CDMO | 原料药和中间体产品：艾日布林、曲贝替定、巴洛沙韦酯等； 分子砌块产品：喹啉类、氮杂喹啉类、萘满酮类、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 | 境内外制药企业、科研院所、创新药研发企业 |
| 药石科技 | 分子砌块、CDMO | 芳香杂环系列、常见饱和脂环类和四元环类药物分子砌块等 | 创新药研发企业、CRO 公司 |
| 博瑞医药 | 特色原料药、制剂 | 恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、依维莫司等 | 境内外制药企业 |
| 凯莱英 | CDMO | 培南类药物、第二代抗艾滋病药物、他汀类药物、格列汀类药物等创新药原料药的 CDMO 服务 | 境内外制药企业 |
| 九洲药业 | 原料药、CDMO | 马西平、奥卡西平、酮洛芬、格列齐特等特色原料药以及创新药原料药的 CDMO 服务 | 境内外制药企业 |
| 泰坦科技 | 科研试剂、科研仪器及耗材 | 高端试剂、通用试剂、仪器设备、实验耗材等 | 创新研发型企业；科研院所 |
| 阿拉丁 | 科研试剂、实验耗材 | 高端化学、生命科学、分析色谱、材料科学类试剂 | 以科研院所、创新研发型企业和检测机构为主 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司已与众多国内外医药企业、科研院所及高等院校、CRO 公司建立了合作关系：分子砌块和工具化合物所服务的终端客户涵盖全球大部分生物医学研究机构及医药公司；原料药和中间体所服务的终端客户涵盖了众多制药企业。下游客户优秀的科研成果已经发表在包括 Nature、Science、Cell 等国际知名期刊在内的 10,000 多篇生物医学和新药研发科研文献中。

图 23：公司的主要产品、客户及用途和对标企业



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

客户在研发阶段对产品黏性高：为提升实验可重复性，避免因更换试剂造成的实验结果不一致，同一研究者或同一研究单位的人对于最开始使用、质量有保障的产品具有很高粘性，研究中倾向不随意更换产品，因此公司分子砌块及工具化合物的客户保有量大，随着公司产品品牌知名度的提升，未来预计有更多的科研用户会选择公司。

图 24：公司已与众多机构建立合作关系



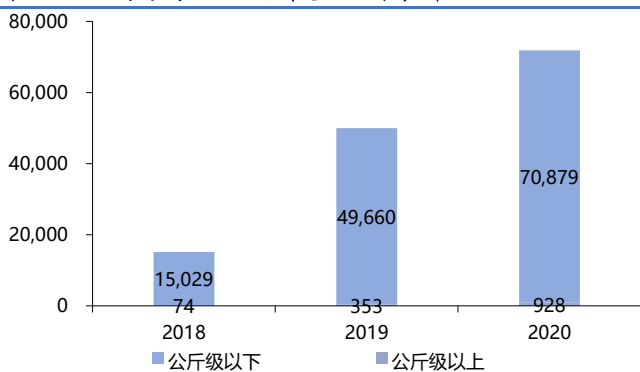
原料药和中间体


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2.3 分子砌块及工具化合物：订单量增长驱动业绩快速提升

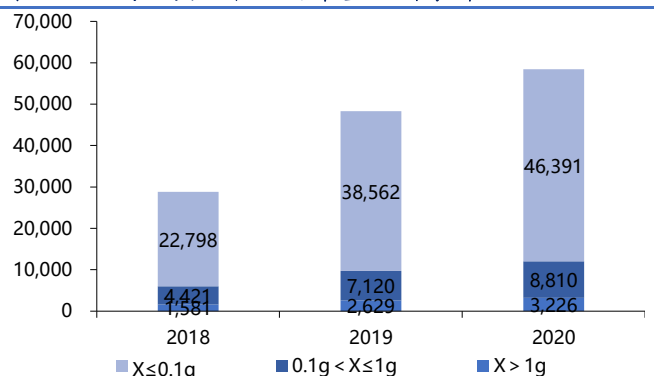
订单量增长驱动业绩快速提升：公司持续加大对分子砌块业务的投入，通过自主合成和外购分子砌块再开发相结合的方式快速扩充产品种类，订单数量不断增加；工具化合物产品的销售呈现“单次销售量少，订单频次高，品类多”的特点，整体较为稳定。

图 25：公司分子砌块订单量不断攀升



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 26：公司工具化合物订单量不断攀升



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

就分子砌块和工具化合物业务来看，国际知名的分子砌块和工具化合物企业大多具有进入市场早、规模大、产品种类齐全、营销网络发达等特点，其总部主要集中在美国、欧洲等发达国家和地区。公司的国外竞争对手有 Sigma-Aldrich、Bio-Techne Corp、Cayman Chemical、Santa Cruz Biotechnology 等公司。

国外大型跨国企业面向全球布局，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。例如，默克集团 (Merck KgaA) 在 2015 年以 170 亿美元成功收购了全球最大的化学试剂供应商 Sigma-Aldrich，旗下包括 Sigma-Aldrich、Fluka、Rdh 等数个品牌，产品基本覆盖了化学试剂的各个领域，拥有包括分子砌块和小分子化合物在内的生命科学类产品超 30 万种，2019 年生命科学业务总收入近 70 亿欧元。

国内可比公司有药石科技、阿拉丁、泰坦科技等公司，由于国内行业起步相对较晚，行业内参与者整体规模与国际巨头相比仍有较大差距。根据 Evaluate Pharma 统计测算，2019 年全球药物研发支出达 1,820 亿美元。根据塔夫茨大学和杜克大学教授联名发表的文献

《The price of innovation: new estimates of drug development costs》，全球医药研发支出中的 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。内企业相比国际巨头规模差距大，

表 8：国内外代表性企业在全全球市场份额情况

| 类别 | 市场规模 | 2019 年收入 (万元) | 市场份额 |
|---------------|----------|---------------|--------|
| 药石科技 | 3,811 亿元 | 66,223 | 0.17% |
| 阿拉丁 | | 15,224 | 0.04% |
| 泰坦科技 | | 10,217 | 0.03% |
| 皓元医药 | | 23,568 | 0.06% |
| Sigma-Aldrich | | 5,374,512 | 14.10% |

资料来源：公司科创板招股说明书，信达证券研发中心

注：按 2019 年 12 月 31 日汇率折算

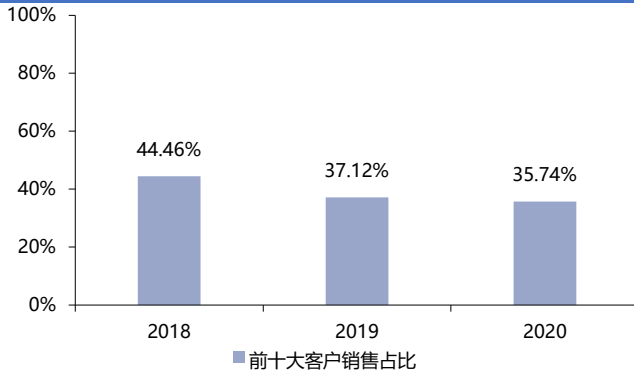
分子砌块与工具化合物库的产品种类丰富度、合成经验以及快速响应能力是公司开展相关业务的核心竞争力所在，依托分子砌块和工具化合物库开发孵化平台，可成为其他平台的产品、信息导入口。整体上，公司分子砌块和工具化合物产品数超过 4.2 万种，处于国内较高水平，近 30%产品系自主研发，合成技术储备具有较强优势。

表 9：分子砌块化合物库可比公司比较

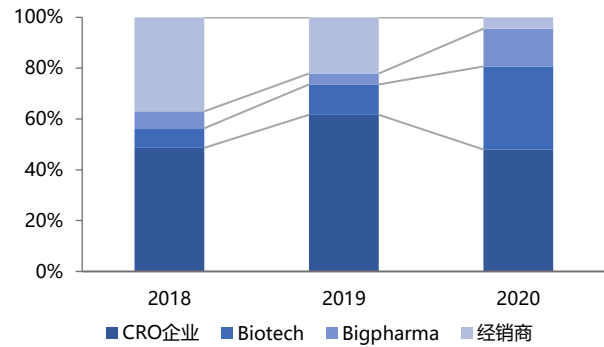
| 类别 | 2019 年收入 | 产品数量 | | 产品特点 | 专利数量 |
|------|----------|-----------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| | | 分子砌块 | 工具化合物 | | |
| 药石科技 | 66,223 | 超过 4 万种 | 超过 1 万种 | 专注于为药物研发企业提供分子砌块产品，主要包括芳香杂环系列、常见饱和脂环类和四元环类药物分子砌块。 | 发明专利 23 项；实用新型专利 10 项 |
| 阿拉丁 | 15,224 | 超过 2.2 万种 | 超过 0.48 万种 | “高端化学”试剂产品与分子砌块定位相似，涵盖药物化学、有机化学、化学生物学等领域；“生命科学”试剂产品定位与工具化合物相似，可应用于基因组学、蛋白质组学、代谢组学等领域 | 发明专利 11 项；实用新型专利 40 项 |
| 泰坦科技 | 10,217 | 约 3 万种 | | 业务涵盖试剂、仪器、实验耗材等多个领域，其“高端试剂”业务包含各类合成砌块，并代理 Sigma-Aldrich、Fisher 等国际品牌产品。 | 发明专利 26 项；实用新型专利 13 项 |
| 皓元医药 | 23,568 | 超过 3 万种 | 超过 1.2 万种 | 分子砌块产品涵盖新药研发领域所需的喹啉类、氮杂咪唑类、茶满酮类、咪唑类、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，产品种类丰富。 | 发明专利 34 项；实用新型专利 35 项 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

分子砌块客户集中度下降，药企客户占比增加：公司前端分子砌块的主要客户包括 CRO 公司、Biotech、国内 Bigpharma 以及经销商，前十大客户的销售占比逐年减少，依赖头部客户的程度降低。从客户结构来看，经销商的占比逐年降低，更多的 B 端客户直接向公司订购交易产品，其中 Biotech、国内 Bigpharma 企业占比连续升高，表明公司产品对于药企进行药物研发有着直接作用，因此对产品的需求和信任程度增加。

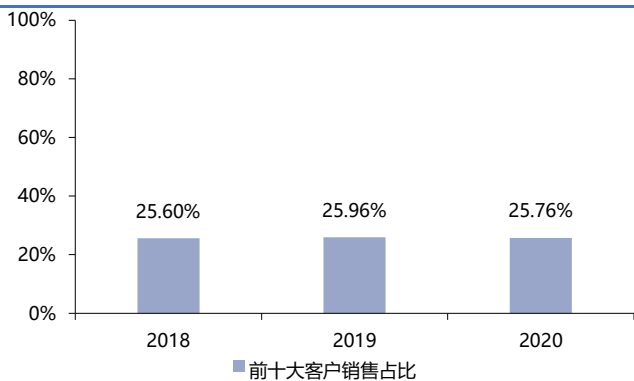
图 27：公司分子砌块对前十大客户依赖程度降低


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

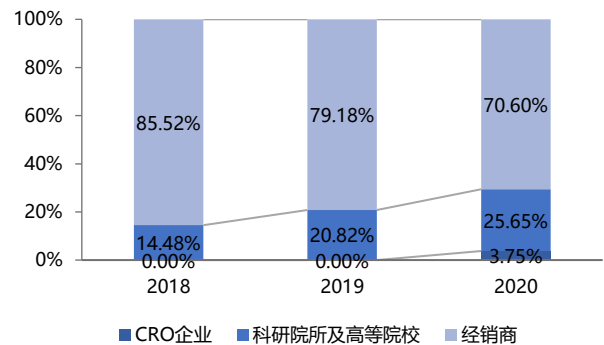
图 28：公司分子砌块前十大客户中药企占比逐渐升高


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

工具化合物前十大客户占比稳定，科研院所及高等院校、CRO 企业占比增加：公司近三年工具化合物前十大客户收入占比稳定保持在 25.5-26.0%之间，相对稳定。客户主要包括科研院所及高等院校、CRO 企业和经销商，和分子砌块趋势一样，工具化合物前十大客户中，经销商占比逐渐减少，科研院所及高等院校占比增加，2020 年新增一家 CRO 企业。科研院所及高等院校对癌症、炎症/免疫系统、神经系统、代谢领域等应用领域的工具化合物产品和服务需求增加。

图 29：公司工具化合物前十大客户收入占比稳定


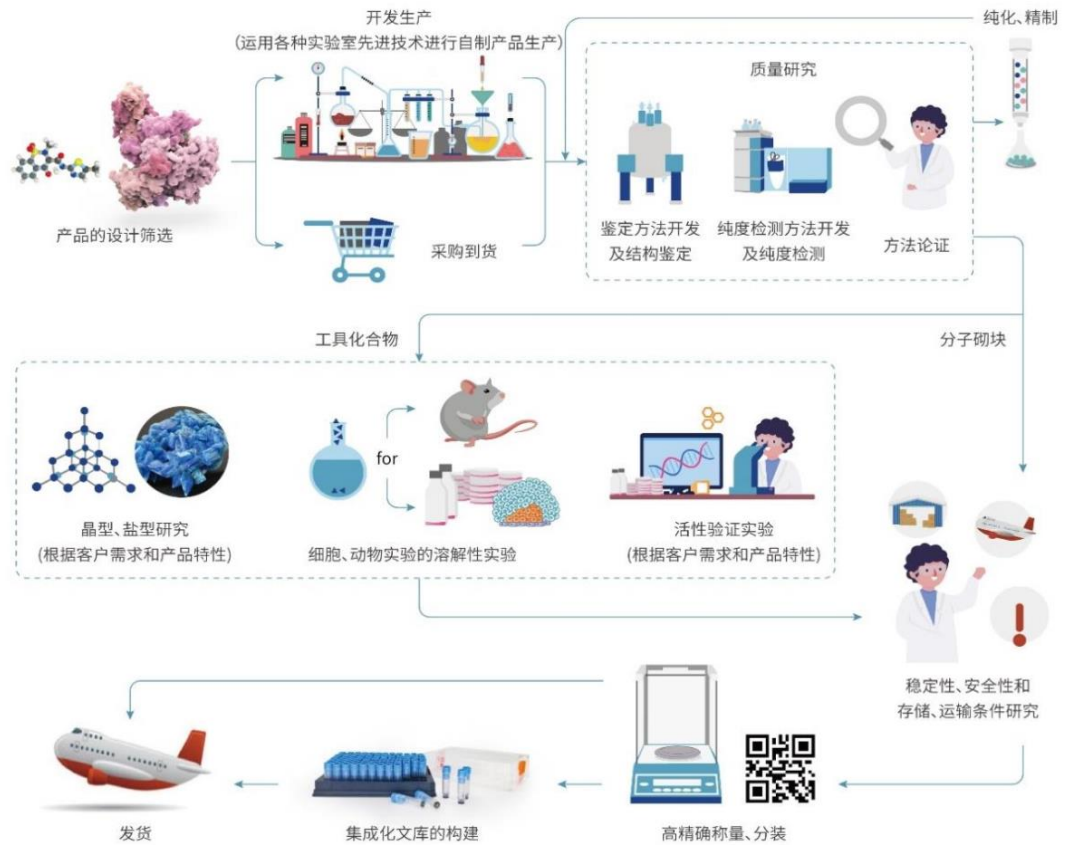
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 30：工具化合物前十大客户经销商占比逐渐降低


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

随着公司业务规模的扩大，为将有限的研发力量集中投入在前沿产品的开发上，公司通过自身专业的评估、设计团队在市场上已有的数量众多的成熟产品中为客户筛选出实验价值高的产品，以外购化合物再开发的模式实现产品的快速供应和持续更新。

外购化合物再开发关键点在于增加产品附加值：产品设计筛选后要进行质量研究，纯化、精制，稳定性、安全性和存储运输条件研究，以及发货前的精准分装和称量等；对于工具化合物而言，在标准化产品难以满足客户现实需求的情况下，还需要进行晶型、盐型方面研究和产品改性、结构修饰；以及完成细胞、动物实验的溶解性实验和活性验证实验等工作。

图 31：公司外购化合物再开发


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

注：开发生产为公司自研产品过程，外购产品无此流程

2.4 原料药及中间体：研发项目数量增加和进度推进带来收入新增长点

公司依托技术平台研发的艾日布林、曲贝替定、巴洛沙韦等核心产品受到境内外客户认可，已通过技术授权实现收入并保留了药品上市后的销售分成权利。公司目前已完成工艺研发并延伸为原料药及中间体的产品超过 100 种，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。

表 10：公司原料药及中间体代表性产品

| 序号 | 适应症分类 | 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、伊卢多啉 |

资料来源：公司科创板招股说明书，信达证券研发中心

前十大产品销售量整体呈增长趋势：境内原料药及中间体前十大产品的销售数量年度间存在波动，主要因为随着客户研发注册进度的推进，公司供应量逐步扩大，商业化阶段的产品随着下游客户市场推广的进展，供应量也逐步增加。每阶段会相应产生阶段性的采购需

求，因此处在客户研发注册阶段的产品需求会出现周期性的波动，但前十大产品销售量整体呈增长趋势。

表 11：公司原料药及中间体前十大品种近三年销售量（千克）

| 产品名称 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 替格瑞洛中间体 TGA | 2,492.95 | 2,024.00 | 3,835.20 |
| 艾日布林中间体 ARB | 2 | 1.12 | 2.04 |
| 艾日布林中间体 ARC | 2.73 | 1.53 | 3.08 |
| 艾地骨化醇中间体 ADA | 0.02 | 0.65 | - |
| 替格列汀中间体 TLA | 6,521.00 | 8,446.30 | 3,909.00 |
| 伐伦克林中间体 FLC | 114 | 313.91 | 793.95 |
| 雷美替胺中间体 LMA | 142.5 | 88.5 | 1,513.00 |
| 法匹拉韦中间体 FPA | - | - | 10,766.70 |
| 西那卡塞中间体 XNE | 1,695.45 | 657.35 | 1,090.05 |
| 替格瑞洛中间体 TGC | 1,196.00 | 2,061.84 | 4,125.20 |
| 合计 | 12,166.65 | 13,595.20 | 26,038.22 |

资料来源：公司科创板招股说明书，信达证券研发中心

CDMO 项目主要布局在中国、日本、美国和韩国市场：截至 2021 年 2 月底，公司正在服务的 CDMO 项目共 110 个，其中获批上市 4 个已经获批上市、1 个处于新药申报期、2 个处于临床 III 期、9 个处于临床 II 期。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，为公司带来更多收入增量。

图 32：截至 2021 年 2 月底，公司正在服务的 CDMO 项目共 110 个



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

创新药方面，公司协助荣昌生物完成的我国首个申报临床 ADC 一类抗癌新药维迪西妥单抗（RC48）已于 2021 年 6 月 9 日在中国上市，这也是目前首个获批上市的国产 ADC 药物，获批适应症为至少接受过 2 种系统化疗的 HER2 过表达局部晚期或转移性胃癌（包括胃食管结合部腺癌）。基于中国的 II 期研究结果，维迪西妥单抗在美国也提交了治疗晚期或转移性胃癌以及胃食管结合部腺癌的临床试验申请，并且该申请已于 2020 年 11 月获得了美国 FDA 许可，FDA 同时还授予了维迪西妥单抗在胃癌适应症开发上的快速通道资格，以加快给美国胃癌患者带来更多样的治疗选择。

图 33：维迪西妥单抗（RC48）各适应症研发进度

| 适应症 | HER2状态 | 单一/ 联合疗法 | 状态 | | | | | |
|-----------------------|--------------------------|-------------|-------------|-------|-------------|----------------------|-----------------------|------------------|
| | | | IND (已受) | I期 | | II期 | 关键/III期 | NDA/BLA (已提交) |
| | | | | Ia | Ib | | | |
| 中国 | | | | | | | | |
| HER2表达GC: | | | | | | | | |
| HER2过表达局部晚期或转移性GC | IHC 2+或IHC 3+ | 单一 | | | | 关键II期已完成 | 2021年6月9日已上市 | |
| HER2表达晚期实体瘤 | IHC 1+、IHC 2+或IHC 3+ | 联合 (PD-1) | | I期进行中 | | | | |
| HER2表达UC: | | | | | | | | |
| HER2过表达晚期或转移性UC | IHC 2+或IHC 3+ | 单一 | | | | 初步II期已完成 关键II期进行中 | 准备中, 预计2021年 上半年提交 | |
| HER2低至不表达局部晚期UC | IHC 1+或IHC 0 | 单一 | | | | III期进行中 | | |
| 局部晚期或转移性UC | 全部 | 联合 (PD-1) | | | IIb/III期进行中 | | | |
| HER2低表达晚期BC | IHC 2+ 及FISH- | 单一 | | | | III期进行中 | | |
| HER2过表达或HER2突变晚期NSCLC | IHC 2+ 或 IHC 3+ 或HER2 突变 | 单一 | | | Ib期进行中 | | | |
| HER2过表达转移性BTC | IHC 2+或IHC 3+ | 单一 | | | | II期进行中 | | |
| 美国 | | | | | | | | |
| HER2表达局部晚期或转移性UC | IHC 2+或IHC 3+ | 单一 | | | | II期准备中 | | |
| HER2表达局部晚期或转移性GC | IHC 2+或IHC 3+ | 单一 | ND进行中 | | | II期准备中 | | |

资料来源：荣昌生物 2020 年年报，荣昌生物 H 股招股说明书，信达证券研发中心

就中间体及原料药业务来看，国内主要可比公司有博瑞医药、博腾股份、九洲药业、凯莱英等企业。公司与可比公司存在一定的业务重叠，但我们认为，公司深耕分子砌块和工具化合物领域多年，服务的客户众多，通过自身的技术平台为客户提供 CRO 服务，使得公司与客户间建立了更紧密的合作关系，能够为公司原料药和中间体业务不断赋能，带来更多合作的机会。安徽皓元年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目也有望为后续原料药及中间体业务打下产能基础。

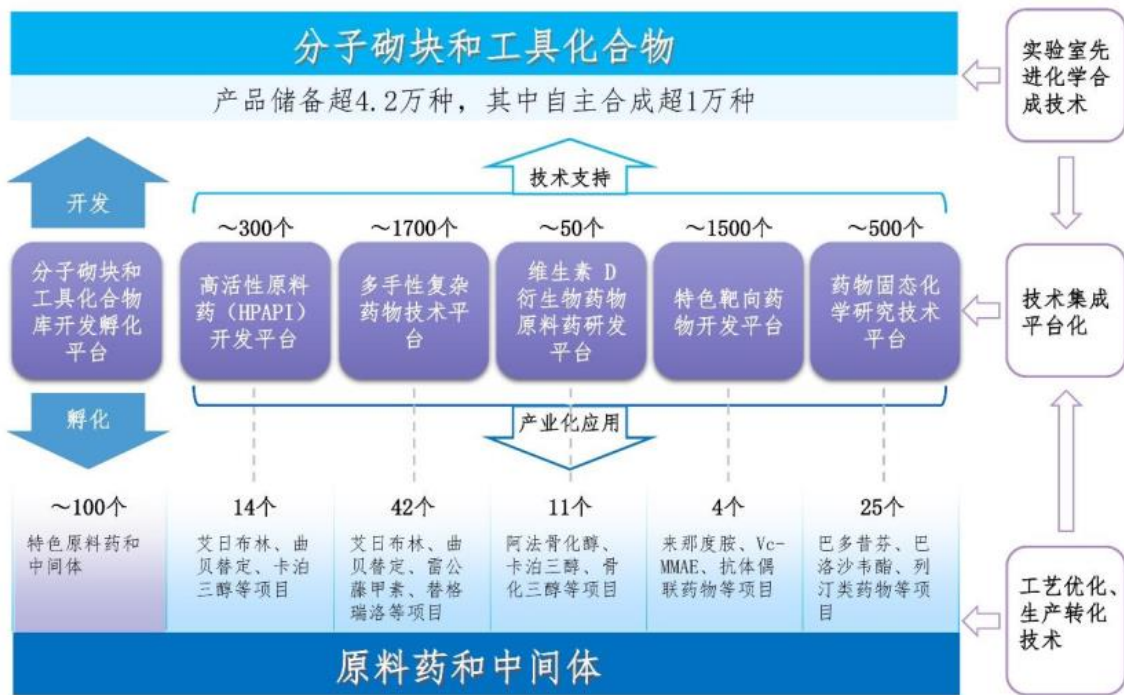
表 12：公司原料药及中间体业务可比公司比较

| 名称 | 相关业务领域竞争关系 | 2020 年财务数据 (亿元) | |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------|
| | | 营业收入 | 净利润 |
| 皓元医药 | - | 6.35 | 1.28 |
| 博瑞医药 | 在仿制药领域，公司与博瑞医药同时开展高端仿制药原料药和中间体的研发生产业务，有较强竞争关系，比如在艾日布林、曲贝替定等项目的竞争；在创新药领域，博瑞医药主要从事药物的自主开发，公司主要从事药物的 CDMO 业务，无直接竞争。经营区域与公司重叠度较高。 | 7.85 | 1.69 |
| 博腾股份 | 在创新药 CDMO 领域，公司与博腾股份在化学原料药业务（含中间体）存在竞争关系。 | 20.7 | 3.23 |
| 九洲药业 | 在仿制药领域，双方适应症有一定重叠度，但是九洲药业主要为一般难度的特色原料药和中间体，公司则以高难度和有专利突破作为主要方向；在创新药 CDMO 领域，九洲药业以欧美客户为主，公司以国内、日本客户为主，逐渐向欧美客户拓展，双方有一定的竞争关系。 | 26.50 | 3.80 |
| 凯莱英 | 在仿制药领域，双方无竞争关系；在创新药 CDMO 业务中存在竞争关系，主要体现在中间体及原料药 CDMO 业务中，但是客户群体分布略有不同，凯莱英以欧美客户为主，并有少量国内业务，公司以国内、日本客户为主，逐渐向欧美客户拓展 | 31.50 | 7.20 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2.5 六大核心技术平台为上游提供技术支持，助力下游产业化应用

公司作为以研发为驱动力的高新技术企业，目前拥有 6 个核心技术平台，包含高活性原料药（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。

图 34：公司核心技术平台及对应业务


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

分子砌块和工具化合物库开发孵化平台

平台依托一支药学、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，公司目前共有分子砌块约 30,000 种，工具化合物约 12,000 种，其中自主研发、合成的产品超过 10,000 种。

高活性原料药 (HPAPI) 开发平台

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，即认定为高活性或者高效能药物。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。

高活性原料药通常也是结构复杂同时具有高价值的药物分子，对于研发阶段的合成技术、质量研究策略以及研发生产过程中的密闭隔离技术都有很高的挑战。

公司 HPAPI 平台遵循 QbD (quality by design) 的理念，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。结合不同高活性药物的特点的需要，公司与合作伙伴密切合作，配备了一系列高活性原料药和高价值原料药研究所需的先进设备和仪器，结合工艺、GMP 及 EHS 要求，进行高活性原料药粉体处理系统的系统化集成，可与物料传递、冻干、称量、分装等设备进行整合，并结合在线清洗/在线消毒要求，以满足整个系统的生产要求。

特色靶向药物开发平台

公司特色靶向药物开发平台主要包括 ADC 药物和 PROTAC（蛋白降解靶向嵌合体）药物中小分子及 linker 的设计：

- 在 ADC 药物方面：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。部分毒素、Linker、毒素-Linker 完成了结构及晶型确证、杂质结构确证，通过多手性控制策略，获得了质量稳定的生产工艺，可实现千克级供应。并已在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。

- 在 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。

三、科创板募投资金项目用途

公司本次科创板公开发行股票数量约为 1,860 万股，发行价格为 64.99 元/股，本次发行规模为人民币 12.08 亿元，扣除发行费用后，将投资于以下项目：

表 13：科创板募投资金用途

| 序号 | 项目名称 | 预计投资总额 | 拟投入募集资金金额 | |
|-----------|-----------------------------------------|------------------|------------------|---------------|
| | | | 金额 | 比例 |
| 1 | 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% |
| 2 | 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% |
| 3 | 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% |
| 4 | 补充流动资金 | 6,000.00 | 6,000.00 | 100.00% |
| 合计 | | 68,268.92 | 65,000.00 | 95.21% |

资料来源：公司科创板招股说明书，信达证券研发中心

本次募投资金的项目具体来看：

- 1、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。
- 2、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。项目建成后一方面为工厂的 GMP 生产提供技术支持，另一方面为客户提供符合 cGMP 标准的药物研发及实验服务。
- 3、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、机修五金间、公用工程楼、生产管理楼等。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。
- 4、补充流动资金用于公司主营业务生产经营需要，将在一定程度上减轻公司未来业务持续扩张的资金压力，有利于公司主业经营规模的巩固和扩大，有利于增强公司竞争力和盈利

能力。

四、盈利预测及估值评级

4.1 盈利预测及假设

1、收入：

● 分子砌块和工具化合物：

产品销售：公司分子砌块和工具化合物销售处于成长阶段，假设分子砌块 2021-2023 年产品销售额增速为 55%、50%、48%，工具化合物 2021-2023 年产品销售额增速为 45%、44%、43%，二者合计产品销售增速为 48%、46%、44%。

技术服务：预计技术服务未来三年增速为 30%、25%、20%。

● 原料药和中间体开发业务

产品销售：随着公司 CDMO 原料药和中间体项目数量的增加，预计 2021-2023 年产品销售额增速 45%、43%、40%。

技术服务：预计技术服务未来三年增速为 20%、20%、15%。

2、毛利率：随着原料药和中间体业务销售规模的提升，逐渐产生规模效应，预计公司毛利率整体保持稳中有升，2021-2023 年分别为 57.3%、58.2%、59.2%。

3、期间费用率：随着公司收入、规模的增加，预计期间费用率不断优化。

表 14：皓元医药盈利预测

| 百万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 营业收入 | 173.97 | 300.20 | 408.97 | 635.10 | 919.67 | 1315.35 | 1855.81 |
| YOY | 48.6% | 72.6% | 36.2% | 55.3% | 44.8% | 43.0% | 41.1% |
| 毛利润 | 90.65 | 154.81 | 233.85 | 359.91 | 527.20 | 766.01 | 1,099.29 |
| 毛利率 | 52.1% | 51.6% | 57.2% | 56.7% | 57.3% | 58.2% | 59.2% |
| YOY | -16.7% | 22.7% | 298.8% | 74.9% | 54.0% | 51.0% | 46.1% |
| 分子砌块和工具化合物 | 81.25 | 150.64 | 235.68 | 345.81 | 505.24 | 728.00 | 1,039.73 |
| YOY | | 85% | 56% | 47% | 46% | 44% | 43% |
| 毛利率(%) | 67.7% | 68.3% | 70.7% | 70.3% | 70.7% | 71.3% | 72.0% |
| 业务收入比例(%) | 46.7% | 50.2% | 57.6% | 54.5% | 54.9% | 55.3% | 56.0% |
| 产品销售 | 42.25 | 132.32 | 213.90 | 317.03 | 467.82 | 681.22 | 983.59 |
| YOY | | 213% | 62% | 48% | 48% | 46% | 44% |
| 毛利率(%) | 78.8% | 70.0% | 72.6% | 71.7% | 72.0% | 72.5% | 73.0% |
| 分子砌块产品销售 | | 18.88 | 50.52 | 81.30 | 126.01 | 189.02 | 279.75 |
| YOY | | | 167.6% | 60.9% | 55.0% | 50.0% | 48.0% |
| 工具化合物产品销售 | | 113.44 | 163.38 | 235.73 | 341.80 | 492.20 | 703.84 |
| YOY | | | 44.0% | 44.3% | 45.0% | 44.0% | 43.0% |
| 技术服务 | 39.01 | 18.32 | 21.78 | 28.79 | 37.43 | 46.78 | 56.14 |
| YOY | | -53% | 19% | 32% | 30% | 25% | 20% |
| 毛利率(%) | 55.7% | 55.6% | 52.2% | 54.1% | 54.1% | 54.1% | 54.1% |
| 原料药和中间体开发业务 | 92.71 | 148.19 | 167.25 | 285.04 | 410.18 | 583.10 | 811.84 |
| YOY | | 60% | 13% | 70% | 44% | 42% | 39% |

| | | | | | | | |
|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 毛利率(%) | 38.4% | 34.8% | 38.8% | 40.6% | 41.2% | 42.1% | 43.1% |
| 业务收入比例(%) | 53.3% | 49.4% | 40.9% | 44.9% | 44.6% | 44.3% | 43.7% |
| 产品销售 | 92.05 | 142.21 | 155.16 | 272.52 | 395.16 | 565.07 | 791.10 |
| YOY | | 54% | 9% | 76% | 45% | 43% | 40% |
| 毛利率(%) | 38.4% | 34.3% | 38.0% | 40.4% | 41.0% | 42.0% | 43.0% |
| 技术服务 | 0.66 | 5.99 | 12.10 | 12.52 | 15.03 | 18.03 | 20.74 |
| YOY | | 813% | 102% | 4% | 20% | 20% | 15% |
| 毛利率(%) | 46.9% | 46.9% | 49.9% | 45.9% | 45.9% | 45.9% | 45.9% |
| 其他业务 | 0.00 | 1.36 | 6.04 | 4.24 | 4.24 | 4.24 | 4.24 |
| YOY | | 60216% | 343% | -30% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利率(%) | | 27.9% | 38.0% | 29.0% | 29.0% | 29.0% | 29.0% |
| 业务收入比例(%) | | 0.5% | 1.5% | 0.7% | 0.5% | 0.3% | 0.2% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着公司毛利率提升以及期间费用率的优化，预计 2021-2023 年公司收入分别为 9.20、13.15、18.56 亿元，增速为 44.8%、43.0%、41.1%，净利润分别为 1.98、2.96、4.29 亿元，增速为 54.0%、49.7%、44.9%。

4.2 估值与投资评级

公司主营业务为①分子砌块与工具化合物，②原料药及中间体，我们对两部分业务分别选取可比公司进行分部估值：

①分子砌块与工具化合物：选取药石科技、泰坦科技、阿拉丁为可比公司，三家可比公司主营业务类似，均以分子砌块与工具化合物为主，2021 一致性预期 PE 均值为 108X，给予公司该板块 100X 估值。

根据公司科创板招股书，子公司皓元生物是分子砌块和工具化合物的研发、销售主体，皓鸿生物是分子砌块的研发、销售主体，我们以招股书披露的两家子公司净利润之和作为公司分子砌块与工具化合物业务的净利润，计算得出 2020 年该板块净利率为 28.9%，假设净利率稳步提升，预计该板块 2021-2023 年净利润分别为 1.50、2.26、3.33 亿元，给予该板块 2021 年 100X 估值，则对应市值约为 150 亿元。

表 15：分子砌块与工具化合物业务可比公司估值

| 代码 | 公司 | 总市值 (亿元) | 2021EPS | 2022EPS | 2023EPS | 2021PE | 2022PE | 2023PE |
|-----------|------|-------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 300725.SZ | 药石科技 | 308 | 1.41 | 2.00 | 2.76 | 110 | 77 | 56 |
| 688133.SH | 泰坦科技 | 174 | 1.99 | 2.89 | 4.14 | 114 | 79 | 55 |
| 688179.SH | 阿拉丁 | 119 | 1.17 | 1.57 | 2.12 | 101 | 75 | 56 |
| 均值 | | | | | | 108 | 77 | 56 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：数据截至 2021/6/9

②原料药及中间体：选取凯莱英、博瑞医药、博腾股份、九洲药业为可比公司，四家可比公司主营业务类似，均以中间体/原料药 CDMO 业务为主，2021 一致性预期 PE 均值为 78X，给予公司该板块 78X 估值。

给予公司其他业务 20%净利率，根据前述公司分子砌块及中间体板块净利润，估算得出公

原料药及中间体业务 2020 年净利率约为 9.7%，随着该板块规模的扩大，预计净利率稳步提升，预计公司该板块 2021-2023 年净利润分别为 4733 万、6870 万、9513 万元，给予 2021 年 78X 估值，对应市值 37 亿元。

表 16：原料药及中间体业务可比公司估值

| 代码 | 公司 | 总市值（亿元） | 2021EPS | 2022EPS | 2023EPS | 2021PE | 2022PE | 2023PE |
|-----------|------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 002821.SZ | 凯莱英 | 914 | 4.08 | 5.43 | 7.13 | 92 | 69 | 53 |
| 688166.SH | 博瑞医药 | 179 | 0.62 | 0.95 | 1.38 | 70 | 46 | 32 |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 416 | 0.82 | 1.11 | 1.48 | 94 | 69 | 52 |
| 603456.SH | 九洲药业 | 351 | 0.73 | 0.96 | 1.24 | 58 | 44 | 34 |
| 均值 | | | | | | 78 | 57 | 43 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：数据截至 2021/6/9

综上，公司两大业务板块支撑市值在 2021 年合计达 187 亿元。首次覆盖，给予“增持”评级。

五、风险提示

1、专利侵权风险：

分子砌块和工具化合物：公司分子砌块和工具化合物主要销售市场中国、美国、欧洲、日本均有“安全港条款”作为专利保护例外条款，其中最主要的美国市场“安全港条款”较为成熟，公司相关行为符合美国“安全港条款”规定的依据充分；但是，由于我国《专利法》涉及专利保护例外的第六十九条第（四）、（五）项有关规定关于第三方协助提供专利产品行为的具体边界目前尚无法定解释和指导性案例，在法律条文的理解适用方面存在一定争议，且公司无法完全排除下游客户将相关专利产品用于除科学研究和药证申报以外用途的可能性，因此，公司销售第三方专利期内的化合物用于下游客户的科学研究和药证申报的行为仍存在一定被起诉的风险。

中间体及原料药业务：公司销售的中间体产品不涉及第三方专利，公司合作开发和向客户提供的原料药产品均处于研发注册阶段，用于下游客户仿制药注册申报使用，符合各国专利法中的“行政审批例外”。

2、高素质专业技术人才流失风险：

公司 2020 年研究生以上学历员工人数 157 人，占总员工数比例为 18%。充足的高素质专业技术人才是公司行业竞争中维持竞争优势的重要保证。如果未来公司不能通过各种有效的人才激励机制稳定自身技术人才团队，出现大规模技术人才流失情况，将对保持公司核心竞争力造成不利影响。

3、部分产品销售受客户项目进展影响的风险：

随着客户相关药物研发注册进度的推进，公司向其销售的产品对应客户的小试、中试、验证批阶段，供应量逐步扩大，并在客户的药物获批上市后，形成连续稳定的供应关系，因此，公司产品销售受客户项目进展影响。如果客户的相关药物研发注册进度推进缓慢或失败，公司部分产品的销售收入和业绩成长性将受到不利影响。

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 425 | 637 | 739 | 1,065 | 1,396 |
| 货币资金 | 203 | 292 | 250 | 381 | 671 |
| 应收票据 | 2 | 7 | 9 | 11 | 18 |
| 应收账款 | 52 | 80 | 117 | 167 | 236 |
| 预付账款 | 5 | 6 | 10 | 13 | 18 |
| 存货 | 150 | 229 | 329 | 461 | 422 |
| 其他 | 14 | 23 | 24 | 31 | 31 |
| 非流动资产 | 117 | 220 | 315 | 455 | 620 |
| 长期股权投资 | 51 | 72 | 72 | 72 | 72 |
| 固定资产(合计) | 23 | 46 | 111 | 201 | 316 |
| 无形资产 | 24 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 其他 | 20 | 70 | 100 | 150 | 200 |
| 资产总计 | 542 | 857 | 1,054 | 1,520 | 2,016 |
| 流动负债 | 124 | 295 | 267 | 385 | 376 |
| 短期借款 | 24 | 77 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据 | 10 | 34 | 33 | 51 | 51 |
| 应付账款 | 44 | 69 | 96 | 136 | 125 |
| 其他 | 45 | 115 | 137 | 198 | 200 |
| 非流动负债 | 19 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 19 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 负债合计 | 143 | 329 | 302 | 420 | 411 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 400 | 528 | 752 | 1,100 | 1,606 |
| 负债和股东权益 | 542 | 857 | 1,054 | 1,520 | 2,016 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 409 | 635 | 920 | 1,315 | 1,856 |
| 同比(%) | 36.2% | 55.3% | 44.8% | 43.0% | 41.1% |
| 归属母公司净利润 | 73 | 128 | 198 | 296 | 428 |
| 同比(%) | 298.8% | 74.9% | 54.0% | 49.6% | 44.8% |
| 毛利率(%) | 57.2% | 56.7% | 57.3% | 58.2% | 59.2% |
| ROE% | 18.4% | 24.3% | 26.3% | 26.9% | 26.7% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.99 | 1.73 | 2.66 | 3.98 | 5.76 |
| P/E | 0.00 | 0.00 | 122.17 | 81.64 | 56.39 |
| P/B | 0.00 | 0.00 | 32.11 | 21.96 | 15.05 |
| EV/EBITDA | -1.83 | -1.14 | 75.18 | 50.63 | 34.83 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 409 | 635 | 920 | 1,315 | 1,856 |
| 营业成本 | 175 | 275 | 392 | 549 | 757 |
| 营业税金及附加 | 1 | 2 | 3 | 4 | 6 |
| 销售费用 | 47 | 49 | 86 | 122 | 173 |
| 管理费用 | 43 | 66 | 106 | 150 | 212 |
| 研发费用 | 53 | 65 | 105 | 149 | 218 |
| 财务费用 | 1 | 9 | -5 | -8 | -13 |
| 减值损失合计 | -11 | -31 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 6 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 84 | 149 | 233 | 348 | 504 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 84 | 149 | 233 | 348 | 504 |
| 所得税 | 11 | 20 | 35 | 52 | 76 |
| 净利润 | 73 | 128 | 198 | 296 | 428 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 73 | 128 | 198 | 296 | 428 |
| EBITDA | 98 | 189 | 238 | 350 | 501 |
| EPS(当年)(元) | 0.99 | 1.73 | 2.66 | 3.98 | 5.76 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金 | 57 | 117 | 114 | 230 | 387 |
| 净利润 | 73 | 128 | 198 | 296 | 428 |
| 折旧摊销 | 8 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 财务费用 | 2 | 9 | 2 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -36 | -58 | -95 | -76 | -51 |
| 其它 | 11 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -70 | -74 | -78 | -98 | -98 |
| 资本支出 | -20 | -71 | -78 | -98 | -98 |
| 长期投资 | -50 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 131 | 50 | -78 | 0 | 0 |
| 吸收投资 | 170 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | -14 | 53 | -77 | 0 | 0 |
| 支付利息或股息 | -25 | -3 | -2 | 0 | 0 |
| 现金流净增加额 | 119 | 84 | -42 | 131 | 289 |

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

赵雅韵，团队成员，西安交通大学化学硕士，2021年加入信达证券，曾就职天风证券。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|-------------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiyue@cindasc.com |
| 华北副总监（主持工作） | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东副总监（主持工作） | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 协同创新业务总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|-------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准20%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。