

毕得医药 (688073.SH) 聚焦新药研发前端，服务全球客户

2022 年 11 月 10 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

蔡明子（分析师）

余汝意（联系人）

caimingzi@kysec.cn

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070029

日期	2022/11/10
当前股价(元)	91.51
一年最高最低(元)	99.87/62.50
总市值(亿元)	59.40
流通市值(亿元)	12.22
总股本(亿股)	0.65
流通股本(亿股)	0.13
近 3 个月换手率(%)	326.91

股价走势图



数据来源：聚源

● 聚集新药研发前端，推进全球业务布局的分子砌块头部企业

公司作为国内公斤级以下分子砌块头部企业，致力于打造国内最齐全、最新颖的分子砌块产品库，现货储备超过 7 万种，领先竞争者。公司积极推进全球业务布局，在欧洲、北美、印度等多个新药研发高地建立子公司，积极搭建全球供应链体系，公司海外收入保持高增速，国际化较为领先。随着公斤级以上的分子砌块需求的提升，预计收入规模将进一步放大；同时，公司将进一步提升产品的自研比例，有望带动盈利能力提升，成长路径清晰明确。我们预计 2022-2024 年公司的归母净利润分别为 1.35/1.84/2.47 亿元，当前股价对应 PE 为 44.2/32.4/24.1 倍，与可比公司相比，估值具有性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 全球新药研发热潮助推分子砌块市场扩容，中国公司发展可期

随着药物发现阶段的研发投入稳健增长，全球在研新药以及 NME 获批数量逐年增加，全球药物分子砌块市场持续扩容，预计于 2025 年达到 532 亿美元，2019-2025 CAGR 为 3.37%。以 Sigma、Combi-Blocks、Enamine 为代表的海外分子砌块龙头企业起步早，占据海内外主要市场，凭借品牌效应产品长期保持高价状态。中国分子砌块企业起步较晚，但依托物美价廉的产品保持竞争优势，近年来增速快发展动力足，国产替代效应明显。

● 积极搭建全球供应链体系，海外市场高速增长

毕得医药致力于打造国内最齐全、最新颖的分子砌块产品库，现货储备超过 7 万种，丰度远超国内竞争者，能够快速响应客户的科研需求。公司坚持横向发展的策略，终端客户覆盖工业端与科研端两大客户群体，品牌辨识度正逐年提升。目前，公司已在全球 8 大区域中心进行业务布局，在欧洲、北美、印度等多个新药研发高地建立子公司，积极搭建全球供应链体系；近年来公司海外收入保持高增速，有望为未来业绩增长提供重要支撑。

● **风险提示：**国内政策变动、药物发现市场需求下降、核心成员流失、行业竞争格局恶化等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	391	606	824	1,113	1,497
YOY(%)	57.5	54.9	36.0	35.0	34.5
归母净利润(百万元)	59	98	135	184	247
YOY(%)	5452.0	65.4	38.2	36.4	34.3
毛利率(%)	54.4	49.5	48.8	48.5	48.1
净利率(%)	15.1	16.1	16.4	16.5	16.5
ROE(%)	16.2	15.5	17.7	19.4	20.7
EPS(摊薄/元)	0.91	1.50	2.08	2.83	3.81
P/E(倍)	100.9	61.0	44.2	32.4	24.1
P/B(倍)	16.3	9.5	7.8	6.3	5.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 面向全球的创新型分子砌块专业供应商	4
1.1、 聚焦新药研发产业前端，专精药物分子砌块合成	4
1.2、 海内外业务协同发展，业绩保持稳健增长	7
2、 分子砌块市场前景广阔，中国企业未来可期	8
2.1、 新药研发方兴未艾，分子砌块需求旺盛	8
2.2、 海外头部企业市占率高，国产分子砌块物美价廉保持竞争优势	10
3、 深耕全球市场，不断打开成长空间	12
3.1、 致力于打造国内最齐全、最新颖的分子砌块产品库	12
3.2、 品牌辨识度逐步提升，坚持客户结构多元化	15
3.3、 积极推进全球业务布局，海外市场迎来高速发展期	16
4、 盈利预测与投资建议	18
4.1、 关键假设	18
4.2、 盈利预测与估值	18
5、 风险提示	19
附： 财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 公司为新药研发客户提供药物分子砌块和科学试剂产品	5
图 2： 公司股权结构清晰，拥有 3 个员工持股平台	5
图 3： 公司员工数量逐年增长	7
图 4： 2018-2022 年前三季度公司营收保持高增长	7
图 5： 2018-2022 年前三季度扣非归母净利润稳健增长	7
图 6： 2018-2022 年前三季度毛利率略微下滑，净利率稳步提升	8
图 7： 2018-2022 年前三季度公司总费用率下降明显	8
图 8： 2018-2022H1 海内外业务收入均稳健增长	8
图 9： 2018-2022H1 境外收入占比稳步提升	8
图 10： 分子砌块主要应用于新药研发前端	9
图 11： 创新药研发费用超过 30% 分布在临床前研究阶段	9
图 12： 2019-2024E 全球药物发现阶段研发投入稳健增长	9
图 13： 2019-2024E 中国药物发现阶段研发投入增速较快	9
图 14： 2015-2021 全球在研新药数量逐年增加	10
图 15： 2012-2019 全球 NME 获批数量整体向上	10
图 16： 2017-2025E 全球分子砌块市场规模稳健增长（单位：亿美元）	10
图 17： 中国 5 家上市公司分子砌块业务增速快动力足（单位：亿元）	12
图 18： 中国企业的分子砌块定价远低于海外龙头公司（单位：元/克）	12
图 19： 2018-2021 分子砌块营收占比大，科学试剂销售增速快动力足（单位：百万元）	13
图 20： 公司分子砌块现货储备数量逐年增长	14
图 21： 公司分子砌块常备产品种类数量高于国内同行	14
图 22： 公司科学试剂种类数远超国际同行（单位：千种）	14
图 23： 2019-2021 公斤级以上产品销量占比快速提升	15
图 24： 2019-2021 产品平均售价略微下滑（单位：元/克）	15
图 25： 2019-2021 新药研发机构收入占比稳步提升	16

图 26: 公司坚持采用直销为主的销售模式.....	16
图 27: 公司布局全球 8 大区域中心, 搭建海外供应链体系	17
图 28: 2021 年底毕得医药销售人员数量远超国内竞争者	17
图 29: 2021 年毕得医药销售费用高于国内竞争者	17
图 30: 2021 年欧美市场占据境外市场主体	18
图 31: 2019-2021 海外市场迎来高增长 (单位: 百万元)	18
表 1: 历经 15 年发展, 毕得医药已成为国内公斤级以下分子砌块头部企业	4
表 2: 各子/孙公司协同发展, 业务覆盖公司研发/生产/销售各环节	6
表 3: 公司高管团队行业经验丰富	6
表 4: 海外分子砌块龙头起步早体系成熟, 中国企业起步较晚但发展迅速	11
表 5: 公司产品种类丰富, 主要围绕药物分子砌块与科学试剂布局产品	13
表 6: 公司终端客户结构多元化	15
表 7: 对头部客户的依赖度逐渐降低	16
表 8: 公司全球供应链体系已初见雏形	17
表 9: 与可比公司相比, 估值具有性价比	19

1、面向全球的创新型分子砌块产品专业供应商

毕得医药成立于 2007 年，经过近 15 年的发展，已成为中国公斤级以下分子砌块龙头企业。公司聚焦于新药研发产业链的前端，为新药研发机构提供结构新颖、功能多样的药物分子砌块及科学试剂等产品，满足客户多元化的产品需求。近年来，公司积极拓展海外市场，在美国、欧洲、印度等新药研发高地进行业务布局，努力打造国际型新药研发服务企业。

表1：历经 15 年发展，毕得医药已成为国内公斤级以下分子砌块头部企业

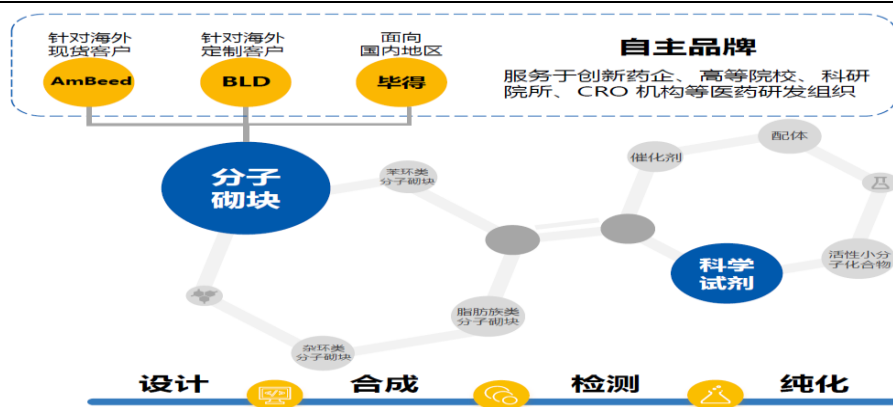
时间	事件
2007 年	上海毕得医药科技有限公司成立，总部位于上海理工大学杨浦科技园
2010 年	通过 ISO-9001 质量管理体系认证，企业规范化管理
2015 年	上海张江研发中心扩大至 1,500m ² ； 购入首台 NMR 检测设备，提升检测分析能力
2017 年	生命科学部成立，布局细分市场，提升核心竞争力
2018 年	美国区域中心投入运营，美国伊利诺伊，芝加哥新研发中心成立； 深圳区域中心投入运营，提高南方市场供应能力
2019 年	印度区域中心投入运营，缩短交付时间，提升服务水平； 天津区域中心、武汉区域中心投入运营； 新增手性 HPLC、NMR 检测设备分析能力
2020 年	德国区域中心投入运营，加强欧洲市场开拓交付能力； 松江 5,300m ² 研发中心成立，研发能力升级； 成都区域中心投入运营；引入高端产品线

资料来源：毕得医药官网、毕得医药招股说明书、开源证券研究所

1.1、聚焦新药研发产业前端，专精药物分子砌块合成

公司的主要产品为药物分子砌块和科学试剂，全方位服务客户早期研发：分子砌块为公司核心业务，主要包括苯环类、杂环类与脂肪族类三大品类；科学试剂主要包括催化剂、配体与活性小分子化合物三大品类。公司目前已储备数据库量级的分子结构产品信息，现货产品超过 86000 种，可以满足客户对药物分子砌块的高技术、多品类、小剂量及多频次的需求。公司积极打造品牌影响力，自主品牌“毕得”、“BLD”与“AmBeed”分别面向国内地区、海外定制客户与海外现货客户，现已形成品牌矩阵。

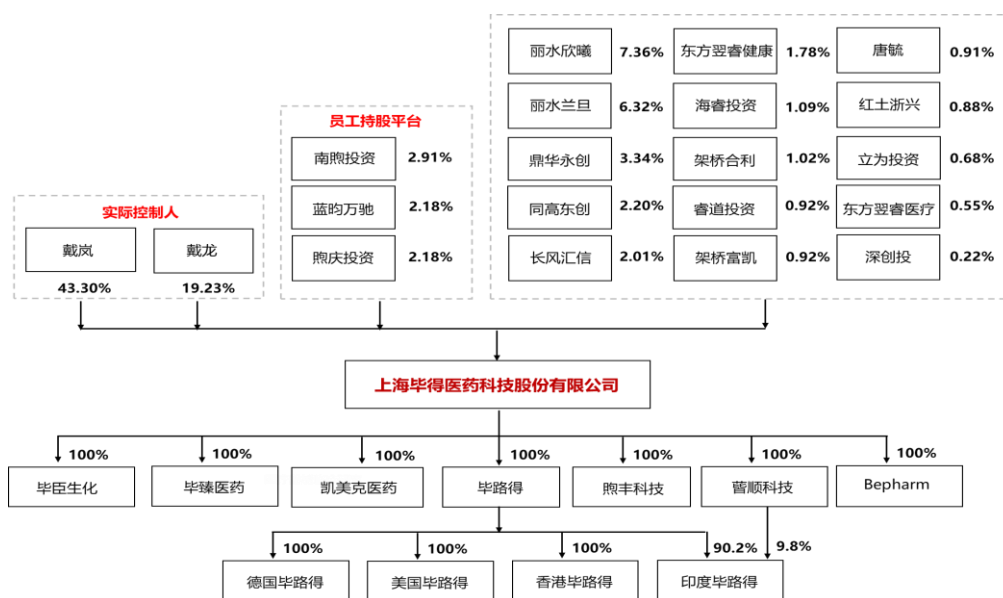
图1: 公司为新药研发客户提供药物分子砌块和科学试剂产品



资料来源: 毕得医药官网

股权结构清晰, 员工激励到位: 截至招股说明书签署日, 戴岚女士直接持有公司 43.30% 股份, 系公司的控股股东。公司实际控制人为戴岚和戴龙姐弟, 合计控制公司 62.53% 的股份。为有效调动公司高管与核心业务骨干的积极性, 公司设立了南煦投资、蓝煦万驰与煦庆投资 3 个员工持股平台, 合计持有公司 7.27% 的股份, 为实现公司快速、持续、健康发展奠定人才基础。

图2: 公司股权结构清晰, 拥有 3 个员工持股平台



资料来源: 毕得医药招股说明书、Wind、开源证券研究所

表2: 各子/孙公司协同发展, 业务覆盖公司研发/生产/销售各环节

子/孙公司	成立时间	毕得医药持股比例	主营业务
毕臣生化	2021.01	100.00%	暂无实际业务
上海菴顺	2017.08	100.00%	主要负责公司生产环节
凯美克医药	2019.04	100.00%	主要负责公司的研发和生产
上海毕路得	2014.10	100.00%	主要负责公司产品的境外销售
上海毕臻	2021.03	100.00%	暂无实际业务
煦丰科技	2018.08	100.00%	主要负责公司华南区域业务
Bepharm	2018.07	100.00%	负责 Ambeed 品牌产品的全球销售业务
香港毕路得	2019.03	100.00%	为公司提供外销境外支持服务
德国毕路得	2019.09	100.00%	公司德国客户服务区域中心
美国毕路得	2019.03	100.00%	公司美国客户服务区域中心
印度毕路得	2019.07	100.00%	公司印度客户服务区域中心

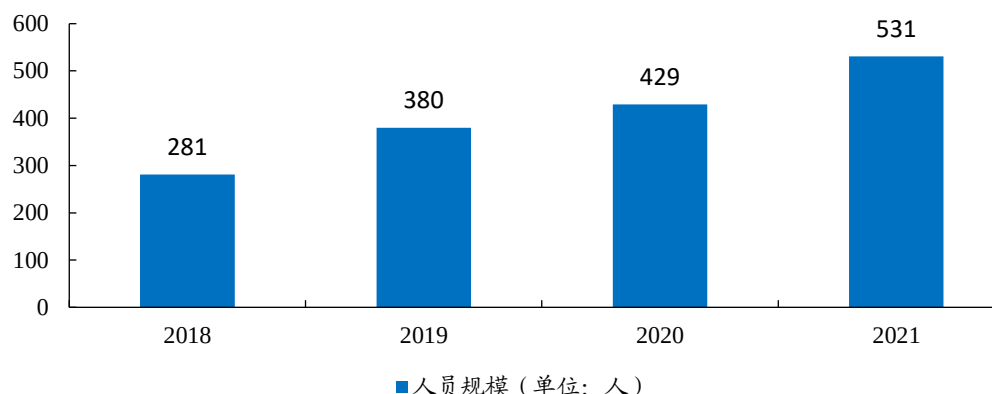
资料来源: 毕得医药招股说明书、Wind、开源证券研究所

高管团队行业经验丰富, 在职员工数量逐年增长: 公司总经理戴龙曾担任上海书亚医药执行董事, 副总经理王超曾担任上海医药研究员、晟康生物医药研发组组长, 副总经理尚卓婷曾担任邦菲生物联合创始人、运营副总监, 均具备丰富的行业经验。2021 年公司拥有员工 531 人, 同比增长 23.78%, 快速增长的员工数量保障了公司的长远发展。

表3: 公司高管团队行业经验丰富

姓名	职位	简历
戴龙	董事长、总经理	本科学历, 曾担任北京白帆文化咨询总经理、北京神州树人教育总经理、上海书亚医药执行董事, 2018 年 6 月起历任公司执行董事、经理, 2020 年 10 月起担任公司董事长、总经理
王超	副总经理	本科学历, 曾担任上海医药研究院研究员、晟康生物医药研发组组长、上海书亚副经理, 2008 年 3 月至 2013 年 7 月担任公司研发部、采购部经理, 2018 年起历任公司副经理、董事, 2020 年 10 月起担任公司董事、副总经理
芦晓旭	财务总监	硕士学历, 欧洲商学院 MBA; 曾担任于强生中国、泰科医疗、南京美瑞制药、英潍捷基(上海)、星巴克、税银数据(深圳)等公司财务总监, 2020 年 10 月起担任公司董事、财务总监
尚卓婷	副总经理	硕士学历, 曾担任康为世纪销售经理、蓝木化工销售总监等职务; 2016 年担任邦菲生物联合创始人、运营副总监; 2020 年 10 月起担任公司董事、副总经理
李涛	副总经理、董事会秘书	硕士学历, 曾担任海通证券并购部经理、华林证券投行部经理、东方花旗证券投行部经理、兴业证券投行部经理、国金鼎兴投资高级经理, 2020 年 10 月起担任公司副总经理、董事会秘书

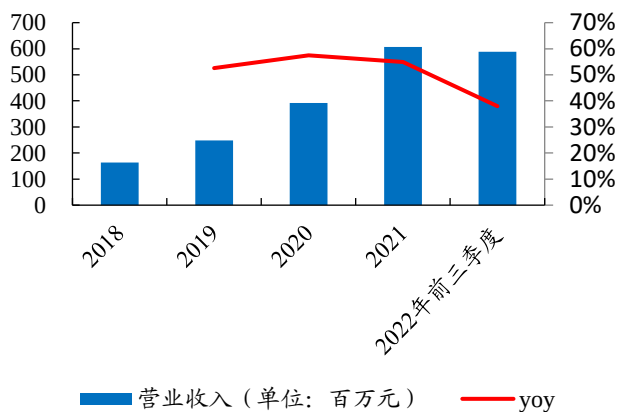
资料来源: 毕得医药招股说明书、开源证券研究所

图3: 公司员工数量逐年增长


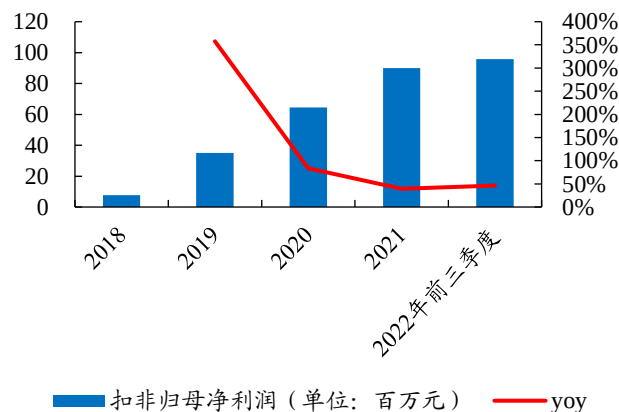
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、海内外业务协同发展，业绩保持稳健增长

近年来，公司业务规模逐渐扩大，公司营收和利润均保持稳健增长：毕得医药凭借十多年国内外市场的积累，产品与服务已经得到了业界的广泛认可，近年来业绩表现亮眼。2021 年公司营收 6.06 亿元，同比增长 54.86%；扣非归母净利润 0.90 亿元，同比增长 39.39%。2022 年前三季度公司营收 5.89 亿元，同比增长 37.95%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 46.49%，业绩保持稳健增长。

图4: 2018-2022 年前三季度公司营收保持高增长


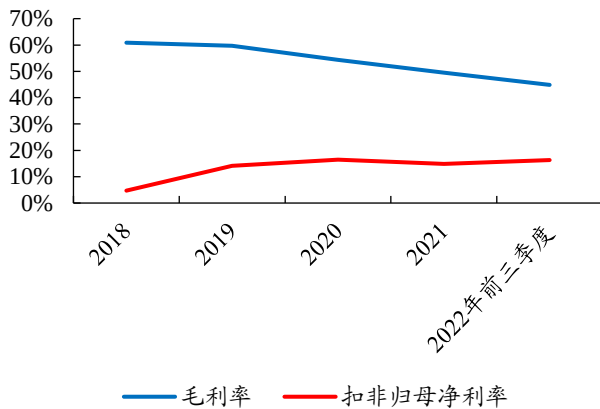
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2018-2022 年前三季度扣非归母净利润稳健增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

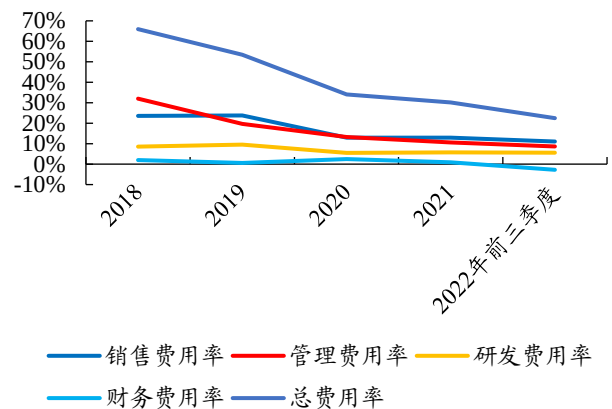
分子砌块销售量级增大，毛利率略微下滑，费用率下降明显：受公司产品销售量级增加、新收入准则调整、汇率波动等多因素影响，公司毛利率从2018年的60.88%下滑至2021年的49.46%。公司总费用率从2018年的65.95%下降至2021年的30.07%，主要系规模快速提升下，管理费用率与销售费用率快速下降；扣非后净利率从2018年的4.71%提升至2021年的14.83%，盈利能力显著增强。

图6：2018-2022 年前三季度毛利率略微下滑，净利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

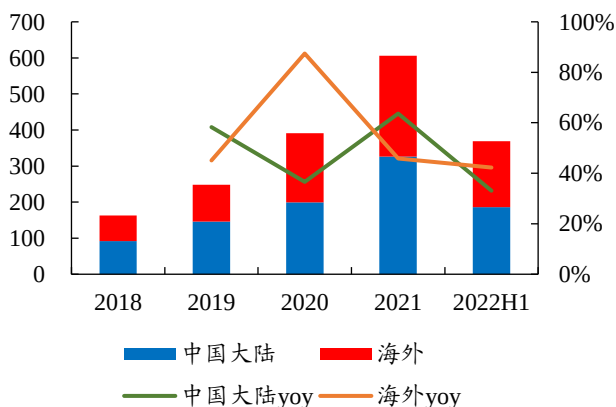
图7：2018-2022 年前三季度公司总费用率下降明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

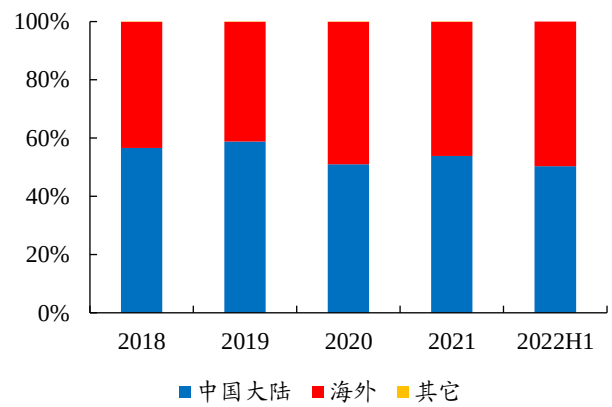
海内外业务协同发展，境外收入占比稳步提升：毕得医药致力于成为全球药物分子砌块行业的领先企业，坚持海内外业务协同发展。2021 年，公司在中国大陆收入达到 3.27 亿元，同比增长 63.65%；海外收入达到 2.79 亿元，同比增长 45.84%，海内外业务均迎来双丰收。2018 年起，公司积极推进全球化业务布局，近三年海外销售占比稳步提升，从 2019 年的 41.12% 上升至 2021 年的 46.10%。

图8：2018-2022H1 海内外业务收入均稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2018-2022H1 境外收入占比稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

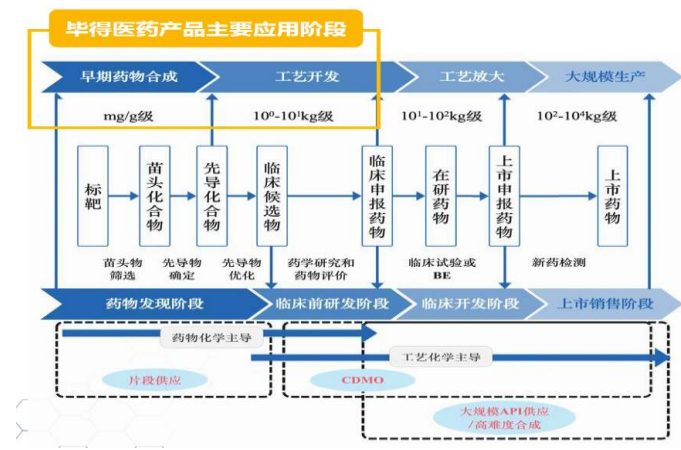
2、分子砌块市场前景广阔，中国企业未来可期

2.1、新药研发方兴未艾，分子砌块需求旺盛

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，作为底层结构化合物参与新药研发全过程，具有种类丰富、结构新颖的特点。通过使用并组合不同的分子砌块，客户可以快速获得大量的候选化合物用于筛选与评估，最终确定临床候选化合物。借助于分子砌块，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。

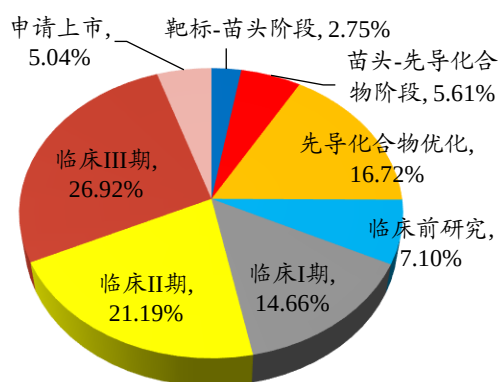
根据 Nature Reviews 的研究报告，创新药研发费用超过 30%分布在临床前研究阶段，其中靶点-苗头阶段、苗头-先导化合物阶段、先导化合物优化阶段占比分别为 2.75%/5.61%/16.72%。药物发现各个阶段将需要使用成千上万个药物分子砌块，随着海内外新药研发热情高涨，作为上游的分子砌块行业发展前景广阔。

图10：分子砌块主要应用于新药研发前端



资料来源：毕得医药招股说明书

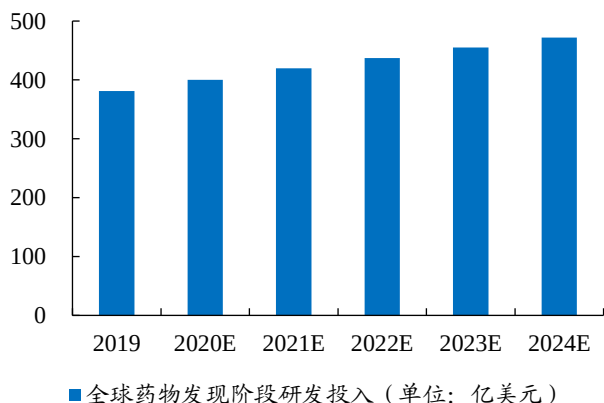
图11：创新药研发费用超过 30%分布在临床前研究阶段



数据来源：Nature Reviews、开源证券研究所

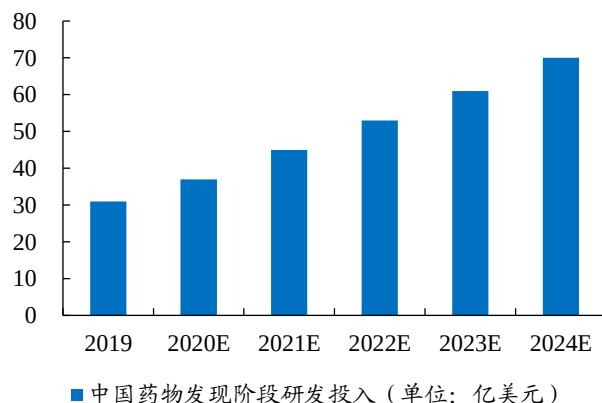
全球药物发现阶段研发投入稳健增长，推动分子砌块市场扩容：根据 Frost & Sullivan 数据统计，2024 年全球与中国药物发现阶段研发投入预计分别达到 472/70 亿美元，2019-2024 CAGR 分别为 4.4%/17.70%，中国增速远高于全球水平。前端研发投入持续增加，将进一步推动客户对应用于药物发现阶段的分子砌块的需求。

图12：2019-2024E 全球药物发现阶段研发投入稳健增长



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图13：2019-2024E 中国药物发现阶段研发投入增速较快

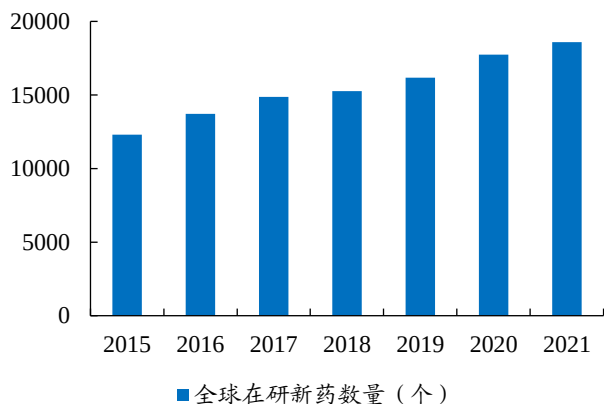


数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

全球在研新药数量逐年增加，新分子实体药物（NME）获批数量整体向上：根据 Pharma projects 数据统计，全球在研新药数量稳定增长，2021 年达到 18582 个，2015-2021 CAGR 为 7.12%。全球 NME 市场前景广阔，2019 年获批数量达到 53 个，

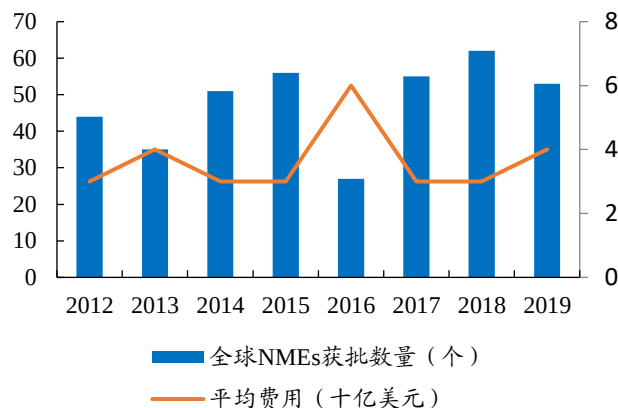
平均研发费用超过 40 亿美元。创新药研发对功能新颖、质量较高的分子砌块有较大的需求，新药领域的持续发展将有助于药物分子砌块市场进一步扩容。

图14: 2015-2021 全球在研新药数量逐年增加



数据来源: Pharma projects、开源证券研究所

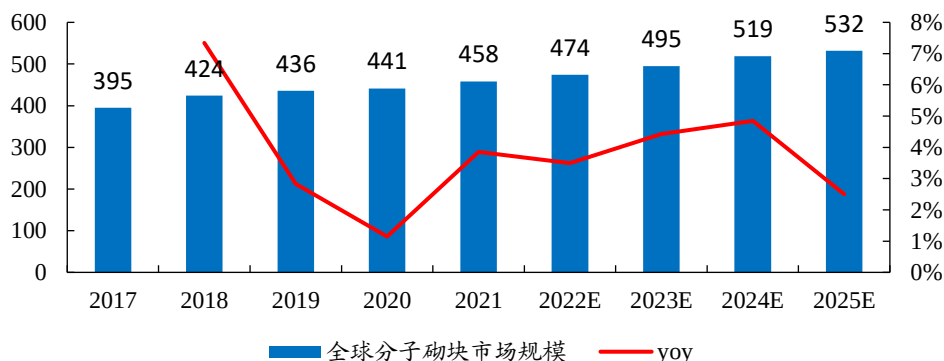
图15: 2012-2019 全球 NME 获批数量整体向上



数据来源: Pharma projects、开源证券研究所

乘海内外新药研发的东风，全球分子砌块市场规模稳健增长：据 Nature Reviews 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，全球药物分子砌块的市场规模于2019年达到436亿美元，预计于2025年达到532亿美元，2019-2025年复合增长率达 3.37%，市场规模稳健增长。

图16: 2017-2025E 全球分子砌块市场规模稳健增长 (单位: 亿美元)



数据来源: Evaluate Pharma、开源证券研究所

2.2、海外头部企业市占率高，国产分子砌块物美价廉保持竞争优势

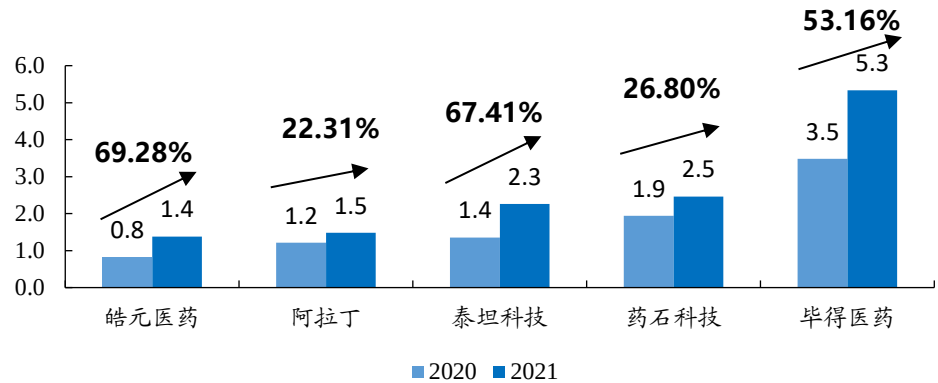
海外头部企业起步早市占率高，中国企业发展迅速上升空间大。海外分子砌块企业进入市场时间早、规模较大、产品种类齐全，营销网络已遍布全球。第一梯队包括以 Sigma-Aldrich、Combi-Blocks、Enamine 为代表的分子砌块龙头企业，全球市占率超过 10%；第二梯队包括 Fluorochem、AstaTech 等公司，市占率在 1%-10%。国际头部企业基本垄断了中国高端科研试剂市场，市占率超过 90%。中国企业进入分子砌块市场时间晚，但近年来发展迅速，不断冲击国际头部企业在海内外的市场份额；2021 年，阿拉丁、药石科技、毕得医药、泰坦科技与皓元医药 5 家中国上市公司分子砌块业务增速分别为 22.31%/26.80%/53.16%/67.41%/69.28%，增速快动力足，有较大上升空间。

表4：海外分子砌块龙头起步早体系成熟，中国企业起步较晚但发展迅速

主要竞争者	成立时间	总部位置	业务类型	产品种类	基本情况介绍
Sigma-Aldrich	1975 年	德国	药物分子砌块等综合型业务	生命科学类产品 30 万种	全球领先的化合物与生物试剂生产商和供应商，提供的产品和服务涵盖了生物技术和生物制药生产链的各个环节
AlfaAesar	1963 年	美国	药物分子砌块等综合型业务	在售产品总数超过 4.6 万种	全球性的科研化学品、金属和材料的生产商及供应商，拥有广泛的产品线，包括无机、有机和金属有机化合物，纯金属和元素，贵金属化合物和催化剂等
TCI	1894 年	日本	药物分子砌块等综合型业务	在售总产品数超过 3 万种	产品线分布广泛，涵盖化学、生命科学、分析化学、材料科学等细分领域，同时为满足化学界日益发展的需求，也接受新的有机化学品及各种中间体的委托合成
Fluorochem	1967 年	英国	聚焦于药物分子砌块业务	在库现货产品超过 2 万种	产品品类由起初的含氟化合物，逐渐扩展到其他有机砌块、硅烷、生化产品、核磁共振产品、硅胶和玻璃器皿等多个品种，在欧洲占有相当的市场份额
AstaTech	1996 年	美国	聚焦于药物分子砌块业务	在售产品数约 20 万种，美国在库产品数约 5 万种	产品品类主要集中于有机合成砌块。在提供小量多样化产品的同时，其定制合成，尤其是在放量的定制上，拥有一定的优势
Combi-Blocks	1997 年	美国	聚焦于药物分子砌块业务	在售产品约 20 万种，在库产品数近 4 万种	公司产品主要集中于分子砌块领域，各品类都较为齐全，硼酸类产品是其优势产品。Combi-Blocks 在美国、日本和韩国市场都有较大的市场份额，成为多数科研院所的首选试剂品牌
Enamine	1991 年	乌克兰	聚焦于药物分子砌块业务	在库产品数近 28.4 万种	产品类别主要涵盖合成砌块、筛选库和片段库。Enamine 在产品类型和品种上拥有一定优势，部分小众产品系独家供应，市场可替代性较低
药石科技	2006 年	中国	聚焦特定优势的 药物分子砌块及原料药生产	在售分子砌块超过 13 万种，现货超过 1.9 万种	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
皓元医药	2006 年	中国	聚焦工具化合物和分子砌块及原料药生产	分子砌块现货超过 4.75 万种	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
泰坦科技	2007 年	中国	聚焦于高端试剂、通用试剂、分析试剂、特种化学品	分子砌块和工具化合物合计超过 3 万种	以科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材和实验室建设及科研信息化服务四大产品体系对外实现销售
毕得医药	2007 年	中国	聚焦于药物分子砌块和科学试剂	在售分子砌块超过 30 万种，现货超过 7 万种	聚焦于新药研发产业链前端，依托药物分子砌块的研发设计、生产及销售等核心业务，能够为新药研发机构提供结构新颖、功能多样的药物分子砌块及科学试剂产品
阿拉丁	2008 年	中国	聚焦于分析科学、高端化学、生命科学和材料科学	分子砌块现货超过 3.7 万种	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。产品品类较为齐全，基本能够涵盖医药行业的需求

资料来源：毕得医药招股说明书、各企业官网、开源证券研究所

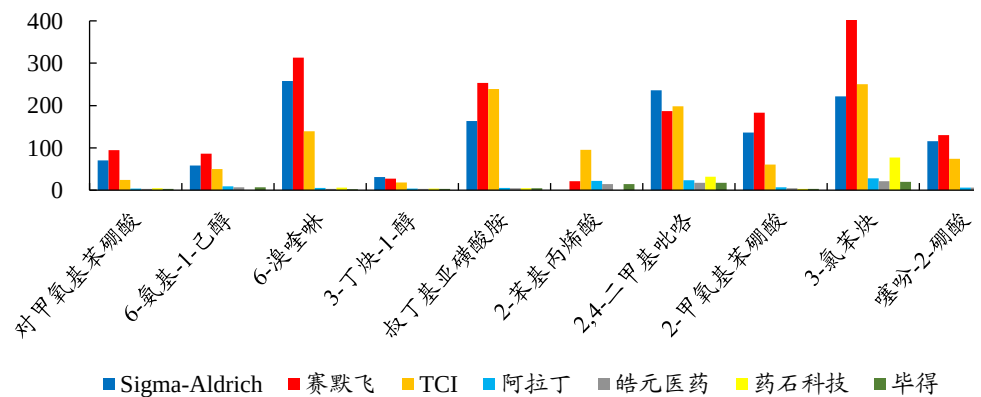
图17: 中国 5 家上市公司分子砌块业务增速快动力足 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 阿拉丁为高端化学收入, 泰坦科技为自主高端试剂收入, 药石科技为公斤级以下收入, 皓元医药与毕得医药为分子砌块收入

国产分子砌块定价远低于海外, 价格优势明显: 凭借品牌效益、客户路径依赖, Sigma-Aldrich、赛默飞、TCI 等境外分子砌块龙头公司产品长期保持高定价状态。阿拉丁、皓元医药、药石科技、毕得医药等中国企业依托工程师红利、低原材料成本等优势, 产品定价远低于海外公司, 且产品质量基本一致。

图18: 中国企业的分子砌块定价远低于海外龙头公司 (单位: 元/克)



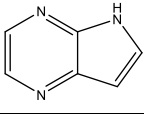
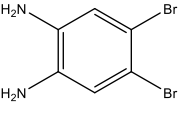
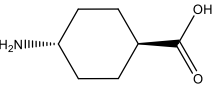
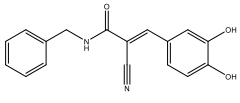
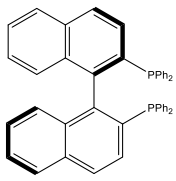
数据来源: 毕得医药招股说明书、开源证券研究所

3、深耕全球市场, 不断打开成长空间

3.1、致力于打造国内最齐全、最新颖的分子砌块产品库

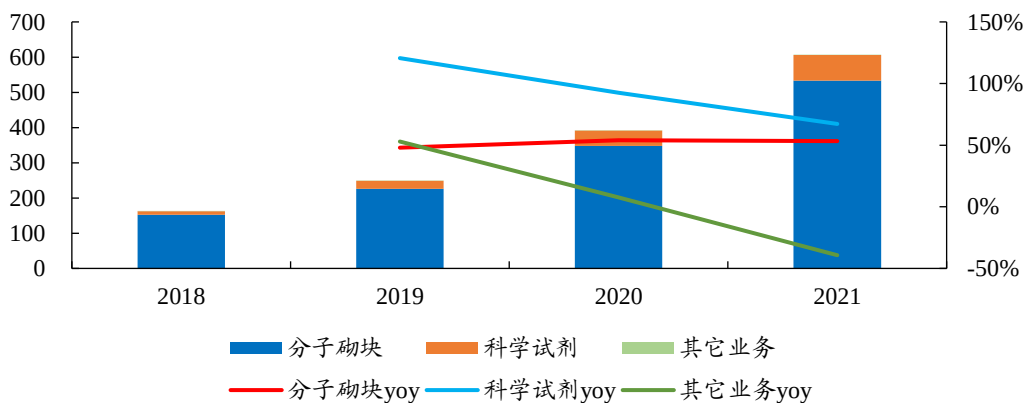
分子砌块贡献主要营收, 科学试剂体量小, 增速快: 公司的主要产品为分子砌块和科学试剂两大类。其中, 分子砌块业务销售体量大, 为公司核心业务板块; 2021 年营收 5.33 亿元, 同比增长 53.83%, 占比 87.93%。科学试剂业务增速快成长性更高, 2021 年营收 0.73 亿元, 近三年增速分别为 120.62%/92.46%/67.22%。

表5: 公司产品种类丰富, 主要围绕药物分子砌块与科学试剂布局产品

产品类别	产品种类	产品介绍	产品示例图	应用领域
药物分子砌块	杂环类分子砌块	包括芳香杂环和非芳香杂环分子砌块		药物分子砌块主要应用于药物靶点发现、苗头化合物的筛选和优化、先导化合物的筛选和优化、临床候选物的确定等新药研发关键环节, 可大幅节省研发时间, 提高研发效率
	苯环类分子砌块	包括苯类、萘类、蒽类等母环结构的分子砌块		
	脂肪族类分子砌块	包括脂肪环和非脂肪环分子砌块。代表性的有戊烷类、环己烷类等环烷类化合物, 螺环类, 桥环类, 并环类等非杂环化合物		
科学试剂	活性小分子化合物	抑制剂、激动剂和天然产物等		加速化合物反应过程, 提高反应收率的催化剂类产品及具有活性的小分子化合物。研发人员使用这类产品, 生成苗头化合物, 先导化合物, 进而通过大量活性测试, 筛选和优化有研究价值的先导化合物, 最终确定临床候选物
	催化剂及配体	贵金属均相催化剂、膦配体、廉价金属催化剂		

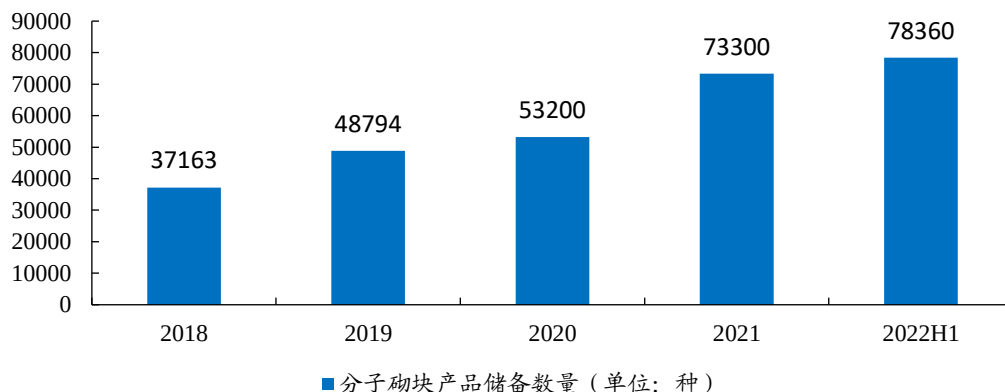
资料来源: 毕得医药招股说明书、开源证券研究所

图19: 2018-2021 分子砌块营收占比大, 科学试剂销售增速快动力足 (单位: 百万元)



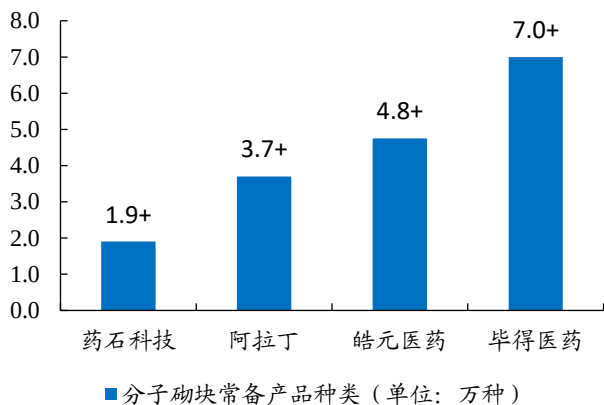
数据来源: Wind、开源证券研究所

致力于打造国内最齐全、最新颖的分子砌块产品库: 分子砌块库种类的丰度直接影响新药筛选的成功率, 公司通过询单大数据、市场调研和定制化业务等方式, 主动预判并储备热点研发领域所需的药物分子砌块, 提供更多砌块种类供客户选择。截至 2022 年 6 月, 公司现货储备数量已达 86000 种, 超过 48 万种无库存产品可实现报价; 其中分子砌块储备 78360 种, 科学试剂储备近 1 万种, 能够及时满足的客户科研需求, 增强品牌影响力。

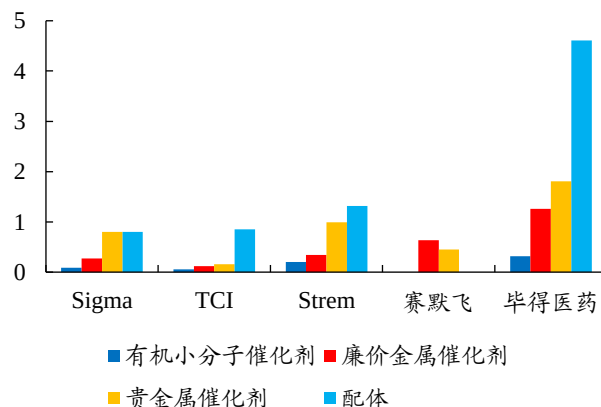
图20：公司分子砌块现货储备数量逐年增长


数据来源：毕得医药招股说明书、开源证券研究所

分子砌块常备种类数量保持国内领先，科学试剂种类数量远超国际同行：横向对比看，截至 2021 年底，毕得医药（7 万种）的分子砌块常备产品种类数量高于药石（1.9 万种）、阿拉丁（3.7 万种）、皓元（4.8 万种）等国内竞争者，在公斤级以下分子砌块领域保持国产龙头地位。同时，公司的科学试剂种类丰富，新药研发用的主要催化剂与配体的种类数量均超过 Sigma-Aldrich、TCI、Strem 及赛默飞等国际同行业公司，在产品数量上具备较强竞争力。

图21：公司分子砌块常备产品种类数量高于国内同行


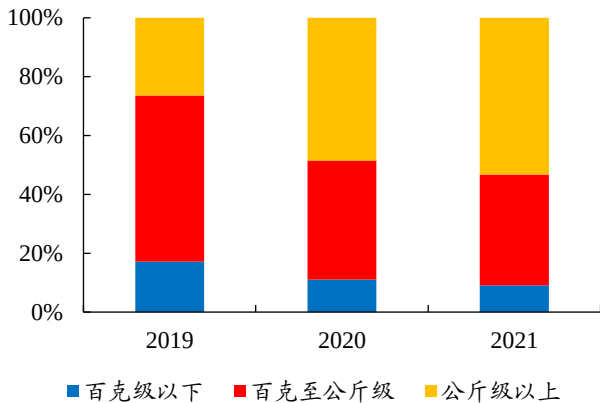
数据来源：毕得医药招股说明书、开源证券研究所

图22：公司科学试剂种类数远超国际同行 (单位: 千种)


数据来源：毕得医药招股说明书、开源证券研究所

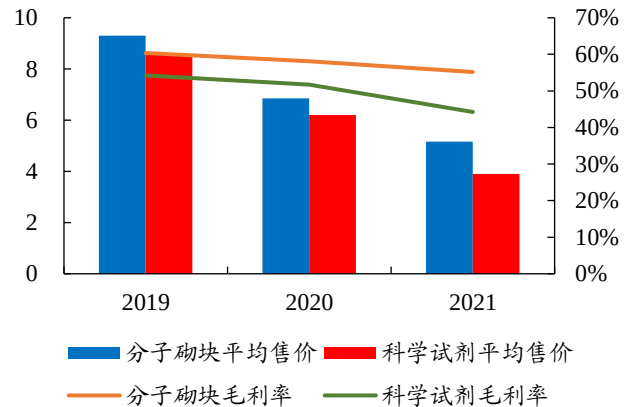
分子砌块的销售量级逐步放大，产品平均销售价格略微下滑：随着公司品牌影响力与客户信任度逐渐增强，产品销售量级不断提升，公斤级以上产品销量占比从 2019 年的 26.41% 快速增长至 2021 年的 53.23%。由于高量级产品单价较低，拉低了产品的平均售价与毛利率，量级更大的砌块销售占比稳步提升，也带动整体收入持续快速增长。

图23: 2019-2021 公斤级以上产品销量占比快速提升



数据来源: 毕得医药招股说明书、开源证券研究所

图24: 2019-2021 产品平均售价略微下滑 (单位: 元/克)



数据来源: 毕得医药招股说明书、开源证券研究所

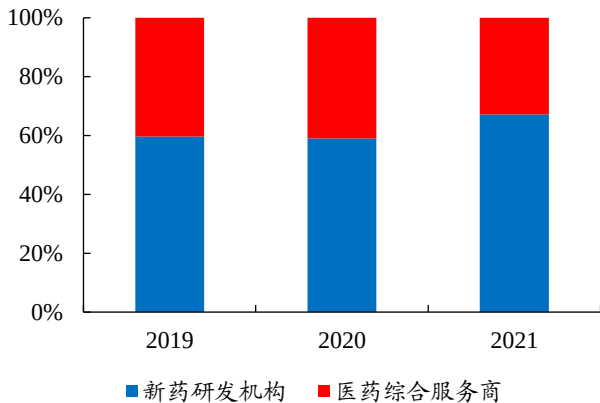
3.2、品牌辨识度逐步提升，坚持客户结构多元化

终端客户覆盖工业和科研两大群体，新药研发机构销售占比逐年提升：公司客户包括了新药研发机构与海外大型医药综合服务商，客户数量超过 8000 家；其中，新药研发机构包括以创新药企、CRO 机构为主的工业端客户与以科研院所、高等院校为主的科研客户，多元化的客户结构有助于公司业务长期稳健发展。2019-2021 年，新药研发机构贡献的收入占比分别为 56.49%/57.85%/65.94%，公司对于新药研发机构的渗透程度逐年提升，对大型医药综合服务商的渠道依赖逐年降低，在客户群体中的品牌影响力逐渐增强。

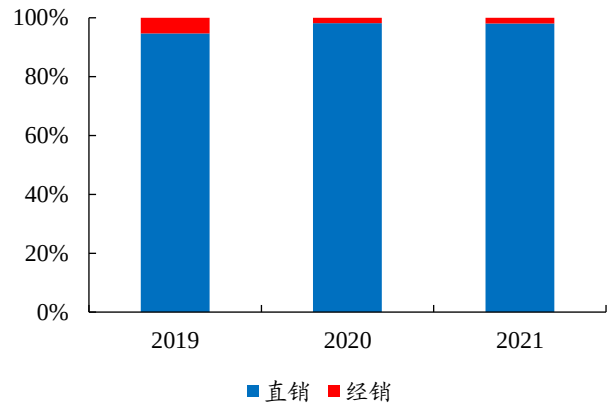
表6: 公司终端客户结构多元化

客户类型		代表性客户
新药研发机构	创新药企	跨国药企: 罗氏、默克、辉瑞、艾伯维、吉利德; 中国药企: 恒瑞医药、百济神州、和黄医药、科伦药业等
	科研院所与高等院校	科研院所: 美国国立卫生研究院、中科院药物所、中科院有机所等 高等院校: Harvard University、Yale University、Princeton University、清华大学、北京大学、西湖大学、复旦大学等
	CRO 机构	药明康德、康龙化成、美迪西、桑迪亚、Aragen Life Science 等
	医药综合服务商	Thermo Fisher Scientific、VWR International、Sigma-Aldrich

资料来源: 毕得医药招股说明书、开源证券研究所

图25：2019-2021 新药研发机构收入占比稳步提升


数据来源：毕得医药招股说明书、开源证券研究所

图26：公司坚持采用直销为主的销售模式


数据来源：毕得医药招股说明书、开源证券研究所

坚持直销模式，多元化的客户结构降低对头部客户的依赖性：毕得医药采用直销为主的销售模式，2021 年直销收入占比达到 98.11%；公司对经销商销售渠道的依赖程度较低，有助于与中小客户进行深入对接，建立较高的客户黏性。2019-2021 年，毕得医药前 5 大客户销售占比从 29.69%下降至 20.96%，对头部客户的依赖度逐渐降低，客户多元化策略不断显现。

表7：对头部客户的依赖度逐渐降低

年份	项目	第一大客户	第二大客户	第三大客户	第四大客户	第五大客户
2019	名称	药明康德	Fluorochem Limited	康龙化成	中国科学院及其下属机构	AstaTech, Inc.
	占比	11.46%	9.08%	3.39%	3.16%	2.59%
	合计	29.69%				
2020	名称	药明康德	Fluorochem Limited	Sigma-Aldrich	康龙化成	Aragen Life Sciences Private Limited
	占比	11.29%	6.69%	3.67%	2.99%	2.28%
	合计	26.93%				
2021	名称	药明康德	Fluorochem Limited	Sigma-Aldrich	康龙化成	Aragen Life Sciences Private Limited
	占比	10.39%	3.13%	2.66%	2.56%	2.21%
	合计	20.96%				

资料来源：毕得医药招股说明书、开源证券研究所

3.3、积极推进全球业务布局，海外市场迎来高速发展期

布局全球 8 大区域中心，搭建海外供应链体系：2018 年起，毕得医药开始布局海外市场，在美国、欧洲、印度等全球多个新药研发高地进行区域中心建设，积极推进全球化的业务布局。公司在境外共设立了 5 家子公司，负责产品的全球化销售与供应；印度海得拉巴（40000 平方英尺）与德国梅林根（8618 平方英尺）的仓储基地已投入使用，保障了海外客户的产品供应，全球供应链体系已初见雏形。

图27: 公司布局全球8大区域中心, 搭建海外供应链体系



资料来源: 公司官网

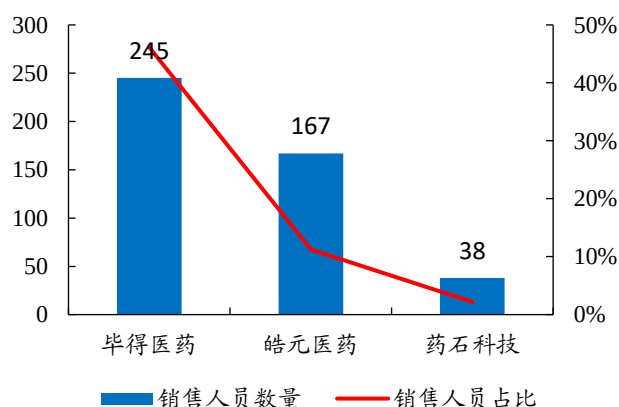
表8: 公司全球供应链体系已初见雏形

公司名称	经营所在地	面积	主营业务及发展定位
Bepharma	美国	108 平方英尺	“Ambeed”品牌产品全球销售
美国毕路得	美国	150 平方英尺	美国客户服务区域中心
印度毕路得	印度	40000 平方英尺	印度客户服务区域中心
香港毕路得	中国香港	-	提供境外支持服务
德国毕路得	德国	8929.74 平方英尺	德国客户服务区域中心

资料来源: 毕得医药招股说明书、开源证券研究所

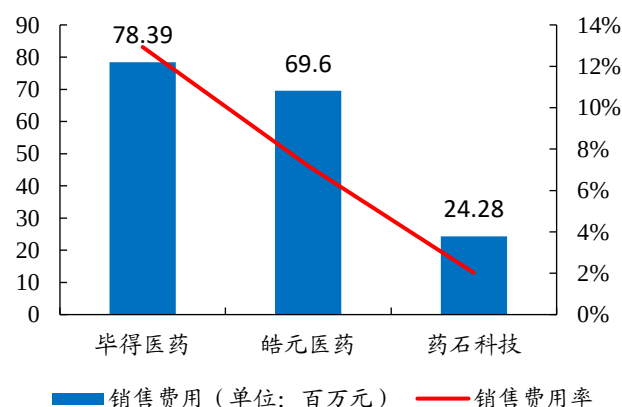
积极扩充销售团队, 为全球业务开展铸造渠道壁垒: 与国内其它竞争者相比, 毕得医药采取横向发展策略, 更注重销售团队的组建与销售渠道的拓展, 以覆盖更多国家与地区的新药研发高地。截至 2021 年底, 毕得医药、皓元医药、药石科技销售人员数量分别为 245/167/38 人, 销售费用分别为 0.78/0.70/0.24 亿元。公司注重在销售端的投入, 有助于拓展更多有前端需求的海外市场, 抢先与客户建立合作关系, 为全球业务的开展铸造较高的渠道壁垒。

图28: 2021 年底毕得医药销售人员数量远超国内竞争者



数据来源: 毕得医药招股说明书、开源证券研究所

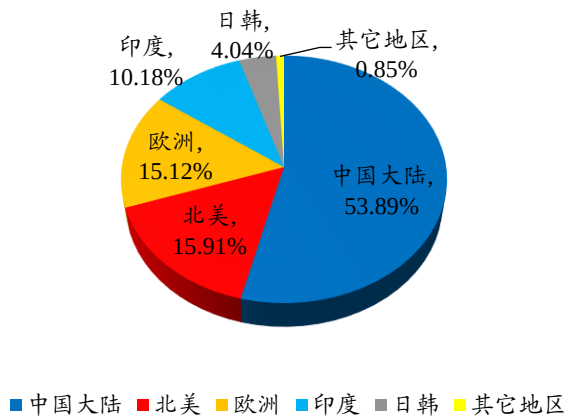
图29: 2021 年毕得医药销售费用高于国内竞争者



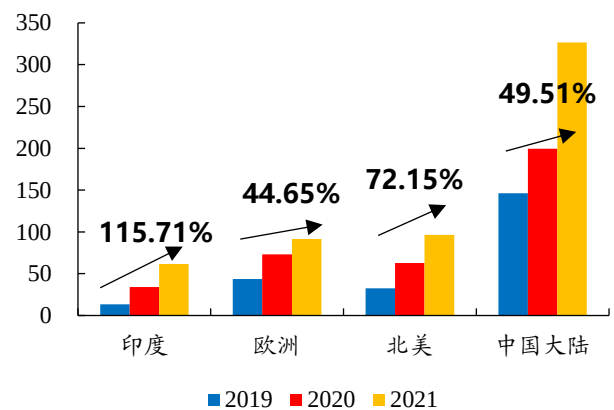
数据来源: 毕得医药招股说明书、开源证券研究所

随着全球供应链体系逐步完善,公司海外收入迎来高增长,2021 年达 2.79 亿元,2019-2021 CAGR 为 65.33%。其中,欧洲、北美与印度三地 2019-2021 CAGR 分别为 44.65%/72.15%/115.71%,收入稳步提升。

欧洲和北美为公司主要境外市场,客户以创新药企与高校科研院所为主,2021 年两地收入合计占比约 31.03%。印度市场客户以 CRO 为主,市场销售份额从 2019 年的 5.34%快速提升至 2021 年的 10.18%,并有进一步提升的空间。我们预测,随着公司在境外的品牌辨识度逐渐提升以及在其它新药研发高地的业务布局,海外销售体量将反超中国大陆,成为公司未来业绩增长的重要支撑。

图30: 2021 年欧美市场占据境外市场主体


数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 2019-2021 海外市场迎来高增长 (单位: 百万元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

现阶段,毕得医药不断拓展各业务的品类及加大全球市场的覆盖,我们预计:

(1) 随着自研分子砌块品类的增加及市场的推广,2022-2024 年分子砌块业务的收入增速为 35.49%、34.98%、34.49%;毛利率分别为 50.20%、50.00%、49.54%。

(2) 同时,科学试剂业务 2022-2024 年的收入增速为 36.00%、35.11%、34.61%;毛利率基本保持稳定,分别为 38.24%、37.42%、36.59%。

(3) 随着收入规模不断增加,公司的销售、管理、研发及财务费用率有望稳步下降。

4.2、盈利预测与估值

公司作为国内公斤级以下分子砌块头部企业,致力于打造国内最齐全、最新颖的分子砌块产品库,现货储备超过 7 万种,领先竞争者。公司积极推进全球业务布局,在欧洲、北美、印度等多个新药研发高地建立子公司,积极搭建全球供应链体系,公司海外收入保持高增速,国际化较为领先。随着公斤级以上的分子砌块需求的提升,预计收入规模将进一步放大;同时,公司将进一步提升产品的自研比例,

有望带动盈利能力提升，成长路径清晰明确。我们预计 2022-2024 年公司的归母净利润分别为 1.35/1.84/2.47 亿元，当前股价对应 PE 为 44.2/32.4/24.1 倍，与可比公司相比，估值具有性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9: 与可比公司相比，估值具有性价比

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300725.SZ	药石科技	89.75	164.10	-32.07	41.86	41.30	36.83	54.21	38.22	27.05
688131.SH	皓元医药	120.85	48.70	11.49	61.73	50.01	66.33	59.50	36.79	24.52
688179.SH	阿拉丁	38.45	20.06	28.97	36.75	33.26	88.80	47.14	34.47	25.87
688133.SH	泰坦科技	155.50	40.09	36.52	48.70	40.23	115.58	66.52	44.73	31.90
可比公司平均			68.24	11.23	47.26	41.20	76.89	56.84	38.55	27.34
688073.00	毕得医药	91.72	65.37	38.18	36.44	34.32	61.02	44.16	32.37	24.10

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：阿拉丁和泰坦科技为 Wind 一致预期数据 数据截止 2022 年 11 月 9 日收盘

5、风险提示

国内政策变动、药物研发服务市场需求下降、核心成员流失、行业竞争格局恶化等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	458	818	776	1211	1473
现金	91	193	263	354	477
应收票据及应收账款	85	125	0	0	0
其他应收款	11	14	21	26	37
预付账款	3	4	5	6	9
存货	219	477	482	818	945
其他流动资产	48	6	6	6	6
非流动资产	50	88	82	85	88
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15	31	27	32	39
无形资产	1	0	0	1	1
其他非流动资产	34	57	55	52	48
资产总计	508	906	858	1295	1561
流动负债	143	250	67	320	339
短期借款	17	0	22	276	294
应付票据及应付账款	83	206	0	0	0
其他流动负债	43	43	45	44	45
非流动负债	0	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	28	28	28	28
负债合计	143	277	94	348	367
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	45	49	49	49	49
资本公积	321	483	483	483	483
留存收益	-1	97	231	415	662
归属母公司股东权益	364	629	764	948	1195
负债和股东权益	508	906	858	1295	1561

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4	-65	67	-116	174
净利润	59	98	135	184	247
折旧摊销	8	11	11	12	15
财务费用	10	5	15	31	51
投资损失	-1	-0	0	0	0
营运资金变动	-88	-190	-93	-339	-132
其他经营现金流	16	12	0	-4	-7
投资活动现金流	-80	29	-5	-15	-18
资本支出	38	29	5	15	18
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-42	59	0	0	0
筹资活动现金流	127	137	-15	-31	-51
短期借款	-8	-17	22	254	18
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	38	4	0	0	0
资本公积增加	174	162	0	0	0
其他筹资现金流	-77	-11	-36	-285	-69
现金净增加额	47	102	48	-162	105

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	391	606	824	1113	1497
营业成本	179	306	422	573	777
营业税金及附加	2	3	5	6	8
营业费用	51	78	95	126	165
管理费用	52	64	82	106	136
研发费用	21	35	45	59	75
财务费用	10	5	15	31	51
资产减值损失	-9	-9	0	0	0
其他收益	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
资产处置收益	0	8	0	0	0
营业利润	71	115	159	217	292
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	70	115	159	217	292
所得税	11	17	25	33	45
净利润	59	98	135	184	247
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	59	98	135	184	247
EBITDA	77	120	164	229	312
EPS(元)	0.91	1.50	2.08	2.83	3.81

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	57.5	54.9	36.0	35.0	34.5
营业利润(%)	1247.8	61.9	39.1	35.9	34.6
归属于母公司净利润(%)	5452.0	65.4	38.2	36.4	34.3
获利能力					
毛利率(%)	54.4	49.5	48.8	48.5	48.1
净利率(%)	15.1	16.1	16.4	16.5	16.5
ROE(%)	16.2	15.5	17.7	19.4	20.7
ROIC(%)	15.1	14.7	16.5	15.0	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	28.3	30.6	11.0	26.8	23.5
净负债比率(%)	-20.4	-30.7	-31.5	-8.3	-15.3
流动比率	3.2	3.3	11.7	3.8	4.3
速动比率	1.6	1.3	4.3	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	5.7	5.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.6	2.1	4.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.50	2.08	2.83	3.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	-1.00	1.03	-1.79	2.68
每股净资产(最新摊薄)	5.61	9.69	11.76	14.60	18.40
估值比率					
P/E	100.9	61.0	44.2	32.4	24.1
P/B	16.3	9.5	7.8	6.3	5.0
EV/EBITDA	56.7	35.6	25.8	19.2	13.7

数据来源：聚源、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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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