



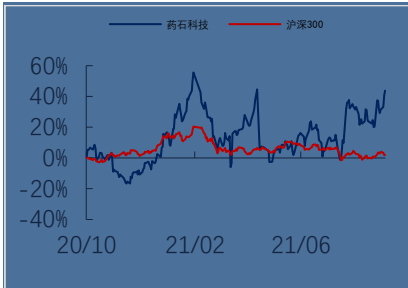
Research and
Development Center

创新型分子砌块龙头，CDMO 打开长期增 长空间

—药石科技(300725)公司深度报告

2021年10月12日

周平
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
药石科技(300725)
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)	186.39
52周内股价波动区间(元)	118.23-212.86
最近一月涨跌幅(%)	5.45
总股本(亿股)	2.00
流通A股比例(%)	81.52
总市值(亿元)	372

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

创新型分子砌块龙头，CDMO 打开长期增长空间

2021年10月12日

本期内容提要：

- **分子砌块渗透药物研发全产业链，2024年市场规模有望681亿元。**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。新药研发企业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，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。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具备了良好的发展前景，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，估算全球药物分子砌块的市场规模到 2024 年为 681 亿美元，市场潜力可观。
- **创新型分子砌块龙头，近年业绩高增长。**公司自 2006 年成立以来，不断深耕分子砌块业务，通过对文献、专利的学习、系列方法的不断总结，持续强化新颖独特分子砌块的设计，分子砌块全产业链已形成 63 个系列，公司 2020 年度共设计 11,000 多个分子砌块，开发合成了 2,500 余个有特色的分子砌块。2021 年上半年新设计 6,000 多个分子砌块，新增 500 余个热门分子砌块，基本上覆盖目前热门靶点化合物，如 KARS、SHP2、BTK 等抑制剂的关键片段。2015 至 2020 年，公司营收 CAGR 高达 50%，扣非归母净利润 CAGR 高达 56%。2021 年上半年实现收入 6.21 亿元，同比+35.24%，扣非后归母净利润 1.45 亿元，同比+77.16%，业绩增长强劲。
- **依托分子砌块业务，上下游拓展纵向一体化平台。**基于分子砌块所积累的行业口碑和化学工艺技术、平台优势，公司加快开展下游注册起始物料、关键中间体、原料药乃至制剂业务，进一步打造“药石研发”+“药石制造”双品牌，依托新药筛选核心技术平台，建立生物筛选技术，向前端药物发现拓展，早期深度绑定客户需求。
- **一站式生物医药 CDMO 服务平台逐步建立，盈利能力有望持续攀升。**与 AGIOS 从早期到商业化的合作，充分体现公司分子砌块从临床前到商业化 CDMO 的价值。继 2019 年浙江晖石生产基地以零缺陷通过美国 FDA 审计后，公司 CDMO 业务显著上升。2021 年上半年，公司 CDMO 业务收入增长 44.43%，完成 428 个项目，完成项目数高增长。公司持续推动 API 项目落地，2021 年上半年 API 服务项目 21 个，其中 9 个为国外客户项目。随着更多项目向临床后期延伸，CDMO 收入不断增加，公司通过工艺创新、路线优化等控制成本，毛利率有望保持。
- **盈利预测及评级：**基于在分子砌块积累的优势，公司纵向一体化布局“Non-GMP/GMP 中间体-原料药-制剂”的创新药 CDMO 业务，搭建了 DEL-T、FBDD 等创新药物发现技术平台，为客户提供前端的新药筛选服务。我们预计公司 2021-2023 年净利润 5.21/4.31/6.14 亿元，EPS 为 2.61/2.16/3.08 元，最新收盘价对应 2022 年 86 倍 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险因素：**新产品研发失败的风险；产品销量不及预期的风险；产品质量风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	662	1,022	1,440	2,015	2,804
增长率 YoY %	38.5%	54.4%	40.8%	40.0%	39.1%
归属母公司净利润 (百万元)	152	184	521	431	614
增长率 YoY%	14.0%	21.1%	183.0%	-17.3%	42.5%
毛利率%	51.6%	45.8%	47.6%	44.8%	44.4%
净资产收益率ROE%	20.5%	9.7%	20.3%	13.8%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.76	0.92	2.61	2.16	3.08
市盈率 P/E(倍)	89.73	149.61	71.39	86.36	60.61
市净率 P/B(倍)	18.42	14.54	14.52	11.93	9.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月12日收盘价

目录

1. 创新型分子砌块龙头，业绩增长强劲	5
2. 依托技术优势，分子砌块数量和收入不断增长	13
3. 打造一站式 CDMO 服务平台，CDMO 收入快速增长	15
3.1. CDMO 业务增长显著，高毛利项目有望持续增加	16
3.2. 正式控股浙江晖石，CDMO 发展有望加速	17
3.3. 制剂 CDMO 建设进行中，做好一站式 CDMO 最后关键环节	17
4. 向前端药物发现拓展，早期深度绑定客户需求	18
5. 盈利预测及估值评级	20
6. 风险提示	21

表目录

表 1: 公司药物制剂生产基地建设项目将提供一站式 CDMO 最后关键环节	6
表 2: 公司药物制剂生产基地建设项目将提供一站式 CDMO 最后关键环节	17
表 3: 公司盈利拆分及预测	20
表 4: 可比公司估值	21

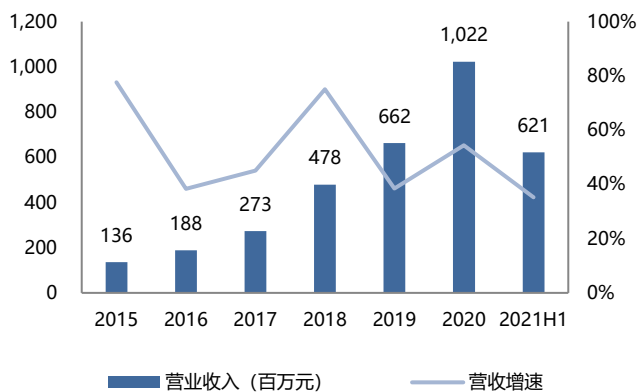
图目录

图 1: 公司收入近几年快速增长	5
图 2: 公司归母净利润表现优异	5
图 3: 药石科技基于分子砌块，上下游进行业务拓展	5
图 4: 公司发展历程	7
图 5: 公司股权结构（截至 2021 年半年报）	8
图 6: 公司收入近几年快速增长	9
图 7: 公司归母净利润表现优异	9
图 8: 公司费用率优化明显	9
图 9: 公司毛利率和净利率提升	9
图 10: 公司研发人员及占比	10
图 11: 公司研发费用及增速	10
图 12: 公司核心高管介绍	10
图 13: 分子砌块应用在创新药开发全流程	11
图 14: 全球分子砌块市场规模 2024 年达 681 亿美元	12
图 15: 药石科技基于分子砌块，上下游进行业务拓展	13
图 16: 药石享有多个业内权威数据库的使用授权	13
图 17: 药石历年增加的砌块或片段库的数量	14
图 18: 公司产品销售业务占比逐年提升	14
图 19: 公司产品销售额（百万元）快速提升	14
图 20: 公司分子砌块收入（百万元）及增速	15
图 21: 公司公斤级以上和以下分子砌块销售百分比	15
图 22: 公司整体毛利率和分子砌块毛利率变化	15
图 23: 公司公斤级以上和以下分子砌块销售毛利润占比	15
图 24: 技术水平及利润空间影响 CMO/CDMO 行业竞争格局	16
图 25: 药石科技化学与工程技术具备的关键能力	16
图 26: TIBSOVO®化学式及药品外观	17
图 27: 基于分子砌块公司搭建了多个新药研发领域的关键药物发现技术平台	18
图 28: 南京研发中心盈利模式	20

1. 投资聚焦

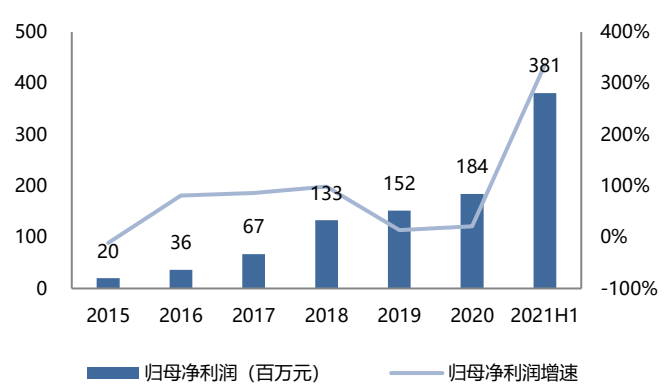
创新型分子砌块龙头，近年业绩高增长。公司自2006年成立以来，不断深耕分子砌块业务，通过对文献、专利的学习、系列方法的不断总结，持续强化新颖独特分子砌块的设计，分子砌块全产业链已形成63个系列，公司2020年度共设计11,000多个分子砌块，开发合成了2,500余个有特色的分子砌块。2021年上半年新设计6,000多个分子砌块，新增500余个热门分子砌块，基本上覆盖目前热门靶点化合物，如KARS、SHP2、BTK等抑制剂的关键片段。2015至2020年，公司营收CAGR高达50%，扣非归母净利润CAGR高达56%。2021年上半年实现收入6.21亿元，同比+35.24%，扣非后归母净利润1.45亿元，同比+77.16%，业绩增长强劲。

图1：公司收入近几年快速增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

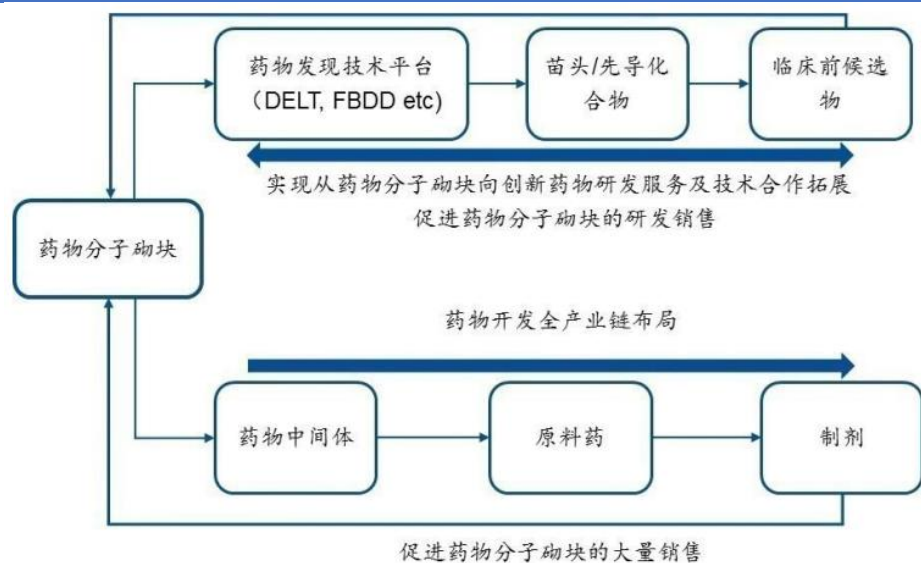
图2：公司归母净利润表现优异



资料来源：Wind，信达证券研发中心

依托分子砌块业务，上下游拓展纵向一体化平台。基于分子砌块所积累的行业口碑和化学工艺技术、平台优势，公司加快开展下游注册起始物料、关键中间体、原料药乃至制剂业务，进一步打造“药石研发”+“药石制造”双品牌，依托新药筛选核心技术平台，建立生物筛选技术，向前端药物发现拓展，早期深度绑定客户需求。

图3：药石科技基于分子砌块，上下游进行业务拓展



资料来源：公司2021年半年报，信达证券研发中心

一站式生物医药 CDMO 服务平台逐步建立，盈利能力有望持续攀升。与 AGIOS 从早期到商业化的合作，充分体现公司分子砌块从临床前到商业化 CDMO 的价值。继 2019 年浙江晖石生产基地以零缺陷通过美国 FDA 审计后，公司 CDMO 业务显著上升。2021 年上半年，公司 CDMO 业务收入增长 44.43%，完成 428 个项目，完成项目数高速增长。公司持续推动 API 项目落地，2021 年上半年 API 服务项目 21 个，其中 9 个为国外客户项目。随着更多项目向临床后期延伸，CDMO 收入不断增加，公司通过工艺创新、路线优化等控制成本，毛利率有望保持。

表 1：公司药物制剂生产基地建设项目将提供一站式 CDMO 最后关键环节

项目	公司现有 CDMO 业务	药物制剂生产基地建设项目
业务内容	提供药物关键分子砌块、原料药中间体、原料药的研发、开发和生产在内的 CDMO 服务	进一步延伸至制剂的工艺研究、开发和生产服务等 CDMO 服务领域，完善公司产业链布局，进一步打造“药石研发”+“药石制造”双品牌
技术要求	原料药的工艺研究和开发、晶型研究、分析方法开发和验证、质量指标制定和控制	药物制剂工艺优化、分析方法确认、工艺性能确认，建立符合 GMP 标准生产等服务的技术能力
收入方式	销售产品和提供服务确认收入	销售产品和提供服务确认收入
客户群体	国内外药物制剂企业	国内外药物制剂企业

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2. 创新型分子砌块龙头，业绩增长强劲

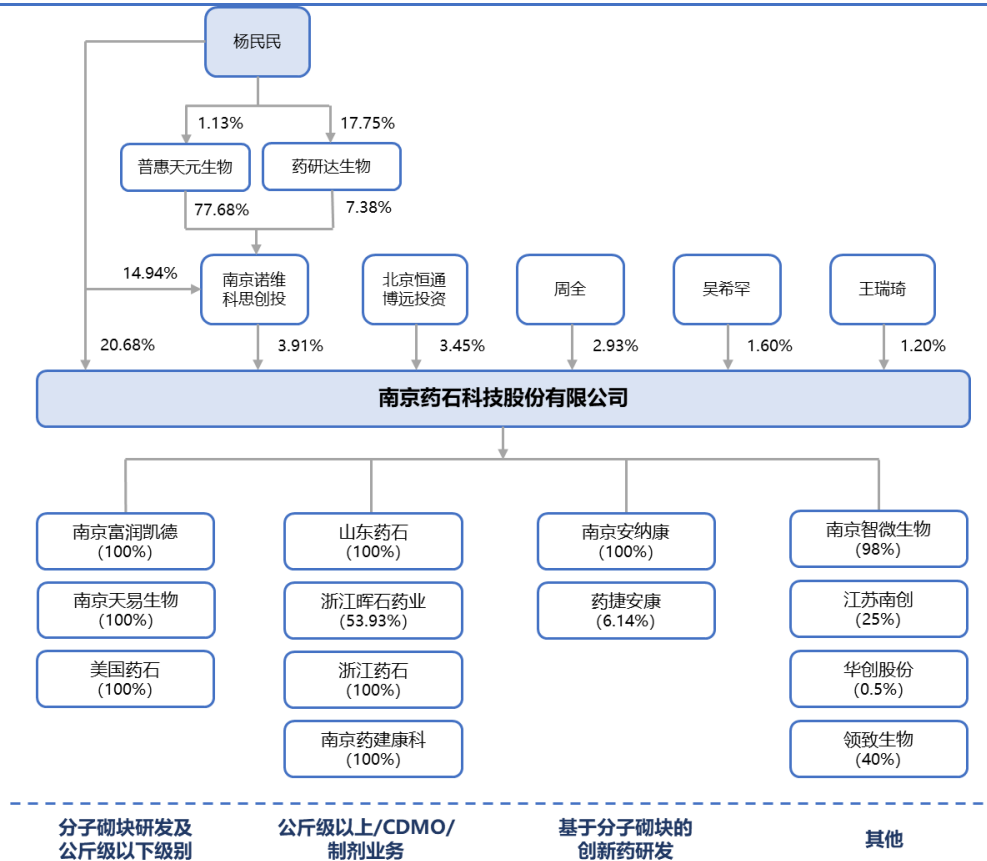
南京药石科技成立于2006年，2008年正式运营，2017年11月10日在深圳证券交易所上市。发展至今，药石科技与世界排名前二十中超过80%的制药企业达成合作，并为全球几百家中小型生物制药公司提供产品和服务，已发展成为药物研发领域全球领先的创新型化学产品和服务供应商。

图4：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

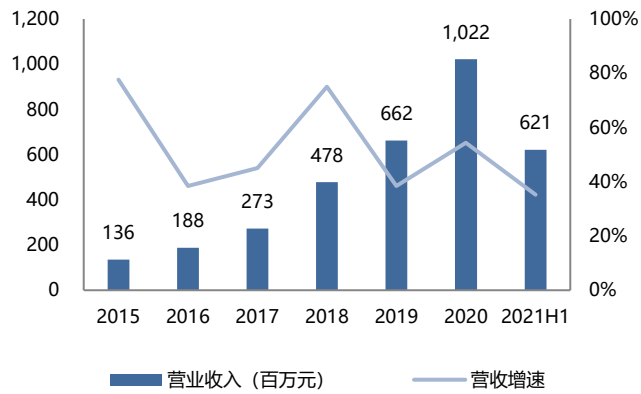
截至2021年9月可转债募集说明书签署日，实际控制人/董事长杨军民先生直接持有公司20.68%的股份，并通过诺维科思间接控制公司3.91%的股份，合计持有24.59%的股份。公司下辖山东药石、浙江晖石、美国药石等多家公司，涵盖药物研发，生产制造、销售和技术服务及咨询等业务。

图 5：公司股权结构（截至 2021 年半年报）


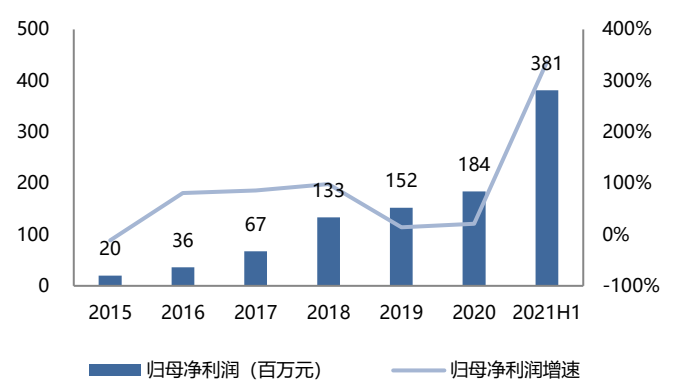
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

依托核心分子砌块业务，公司收入、业绩高增长：公司不断深耕分子砌块业务，并基于分子砌块，加快下游注册起始物料（RSM）、关键中间体及原料药的業務开拓，依托新药筛选核心技术平台，上游进行新药开发。2015至2020年，公司营收CAGR高达50%，扣非归母净利润CAGR高达56%。公司克服了新冠疫情的不利影响，2020年营收10.22亿元，同比大幅提升54.4%，主要系公司销售订单增加且交付能力有所提升，归母净利润1.84亿元，同比增长21.13%，扣非归母净利润为1.74亿元，同比增加26.77%，显示出良好的增长态势。

2021年上半年实现收入6.21亿元，同比+35.24%，归母净利润3.81亿元，同比+336.52%，扣非后归母净利润1.45亿元，同比+77.16%。上半年非经常性损益2.36亿元，其中2.22亿元为收购子公司浙江晖石16.5%股权时，按照公允价值重新计量产生的利得。另外，上半年公司股权激励计划实施增加管理费用2081.76万元，因汇率波动导致汇兑损失518.61万元，剔除三部分影响，上半年实现归母净利润1.85亿元，同比+111.63%，实现了高速增长。

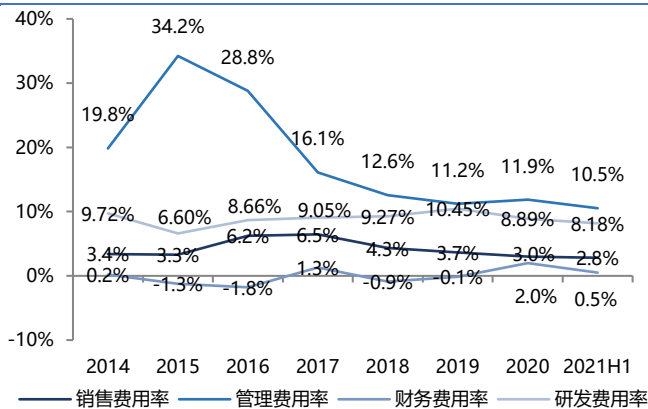
图 6：公司收入近几年快速增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

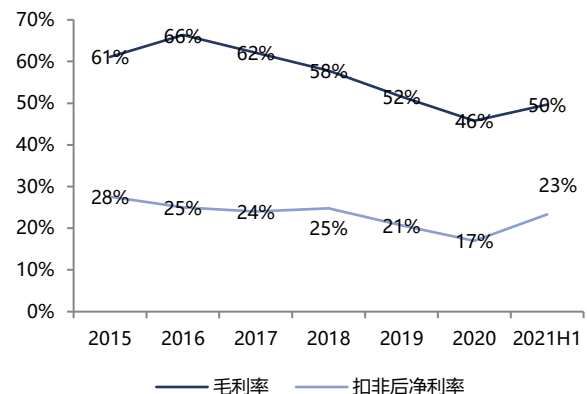
图 7：公司归母净利润表现优异


资料来源：Wind，信达证券研发中心

随着公司管理能力不断提高，管理费用率明显下降，从 2015 年的 34.2% 下降至到 2020 年的 11.9%，2021H1 管理费用率为 10.53%。销售费用及财务费用率保持平稳，期间费用率整体呈下降趋势，从 2015 年的 42.9% 下降到 2020 年的 26%，2021H1 为 22.04%，费用管理能力优秀。扣非后净利率在 2015-2018 年间不断提升，2019 年略微下滑，主要受 2019 年股权激励费用摊销的影响，2021H1 公司部分公斤级以上分子砌块产品由于核心技术提升成本降低，使得扣非后毛利率明显提升。公司依托核心分子砌块业务，不断开发新的高附加值产品，随着公司上游业务向下游 CDMO 导流，预计未来随着公司在砌块技术和产品方面保持竞争优势、通过工艺优化降低成本，公司盈利能力有望保持提升，整体收入和业绩有望保持快速增长。

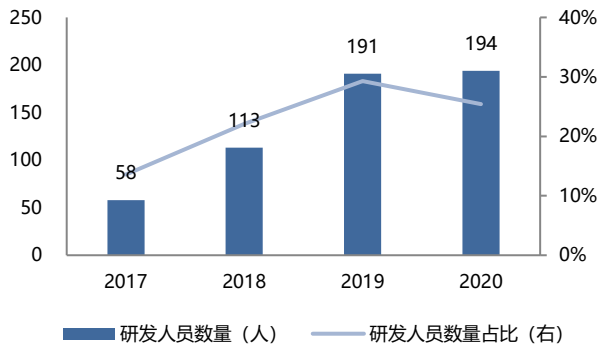
图 8：公司费用率优化明显


资料来源：Wind，信达证券研发中心

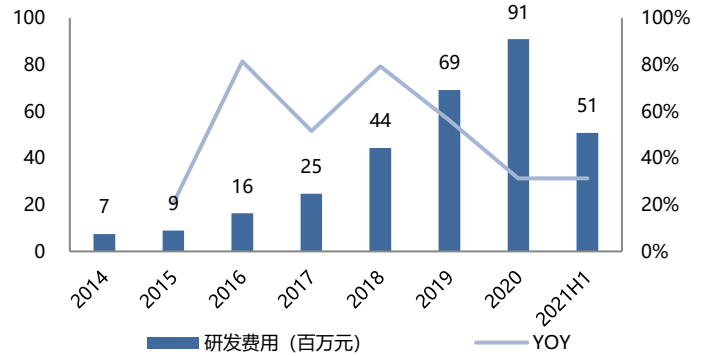
图 9：公司毛利率和净利率提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

不断加大研发投入，提升核心技术市场竞争力：公司研发人员数量由 2017 年的 58 人提升至 2020 年的 194 人，研发人员占比不断提升，研发费用 2014 年到 2020 年 CAGR 为 52%。公司以市场需求为导向，充分发挥自身技术优势，以分子砌块库为依托，逐步打造拥有自主知识产权，涵盖药物分子砌块、药物筛选片段库、药物中间体、原料药等全面产品和技术服务的小分子药物研发和生产的关键化学技术平台。

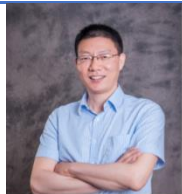
图 10：公司研发人员及占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：公司研发费用及增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司管理层均具有大药企研发经验，实控人杨民对分子砌块有着深入的理解：公司创始人兼董事长杨民曾有 3 年半就职于罗氏美国 Palo Alto 研发中心和罗氏(中国)研发中心，带领新药研发团队共取得 13 个国际专利，其中 2 个项目进入临床试验阶段。出于对原创性工作的更多追求，杨民先生创办的药石科技。公司正式运营开始于 2008 年，一直深耕药物分子砌块领域，经过十余年的发展，公司在药物分子砌块新产品研发和产品工艺开发及优化方面获得了多方面的技术积累，形成了独特的技术竞争优势。

图 12：公司核心高管介绍


杨民博士
 创始人，董事长兼总经理
 • 美国奥本大学博士/博士后
 • 国家重点人才工程、江苏省“双创计划”、“江苏省六大人才高峰”、南京高新区“三创载体领军人才”，南京市和江苏省首批科技创业家
 • 曾任职于罗氏加州/中国研发中心
 • 80篇文章和专利，其中16篇国际专利



章世杰博士
 首席技术官
 • 美国埃默里大学博士
 • 江苏省“双创计划”
 • 曾任美国Agios工艺化学及原料药生产总监
 • 带领CMC原料药团队推动两款新药从临床前研究到FDA获批；另有三个候选化合物进入临床II、III期
 • 发表论文及专利40+篇



吴希罕博士
 联合创始人
 • 中国科学院上海药物研究所博士，美国密歇根大学博士后
 • 江苏省“双创计划”
 • 曾任职于中科院上海药物研究所、罗氏中国研发中心
 • 50篇文章和专利，其中33篇国际专利



苗文芳博士
 高级副总裁
 • Texas基督教大学博士
 • 曾任药明康德安全药业分析服务副总裁；康龙化成CMC质量和法规高级副总裁及分析化学副总裁；美国Elan制剂公司分析高级经理和GSK药物开发资深科学家
 • 20+年分析研发，质量控制，质量保证，CMC研发及法规申报领域经验



赵树海博士
 联合创始人，首席科学家
 • 法国巴黎南大学博士，美国麻省理工学院博士后
 • 江苏省“双创计划”
 • 曾任职于赫司特-赛拉尼斯、罗氏美国/中国研发中心，并领导5个新药研发项目，发明了7个临床候选化合物
 • 70篇文章和专利，其中25篇国际专利



李静博士
 高级副总裁、美国药石总经理
 • 南京大学博士
 • 美国达拉斯西南医学中心博士后
 • 曾任职于Cumbre、Millennium、Cubist、Merck
 • 18年+新药研发和工艺开发经验
 • 40篇文章和专利，其中18篇国际专利



魏旭东博士
 高级副总裁
 • 南京大学博士
 • 曾任BI美国研发总部高级主任研究员、康龙化成化学工艺副总裁
 • 20年+新药研发和工艺开发经验
 • 发表论文80+篇，公开专利16项



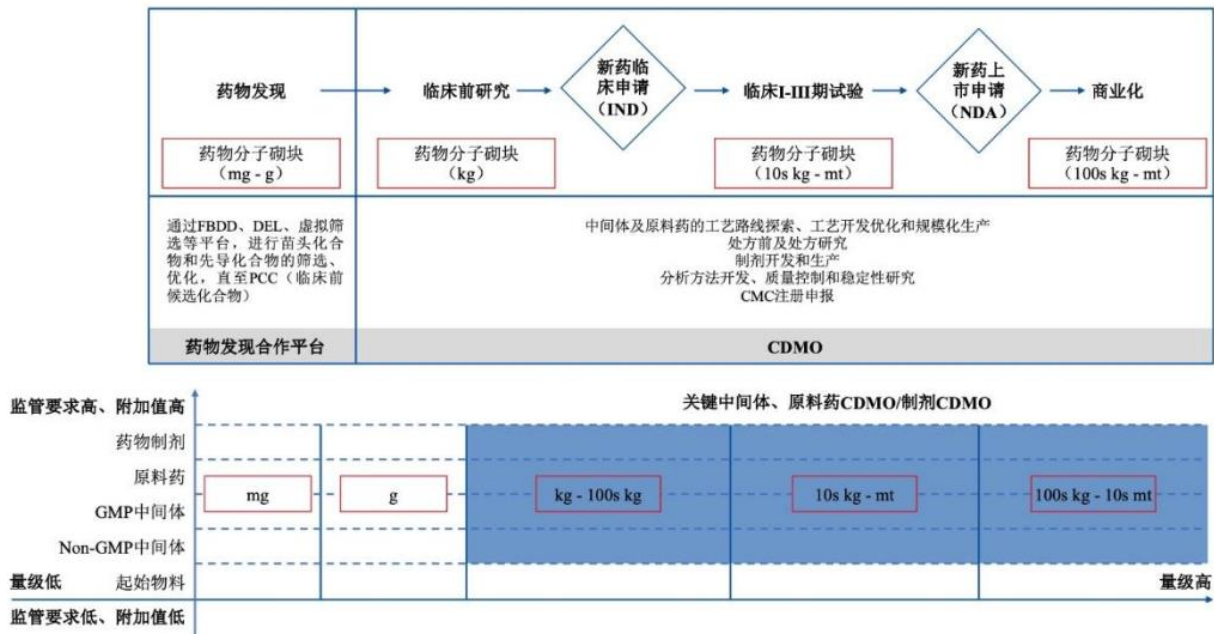
揭元萍博士
 副总裁
 • 美国奥本大学博士
 • 曾任上海华道集团技术研究院副院长
 • 承担过多项国家重点攻关项目
 • 20+年研发及生产经验
 • 15+篇文章，16篇专利

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

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。

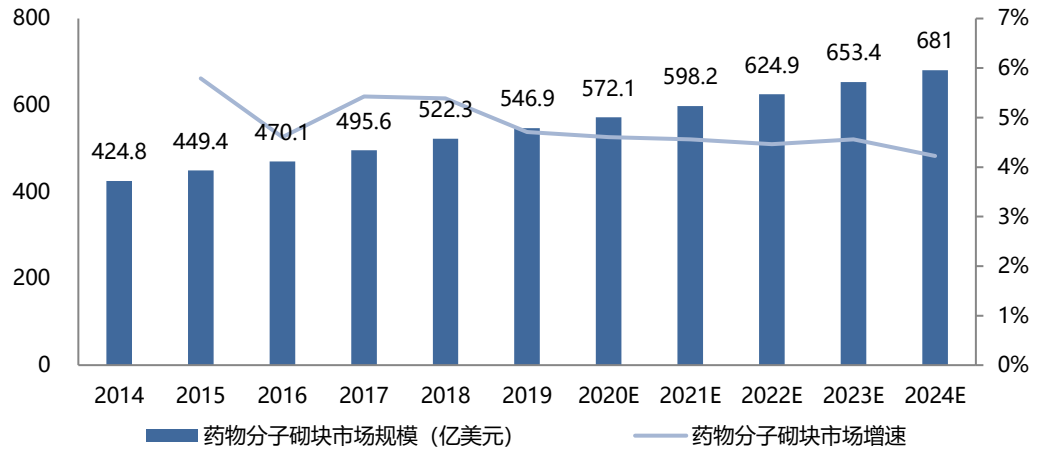
图 13：分子砌块应用在创新药开发全流程



资料来源：公司公告，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 14：全球分子砌块市场规模 2024 年达 681 亿美元


资料来源：昭衍新药 H 股招股说明书，弗若斯特沙利文，药石科技招股说明书，信达证券研发中心

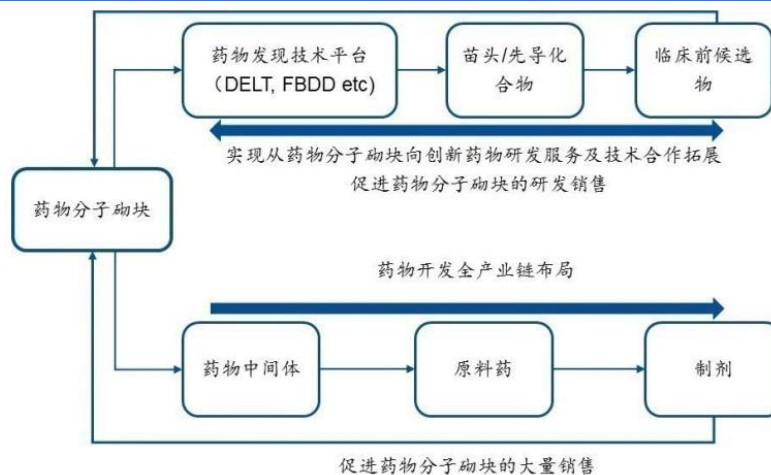
注：依据昭衍新药 H 股招股说明书中全球 CRO 市场规模数据，结合药石科技招股说明书中分子砌块市场规模计算规则（约占全球 CRO 市场 30%）计算

公司打造基于分子砌块的上游药物筛选、下游 CDMO 的业务模式：

分子砌块为核心：在新药研发起始即药物发现阶段，公司为药物研发企业提供克级规模的多种结构新颖、功能高效的药物分子砌块产品用于客户的新药分子发现。随着客户新药研发项目的顺利推进，主要向客户提供千克级、十千克级、百千克级及以上规模的药物分子砌块用于新药研发的临床前研究、临床研究、上市和商业化销售。

上游布局药物筛选：基于分子砌块核心资源，公司搭建了 DNA 编码化合物库技术 (DEL-T)、基于片段的药物发现技术 (FBDD)、超大容量特色虚拟化合物库筛选技术等创新药物发现技术平台，在多个疾病领域，针对不同的生物通路和靶点进行系统筛选，获得全新化学结构的小分子苗头化合物甚至先导化合物，并以此为载体，开展“风险共担、利益共享”的合作模式。

下游布局 CDMO：为了更好地向客户提供全面和稳定的优质服务，充分利用公司在分子砌块领域积累的研发和供应优势，近年来，公司通过组建经验丰富的技术和管理团队，不断完善的质量、EHS 和知识产权保护体系，工艺研究到商业化生产的场地建设，高效的项目管理体系搭建，公司进一步拓展了业务范围和规模，积极打造了高水准的一站式生物医药 CDMO 服务平台，为药物研发企业提供关键中间体、原料药和制剂的工艺研究、开发和生产。

图 15: 药石科技基于分子砌块, 上下游进行业务拓展


资料来源: 公司 2021 年半年报, 信达证券研发中心

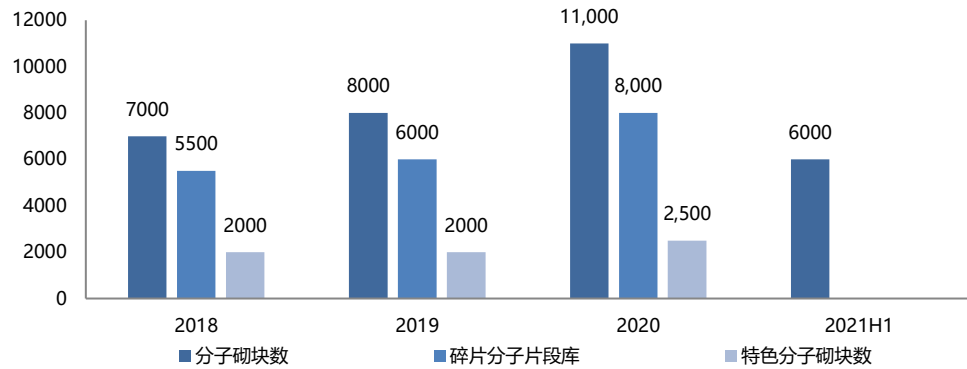
3. 依托技术优势, 分子砌块数量和收入不断增长

公司目前享有 SciFinder、Reaxys、科睿唯安 (Integrity、Cortellis Drug Discovery Intelligence、Newport Premium、Cortellis for CI)、ACS Publications 等多个业内权威数据库的使用授权。公司通过权威数据库的研究分析, 结合公司自身对化学合成及药物研发的独到理解以及对行业发展的前瞻性预测, 跟踪药物研发领域的最新文献和专利, 分析有关的化合物结构信息, 并且自主地、有针对性地设计和合成出有可能应用于最新、最热门的医药研发项目的药物分子砌块, 并不断拓展其药物分子砌块库, 积累了大量的药物分子砌块合成经验。

图 16: 药石享有多个业内权威数据库的使用授权


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

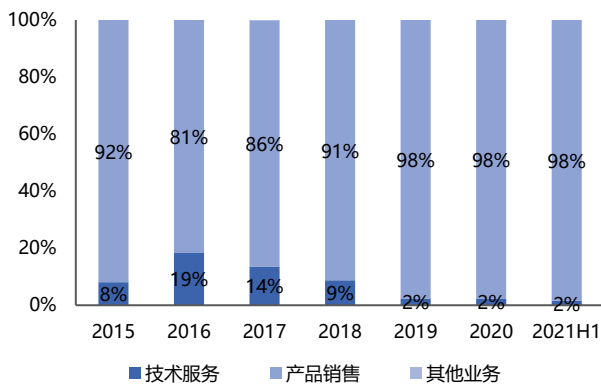
2021 年上半年, 公司共设计 6000 多个分子砌块, 对目前近 700 个临床前、临床 I 至 III 期及部分上市的化合物进行研究分析, 新增 500 余个热门分子砌块, 基本上覆盖目前热门靶点化合物, 如 KARS、SHP2、BTK 等抑制剂的的关键片段, 更好地助力客户进行新药研发。

图 17：药石历年增加的砌块或片段库的数量


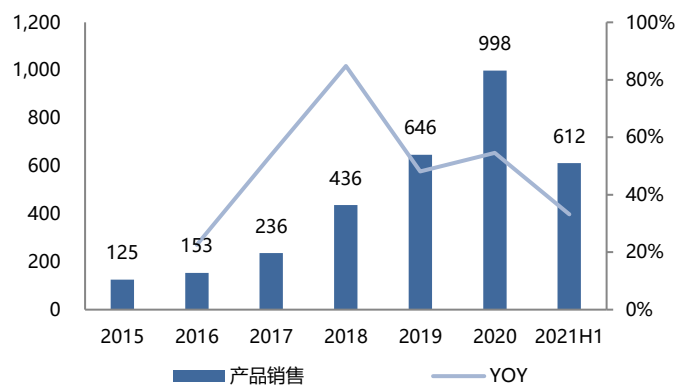
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司对分子砌块全产业链进一步整合，通过对 13 万个化合物进行分类，已形成了 63 个系列；围绕这些系列进行深入研究，从系列的基础原料、关键中间体到热门片段，进行各个维度的方法创新，强化特定化学结构的系统能力，提升整个系列的竞争力，比如环丁烷系列，分子砌块研发团队对其基础原料工艺进行重点研究，最终实现突破，增强了该系列的竞争力，也实现了整个系列的高速增长。

分子砌块产品销售收入逐年提升，占比近年保持 98%。公司业务板块分为两大类：产品销售和技术服务，其中产品销售为公司的收入主要来源，收入由 2014 年的 1.25 亿元提升至 2020 年 9.98 亿元，CAGR 为 51%，占比近年来保持 98% 左右。

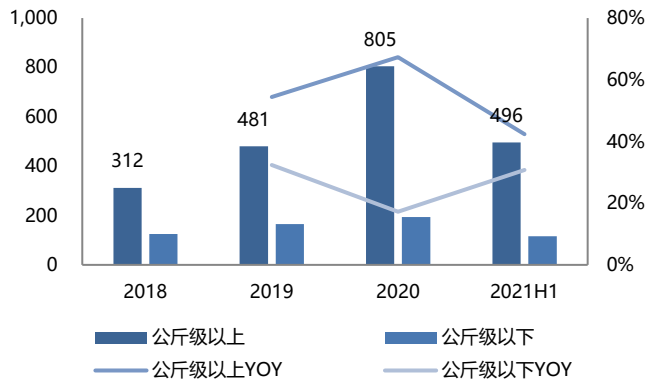
图 18：公司产品销售业务占比逐年提升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

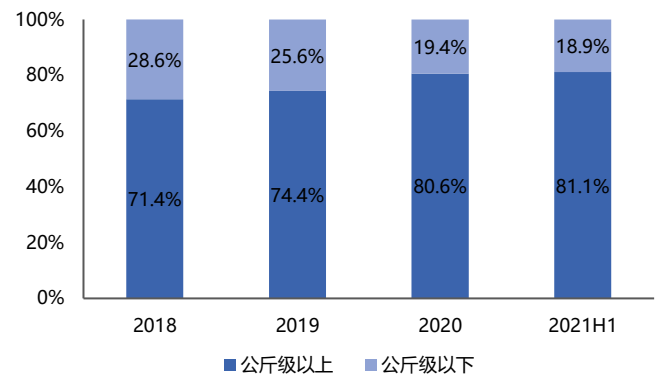
图 19：公司产品销售额（百万元）快速提升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产品销售中，公斤级以上分子砌块占比逐年提升：公司的特色砌块具有新颖性、高成药性、高合成壁垒和高效率特征，经过多年的不断积累，目前已设计超过 13 万个化合物。分子砌块按生产规模分为公斤级以上和公斤级以下，近年来产品销售中公斤级以上分子砌块占比逐年提升。

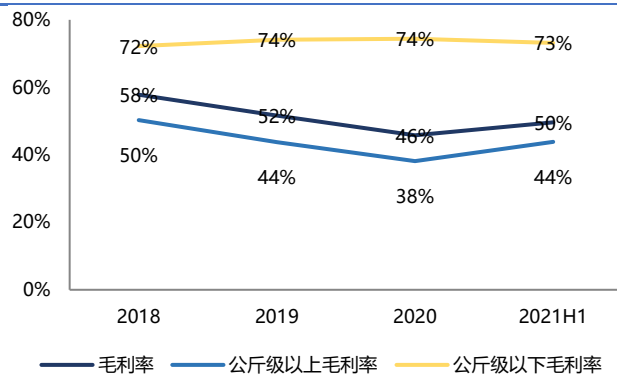
图 20：公司分子砌块收入（百万元）及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

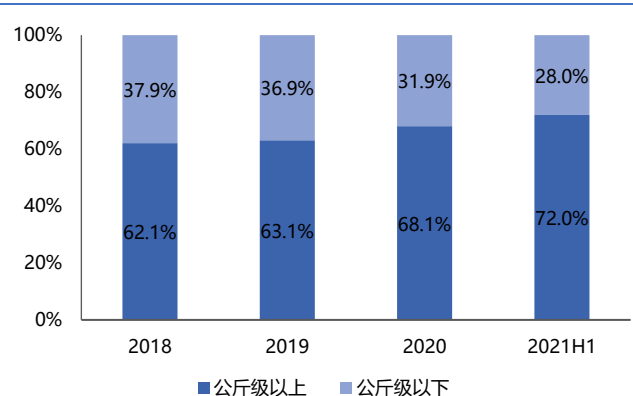
图 21：公司公斤级以上和以下分子砌块销售百分比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公斤级以下分子砌块毛利率较为平稳，公斤级以上业务前期处于提高产出量与产能利用率的阶段，毛利率持续走低，2021年上半年部分公斤级以上核心产品的关键技术取得突破，公司及客户的成本显著降低，同时公司优化了产品结构，加大了高毛利产品如 API 的占比，加之公司控股浙江晖石，成本内化，使得公斤级以上分子砌块毛利率大幅提升，供货周期缩短，客户对产品的需求量持续上升。预计随着前端项目向临床推进，毛利率会有所下降，但随着公司在研发和工艺技术上不断提升，加之规模效应，公斤级以上分子砌块整体毛利率有望保持相对稳定。

图 22：公司整体毛利率和分子砌块毛利率变化


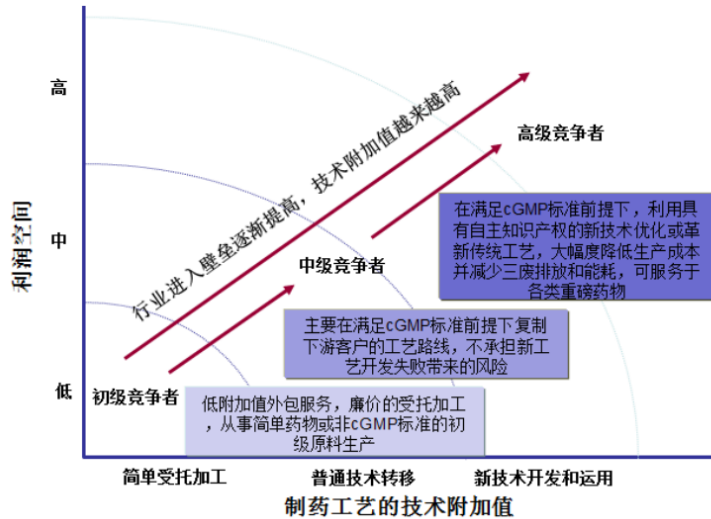
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23：公司公斤级以上和以下分子砌块销售毛利润占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4. 打造一站式 CDMO 服务平台，CDMO 收入快速增长

为了向客户提供更加长期、稳定的 CMC 支持，公司基于在分子砌块业务中所积累的口碑和化学工艺技术优势，积极打造高水准的一站式生物医药 CDMO 服务平台。分子砌块业务与 CDMO 共享创新药研发产业链，已储备大量优质客户资源；通过分子砌块所积累的产品及化学能力优势，一来可以加快中间体及 API 路线设计和工艺开发的速度，从开发早期就保障其路线优越性，二来在开发后期和商业化阶段，可以结合对分子砌块的供应链管理和生产工艺优化，最大程度上降低成本，提升效率。同时，公司 CDMO 业务管理团队具备丰富的药物开发和商业化经验，在项目推进过程中帮助客户一起避开前进路上的陷阱和弯路，提升合作附加价值。

图 24：技术水平及利润空间影响 CMO/CDMO 行业竞争格局


资料来源：凯莱英招股说明书，信达证券研发中心

公司多年来在连续流化学、微填充床技术、催化技术、智能制造等前沿技术上的能力积累，探索生物医药领域绿色、安全和智能化的先进制造及服务模式，通过关键技术的应用，能够优化合成的效率和产率，进一步降低成本，提高毛利率。

图 25：药石科技化学与工程技术具备的关键能力

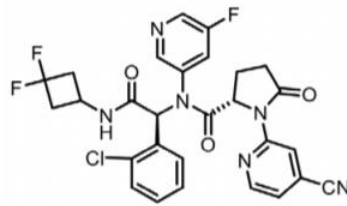
关键能力

连续流化学	微填充床技术	催化技术
固态化学	晶体工程	工程技术

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

4.1. CDMO 业务增长显著，高毛利项目有望持续增加

与 AGIOS 从早期到商业化的合作，充分体现公司分子砌块从临床前到商业化 CDMO 的价值：2018 年 7 月 20 日，药石科技合作伙伴 AGIOS Pharmaceuticals, Inc.(NASDAQ:AGIO) 宣布，TIBSOVO® (ivosidenib) 获得美国 FDA 的批准，成为首款用于成人复发性或难治性急性骨髓性白血病 (R/R AML) 靶向治疗的口服药物。药石科技作为该款新药的起始物料供应商，双方于 2016 年签订商业化供应协议，药石科技见证了药物从早期研究到开发直到商业化的各个里程碑。

图 26: TIBSOVO®化学式及药品外观


资料来源：药石科技微信公众号，信达证券研发中心

继 2019 年浙江晖石生产基地以零缺陷通过美国 FDA 审计后，公司 CDMO 业务显著上升。2020 年公司 CDMO 业务收入增长超过 56%，完成 476 个项目。2021 年上半年，公司 CDMO 业务继续上升，收入增长 44.43%，完成 428 个项目，完成项目数高速增长。公司持续推动 API 项目落地，2021 年上半年 API 服务项目 21 个，其中 9 个为国外客户项目。随着具备更高附加值的 API 项目占比不断提升，公司 CDMO 业务毛利率有望进一步提升。

4.2. 正式控股浙江晖石，CDMO 发展有望加速

2021 年 4 月，公司正式控股浙江晖石，在 2021H1 积极进行产能扩充，在建 501 车间反应釜、离心机、烘干机等主体设备已经到位，目前正在进行工艺管道安装，预计年内将完成所有设备的安装调试并投入使用。该车间定位商业化多功能 GMP 生产车间，总体产能 163m³，反应釜体积从 2000L 至 8000L 不等，可支持临床阶段至商业化阶段的生产需求。502、503 车间目前已进入详细设计阶段，下半年将正式开工建设，预计明年上半年完成建设并投入使用。502、503 车间规划多条洁净区生产线，基于公司已有车间的生产经验，通过工艺连锁模块将自动化操作水平提升到行业前沿水平；通过连续流、连续萃取等先进技术规模化运用，进一步提升反应效率和收率。上述产能的建成将消除公司生产瓶颈，为承接国内外客户从临床到商业化、从原料到 GMP 中间体、API 一体化生产提供产能保障。

4.3. 制剂 CDMO 建设进行中，做好一站式 CDMO 最后关键环节

公司基于分子砌块、中间体、原料药等的 CDMO 优势，进一步开展药物制剂生产基地建设项目，为客户提供一站式药物开发及生产 CDMO 服务的最后关键环节，可有效满足下游客户从药物研发到商业化生产的全产业链产品和服务需求，进一步加强公司与下游客户在药物开发全流程中的深度合作，增强客户粘性，创造新业务增长点。

表 2: 公司药物制剂生产基地建设项目将提供一站式 CDMO 最后关键环节

项目	公司现有 CDMO 业务	药物制剂生产基地建设项目
业务内容	提供药物关键分子砌块、原料药中间体、原料药的研发、开发和生产在内的 CDMO 服务	进一步延伸至制剂的工艺研究、开发和生产服务等 CDMO 服务领域，完善公司产业链布局，进一步打造“药石研发”+“药石制造”双品牌
技术要求	原料药的工艺研究和开发、晶型研究、分析方法开发和验证、质量指标制定和控制	药物制剂工艺优化、分析方法确认、工艺性能确认，建立符合 GMP 标准生产等服务的技术能力
收入方式	销售产品和提供服务确认收入	销售产品和提供服务确认收入

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

山东药石制剂生产基地口服固体制剂车间及配套分析中心、综合仓库已完成主体建设和内部装修（含洁净区净化工程）。新采购的 Bosch（博世）、SMA（伊马）等国内外先进的生产设备、分析检验设备已经全部到位，目前正在设备调试和验证，预计第四季度开始试运行并申请《药品生产许可证》。项目建成后，将打通公司一站式 CDMO 服务最终环节、全方位满足下游客户的全产业链产品和服务需求。

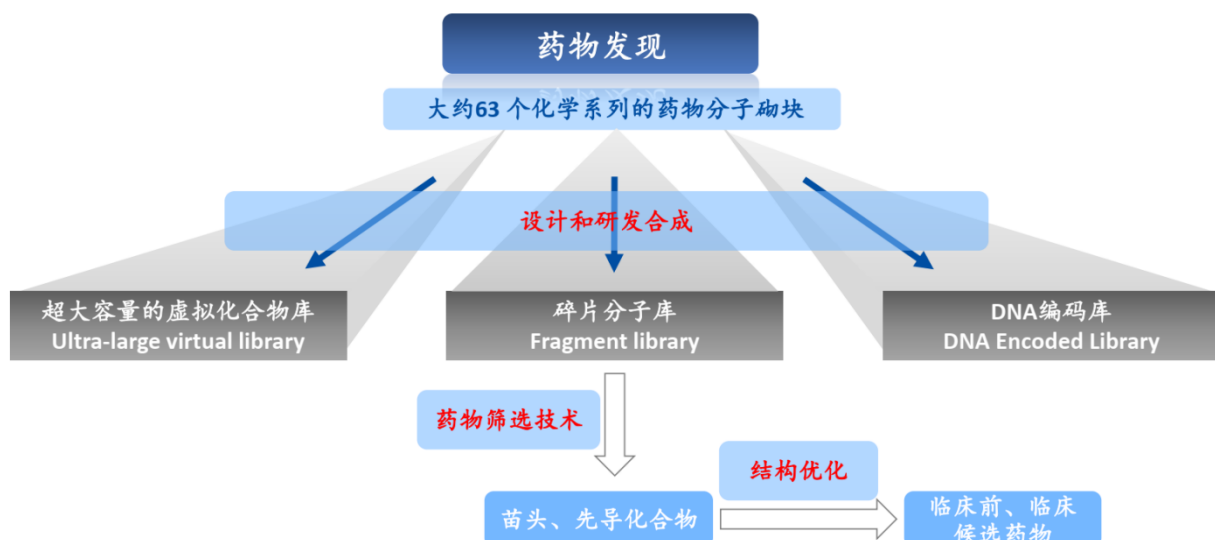
另外，公司全资子公司天易生物一站式高水平 CDMO 服务平台预计下半年将进入全面建设阶段：平台项目占地面积 368.5 亩，建筑面积约 25 万平方米，规划有生产厂房、制剂车间、各类仓库、公用工程等设施，满足创新药的关键基础物料、原料药、制剂的工艺研发、生产需求，该项目已被纳入省、市重大项目，预计将在下半年将进入全面建设阶段。

5. 向前端药物发现拓展，早期深度绑定客户需求

依托于公司强大的自主研发能力和有力的外部技术资源，并利用自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的优势，公司设计开发出一个超过 13 万种独特新颖的用于小分子药物研究的药物分子砌块库，库内分子砌块结构区别于目前市场一般商业化合物库，具有独特的创新结构和优越成药性。

基于在分子砌块领域的积累，药石开展了基于碎片分子片段的药物发现（FBDD）技术、DNA 编码化合物库（DEL）技术、超大容量特色虚拟化合物库筛选技术等药物发现的技术平台建设。相较于传统的 CRO 及制药公司，公司在药物发现领域具有独特的技术优势，借助技术平台和多年积累的药物分子砌块库，结合生物筛选技术，能够从源头帮助客户更有效的发现苗头甚至先导化合物。

图 27：基于分子砌块公司搭建了多个新药研发领域的关键药物发现技术平台



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司通过加大研发投入和对国际领先药物研发动态以及跨国药企、头部生物科技公司商业交易并购活动的实时跟踪和充分研究，不断加强三大核心技术平台的建设。在进一步扩大化合物库容量的同时，对化合物库所含化学结构的新颖性、多样性以及成药性进行

进一步优化提高，进一步强化和其他商业化合物库以及药物发现技术平台的核心差异化，确保这些化合物库中筛选所获得的苗头分子能够作为药物早期研发的优质起点。

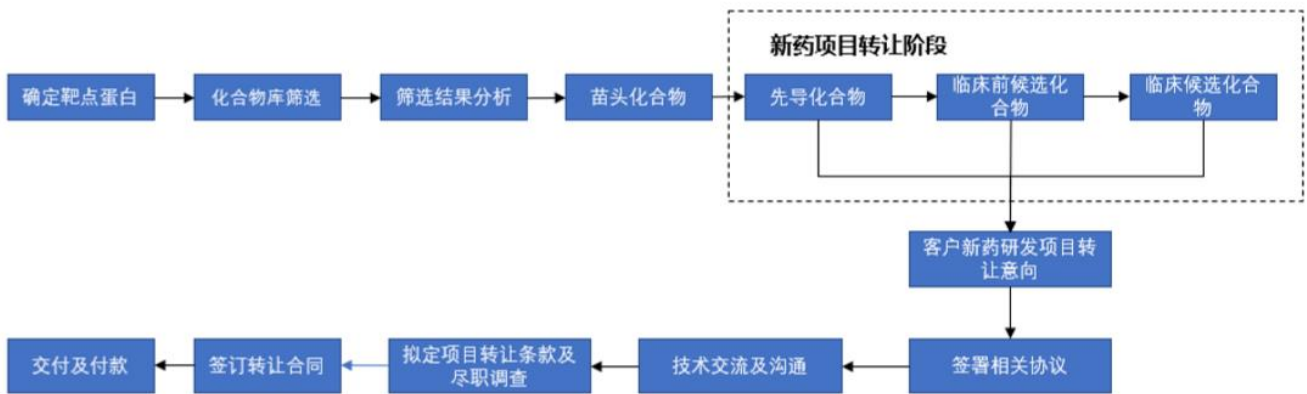
- A. **碎片分子库**所含化合物数量在 2020 年底增加至 8,000 左右，其中包含一个业界独特、未见报道的中等分子量（middle size）化合物库，填补了碎片分子和传统高通量筛选化合物库之间的化学空间，在分子结构多样性、所获得苗头化合物的活性和可靠性之间有着更好地平衡。2021 年上半年，创新药物发现技术团队构建了共价结合、三维结构特色碎片化合物库，大大增强了创新靶点的筛选研发能力。
- B. **DEL 库**所包含分子数量在 2020 年底增加至 150 亿，其中更精确反应结构多样性，对于筛选成功率更为关键的子库数目在 2021 年上半年增加到 150 个以上，此外开发了全新的 DNA 兼容的化学反应，进一步提高了库设计的能力和可能性。
- C. **超大容量虚拟化合物库**所含化合物结构超过 10 亿。

在筛选技术方面：公司在建设加强了包括生物物理、生物化学、细胞表型、膜蛋白功能筛选在内多种主流筛选技术的筛选平台，以及原核大肠杆菌、昆虫病毒、酵母、哺乳动物细胞等目前四种主要靶点蛋白表达能力的技术平台。**筛选能力的建设是进行全新靶点研究开发的关键保障，摆脱对已有药物分子结构的依赖，为进行 First-in-Class 药物研发奠定了关键基础。**

结合所构建的多种化合物库，公司在化合物筛选、早起苗头化合物发现的能力以及所涉及的疾病领域靶点蛋白领域得到了快速增长，2020 年完成了**超过 50 个**，2021 年半年超过 30 个**新靶点的筛选**，所涵盖蛋白领域除了主要的激酶，还有目前受到广泛关注的蛋白-蛋白相互作用、表观遗传学、磷酸酶、骨架蛋白等十个领域，基本涵盖了目前绝大部分创新药物研发所涉及的靶点领域。

公司在这些不同类别靶点开展的多个内部研发以及外部合作项目，已经获得多个全新结构、成药性高的苗头化合物和先导化合物，其中在抗肿瘤以及自身免疫相关领域具有重大临床需求的相关项目得到快速推进。

公司 2020 年募投项目南京研发中心升级改造建设项目主要依托公司建立的多个关键药物发现技术平台，开展新药化合物等研发，在特定的阶段转让新药，买方将继续此化合物的相关研究，每达到一个约定的里程碑阶段（如临床前阶段、临床试验阶段等）即向公司支付相应费用。通过“风险共担”的模式，公司和客户共同承担新药研发的风险，共享药品上市后的收益。

图 28：南京研发中心盈利模式


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司在南京江北新区新建的研发中心将在今年三季度开始分批启用，项目建筑面积达 6.3 万平方米，建有基础研发楼、工艺开发楼等 12 个建筑单体，设有合成化学/工艺化学/药物化学实验室、质量控制中心、工程技术中心、酶化学和流式化学以及智能制造实验室等，将进一步增强公司前端研发力量。公司发现业务平台的布局可促进公司药物分子砌块业务范围向前延伸，有助于加强客户后续对分子砌块需求的粘性、为客户后续对分子砌块的大量需求打下基础，提升业务的连贯性。

6. 盈利预测及估值评级

我们对公司主要的两块业务进行拆分，对收入、毛利率进行预测：

- 1) **技术服务**：该板块收入目前较小，波动较大，参考 2020 年增速，预计该业务 2021-2023 年收入增速保持 40%，毛利率维持在 72%。
- 2) **产品销售**：根据分子砌块体量分为公斤级以上和以下
 - **公斤级以上**：公司上游分子砌块向下导流顺畅，订单充足，积极扩充升级产能，预计该板块 2021-2023 年收入增速分别为 43%、42%、41%，公司产能利用充分，未来随着上游项目的导流，公司依托上有经验不断优化核心工艺，加之规模化效应，毛利率有望保持平稳，预计 2021-2023 年毛利率分别为 41%、38%、38%。
 - **公斤级以下**：公司依托强大的药物化学能力，通过研究文献跟踪研发趋势，自主设计结构新颖、符合市场需求的高附加值分子砌块，预计该业务 2021-2023 年收入增速分别为 32%、31%、30%，毛利率保持 74.4%。

综上，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 14.40/20.15/28.04 亿元，增速为 41%/40%/39%，毛利率分别为 47.64%/44.83%/44.44%。

表 3：公司盈利拆分及预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	478	662	1,022	1,440	2,015	2,804
YOY	75.02%	38.47%	54.36%	40.83%	40.00%	39.15%
营业成本	202	321	554	754	1,112	1,558
YOY	94.90%	58.90%	72.87%	36.01%	47.53%	40.14%
毛利率(%)	57.82%	51.59%	45.79%	47.64%	44.83%	44.44%

业务:						
1、技术服务	41.90	15.97	23.66	33.13	46.38	64.93
YOY	13.24%	-61.89%	48.17%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率(%)	57.78%	55.67%	71.83%	72.00%	72.00%	72.00%
2、产品销售	436.35	646.15	998.43	1,406.46	1,969.06	2,739.54
YOY	84.80%	48.08%	54.52%	40.87%	40.00%	39.13%
毛利率(%)	57.82%	51.59%	45.16%	47.07%	44.19%	43.78%
2.1、公斤级以上	311.57	480.98	804.81	1,150.87	1,634.24	2,304.28
公斤级以上 YOY	0.00%	54.37%	67.33%	43.00%	42.00%	41.00%
毛利率(%)	50.28%	43.73%	38.13%	41.00%	38.00%	38.00%
2.2、公斤级以下	124.78	165.17	193.63	255.59	334.82	435.27
公斤级以下 YOY	0.00%	32.37%	17.23%	32.00%	31.00%	30.00%
毛利率(%)	72.22%	74.07%	74.40%	74.40%	74.40%	74.40%
3、其他业务	0.00	0.11	0.13	0.00	0.00	0.00
YOY	-96.70%	2473.78%	19.89%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源:公司公告,信达证券研发中心预测

基于在分子砌块积累的优势,公司纵向一体化布局“Non-GMP/GMP 中间体-原料药-制剂”的创新药 CDMO 业务,搭建了 DEL-T、FBDD 等创新药物发现技术平台,为客户提供前端的新药筛选服务。我们预计公司 2021-2023 年净利润 5.21/4.31/6.14 亿元, EPS 为 2.61/2.16/3.07 元。

从 2021 年估值水平看,药石科技 71 倍的 PE 低于可比公司平均估值 120 倍,若剔除浙江晖石带来的 2.22 亿元公允价值重新计量产生的利得对 2021 年业绩的影响,以最新股价计算 2021 年 PE 为 124 倍,略高于可比公司平均估值。但 2022 年估值水平来看,药石 86 倍 PE 与可比公司平均估值基本一致,首次覆盖,给予“增持”评级。

表 4: 可比公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	2021EPS	2022EPS	2023EPS	2021PE	2022PE	2023PE
603259.SH	药明康德	4206	1.47	1.95	2.56	97	73	56
300759.SZ	康龙化成	1462	1.81	2.43	3.25	107	80	60
002821.SZ	凯莱英	982	4.04	5.42	7.13	99	74	56
603127.SH	昭衍新药	543	1.17	1.53	2.00	131	100	77
300363.SZ	博腾股份	484	0.84	1.14	1.52	106	78	59
688131.SH	皓元医药	247	2.70	3.91	5.54	123	85	60
688222.SH	成都先导	115	0.17	0.30	0.48	174	96	60
	均值					120	84	61
300725.SZ	药石科技	372	2.61	2.16	3.08	71	86	61

资料来源:Wind,信达证券研发中心

注: 1.截至 20211012; 2.可比公司盈利预测数据来自 Wind 一致预期,药石科技为信达证券预测数值

7. 风险提示

新产品研发失败的风险;产品销量不及预期的风险;产品质量风险。

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	537	1,873	2,358	2,842	3,508
货币资金	164	1,245	1,375	1,499	1,712
应收票据	0	0	12	17	23
应收账款	79	167	181	248	346
预付账款	17	15	15	22	31
存货	207	310	619	899	1,238
其他	70	137	155	158	159
非流动资产	493	552	721	934	1,173
长期股权投资	152	156	156	156	156
固定资产(合计)	131	138	277	440	629
无形资产	25	34	34	34	34
其他	185	224	254	304	354
资产总计	1,029	2,425	3,079	3,777	4,681
流动负债	278	476	454	590	722
短期借款	60	120	0	0	0
应付票据	95	128	83	107	128
应付账款	31	56	186	268	371
其他	92	172	186	215	222
非流动负债	10	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
其他	10	55	55	55	55
负债合计	288	531	509	645	776
少数股东权益	0	0	7	13	21
归属母公司股东权益	741	1,895	2,563	3,119	3,884
负债和股东权益	1,029	2,425	3,079	3,777	4,681

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	662	1,022	1,440	2,015	2,804
同比(%)	38.5%	54.4%	40.8%	40.0%	39.1%
归属母公司净利润	152	184	521	431	614
同比(%)	14.0%	21.1%	183.0%	-17.3%	42.5%
毛利率(%)	51.6%	45.8%	47.6%	44.8%	44.4%
ROE%	20.5%	9.7%	20.3%	13.8%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.76	0.92	2.61	2.16	3.08
P/E	89.73	149.61	71.39	86.36	60.61
P/B	18.42	14.54	14.52	11.93	9.58
EV/EBITDA	51.70	81.90	99.79	76.20	52.73

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	662	1,022	1,440	2,015	2,804
营业成本	321	554	754	1,112	1,558
营业税金及附加	7	6	9	12	17
销售费用	24	31	41	54	69
管理费用	74	121	164	213	269
研发费用	69	91	123	166	227
财务费用	-1	20	-29	-35	-40
减值损失合计	-2	-2	-20	-25	-30
投资净收益	1	3	220	6	8
其他	-3	-5	-2	0	0
营业利润	164	194	577	475	681
营业外收支	9	10	10	10	10
利润总额	172	205	587	485	691
所得税	20	20	59	49	69
净利润	152	184	528	437	622
少数股东损益	0	0	7	6	8
归属母公司净利润	152	184	521	431	614
EBITDA	189	245	359	469	673
EPS(当年)(元)	0.76	0.92	2.61	2.16	3.08

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	127	272	55	206	293
净利润	152	184	528	437	622
折旧摊销	22	26	10	10	10
财务费用	1	24	3	0	0
投资损失	-1	-3	-220	-6	-8
营运资金变动	-53	40	-276	-250	-351
其它	5	0	10	15	20
投资活动现金流	-301	-145	152	-82	-80
资本支出	-173	-75	-68	-88	-88
长期投资	-132	-72	0	0	0
其他	4	2	220	6	8
筹资活动现金流	51	993	-77	0	0
吸收投资	54	956	46	0	0
借款	27	60	-120	0	0
支付利息或股息	-25	-22	-3	0	0
现金流净增加额	-120	1,096	130	124	213

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，西安交通大学本硕，制药工程学士、化学硕士，2021年加入信达证券，曾就职天风证券，负责科研服务、医药消费研究。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

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	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufeicindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。