

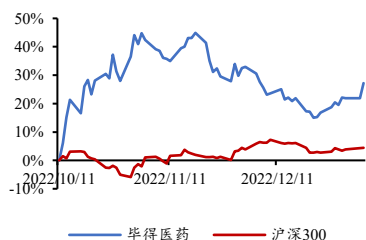
深耕分子砌块，开拓布局，服务全球

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-01-04

收盘价（元）	86
近 12 个月最高/最低（元）	101/63
总股本（百万股）	65
流通股本（百万股）	13
流通股比例（%）	20
总市值（亿元）	56
流通市值（亿元）	11

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

主要观点：

● 国内公斤级以下分子砌块龙头，业绩持续高增长

毕得医药是国内公斤级以下分子砌块头部公司，聚集于新药研发前端，主要服务于药物靶点发现、苗头化合物合成及筛选、先导化合物发现合成及优化、药物候选化合物发现等新药研发的关键环节。公司从事药物分子砌块和科学试剂研发设计多年，深刻理解新药研发疾病研究最新动态，拥有成熟强大的药物分子砌块研发设计技术体系，能够为客户提供结构新颖独特、功能多样的药物分子砌块及科学试剂，以适应下游客户的高技术、多品类、微小剂量及多频次等产品需求特点，在药物分子砌块产业链处于先导核心地位。2021 年公司实现收入 6.06 亿元，同比增长 54.86%；归母净利润 0.98 亿元，同比增长 65.37%。2022 年前三季度，公司营收 5.89 亿元，同比增长 37.95%；归母净利润 0.98 亿元，同比增长 46.95%。

● 分子砌块市场规模可观、国产替代趋势显著

根据 Nature Reviews 的研究报告，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，据此估算全球药物分子砌块的市场规模 2020 年约为 441 亿美元，到 2026 年将达 546 亿美元。药物分子砌块研发和生产是一个全球竞争的行业，在国内和国外均属于市场化程度较高的行业。目前，美国、欧洲等国际药物分子砌块市场内的主要产品以 Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 和 Enamine 及 TCI 等著名品牌为主，而以药石科技、皓元医药、阿拉丁及毕得医药为代表的国内药物分子砌块企业正在不断冲击国际巨头在国内市场份额和攻克部分国际市场份额，具有很强的进口替代效应。

● 毕得聚焦创新前端，产品种类丰富，品牌壁垒强

毕得医药聚焦于新药研发产业链前端，经过多年与下游新药研发客户的合作，公司依托较强的药物分子砌块研发设计、合成生产、分子结构确证、纯度检测及纯化等核心技术，公司具备向新药研发机构提供超过 30 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块的能力，其中常备药物分子砌块现货库超过 7 万种。分子砌块库种类数量系药物分子砌块横向发展竞争力的核心指标，毕得常备库存、可向客户提供的产品种类数与同行业上市公司相比处于领先水平。

公司自设立开始就坚持打造培育了“毕得”、“AmBeed”、“BLD”、“CSN”等自主品牌，经过与产业链上下游多年的合作，公司的全部产品均使用自主品牌销售，目前拥有数千家新药研发机构客户，已经在头部药企、科研院所、CRO 机构所处的终端客户领域形成较强的产品品牌辨识度、影响力和美誉度，不断夯实公司的品牌和客户资源优势。

● 积极开拓海外，进行区域中心布局，快速响应全球市场需求

毕得医药致力于打造服务全球客户的商业布局，终端客户覆盖工业端和

科研端，目前毕得医药已在境外设立 5 家子公司，分别位于美国、印度、中国香港与德国等全球研发高地。2019~2021 年境外收入复合增长率为 65.33%，占主营业务比重分别为 41.17%、48.98%和 46.11%。公司于 2018 年积极推动境外销售模式转型，通过在美国、欧洲、印度等各地设立区域中心，从而推进业务全球化布局，相应全球客户需求，提升自有品牌，未来海外收入有望继续高速增长。

● 投资建议

我们预计公司 2022~2024 年营收分别为 8.24/10.97/14.32 亿元；同比增速为 36.0%/33.1%/30.5%；归母净利润分别为 1.37/1.88/2.46 亿元；净利润同比增速 40.0%/37.9%/30.6%；对应 2022~2024 年 EPS 为 2.1/2.9/3.8 元/股；对应估值为 41/30/23 倍。考虑公司作为国内分子砌块龙头，聚焦创新前沿，产品种类丰富、品牌优势突出，积极开拓海外布局，我们看好公司的未来增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

汇兑风险；药物研发不及预期的风险；行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	606	824	1097	1432
收入同比 (%)	54.9%	36.0%	33.1%	30.5%
归属母公司净利润	98	137	188	246
净利润同比 (%)	65.4%	40.0%	37.9%	30.6%
毛利率 (%)	49.5%	48.5%	47.6%	46.6%
ROE (%)	15.5%	6.6%	8.3%	9.8%
每股收益 (元)	2.04	2.10	2.90	3.79
P/E	0.00	40.74	29.55	22.62
P/B	0.00	2.68	2.46	2.22
EV/EBITDA	-1.28	22.56	18.75	14.00

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 国内分子砌块龙头上市，业务迈上新台阶	5
1.1 公司营收稳步增长，利润端扭亏为盈	7
1.2 聚焦新药研发前端，分子砌块+科学试剂协同发展	8
1.3 海外业务占比突出，北美和欧洲是主要境外市场	10
2. 行业市场规模可观，进口替代趋势明显	10
2.1 分子砌块市场前景广阔，空间巨大	10
2.2 国产分子砌块物美价廉，国产替代未来可期	12
3 深耕分子砌块，战略定位横向发展，布局全球	13
3.1 横向发展策略，打造最齐全产品库	13
3.2 坚持直销模式，坚持客户结构多元化	15
3.3 响应全球客户多样化需求，海外布局稳步推进	17
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资逻辑与建议	21
风险提示:	22
财务报表与盈利预测	23

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构	6
图表 3 公司高级管理人员和核心技术人员介绍	6
图表 4 2018-2022Q1-3 营业收入及同比增速	7
图表 5 2018-2022Q1-3 归母净利润及同比增速	7
图表 6 2018-2022Q1-3 毛利率和净利率变化情况	8
图表 7 2018-2022Q1-3 公司各项费用变化情况	8
图表 8 2018-2021 公司主营收入构成（单位：亿元）	9
图表 9 2018-2021 药物分子砌块收入拆分情况	9
图表 10 2018-2021 科学试剂收入拆分情况	9
图表 11 2018-2021 年全球各地区收入（单位：百万元）	10
图表 12 2021 年全球各地区收入占比	10
图表 13 全球新药在研数量及预测	11
图表 14 全球生物医药公司研发费用及预测	11
图表 15 2012-2026 年全球分子砌块市场规模预测	11
图表 16 2007-2019 年 NMEs 获批数量及平均费用	11
图表 17 全球主要分子砌块企业发展及业务情况	12

图表 18	中国分子砌块产品价格优势明显（单位：元/克）	13
图表 19	毕得医药产品应用阶段	13
图表 20	毕得医药分子砌块储备数量逐年增长	14
图表 21	毕得医药科学试剂种类丰富度远超国际同行	15
图表 22	毕得医药直销流程	15
图表 23	毕得医药直销模式占比逐年提升	16
图表 24	毕得医药服务客户结构多元化	16
图表 25	毕得医药主要合作客户	17
图表 26	毕得医药现有全球布局	17
图表 27	毕得医药海外子公司情况	18
图表 28	毕得医药境外客户数量	18
图表 29	毕得医药境外客户销售收入（万元）	18
图表 30	毕得医药境内外分子砌块销售毛利率	19
图表 31	毕得医药境内外科学试剂销售毛利率	19
图表 32	公司收入拆分与盈利预测（单位：百万元）	19
图表 33	可比公司估值对比	21

1 国内分子砌块龙头上市，业务迈上新台阶

毕得医药聚焦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等产品的高新技术企业。公司的产品主要服务于药物靶点发现，苗头化合物合成及筛选，先导化合物发现、合成及优化，药物候选化合物发现等新药研发的关键环节。公司多年密切跟踪新药物分子实体（NME）的动态，形成以药物分子砌块研发设计、定制化合成、分子结构确证、纯度检测及纯化等为代表的核心技术体系，构筑起种类全、规模大的药物分子砌块产品库，能够满足客户对药物分子砌块的高技术、多品类、微小剂量及多频次需求。目前公司具备向新药研发机构提供超过 30 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块的能力，其中常备药物分子砌块现货库超过 7 万种。

2007 年，上海毕得医药科技有限公司成立；2010 年，公司通过 ISO-9001 质量管理体系认证，企业规范化管理；2012 年首次获得国家高新技术企业认证；2015 年上海张江研发中心扩大至 1500 平方米，购入首台 NMR 检测设备，提升检测分析能力；2017 年成立生命科学部，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、芝加哥等研发中心成立，深圳区域中心投入运营，提升南方市场工艺能力；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；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 5300m²研发中心成立，研发能力升级，成都区域中心投入运营；2022 年 10 月 11 日，毕得医药在上交所科创板上市。

图表 1 公司发展历程

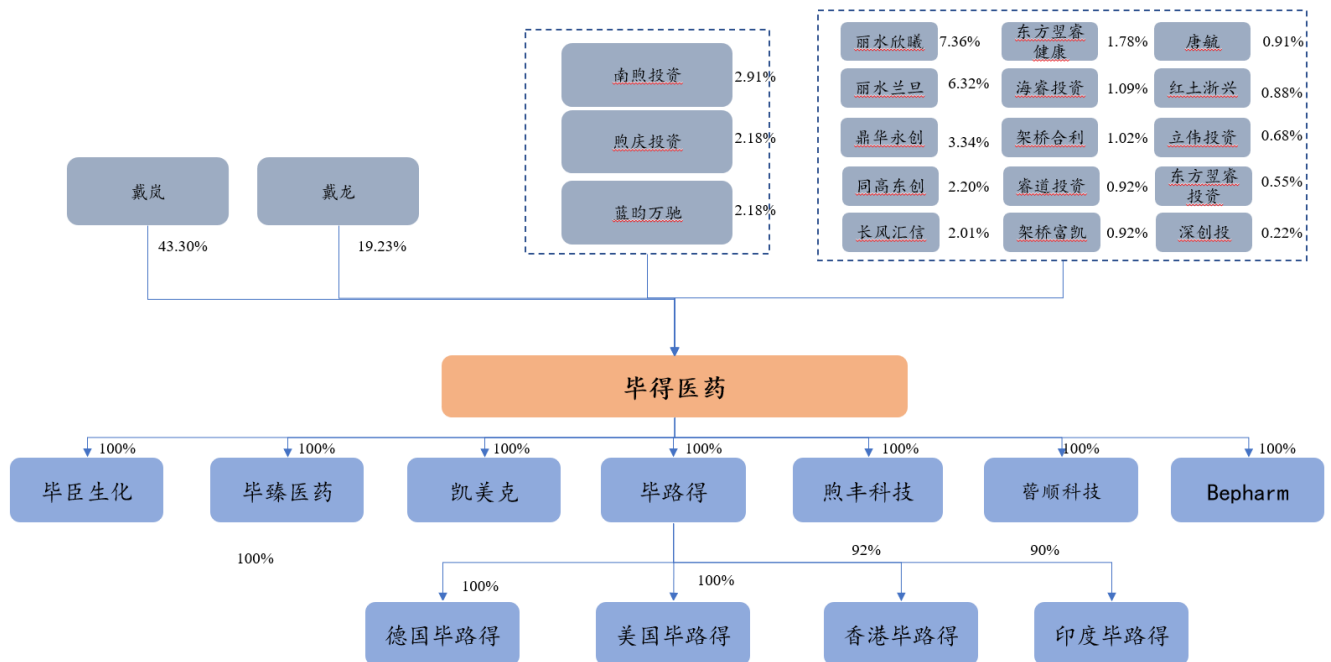
时间	事件
2007 年	上海毕得医药科技有限公司成立。
2010 年	公司通过 ISO-9001 质量管理体系认证，企业规范化管理
2012 年	首次获得国家高新技术企业认证
2015 年	上海张江研发中心扩大至 1500 平方米，购入首台 NMR 检测设备，提升检测分析能力
2017 年	成立生命科学部，布局细分市场，提升核心竞争力
2018 年	美国区域中心投入运营，美国伊利诺伊、芝加哥等研发中心成立，深圳区域中心投入运营，提升南方市场工艺能力
2019 年	印度区域中心投入运营，缩短交付时间，提升服务水平，天津区域中心、武汉区域中心投入运营
2020 年	德国区域中心投入运营，加强欧洲市场开拓交付能力，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
2022 年	10 月 11 日，毕得医药在上交所科创板上市

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司股权结构清晰。截至招股书签署日，戴岚女士直接持有公司 43.30%股份，系公司控股股东。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、蓝昀万驰与

煦庆投资 3 个员工持股平台，合计持有公司 7.27% 的股份。目前毕得医药有 7 家子公司和 4 家孙公司。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 3 公司高级管理人员和核心技术人员介绍

姓名	职务	简介
戴龙	董事长, 董事, 总经理	1974 年 1 月出生，本科学历。2018 年 6 月至 2019 年 6 月担任上海毕得医药科技有限公司执行董事、经理；2019 年 6 月至 2020 年 10 月担任上海毕得医药科技有限公司董事、经理；2020 年 10 月至今担任上海毕得医药科技股份有限公司董事长、总经理。
戴岚	董事	1972 年 2 月出生，硕士研究生学历。1991 年 9 月至 1996 年 12 月任职于中国机电设备南昌公司，担任会计职务；1997 年 5 月至 1998 年 2 月任职于深圳正风利富会计师事务所（普通合伙）；1998 年 3 月至 1999 年 3 月任职于深圳中华会计师事务所；1999 年 9 月至 2001 年 12 月于复旦大学攻读 MBA；2002 年 1 月至 2004 年 3 月于美国辛辛那提大学攻读金融数学硕士；2005 年 8 月至 2007 年 5 月于 Xavier 学院攻读 MBA；2007 年 4 月至今为上海毕得医药科技有限公司实际控制人；2019 年 6 月至 2020 年 10 月担任上海毕得医药科技有限公司董事长，2020 年 10 月至今担任上海毕得医药科技股份有限公司董事。

毛永浩	董事	1982 年出生，本科学历。2006 年 9 月至 2007 年 10 月任晟康生物医药技术（上海）有限公司研究员；2007 年 11 月至 2013 年 8 月任上海毕得医药科技有限公司研究员；2013 年 9 月至 2018 年 1 月任上海书亚医药科技有限公司产品经理；2018 年 2 月至 2020 年 10 月上海毕得医药科技有限公司产品经理；2020 年 10 月至今担任上海毕得医药科技股份有限公司董事、产品总监。
王超	董事，副总经理	1983 年出生，本科学历。2005 年 7 月至 2006 年 9 月任职于上海医药集团中央研究院，担任研究员；2006 年 10 月至 2008 年 2 月担任晟康生物医药技术（上海）有限公司研发组长；2008 年 3 月至 2013 年 7 月任上海毕得医药科技有限公司研发部、采购部经理；2013 年 8 月至 2018 年 1 月任上海书亚医药科技有限公司副经理；2018 年 3 月至 2019 年 6 月任上海毕得医药科技有限公司副经理；2019 年 6 月至 2020 年 10 月任上海毕得医药科技有限公司董事、副经理。2020 年 10 月至今任上海毕得医药科技股份有限公司董事、副总经理。
芦晓旭	董事，财务总监	1973 年出生，硕士研究生学历。2018 年 3 月至 2019 年 6 月任上海毕得医药科技有限公司财务总监；2019 年 6 月至 2020 年 10 月任上海毕得医药科技有限公司董事、财务总监；2020 年 10 月至今任上海毕得医药科技股份有限公司董事、财务总监。
李涛	副总经理，董事会秘书	1986 年出生，硕士研究生学历。2010 年 8 月至 2012 年 3 月，担任海通证券股份有限公司并购部经理；2012 年 4 月至 2014 年 6 月，担任华林证券股份有限公司投资银行部经理；2014 年 6 月至 2015 年 7 月，担任东方花旗证券有限责任公司投资银行部经理；2015 年 8 月至 2016 年 1 月，担任兴业证券股份有限公司投资银行部经理；2016 年 12 月至 2019 年 4 月任国金鼎兴投资有限公司投资一部高级经理；2019 年 6 月至 2020 年 10 月，任上海毕得医药科技有限公司副经理、董事会秘书；2020 年 10 月至今担任上海毕得医药科技股份有限公司副总经理、董事会秘书。

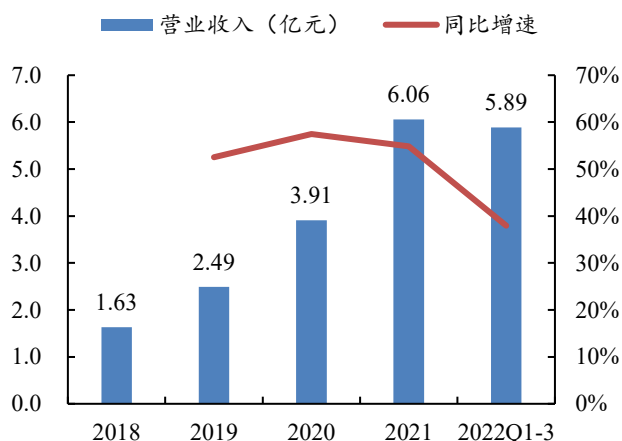
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

1.1 公司营收稳步增长，利润端扭亏为盈

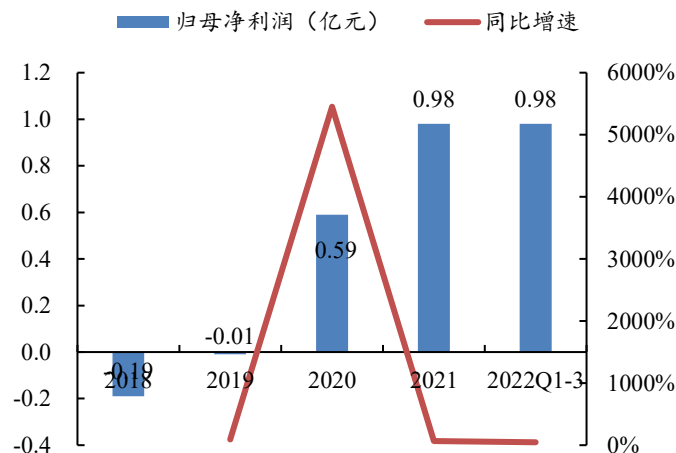
公司收入端快速增长。2021 年公司实现收入 6.06 亿元，同比增长 54.86%；归母净利润 0.98 亿元，同比增长 65.37%。2022 年前三季度，公司营收 5.89 亿元，同比增长 37.95%；归母净利润 0.98 亿元，同比增长 46.95%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 46.49%。主要由于药物分子砌块、科学试剂细分市场需求旺盛，同时公司产品广度和深度不断提升，公司业绩不断增长。

图表 4 2018-2022Q1-3 营业收入及同比增速

图表 5 2018-2022Q1-3 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

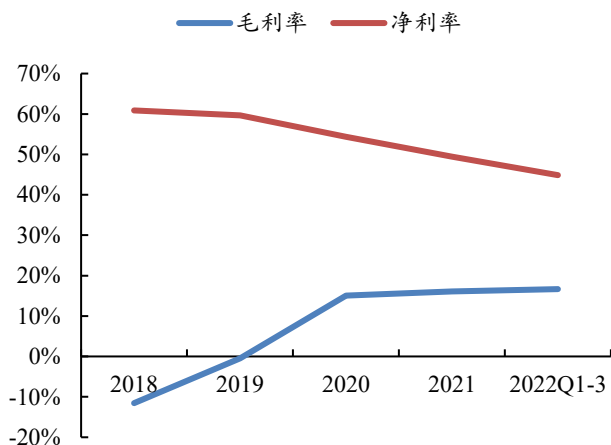


资料来源: wind, 华安证券研究所

公司整体利率水平略微下降, 盈利能力有待改善。2022 前三季度, 公司销售毛利率 44.86%, 销售净利率 16.66%, 较 2021 年有所下降, 主要由于产品销售规模和结构变化, 高量级产品销售比重增加, 毛利率下降。未来随着产品销售结构趋于稳定, 规模效应有望带动利润率提升。

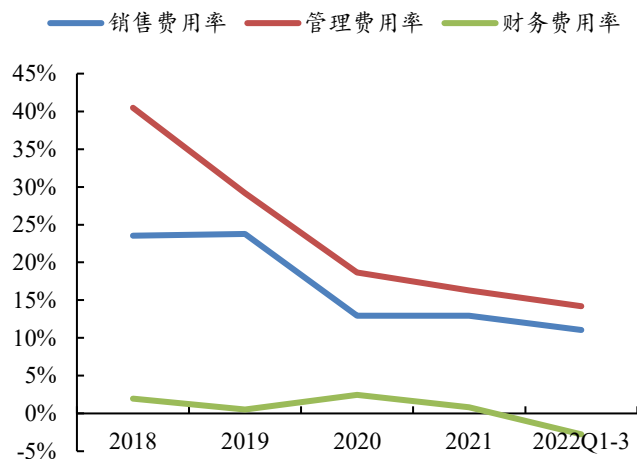
期间费用控制良好。从 2018~2022Q3, 公司费用率逐步降低, 主要由于公司收入大幅增加, 费用率优化明显。

图表 6 2018-2022Q1-3 毛利率和净利率变化情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 2018-2022Q1-3 公司各项费用变化情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.2 聚焦新药研发前端, 分子砌块+科学试剂协同发展

公司的主要产品为药物分子砌块和科学试剂, 药物分子砌块和科学试剂均直接服务于客户新药研发过程。药物分子砌块有助于快速地发现化合物的构效和构性关系, 提高新药研发的效率和成功率; 科学试剂则帮助研发人员生成苗头化合物, 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。

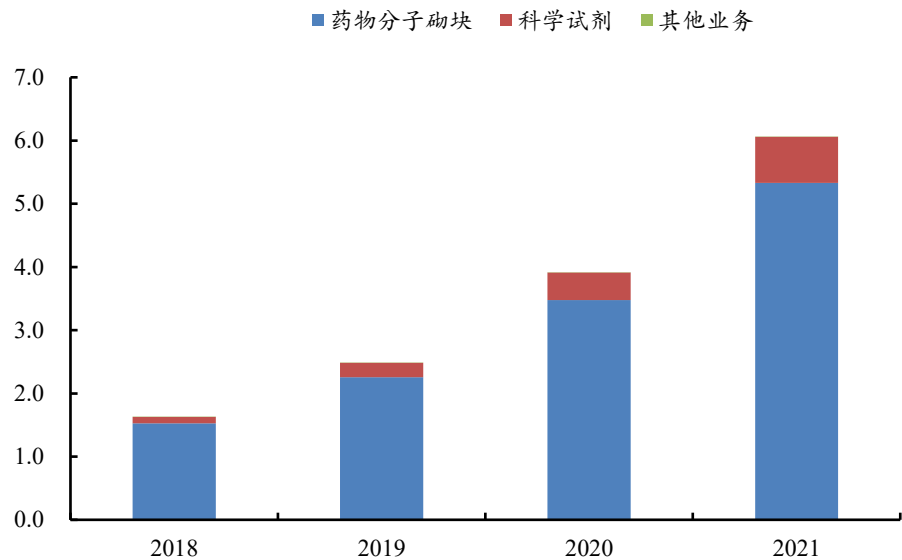
公司通过多年的行业深耕和业务布局, 常备药物分子砌块现货产品超过 7 万种,

常备科学试剂现货产品近 1 万种，其中催化剂及配体类科学试剂于现货种类、品质、新颖性等维度都具备较强竞争力。通过“毕得”、“AmBeed”、“BLD”等自主品牌产品，针对性地服务于创新药企、高等院校、科研院所、CRO 机构等医药研发组织，助力新药研发。

从收入占比来看，药物分子砌块业务贡献绝大部分收入，2021 年药物分子砌块业务收入占比为 87.93%，科学试剂业务占比 12.04%。2018-2020 年分子砌块业务收入占比分别为 93.59%、90.77%、88.78%。

从收入端来看，2021 年药物分子砌块实现营收 5.33 亿元，同比增速 53.38%；科学试剂产品实现营收 0.73 亿元，同比增速 67.19%。

图表 8 2018-2021 公司主营收入构成（单位：亿元）

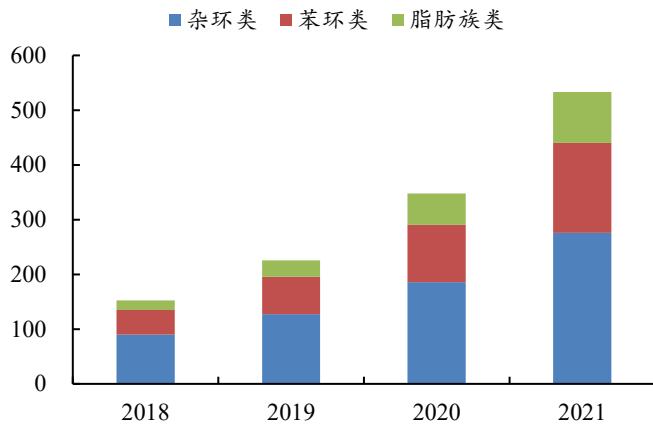


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

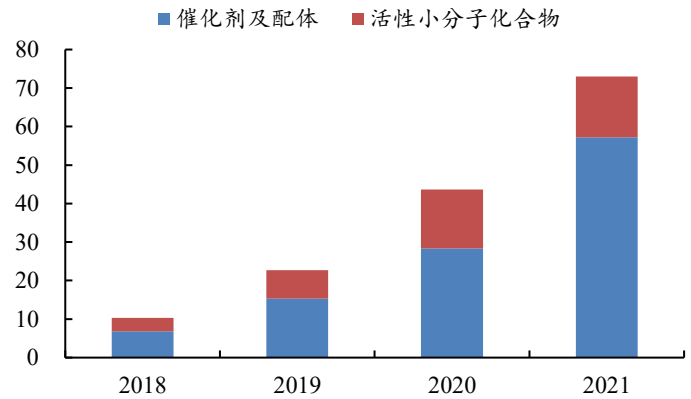
药物分子砌块业务，主要可以细分为三个品系，分别是杂环类、苯环类和脂肪族类，其中杂环类环合物收入占比最高，2021 年营收占比达到 45.50%。科学试剂业务，可细分为催化剂及配体和活性小分子化合物，其中催化剂及配体占比更高，2021 年营收占比为 9.44%。

图表 9 2018-2021 药物分子砌块收入拆分情况

图表 10 2018-2021 科学试剂收入拆分情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

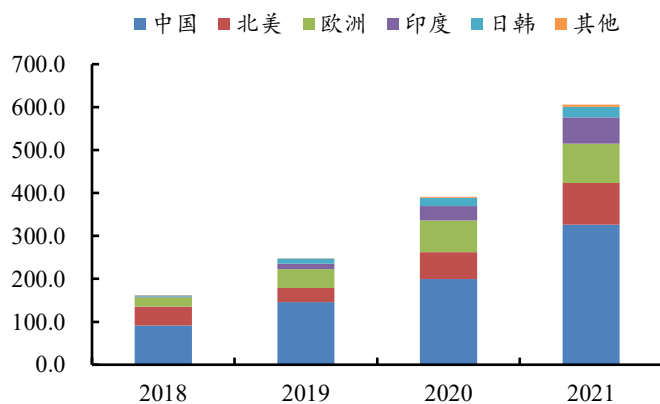


资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.3 海外业务占比突出，北美和欧洲是主要境外市场

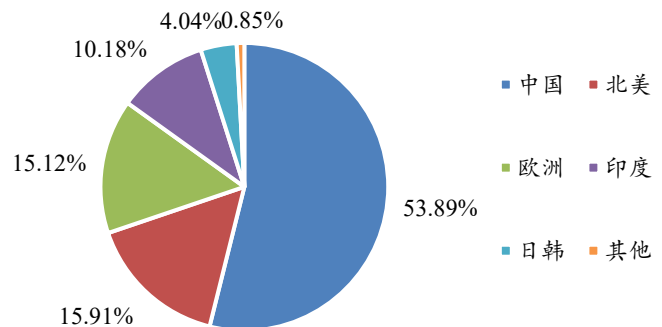
2021 年，公司中国区收入占比为 54%，境外收入占比高达 46%，其中北美占比 16%、欧洲占比 15%、印度占比 10%、日韩占比 4%。北美和欧洲是公司境外主要市场。2018 年，毕得医药在美国波士顿注册成立 BIOCETOGEN BOSTON CORP，扩大于美国的业务，开始了全球化布局。

图表 11 2018-2021 年全球各地区收入 (单位: 百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 12 2021 年全球各地区收入占比



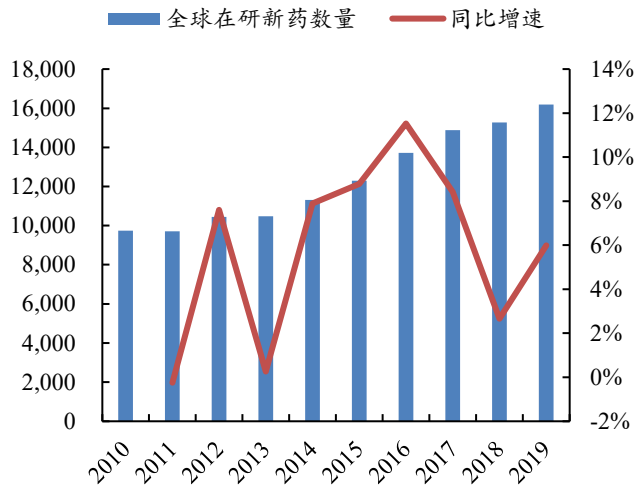
资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

2. 行业市场规模可观，进口替代趋势明显

2.1 分子砌块市场前景广阔，空间巨大

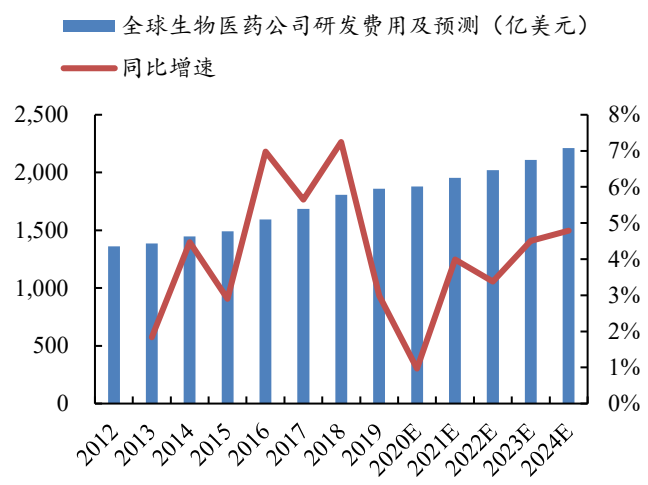
伴随世界经济的快速发展、科技的不断进步，以及人口老龄化程度的加快，全球医疗保健支出持续增长，全球在研新药数量持续攀升，对应药企研发开支也持续增长。根据 Evaluate Pharma 数据，全球医药研发费用将从 2019 年的 1860 亿美元预计将增长到 2024 年的 2211 亿美元，复合增长率为 3.5%。研发投入的持续增加将进一步推动下游客户对应用于药物发现阶段的药物分子砌块的需求。

图表 13 全球新药在研数量及预测



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 14 全球生物医药公司研发费用及预测

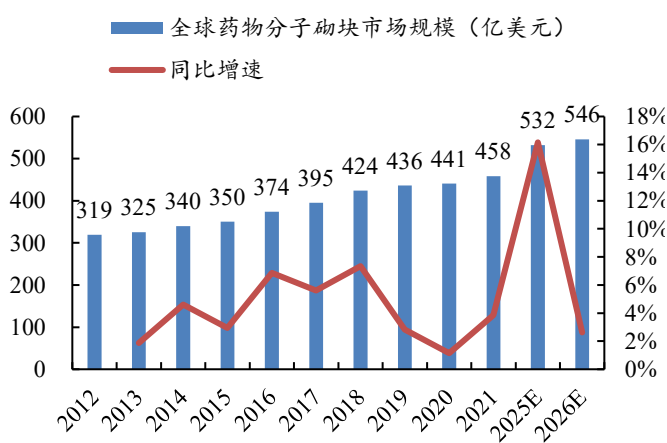


资料来源：Evaluate Pharma，公司招股说明书，华安证券研究所

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。

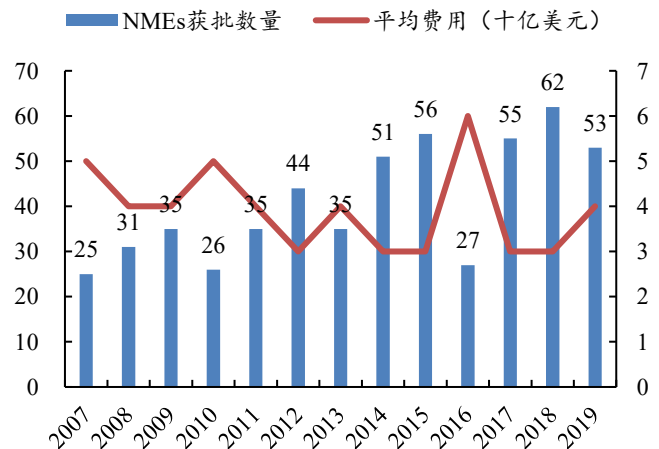
药物分子砌块领域的持续发展将有助于药物发现阶段苗头化合物和先导化合物的获取，以期获得更多的化合物应用于临床阶段。因此，未来全球新药研发市场将进一步加大对药物分子砌块的需求。从 2007 年到 2019 年，新分子实体药物 (NME) 获批数量总体呈上升的态势，单个新分子实体药物的平均研发费用维持在 50 亿美左右。此外，与以往 NME 主要集中在肿瘤学领域不同，越来越多的 NME 用于治疗罕见病，其中大量 NME 为“孤儿药”。创新药领域的拓展将有助于药物分子砌块市场的进一步扩大。

图表 15 2012-2026 年全球分子砌块市场规模预测



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 16 2007-2019 年 NMEs 获批数量及平均费用



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2.2 国产分子砌块物美价廉，国产替代未来可期

全球分子砌块供应商大致分为产品类型丰富的综合型供应商和专注特定分子砌块的特色供应商。前者致力于为全球医药产业构建一个品类多样、结构新颖的药物分子砌块库，如 Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 和 Enamine 为全球分子砌块行业的龙头企业，市场占有率 10% 以上。Fluorochem 和 AstaTech 等公司为第二梯队企业，市场占有率 1%-10%。

目前，美国、欧洲等国际药物分子砌块市场内的主要产品以 Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 和 Enamine 及 TCI 等著名品牌为主，而以药石科技、皓元医药、阿拉丁及发行人为代表的国内药物分子砌块企业正在不断冲击国际巨头在国内市场份额和攻克部分国际市场份额。近年来，国内药物分子砌块企业在境内市场份额不断增加，具有较强的进口替代效应。在国际市场，第一梯队的国际巨头仍以品牌优势占据主要市场份额，未来随着国内企业登陆资本市场，研发投入不断增加，品牌效应逐渐放大，国内企业将在国际市场上将会有更大的市场份额。毕得医药聚集于药物分子砌块和科学试剂，目前具有超过 30 万的供应商药物分子砌块的能力，常备库存药物分子砌块超过 7 万种，产品种类不断丰富，维持其在行业内的领先地位。

图表 17 全球主要分子砌块企业发展及业务情况

企业	成立时间	总部	业务类型	产品种类
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
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
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
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
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
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
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
毕得医药	2007 年	中国	聚集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
药石科技	2006 年	中国	聚焦特定优势的化学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
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
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

资料来源：公司招股说明书，各企业官网，华安证券研究所

药物分子砌块产品种类众多，境外龙头公司 Sigma-Aldrich、赛默飞和 TCI 在过去较长时间内在国内占据主要市场份额，他们在上世纪 90 年代早早进入该产业，在行业内已有 30 年以上的品牌积累和客户积累。Sigma-Aldrich、赛默飞、TCI 等境外龙头公司自身品牌美誉度高，创新药企、科研院所、CRO 机构等新药研发机构对其存在路径依赖，因此境外公司对于价格敏感度较低的客户长期保持高定价状态。

国内公司目前依托境内医药产业的工程师红利、供应链体系等相关有利要素，毕得医药及同行业境内可比上市公司的人工成本、原材料成本相对境外公司较低，质量水平与国外分子砌块产品相差无几，因此国产分子砌块产品有着“物美价廉”的优势。近年来随着中国在新药研发领域的日益崛起，全球范围内对于境内药物分子砌块厂商的品牌认知度上升，境内企业开始在部分领域形成比较优势，相应市场主体开发出一系列具备自身竞争优势的代表性产品。

图表 18 中国分子砌块产品价格优势明显（单位：元/克）

产品	Sigma-Aldrich	赛默飞	TCI	阿拉丁	皓元医药	药石科技	毕得医药
6-溴喹啉	257.92	313.4	139	5.27	3.03	5.80	2.60
3-丁炔-1-醇	30.96	27.58	18.00	3.76	3.35	3.48	3.35
N-Boc-4-哌啶酮	1140.66	471.60	172.00	36.80	11.64	12.28	11.64
叔丁基亚磺酸胺	163.72	253.40	239.00	5.39	4.20	4.22	4.20
2,4-二甲基吡咯	236.00	187.20	198.00	23.62	17.35	31.68	17.35
2-甲氧基苯硼酸	136.05	182.84	60.60	7.18	4.28	3.32	3.32
3-氯苯炔	221.67	464.40	250.00	27.96	21.48	76.80	19.39

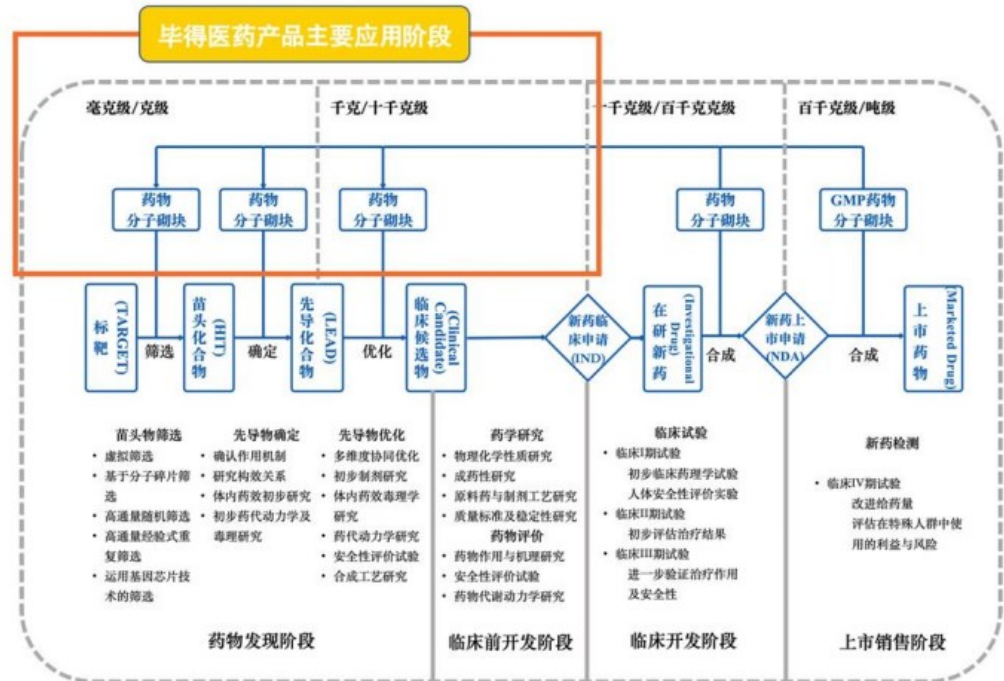
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3 深耕分子砌块，战略定位横向发展，布局全球

3.1 横向发展策略，打造最齐全产品库

药物分子砌块是新药研发全过程必备的、从毫克级/克级至百克级/吨级需求量不断增长的研发材料。在药物发现阶段，新药研发企业需要对成千上万个药物分子砌块用于靶标发现、苗头化合物筛选、先导化合物筛选和优化、临床候选化合物的筛选和优化。

图表 19 毕得医药产品应用阶段

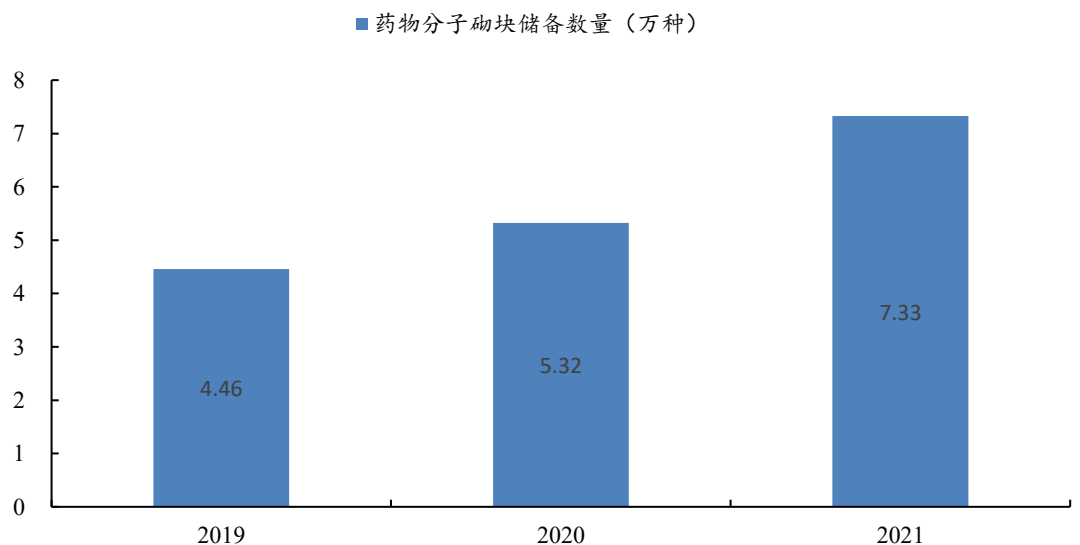


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

药物分子砌块行业内的公司主要有两个发展方向，一是**横向发展**，通过提升分子砌块产品的种类，提供结构独特、功能多样的药物分子砌块，快速响应客户多样化需求，更好的服务于新药研发；二是**纵向发展**，通过提升产品量级，深度绑定客户，不断拓展临床后期及商业化阶段药物分子砌块的需求量。

毕得医药对标 Sigma-Aldrich，整体定位于“**横向发展**，通过提升分子砌块产品的种类，提供结构独特、功能多样的药物分子砌块，快速响应客户多样化需求，更好的服务于新药研发”，重点在于研发设计、合成路径研究、分子结构确证及纯度精准检测能力等核心能力，厂房、反应釜等固定资产投入较少，符合聚焦新药研发前端的特点。

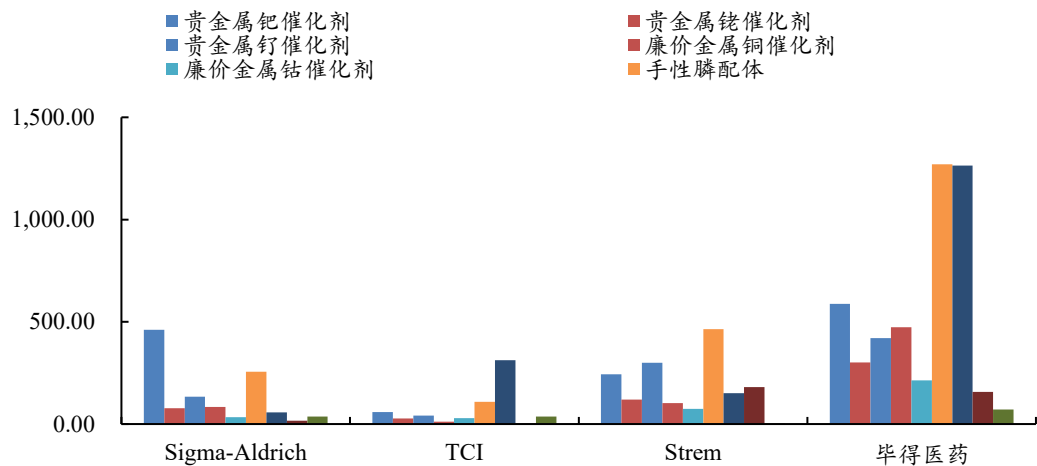
图表 20 毕得医药分子砌块储备数量逐年增长



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

定位横向发展的毕得医药，以分子砌块产品种类库丰富程度为核心指标。公司针对药物分子砌块产品进行前瞻性备货，通过规模扩大、种类增加的前瞻性备货及时预判行业动态，响应客户需求。2021年3月公司完成融资后，对标国际分子砌块龙头 Sigma-Aldrich、赛默飞等公司，公司制定了储备超过 10 万种以上的现货分子砌块产品的目标，进行了快速现货备货，分子砌块品种由 2019 年末的 4.46 万种上升至 2021 年末的 7.33 万种。同时，毕得医药科学试剂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。

图表 21 毕得医药科学试剂种类丰富度远超国际同行

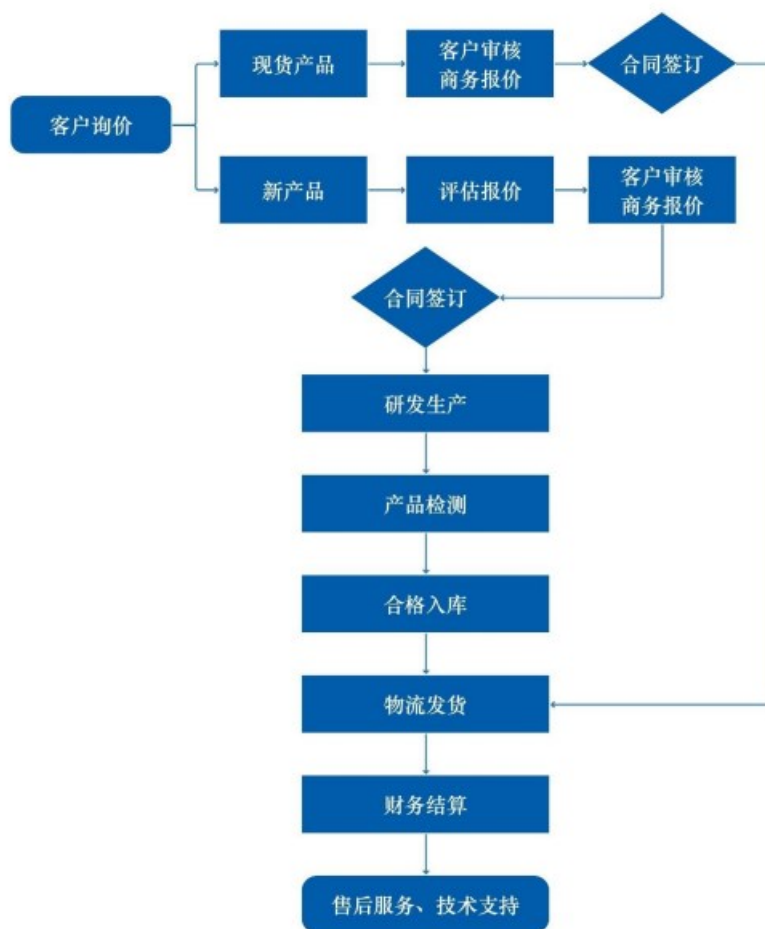


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3.2 坚持直销模式，坚持客户结构多元化

毕得医药凭借多年在分子砌块和科学试剂领域积累的行业经验和强劲的研发能力，通过自主研发对接上游供应商，同时精准识别下游客户的多品种、微小剂量、多频次的需求。因此，毕得医药以直销模式为主，长期跟踪客户需求，为客户提供丰富的药物分子砌块和科学试剂产品，并针对性地为客户提供定制化产品实现个性化服务。

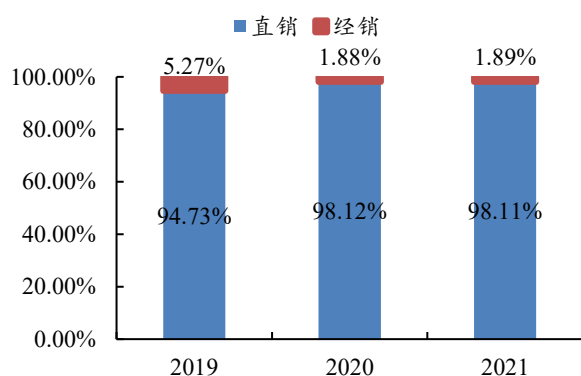
图表 22 毕得医药直销流程



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

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。得益于直销模式，毕得医药可以在保持客户黏性的同时，保持客户结构多元化。

图表 23 毕得医药直销模式占比逐年提升



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 24 毕得医药服务客户结构多元化



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司的终端客户主要为创新药企、科研院所、CRO 机构等新药研发机构，包括以罗氏、默克、辉瑞、艾伯维、吉利德等为代表的跨国医药企业和以恒瑞医药、百济神州、和黄医药、科伦药业等为代表的境内新药研发企业；以药明康德、康龙化成、美迪西、桑迪亚、Aragen Life Sciences、Syngene 等为代表的国内外 CRO 机构；以美国国立卫生研究院（NIH）、中国科学院上海药物研究所、中国科学院上海有机化学研究所等为代表的科研院所；以 Harvard University、Yale University、Princeton University、Massachusetts Institute of Technology、清华大学、北京大学、西湖大学为代表的高等院校等。

图表 25 毕得医药主要合作客户

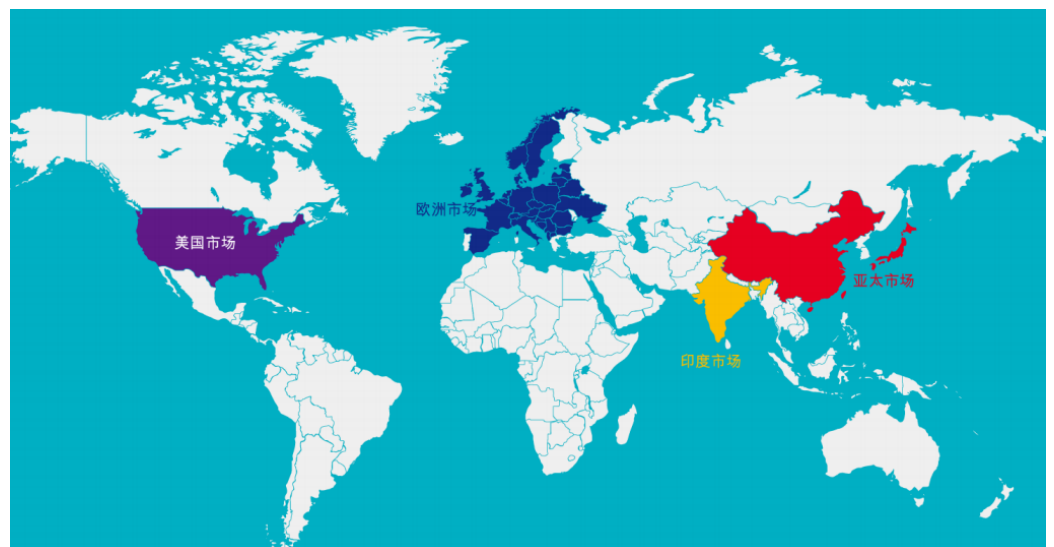
客户类型	代表客户
新药研发机构	创新药企
	跨国药企：罗氏、默克、辉瑞、艾伯维、吉利德 中国药企：恒瑞医药、百济神州、和黄医药、科伦药业等
	科研院所：美国国立卫生研究院、中科院药物所、中科院有机所等 高等院校：Harvard University、Yale University、Princeton University、清华大学、北京大学、西湖大学、复旦大学等
	CRO 机构
	药明康德、康龙化成、美迪西、桑迪亚、Aragen Life Science 等
医药综合服务商	Thermo Fisher Scientific、VWR International、Sigma-Aldrich

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3.3 响应全球客户多样化需求，海外布局稳步推进

毕得医药坚持横向发展战略，积极扩充分子砌块和科学试剂产品库数量，同时通过直销的模式，灵活、迅速、敏锐地识别和响应客户的需求，维持全球客户黏性，为毕得医药走向全球的海外布局打下坚实基础。

图表 26 毕得医药现有全球布局



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司共在境外设立 5 家子公司，分别位于美国、印度、中国香港与德国。公司的主要客户为新药研发机构，主要分布在中国、美国、欧洲及印度等全球医药研发高地。公司为更及时满足客户需求、更好地服务客户，积极布局区域中心。境外子公司的设立有助于公司保持对亚洲、欧洲及北美等境外市场的深度开发及与客户维护。

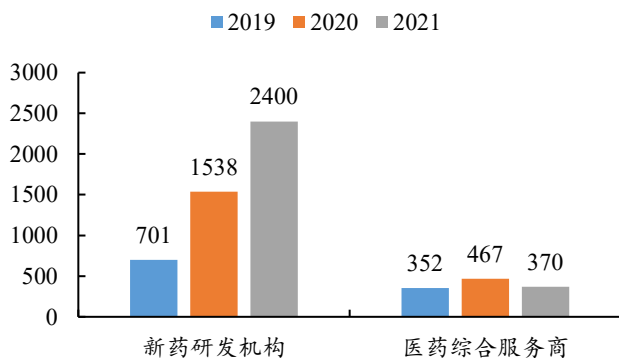
图表 27 毕得医药海外子公司情况

公司名称	股权关系	所在地	主营业务
BEPHARM	发行人直接持股 100.00%	美国	“Ambeed”品牌产品全球销售业务
美国毕路得	全资子公司，由毕路得持股 100.00%	美国	美国客户服务区域中心
印度毕路得	全资子公司，毕路得持股 90.2%，睿顺科技持股 9.8%	印度	印度客户服务区域中心
香港毕路得	全资子公司，毕路得持股 100.00%	中国香港	提供境外支持服务
德国毕路得	全资子公司毕路得持股 100.00%	德国	欧洲客户服务区域中心

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

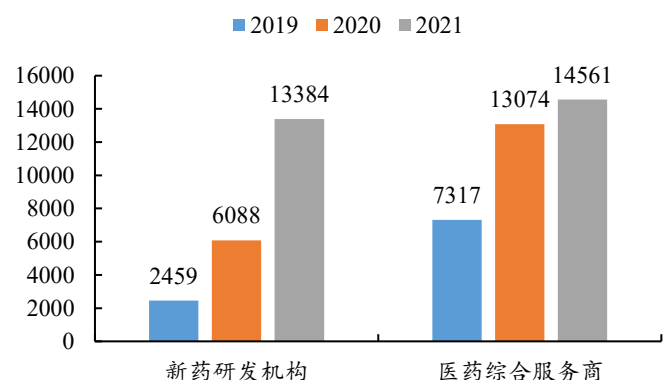
凭借国产分子砌块产品“物美价廉”的优势，毕得医药海外客户数量不断增长，其中，新药研发机构是新增客户的主要来源。随着公司技术实力的不断增强，知名度的提升，在境外市场终端渗透率不断加强，新药研发机构类客户数量和对应收入占比也逐步增加，毕得医药的全球布局正处于高速推进中。

图表 28 毕得医药境外客户数量



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 29 毕得医药境外客户销售收入（万元）

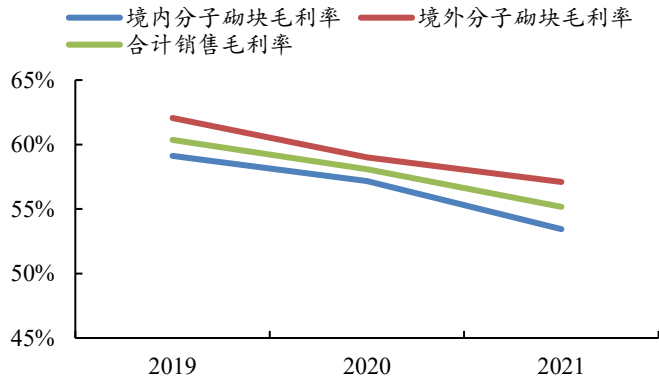


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

毕得医药在海外的分子砌块和科学试剂销售毛利率均高于国内水平，提升了整体毛利率水平。主要由于：1) 境内外产品的销售结构存在差异，在境外销售产品平

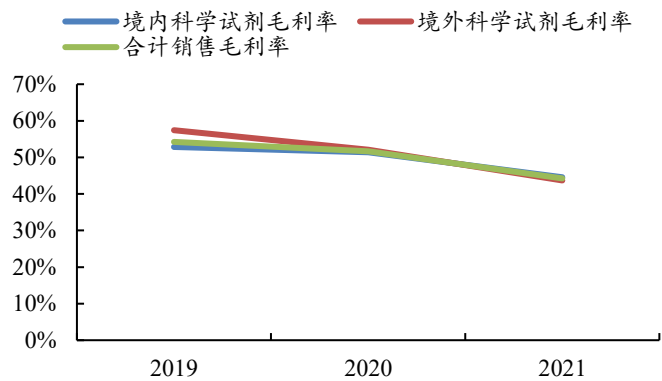
均单价、毛利率水平显著高于仅在境内销售产品，导致整体单价毛利水平较高。2) 定价策略不同。境内客户在新药研发阶段对于成本的把控较为严格，对价格较为敏感，部分产品境外销售单价高于境内销售单价，因此平均价格、毛利率水平较高。

图表 30 毕得医药境内外分子砌块销售毛利率



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 31 毕得医药境内外科学试剂销售毛利率



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

关键假设：

(1) 分子砌块业板块：作为公司最核心业务板块，有望保持稳步增长态势。2019-2021 年，毕得分子砌块销售平均价格为 9.30、6.85、5.16 元/克，分子砌块销售数量分别为 2426、5074、10331 万克。考虑到由于销售量级结构变动，随着公司业务规模扩大，生产成本呈现规模效应，对应产品平均成本呈现下降趋势，若未来公司高量级产品销售比重进一步增加，导致产品平均价格将进一步下降，我们预测 2022-2024 年，分子砌块平均单价同比下降分别为 20%、14%、10%；分子砌块销售数量分别同比增长分别 70%、55%、45%。对应分子砌块板块收入同比增速 36%、33%、31%。

(2) 科学试剂板块：与分子砌块客户高度协同，增长趋势一致。2019-2021 年，毕得科学试剂销售平均价格为 8.59、6.20、3.90 元/克，科学试剂销售数量分别为 264、704、1871 万克。公司科学试剂产品主要包括催化剂及配体、活性小分子化合物等，占比较低。平均单位成本下降及产品结构变化等原因，科学试剂的平均销售单价下降，我们预测 2022-2024 年，科学试剂平均单价同比下降分别为 15%、12%、10%；分子砌块销售数量分别同比增长分别 60%、50%、45%。对应科学试剂板块收入同比增速 36%、32%、31%。

图表 32 公司收入拆分与盈利预测（单位：百万元）

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	391.46	606.22	824.33	1097.40	1432.11
YOY	57.47%	54.86%	35.98%	33.13%	30.50%
药物分子砌块板块	347.54	533.06	724.99	966.41	1261.16
YOY	54.01%	53.38%	36.01%	33.30%	30.50%
营收占比	88.78%	87.93%	87.95%	88.06%	88.06%
毛利率	55.22%	50.93%	50.00%	49.00%	48.00%
销量（万克）	5074	10331	17563	27222	39472
销量 YOY	109.15%	103.61%	70.00%	55.00%	45.00%
单价（元/克）	6.85	5.16	4.13	3.55	3.20
单价 YOY	-26.34%	-24.67%	-20.00%	-14.00%	-10.00%
杂环类收入	185.69	275.80	375.10	500.01	652.51
YOY	45.85%	48.53%	36.01%	33.30%	30.50%
占分子砌块收入的比重	53.43%	51.74%	51.74%	51.74%	51.74%
苯环类收入	104.84	164.33	223.50	297.92	388.79
YOY	52.60%	56.75%	36.01%	33.30%	30.50%
占分子砌块收入的比重	30.17%	30.83%	30.83%	30.83%	30.83%
脂肪族类收入	57.01	92.94	126.40	168.50	219.89
YOY	92.34%	63.02%	36.01%	33.30%	30.50%
占分子砌块收入的比重	16.40%	17.44%	17.44%	17.44%	17.44%
科学试剂板块	43.65	72.99	99.24	130.99	170.95
YOY	92.49%	67.19%	35.96%	32.00%	30.50%
营收占比	11.15%	12.04%	12.04%	11.94%	11.94%
成本	22.53	44.57	61.53	82.53	109.41
毛利率	48.39%	38.94%	38.00%	37.00%	36.00%
销量（万克）	704	1871	2993.60	4490.40	6511.08
销量 YOY	166.67%	165.77%	60.00%	50.00%	45.00%
单价（元/克）	6.20	3.90	3.32	2.92	2.63
单价 YOY	-27.82%	-37.10%	-15.00%	-12.00%	-10.00%
催化剂及配体收入	28.36	57.23	77.81	102.71	134.04
YOY	84.80%	101.80%	35.96%	32.00%	30.50%

占科学试剂的比重	64.97%	78.41%	78.41%	78.41%	78.41%
活性小分子化合物收入	15.30	15.76	21.43	28.28	36.91
YOY	108.57%	3.03%	35.96%	32.00%	30.50%
占科学试剂的比重	35.05%	21.59%	21.59%	21.59%	21.59%
其他业务收入	0.28	0.17	0.1	0.1	0.1
YOY	6.58%	-38.57%	-41.18%	0.00%	0.00%
毛利率	-68.43%	-45.60%	0%	0%	0%
营收占比	0.67%	0.74%	0.01%	0.01%	0.01%

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

可比估值：

我们选取目前与毕得医药业务相似或相近的公司药石科技、皓元医药、阿拉丁作为可比公司。其中，药石科技从事药物分子砌块、关键中间体及原料药的生产销售；皓元医药产品线主要包括工具化合物、分子砌块以及原料药和中间体；阿拉丁专注于科研试剂领域。根据 wind 一致预测，可比公司 2023 年平均 PE 为 33 倍。

图表 33 可比公司估值对比

代码	公司简称	市值 (亿元)	净利润 (百万元)				PE		
			21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E
300725.SZ	药石科技	163.96	1201.63	1650.05	2287.29	3127.08	46.05	32.62	23.74
688131.SH	皓元医药	120.91	969.23	1387.68	1997.76	2818.64	50.90	33.15	22.71
688179.SH	阿拉丁	52.82	287.66	383.60	508.22	670.80	45.65	33.83	25.32
	平均		/				47.53	33.20	23.92
688073.SH	毕得医药	52.29	606.22	824.33	1097.40	1432.11	40.74	29.55	22.62

资料来源：wind 一致预测（数据时间为 2023 年 1 月 4 日），华安证券研究所

4.2 投资逻辑与建议

国内公斤级以下分子砌块龙头，业绩持续高增长

毕得医药是国内公斤级以下分子砌块头部公司，聚集于新药研发前端，主要服务于药物靶点发现、苗头化合物合成及筛选、先导化合物发现合成及优化、药物候选化合物发现等新药研发的关键环节。公司从事药物分子砌块和科学试剂研发设计多年，深刻理解新药研发疾病研究最新动态，拥有成熟强大的药物分子砌块研发设计技术体系，能够为客户提供结构新颖独特、功能多样的药物分子砌块及科学试剂，以适应下游客户的高技术、多品类、微小剂量及多频次等产品需求特点，在药物分子砌块产业链处于先导核心地位。2021 年实现营收 6.06 亿元，同比增长 54.86%；2022 年前三季度实现营收 5.89 亿元，同比增长 37.95%。

分子砌块市场规模可观、国产替代趋势显著

根据 Nature Reviews 的研究报告，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，据此估算全球药物分子砌块的市场规模 2020 年约为 441 亿美元，到 2026 年将达 546 亿美元。药物分子砌块研发和生产是一个全球竞争的行业，在国

内和国外均属于市场化程度较高的行业。目前，美国、欧洲等国际药物分子砌块市场内的主要产品以 Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 和 Enamine 及 TCI 等著名品牌为主，而以药石科技、皓元医药、阿拉丁及毕得医药为代表的国内药物分子砌块企业正在不断冲击国际巨头在国内市场份额和攻克部分国际市场份额，具有很强的进口替代效应。

毕得聚焦创新前端，产品种类丰富，品牌壁垒强

毕得医药聚焦于新药研发产业链前端，经过多年与下游新药研发客户的合作，公司依托较强的药物分子砌块研发设计、合成生产、分子结构确证、纯度检测及纯化等核心技术，公司具备向新药研发机构提供超过 30 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块的能力，其中常备药物分子砌块现货库超过 7 万种。分子砌块库种类数量系药物分子砌块横向发展竞争力的核心指标，毕得常备库存、可向客户提供的产品种类数与同行业上市公司相比处于领先水平。

公司自设立开始就坚持打造培育了“毕得”、“AmBeed”、“BLD”、“CSN”等自主品牌，经过与产业链上下游多年的合作，公司的全部产品均使用自主品牌销售，目前拥有数千家新药研发机构客户，已经在头部药企、科研院所、CRO 机构所处的终端客户领域形成较强的产品品牌辨识度、影响力和美誉度，不断夯实公司的品牌和客户资源优势。

积极开拓海外，进行区域中心布局，快速响应全球市场需求

毕得医药致力于打造服务全球客户的商业布局，终端客户覆盖工业端和科研端，目前毕得医药已在境外设立 5 家子公司，分别位于美国、印度、中国香港与德国等全球研发高地。2019~2021 年境外收入复合增长率为 65.33%，占主营业务比重分别为 41.17%、48.98%和 46.11%。公司于 2018 年积极推动境外销售模式转型，通过在美国、欧洲、印度等各地设立区域中心，从而推进业务全球化布局，相应全球客户需求，提升自有品牌，未来海外收入有望继续高速增长。

投资建议：

我们预计公司 2022~2024 年营收分别为 8.24/10.97/14.32 亿元；同比增速为 36.0%/33.1%/30.5%；归母净利润分别为 1.37/1.88/2.46 亿元；净利润同比增速 40.0%/37.9%/30.6%；对应 2022~2024 年 EPS 为 2.1/2.9/3.8 元/股；对应估值为 41/30/23 倍。考虑公司作为国内分子砌块龙头，聚焦创新前沿，产品种类丰富、品牌优势突出，积极开拓海外布局，我们看好公司的未来增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

汇兑损失风险：公司境外收入占比较高，外销业务主要以美元、欧元为主，汇率波动，将有可能在一定程度上给公司带来汇兑受益或损失。存在不确定性风险。

药物研发不及预期的风险：药物具有较大的不确定性风险，受公司技术水平、实验室条件、原材料供应、客户或委托生产企业生产条件、监管政策变化等多种因素的综合影响，存在研发失败的可能。

行业竞争加剧风险：国内分子砌块行业处在快速发展阶段，行业竞争会更加剧烈，市场新进入者或已有竞争对手市占率提升会影响公司在行业内的市场份额。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	818	2229	2596	2819	营业收入	606	824	1097	1432
现金	193	1627	1534	1660	营业成本	306	424	575	765
应收账款	125	159	218	274	营业税金及附加	3	4	5	7
其他应收款	14	17	27	30	销售费用	78	103	132	172
预付账款	4	5	7	9	管理费用	64	91	126	158
存货	477	416	804	840	财务费用	5	-2	-17	-16
其他流动资产	6	6	6	6	资产减值损失	-9	-10	-5	-5
非流动资产	88	108	128	149	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	31	40	47	54	营业利润	115	161	222	286
无形资产	0	1	1	1	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	57	68	80	94	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	906	2338	2724	2967	利润总额	115	161	222	286
流动负债	250	235	433	431	所得税	17	24	33	40
短期借款	0	-11	-24	-37	净利润	98	137	188	246
应付账款	206	151	345	320	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	43	95	112	147	归属母公司净利润	98	137	188	246
非流动负债	28	28	28	28	EBITDA	129	175	215	278
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.04	2.10	2.90	3.79
其他非流动负债	28	28	28	28					
负债合计	277	263	461	458					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	49	65	65	65					
资本公积	483	1776	1776	1776					
留存收益	97	234	422	668					
归属母公司股东权益	629	2074	2263	2509					
负债和股东权益	906	2338	2724	2967					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	-65	158	-59	158	营业收入	54.9%	36.0%	33.1%	30.5%
净利润	98	137	188	246	营业利润	61.9%	40.2%	37.9%	29.1%
折旧摊销	18	9	11	12	归属于母公司净利	65.4%	40.0%	37.9%	30.6%
财务费用	2	0	-1	-1	获利能力				
投资损失	0	-1	-1	-1	毛利率 (%)	49.5%	48.5%	47.6%	46.6%
营运资金变动	-188	7	-255	-94	净利率 (%)	16.1%	16.6%	17.2%	17.2%
其他经营现金流	292	136	442	335	ROE (%)	15.5%	6.6%	8.3%	9.8%
投资活动现金流	29	-22	-22	-20	ROIC (%)	14.4%	6.8%	7.7%	9.1%
资本支出	-14	-26	-26	-25	偿债能力				
长期投资	0	3	3	4	资产负债率 (%)	30.6%	11.3%	16.9%	15.5%
其他投资现金流	43	1	1	1	净负债比率 (%)	44.1%	12.7%	20.4%	18.3%
筹资活动现金流	137	1298	-12	-12	流动比率	3.28	9.47	5.99	6.54
短期借款	-17	-11	-13	-13	速动比率	1.33	7.66	4.10	4.56
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
普通股增加	4	16	0	0	总资产周转率	0.86	0.51	0.43	0.50
资本公积增加	162	1293	0	0	应收账款周转率	5.78	5.78	5.77	5.77
其他筹资现金流	-11	0	1	1	应付账款周转率	2.12	2.37	2.32	2.30
现金净增加额	102	1434	-93	126	每股指标 (元)				
					每股收益	2.04	2.10	2.90	3.79
					每股经营现金流薄)	-1.00	2.44	-0.91	2.43
					每股净资产	12.92	31.96	34.86	38.65
					估值比率				
					P/E	0.00	40.74	29.55	22.62
					P/B	0.00	2.68	2.46	2.22
					EV/EBITDA	-1.28	22.56	18.75	14.00

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。