

**泓博医药 (301230.SZ) 立足小分子药物设计, 一站式服务药物研发及生产**

2022年12月19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)**

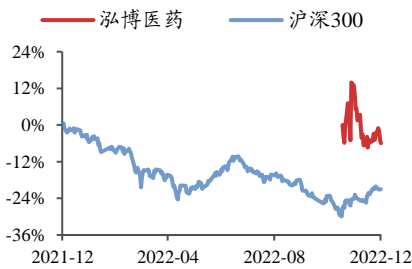
caimingzi@kysec.cn

yuruyi@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121070029

日期	2022/12/19
当前股价(元)	47.13
一年最高最低(元)	60.50/46.69
总市值(亿元)	36.23
流通市值(亿元)	7.74
总股本(亿股)	0.77
流通股本(亿股)	0.16
近3个月换手率(%)	845.63

**股价走势图**


数据来源: 聚源

**● 立足小分子药物设计, 一站式服务药物研发及生产**

公司立足于新药研发中的关键环节, 逐步构建涵盖药物发现、工艺研究与开发的综合性技术服务平台以及新药关键中间体和自主产品生产的商业化生产平台, 具备了为客户提供新药临床前研发服务至商业化生产的一站式综合服务的能力。公司以小分子药物设计见长, 并与海外优质 biotech 公司建立深度的合作关系, 协助客户开发多款 FIC 药物, 并享有较高的议价权, 业务有特色。同时, 公司主要的商业化品种竞争格局好, 并处于专利陆续到期阶段, 客户需求有望持续增加, 随着公司向更高附加值的 API 业务延伸, 有望贡献新的增量。我们看好公司的长期发展, 预计 2022-2024 年公司的归母净利润为 0.63/1.19/1.86 亿元, EPS 为 0.81/1.55/2.42 元, 当前股价对应 PE 为 59.7/31.4/20.0 倍, 估值合理, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**● 不断夯实业务能力, 一站式服务创新药早期研发**

公司以技术壁垒高、同质化竞争低的药物发现业务为起点, 深度参与客户的新药研发, 客户黏性较大, 并以此向药物开发的下游延伸, 拓展药学研究业务, 满足客户一体化药物研发外包服务的需求, 深度绑定客户的项目。公司与海内外 biotech 紧密合作, 现已服务开发 21 款药物, 其中 3 款已上市, 16 款为 FIC 药物。同时, 顺应客户需求, 顺势拓展工艺研究及开发服务, 2021 年公司服务的临床前、临床与商业化阶段的项目数量分别为 75/22/1 个, 项目梯队已形成。

**● 商业化生产的核心品种竞争格局好, 一体化布局贡献新增量**

公司于 2014 年合并开原泓博, 向下游延伸布局商业化生产业务。替格瑞洛系列产品为公司核心的品种, 该化合物专利于 2019 年底到期, 在美国、欧洲、日本等国家的晶型或者制剂专利将陆续到期, 随着专利的到期, 对上游原料药和中间体的需求会进一步增加。对于替格瑞洛系列中间体, 公司国内市占率近四成, 竞争格局好, 并进一步拓展高附加值 API 业务, 有望贡献新的增量。

**● 风险提示:** 药物研发市场需求下降、核心成员流失、产能投放不及预期等。

**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	283	448	515	762	1,115
YOY(%)	15.4	58.4	14.8	48.1	46.3
归母净利润(百万元)	49	74	63	119	186
YOY(%)	3.0	51.1	-14.9	90.2	56.5
毛利率(%)	42.6	38.7	38.6	39.7	40.3
净利率(%)	17.2	16.4	12.2	15.6	16.7
ROE(%)	18.5	21.1	15.2	22.5	26.0
EPS(摊薄/元)	0.63	0.96	0.81	1.55	2.42
P/E(倍)	76.7	50.8	59.7	31.4	20.0
P/B(倍)	14.2	10.7	9.1	7.0	5.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 立足小分子药物设计，一站式服务药物研发及生产 .....	4
1.1、 股权激励到位，管理层行业经验丰富 .....	5
1.2、 疫情影响下，经营业绩保持稳健 .....	7
2、 不断夯实业务能力，一站式服务创新药早期研发 .....	9
2.1、 高研发投入打造核心技术平台，赋能前端 CRO 业务 .....	9
2.2、 药物研发服务：助力海内外 biotech 开发 FIC 药物 .....	11
2.3、 顺应客户需求，顺势拓展工艺研究及开发服务 .....	14
3、 商业化生产：核心品种竞争格局好，一体化布局贡献新增量 .....	17
3.1、 替格瑞洛：心血管领域重磅产品，专利陆续到期 .....	18
3.2、 替格瑞洛系中间体：绑定多家集采中标企业，国内市占率近四成 .....	19
3.3、 工厂整体产能较足，进一步拓展高附加值 API 业务 .....	23
4、 盈利预测与投资建议 .....	24
4.1、 关键假设 .....	24
4.2、 盈利预测与估值 .....	24
5、 风险提示 .....	25
附： 财务预测摘要 .....	26

## 图表目录

图 1： 历时 15 年发展，公司已具备 CRO+CDMO 一站式综合服务能力 .....	4
图 2： 公司业务覆盖药物发现、工艺研究与开发、商业化生产 3 大板块 .....	5
图 3： 公司股权结构清晰 .....	5
图 4： 核心高管团队行业经验丰富 .....	6
图 5： 核心技术人员曾任职于国内外头部药企，平均从业经验超过 20 年 .....	6
图 6： 公司员工数量逐年增长 .....	7
图 7： 2017-2021 年公司营收保持高增长 .....	7
图 8： 2017-2021 年公司扣非归母净利润高增长 .....	7
图 9： 医药研发服务贡献主要收入，工艺研究与开发增速较快（单位：百万元） .....	8
图 10： 疫情扰动短期盈利能力 .....	8
图 11： 疫情下，费用率有所波动 .....	8
图 12： 海内外业务收入均稳健增长（单位：百万元） .....	9
图 13： 2017-2021 年公司国内收入占比稳步提升 .....	9
图 14： 以药物设计为基础，不断拓展业务能力 .....	9
图 15： 2018-2022 前三季度研发投入快速增长 .....	10
图 16： CRO 团队高学历人才占比大 .....	10
图 17： 药物发现业务营收逐年增长（单位：百万元） .....	12
图 18： 药物发现业务海外营收占比大 .....	12
图 19： 凭借领先的药物设计能力，公司盈利能力整体较高 .....	14
图 20： 2019-2021 药物发现业务订单数量逐年增长 .....	14
图 21： 公司在研管线覆盖多类适应症与分子靶标 .....	14
图 22： 公司逐步建立小分子药物工艺开发及研究服务能力 .....	15
图 23： 工艺研究及开发业务快速发展（百万元） .....	15
图 24： 工艺研究及开发业务毛利率处于行业较高水平 .....	15

图 25: 公司 CMC 项目储备数逐年增长, 项目梯队已形成.....	16
图 26: 预计药物研发及 CMC 的规划产能陆续投入运营.....	17
图 27: 替格瑞洛上市后快速放量, 2020 年达到销售峰值.....	18
图 28: 替格瑞洛在样医院销售快速增长 (单位: 百万元).....	19
图 29: 替格瑞洛结构有三个主要片段组成.....	20
图 30: 公司可以供应三个主要中间体.....	20
图 31: 公司商业化生产业务稳定增长 (百万元).....	21
图 32: 替格瑞洛中间体销量稳步增长 (吨).....	21
图 33: 替格瑞洛中间体销售收入稳步增长 (百万元).....	21
图 34: 替格瑞洛中间体单价逐渐降低 (万元/千克).....	22
图 35: 常州制药厂替格瑞洛中间体价格逐渐降低.....	22
图 36: 公司替格瑞洛系列中间体在国内的市占率近四成.....	22
图 37: 公司替格瑞洛系列中间体规模较大 (百万元).....	23
图 38: 公司替格瑞洛系列中间体毛利率较高.....	23
表 3: 公司已搭建药物发现与工艺开发技术平台, 赋能前端 CRO 业务.....	11
表 4: 公司与多家优质 biotech 建立良好的合作关系.....	12
表 5: 公司专注于 first in class 产品的研发服务.....	13
表 6: 公司 CMC 客户覆盖海内外多家 biotech 企业.....	16
表 7: 公司商业化产品管线丰富.....	17
表 8: 公司已获 GMP 生产资质, 向下游高附加值的 API 业务延伸.....	18
表 9: 替格瑞洛片已进行两轮集采.....	19
表 10: 替格瑞洛系列产品均已获得 DMF 备案.....	20
表 11: 公司面向海内外多家客户进行替格瑞洛系中间体的销售.....	20
表 12: 开原泓博大部分产能用于替格瑞洛系列产品的生产.....	23
表 13: 公司主要原料药品种已与制剂进行关联.....	24
表 14: 与可比公司相比, 公司估值合理.....	25

## 1、立足小分子药物设计，一站式服务药物研发及生产

泓博医药成立于 2007 年，历时 15 年发展，现已成为小分子药物研发以及商业化生产一站式综合服务商。公司立足于新药研发中的关键环节，逐步构建涵盖药物发现、工艺研究与开发的综合性技术服务平台以及新药关键中间体和自主产品生产的商业化生产平台，具备了为客户提供新药临床前研发服务至商业化生产的一站式综合服务能力。

图1: 历时 15 年发展，公司已具备 CRO+CDMO 一站式综合服务能力



资料来源：泓博医药官网

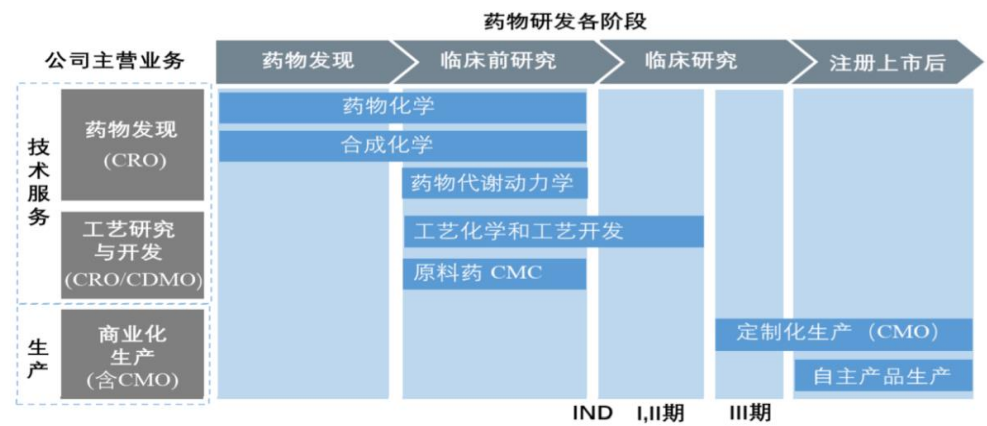
**不断延伸业务，搭建新药研发至商业化生产一体化服务平台：**凭借创始人及团队在药物化学方面的技术优势，泓博医药立足于药物设计，为海外创新药企业提供从苗头化合物到先导化合物研发以及临床候选药物筛选服务；在积累了研发和实验经验的基础上，拓展工艺研究与开发服务；公司通过研究与开发低成本、安全、环保、稳健可靠的合成工艺，为实现从公斤级到吨级的中间体及原料药的商业生产奠定基础，并在 2014 年合并开原鸿博，向下游延伸出商业化生产业务，至此搭建了小分子药物研发及商业化生产的一体化服务平台。

表1: 经过三个发展阶段，逐步完善全产业链服务能力

时间	阶段	业务概况
2007-2010 年	药物发现服务	为海外众多创新药研发企业提供从苗头化合物到先导化合物研发以及临床候选药物筛选服务，满足其在创新药物发现阶段的化合物设计、优化、合成等方面的研发需求。
2010-2014 年	药物发现和工艺研究与开发服务	为全球医药公司提供一系列药物开发服务，覆盖临床前到新药上市许可申请，包括突破已有合成路径、开拓创新性合成工艺路线、实现从临床前到新药上市许可申请定制优化。
2014 年至今	药物发现、工艺研究与开发以及商业化生产	通过合并开原泓博，向下游延伸出商业化生产业务，围绕国内外客户的创新药定制生产及仿制药自主产品的生产需求搭建中间体和原料药生产平台，承接客户临床阶段以及药品上市后关键中间体的定制化生产服务以及自主开发了多个化学结构高度复杂、多手性中心的仿制药产品。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2: 公司业务覆盖药物发现、工艺研究与开发、商业化生产 3 大板块

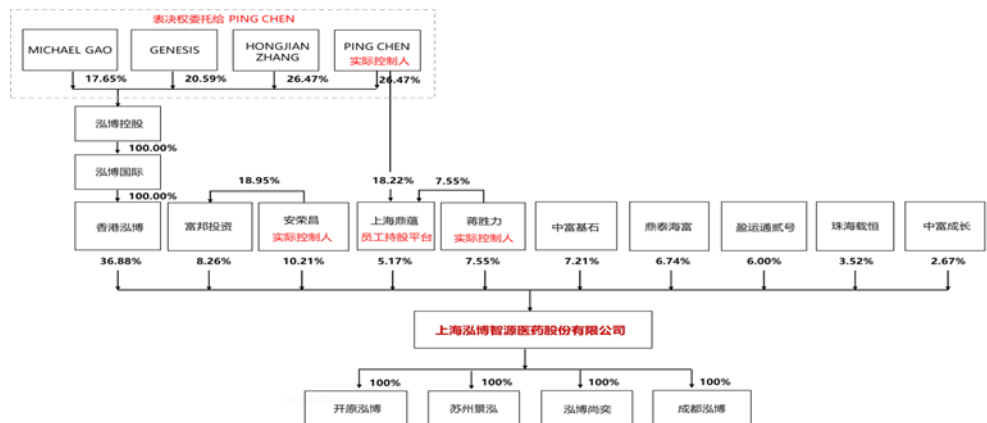


资料来源: 泓博医药招股说明书

## 1.1、股权激励到位，管理层行业经验丰富

股权结构清晰，员工激励到位。截至招股说明书签署日，香港泓博直接持有公司 36.88% 股份，系公司的控股股东。公司实际控制人为 PING CHEN、安荣昌与蒋胜利 3 人，合计持有公司约 30.42% 的股份。为有效调动公司高管与核心业务骨干的积极性，公司设立了员工持股平台上海鼎蕴，共持有公司 5.17% 的股份，为实现快速、持续、健康发展奠定人才基础。公司共下设 4 个子公司，其中开原泓博主要承担公司中间体及原料药的生产，苏州景泓主要从事技术服务与进出口业务，各子公司协调发展。

图3: 公司股权结构清晰



资料来源: Wind、开源证券研究所




表2: 各子公司协调发展

子公司	成立时间	持股比例	地址	主营业务
开原泓博	2008年9月	100%	辽宁省开原市	公司商业化生产业务
苏州景泓	2011年1月	100%	江苏省苏州市吴江区	技术服务及进出口业务
泓博尚奕	2022年9月	100%	上海市浦东新区	研发服务业务
成都泓博	2022年9月	100%	成都市温江区	研发服务业务

资料来源: Wind、开源证券研究所

**高管团队行业经验丰富，公司员工数量稳健增长：**泓博医药创始人陈平博士毕业于美国杜克大学，曾担任 BMS 首席科学家，成功领导团队开发慢性髓细胞白血病新药“达沙替尼”，在新药研发领域具有丰富的行业经验。联合创始人蒋胜力先生拥有多年的医药研发、生产及管理经验，并先后获得浙江省科学技术一等/三等奖项，具有丰富的工艺研发及放大经验。子公司开原泓博创始人安荣昌曾就职于东北制药总厂、沈阳东宇化工，拥有 34 年从业经验。

图4：核心高管团队行业经验丰富

	<p><b>陈平 PhD</b> 董事长 总经理 上海泓博创始人</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 北京大学学士，美国杜克大学博士，加拿大蒙特利尔大学博士后</li> <li>• 美国百时美施贵宝资深首席科学家（17年），慢性髓细胞白血病新药“达沙替尼”主要发明人</li> <li>• 2008年美国新泽西州研发总署“汤马斯爱迪生创新药发明专利奖”</li> <li>• 40+ SCI 科学论文、~35项 PCT 发明专利（其中28项获授权）</li> <li>• 第六批国家“千人计划”专家、2017年卫计委“重大新药创制”科技重大专项评审专家</li> </ul>
	<p><b>蒋胜力 EMBA</b> 董事/董秘 副总经理 上海泓博创始人</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 四川大学学士，中欧商学院高级工商管理硕士</li> <li>• 曾任多家制药企业技术及管理职务，包括工程师、总工程师、总经理等，具有丰富的工艺研发及生产放大经验</li> <li>• 2002年获浙江省科学技术奖一等奖、2003年获浙江省科学技术奖三等奖</li> <li>• 8项发明专利（其中4项已授权）</li> </ul>
	<p><b>安荣昌</b> 董事 开原泓博创始人</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 复旦大学学士，美国波士顿萨福克大学工商管理硕士（在读）</li> <li>• 34年从业经验，曾就职于东北制药总厂、沈阳东宇化工有限公司</li> <li>• 开原亨泰营养科技有限公司创始人</li> <li>• 浙江昂利泰制药有限公司创始人</li> </ul>

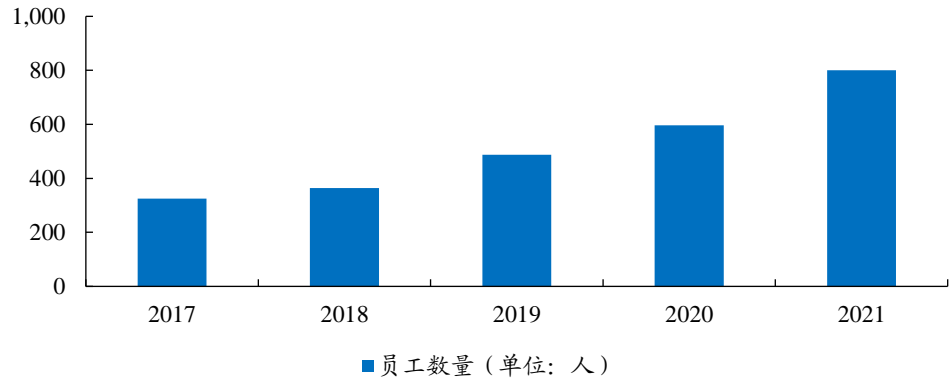
资料来源：公司公告

**核心技术人员曾任职于国内外头部药企，平均从业经验超过 20 年：**公司核心技术团队由多位具有丰富国际知名药企新药研发经验的归国专家组成，药化部负责人蔡振伟博士与工艺开发部负责人徐忠民博士曾任职于 BMS，均拥有超过 30 年从业经验，其余核心技术人员也都曾任职于海内外头部药企，行业经验丰富。截至招股说明书签署日，公司共有员工 870 人，其中技术人员 589 人，占比超 67%，为公司未来长远发展奠定了人才基础。

图5：核心技术人员曾任职于国内外头部药企，平均从业经验超过 20 年

						
<p><b>蔡振伟 PhD</b> 执行副总裁 药化学部</p> <p>Bristol Myers Squibb</p> <p>美国罗格斯大学 药化学博士</p> <p>30年从业经验</p>	<p><b>徐忠民 PhD</b> 高级副总裁 工艺开发部</p> <p>Bristol Myers Squibb</p> <p>美国波士顿学院 有机化学博士</p> <p>30年从业经验</p>	<p><b>李海峰 MS</b> 副总经理 EHS</p> <p>DESANO 迪赛诺</p> <p>复旦大学 化学工程硕士</p> <p>21年从业经验</p>	<p><b>张媛 MS</b> 副总裁 商务拓展部</p> <p>GenChem &amp; GenPharm 古塞药业</p> <p>德国法兰克福大学 生物学硕士</p> <p>23年从业经验</p>	<p><b>李世成 BS</b> 财务总监</p> <p>DESANO 迪赛诺</p> <p>上海财经大学 会计学学士</p> <p>20年从业经验</p>	<p><b>唐开勇 PhD</b> 副总裁 药学研究部</p> <p>扬子江药业集团 Yangtze River Pharmaceutical Group</p> <p>13E 基石药业 EXTIME GENE PHARMACEUTICALS</p> <p>华东师范大学 有机化学博士</p> <p>15年从业经验</p>	<p><b>李娟 PhD</b> 常务副总经理 开原泓博（工厂）</p> <p>FOSUN PHARM 复星医药</p> <p>沈阳药科大学 药化学博士</p> <p>16年从业经验</p>

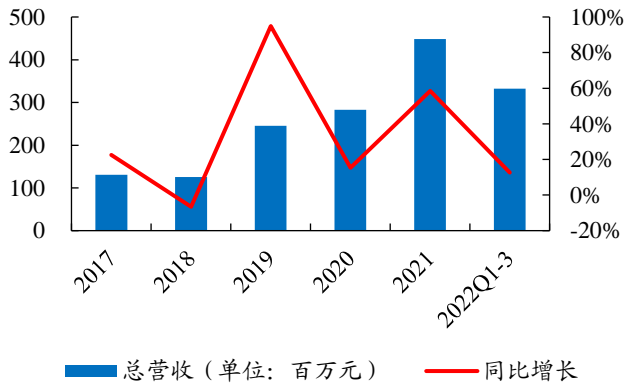
资料来源：公司公告

**图6: 公司员工数量逐年增长**


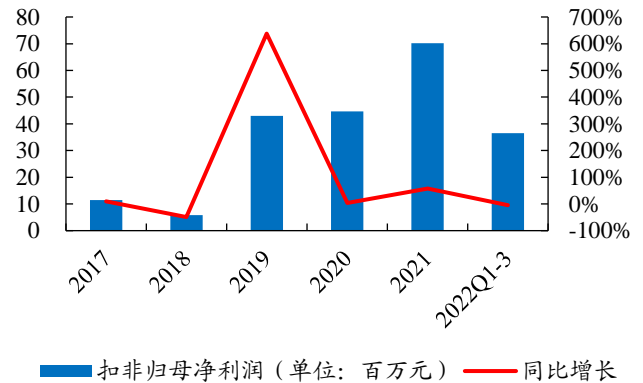
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 1.2、疫情影响下，经营业绩保持稳健

**疫情影响下，业绩保持稳健：**公司近年来经营持续向好，2021 年公司实现营业收入 4.48 亿元，同比增长 58.39%；扣非后归母净利润为 7023 万元，同比增长 57.38%，业绩亮眼。2022 年受上海疫情影响，2022 前三季度公司实现营业收入 3.32 亿元，同比增长 12.58%，保持稳健；扣非后归母净利润为 3647 万元，同比下滑 4.84%，主要系上海疫情下，多数员工居家隔离，造成公司 CRO 服务的停工损失较高，同时，公司新的产能在 2021 年底投放，折旧摊销相应增加。

**图7: 2017-2021 年公司营收保持高增长**


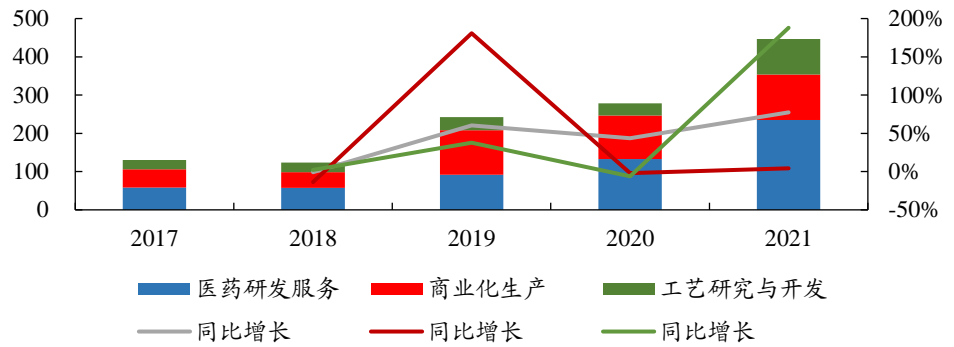
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图8: 2017-2021 年公司扣非归母净利润高增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**分业务看，医药研发服务贡献主要收入，商业化生产和工艺研究与开发业务增速快动力足：**2021 年公司医药研发服务收入 2.35 亿元，同比增长 77.42%，占整体营收比例为 52.61%，为公司主要的业务增长点；受客户结构及需求变化，2020-2021 年商业化生产业务平稳增长；同时，工艺研究与开发于 2021 年实现营收 0.93 亿元，同比增长 187.93%，在整体营收的占比由 2020 年的 11.58% 快速提升至 2021 年的 20.79%，为公司业绩贡献新的增长点。

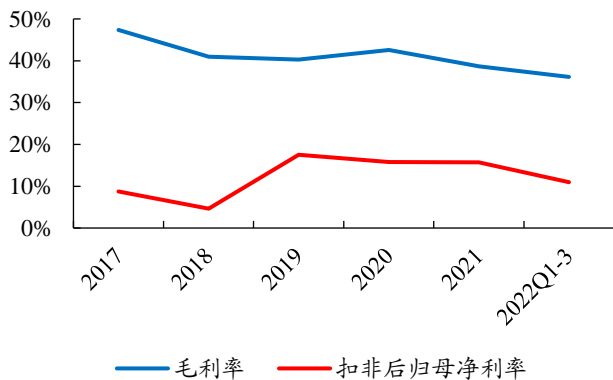
图9: 医药研发服务贡献主要收入, 工艺研究与开发增速较快 (单位: 百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

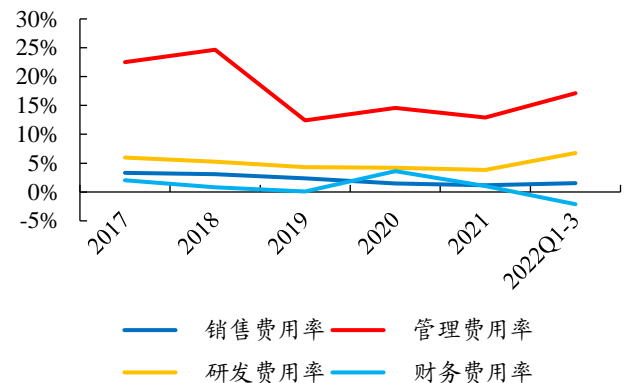
**疫情扰动下, 盈利能力有所波动:** 公司 2021 年毛利率为 38.69%, 较 2020 年下降约 3.88 个 pct, 主要系受到人工成本与材料成本上升, 以及替格瑞洛系列中间体销售单价下降的影响。近年来公司持续优化管理结构、提升运营效率, 期间费用率从 2017 年的 33.84% 下降至 2021 年的 18.91%; 2022 前三季度略有提升, 主要系疫情管控下 CRO 服务停工, 管理费用提升较多。

图10: 疫情扰动短期盈利能力



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 疫情下, 费用率有所波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

**海外贡献主要收入, 国内增速更快:** 公司与欧美、印度多家知名药企建立了稳定的合作关系, 积累了一批优质的海外客户资源。2021 年公司海外收入达 3.14 亿元, 同比增长 43.47%, 占比近 70.01%, 为公司贡献主要收入。随着国内创新药及仿制药市场的不断发展, 国内市场营收明显加速, 2021 年同比增长 121.90%, 营收占比达到 29.60%, 较 2017 年提升近 12.18 个 pct, 已成为公司业绩增长新动能。

图12: 海内外业务收入均稳健增长 (单位: 百万元)

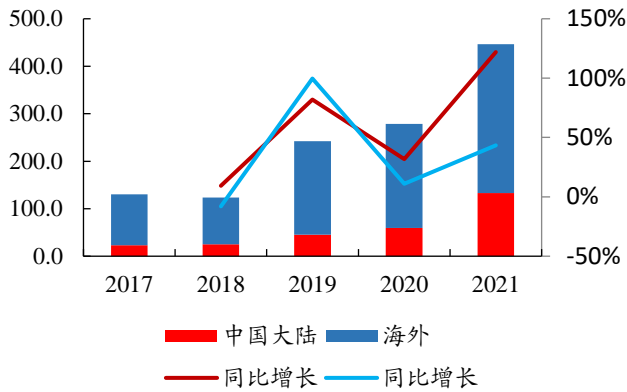
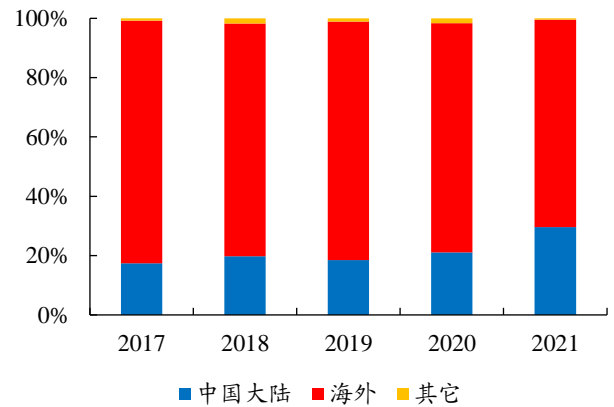


图13: 2017-2021 公司国内收入占比稳步提升



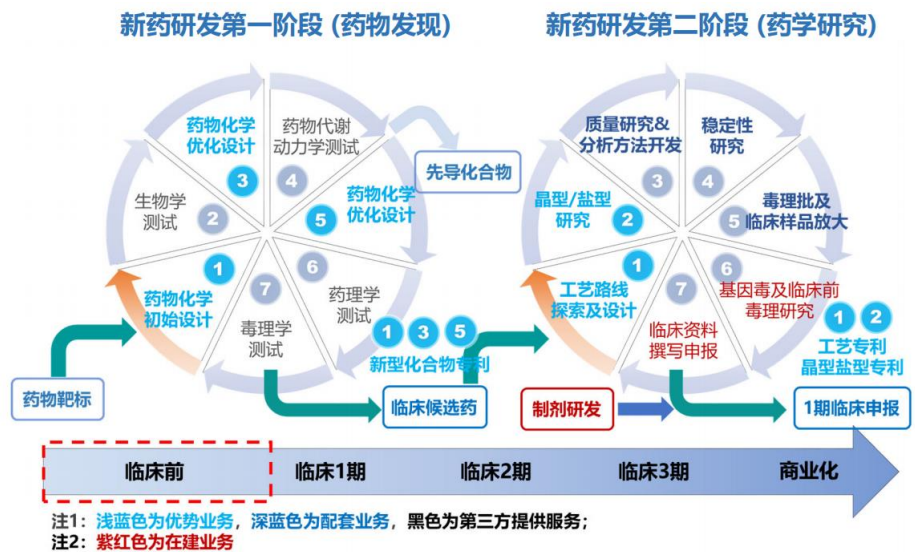
数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、不断夯实业务能力，一站式服务创新药早期研发

泓博医药以技术壁垒高、同质化竞争低的药物发现业务为起点，深度参与客户的新药发明创造，客户黏性较大，并以此为基础向药物开发的下游延伸，拓展药学研究业务，在满足客户一体化药物研发外包服务的需求上，深度绑定客户的订单。

图14: 以药物设计为基础，不断拓展业务能力

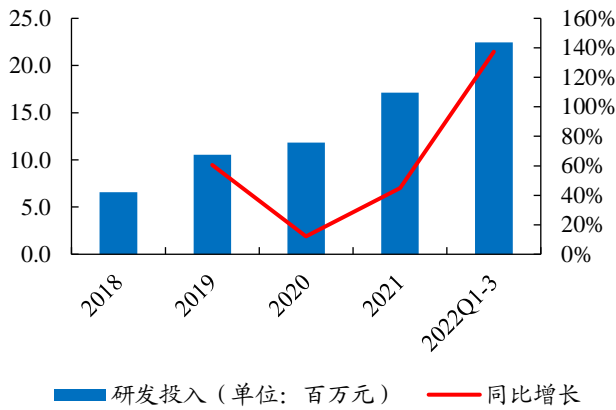


资料来源: 公司公告

### 2.1、高研发投入打造核心技术平台，赋能前端 CRO 业务

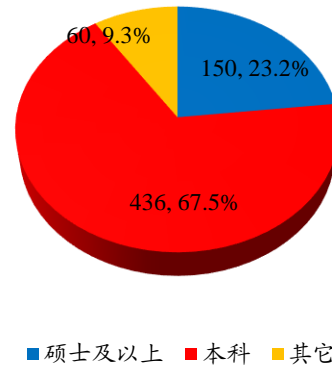
**研发投入稳健增长，CRO 团队高学历人才占比大:** 随着公司早期 CRO 业务不断发展，研发投入与研发人员数量持续增长。2021 年公司总研发投入达 1714 万元，同比增长 44.89%；药物发现及工艺研发团队总人数达 646 人，其中研发技术人员达 571 人，占比 88.4%；硕士及以上学历共 150 人 (23.2%)，本科学历共 436 人 (67.5%)，为公司 CRO 业务的长远发展提供了人才保障。

图15: 2018-2022 前三季度研发投入快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: CRO 团队高学历人才占比大



数据来源: 泓博医药招股说明书、开源证券研究所

**搭建药物发现与工艺开发技术平台，赋能前端 CRO 业务:** 药物发现技术平台主要协助客户筛选优化候选药物；其中，公司分别于 2009 年与 2010 年布局了计算机辅助 (CADD) 和人工智能辅助 (AIDD) 药物筛选技术，大幅提升项目研发效率与成功率，截至招股说明书签署日已为 36 个新药项目提供了技术支持。工艺开发技术平台主要协助客户开展药学研究工作，包括高立体选择性的催化氢化技术、酶催化反应技术、高活性原料药研发技术、连续流化学技术等几大平台。

**表3: 公司已搭建药物发现与工艺开发技术平台, 赋能前端 CRO 业务**

平台类型	平台名称	平台概况
药物发现 技术平台	有机杂环分子骨架构建合成技术和合成砌块库平台	拥有常见的各类单环, 双环 (5,5-并环, 6,5-并环, 6-并环, 杂并环, 螺环), 三环, 以及多环体系的合成砌块库, 并包括与之对应的合成方法数据库和优化的合成策略
	不对称合成技术和手性分离技术平台	掌握了多个金属催化不对称合成领域的实战经验 探索绿色经济手性合成技术, 包括有机小分子手性催化剂、酶催化和生物催化 增加硬件投入, 提供手性分析, 色谱分离条件筛选和优化, 手性制备“一站式”服务
	高通量反应条件筛选平台以及组合化学平台	已建立起金属催化偶联反应高通量条件筛选体系, 快速平行合成体系, 利用组合化学, 快速合成化合物库, 满足早期药物研发阶段对于化合物的迫切需求。
	生物有机分子合成技术平台	蛋白靶向降解 (TPD) 平台: 基于双功能蛋白靶向降解机制、分子胶技术进行药物结构设计, 已为 11 个新药项目提供技术支持 糖化学与核苷化学技术平台: 应用糖化学和核苷技术进行化合物发现和结构改造, 已为 100+ 个特殊新化合物分子结构提供技术支持 抗体偶联药物 (ADC) 平台: 高活性小分子细胞毒药物及连接子 (Linker) 设计及优化, 已为 1 个创新药项目提供技术支持
	计算机辅助药物设计 (CADD) 和人工智能辅助药物设计 (AIDD) 平台	采用计算机辅助药物设计中的虚拟高通量筛 (VHTS)、基于结构的药物设计 (SBDD)、基于片段的药物设计 (FBDD) 以及定量构效关系 (QSAR) 缩短项目的研发时间, 提高设计及研发效率, 进而降低成本 利用人工智能实现药物靶点预测、高通量筛选、药物设计和药物的吸收、分配、代谢、排泄和毒性等重要特性的预测
	高立体选择性的催化氢化技术平台	自主合成了 40 多种配体络合催化剂, 同时通过外部合作的相互授权储备了超过 100 种以上具有高度手性选择性和区域位点选择性的催化剂 结合高通量催化剂筛选设备, 发展出了针对不同选择性需求使用不同催化剂的快速识别和筛选技术, 围绕这些催化剂开发相应的工业化生产应用和催化剂回收利用技术
	酶催化反应技术平台	应用生物酶催化技术, 完成 3 个公斤级放大
	高活性原料药研发平台	资料来源: 开源证券研究所制定了适合公司设备操作、清洁、维护 SOP, 物料接收、转运、开包、取样、包装、销毁等环节的 SOP, 以及操作人员的培训、考核及生产管理等 SOP, 共计 60 多个

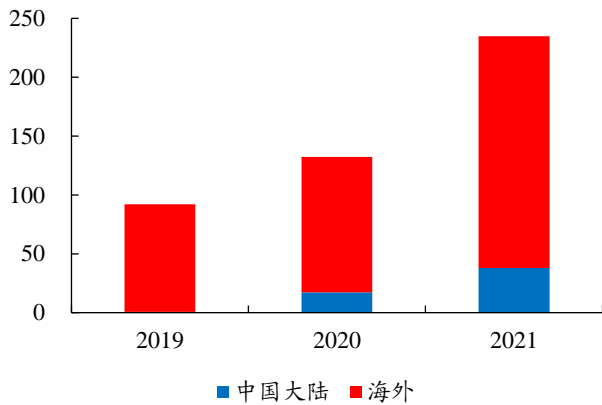
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.2、药物研发服务: 助力海内外 biotech 开发 FIC 药物

公司 CRO 服务的主要优势在于新药研发中的药物化学服务, 主要包括协助客户完成对苗头化合物的发现、先导化合物的生成、先导化合物的优化筛选以及临床候选药物的确定。

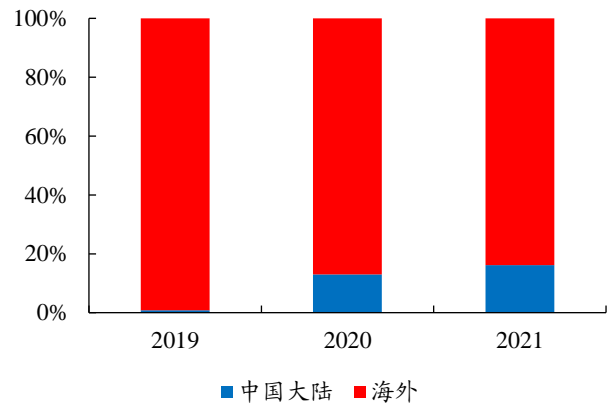
**药物发现业务海外营收占比大, 与多家海外 biotech 企业建立紧密合作:** 公司药物发现客户长期以国外客户为主, 2019-2021 海外收入占比分别为 99.17%、86.98%、83.81%; 2021 年该板块海外营收 1.97 亿元, 同比增长 70.94%。

图17: 药物发现业务营收逐年增长 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 药物发现业务海外营收占比大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

作为新药研发技术服务供应商, 公司药物发现服务由于能够提供新药设计思路并对后续研发中产生的问题提供有效的解决方案, 获得了较多美国生物医药企业的信任并进行常年合作, 主要客户包括 Agios、Alexion、KSQ、Jnana、Novartis、Astellas 等优质 biotech 公司。

表4: 公司与多家优质 biotech 建立良好的合作关系

主要客户	概况
Agios	总部位于美国马萨诸塞州的剑桥市, 一家研发白血病和血液类罕见遗传疾病新药的公司, 2013 年纳斯达克上市; 核心产品为 AG-120 和 AG-221, 主要针对复发难治性急性骨髓性白血病
Alexion	总部位于美国马萨诸塞州的波士顿, 是全球领先的罕见病生物药研发公司之一, 2020 年 12 月被阿斯利康以 390 亿美元收购; 核心产品 Soliris 是世界上第一个被批准用于治疗重症肌无力的终端补体抑制剂
KSQ	总部位于美国马萨诸塞州的剑桥市, 主要利用 CRISPR-Cas9 技术建立药物发现技术平台 CRISPRomics 开发免疫抗肿瘤新药, 已开展了 11 个药物研发项目
Jnana	总部位于美国马萨诸塞州的波士顿, 专注于开发靶向溶质载体(SLC)转运蛋白家族的创新药物; 2022 年 11 月, Jnana 宣布与罗氏 (Roche) 达成了第二项合作和许可协议, Jnana 将获得 5000 万美元的前期、重大的近期里程碑付款, 并有资格获得超过 20 亿美元的潜在未来里程碑付款。
Novartis	总部位于美国马萨诸塞州的剑桥市, 专注于激酶的小分子抑制剂的开发, 2021 年纳斯达克上市
Astellas	日本制药龙头企业, 专注于抗肿瘤、器官移植以及生殖泌尿领域
百济神州	中国走在全球化前列的生物科技公司, 专注于肿瘤药物的研发

资料来源: 公司公告、各公司官网、开源证券研究所

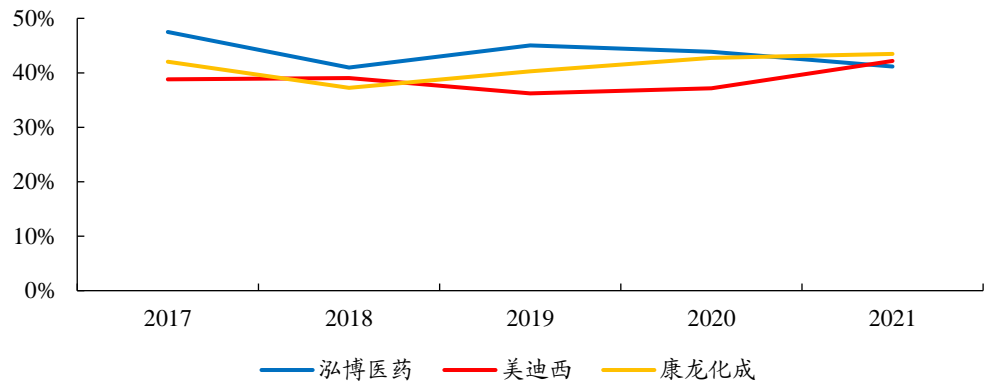
**专注于 FIC 药物的研发服务, 项目交付速度快:** 截至 2021 年末, 泓博医药已成功开发并交付了 21 款临床候选药物; 其中, 3 款已获批上市, 近 16 款为 FIC 药物, 凸显了公司在小分子药物设计上的实力。公司注重项目交付的节奏与质量, 不断提升新药研发的效率。抗急性髓系白血病新药依维替尼 (Ivosidenib) 与抗胶质瘤新药 Vorasidenib, 公司从立项到项目交付分别只花了 2 年与 8 个月时间; 其中, 依

维替尼已于 2018 年获 FDA 批准上市，从立项至上市只花了 7 年时间，为客户大大增加了专利红利期。同时，凭借自身的研发实力，公司也享有了更高的新药研发服务定价权。

**表5: 公司专注于 first in class 产品的研发服务**

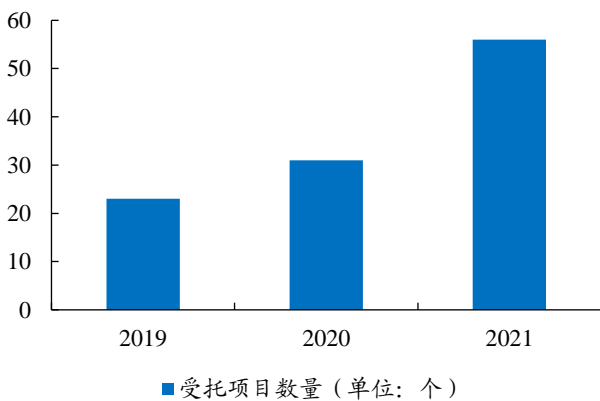
序号	客户	适应症	上市药物名称/化合物代码	新药类型	公司项目开发时间	截至目前进度
1	Hydra Biosciences	疼痛	PR-HX	first in class	2013 年-2017 年	完成临床 I 期试验
2	Spero Therapeutics	细菌感染	PR-SPR	first in class	2015 年-2018 年	完成临床 I 期试验
3	Zafgen,	超重和肥胖	PR-ZGN-1	first in class	2014 年-2019 年	完成临床 II 期试验
4	Zafgen	普拉德-威利综合征	PR-ZGN-2	first in class	2014 年-2019 年	临床前研究
5	Zafgen	糖尿病和肥胖	PR-ZGN-3	first in class	2014 年-2019 年	临床前研究
6	Agios Pharmaceuticals	镰状细胞性贫血	PR-AG-5	first in class	2017 年-2020 年	临床 I 期试验完成
7	Agios Pharmaceuticals	肿瘤	PR-AG-2	first in class	2012 年-2020 年	临床 III 期试验
8	Agios Pharmaceuticals	急性髓系白血病	Ivosidenib/ PR-AG-1	first in class	2011 年-2018 年	批准上市
9	Agios Pharmaceuticals	肿瘤	PR-AG-3	first in class	2015 年-2021 年	申报 IND
10	Agios Pharmaceuticals	肿瘤	PR-AG-4	first in class	2016 年-2019 年	临床 I 期试验
11	Agios Pharmaceuticals	丙酮酸激酶缺乏症	Mitapivat / PR-AG-7	first in class	2017 年-2018 年	批准上市
12	Agios Pharmaceuticals	肿瘤	PR-AG-6	first in class	2017 年-2019 年	临床 I 期试验
13	Anacor Pharmaceuticals	特异反应性皮炎	Crisaborole/ PR-ANA	first in class	2008 年-2009 年	批准上市
14	Achillion Pharmaceuticals	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	PR-ACH-1	first in class	2014 年-2018 年	临床 III 期试验
15	Achillion Pharmaceuticals	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	PR-ACH-2	first in class	2014 年-2016 年	临床 II 期试验
16	上海赞荣医药	肿瘤	PR-ZN	非 first in class	2018 年-2019 年	临床 I 期试验
17	德琪(浙江)医药	肿瘤	PR-ATG	未披露	2019 年-现在	临床前研究
18	Viva Star Biosciences Limited	纤维化	PR-VS	未披露	2018 年-2021 年	申报 IND
19	Nuvalent, Inc.	肿瘤	PR-NVL	非 first in class	2018 年-现在	申报 IND
20	Perfuse Therapeutics, Inc	眼部疾病	PR-PER	非 first in class	2019 年-2021 年	申报 IND
21	烨辉医药	肿瘤	PR-BN	first in class	2019 年-现在	临床前研究

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**图19: 凭借领先的药物设计能力, 公司盈利能力整体较高**


数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 美迪西为药物发现及药学研究的毛利率; 康龙化成为药物发现与研究的毛利率

**项目订单数量逐年增长, 在研管线丰富:** 随着药物研发项目陆续交付, 质量不断得到客户认可, 公司的品牌影响力正逐渐增强。2019-2021 年, 药物发现受托项目数量分别为 23/31/56 个, 逐年稳健增长。公司在研管线储备丰富, 覆盖肿瘤、免疫及抗炎、糖尿病、重度肥胖等多个治疗领域, 涉及蛋白受体、糖蛋白偶联受体、分子胶、抗体偶联药物、蛋白靶向降解嵌合体等多类分子靶标。

**图20: 2019-2021 药物发现业务订单数量逐年增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图21: 公司在研管线覆盖多类适应症与分子靶标**


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 2.3、顺应客户需求, 顺势拓展工艺研究及开发服务

在向客户提供药物发现服务基础上, 公司进一步拓展服务内容, 逐步建立合成工艺研究及开发服务体系, 可以为全球医药公司提供覆盖临床前到新药上市许可申请的一系列药物开发服务, 包括突破已有合成路线、开发新的工艺路线、实现从临床前到新药上市许可申请定制优化等具体业务。

**业务建设稳步推进, 公司于 2010 年建立了早期工艺研发团队:** 随着项目不断向后期发展, 于 2014 年收购开原泓博, 将部分产能用作支持公司的 CDMO 业务; 公司分别于 2015 年与 2020 年开始从事临床前 GLP 毒理批的生产与临床 I 期 GMP 生产。目前, CDMO 业务的开发阶段主要由上海母公司承担, 生产制造由辽宁工

厂完成，两者互相补充协同发展。

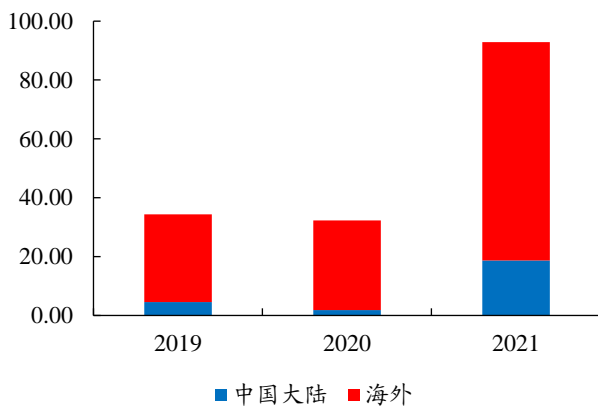
图22: 公司逐步建立小分子药物工艺开发及研究服务能力



资料来源：公司公告、开源证券研究所

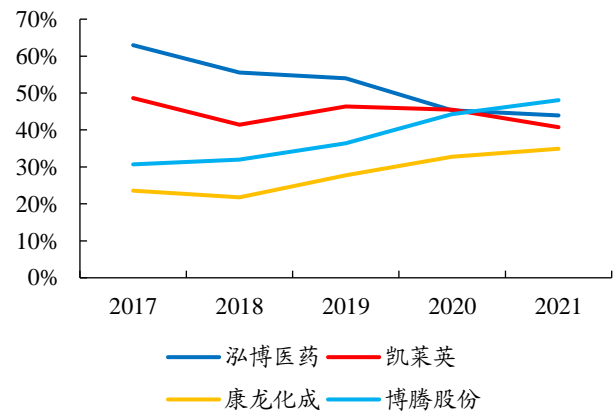
**2021年工艺研究及开发业务高速增长：**2021年公司工艺研究与开发业务营收9283万元，同比增长187.90%，主要系原有客户新项目以及新增客户收入增速较快，同比增长率分别为111.68%与81.45%；其中，海外收入达7416万元，占比79.89%。随着公司放大项目收入的增加，相应的毛利率略微下降，2021年的毛利率为43.94%，仍处于较高水平。

图23: 工艺研究及开发业务快速发展（百万元）



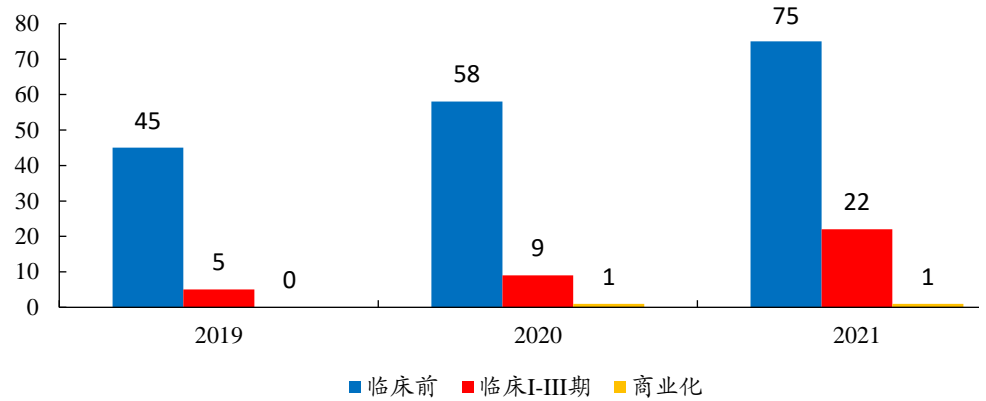
数据来源：泓博医药招股说明书、开源证券研究所

图24: 工艺研究及开发业务毛利率处于行业较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：凯莱英为临床阶段业务；康龙化成为 CMC 业务；博腾股份为临床早期业务

**项目梯队已形成，客户覆盖海外内多家 biotech 企业：**随着 CMC 业务不断发展，项目储备总数从 2019 年的 50 个增长至 2021 年的 98 个；2021 年临床前、临床阶段与商业化阶段的项目数量分别为 75/22/1 个，项目梯队已形成。工艺研究及开发的业务的客户覆盖海外内多家 biotech 企业，包括 Nuvalent、Agiros、Viva Star、百济神州等，与药物发现业务的客户重合度较高，显示公司业务的连贯性及客户的黏性。

**图25: 公司 CMC 项目储备数逐年增长, 项目梯队已形成**


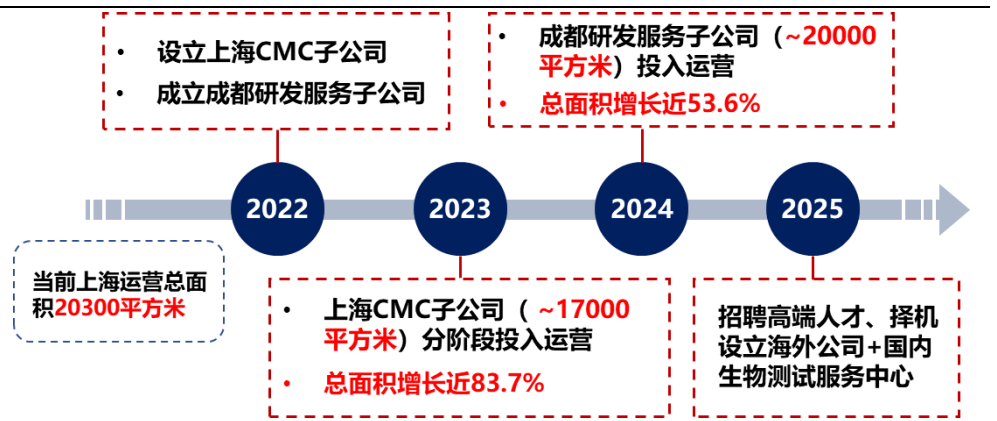
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**表6: 公司 CMC 客户覆盖海内外多家 biotech 企业**

主要客户	提供服务内容
Nuvalent	抗肿瘤药物工艺开发
Agios	抗肿瘤药物及罕见代谢性遗传疾病药物工艺研发
Viva Star	衰竭性疾病药物工艺开发
Perfuse	眼部疾病药物工艺开发
Zion Pharma	小分子肿瘤创新药物工艺开发
High Hope Pharm	糖尿病类药物工艺开发
Zafgen	肥胖相关疾病药物工艺开发
BeiGene	靶向及免疫抗肿瘤药物工艺开发
康龙化成	纤维化药物工艺开发
愈磐生物	抗肿瘤药物工艺开发

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**配套产能陆续释放, 奠定业绩增长基础:** 2022年9月, 公司成立泓博尚奕(上海)与成都泓博, 未来将分别承接 CMC 业务与 CRO 服务。泓博尚奕 CMC 规划面积为 17000 平方米, 预计 2023 年上半年部分投入运营, 2023 年底全部建成, 总面积预计增长 83.7%; 成都泓博规划面积 20000 平方米, 预计 2024 年初投入运营, 总面积预计增长 53.6%, 随着配套产能的陆续投入运营, 公司业绩有望持续稳定增长。

**图26: 预计药物研发及 CMC 的规划产能陆续投入运营**


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、商业化生产: 核心品种竞争格局好, 一体化布局贡献新增量

随着公司工艺研发业务的不断发展和成熟, 为了不断满足创新药和仿制药客户的需求, 公司于 2014 年合并开原泓博, 向下游延伸布局商业化生产业务。目前, 开原泓博主要承接从上海转移的创新药 CDMO 后端生产以及仿制药中间体、原料药生产, 并且公司已储备了替格瑞洛系列中间体(优势品种)及原料药、左卡尼汀原料药、奥拉西坦原料药等丰富的产品管线。

**表7: 公司商业化产品管线丰富**

产品名称	CAS 号	质量标准	适应症
替格瑞洛	274693-27-5	CEP, USDMF	急性冠脉综合征
奥拉西坦	62613-82-5	DMF	记忆与智能障碍
左卡尼汀	541-15-1	CEP, USDMF	慢性肾衰
维帕他韦	1377049-84-7	IN-HOUSE	丙型肝炎
帕拉米韦	1041434-82-5	DMF	甲型或乙型流行性感
石杉碱甲	102518-79-6	IN-HOUSE	良性记忆障碍
维生素 K2	11032-49-8	Pilot	凝血、促进骨形成

资料来源: 泓博医药官网、开源证券研究所

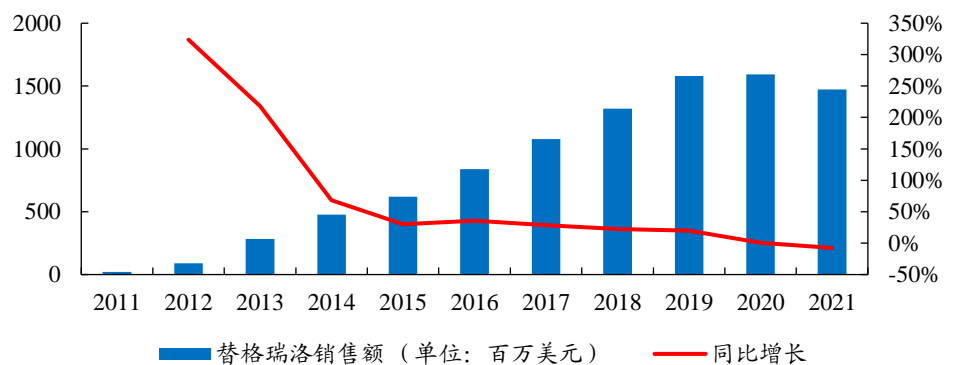
**表8: 公司已获 GMP 生产资质, 向下游高附加值的 API 业务延伸**

产品名称	适应症	中国		欧盟		美国	
		注册	认证	注册	认证	注册	认证
替格瑞洛	急性冠脉综合征	-	取得 GMP	2021.07	2022.12	2021.08	2023.01
左卡尼汀	慢性肾衰	2022.01	2023.06	2022.02	2023.02	2022.02	2023.04
帕拉米韦	抗流感病毒	2023.06	2024.12	-	-	-	-

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

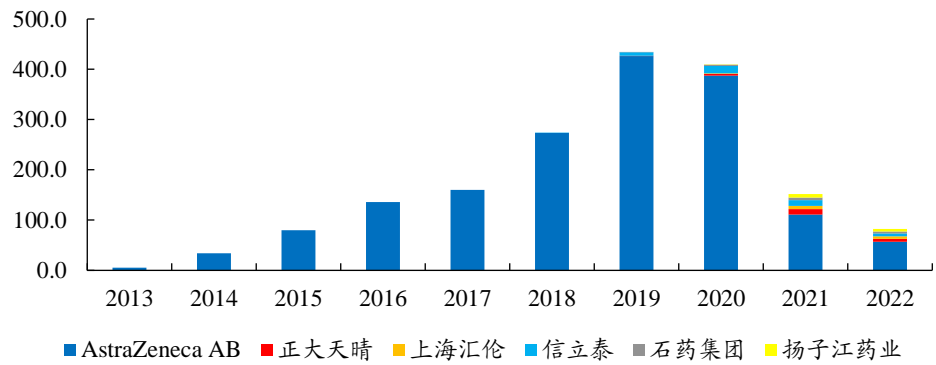
### 3.1、替格瑞洛: 心血管领域重磅产品, 专利陆续到期

**替格瑞洛—心血管领域重磅产品, 年销售额近百亿元:** 替格瑞洛 (Ticagrelor) 是阿斯利康研发的一种具有选择性的小分子抗凝血药, 于 2010/2011/2012 年分别在欧盟、美国、中国获批上市, 商品名为倍林达。替格瑞洛用于急性冠脉综合征 (不稳定心绞痛、非 ST 段抬高心肌梗死或 ST 段抬高心肌梗死) 患者, 包括接受药物治疗和经皮冠状动脉介入 (PCI) 治疗的患者, 降低血栓性心血管事件的发生率。上市后, 替格瑞洛的全球销售额快速增长, 2020 年达到 15.81 亿美元的销售峰值, 此后, 受仿制药冲击及疫情影响, 销售额略有下滑。

**图27: 替格瑞洛上市后快速放量, 2020 年达到销售峰值**


数据来源: 阿斯利康公告、开源证券研究所

**集采后, 国内仿制药快速放量:** 在中国上市后, 替格瑞洛销售额快速增长, 2019 年在样本医院的销售额达 4.34 亿元。同年, 替格瑞洛在中国专利到期, 国产仿制药开始进入市场。2020 年和 2021 年, 国家医保局先后对规格为 90mg 和 60mg 的替格瑞洛片进行全国集采, 分别有 6 家和 4 家中国企业中标。中标后, 国产仿制药快速放量, 占比稳定提升。

**图28: 替格瑞洛在样医院销售快速增长 (单位: 百万元)**


数据来源: PDB、开源证券研究所

**表9: 替格瑞洛片已进行两轮集采**

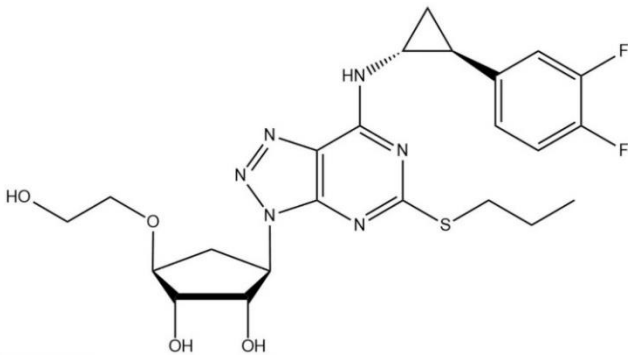
集采批次	规格	中选企业	中选价格 (元/片)	供应省(区)
第3批全国药品集采	90mg	上海汇伦	0.63	北京、黑龙江、山东、河南、湖南、云南
		石药集团欧意	0.96	吉林、江苏、浙江、四川、新疆(含兵团)
		深圳信立泰	1.28	山西、安徽、广东、广西、宁夏
		南京正大天晴	1.46	天津、内蒙古、上海、福建、海南
		海正药业	1.93	河北、辽宁、重庆、贵州、青海
		扬子江	2.25	江西、湖北、西藏、陕西、甘肃
第4批全国药品集采	60mg	深圳信立泰	0.80	山西、辽宁、河南、湖南、广东、海南、云南、宁夏、新疆(含兵团)
		南京正大天晴	0.92	北京、黑龙江、安徽、江西、山东、四川、西藏、甘肃
		海正药业	1.10	河北、内蒙古、吉林、上海、浙江、陕西、青海
		上海汇伦	1.14	天津、江苏、福建、湖北、广西、重庆、贵州

资料来源: 国家医保局、开源证券研究所

### 3.2、替格瑞洛系中间体: 绑定多家集采中标企业, 国内市占率近四成

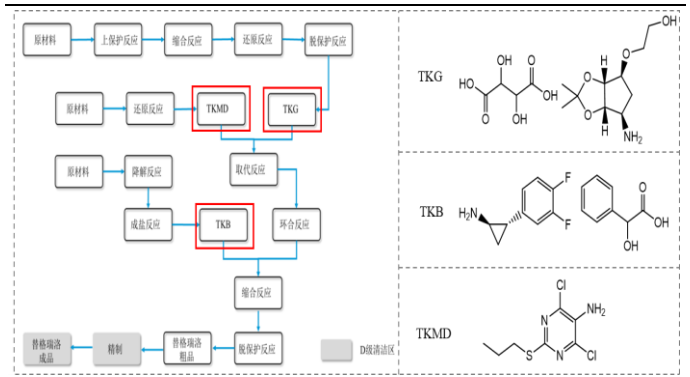
**供给端, 具有全产业链供应能力, 系列产品均已获 DMF 备案:** 从结构上看, 替格瑞洛有三个关键中间体合成而来, 泓博医药可以从起始物料合成三个关键中间体, 并在此基础上进一步制备替格瑞洛原料药, 具有“中间体-原料药”的全产业链的生产及供应能力, 现已在 FDA 申请 DMF 备案。

图29: 替格瑞洛结构有三个主要片段组成



资料来源: 公司官网

图30: 公司可以供应三个主要中间体



资料来源: 公司公告

表10: 替格瑞洛系列产品均已获得 DMF 备案

产品	CAS 号	DMF 号	状态
TICAGRELOR	274693-27-5	34918	A
TICAGRELOR INTERMEDIATE1	376608-65-0	28110	A
TICAGRELOR INTERMEDIATE2	145783-15-9	28111	A
TICAGRELOR INTERMEDIATE3	376608-71-8	28112	A

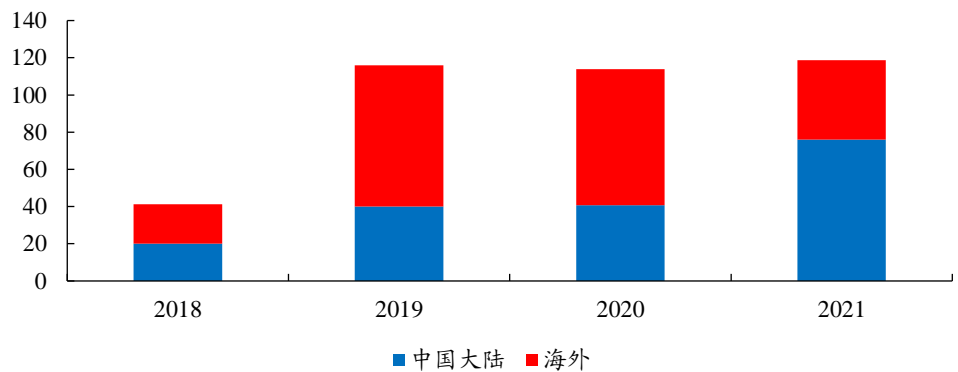
资料来源: FDA 官网、公司公告、开源证券研究所

**客户端，与海内外主要仿制药企业建立合作关系，增量空间犹在：**替格瑞洛化合物专利于 2019 年底到期，但是原研公司阿斯利康在美国、欧洲、日本等国家的晶型或者制剂配方专利仍在有效期，因此部分国家、地区仿制药无法销售，预计随着专利到期后对上游原料药和中间体的需求会进一步增加。在海外，前期公司主要向 Dr.Reddy、Divis laboratory、Sun Pharma 等知名印度仿制药公司供应替格瑞洛中间体。2020 年起国际供应链受到疫情的冲击，印度需求有所萎缩，但国内仿制药企业陆续中报全国药品集采，并且多数中标企业为公司的客户（规格为 90mg 中标 6 家企业，5 家为公司客户；规格为 60mg 中标 4 家企业，3 家为公司客户），国内需求快速提升。

表11: 公司面向海内外多家客户进行替格瑞洛系中间体的销售

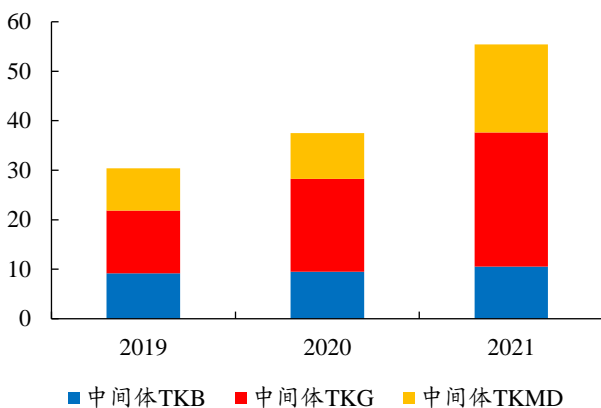
地区	主要客户
中国	上海汇伦、石药集团欧意药业、深圳信立泰、正大天晴、海正药业、扬子江、先声药业等
海外	Sun Pharmaceutical、Dr.Reddy's Laboratories、MSN Organics、Divis Laboratories、Unichem laboratories、KRKA 等

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

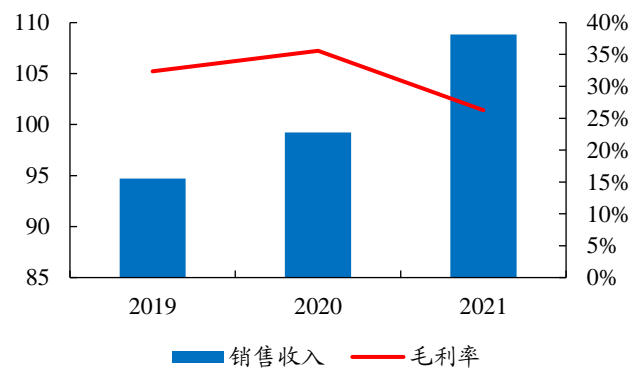
**图31: 公司商业化生产业务稳定增长 (百万元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**需求快速提升, 盈利能力略有波动:** 随着市场需求持续上升, 2019-2021 年替格瑞洛三个中间体合计销量稳步增长依次为 30/38/55 吨。其中, 替格瑞洛 TKG 合成步骤最长、工艺也最复杂, 也是公司的优势产品, 2021 年 TKG 销量达 25 吨 (占比近 51.3%)。收入端看, 2021 年替格瑞洛系中间体销售额达 1.09 亿元, 同比增长 9.67%; 其中, 国内销售额占比明显增加, 从 2020 年的 33.70% 上升至 2021 年的 63.92%。2021 年替格瑞洛系中间体毛利率 26.26%, 较 2020 年下滑近 9.32 个 pct, 主要系集采后国内单价下降叠加国内销售占比提升。

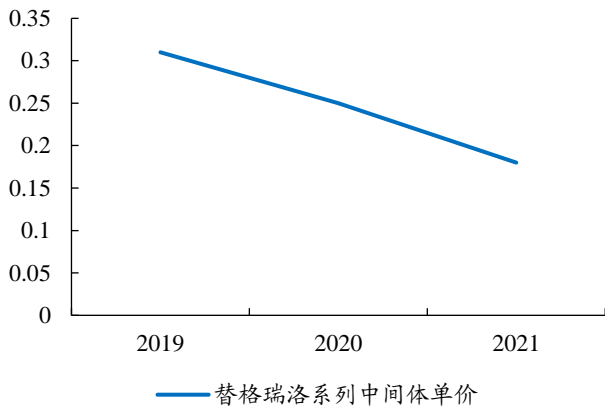
**图32: 替格瑞洛中间体销量稳步增长 (吨)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

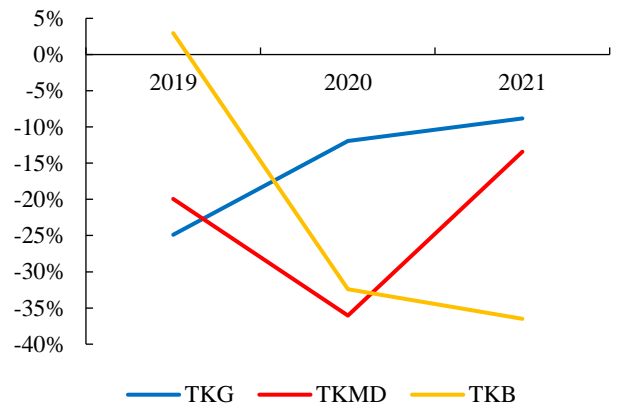
**图33: 替格瑞洛中间体销售收入稳步增长 (百万元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

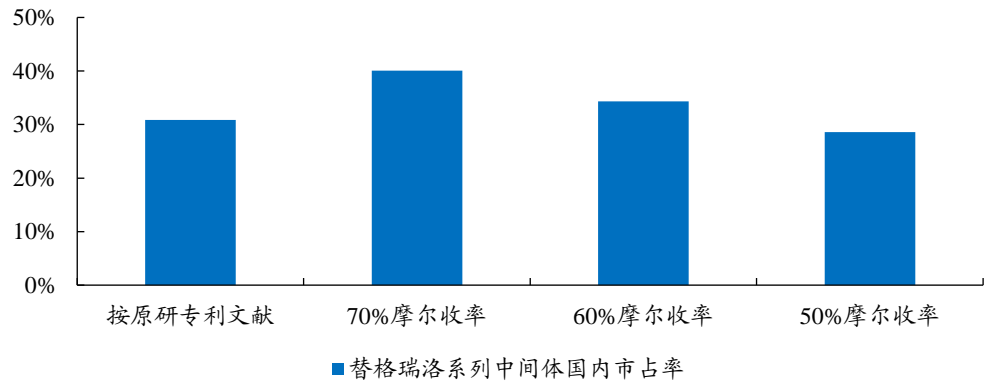
**替格瑞洛系列中间体已充分竞争, 公司国内市占率近四成:** 随着专利到期, 客户需求从原来的小批量、定制化、试验性采购转为商业化大批量采购, 采购量上升的同时造成价格下降, 2019-2021 年泓博医药与主要竞争对手常州制药厂的替格瑞洛系列中间体价格均稳步下降。以集采中标的采购量 (全国市场的 60%) 及泓博医药的供应量测算, 公司向客户提供的替格瑞洛系列中间体的市占率已接近 40% 左右, 处于较为领先的地位。

**图34: 替格瑞洛中间体单价逐渐降低 (万元/千克)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

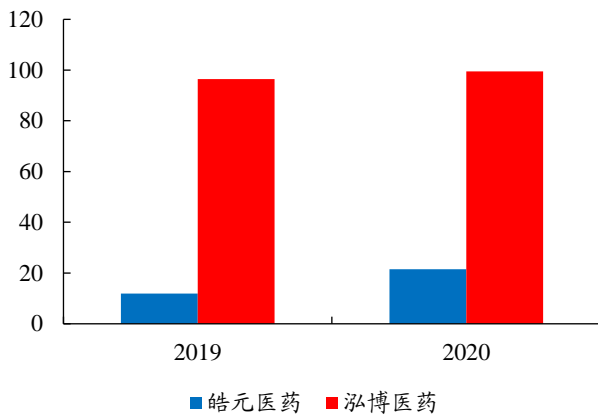
**图35: 常州制药厂替格瑞洛中间体价格逐渐降低**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

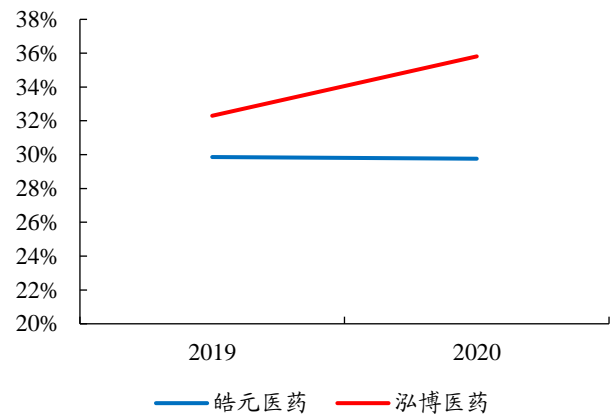
**图36: 公司替格瑞洛系列中间体在国内的市占率近四成**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**横向对比, 泓博医药的替格瑞洛系列中间体规模大且盈利能力较高:** 与皓元医药相比, 泓博医药的替格瑞洛系列中间体的客户更多, 截至 2020 年底, 皓元医药该产品的国内客户仅有海正药业与信立泰。2020 年, 公司与皓元医药在该系列产品上的销售额分别为 0.99/0.22 亿元, 毛利率分别为 35.81%/29.76%, 公司在销售规模与成本端均具备优势。

**图37: 公司替格瑞洛系列中间体规模较大 (百万元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图38: 公司替格瑞洛系列中间体毛利率较高**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.3、工厂整体产能较足，进一步拓展高附加值 API 业务

开原工厂整体产能较足，重点生产替格瑞洛系列产品：截至 2022 年上半年，开原泓博拥有员工 224 人，建筑面积共 18600 平方米，设备总容积约 400 立方米。开原工厂经环评批复的各类中间体及原料药总产能约为 211 吨，2021 年替格瑞洛系列产品的合计产量约为 49 吨，产能仍有进一步协调拓展的空间。

**表12: 开原泓博大部分产能用于替格瑞洛系列产品的生产**

序号	产品名称	经环评批复的产量 (公斤/年)	《环境影响后评价报告》 记载的产量 (公斤/年)	2021 年实际产量 (公斤/年)
1	奥拉西坦	80000	5000	152.15
2	左乙拉西坦	100000	10000	-
3	替格瑞洛原料药	3500	38000	-
4	替格瑞洛系中间体 TKB	7800	35000	6859.63
5	替格瑞洛系中间体 TKG	10800	50000	25289.66
6	替格瑞洛系中间体 TKMD	7200	30000	17174.80
7	PLV	500	500	-
8	Bail-04	549	6000	3412.64
9	帕拉米韦 5	400	5000	-
10	左卡尼汀	540	30000	1070.96
	合计	211289	209500	53959.84

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**已获 GMP 生产资质，向下游高附加值的 API 业务延伸：**凭借公司在替格瑞洛系列中间体的优势，公司积极向下游拓展 API 业务。据辽宁省药监局官网显示，开原泓博于 2022 年 8 月通过了 GMP 核查，具备了替格瑞洛 API 的生产资质，并且公司的替格瑞洛原料药已与下游制剂客户进行关联，预计随着下游客户产品的上市销售，公司高附加值的原料药将贡献新的增量。

**表13: 公司主要原料药品种已与制剂进行关联**

序号	品种名称	登记号	登记人	备注	有效期
1	奥拉西坦	Y20170000126	开原泓博	CYHS1200179	长期有效
2	替格瑞洛	Y20190021511	开原泓博	CYHS2060015	长期有效

资料来源：公司公告、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，泓博医药不断加强各业务的服务能力并增加产能扩建，我们预计：

(1) 随着药物研发产能的投放及市场端的开拓，2022-2024 年药物研发服务的收入增速为 20.00%、47.50%、45.00%；毛利率分别为 41.00%、42.50%、43.00%。

(2) 同时，工艺研究及开发服务 2022-2024 年的收入增速为 10.00%、47.50%、45.00%；毛利率基本保持稳定，分别为 43.00%、43.50%、44.00%。

(3) 随着新产能的投放及 API 业务的发展，预计商业化业务有望快速增长，2022-2024 年收入增速为 10.00%、50.00%、50.00%，毛利率分别为 30.00%、31.00%、32.00%。

(4) 随着收入规模不断增加，预计公司的销售、管理、研发及财务费用率逐渐降低。

### 4.2、盈利预测与估值

公司成立于 2007 年，历时 15 年发展，现已成为小分子药物研发以及商业化生产一站式综合服务商。公司立足于新药研发中的关键环节，逐步构建涵盖药物发现、工艺研究与开发的综合性技术服务平台以及新药关键中间体和自主产品生产的商业化生产平台，具备了为客户提供新药临床前研发服务至商业化生产的一站式综合服务的能力。公司以小分子药物设计见长，并与海外优质 biotech 公司建立深度的合作关系，协助客户开发多款 FIC 药物，并享有较高的议价权，业务有特色。同时，公司主要的商业化品种竞争格局好，并处于专利陆续到期阶段，客户需求有望持续增加，随着公司向更高附加值的 API 业务延伸，有望贡献新的增量。我们看好公司的长期发展，预计 2022-2024 年公司的归母净利润为 0.63/1.19/1.86 亿元，EPS 为 0.81/1.55/2.42 元，当前股价对应 PE 为 59.7/31.4/20.0 倍，2022 年公司经营受新冠疫情等因素影响，利润端承压，预计 2023-2024 年业绩恢复高增长，与可比公司相比，估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表14: 与可比公司相比, 公司估值合理**

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	75.01	164.1	-32.1	41.9	41.3	30.8	45.3	31.9	22.6
688131.SH	皓元医药	108.40	48.7	11.5	61.7	50.0	59.1	53.0	32.8	21.8
688179.SH	美迪西	199.00	118.1	61.9	57.9	52.0	61.4	37.9	24.0	15.8
可比公司平均			110.3	13.8	53.8	47.8	50.4	45.4	29.6	20.1
301230.SZ	泓博医药	48.19	51.1	-14.9	90.2	56.5	50.8	59.7	31.4	20.0

资料来源: Wind、开源证券研究所 注: 泓博医药、药石科技、皓元医药、美迪西的盈利预测均来自开源证券研究所, 数据截止 2022 年 12 月 15 日收盘

## 5、风险提示

药物研发市场需求下降、核心成员流失、产能投放不及预期等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	232	277	264	327	471
现金	111	108	153	184	270
应收票据及应收账款	42	89	0	0	0
其他应收款	4	4	5	9	12
预付账款	1	2	2	4	5
存货	61	47	77	103	158
其他流动资产	13	27	27	27	27
<b>非流动资产</b>	118	281	296	368	458
长期投资	2	2	2	2	3
固定资产	88	110	127	201	290
无形资产	8	8	9	9	9
其他非流动资产	20	161	157	155	156
<b>资产总计</b>	350	558	560	695	929
<b>流动负债</b>	83	129	68	84	132
短期借款	23	22	22	36	83
应付票据及应付账款	39	51	0	0	0
其他流动负债	22	56	46	48	48
<b>非流动负债</b>	4	81	81	81	81
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	81	81	81	81
<b>负债合计</b>	87	209	149	165	212
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	58	58	58	58	58
资本公积	135	146	146	146	146
留存收益	70	144	207	326	512
<b>归属母公司股东权益</b>	263	348	411	530	717
负债和股东权益	350	558	560	695	929

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	54	105	88	117	167
净利润	49	74	63	119	186
折旧摊销	16	15	22	30	42
财务费用	10	5	-3	-3	-3
投资损失	-2	-2	0	0	0
营运资金变动	-23	-13	6	-29	-58
其他经营现金流	4	27	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	18	-90	-38	-102	-132
资本支出	34	92	37	102	132
长期投资	51	2	-0	-0	-0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	4	-10	-7	3	3
短期借款	-3	-0	0	14	47
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	0	0	0	0
资本公积增加	70	11	0	0	0
其他筹资现金流	-65	-22	-7	-10	-44
<b>现金净增加额</b>	70	2	44	18	38

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	283	448	515	762	1115
营业成本	163	275	316	459	666
营业税金及附加	1	2	2	3	4
营业费用	4	5	8	8	12
管理费用	41	58	86	114	156
研发费用	12	17	33	46	67
财务费用	10	5	-3	-3	-3
资产减值损失	-2	-2	1	1	1
其他收益	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	55	87	72	136	214
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	55	86	73	136	215
所得税	7	13	10	17	28
<b>净利润</b>	49	74	63	119	186
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	49	74	63	119	186
EBITDA	69	100	92	163	254
EPS(元)	0.63	0.96	0.81	1.55	2.42

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.4	58.4	14.8	48.1	46.3
营业利润(%)	8.1	56.7	-16.4	87.3	57.9
归属于母公司净利润(%)	3.0	51.1	-14.9	90.2	56.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	42.6	38.7	38.6	39.7	40.3
净利率(%)	17.2	16.4	12.2	15.6	16.7
ROE(%)	18.5	21.1	15.2	22.5	26.0
ROIC(%)	27.4	26.8	21.8	30.7	34.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.8	37.5	26.6	23.8	22.8
净负债比率(%)	-33.7	-22.1	-31.7	-28.0	-26.0
流动比率	2.8	2.2	3.9	3.9	3.6
速动比率	1.9	1.6	2.4	2.3	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	1.2	1.4
应收账款周转率	5.8	6.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.1	9.6	17.3	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.96	0.81	1.55	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	1.37	1.15	1.52	2.17
每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.53	5.35	6.90	9.32
<b>估值比率</b>					
P/E	76.7	50.8	59.7	31.4	20.0
P/B	14.2	10.7	9.1	7.0	5.2
EV/EBITDA	39.2	27.3	28.9	16.3	10.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 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

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
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

### 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