

皓元医药 (688131.SH) 立足研发和品牌，一体化赋能新药开发

2021 年 07 月 31 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2021/7/30
当前股价(元)	315.79
一年最高最低(元)	390.00/273.00
总市值(亿元)	234.76
流通市值(亿元)	48.14
总股本(亿股)	0.74
流通股本(亿股)	0.15
近 3 个月换手率(%)	439.67

股价走势图



数据来源：贝格数据

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

苑建（分析师）

yuanjian@kysec.cn

证书编号：S0790520070009

● 前后端一体化发展路径清晰，打造核心技术平台，全流程助力药品研发

公司前后端一体化布局，全流程助力药品研发，打造六大核心技术平台，为客户提供从前端到后端全方位药品研发服务。前端工具化合物已打造品牌优势，稳步增长可期；后端特色仿制药的原料药和中间体及特色创新药 CDMO 业务双轮驱动，预计快速增长。我们预计 2021-2023 年收入分别为 8.74/11.90/16.28 亿元，归母净利润分别为 2.01/2.75/3.96 亿元，EPS 分别为 2.70/3.70/5.32 元，当前股价对应 PE 分别为 116.8/85.4/59.3 倍，鉴于公司业绩确定性较高，给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 前端高质量高效率服务药品研发，打造品牌优势

高超的化学合成能力奠定发展基础，公司创始人团队均为香港大学化学系有机化学博士，在分子砌块和工具化合物领域，公司产品种类较为新颖、齐全，已打造“MCE”、“乐研”等自主品牌，终端客户已涵盖全球大部分生物医药研究机构和医药公司（辉瑞、默沙东、礼来、NIH、中科院、上海药物所、北京大学、清华大学等），在行业内具有较高知名度。工具化合物产品被顶级期刊引用文献篇数逐年攀升，品牌效应不断积累，先发优势明显；起源于工具化合物的分子砌块业务快速发展。

● 后端特色仿制药原料药和中间体与创新药 CDMO 双轮驱动

特色仿制药原料药和中间体的下游客户多处于研发注册阶段，随着产品上市，客户需求量将大幅增加。皓元医药全程协助荣昌生物开发 ADC 抗肿瘤药物 RC48 上市，提供小分子药学研究和批量供应小分子物料。公司已开发 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。公司以高难度的 ADC 和 PROTAC 等创新药项目为突破口，拓展附加值更高的创新药 CDMO 业务，长期空间进一步打开。

● **风险提示：**新产品研发失败；市场竞争加剧；环保和安全生产风险；产能建设不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	409	635	874	1,190	1,628
YOY(%)	36.2	55.3	37.6	36.2	36.8
归母净利润(百万元)	73	128	201	275	396
YOY(%)	298.8	74.9	56.5	36.8	43.9
毛利率(%)	57.2	56.7	57.1	57.7	58.4
净利率(%)	18.0	20.2	23.0	23.1	24.3
ROE(%)	18.4	24.3	27.6	27.4	28.3
EPS(摊薄/元)	0.99	1.73	2.70	3.70	5.32
P/E(倍)	319.7	182.8	116.8	85.4	59.3
P/B(倍)	58.7	44.5	32.2	23.4	16.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 助力药物研发更高效的服务平台	4
1.1、“分子砌块和工具化合物+特色原料药和中间体”一体化发展，路径清晰，客户粘性强	5
1.2、 创始人专业背景，核心管理和技术人员产业经验丰富	6
2、 新药研发投入稳步增长，原料药产业向新兴国家转移	8
2.1、 分子砌块和工具化合物预计全球市场空间 546 亿美金	8
2.2、 全球原料药和中间体外销市场规模预计 640-680 亿美元	10
3、 打造核心技术平台，全流程助力药品研发	13
3.1、 分子砌块和工具化合物：打造品牌优势，赋能新药研发	14
3.2、 特色原料药和中间体：有望贡献较大业绩弹性	15
4、 盈利预测与投资建议	20
4.1、 关键假设	20
4.2、 盈利预测与估值	21
5、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 公司产品与服务助力药品研发全过程	4
图 2： 公司业务从前端向后端一体化发展	5
图 3： 股权结构清晰，创始人郑保富和高强为实际控制人（发行前）	5
图 4： 2017-2020 年公司研发投入持续增加	7
图 5： 2020 年专业技术人员占比超 53%	7
图 6： 近五年公司营收情况快速增加	7
图 7： 近五年公司归母净利润情况快速增加	7
图 8： 分子砌块和工具化合物业务快速增长	8
图 9： 原料药和中间体业务快速增长	8
图 10： 十三五期间生命科学部国家自然科学基金项目申请数量持续增加	9
图 11： 全球新药研发支出持续稳定增加	9
图 12： 全球在研药物数量稳步增加	10
图 13： 新药研发中抗肿瘤药物研发项目占比逐步提升	10
图 14： 2019 年全球抗肿瘤在研项目接近 6000 个	10
图 15： 专利到期导致的销售损失额较大	12
图 16： 药品价格与药品生产企业数量呈反比	12
图 17： 中印在美国获批 DMF 数量优势明显	12
图 18： 中印在欧洲获批 COS 数量优势明显	12
图 19： 预计全球小分子和生物药 CDMO 市场持续增长	13
图 20： 六大核心技术平台赋能新药研发	13
图 21： 核心技术平台支撑各项业务快速发展	14
图 22： 公司工具化合物被文献引用次数逐年增加	15
图 23： 部分文献发表在学术圈内顶级期刊	15
图 24： 2018-2020 年分子砌块销售快速增长	15
图 25： 2018-2020 年分子砌块以国内销售为主	15
图 26： CDMO 项目主要客户分布在中日韩和美国	18

图 27: 荣昌制药 RC48 有望成为国产首个 ADC 药物.....	19
图 28: 公司全程助力 RC48 研发.....	19
图 29: PROTAC 通过泛素调节的蛋白降解发挥药效.....	20
图 30: 近年 PROTAC 研究领域发表的文献逐年大幅增加.....	20
表 1: 公司已有 15 年的发展历史.....	4
表 2: 参控股子公司协调发展.....	6
表 3: 公司高管及核心技术人员产业经验丰富.....	6
表 4: 分子砌块和工具化合物在用途、客户群和开发难度等方面不同.....	8
表 5: 各类原料药在业务模式、竞争点以及主要公司存在差异.....	11
表 6: 公司在分子砌块和工具化合物品牌布局全面.....	14
表 7: 分子砌块和工具化合物下游客户众多.....	14
表 8: 原料药和中间体业务覆盖了国内外多家优质客户.....	15
表 9: 公司原料药和中间体品种丰富.....	16
表 10: 多数创新药 CDMO 项目处于临床二期阶段.....	18
表 11: 可比公司估值, 鉴于公司业绩确定性高, 给予一定估值溢价.....	21

1、助力药物研发更高效的服务平台

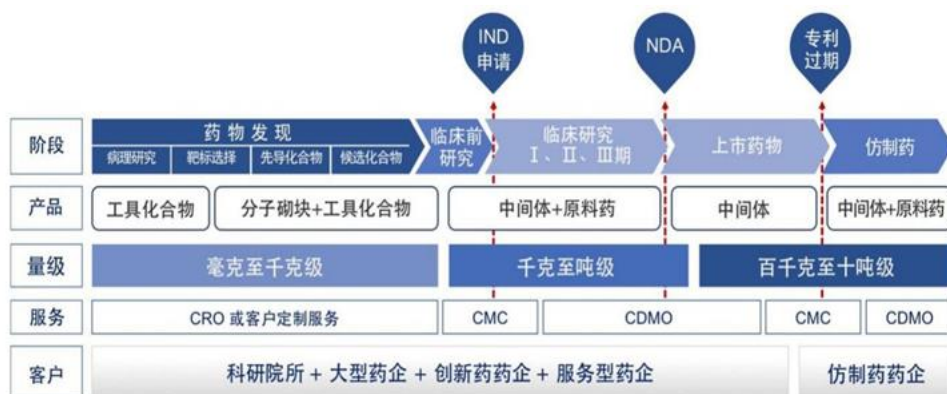
自 2006 年设立以来，皓元医药专注于小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研究开发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺研发和生产技术改进，为全球医药企业和科研机构提供从药物发现到原料药和医药中间体的规模化生产的相关产品和服务。

表1：公司已有 15 年的发展历史

时间	事件
2006	上海皓元化学科技有限公司成立
2009	上海皓元生物医药科技有限公司注册成立 布局仿制药服务和创新药服务
2014	A 轮融资 2000 万
2016	“新三板”挂牌 B 轮融资 4000 万
2017	安徽皓元药业有限公司成立 创立乐研品牌，收购美国 MCE 和 CS 公司 首次员工持股计划
2018	安徽马鞍山工厂奠基 第二次员工持股计划
2019	C 轮融资 1.7 亿元 启动安徽研发中心建设
2020	安徽研发中心启动运营 上海研发中心升级完成

资料来源：公司官网、开源证券研究所

图1：公司产品与服务助力药品研发全过程



资料来源：公司招股说明书

通过自建和并购的形式，在分子砌块和工具化合物领域已打造安徽乐研、MCE 和 CS 三大品牌，为客户提供数万种结构新颖、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，助力了国内外超过 3000 家科研机构和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，产品的需求量增大，公司投建安徽皓元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。

1.1、“分子砌块和工具化合物+特色原料药和中间体”一体化发展，路径清晰，客户粘性强

目前，公司自主合成的分子砌块和工具化合物超过 10000 种，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，一体化发展路径清晰。前端业务向后端导流的经营模式，在增加客户粘性、保障公司持续盈利的同时，进一步打开了公司的市场空间。

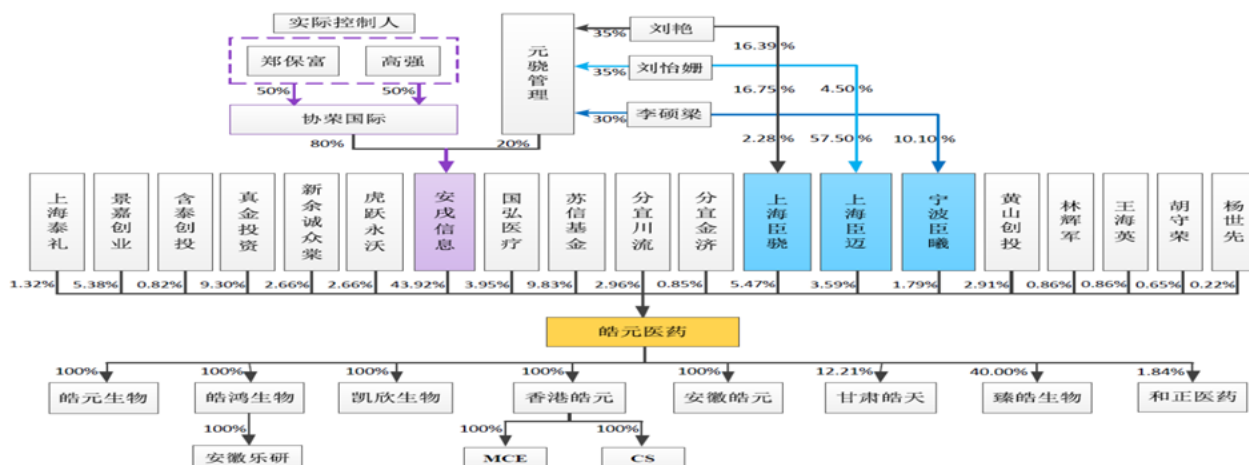
图2：公司业务从前端向后端一体化发展



资料来源：公司招股说明书

公司实际控制人系创始人团队成员，拥有公司 43.92%的表决权，员工持股平台合计持股 10.85%，股权结构稳定，公司凝聚力强，IPO 前安成信息持有公司 43.92%股份，系公司控股股东，创始人郑保富和高强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 43.92%的表决权。上海臣骁、上海臣迈和宁波臣曦为公司员工持股平台，合计持股比例为 10.85%。

图3：股权结构清晰，创始人郑保富和高强为实际控制人（发行前）



资料来源：公司招股说明书

公司共有 8 家控股子公司和 3 家参股公司，业务覆盖分子砌块、工具化合物、中间体和原料药的研发、生产和销售，同时布局小分子创新药和 ADC 药物的研发。

表2: 参控股子公司协调发展

国家	公司名称	股权结构	主营业务
中国	皓元生物	100%	分子砌块和工具化合物的研发、销售主体
中国	皓鸿生物	100%	分子砌块的研发、销售主体
中国	凯欣生物	100%	医药原料药和中间体为主的对外出口及销售平台
中国	安徽皓元	100%	医药原料药和中间体研发、生产平台
中国香港	香港皓元	100%	工具化合物、原料药和中间体等产品的销售
中国	安徽乐研	100%	工具化合物和分子砌块的研发生产平台
美国	MCE	100%	工具化合物的技术拓展和境外商务平台
美国	CS	100%	工具化合物和分子砌块的技术拓展和境外商务平台
中国	甘肃皓天	12.21%	原料药和中间体的生产
中国	臻皓生物	40%	投资 ADC 药物 CDMO 平台, 从事 ADC 药物研究开发和后续产业化
中国	和正医药	1.84%	从事小分子创新药物的发现、开发、临床研究及商业化



资料来源: 公司招股说明书、公司官网、开源证券研究所

1.2、创始人专业背景, 核心管理和技术人员产业经验丰富

公司创始人郑保富、高强和李硕梁均为香港大学化学系博士, 其中李硕梁先生先后在新加坡科研局生物与化工科技国家研究中心任高级博士后研究员、在诺华制药中国研发中心从事新药研发工作, 现任公司首席科学家兼技术总监。李敏、沈卫红等核心管理人员以及张宪恕、周治国和梅魁等技术人员在海正药业、晟康生物、睿智化学、桑迪亚等国内大中药企从事药物研发工作, 具有丰富的技术和管理经验。

表3: 公司高管及核心技术人员产业经验丰富

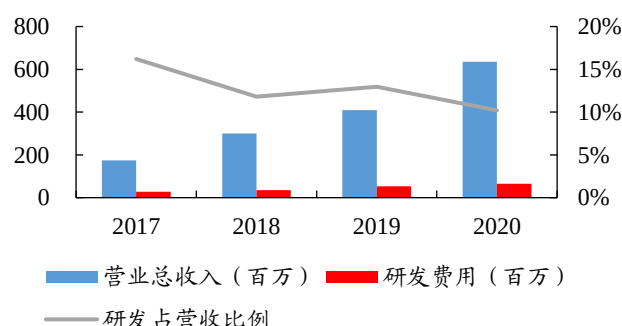
姓名	职务	背景介绍
郑保富	总经理、董事长	博士, 2006 年 9 月创办上海皓元化学科技有限公司, 自公司成立以来历任执行董事、董事长、总经理职务; 2015 年 12 月至今, 担任公司董事长、总经理职务。
高强	副总经理、董事	博士, 2004 年 5 月至 2006 年 2 月任香港大学化学系研究员; 2006 年 9 月创办上海皓元化学科技有限公司, 自公司成立以来历任董事、副总经理职务; 2015 年 12 月至今, 担任公司董事、副总经理职务。
李敏	财务总监	大专, 2005 年 7 月至 2009 年 3 月任上海丽珠制药有限公司会计, 2009 年 3 月至 2015 年 12 月任上海皓元化学科技有限公司财务负责人, 2015 年 12 月至今任上海皓元医药股份有限公司财务总监。
沈卫红	董事会秘书	硕士, 武汉大学 MBA。2007 年 3 月至 2008 年 4 月就职于建滔(江苏)化工有限公司, 2008 年 5 月至 2015 年 12 月任上海皓元化学科技有限公司商务宣传经理, 2015 年 12 月至今任上海皓元医药股份有限公司董事会秘书。
李硕梁	董事、首席科学家、技术总监	博士, 2007 年 9 月至 2009 年 10 月任新加坡科研局生物与化工科技国家研究中心高级博士后研究员; 2009 年 11 月至 2013 年 6 月在瑞士诺华制药中国研发中心从事药物研发工作; 2013 年 7 月至今在上海凯欣生物医药科技有限公司任技术总监; 2015 年 12 月 23 日至今, 就职于上海皓元医药股份有限公司, 担任董事、首席科学家、技术总监职务。
张宪恕	监事、高效能原料药研发部高级主任研究员、资深技术总监	博士, 2008 年 7 月至 2009 年 5 月任浙江海正药业上海分公司高级研究员, 2009 年 7 月至 2015 年 12 月任上海皓元化学科技有限公司研发部部长, 2015 年 12 月至今, 任上海皓元医药股份有限公司监事、高效能原料药研发部高级主任研究员、资深技术总监。
周治国	皓元生物副总经理、高级资深研究员	硕士, 2004 年 3 月至 2005 年 7 月在上海香料研究所任开发部职员; 2005 年 7 月至 2007 年 12 月就职于晟康生物医药技术(上海)有限公司, 从事新药及医药中间体领域的研究和开发; 2007 年 12 月至 2009 年 3 月任上海皓元化学科技有限公司任定制研发部长; 2009 年 3 月至今任上海皓元生物医药科技有限公

姓名	职务	背景介绍
梅魁	注册申报部研发总监	司副总经理、高级主任研究员。 博士，2009年6月至2009年12月任上海睿智化学研究有限公司项目组长；2010年1月至2013年1月任桑迪亚医药科技（上海）有限公司项目经理；2013年1月至2014年1月任上海仁尚医药科技有限公司（江苏长江药业上海研发中心）研发总监；2014年2月至今，任上海皓元医药股份有限公司注册申报部研发总监。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

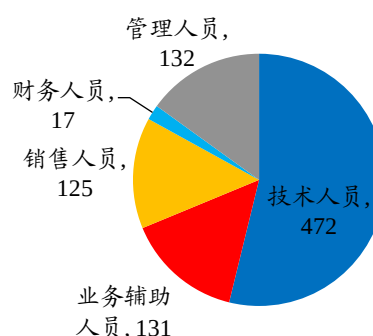
在近4年研发投入占营收的比重均在10%以上，在员工结构上，研发人员占比更是超过五成，2020年公司研发技术人员占公司总员工的比例达到53.83%，研发上一直维持高投入。

图4：2017-2020年公司研发投入持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

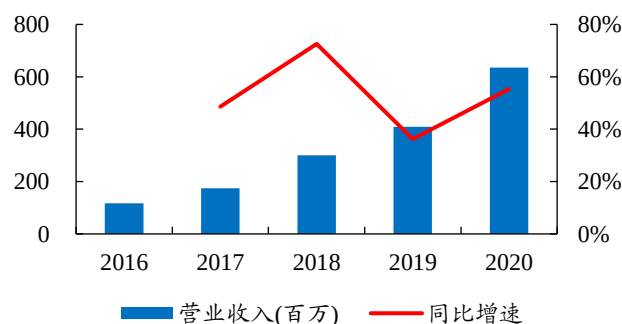
图5：2020年专业技术人员占比超53%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

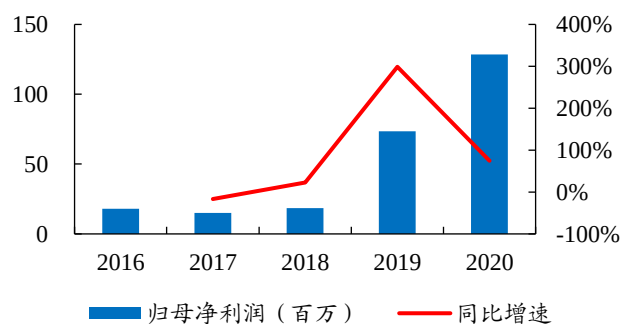
公司业绩进入高速发展阶段。2020年收入6.35亿元，同比增长55.29%，2016-2020年期间复合增长40.24%；2020年归母净利润1.28亿元，同比增长74.90%，2016-2020年期间复合增长48.11%。

图6：近五年公司营收情况快速增加



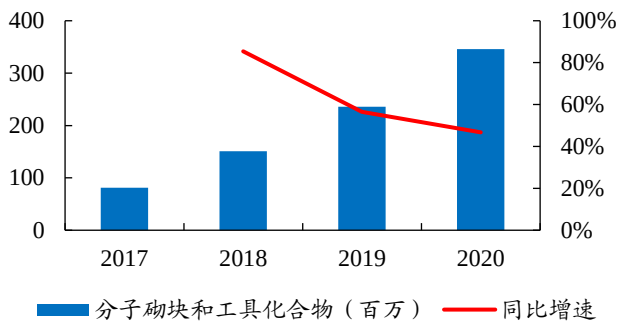
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：近五年公司归母净利润情况快速增加

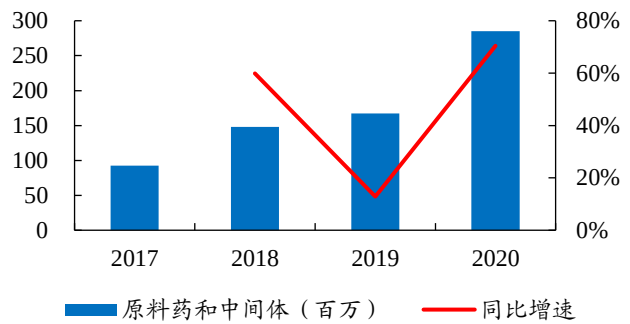


数据来源：Wind、开源证券研究所

核心业务分子砌块和工具化合物、中间体和原料药业务均高速增长：分子砌块和中间体2020年销售额3.46亿元，同比增长46.73%，2017-2020年复合增长43.63%；原料药和中间体2020年销售额2.85亿元，同比增长70.43%，2017-2020复合增长32.42%。

图8：分子砌块和工具化合物业务快速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：原料药和中间体业务快速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、新药研发投入稳步增长，原料药产业向新兴国家转移

2.1、分子砌块和工具化合物预计全球市场空间 546 亿美元

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。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。借助分子砌块，研发人员可缩短新药研发时间、降低经济成本，大幅提升研发效率。

工具化合物是具有明确生物活性的分子，在新药研发的疾病模型中可作为化学探针激活或抑制特定靶标，改变其生物学功能，并通过运用蛋白质组学、基因组学以及代谢组学等技术研究，确定疾病可能涉及的靶标及靶标间关系，帮助研究者明确治病机理和化合物作用机制，助力药物研发。

表4：分子砌块和工具化合物在用途、客户群和开发难度等方面不同

项目	分子砌块	工具化合物
用途	用于合成反应。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、成本和周期	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

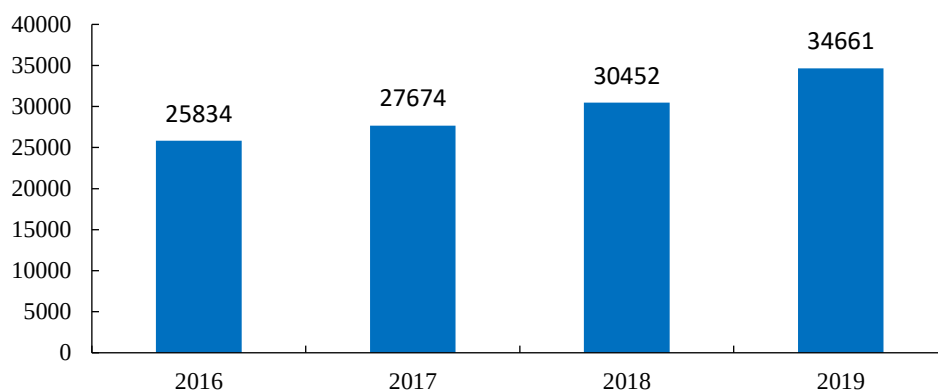
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

预计分子砌块和工具化合物全球市场为 546 亿美元。 根据 Evaluate Pharma 统计测算，2019 年全球药物研发支出达 1820 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。

21 世纪以来，生命科学领域的研究更加备受关注。 在美国 Science 期刊评选的“世界十大科技进展”中，生命科学领域的研究成果数已连续多年超过一半。未来 30 年美国最值得关注的 24 项新兴科技中，有 11 项涉及生物技术和医药领域。随着全

球科技竞争日趋激烈，生命科学研究在我国得到了高度重视，从 2016 年起国家自然科学基金委员会生命科学部各类项目申请也保持着逐年增加的趋势。

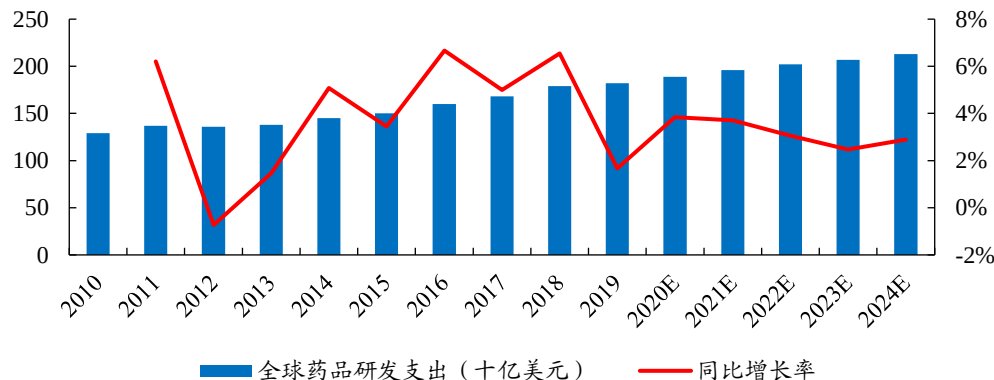
图 10：十三五期间生命科学部国家自然科学基金项目申请数量持续增加



数据来源：公司招股说明书、国家自然科学基金委员会、开源证券研究所

全球药物研发支出稳步增加：2018 年全球制药研发支出总额为 1790 亿美元，比前一年增长了 6.5%。预计未来 5 年全球药物研发支出将保持增长的趋势，受益于药物研发领域专业分工和人工智能等因素的影响，研发效率将继续得到提高，研发总支出的增长速度将会放缓。

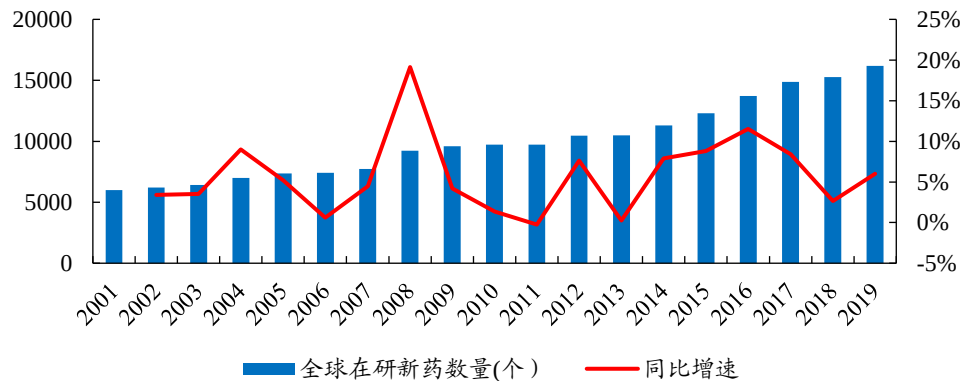
图 11：全球新药研发支出持续稳定增加



数据来源：公司招股说明书、Evaluate Pharma 2019、开源证券研究所

全球在研新药数量稳定增长。2014 年至 2016 年全球在研新药数量同比增幅均超过 8.0%，随着新药研发难度的加大，近三年在研新药数量的增速有所回落，2017 年、2018 和 2019 年全球在研新药数量增幅分别为 8.4%、2.7%、6.0%。

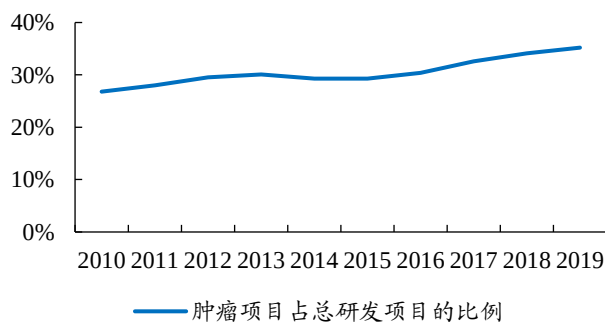
图12: 全球在研药物数量稳步增加



数据来源: 公司招股说明书、Pharma projects、开源证券研究所

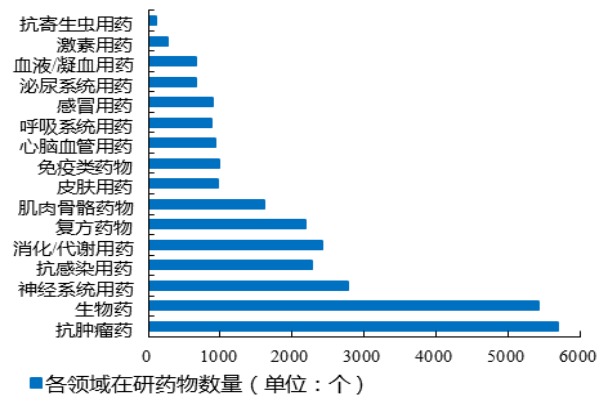
抗肿瘤药物为研发主流。从项目结构上看, 抗肿瘤药物无疑是全球医药市场当之无愧的领头羊, 根据 IMS 调查显示 2017 年全球抗肿瘤药物处方药销售额占全部处方药销售额的 10% 以上。

图13: 新药研发中抗肿瘤药物研发项目占比逐步提升



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图14: 2019 年全球抗肿瘤在研项目接近 6000 个



资料来源: Pharma projects

2.2、全球原料药和中间体外销市场规模预计 640-680 亿美元

原料药作为药物药理作用的基础物质, 本身无法直接供患者使用, 需经提纯、添加辅料等环节进一步加工成制剂, 才能被患者直接服用。中间体是原料药工艺步骤中产生的, 必须经过进一步分子变化或精制才能成为原料药的一种物料, 广义的原料药行业包括 API 和中间体。

化学原料药可分为大宗原料药和特色原料药两大类: (1) 大宗原料药包括抗生素类、维生素类、氨基酸类等, 专利保护已过期多年且需求量大 (通常为万吨级别); (2) 特色原料药包括抗高血压药、抗肿瘤药、中枢神经药、降血糖药等多个品种, 结构复杂, 全合成难度大。按照下游制剂用途, 特色原料药主要是用于仿制药企业提供仿制专利即将到期产品的研究开发用原料药或商业化生产专利到期后上市的仿制药所需的原料药, 而专利药原料药指为在研或已上市创新药生产临床阶段或商业化用原料药。二者在行业特点、业务模式、企业核心竞争力方面均存在一定差异。

表5: 各类原料药在业务模式、竞争点以及主要公司存在差异

类型	业务模式	产品	特点	主要竞争点	主要公司
大宗原料药	自产自销	维生素、解热镇痛类、抗生素中间体、氨基酸	专利保护已过期多年，市场需求量大	成本控制、生产规模	新和成、浙江医药、兄弟科技等
特色原料药	自产自销	降血压药、抗肿瘤药、降糖药、中枢神经用药、肝素等多个种类	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	华海药业、美诺华、天宇股份、富祥药业、海普瑞、健友股份等
专利药原料药	合同定制/自行生产	主要服务于创新药，产品种类众多	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	综合技术创新能力、项目管理能力、研发能力、绿色生产能力	凯莱英、药明康德等

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

根据 Market sand markets 测算，2020 年全球 API 市场规模（包括仿制药、创新药、化学药、生物药等）为 1873 亿美元，预计 2025 年市场规模为 2483 亿美元，复合增速为 5.8%。

科睿唯安发布的《全球原料药生产和采购现状与展望》中数据显示，2020 年全球 API 市场规模为 1630 亿美元，与 2019 年相比下降 6.2%，市场规模下滑主要与 COVID-19 大流行相关的诸多不利因素如生产速度放缓、供应短缺等因素有关。在市场份额方面，API 自供型生产商（原料药制剂一体化制药公司）的市场份额为 61%，API 外销型生产商市场 39%。但预计在未来 5 年内 API 外销型生产商将进入快速增长期，主要由于是自供生产原料药成本较高等因素，更多一体化制药公司选择外购原料药。

九洲药业历年年报中的数据显示，2015 年全球原料药市场规模为 1308 亿美元，与 2008 年的 910 亿美元的规模相比年均增长率为 5.5%。其中专属使用原料药的规模为 801.8 亿美元，占全球原料药市场份额的 61.30%，外购原料药市场规模为 506.20 亿美元，占全球原料药市场份额的 38.70%。2017 年全球原料药市场规模近 1550 亿美元，其中 59%是由制剂生产企业自己生产的，其余 41%是由第三方生产出售给制剂生产企业的，即全球商品原料药市场规模达 620 亿美元（1550 亿美元*41%），其中原料药占 70%，中间体占 30%。2018 年全球原料药市场规模 1657 亿美元，根据 Mordor Intelligence 预测，到 2024 年全球原料药市场规模将增至 2367 亿美元，年复合增长率超过 6%。

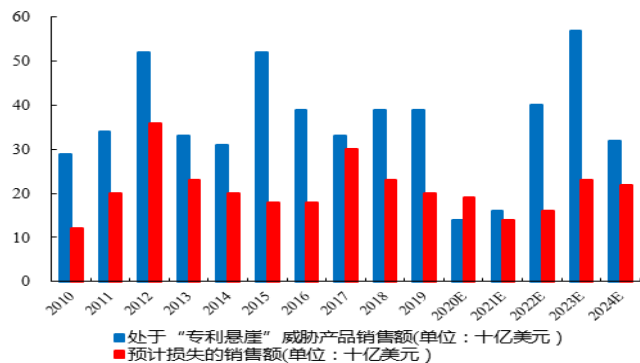
综合以上数据，我们保守预计 2020 年全球原料药市场规模在 1600-1700 亿美元左右(包括制剂企业自产和原料药企业独立销售)，API 外销型生产商市场份额按照 40% 计算，则全球原料药外销市场规模为 640-680 亿美元。

药品专利集中到期，原研厂家面临成本端压力。根据 Evaluatepharma 测算，2010-2019 年，每年有约 300-400 亿美元销售额的创新药受到“专利悬崖（patent cliff）”的威胁，预计 2020-2024 年，每年仍将有 140-570 亿美元专利药面临“专利悬崖”的威胁。美国 FDA 的研究显示，仿制药与原研药价格的比值和生产企业家数的关系呈反比，当仅有 1 家仿制药上市时，仿制药定价为原研药的 95%，当有 10 家仿制药上市时，仿制药定价为原研药的 26%，当有 19 家仿制药上市时，仿制药定价仅为原研药的 6%。

原研药厂在财务压力下更倾向于寻求专业的医药外包以达到工艺优化、降低成本的目的；仿制药厂则希望抓住此机遇打破传统欧美药企的垄断，迅速扩大市场份

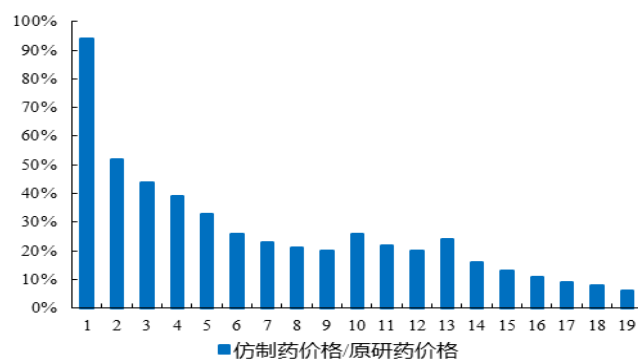
额，届时具有技术和成本优势的原料药企业将迎来发展良机。

图15: 专利到期导致的销售损失额较大



数据来源: Evaluate pharma、开源证券研究所

图16: 药品价格与药品生产企业数量呈反比

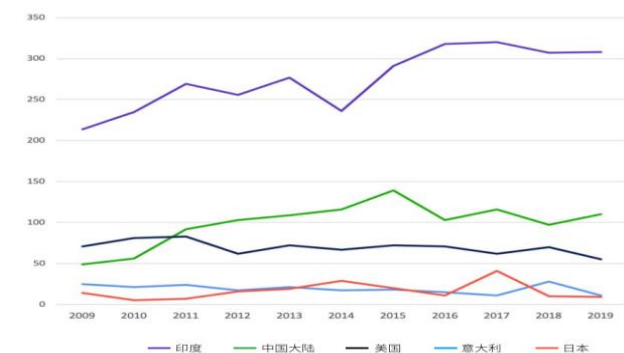


数据来源: FDA、开源证券研究所

原料药产业逐步向以中国和印度为代表的新兴国家转移。由于人力成本高企及环保压力较大，欧美原料药产能正流向拥有政策优势以及大量 DMF 证书的中印两国，其中印度由于语言和技术优势，成为过去十年 API 产能转移的最大受益者，中国紧随其后。目前，我们可以看到欧洲 80%，美洲 70%的通用名药品产能由中印两国提供。

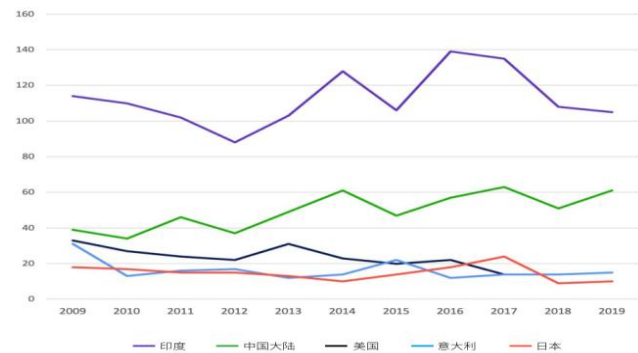
往后看 5-10 年，中国有望凭借更为成熟、稳定的基础工业体系、成本优势，在技术、产品质量体系和 DMF 认证等方面快速追赶印度。尤其是在全球新冠疫情的考验下，中国在医药制造业上的优势得以显现。据《德国经济周刊》报道，新冠疫情导致印度工厂开工率严重下降，印度医药中间商和原料药企业开工率仅为 30%左右。

图17: 中印在美国获批 DMF 数量优势明显



资料来源: 科睿唯安

图18: 中印在欧洲获批 COS 数量优势明显



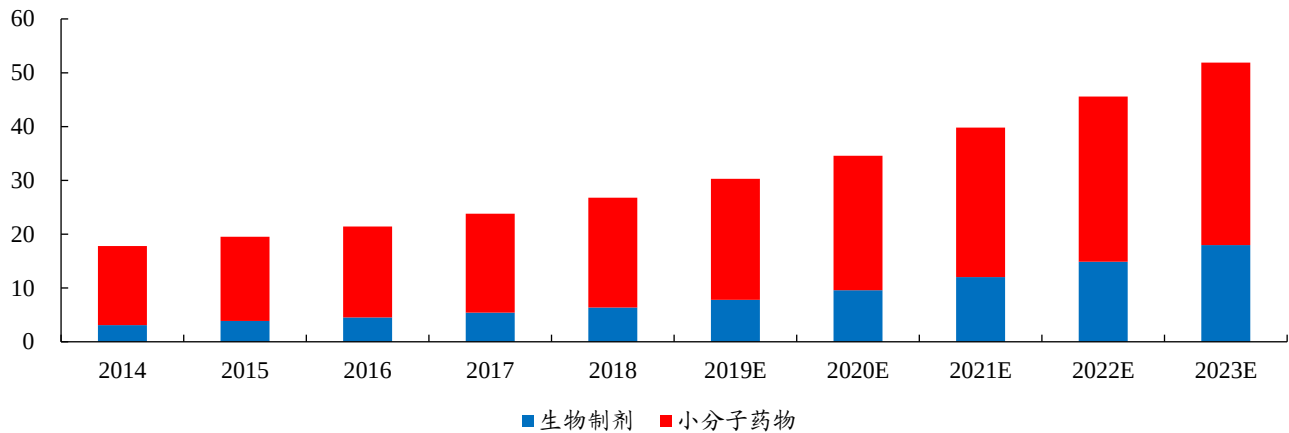
资料来源: 科睿唯安

另外，国内原料药行业由大宗原料药逐步高附加值的特色原料药转型升级。之前由于我国原料药企欠缺早期研发能力，优势品种主要集中在维生素类、解热镇痛类、抗生素类以及皮质激素类技术成熟、产品链长的大宗原料药产品。近年来，受环保政策法规及其带来的成本上升影响，大量中小原料药厂逐渐被出清退出市场，原料药企业竞争格局改善；另一方面，随着国内企业逐步熟悉境外医药监管法规、政策以及研发、海外注册等能力不断提升，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。

提升药企研发效率，CDMO 行业应运而生。不同于传统承接原料药产能的 CMO 模式，CDMO 企业承担了更多的高附加值的工艺流程研发及优化功能，CDMO 供应商利用自身的技术优势和产能规模，承接药企的工艺开发和生产部分，研发企业更

加专注于靶点的发现等前端研发和上市后的销售阶段。根据 Frost & Sullivan 测算，2019 年全球小分子 CDMO 市场约为 225 亿美元，预计到 2023 年可达 339 亿美元。

图19：预计全球小分子和生物药 CDMO 市场持续增长



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

3、打造核心技术平台，全流程助力药品研发

经过多年的技术积累，公司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等多项在业内具有较高水平并拥有自主知识产权的技术平台，以上平台涉及生物科学、药物化学、化学合成、药物安全评价、化学工艺开发优化及药物注册服务等多学科领域交叉，可以为客户提供多样化、全方位的研发和生产服务。

图20：六大核心技术平台赋能新药研发

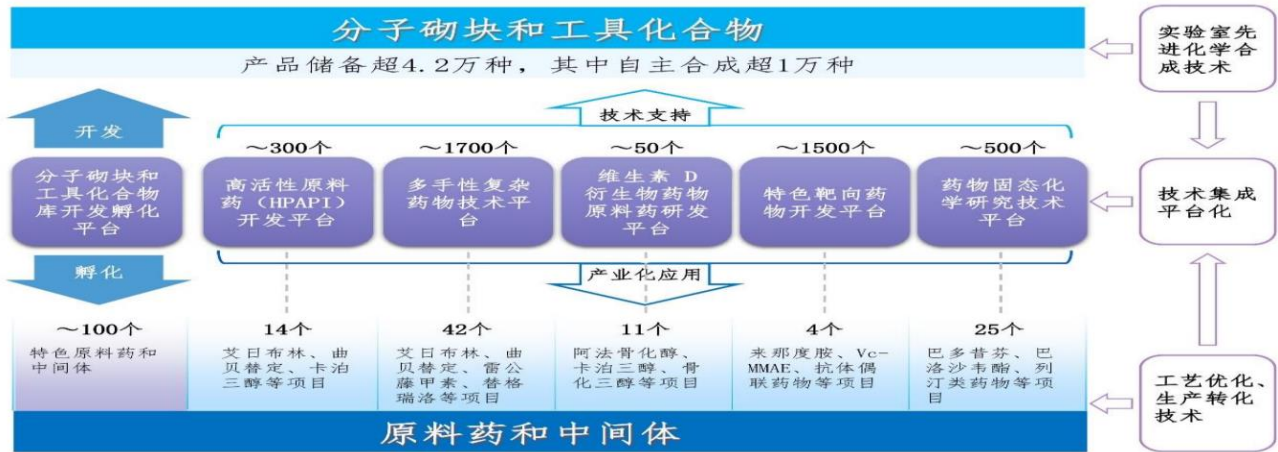


资料来源：公司官网、开源证券研究所

六个核心技术平台互相协同，支持业务由前端向后端延伸。分子砌块和工具化合物产品主要涉及实验室级别的合成、制造，由分子砌块和工具化合物库开发孵化平台开发，部分产品可向产业端延伸，孵化为原料药和中间体产品。公司依托多年技术积累和自身研发优势，系列化集成各种实验室先进、前沿化学技术和产业化特色

技术，辅以药物注册研究平台，重点关注特色仿制药原料药及其相关中间体和創新药 CDMO 业务。6 个核心技术平台互相协同、支持，由前端向后端一体化延伸实现了艾日布林、曲贝替定、艾地骨化醇等近百个特色原料药和中间体产品的产业化。

图21：核心技术平台支撑各项业务快速发展



资料来源：公司招股说明书

3.1、分子砌块和工具化合物：打造品牌优势，赋能新药研发

在分子砌块和工具化合物领域，公司产品种类较为新颖、齐全，已打造“MCE”、“乐研”等自主品牌，在行业内具有较高知名度，终端客户结构多样，已涵盖全球大部分生物医学研究机构及医药公司。

表6：公司在分子砌块和工具化合物品牌布局全面

业务	区域	品牌	种类数	对应子公司
分子砌块	国内	乐研	40000+	皓鸿生物
	海外	Chem Scene	30000+	CS
工具化合物	国内/海外	MCE	12000+	MCE

资料来源：公司官网、开源证券研究所

表7：分子砌块和工具化合物下游客户众多

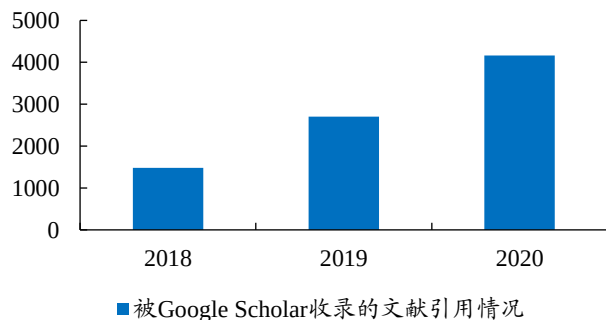
客户分类	企业名称
跨国医药巨头	辉瑞、礼来、默沙东、艾伯维、吉利德等
科研院所及高等院校	美国国立卫生研究院、哈佛大学、上海药物所、上海有机所、北京大学、清华大学
CRO 公司	药明康德、康龙化成、睿智化学等
专业经销商	Thermo Fisher、Sigma-Aldrich、eMolecules、Namiki

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

工具化合物产品仅作科学研究使用，科学研究的成果大部分是作为国际学术文献或专利进行公开发表、并与全球科学家共享的。公开发表的文献中都会明确注明实验材料和试剂的来源，这些试剂包括工具化合物、抗体、重组蛋白和试剂盒等。Google Scholar 是全球公认的学术文献搜索引擎，通过分析 Google Scholar 收录的学术文献对公司工具化合物公司产品的引用情况，可以反映出公司工具化合物的口碑情况。从 Google Scholar 数据可以看到，近 3 年公司产品被引用文献篇数迅速增

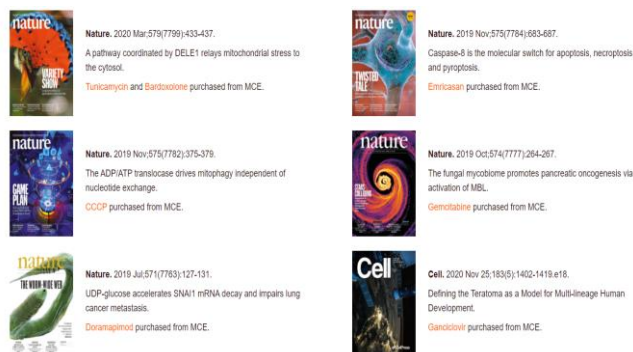
长, 年复合增长 67.65%, 品牌效应逐渐积累。另外, 相关文献基本都是发表在 nature、Cell 等顶级期刊上, 在学术界树立良好的口碑。

图22: 公司工具化合物被文献引用次数逐年增加



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

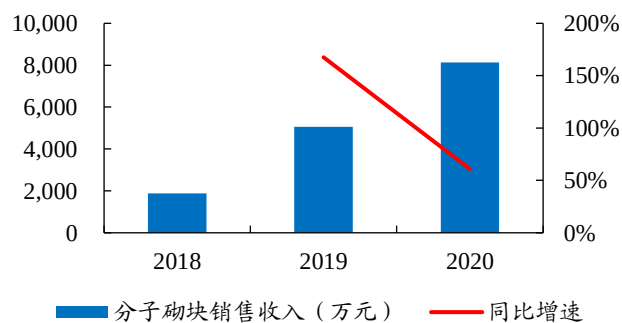
图23: 部分文献发表在学术圈内顶级期刊



资料来源: 公司官网

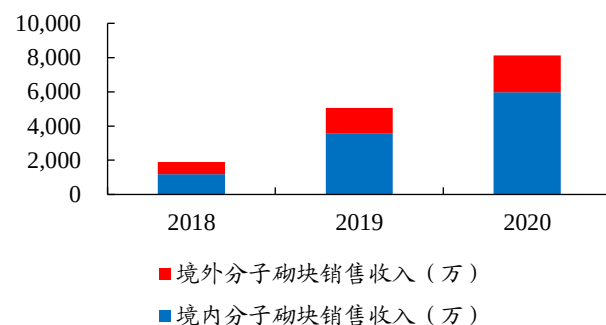
自 2017 年公司开始布局分子砌块业务, 历时 4 年快速发展, 现已形成规模, 2020 年公司分子砌块总营收达到 8129.91 万元, 其中国内客户分子砌块贡献 5965.9 万元, 占比达 73.38%, 国内客户贡献主要营收。

图24: 2018-2020 年分子砌块销售快速增长



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图25: 2018-2020 年分子砌块以国内销售为主



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、特色原料药和中间体: 有望贡献较大业绩弹性

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, 公司顺势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, 布局特色仿制药原料药及其相关中间体和原料药 CDMO 业务, 完成从前端到后端的一体化布局。

在客户结构上, 公司原料药和中间体所服务的终端客户有别于前端的分子砌块和工具化合物, 现阶段主要提供仿制药的原料药和中间体, 下游客户主要为海内外大中型仿制药企业。随着公司创新药 CDMO 业务的发展, 公司客户结构进一步多样化, 第一三共、卫材、荣昌生物、艾力斯等国内外创新药公司逐步导流到后端。

表8: 原料药和中间体业务覆盖了国内外多家优质客户

客户分类	举例
国际药企	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)、

客户分类	举例
	太阳制药（Sun）、西普拉（Cipla）等
国内大型药企	信立泰、健康元、扬子江药业、恒瑞医药、齐鲁制药、石药集团等
创新药物研发企业	Revolution、Viracta、Prelude、荣昌生物、艾力斯、劲方、轩竹
专业贸易服务商	浙江省化工进出口有限公司、ATTO、Usino 等

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

分析公司主要原料药和中间体产品所对应的原研药物的专利情况以及对应客户的研发进度，可以看到多数产品的专利刚过专利期或即将到期，客户多处于原料药研发或制剂注册申报阶段，随着专利的到期及客户注册上市，相应原料药和中间体的需求量将快速增长，公司业绩有望快速增长。

表9：公司原料药和中间体品种丰富

项目名称	适应症	销售市场	客户	研发进度	竞争格局	专利情况	原研企业	工具化合物
替格瑞洛	心血管疾病	美国	海正药业	ANDA 获批	23 家企业持有有效 DMF 注册文件	2024.10.24 到期	阿斯利康	是
		中国	信立泰、海正、复星	第三批带量采购深圳信立泰、海正中标	中间体市场竞争对手主要为泓博智源	化合物专利 2019 年 12 月到期		
艾日布林	抗肿瘤	美国			EurofinsAlphora、博瑞医药、台耀化学注册原料药 DMF, 恒瑞医药处于研发阶段	化合物专利 2023 年 7 月到期	卫材	是
		欧洲	重庆泰濠（原料药工艺 +GMP 中间体）	原料药/制剂处于研发阶段	恒瑞医药、博瑞医药处于研发阶段	德国、法国等市场化合物专利 2024 年 6 月到期		
		中国			恒瑞医药、博瑞医药处于研发阶段	化合物专利 2019 年 6 月到期		
艾地骨化醇	治疗骨质疏松症	中国	泰丰制药（原料药）；正大天晴（转让原料药工艺，销售中间体）	原料药注册申报	中外制药药品上市；奥翔药业（中间体）	化合物和晶型专利均到期	中外制药	是
		日本	日产化学（GMP 中间体）	原料药突破晶型专利，正进行制剂申报	中外制药；日产化学（客户）；Yonsung	化合物专利到期，晶型专利 2022 年 6 月到期		
替格列汀	2 型糖尿病用药	中国	齐鲁制药（中间体）、科伦药业（中间体）	科伦药业已提交上市申请	田边三菱制药（进口注册阶段）；雅本化学（中间体）	化合物专利 2021 年 8 月到期	田边三菱制药	否
		日本	日本大型仿制	公司突破原料	田边三菱制药	化合物专利 2026		

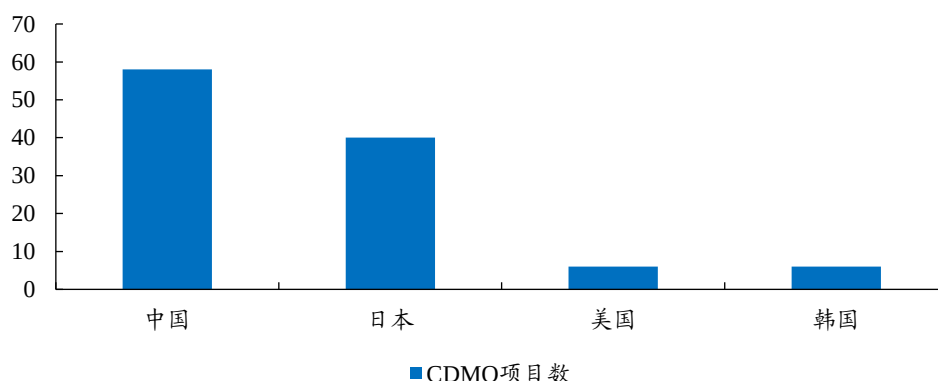
		药公司	药专利，客户 制剂在申报		年 8 月到期			
伐伦克林	戒烟药	印度	Glenmark、 Kimia、 Micro lab、 Onciro 等 销售中间体	Glenmark、 Micro lab 药品 已上市	50 家仿制药企业	专利未进入		
		中国	嘉逸医药（中 间体）、车头 制药（中间 体）	原料药研发	未上市	化合物专利已到 期，晶型专利 2022 年 5 月到期		
		美国	Dipharma（中 间体）	原料药研发	23 家企业持有有 效 DMF 注册文 件	化合物专利已到 期，晶型专利 2022 年 8 月到期	辉瑞	否
		欧洲	车头药（中间 体）、 Dipharma（中 间体）	原料药研发	辉瑞	化合物专利已到 期，晶型专利 2022 年 4 月到期		
西那卡塞	拟钙剂	中国	嘉逸医药（原 料药工艺+中 间体）、恒生 制药、仁合益 康	药品上市	协和发酵麒麟获 批上市；制剂和 原料药有多家企 业在注册；天宇 股份（中间体）			
		美国	Piramal、 Cadila、 Sun、 Hetero、 Dipharma、 Unichem 销售 中间体	药品上市	Amgen、 Teva、 Cipla、 Mylan			
		欧洲	Dipharma 等 （中间体）	原料药已上市	Amgen	专利于 2015 年 10 月到期	NPS Pharmaceuticals	是
		日本	Hetero、 Jeil pharma、 Kukjeon、 Kyongbo 等企 业销售中间体	已注册备案	协和发酵麒麟获 批上市； Sanyo Chemical（原料 药）			
		韩国	Hetero、 Jeil pharma、 Kukjeon、 Kyongbo、 Dongbang 等 企业销售中间 体	已注册备案	协和发酵麒麟获 批上市； 5 家仿 制药上市			
雷美替胺	治疗难以入 睡型失眠症	中国	齐鲁制药、长 澳医药、扬子 江销售中间体	尚未有制剂上 市	多家企业处于研 发状态	专利于 2017 年 3 月到期	武田制药	是

美国	MSN、Aurobindo、NURAY 等销售中间体	仿制药上市	7 家企业持有有效 DMF	专利于 2017 年 3 月到期
日本	日本知名 CMO 公司销售中间体	尚未有制剂上市	武田制药	专利于 2017 年 3 月到期

资料来源：公司招股说明书、公开官网、开源证券研究所

拓展高附加值的创新药 CDMO 业务, 长期空间进一步打开。公司凭借技术优势, 在原有业务的基础上拓展高附加值的创新药 CDMO 业务, 为客户提供小批量制备、工艺优化、放大生产、注册和验证批生产以及商业化生产的服务。截至 2021 年 2 月, 公司累计服务 CDMO 项目数达到 110 个。从地域上看, CDMO 项目主要布局在中国、日本、美国和韩国市场, 尤其以中国和日本项目居多。

图26: CDMO 项目主要客户分布在中日韩和美国



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

从项目的研发进度看, 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, 随着客户项目研究的不断推进, 公司项目所处研发阶段会逐渐往下游延伸, 对应中间体的需求量也会大幅增加, 公司长期增长空间将进一步打开。

表10: 多数创新药 CDMO 项目处于临床二期阶段

项目名称	对应中间体	客户研发进度
ND403	中间体 ND403A	获批上市
RC48	ADC 类产品中间体	申报上市
ND003	中间体 PBB	临床 III 期
ND426	中间体 ND426A	临床 III 期
ND356	中间体 SACC	临床 II 期
ND407	中间体 ND407A、中间体 ND407B	临床 II 期
ND453	中间体 ND453A	临床 II 期
ND148	中间体 ND148A	临床 II 期
ND365	中间体 ND365A	临床 II 期
ND413	中间体 ND413A、中间体 ND413B、中间体 ND413C	临床 II 期

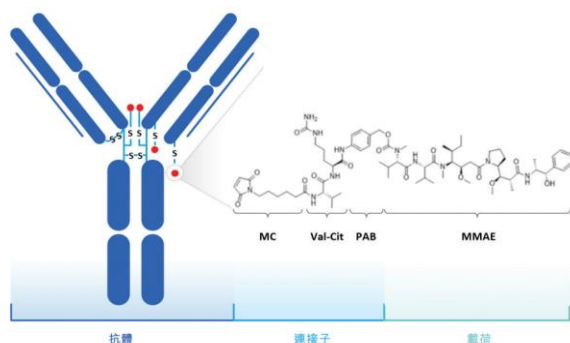
项目名称	对应中间体	客户研发进度
ND411	中间体 ND411A、中间体 ND411B	临床 II 期

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

依托特色靶向药物开发平台，差异化布局 ADC 和 PROTAC 等新兴且高难度创新药项目。ADC（Antibody-Drug Conjugate）是由单克隆抗体、活性药物以及连接二者的连接子组成。ADC 由单克隆抗体靶向识别并进入肿瘤细胞，在肿瘤细胞内释放化疗有效药物，杀死肿瘤细胞。

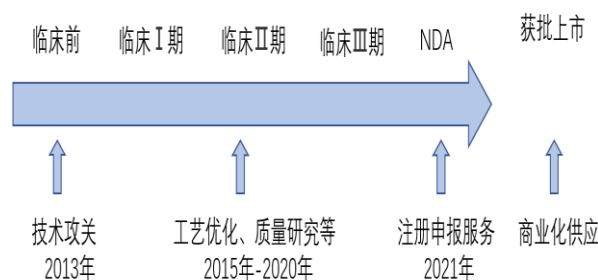
全程助力荣昌生物 ADC 药物维迪西妥单抗（RC48）研发和生产。公司 2013 年开始投入建立 ADC 药物研发平台，开发了一系列前沿的高活性毒素；设计并建立了涵盖大量双官能团连接体的 Linker 库，构建了丰富多样的毒素-Linker 库。凭借在 ADC 药物相关的研发、工艺优化和工艺验证等经验，全程参与荣昌生物 RC48 的研发和生产等工作。荣昌生物在 2020 年 8 月已向 CDE 提交 RC48 的上市申请，2021 年 6 月 9 日，NMPA 附条件批准维迪西妥单抗上市，适用于至少接受过 2 种系统化疗的 HER2 过表达局部晚期或转移性胃癌（包括胃食管结合部腺癌）患者的治疗。RC48 是第一个在中国提交新药上市申请的自主研发的 ADC 药物，并被美国 FDA 授予快速通道认定和突破性疗法认定。

图27：荣昌制药 RC48 有望成为国产首个 ADC 药物



资料来源：荣昌生物招股说明书

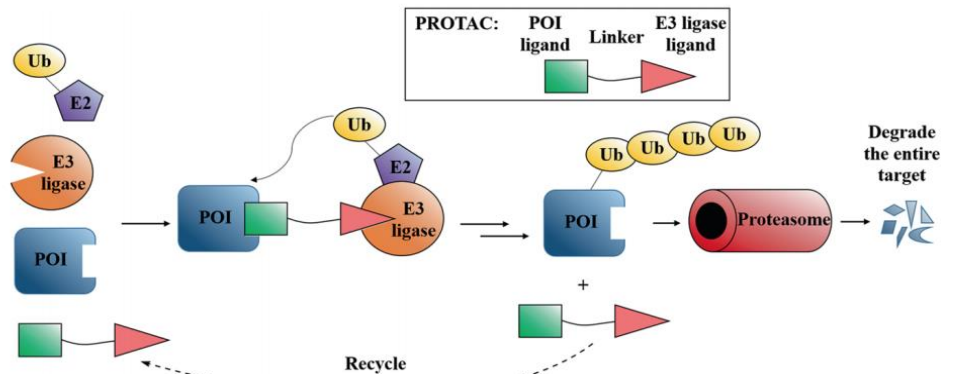
图28：公司全程助力 RC48 研发



资料来源：公司公告、开源证券研究所

凭借点击化学技术和偶联反应技术，已开发出 7 类特色的 PROTAC 工具分子库。PROTAC（蛋白降解靶向嵌合体）是一种双功能小分子，由靶蛋白配体和 E3 泛素连接酶配体通过 Linker 连接得到，利用泛素-蛋白酶系统识别、结合并降解疾病相关的靶蛋白，从而达到疾病治疗的效果。PROTAC 技术具有增加潜在药物靶点、低毒性、低耐药性、高选择性、高活性等特点。

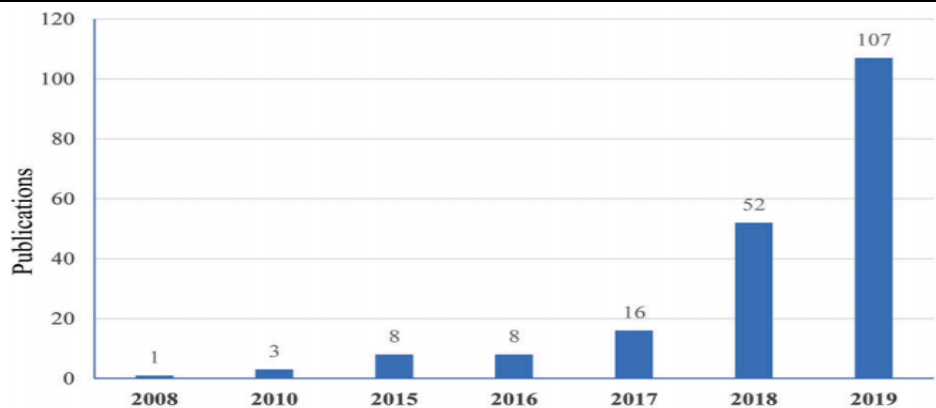
图29: PROTAC 通过泛素调节的蛋白降解发挥药效



资料来源: Nature

PROTAC 研究热度大增,公司已储备 400 多种 PROTAC 相关产品。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。

图30: 近年 PROTAC 研究领域发表的文献逐年大幅增加



资料来源: Nature

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 分子砌块与工具化合物: 自主研发和外协,产品数量持续快速增加,预计 2021-2023 年收入增速分别为 40%、37%、38%,毛利率分别为 72%、72%、72%;

(2) 原料药和中间体: 马鞍山基地建设原料药及中间体生产基地,CDMO 业务有望快速增长,预计 2021-2023 年增速分别为 35%、35%、35%,毛利率分别为 42%、42%、42%;

(3) 期间费用率: 公司加大品牌建设,预计销售费用稳步增加,但随着收入体量增加,销售费用率稳步下降;研发投入持续增加,预计研发费用率保持稳定;管理费用率和财务费用率随着收入体量增加有望持续下降。

4.2、盈利预测与估值

公司前后端一体化布局，全流程助力药品研发，打造六大核心技术平台，为客户提供从前端到后端全方位药品研发服务。前端工具化合物已打造品牌优势，稳步增长可期；后端特色仿制药的原料药和中间体及特色创新药 CDMO 业务双轮驱动，预计快速增长。我们预计 2021-2023 年收入分别为 8.74/11.90/16.28 亿元，归母净利润分别为 2.01/2.75/3.96 亿元，EPS 分别为 2.70/3.70/5.32 元，当前股价对应 PE 分别为 116.8/85.4/59.3 倍，鉴于公司业绩确定性较高，给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：可比公司估值，鉴于公司业绩确定性高，给予一定估值溢价

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300725	药石科技	147.66	30.37	37.19	33.22	31.69	104.9	73.7	53.5	104.9
688166	博瑞医药	36.51	52.93	49.86	51.38	44.72	110.5	58.8	38.8	26.8
688179	阿拉丁	106.93	16.86	59.68	34.51	34.72	108.2	90.8	67.5	50.1
2821	凯莱英	397.22	30.37	37.19	32.95	31.38	100.5	97.3	73.0	55.5
可比公司平均			32.63	45.98	38.02	35.63	106.0	80.1	58.2	59.3
688131	皓元医药	315.79	74.91	56.51	36.81	43.86	182.8	116.8	85.4	59.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘日期为 2021/7/30，药石科技、博瑞医药、阿拉丁和凯莱英均为 Wind 一致预测

5、风险提示

新产品研发失败；核心技术人员流失；市场竞争加剧；环保和安全生产风险；汇率波动等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	425	637	855	1169	1594
现金	203	292	432	564	815
应收票据及应收账款	54	87	107	158	204
其他应收款	4	14	11	22	23
预付账款	5	6	9	11	16
存货	150	229	287	405	527
其他流动资产	10	9	9	9	9
非流动资产	117	220	247	275	304
长期投资	51	72	95	117	139
固定资产	0	0	0	0	0
无形资产	24	32	37	43	51
其他非流动资产	43	116	116	115	114
资产总计	542	857	1102	1444	1899
流动负债	124	295	320	387	446
短期借款	24	77	77	77	77
应付票据及应付账款	55	103	112	176	211
其他流动负债	45	115	132	134	158
非流动负债	19	34	34	34	34
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	34	34	34	34
负债合计	143	329	355	422	481
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	56	56	74	74	74
资本公积	238	237	237	237	237
留存收益	103	232	433	708	1104
归属母公司股东权益	400	528	747	1022	1418
负债和股东权益	542	857	1102	1444	1899

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	57	117	161	174	297
净利润	73	128	201	275	396
折旧摊销	8	11	6	8	9
财务费用	1	9	7	8	8
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-37	-60	-52	-115	-115
其他经营现金流	13	30	0	0	0
投资活动现金流	-70	-74	-33	-35	-37
资本支出	21	71	5	6	6
长期投资	-50	-3	-22	-23	-22
其他投资现金流	-100	-6	-50	-52	-53
筹资活动现金流	131	50	12	-8	-8
短期借款	-14	53	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	8	0	19	0	0
资本公积增加	162	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-3	-7	-8	-8
现金净增加额	119	84	140	131	252

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	409	635	874	1190	1628
营业成本	175	275	375	503	677
营业税金及附加	1	2	2	3	5
营业费用	47	49	89	119	161
管理费用	43	66	87	119	163
研发费用	53	65	87	119	163
财务费用	1	9	7	8	8
资产减值损失	-11	-31	0	0	0
其他收益	7	12	8	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	84	149	234	327	461
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	84	149	234	327	461
所得税	11	20	33	52	65
净利润	73	128	201	275	396
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	73	128	201	275	396
EBITDA	87	156	235	325	454
EPS(元)	0.99	1.73	2.70	3.70	5.32

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.2	55.3	37.6	36.2	36.8
营业利润(%)	252.1	76.2	57.7	39.7	40.8
归属于母公司净利润(%)	298.8	74.9	56.5	36.8	43.9
获利能力					
毛利率(%)	57.2	56.7	57.1	57.7	58.4
净利率(%)	18.0	20.2	23.0	23.1	24.3
ROE(%)	18.4	24.3	27.6	27.4	28.3
ROIC(%)	15.7	19.5	23.3	23.9	25.3
偿债能力					
资产负债率(%)	26.3	38.4	32.2	29.2	25.3
净负债比率(%)	-39.9	-34.3	-44.1	-45.1	-50.3
流动比率	3.4	2.2	2.7	3.0	3.6
速动比率	2.1	1.3	1.7	1.9	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	8.4	9.0	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	3.9	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.73	2.70	3.70	5.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.57	2.17	2.34	4.00
每股净资产(最新摊薄)	5.38	7.10	9.80	13.50	18.82
估值比率					
P/E	319.7	182.8	116.8	85.4	59.3
P/B	58.7	44.5	32.2	23.4	16.8
EV/EBITDA	267.2	149.6	98.7	70.9	50.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn