

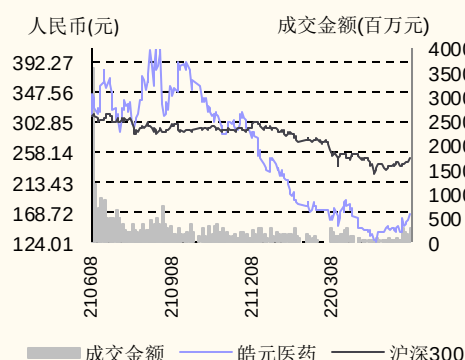
皓元医药 (688131.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 168.00 元

目标价格 (人民币): 196.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.74
已上市流通 A 股(亿股)	0.16
总市值(亿元)	124.89
年内股价最高最低(元)	413.00/124.01
沪深 300 指数	4166
上证指数	3236

**一体化 CXO 新星，前后端业务协同发展****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	635	969	1,429	2,086	3,016
营业收入增长率	55.29%	52.61%	47.42%	46.01%	44.56%
归母净利润(百万元)	128	191	275	416	620
归母净利润增长率	74.91%	48.70%	43.93%	51.47%	48.92%
摊薄每股收益(元)	2.304	2.569	3.697	5.600	8.340
每股经营性现金流净额	2.10	0.78	2.66	3.96	5.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.33%	10.48%	13.86%	18.64%	23.80%
P/E	N/A	96.80	45.44	30.00	20.14
P/B	N/A	10.15	6.30	5.59	4.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **医药研发外包高景气，分子砌块和工具化合物、原料药和 CDMO 市场扩容。**①前端：分子砌块和工具化合物是药物研发的基石，全球医药研发支出中 30%用于药物分子砌块的购买和外包，据此估算，2026 年全球药物分子砌块的市场规模将达到 546 亿美元；②后端：药物专利悬崖及全球产业链转移推动我国 CDMO 和原料药市场快速扩容，具有成本优势的中国 CDMO 和原料药企业将迎来高景气周期。
- **前后端一体化发展，公司业绩快速增长。**公司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发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进。近年来，公司业绩快速增长，2021 年实现营收 9.69 亿元，同比增长 52.61%，归母净利润 1.91 亿元，同比增长 48.70%。2022 Q1 实现营业收入 3.00 亿元，同比增长 33.02%，实现归母净利润 0.62 亿元，同比增长 15.06%，未来 3 年业绩有望保持 40%-50% 的高增速。
- **前端业务品牌影响力持续提升。**前端业务是公司的核心业务，分子砌块和工具化合物品类不断扩展。目前，公司累计储备超 5.86 万种分子砌块和工具化合物，其中分子砌块约 4.2 万种，工具化合物超 1.6 万种，构建了 110 多种集成化合物库，客户覆盖广泛，目前已逐步形成品牌效应。
- **后端布局高技术壁垒原料药，创新药 CDMO 转型初显成效。**公司后端业务专注高壁垒原料药的开发，自主开发了高合成难度原料药艾日布林、曲贝替定等产品。随着前端业务向后端的导流，公司不断加大创新药 CDMO 业务的布局。同时，公司也将收购药源 100% 股权，将业务延伸至制剂领域，打造全流程一体化的服务平台。

盈利预测与投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.75/4.16/6.20 亿元，同比增长 43.93%/51.47%/48.92%，参考可比公司，给予公司 2023 年预测归母净利润 35 倍 PE，对应目标价 196.00 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

风险提示

- 解禁风险，专利侵权风险，人才流失风险，研发进度不及预期风险，汇率波动风险，新冠疫情反复风险。

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

内容目录

皓元医药：前后端协同发展，赋能小分子研发生产全周期.....	4
产品销售和技术服务相互促进，服务小分子药物研发生产全周期.....	4
前后端一体化协同发展，业绩持续稳健增长.....	6
药物市场高景气度推动前端研发和后端生产赛道扩容.....	8
全球及中国医药研发市场高景气，研发支出及管线数量不断攀升.....	8
分子砌块和工具化合物是药物研发的基石，前景广阔.....	10
专利悬崖和产业转移加速原料药和中间体行业发展.....	11
前后端业务双轮驱动，六大核心技术赋能药物研发.....	12
前端业务：稳健增长，服务药物研发最前沿.....	12
后端业务：专注高技术壁垒原料药，加速创新药 CDMO 转型.....	14
创新驱动，六大核心技术平台打造技术护城河.....	16
外延收购药源药物，不断提升一体化服务能力.....	18
盈利预测与估值.....	18
盈利预测.....	18
相对估值.....	19
风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司发展历程及架构.....	4
图表 2：公司业务拓展历程.....	5
图表 3：公司业务示意图.....	5
图表 4：公司境外营收，2018-2021（亿元）.....	6
图表 5：公司前后端业务导流示意图.....	6
图表 6：公司营业收入，2013-2022Q1（亿元）.....	7
图表 7：公司归母净利润，2013-2022Q1（亿元）.....	7
图表 8：公司前后端业务收入，2018-2021（亿元）.....	7
图表 9：毛利率对比，2017-2022Q1.....	8
图表 10：研发费用率对比，2017-2022Q1.....	8
图表 11：中国历年首次 IND 药品数量，2012-2021.....	9
图表 12：中国历年新药临床数量，2014-2021.....	9
图表 13：中国获批创新药数量与种类，2015-2021.....	9
图表 14：美国获批创新药数量与种类，2015-2021.....	9
图表 15：全球化药 CDMO 市场规模（亿美元）.....	10
图表 16：中国化药 CDMO 市场规模（亿元）.....	10
图表 17：分子砌块和工具化合物的区别.....	10
图表 18：药物研发需要以大量的候选化合物为基础.....	11
图表 19：公司前后端产品对应关系.....	11

图表 20: 全球因专利到期导致的销售风险总额 2010-2024	12
图表 21: 分子砌块和工具化合物行业国内重点公司对比	13
图表 22: 使用公司工具化合物发表文献数量及被引占比, 2018-2021	14
图表 23: 公司主要的医药中间体和原料药产品对应的终端药品	15
图表 24: 公司创新药 CDMO 业务分布	16
图表 25: 公司六大核心技术平台赋能前后端业务	17
图表 26: 公司六大核心技术平台梳理	17
图表 27: 公司营业收入预测/万元	19
图表 28: 可比公司估值比较	19

皓元医药：前后端协同发展，赋能小分子研发生产全周期

产品销售和技术服务相互促进，服务小分子药物研发生产全周期

- “分子砌块和工具化合物+原料药和中间体”一体化发展。公司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发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进。为全球医药企业和科研机构提供从药物发现到原料药和医药中间体的规模化生产的相关产品和技术服务。

图表 1：公司发展历程及架构



来源：公司官网，Wind，国金证券研究所

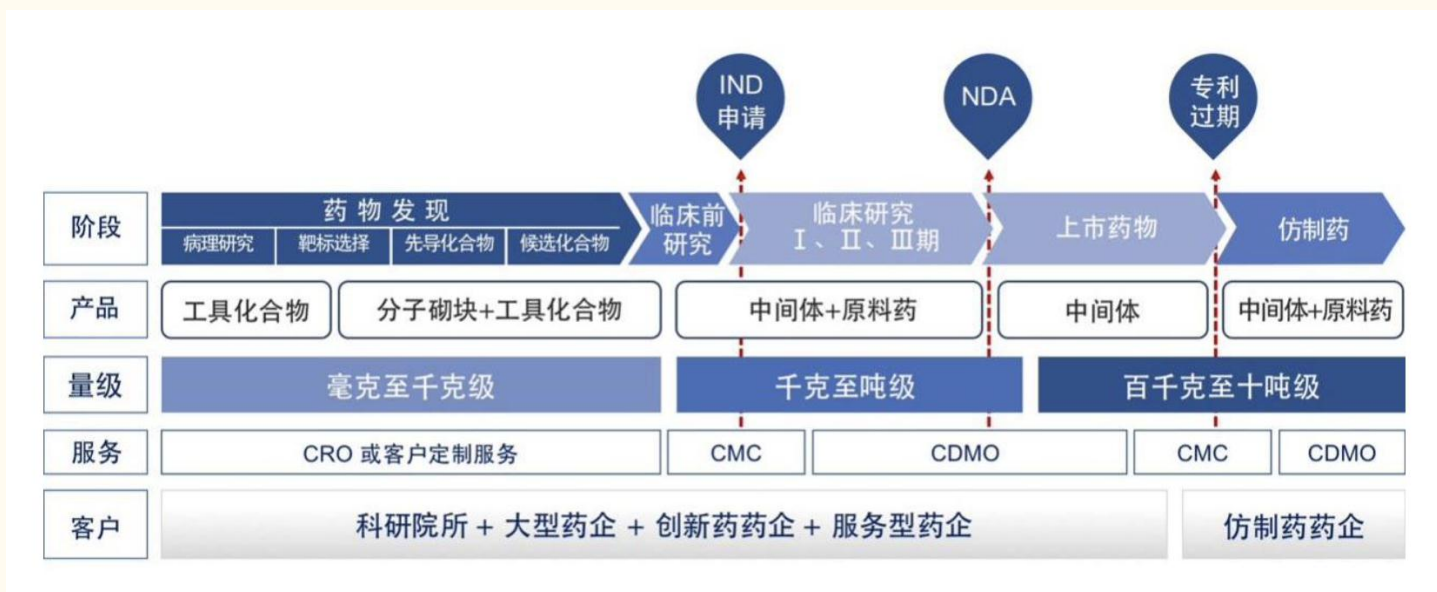
图表 2：公司业务拓展历程

公司	业务布局	2006	2008	2009	2015	2016	2018	2020	2021	2022
皓元医药	化学类	公司成立	建立和完善高端原料药与中间体研发与技术服务	成立皓元生物，为新药药物筛选化合物库的建立和成长奠定基础	建立和完善高活性原料药 (HPAPI) 开发平台			上海研发中心扩建升级；安徽皓元研发中心启动营业		
	CDMO						安徽皓元工厂开工奠基	安徽马鞍山医药原料药及中间体建设项目开工		外延收购药源药物，不断提升一体化服务能力
	生物类								收购合肥欧创	
	ADC					“MMAE 系列抗体偶联药物的研究与开发”立项上海 2016 创新基金				

来源：公司官网，国金证券研究所

- **产品和服务覆盖小分子药物研发生产全流程。**公司的分子砌块和工具化合物业务主要在药物发现阶段提供毫克到千克级的产品和服务；原料药和中间体业务主要对应临床前和进入临床后的 CDMO 服务，以及合成工艺开发、工艺优化和原料药注册申报等技术服务，并提供药品上市及商业化所需的百千克到吨级的原料药和中间体产品。

图表 3：公司业务示意图

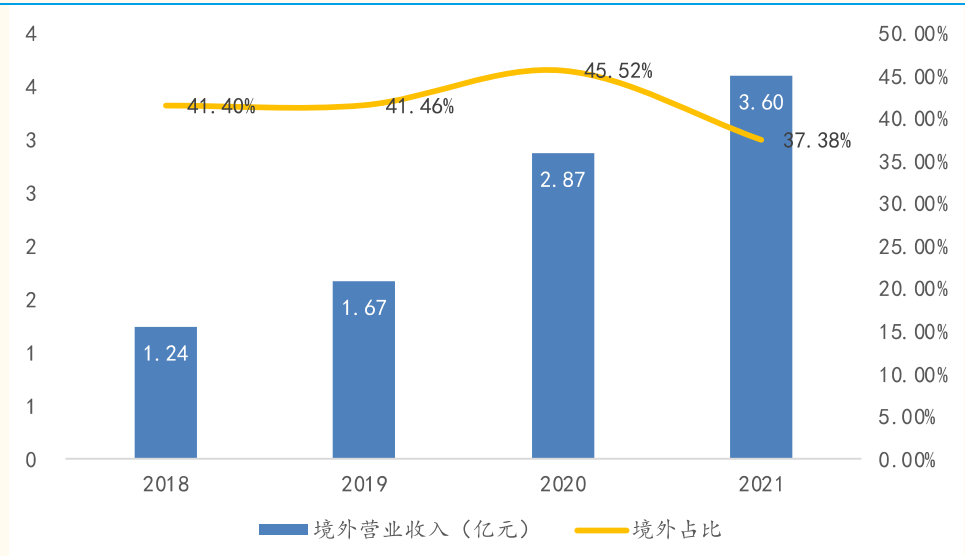


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **全球化布局，产品及服务覆盖全球 70 多个国家和地区。**公司建立了全球营销网络及线下市场团队，在美国、欧洲、日本、韩国、印度、东南亚等国家或地区组建了商务团队，与国内技术、商务团队进行跨区域协同，可快速响应全球客户的需求。公司已与众多跨国医药巨头、全球知名高校、科研院所及 CRO 公司开展了合作，与 Thermo Fisher、Sigma-Aldrich、eMolecules、Namiki 等海外知名药物研发试剂专业经销商建立了稳定的合作关系，也与原料药和中间体领域的国内外专业贸易服务商 ATTO、Usino 等建立了稳定业务往来。目前公司产品及服务现已销往全球 70 多个国家和地区，大部分区域能够实现当天下单，次日送达，为客户提供了便捷的购物体验，时效性在行业内处于领先水平，市场占有率和销售额大幅提升。

2021 年公司主营业务在境外营收 3.6 亿元，特别是在欧美、日本、印度市场收获颇丰。

图表 4：公司境外营收，2018-2021（亿元）

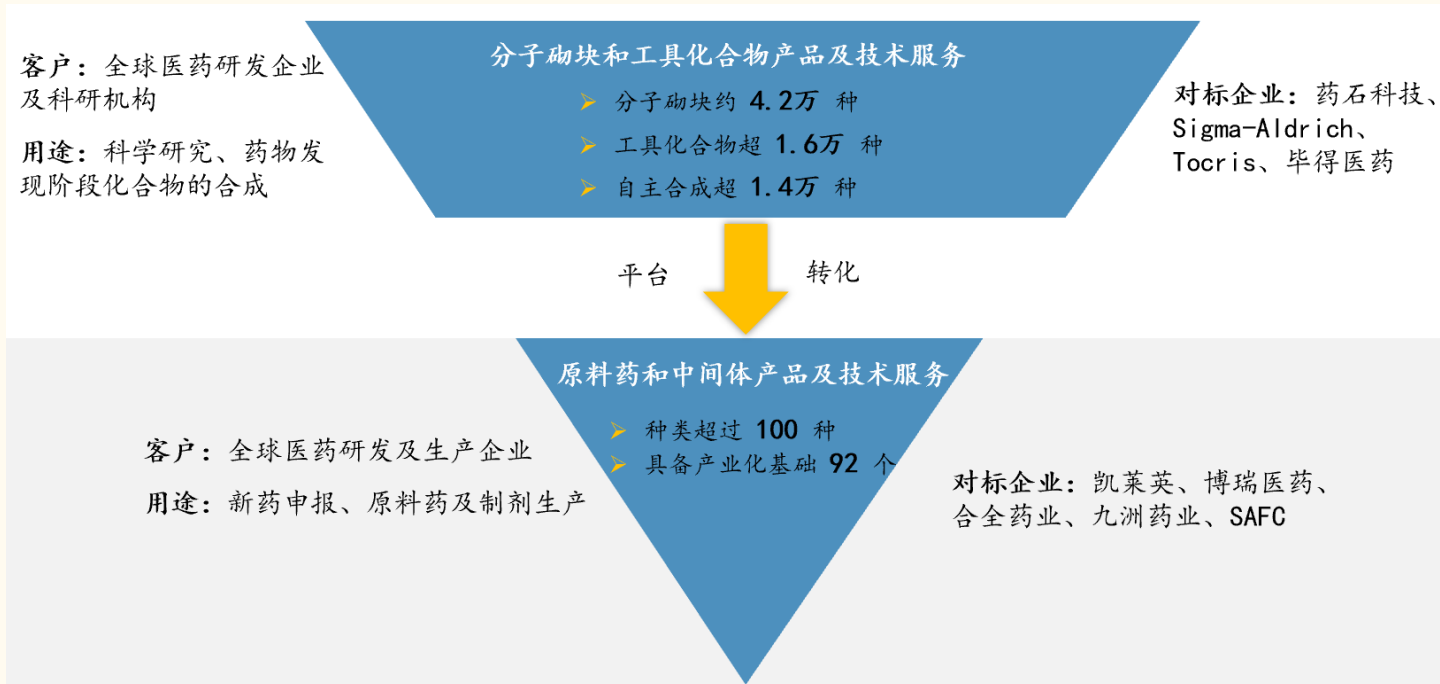


来源：公司公告，国金证券研究所

前后端一体化协同发展，业绩持续稳健增长

- **前端业务向后端延伸。**借助分子砌块和工具化合物，公司在创新药研发阶段介入工艺，后期为创新药提供原料药或制剂的生产，牢牢占据了创新药研发和生产外包的市场。而且从研发阶段介入，帮助药企进行药物生产工艺专利的申请、IND 申请等，有利于长期深度合作以及保持客户粘性。

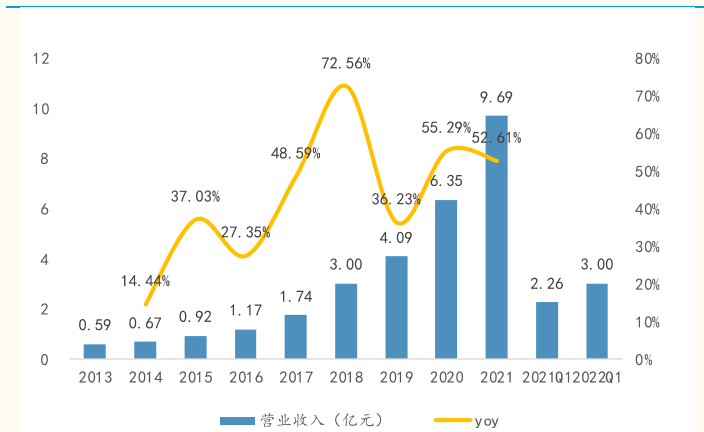
图表 5：公司前后端业务导流示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

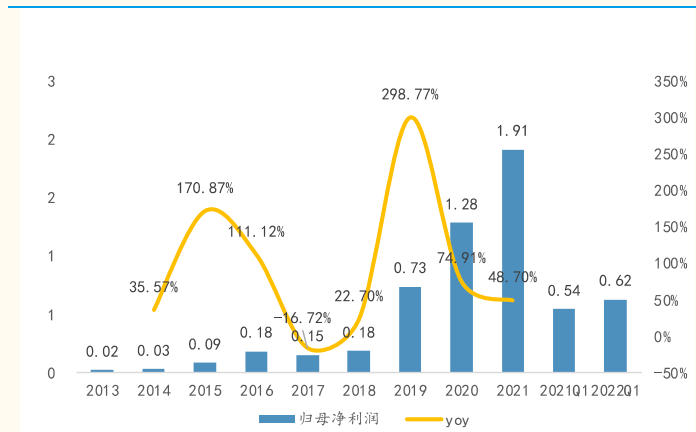
- **公司业绩持续高速增长。**2021 年公司实现营收 9.69 亿元，同比增长 52.61%，2017-2021 年 CAGR 为 53.63%，收入端连续 4 年同比增速在 30%以上，归母净利润 1.91 亿元，同比增长 48.70%，2017-2021 年 CAGR 为 88.87%。2022 Q1 营业收入 3.00 亿元，同比增长 33.02%，实现归母净利润 0.62 亿元，同比增长 15.06%。

图表 6：公司营业收入，2013-2022Q1（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

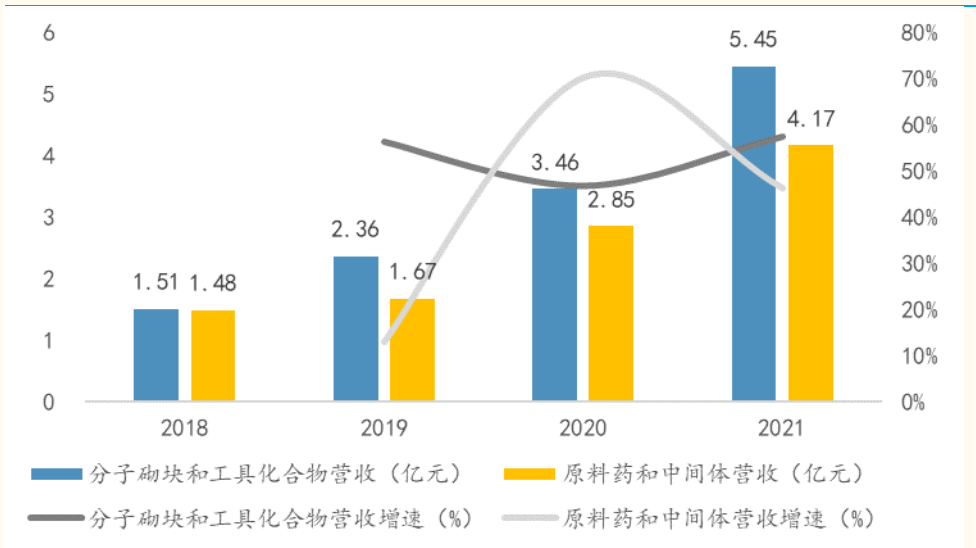
图表 7：公司归母净利润，2013-2022Q1（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- **前后端业务均实现较快增长。**2021 年，分子砌块和工具化合物业务营业收入 5.45 亿元，同比增长 57.59%，2018-2021 复合增长 53.51%；原料药和中间体业务营业收入 4.17 亿元，较上年同期增长 46.32%，2018-2021 复合增长 41.19%。

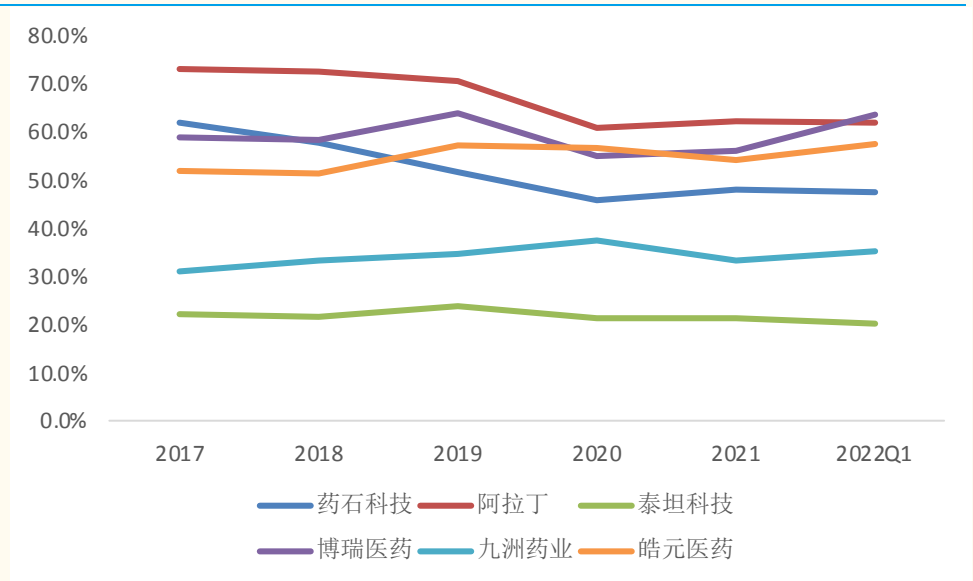
图表 8：公司前后端业务收入，2018-2021（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- **销售毛利率：**皓元医药的销售毛利率处于可比公司的中上水平，体现出公司较强的盈利能力。2017-2022Q1，公司毛利率分别为 52.1%、51.6%、57.2%、56.7%、54.1%及 57.5%。

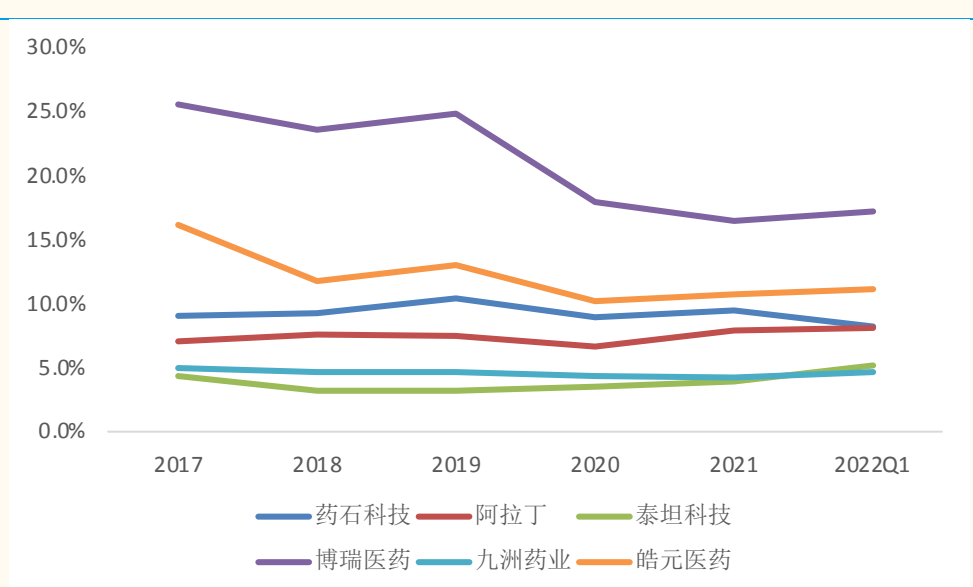
图表 9：毛利率对比，2017-2022Q1



来源：Wind，国金证券研究所

- **研发费用率：**皓元医药的研发费用率处于可比公司的中上水平，体现出公司较强的研发投入以及研发实力。公司近 5 年的研发投入均占营业收入的 10% 以上，分别为 16.2%、11.8%、13.0%、10.2%、10.7% 以及 11.2%。截止 2021 年 12 月 31 日，公司累计申请专利共 151 项，此外，公司还通过了上海市企业技术中心认定、成功入选浦东大企业开放创新中心（GOI）计划，新通过“上海市高新技术成果转化项目”认定 1 项，截至目前累计通过认定的高新技术成果转化项目 9 项，累计获得荣誉资质近 50 项，研发创新能力持续升级。

图表 10：研发费用率对比，2017-2022Q1



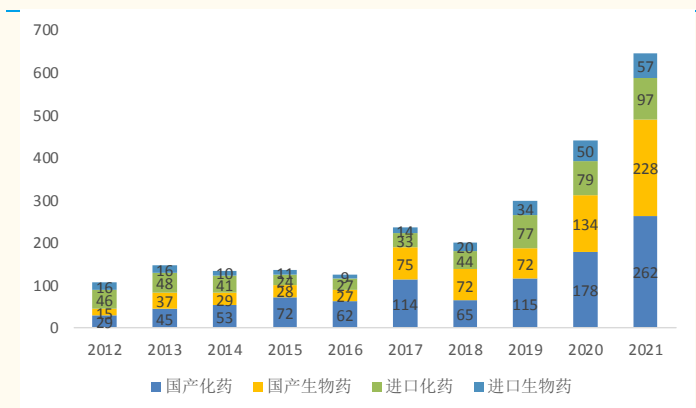
来源：Wind，国金证券研究所

药物市场高景气度推动前端研发和后端生产赛道扩容

全球及中国医药研发市场高景气，研发支出及管线数量不断攀升

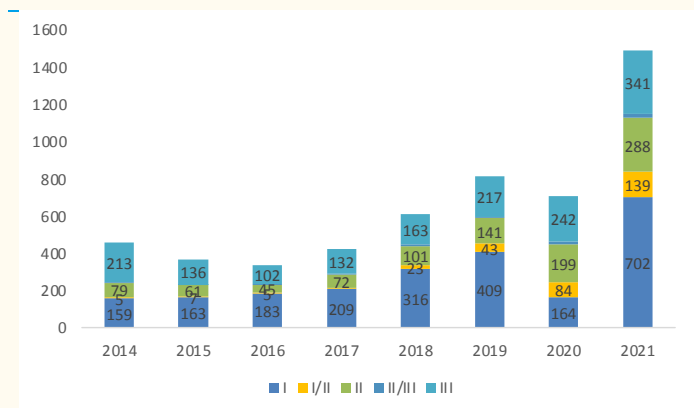
- **医药创新研发高景气，IND、临床、NDA 申请数量稳步上升。**1) IND: 2018 年之后，中国首次 IND 新药数量快速上升，近 3 年总体 CAGR 为 47%，其中，国产创新药首次 IND 新药数量增长显著高于进口创新药，2021 年国产药品占比达 76%，化药和生物药均保持高速增长。2021 年，新兴疗法如 PROTAC、三抗/四抗、CAR-NK、肿瘤浸润淋巴细胞(TIL)等首次在中国 IND。2) 临床: 2017 年之后，临床登记数量也迅速增长，2021 年临床登记数量达 1490 个，同比增长接近 50%。从 2016 年到 2021 年的临床试验数量的年复合增长率达到 35%。在持续的高研发投入下，中国国产药物的 IND 数量迅速上市，国内开展的临床试验数量也大幅增加。3) NDA: 2017 年以来，国内历年获批的创新药数量呈增长趋势，2021 年国内共有 89 款创新药获批，其中生物药创新药 31 款，化药创新药 46 款，中药创新药 12 款。从绝对值上看，中国每年获批的创新药数量已经与美国相当。从生物药和化药的分布来看，也与美国的分布类似。从获批创新药的治疗领域来看，中国和美国也具有相似性，2021 年中、美获批创新药中占比最多的均为肿瘤领域，分别占比 27%和 30%。心血管代谢、抗感染、血液疾病也是中、美新上市药物较为集中的领域。不同之处在于，2021 年美国有 10%的创新药为中枢神经领域，而中国获批的中枢神经领域创新药数量较少。

图表 11: 中国历年首次 IND 药品数量, 2012-2021



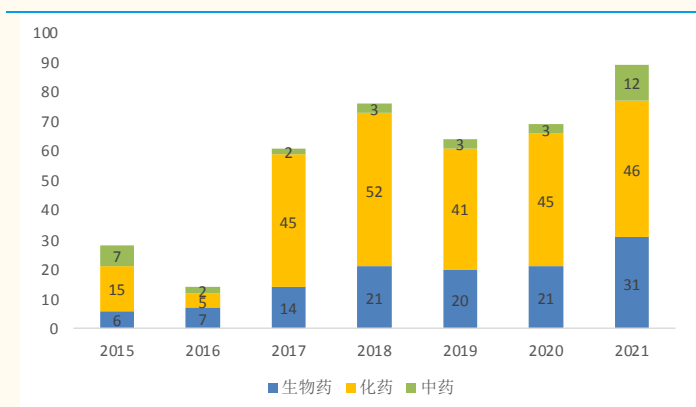
来源: 医药魔方, 国金证券研究所

图表 12: 中国历年新药临床数量, 2014-2021



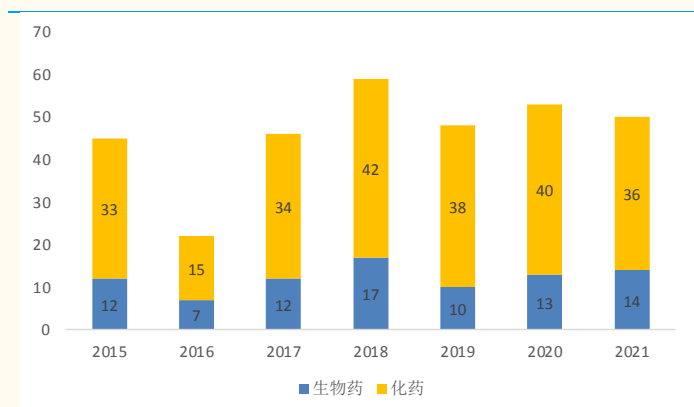
来源: 医药魔方, 国金证券研究所

图表 13: 中国获批创新药数量与种类, 2015-2021



来源: 医药魔方, Insight, 国金证券研究所

图表 14: 美国获批创新药数量与种类, 2015-2021

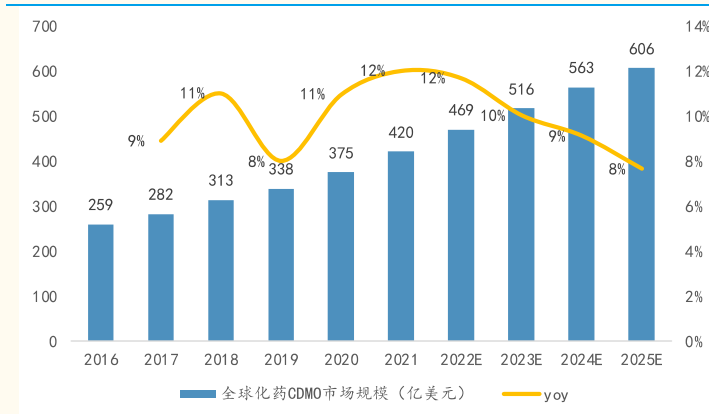


来源: Nature, 国金证券研究所

- **全球和中国化药 CDMO 行业市场规模不断扩容。**根据 Frost & Sullivan 数据及预测, 2020 年全球化学药 CDMO 市场规模为 375 亿美元, 全球化学药 CDMO 行业有望在 2025 年达到 606 亿美元, 2020 年至 2025 年年均复合增长率为 9.6%。而中国拥有较低的生产成本、良好的工业基础、以及

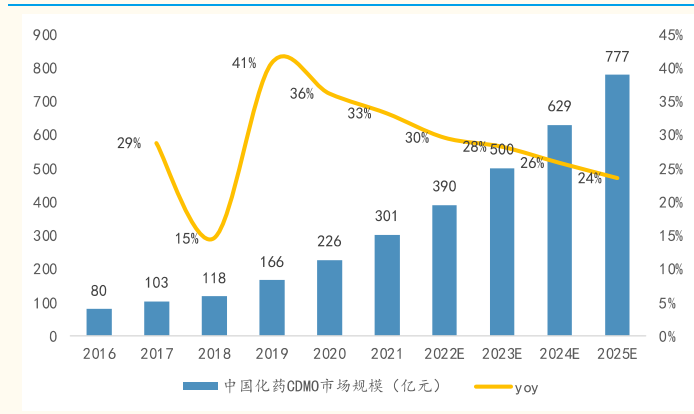
工程师红利等优势，CDMO 行业增速显著快于全球平均水平。根据 Frost & Sullivan，2020 年我国化学药 CDMO 行业市场规模约为 226 亿元，在此基础上，受益于全球产业链转移和政策红利，中国化学药 CDMO 行业市场规模有望在 2025 年达 777 亿元，2020 年至 2025 年年均复合增长率为 26.8%。

图表 15：全球化药 CDMO 市场规模（亿美元）



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 16：中国化药 CDMO 市场规模（亿元）



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

分子砌块和工具化合物是药物研发的基石，前景广阔

- 分子砌块的作用类似于化学合成中的“砖块”，用于快速构建大量新化合物。新药研发过程中用于筛选和评估的化合物是由多个分子砌块通过化学合成方法连接在一起组成的，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。
- 工具化合物是指具有生物活性和生理作用及潜在成药性的小分子化合物。工具化合物主要作用是在疾病机理机制研究过程作为疾病模型中的化学探针，在靶标的验证过程中验证该靶标直接参与疾病过程，以及在苗头化合物、先导化合物筛选过程中作为对照物或被修饰和改造的先导化合物。

图表 17：分子砌块和工具化合物的区别

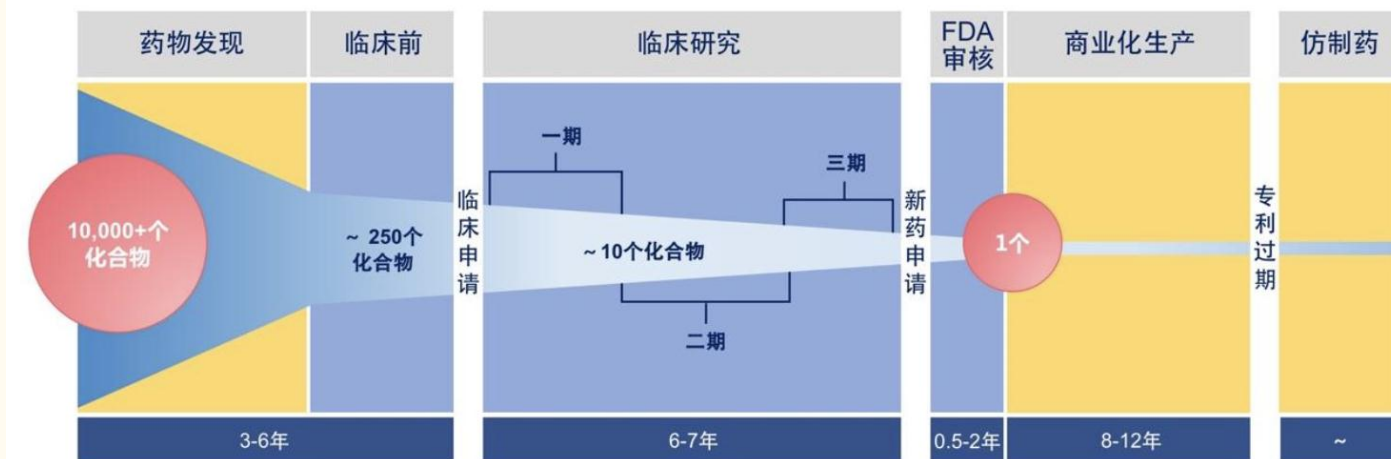
项目	分子砌块	工具化合物
用途	用于有机合成反应。是合成包含工具化合物等目标化合物的原料和片段。一般不具备生物活性，不用于生物医学方面的研究	具有生物活性的小分子有机化合物。由多种分子砌块合成得到；广泛应用于从分子水平到细胞、动物水平的生命科学研究实验
用量	使用量从克级到十千克级，单价较低	使用量从毫克级到克级，单价较高
客户群	主要是合成化学和药物化学科研院所和制药公司实验室	主要是生物医学研究领域的高校，科研院所以及新药研发企业
开发难度、周期和成本	合成步骤短，通常开发难度比工具化合物小，开发周期短，成本较低	由多种分子砌块合成得到，通常开发难度较分子砌块高，开发周期长，成本较高

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 结构新颖和丰富的分子砌块是化合物创新性和多样性的基础，能够提高新药发现的效率和成功率。假设某个用于筛选和评估的化合物由 3 种类型的药物分子砌块 A、B、C 组成，在新药发现阶段，有 10 个不同的 A 类型药物分子砌块、10 个不同的 B 类型药物分子砌块、10 个不同的 C 类型药物分子砌块，新药研发企业则可以使用这三类（合计三十种）药物分子砌块产品任意组合，最多可以得到 $10 \times 10 \times 10 = 1000$ 个不同的用于筛选和评估的化合物。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。新药研发企业对这些化合物进行大量筛选和评估，从而筛选出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。工具化合物是指具有生物活性和生理作用及潜在成药性的小分子化合物。

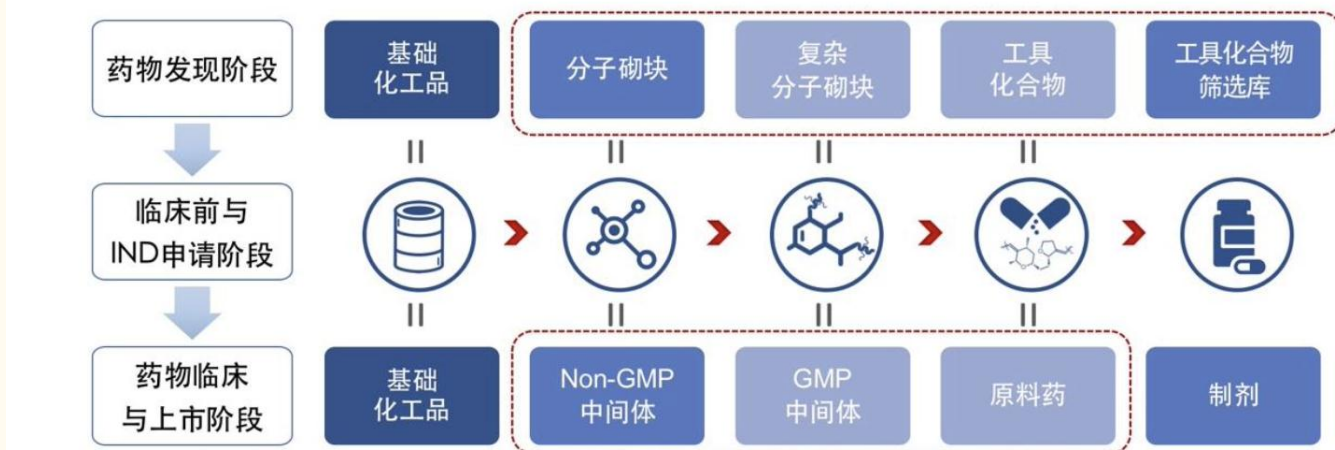
图表 18：药物研发需要以大量的候选化合物为基础



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 分子砌块与工具化合物深入参与药物发现到商业化生产的各个阶段。新药早期研发阶段需要种类繁多、数量庞大，并且足够创新和新颖的药物分子砌块和工具化合物，此阶段单品种用量往往比较小，单位价值很高。随着新药研发项目不断向后推进，相关药物分子砌块和工具化合物的产品种类会逐渐降低，用量会逐步提升，同时药物分子砌块产品的单价也会随着用量的提高而逐步下降。

图表 19：公司前后端产品对应关系

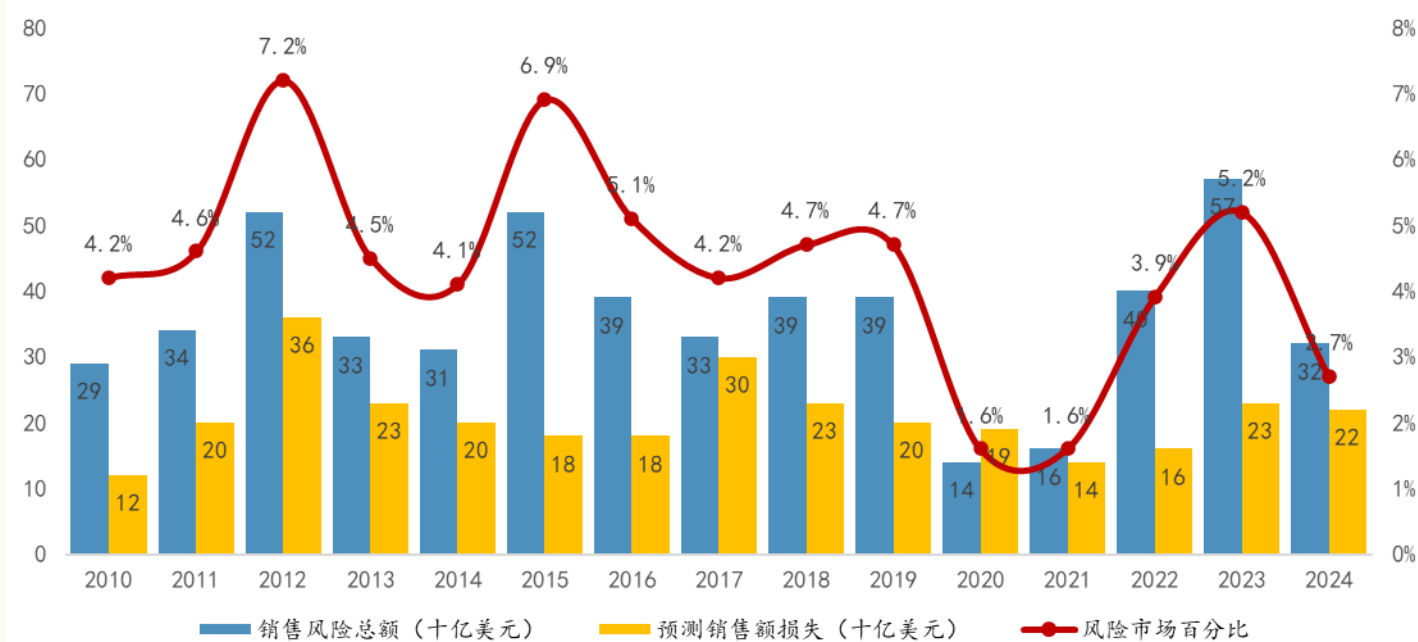


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

专利悬崖和产业转移加速原料药和中间体行业发展

- 大量的专利药到期将推动仿制药市场持续增长，进而带动 API 需求量持续增加。根据 Evaluate pharma 的统计，2022 年将迎来创新药专利到期的高峰，有价值 400 亿美元的药物受到影响，潜在收入损失为 160 亿美元。2020 年至 2024 年，专利到期的药品销售总额预计高达 1,590 亿美元。仿制药用量的提高将带来原料药市场的繁荣。特别地，针对支付能力有限的发展中国家，仿制药在未来一段时间内仍将是临床用药的主要选择。2018 年全球医药支出相比 2013 年增长约 3,350 亿美元，其中仿制药支出增长贡献 52%。在新兴医药市场增长中，约 83% 是仿制药增长。

图表 20：全球因专利到期导致的销售风险总额 2010-2024



来源：Evaluate pharma，国金证券研究所

- 全球 API 产能逐步向中、印等新兴市场转移。过去十年中，全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移，拥有政策优势以及大量 DMF 证书的印度和中国成为主要承接者，目前印度是 API 产能转移的最大受益者，但中国凭借在技术和质量方面的优势，正快速缩小与印度的差距。据 Chemical Weekly 估计，生产环节占原研药全部成本的 30% 左右，在相对成本只有欧美 CMO 企业的 1/2 到 1/3 的中国进行外包生产，此部分成本有望下降 40% 至 60% 以上，合计可减少总成本 15% 左右。得益于上述优势，中国在全球 API 产业链中的地位快速提升。

前后端业务双轮驱动，六大核心技术赋能药物研发

前端业务：稳健增长，服务药物研发最前沿

- 产品品类齐全、新颖。目前公司已累计储备超 5.86 万种分子砌块和工具化合物，其中分子砌块约 4.2 万种，工具化合物超 1.6 万种，构建了 110 多种集成化合物库。分子砌块涵盖了新药研发领域所需的喹啉类、氮杂吡啶类、茚满酮类、呋喃类、吡咯烷类、环丁烷类、螺环类等化学结构类型产品；工具化合物产品种类覆盖基础科学研究和新药研发领域的大部分信号通路和靶标。按照经营业务覆盖范围和产品线的丰富程度不同，可以将分子砌块和工具化合物领域的公司划分为综合型和聚焦型两类：综合型公司的分子砌块只占其业务的有限部分，聚焦型公司的分子砌块为其主要业务。

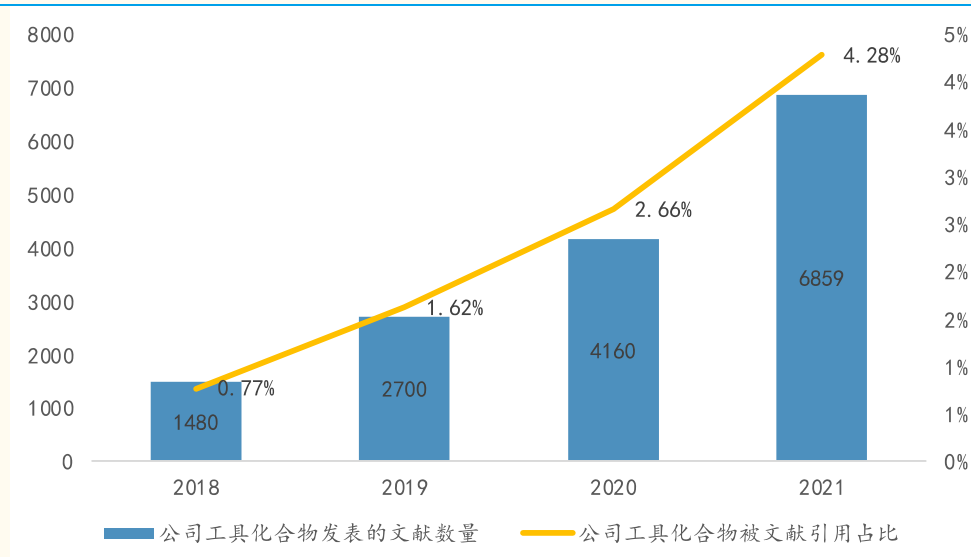
图表 21：分子砌块和工具化合物行业国内重点公司对比

业务	公司	类型	简介	产品种类		2021年	
				总数	具体	营收	净利
分子砌块和工具化合物	皓元医药	聚焦型	分子砌块涵盖了新药研发领域所需的喹啉类、氮杂喹啉类、茶多酚类、呋喃类、吡咯烷类、环丁烷类、螺环类等化学结构类型产品；工具化合物产品种类覆盖基础科学研究和新药研发领域的大部分信号通路和靶标。	5.86万种	分子砌块约4.2万种，工具化合物超1.6万种	9.69亿元	1.91亿元
	药石科技	聚焦型	药石科技成立于2008年，主要业务包括：药物分子砌块的设计、合成和销售；关键中间体的工艺开发、中试、商业化生产和销售；药物分子砌块的研发和工艺生产相关的技术服务。并将不对称催化、酶催化和光化学反应等先进技术成功应用于实际的生产中。在高端分子砌块的细分领域占据较大市场份额。	超13万种	分子砌块超过13万种	12.02亿元	5.04亿元
	泰坦科技	综合型	上海泰坦科技股份有限公司泰坦科技推广产品品类较多，近10万种，主要分为高端试剂、通用试剂、分析试剂、特种化学品、仪器设备、安防耗材、实验室建设和科研信息化软件八大业务模块，主要服务于生物医药、新材料、新能源、化工化学、精细化工、食品日化、分析检测等领域。	近10万种	分子砌块和工具化合物合计超过3万种	21.64亿元	1.42亿元
	国药试剂	综合型	国药集团化学试剂有限公司是隶属于国药控股有限公司，具有50多年历史的经营化学试剂、玻璃仪器、实验耗材、仪器设备等产品的全国性专业经销商和生产商。产品应用领域涵盖科学研究、生物技术、环境监测、色谱分析、药物研发、质量检验、教育实验和精细化工等。化学试剂领域，自制业务较小，主要通过输出质量标准，依靠分装和OEM方式生产产品。	9,848种	-	母公司国药控股营业收入5210.51亿元，净利润130.65亿元	
	阿拉丁	综合型	阿拉丁（Aladdin）的主要业务模块是分析科学、高端化学、生命科学和材料科学四个领域。在线推广产品数超80,000个品种。产品品类较为齐全，基本能够涵盖医药行业的需求。在高校和医药行业占据一定的市场份额。	超过8万种	分子砌块超过2.2万种，工具化合物超过0.48万种	2.88亿元	0.89亿元
	萨恩化学	综合型	萨恩化学技术（上海）有限公司于2009年注册了安耐吉化学（EnergyChemical）自主试剂品牌。擅长小分子中间体、催化及反应试剂、有机磷配体等系列产品。经过多年的发展，产品数超30,000余种。在国内高校市场占据份额较大。	产品数超3万余种		-	-
分子砌块	毕得医药	聚焦型	上海毕得医药科技有限公司成立于2007年，主要聚焦在医药中间体和分子砌块相关产品贸易，具体包括特色杂环化合物、含氟化合物、手性化合物、氨基酸及其衍生物、硼酸及其衍生物等，现货库存产品数量超过5万种。在国内外医药中间体和分子砌块细分领域占据一定的市场份额。	现货库存产品数量超过5万种		2021Q1-Q3 营收4.27亿元	2021Q1-Q3 净利润0.67亿元

来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

- **塑造自主品牌，客户覆盖面广。**在分子砌块领域，公司打造了自主品牌“乐研”，在工具化合物领域，公司打造了“MCE”，在行业内均具有较高知名度，终端客户结构多样，涵盖全球大部分生物医学研究机构及医药公司。包括：辉瑞（Pfizer）、礼来（Lilly）、默沙东（MSD）、艾伯维（Abbvie）、吉利德（Gilead）等跨国医药巨头；美国国立卫生研究院（NIH）、哈佛大学、上海药物所、上海有机所、北京大学、清华大学等科研院所及高等院校；以及药明康德、康龙化成、睿智化学等知名 CRO 公司。由于客户相对分散和海外客户采购习惯等，公司也与 Thermo Fisher、Sigma-Aldrich、eMolecules、Namiki 等海外知名药物研发试剂专业经销商建立了稳定的合作关系。
- **产品在学术界的认可度快速提升。**为了避免试剂质量对科研方向及进度的影响，客户在选择产品的时候非常注重科研文献中使用的同类试剂的品牌。根据 Google Scholar，近三年客户使用公司工具化合物产品发表的文献数分别为 2,700 篇、4,160 篇和 6,859 篇，公司工具化合物产品被文献引用的数量占比从 2018 年的 0.77%，增长至 2021 年的 4.28%，文献引用量在近年保持快速增长势头，引用数量和占比均持续增长，行业地位快速提升。

图表 22：使用公司工具化合物发表文献数量及被引占比，2018-2021



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

后端业务：专注高技术壁垒原料药，加速创新药 CDMO 转型

- **承接前端业务导流，提高客户粘性。** 依托前端的分子砌块和工具化合物业务，公司通过技术平台转化，完成工艺开发、工艺优化和质量研究等工作，形成具有市场竞争力的原料药和中间体产品。结合市场及客户需求和公司团队的专业判断，公司将分子砌块和工具化合物中具有潜力的产品作为医药中间体和原料药项目的储备进行深入开发。前后端导流模式下，一方面，随着客户研发管线的推进，公司相关产品的订单量递进式增长，为公司长期发展提供助力；另一方面，通过涉入药物研发市场，公司可了解最新研发动态和市场需求，为后端原料药业务的研发方向、产业化选择提供有价值信息，使公司获取市场先机，建立较高的竞争壁垒。
- **布局高壁垒特色原料药，成为国内最具研发能力的高难度化药合成平台之一。** 公司自主开发的艾日布林（19 个手性中心）、曲贝替定（7 个手性中心）等产品，是业界公认的合成和药品注册研究难度极高的品种，公司已与国际知名药企签订合作协议，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。高合成难度能够提高原料药企业对下游企业的议价权，因此高难度合成业务模式企业的毛利率相对较高。
- **原料药产品品类丰富。** 截至 2021 年 12 月 31 日，公司已完成生产工艺开发的原料药和中间体产品种类超过 100 个，其中 92 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。公司代表性原料药和中间体产品包括艾日布林、曲贝替定、ADC 类产品、巴洛沙韦、替格列汀、替格瑞洛、阿哌沙班等。

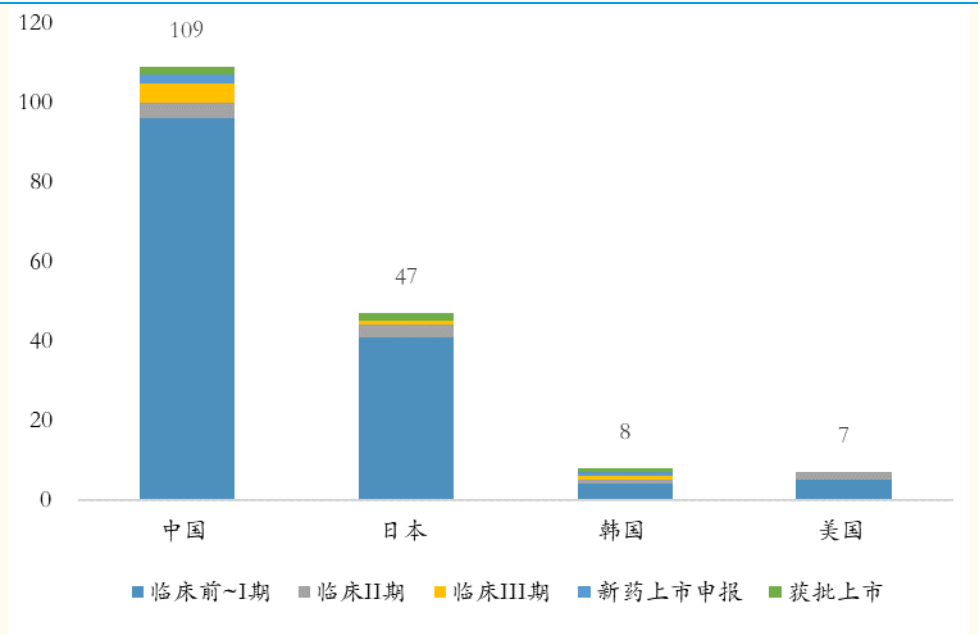
图表 23：公司主要的医药中间体和原料药产品对应的终端药品

项目名称	对应中间体	对应原料药	属创新药还是仿制药	名称或阶段
替格瑞洛	替格瑞洛中间体TGA、替格瑞洛中间体TGB、替格瑞洛中间体TGC等	替格瑞洛	仿制药	替格瑞洛片
曲贝替定	曲贝替定中间体QBA、曲贝替定中间体QBB等	曲贝替定	仿制药	曲贝替定注射液
巴多昔芬	巴多昔芬中间体BDA、巴多昔芬中间体BDB等	醋酸巴多昔芬	仿制药	醋酸巴多昔芬片
卡泊三醇	卡泊三醇中间体KBB、卡泊三醇中间体KBC、卡泊三醇中间体KBD等	卡泊三醇	仿制药	卡泊三醇软膏/卡泊三醇搽剂
伐伦克林	伐伦克林中间体FLA、伐伦克林中间体FLC	伐伦克林原料药	仿制药	伐伦克林片
艾氟替尼	艾氟替尼中间体ND403A	艾氟替尼原料药	创新药	甲磺酸艾氟替尼片
ND474	新药中间体ND474	-	创新药	获批上市
ND407	新药中间体ND407A、新药中间体ND407B	-	创新药	申报上市
ND582	新药582项目中间体A、新药582项目中间体B、新药582项目原料药	-	创新药	临床实验
ND522	新药522项目中间体A	-	创新药	申报临床

来源：公司公告，国金证券研究所

- **原料药和中间体所服务的终端客户涵盖了各类制药企业。**包括：雅典娜制药（Athenex）、日产化学（Nissan Chemical）、沢井制药（Sawai）、第一三共（Daiichi-Sankyo）、卫材（Eisai）、梯瓦制药（Teva）、太阳制药（Sun）、西普拉（Cipla）等国际知名药企；信立泰、健康元、扬子江药业、恒瑞医药、齐鲁制药、石药集团等国内大型制药企业；以及 Revolution、Viracta、Prelude、荣昌生物、艾力斯、劲方、轩竹等创新药物研发企业。公司也与原料药和中间体领域的国内外专业贸易服务商建立稳定业务往来，如浙江省化工进出口有限公司、ATTO、Usino 等
- **依托原料药和中间体，转型创新药 CDMO 初具成效。**公司结合客户生产药品时对原料药和中间体需求，提供创新药或仿制药的工艺研发及小批量制备、工艺优化、放大生产、注册和验证批生产以及商业化生产的 CDMO 业务。同时在药物 IND 和 ANDA 注册申报阶段，公司为国内外医药公司提供的技术服务包括注册申报所需的原料药工艺研究、质量研究、稳定性研究及申报资料撰写等 CMC 服务。截至 2021 年 12 月 31 日，公司创新药 CDMO 承接了 173 个项目，主要布局在中国、日本、美国和韩国市场。CDMO 项目对应的创新药中，处于临床前及临床 I 期项目居多，部分产品已进入临床 II 期、临床 III 期或者新药上市申报阶段，随着客户项目研究的不断推进，公司项目所处研发阶段也会逐渐往下游延伸。

图表 24：公司创新药 CDMO 业务分布



来源：公司公告，国金证券研究所

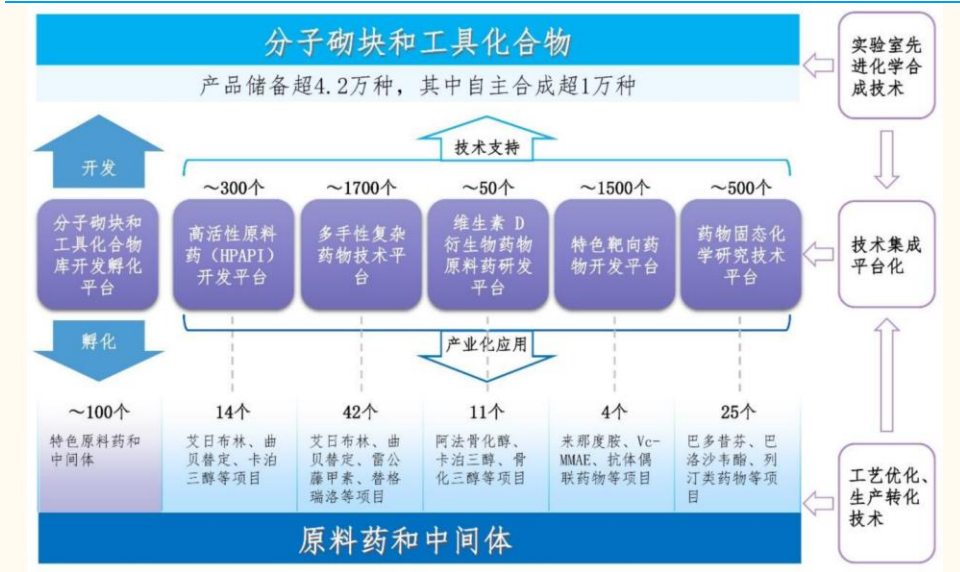
- **全球 ADC 药物研发井喷式增长，公司 ADC 项目强劲增长。**2010 年，全球 ADC 类药物研发呈井喷式增长，2018 年达到第一次巅峰，而后开始第二轮向上冲击。2021 年，公司 ADC 项目的合作客户超 340 家，较上年度同比增长 332.50%，项目数 80 个，较上年度同比增长 247.83%；销售收入同比增长 321.45%。公司在国内较早开展 ADC 药物的开发研究，在 ADC 药物化学相关的研发、工艺优化、工艺验证、注册申报、产业化环节具有较强的专业能力和丰富的项目研发经验。部分毒素、Linker、毒素-Linker 完成了结构及晶型确证、杂质结构确证，通过多手性控制策略，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多项专利。同时，公司成功助力我国荣昌生物的维迪西妥单抗（RC48）上市，为荣昌生物提供毒素和 Linker，这是我国第一款自主研发的 ADC 药物。ADC 药物研发高景气度叠加首款国产 ADC 形成的品牌效应，公司的 ADC 项目有望快速发展。

创新驱动，六大核心技术平台打造技术护城河

- **2022 年将有多项研发中心投产，拓展业务赛道。**目前，公司办公场地已扩增至 32,000 余平方米，具备良好的研发环境。2022 年，公司多个研发中心将投入运营，其中，合肥欧创将加强公司在分子砌块业务板块研发的整体实力并且将公司的产品线拓展至生物试剂；烟台皓元聚焦工具化合物的研发，增加自主特色产品的比例；上海皓元关注生物科研试剂的开发，助力公司业务拓展至生物板块；新药创制服务实验室提供小分子创新药 CDMO 技术服务，推动公司向创新药 CDMO 转型升级；南京晶立得已于 2021 年第四季度试运营，已为生物医药企业客户完成了几十个化合物和杂质的单晶培养、测试与解析。
- **六大核心技术平台相辅相成，支撑前后端业务高速发展。**公司具备优秀的专业技术研发实力，多年来一直坚持研发及工艺开发技术创新，通过自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的优势，规划系列产品自主研发，运用多种核心技术，如：高活性原料药合成和提纯技术、不对称合成技术等，再结合前沿及特色化学技术，如：酶催化反应技术、氟化技术等，构建了高活性原料药（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共 6 个核心技术平台，各平台之间相辅相成，为公司的研发工作带来了协同效应。

图表 25：公司六大核心技术平台赋能前后端业务



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 26：公司六大核心技术平台梳理

技术平台名称	专利情况	平台竞争优势
高活性原料药 (HPAPI) 开发平台	已授权专利 3 项	平台结合了高活性分子 OEB/PDE 评估技术、高活性原料药合成和提纯技术、高活实验室密闭控制技术、高活性原料药的质量研究技术、高活性原料药的研发生产全流程控制技术等多种核心技术，致力于提供高活性药物原料药研发到生产全过程开发服务，以及药学研究资料整理及申报。依托该平台，公司已经开发了细胞毒类的产品：艾日布林、曲贝替定；高致敏类产品：卡泊三醇、艾地骨化醇、玛沙骨化醇、帕立骨化醇等高活性原料药合成工艺，上述产品质量、成本控制和研发速度处于行业内较先进水平。
多手性复杂药物技术平台	已授权专利 9 项	公司研发团队具有丰富的多步骤合成的路线设计和开发能力。熟练运用手性拆分、底物或辅基诱导的不对称合成、手性化学催化、生物或酶催化的不对称合成技术，并具备强大的工艺优化能力，完成适合产业化生产需要的生产工艺。此外，公司还具备丰富的杂质样品获取手段、精准的质量控制策略和全面的分析方法开发能力。该平台旨在提供高活性药物原料药研发到生产全过程开发服务，以及药学研究资料整理及申报。依托该平台已成功完成了多个项目的开发，已申请并获得了多项发明专利。其中的两个高难度品种艾日布林和曲贝替定已实现了产业化转化，在国内较为领先。
维生素 D 衍生物药物原料药研发平台	已授权专利 7 项	公司从事维生素 D 衍生物类项目开发十余年，积累了丰富的研发和生产经验。同时拥有在该项目上经验丰富的人才资源。该平台所拥有的技术不但涉及维生素 D 仿制药的研发生产、药物申报的标准对照品、杂质研究、制剂研究，同时也涉及新药开发的活性对照物的合成，维生素 D 类似物潜在活性分子的获得及修饰。依托该平台系列研发和生产的维生素 D 衍生物产品，品种丰富，在合成技术、质量控制、规范生产等方面都处于国内较高水平。
特色靶向药物开发平台	已授权专利 3 项	重点开展 ADC 药物分子及 PROTAC 分子设计的开发、生产，并为相关新药开发提供产品和技术服务。 在ADC药物方面，重点开发一系列前沿的高活性毒素；设计并建立涵盖大量双官能团连接体的Linker库；构建丰富多样的毒素-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。目前在ADC药物化学相关的研发、工艺优化、工艺验证、注册申报、产业化环节具有较强的专业能力和丰富的项目研发经验。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。 PROTAC 分子设计方面积累多种产品并为此类新药开发提供产品和服务，已设计开发出7类特色的PROTAC工具分子库，包括400多种PROTAC新药开发相关产品；开发了一系列高活性，高选择性的靶蛋白配体以及E3泛素连接酶配体；设计并建立了涵盖大量双官能团连接体的Linker库；构建了丰富多样的配体-Linker库；利用配体-Linker 库实现与其他配体的快速偶联，加快PROTAC相关产品的研发过程。
药物固态化学研究技术平台	暂无已授权专利，拥有专有技术十多项	该平台采用微量晶型/盐型筛选技术、快速晶型盐型筛选技术、标准晶型/盐型筛选技术、盐型/共晶筛选技术、单晶培养技术、结晶工艺开发、药物粒度分布和流动性研究技术等，重点专注于系统的研究药物分子的固体形态，如晶型、盐型研究，单晶培养、工艺开发、粒度和流动性研究，为下游制剂的研发提供系统性、专业性的支持。此外还拥有一整套结晶工艺研究方法，覆盖了从结晶反应过程参数控制，到后处理中过滤、干燥的过程，以及晶型定量检测技术等，具备提供更科学的检测质量标准的能力。依托该平台实现了对巴多昔芬、替格列汀、伊卢多咪、依度沙班、阿哌沙班等产品的新晶型的开发，在国内处于较高水平。
分子砌块和工具化合物库开发孵化平台	已授权专利 16 项，已授权软件著作权66 项。	平台紧跟医药研发热点，凭借在药物化学、分子模拟和有机合成领域的技术优势，快速响应和满足客户在药物发现阶段的化合物设计、合成和科学研究等需求，为科研机构及药物研发企业提供多种分子砌块和工具化合物产品。平台积累了大量的产品合成技术储备，运用现代 IT 技术和程控方法自主开发了全流程管理系统，可实现大规模化合物样品库及业务流程的高度信息化管理。通过该平台可获取相关产品的市场需求和商业价值等信息，有利于公司主动进行工艺优化，为产品的商业化生产打下基础。

来源：公司公告，国金证券研究所

外延收购药源药物，不断提升一体化服务能力

- **将收购药源药物 100%股权，交易价格不超过 4.2 亿元。**公司将通过发行股份及支付现金相结合的方式收购药源药物 100%股权，交易价格尚未最终确定，预计不超过人民币 4.2 亿元。通过本次交易，公司的主营业务将进一步向制剂领域延伸，打造“中间体—原料药—制剂”一体化的 CRO/CDMO/CMO 产业服务平台，为客户提供更为全面的综合性服务，提升行业竞争实力，符合公司的未来发展战略。2022 年 5 月 28 日，公司发布《关于筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项的进展公告》。目前，公司正在筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项，拟通过发行股份及支付现金的方式向 WANG YUAN（王元）、上海源盟企业管理咨询合伙企业（有限合伙）、启东源力企业管理咨询合伙企业（有限合伙）、宁波九胜创新医药科技有限公司收购其持有的药源药物 100% 股权，同时拟向公司控股股东上海安成信息科技有限公司发行股份募集配套资金不超过 5,000 万元。目前，本次交易涉及资产的审计、评估等相关工作仍在进行中，待相关工作完成后，公司将再次召开董事会审议本次交易的相关事项。
- **药源药物聚焦 CMC 领域多年，具备核心竞争力。**药源药物聚焦原料药、制剂药学工艺研究、注册以及产业化服务，核心研发团队深耕 CMC 业务领域 18 年，建立了药学研发技术平台、原料药及制剂制备技术平台等核心技术平台，能够提升上市公司在 CMC 领域的研发能力和技术水平；标的公司拥有多个 GMP 原料药公斤级实验室以及五个独立的制剂 D 级洁净车间，制剂车间通过了欧盟 QP 质量审计，并于 2021 年末顺利接受了国家药监局和江苏省药监局的药品注册和 GMP 二合一动态现场检查，能够进一步提高上市公司的规模化生产能力。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2022-2024 年公司总收入分别为 14.3/20.9/30.2 亿元，分别同比增长 47.4%/46.0%/44.6%。
- **分子砌块和工具化合物：**受益于医药研发创新需求崛起，以及公司不断拓展分子砌块和工具化合物的种类及数量（预计每年品种增速为 15-20%），未来市占率有望持续提高，我们预计 2022-2024 年的分子砌块和工具化合物板块收入分别为 7.95/11.51/16.53 亿元，分别同比增长 45.9%/44.8%/43.6%。此外，考虑到公司整体的竞争地位以及行业格局，以及分子砌块和工具化合物的自产比例有望从目前的 15%提升到 20%-30%，我们预计毛利率水平小幅上升，2022-2024 年的毛利率分别为 67.9%/68.3%/68.6%。
- **原料药和中间体开发业务：**受益于行业高景气，公司原料药和中间体开发业务快速发展，后端前景广阔。此外，预计 2022 年公司 130 亩的产能逐步落地，陆续开始承接部分创新药 CDMO 订单，我们预计公司原料药和中间体开发板块 2022-2024 年收入分别为 6.26/9.26/13.52 亿元，分别同比增长 50.0%/48.0%/46.0%。毛利率方面，考虑新产能陆续落地，产能不断爬坡，规模经济效应使得毛利率小幅提升，因此，我们预计毛利率分别为 36.0%/36.4%/36.8%。
- **其他业务：**我们预计该板块 2022-2024 年收入分别为 820/950/1090 万元，分别同比增长 15.0%/15.0%/15.0%；毛利率方面，我们预计该类型业务中长期盈利能力趋稳，毛利率分别为 32.0%/32.0%/32.0%。
- **费用率假设：**各项费用支出相对稳定，随着收入规模的扩大，费用率有所下降。1）营业税金及附加方面，我们预计 2022-2024 年分别为 0.50%/0.50%/0.50%。2）销售费用方面，整体保持平稳，但小幅下降，我们预计 2022-2024 年分别为 8.0%/7.5%/7.0%。3）管理费用方面，我们预计 2022-2024 年管理费用率分别为 11.5%/11.5%/11.5%。4）研发费用方

面，我们预计 2022-2024 年研发费用率分别为 11%/11%/11%。5) 我们预计 2022-2024 年不考虑新的税收减免政策，所得税率为 15%。

图表 27：公司营业收入预测/万元

百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业总收入	174.0	300.2	409.0	635.1	969.2	1,428.9	2,086.2	3,015.8
yoy		72.6%	36.2%	55.3%	52.6%	47.4%	46.0%	44.6%
营业成本	83.3	145.4	175.1	275.2	444.7	661.1	960.5	1,380.2
毛利	90.7	154.8	233.8	359.9	524.5	767.7	1,125.7	1,635.6
毛利率(%)	52.1%	51.6%	57.2%	56.7%	54.1%	53.7%	54.0%	54.2%
1、分子砌块和工具化合物								
收入	81.3	150.6	235.7	345.8	545.0	795.0	1,150.8	1,653.0
yoy		85.4%	56.5%	46.7%	57.6%	45.9%	44.8%	43.6%
成本	26.2	47.8	69.1	102.8	172.9	254.9	365.1	518.3
毛利	55.0	102.9	166.6	243.0	372.1	540.1	785.8	1,134.7
毛利率(%)	67.7%	68.3%	70.7%	70.3%	68.3%	67.9%	68.3%	68.6%
业务收入比例(%)	46.7%	50.2%	57.6%	54.5%	56.2%	55.6%	55.2%	54.8%
2、原料药和中间体开发业务								
收入	92.7	148.2	167.3	285.0	417.1	625.6	925.9	1,351.9
yoy		59.8%	12.9%	70.4%	46.3%	50.0%	48.0%	46.0%
成本	57.1	96.7	102.3	169.3	267.0	400.6	589.1	854.4
毛利	35.6	51.5	64.9	115.7	150.1	225.0	336.9	497.4
毛利率(%)	38.4%	34.8%	38.8%	40.6%	36.0%	36.0%	36.4%	36.8%
业务收入比例(%)	53.3%	49.4%	40.9%	44.9%	43.0%	43.8%	44.4%	44.8%
3、其他业务								
收入	0.0	1.4	6.0	4.2	7.2	8.2	9.5	10.9
yoy			342.7%	-29.7%	68.8%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	0.0	1.0	3.7	3.0	4.8	5.6	6.4	7.4
毛利	0.0	0.4	2.3	1.2	2.3	2.6	3.0	3.5
毛利率(%)		27.9%	38.0%	29.0%	32.8%	32.0%	32.0%	32.0%
业务收入比例(%)		0.5%	1.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%

来源：Wind，国金证券研究所

相对估值

- 公司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发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进。可比上市公司包括药石科技、阿拉丁、泰坦科技、博瑞医药、九洲药业。
- 由于公司商业模式独特，未来盈利空间大，目前业绩保持高增速，我们参考 2023 年 Wind 一致预期行业平均市盈率，给予一定估值溢价，给予公司 2023 年预测归母净利润 35 倍市盈率，对应上市公司 12 个月内目标市值 145.6 亿元，对应目标价 196.00 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 28：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	2021年归母净利	2022年预测PE	2023年预测PE	2024年预测PE
300725.SZ	药石科技	86.98	173.66	4.87	46.60	35.89	26.67
688179.SH	阿拉丁	52.45	74.12	0.89	61.02	44.91	34.74
688133.SH	泰坦科技	161.00	122.76	1.44	58.73	40.73	29.67
688166.SH	博瑞医药	23.62	96.84	2.44	29.83	21.81	16.28
603456.SH	九洲药业	45.50	379.63	6.34	42.39	31.30	23.80
	均值		169.40	3.20	47.72	34.93	26.23
688131.SH	皓元医药	168.00	124.89	1.91	45.44	30.00	20.14

来源：Wind，国金证券研究所（药石科技及皓元医药为国金预测，其余公司为 Wind 一致预期预测）

风险提示

- **解禁风险。**预计 2022 年 6 月 8 日将有 2706 万股符合解禁条件，占总股本比例 36.40%，本次解禁是首发原股东限售股份及首发战略配售股份，因此存在一定解禁风险。
- **专利侵权风险。**公司分子砌块和工具化合物业务存在一定专利侵权风险，未来有可能产生一定专利纠纷，因此存在一定专利侵权风险。
- **人才流失风险。**医药外包行业是人才密集型行业，未来若公司不能很好地留存人才将对公司的核心竞争力造成负面影响，因此存在一定人才流失风险。
- **研发进度不及预期风险。**新药研发具备高风险等特征，未来有可能失败，因此公司及客户的研发进度存在一定不及预期的风险。
- **汇率波动风险。**公司境外收入占比较高，若汇率波动则会对公司产生负面影响，因此存在一定汇率波动风险。
- **新冠疫情反复风险。**若未来新冠疫情反复，则会对公司经营活动的正常开展产生了一定影响，因此存在一定新冠疫情反复风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	409	635	969	1,429	2,086	3,016
增长率		55.3%	52.6%	47.4%	46.0%	44.6%
主营业务成本	-175	-275	-445	-661	-961	-1,380
%销售收入	42.8%	43.3%	45.9%	46.3%	46.0%	45.8%
毛利	234	360	525	768	1,126	1,636
%销售收入	57.2%	56.7%	54.1%	53.7%	54.0%	54.2%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-7	-10	-15
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-47	-49	-70	-114	-156	-211
%销售收入	11.5%	7.7%	7.2%	8.0%	7.5%	7.0%
管理费用	-43	-66	-114	-164	-240	-347
%销售收入	10.4%	10.4%	11.8%	11.5%	11.5%	11.5%
研发费用	-53	-65	-103	-157	-229	-332
%销售收入	13.0%	10.2%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	90	178	235	325	489	731
%销售收入	22.0%	28.0%	24.2%	22.7%	23.5%	24.2%
财务费用	-1	-9	-6	7	4	4
%销售收入	0.1%	1.4%	0.6%	-0.5%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-13	-34	-34	-9	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0	0
%税前利润	0.8%	1.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	84	149	210	323	490	729
营业利润率	20.6%	23.4%	21.6%	22.6%	23.5%	24.2%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	84	149	210	323	490	729
利润率	20.6%	23.4%	21.6%	22.6%	23.5%	24.2%
所得税	-11	-20	-19	-49	-73	-109
所得税率	13.0%	13.6%	9.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	73	128	191	275	416	620
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	73	128	191	275	416	620
净利率	18.0%	20.2%	19.7%	19.2%	20.0%	20.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	73	128	191	275	416	620
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	45	85	55	63	76
非经营收益	0	2	2	42	15	13
营运资金变动	-36	-58	-219	-175	-199	-280
经营活动现金净流	57	117	58	198	295	429
资本开支	-20	-71	-288	-130	-220	-220
投资	-50	-3	-20	0	0	0
其他	0	0	2	0	0	0
投资活动现金净流	-70	-74	-306	-130	-220	-220
股权募资	170	0	1,132	0	0	0
债权募资	-14	53	-77	47	7	7
其他	-25	-3	-48	-128	-181	-261
筹资活动现金净流	131	50	1,007	-81	-174	-254
现金净流量	119	84	752	-13	-100	-45

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	203	292	1,037	979	847	778
应收款项	65	102	159	233	340	491
存货	150	229	352	417	606	871
其他流动资产	7	14	43	13	19	28
流动资产	425	637	1,590	1,642	1,812	2,168
%总资产	78.3%	74.3%	66.7%	66.0%	64.2%	65.2%
长期投资	51	75	73	73	73	73
固定资产	23	70	346	512	667	809
%总资产	4.3%	8.2%	14.5%	20.6%	23.6%	24.3%
无形资产	32	57	81	97	112	127
非流动资产	117	220	794	848	1,009	1,158
%总资产	21.7%	25.7%	33.3%	34.0%	35.8%	34.8%
资产总计	542	857	2,385	2,490	2,821	3,326
短期借款	24	77	31	33	37	41
应付款项	55	123	208	167	242	348
其他流动负债	44	95	83	67	99	143
流动负债	124	295	322	267	378	532
长期贷款	0	0	0	105	108	111
其他长期负债	19	34	226	120	87	64
负债	143	329	548	492	573	706
普通股股东权益	400	528	1,822	1,983	2,233	2,605
其中：股本	56	56	74	74	74	74
未分配利润	97	224	409	574	824	1,196
少数股东权益	0	0	14	14	14	14
负债股东权益合计	542	857	2,385	2,490	2,821	3,326

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.317	2.304	2.569	3.697	5.600	8.340
每股净资产	7.171	9.469	24.512	26.679	30.039	35.044
每股经营现金净流	1.024	2.095	0.778	2.659	3.962	5.775
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.479	2.240	3.336
回报率						
净资产收益率	18.37%	24.33%	10.48%	13.86%	18.64%	23.80%
总资产收益率	13.54%	14.99%	8.01%	11.04%	14.76%	18.64%
投入资本收益率	18.49%	25.46%	11.42%	12.93%	17.39%	22.42%
增长率						
主营业务收入增长率	36.23%	55.29%	52.61%	47.42%	46.01%	44.56%
EBIT增长率	181.38%	97.87%	31.73%	38.41%	50.67%	49.35%
净利润增长率	298.77%	74.91%	48.70%	43.93%	51.47%	48.92%
总资产增长率	78.17%	57.95%	178.29%	4.42%	13.28%	17.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.7	38.1	42.2	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	280.5	251.2	238.3	235.0	235.0	235.0
应付账款周转天数	78.7	75.0	104.8	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	20.3	26.5	86.6	75.7	61.4	47.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.74%	-40.76%	-54.78%	-42.10%	-31.22%	-23.90%
EBIT利息保障倍数	169.2	20.2	37.6	-45.7	-113.9	-183.5
资产负债率	26.31%	38.40%	22.99%	19.77%	20.33%	21.24%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	14	17	23
增持	1	1	11	14	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.33	1.44	1.45	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402