



Research and
Development Center

多快好省，构筑国内公斤级以下分子砌块领军企业

—毕得医药(688073)公司首次覆盖报告

2023年02月04日

证券研究报告

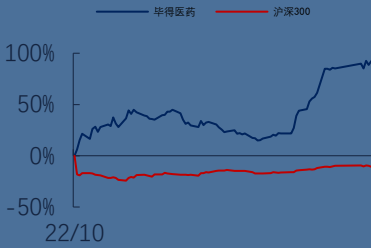
公司研究

公司首次覆盖报告

毕得医药 (688073)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	129.56
52 周内股价波动区间 (元)	134.45-62.50
最近一月涨跌幅 (%)	57.71%
总股本 (亿股)	0.65
流通 A 股比例 (%)	20
总市值 (亿元)	84

资料来源：Wind，信达证券研发中心

社零&美护首席分析师 刘嘉仁

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

多快好省，构筑国内公斤级以下分子砌块领军企业

2023 年 02 月 04 日

本期内容提要：

◆**分子砌块景气度持续提升，国产替代进程加速。**分子砌块是小分子药物研发过程中的刚需产品，能够有效减少研发人员的重复劳作，有效提高了药物的开发效率，加快药物研发节奏。全球分子砌块市场规模有望于 2026 年达到 546 亿美元，市场规模仍处于高速增长阶段。但由于国产分子砌块行业起步较晚，国产品牌质量与口碑与成熟跨国企业存在一定差距，随着我国基础化工与高端合成能力不断增强，医药外包研发需求不断提升，国产分子砌块认可度已逐步走强，在部分品类已可以与进口品牌相竞争。国产品牌具有量价优势，分子砌块国产替代进程不断加速。

◆**毕得医药现货分子砌块国内领先，多快好省持续构建护城河。**公司是国内公斤级以下分子砌块领先企业，现已具有现货种类逾 8 万种，还具有 30 万种产品快速备货能力，**在全球分子砌块产业链中处于核心地位。**公司在国内与海外均建设了品类完善的前置仓储物流，在全球拥有八大仓储中心，大幅缩短境内外服务半径，快速响应全球客户需求，毕得医药全球品牌影响力不断增强，市占率与收入规模迅速提升，分子砌块业务营收由 2019 年 2.26 亿迅速提升至 2022 年 8.34 亿元，CAGR 达 55%。公司与首席科学家史壮志深度绑定，共同开发新颖硼类化合物及合成方法，使公司在其余类型分子砌块的生产上实现降本增效，助力公司持续深耕优势品种系列，公司净利率开始有所上升。

◆**与科研院所 PI 深度合作，促进产学研有效转化。**除传统分子砌块业务外，公司开辟科学家频道，与科研院所课题组深度合作，售卖高校自主研发手性催化剂以及含钨、铈、钕、铂的贵金属催化剂、有机膦配体及有 β -二酮结构的含氧配体等特色催化剂及配体领域的特色产品。对已报道文献中的催化剂产品进行快速商业化售卖，减轻了科研工作者的重复劳动负担，使得我国有机化学领域能够快速追赶世界先进水平，有效促进了产学研转化。公司现有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、新颖性等维度在业内均具备较强竞争力。该业务 2021 年收入仅为 0.73 亿元，但 2019-2021 年业务增速分别为 120.62%/92.46%/67.22%，具备较高的成长性。

◆**盈利预测与投资评级。**随着公司分子砌块与科学试剂业务的快速发展，预计公司 2022-2024 年收入分别 8.34/11.14/14.43 亿元，增速为 37.6%/33.6%/29.5%，归母净利润分别为 1.46/2.02/2.65 亿元，增速为 49.4%/38.3%/31.6%。对应 2022-2024 年 EPS 分别为 2.25/3.11/4.09 元，PE 为 58/42/32 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**存货过高风险；境外运营风险；下游客户需求下降风险；技术人员流失风险；短期股价波动风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	391	606	834	1,114	1,443
增长率 YoY %	57.5%	54.9%	37.6%	33.6%	29.5%
归属母公司净利润 (百万元)	59	98	146	202	265
增长率 YoY%	5452.0%	65.4%	49.4%	38.3%	31.6%
毛利率%	54.4%	49.5%	49.7%	47.7%	47.2%
净资产收益率 ROE%	16.2%	15.5%	6.6%	8.4%	9.9%
EPS (摊薄) (元)	1.33	2.04	2.25	3.11	4.09
市盈率 P/E(倍)	0.00	0.00	57.68	41.71	31.70
市净率 P/B(倍)	0.00	0.00	3.82	3.50	3.15

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 02 月 03 日收盘价

1. 公司深耕分子砌块产品，领跑行业发展	6
1.1. 主营业务覆盖新药发现和临床前研发阶段	7
1.2. 全球医药研发市场需求推动公司快速发展	9
2. 全球医药市场持续发展，分子砌块未来市场广阔	11
2.1. 全球生物医药公司研发投入不断增加，分子砌块需求日益提升	11
2.2. 国内分子砌块格局较为分散，国产替代率有望进一步提升	13
3. 不断开拓成长空间，构筑分子砌块国内领先地位	14
3.1. 公司分子砌块市占率不断攀升，收入快速增长	14
3.2. “多快好省”，构建国内分子砌块领军企业	14
3.2.1. “多”：提供国内最新、最全现货库存	14
3.2.2. “快”：多中心仓储前瞻性备货，满足全球客户时效性需求，国内外双轮驱动	15
3.2.3. “好”：高研发投入，产学研相结合，紧跟前沿需求	16
3.2.4. “省”：优化产品路线，高库存周转，质量价格均具优势	19
4. 盈利预测及假设	20
4.1. 收入预测	20
4.2. 估值与投资评级	21
5. 风险提示	22

表目录

表 1：全球试剂行业代表性企业	13
表 2：毕得医药盈利预测	21
表 3：可比公司估值分析	21

图目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构	7
图 3：公司特色产品线	7
图 4：公司产品立项及生产过程	8
图 5：公司业务全球布局	9
图 6：公司营业收入快速增长	9
图 7：公司盈利能力迅速攀升	9
图 8：公司主要业务板块历年营收（亿元）	10
图 9：公司主要业务收入占比	10
图 10：公司盈利能力持续提升	10
图 11：公司两大主营业务毛利率变化趋势	10
图 12：公司国内外收入及其增速（亿元）	11
图 13：公司营业收入按地域划分	11
图 14：分子砌块主要用于小分子药物发现与临床前开发阶段研发	11
图 15：2012-2024 年全球生物医药市场规模及预测	12
图 16：2012-2024 年全球生物医药公司研发费用及预测	12
图 17：创新药各阶段研发费用占比	12
图 18：全球分子砌块市场规模（亿美元）	12
图 19：公司分子砌块业务营收（亿元）及增速	14
图 20：公司分子砌块业务毛利率变化趋势	14
图 21：毕得医药历年分子砌块现货数（个）	15
图 22：毕得医药及可比公司分子砌块现货数（个）	15
图 23：国内五大前置仓储实现快速配送	15
图 24：公司海外销售收入快速增长（亿元）	16
图 25：公司境外各类型客户数量（家）	16
图 26：公司境外分区域占比	16
图 27：公司境外分区域销售收入（亿元）	16
图 28：公司研发投入持续上涨（百万元）	17
图 29：公司定制化产品收入迅速提升（万元）	17
图 30：公司开辟科学家频道，售卖合作产品	17

图 31: 售卖独家专利授权产品, 方便科研工作者	18
图 32: 偶联反应获 2010 年诺贝尔化学奖	18
图 33: 硼化合物是转化化学中十分重要的一环	18
图 34: 各种硼化反应	19
图 35: 该方法产率较高, 底物限制较少	19
图 36: 报告期末存货与收入情况 (百万元)	19
图 37: 2 年以上存货占比日趋降低	19
图 38: 公司整体定价较低但盈利能力稳定	20

投资聚焦

在新药早期研发阶段,分子砌块作为药物研发过程前端的“探针”发挥着至关重要的作用,能够帮助研究人员快速地发现化合物的构效和构性关系,进行目标化合物的合成与筛选,提高新药研发的效率和成功率。近年全球医药行业的迅速发展,带动了服务于新药研发的分子砌块和科学试剂快速扩张,随着小分子药物发现难度与日俱增,研发投入不断攀升,未来每种新药研发所需求的分子砌块种类、数量、技术要求将进一步提高,因此,未来分子砌块有望迎来良好的发展机遇。据 Nature Reviews 估计,全球分子砌块的市场规模在 2020 年约为 441 亿美元且市场极为分散,国内品牌有望凭借成本和种类等优势,市占率有望不断提升。

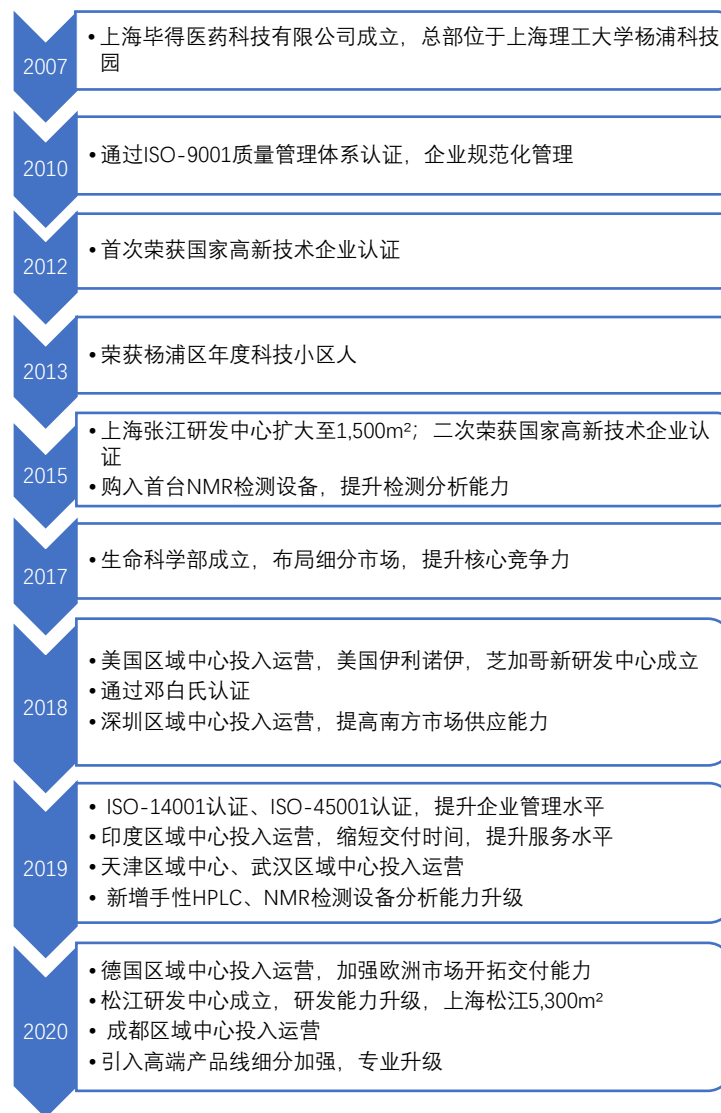
毕得医药是国内分子砌块行业领跑者,在研发设计、定制化合成、纯度检测和纯化等核心技术领域优势明显,在不断构筑种类全、规模大的分子砌块产品库,近年来正处于高速增长期。公司是国内现货品类最大的分子砌块自主品牌供应商之一,常备现货已超 8 万余种,具有 30 万种产品快速备货能力,在全球分子砌块产业链中处于核心地位。除此之外,公司独家拥有环保、便捷、低成本的硼酸类化合物合成方法,在进行后续复杂分子砌块的制备,抑或是其他官能团分子砌块的合成时,综合成本较传统方法更低,也能具有更强的市场时效性。我们认为这类硼酸合成方法,有望拉高公司整体毛利率水平,有助于公司在国内产品竞争内卷化的情境下,持续维持较高盈利能力。

随着公司分子砌块与科学试剂业务的快速发展,预计公司 2022-2024 年收入分别 8.34/11.14/14.43 亿元,增速为 37.6%/33.6%/29.5%,归母净利润分别为 1.46/2.02/2.65 亿元,增速为 49.4%/38.3%/31.6%。对应 2022-2024 年 EPS 分别为 2.25/3.11/4.09 元,PE 为 48/35/27 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

1. 公司深耕分子砌块产品，领跑行业发展

公司主营业务为小分子药物研发所用分子砌块和科学试剂，产品服务于创新药企、科研院所、CRO 机构等新药研发机构。公司成立于 2007 年，是一家聚焦于新药研发产业链前端，依托分子砌块的研发设计、生产及销售等核心业务，为新药研发机构提供结构新颖、功能多样的分子砌块及科学试剂等产品的高新技术企业。成熟强大的分子砌块研发设计技术体系使得公司能够提供适应下游客户的高技术、多品类、微小剂量及多频次等需求特点的产品，在分子砌块产业链处于先导核心地位。同时具备提供超过 30 万种分子砌块的能力，其中分子砌块现货库存现已近 8 万余种，处于国内领先水平。随着产品种类不断丰富，公司不断向综合型分子砌块企业发展。

图 1：公司发展历程



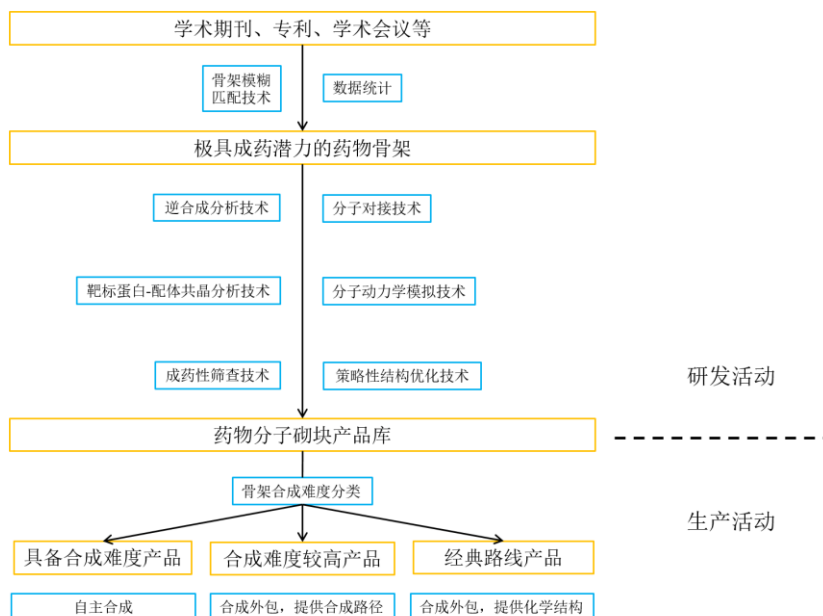
资料来源：毕得医药官网，信达证券研发中心

创始人团队股权集中，全球视野布局。实际控制人戴岚、戴龙（姐弟关系）合计实际持有、控制公司不少于 52.36% 的股份所对应表决权，强化了对公司的控制和管理，维持公司控制权的相对稳定，2018 年下设三个员工持股平台南煦投资、煦庆投资、蓝煦万驰。下设子公司美国毕路得、印度毕路得、德国毕路得分别为美国、印度、欧洲的区域服务中心，香港毕路得为客户提供境外技术支持服务，立足国内、布局全球。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

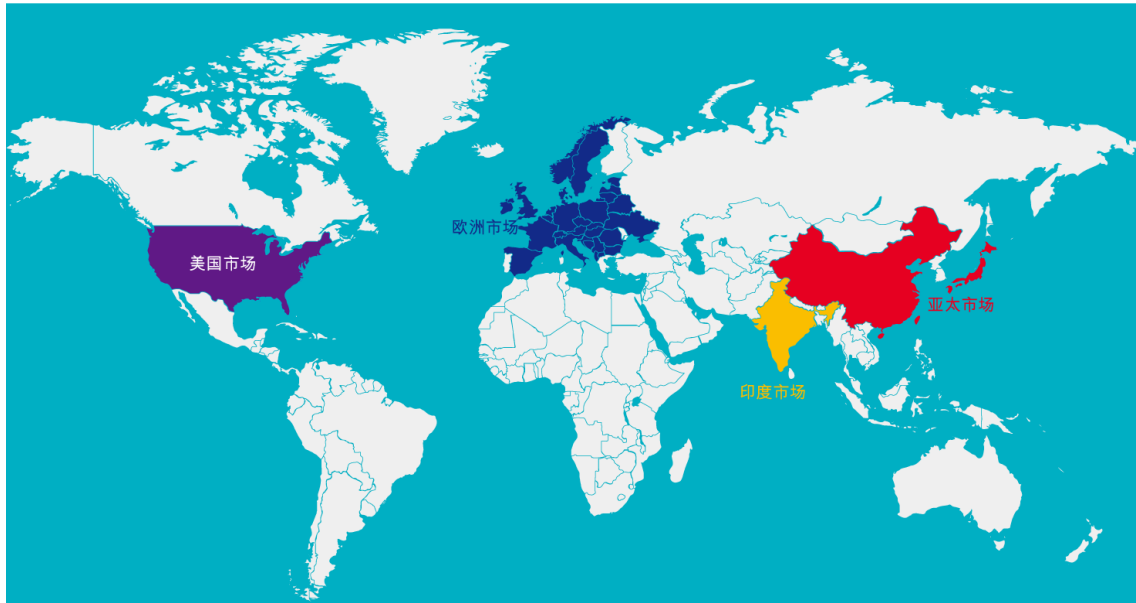
根据下游客户需求反馈进行产品研发迭代，实现品类丰富的产品研发和快速响应客户需求的目标，维持公司在行业中的核心竞争力。在公司产品研发生产过程中，研发人员根据药物相关文献、专利，选择特定的核心骨架或基团，对分子结构核心框架进行修饰与优化，从而衍生出一系列分子砌块产品，提升命中潜在新药分子结构片段方面的机会。产品研发设计环节侧重成药性，更为关注化学结构的应用场景；生产环节则侧重经济性及可得性，更为关注化学结构的构建方法，根据目标产品特点与价值量，选择经济性更高的生产方式，如直接向供应链采购、提供路线外协加工或是纯实验室合成。

图 4：公司产品立项及生产过程



资料来源：毕得医药招股说明书，信达证券研发中心

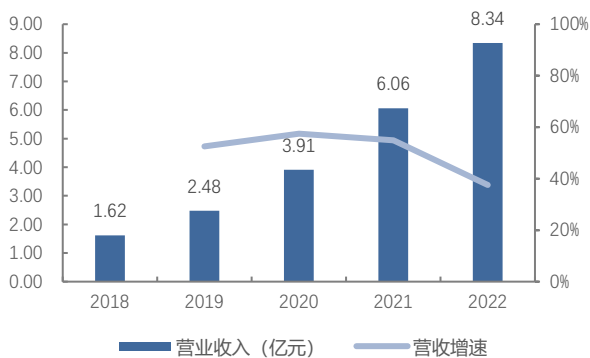
紧跟全球医药行业需求前沿，积极开展全球布局，业务范围不断拓展。公司致力于成为全球分子砌块领域的领先企业，积极开展全球布局，在美国、欧洲、印度等全球新药研发高地进行区域中心布局，实现紧跟医药前沿研发方向，及时开发出结构独特、功能多样的分子砌块，快速响应客户对分子砌块和科学试剂的多样化需求，助力全球新药研发机构加速新药研发进程或降低新药研发成本。

图 5：公司业务全球布局


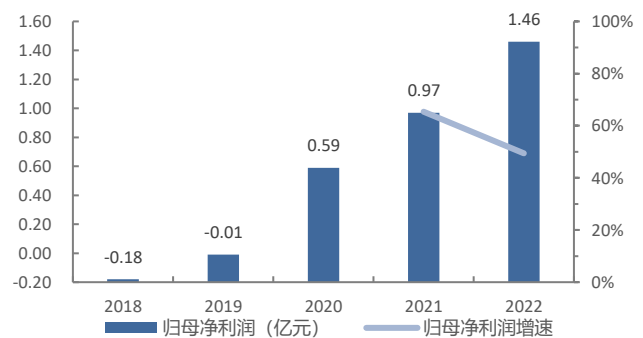
资料来源：毕得医药招股说明书，信达证券研发中心

1.2. 全球医药研发市场需求推动公司快速发展

全球新药研发投入持续高涨，近年来公司业绩迅速提升。作为国内成立较早的分子砌块品牌之一，近年来公司业绩持续上升，2018-2022 年营业收入分别为 1.62/2.48/3.91/6.06/8.34 亿元，同比增长分别为 52.54%/57.47%/54.86%/37.55%；2020 年扭亏为盈，2021-2022 年归母净利润分别为 0.98 与 1.46 亿元，较 2020/2021 年同比增长 65.37%/49.43%

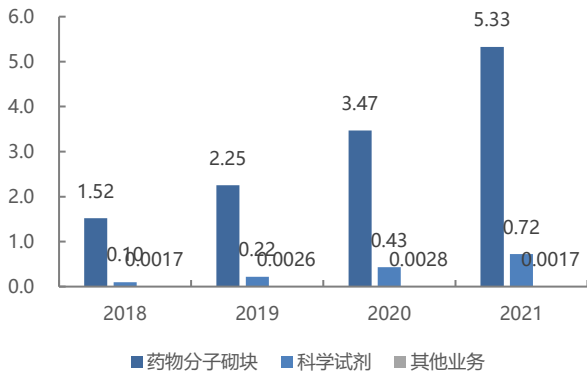
图 6：公司营业收入快速增长


资料来源：Wind，毕得医药业绩快报，信达证券研发中心

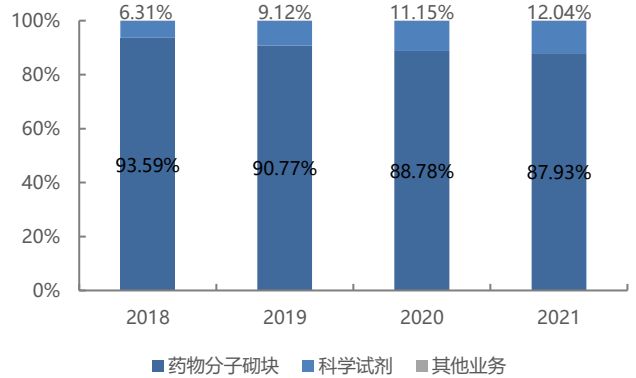
图 7：公司盈利能力迅速攀升


资料来源：Wind，毕得医药业绩快报，信达证券研发中心

分子砌块为公司主要产品类型，科学试剂业务比例逐渐升高。具体来看，2018-2021 年分子砌块收入分别为 1.52/2.25/3.47/5.33 亿元，收入增速分别为 47.95%/54.01%/53.38%，随着公司品牌效应不断增强，分子砌块业务步入快车道。尽管科学试剂总营收占比相对较小，但收入占比快速提升，四年间由 6.31% 逐步提升至 12.04%，随着和高校老师合作日渐紧密，科学试剂（催化剂、配体等）产品营收所占比例开始逐步提升，公司影响力进一步增强，走产学研相结合的道路。

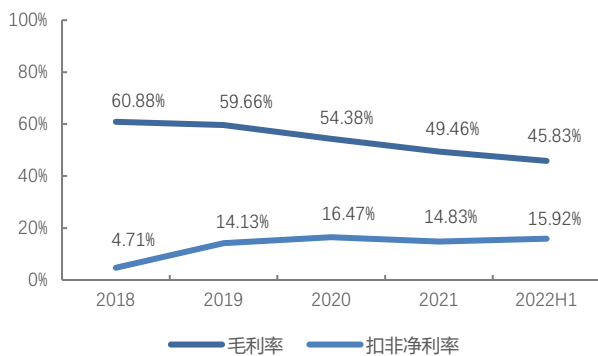
图 8：公司主要业务板块历年营收（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

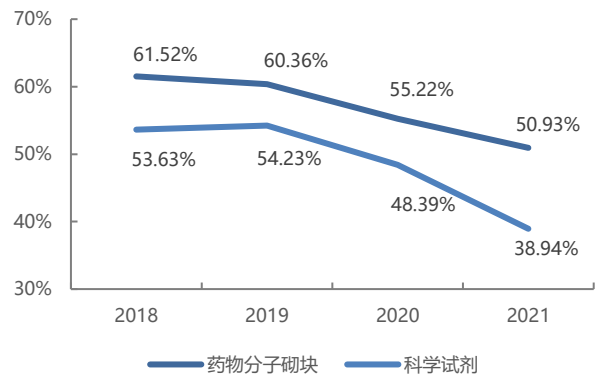
图 9：公司主要业务收入占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司始终保持高盈利水平，规模效应导致期间费率下降明显。公司受公司产品销售量级增加、仓储物流扩张建设、会计准则调整、汇率等多重因素影响，公司毛利率由 2018 年的 60.88% 下降至 2022H1 的 45.83%。但随着公司营收规模的快速扩张，期间费率整体呈明显下行趋势。2018-2022H1 年公司销售费率由 23.53% 下降至 11.27%，管理费率由 31.99% 下降至 9.49%，研发费用保持在 5%-8%。

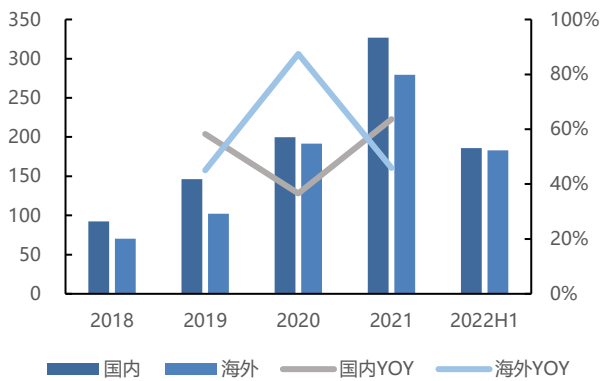
图 10：公司盈利能力持续提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

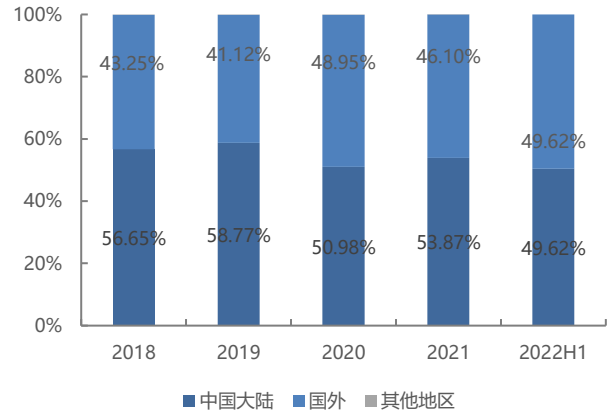
图 11：公司两大主营业务毛利率变化趋势


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司积极拓展海外业务，收入占比快速提升。公司的终端客户覆盖创新药企（罗氏、默克、辉瑞等 MNC，以及国内恒瑞、百济等）、科研院所（清华北大中科院等）、CRO 机构（药明、康龙、美迪西、Syngene 等）等新药研发机构。公司持续全球布局，海外业务收入由 2018 年 0.7 亿迅速提升至 2021 年 2.79 亿，其占比由 43.25% 稳步提升至 2021H1 的 49.62%，海外营收 3 年 CAGR 达 58%，高于国内发展速度（52%）。

图 12：公司国内外收入及其增速（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

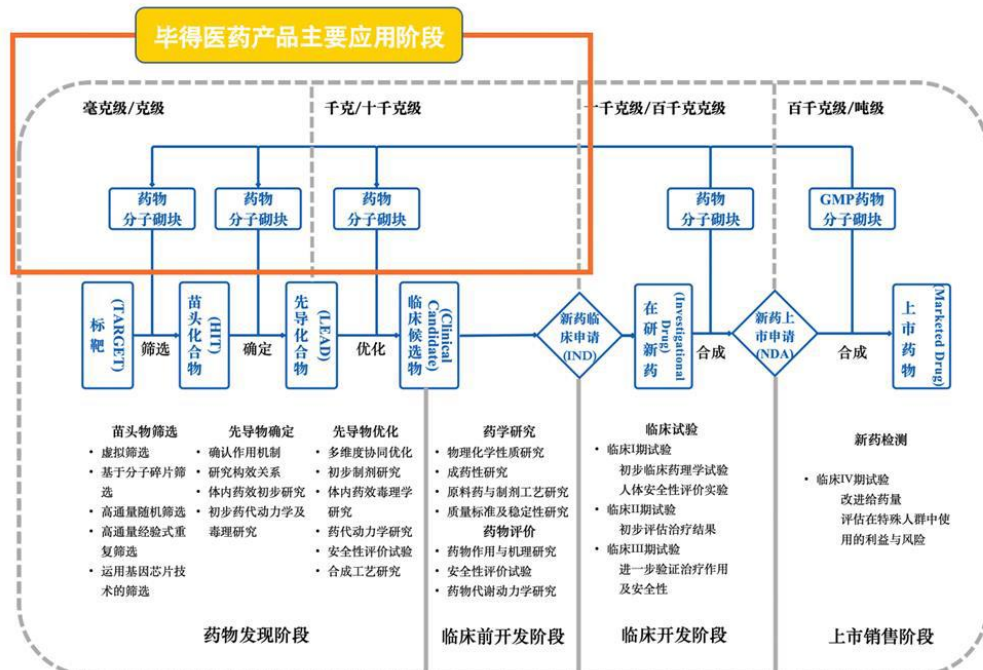
图 13：公司营业收入按地域划分


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2. 全球医药市场持续发展，分子砌块未来市场广阔

2.1. 全球生物医药公司研发投入不断增加，分子砌块需求日益提升

新技术新疗法推动生物医药研发投入持续增长。新药研发企业通过对这些候选化合物进行大量的筛选、评估和优化，从而得到具有研究价值的苗头化合物 (HIT)、先导化合物 (LEAD)、临床候选药物 (Clinical Candidate)。因此在新药早期研发阶段需要种类繁多、数量庞大，并且足够新颖的分子砌块，其有助于快速地发现化合物的构效与构性关系，是提高新药研发的效率和成功率的关键。随着越多的小分子新药种类的成功研发和发现，未来新药研发需要更长的时间，需要更多的分子砌块作为研究基础，对于结构新颖独特、功能多样的分子砌块将会更具依赖性。

图 14：分子砌块主要用于小分子药物发现与临床前开发阶段研发


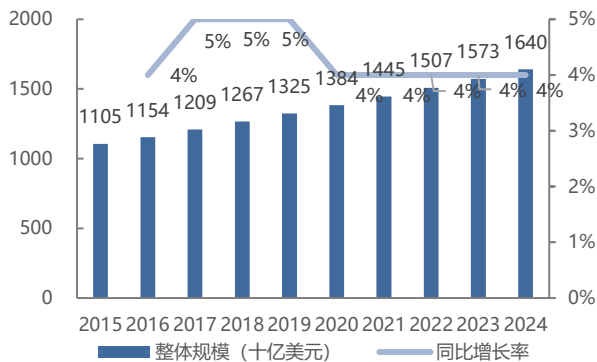
资料来源：毕得医药招股说明书，信达证券研发中心

近年来全球生物医药公司市场规模不断扩大，预计 2024 年可达 1.64 万亿美元左右。全

球城市化进程的加快，各国医疗保障体制的不断完善，新冠疫情对公共医疗意识的唤醒，种种因素推动了全球医药行业的发展，进而带动了全球医药市场的发展。2019 年全球医药市场容量为 1.33 万亿美元，全球医药市场将持续增长，5 年复合增长率为 4.28%。

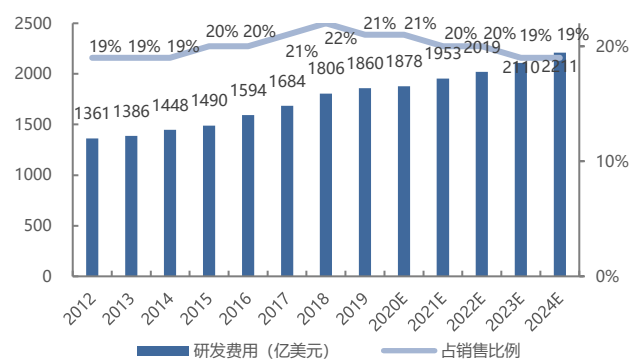
全球医药行业研发投入不断增加。近年来，全球医药市场仍保持稳定增速增长态势，为医药企业研发新药提供了良好的外部环境，驱动临床试验用创新药物的新药研究化合物需求不断增长。据 Evaluate Pharma 估计，全球医药研发费用将从 2019 年的 1,860 亿美元增长到 2024 年的 2,211 亿美元，5 年复合增长率为 3.5%。新药研发投入的持续增加有望进一步推动下游客户对应用于药物发现阶段分子砌块的需求。

图 15: 2012-2024 年全球生物医药市场规模及预测



资料来源: Evaluate Pharma, 毕得医药招股说明书, 信达证券研发中心

图 16: 2012-2024 年全球生物医药公司研发费用及预测

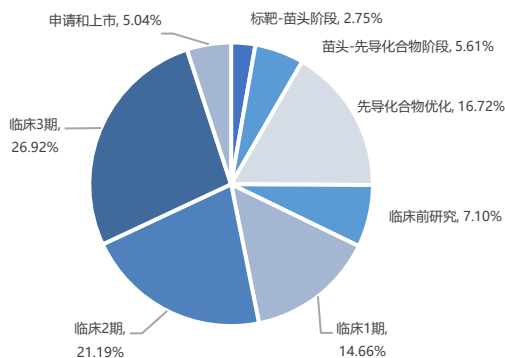


资料来源: Evaluate Pharma, 毕得医药招股说明书, 信达证券研发中心

新药研发的过程日益复杂，分子砌块需求不断提升。根据 Nature Reviews 研究报告，创新药研发费用超过 30% 分布在临床前研究阶段，其中用于进行药物结构探索，以及构效关系优化所需费用所占比例合计约 25.08%。药物发现阶段对分子砌块的需求及其巨大，并随着近年间 ADC 以及 PROTAC 药物的兴起，对复杂结构分子砌块需求进一步提升。

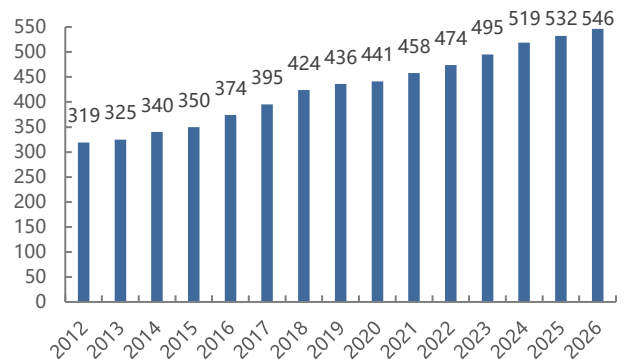
助力新药研发，全球分子砌块市场持续扩大。全球分子砌块的市场规模有望由 2020 年的 441 亿美元成长到 2026 年 546 亿美元。目前药物从临床 1 期到研发结束的平均开发时间在过去 10 年里增加了 26%，2018 年增加了 6 个月，达到 12.5 年。2018 年，从临床 1 期到监管提交阶段的综合成功率下降至 11.4%。未来每种新药研发所需求的分子砌块新颖度、种类、数量、技术要求将进一步增加，分子砌块有助于加速新药研发，提高研发效率，全球分子砌块市场空间将持续增长。

图 17: 创新药各阶段研发费用占比



资料来源: Nature Reviews, 毕得医药招股说明书, 信达证券研发中心

图 18: 全球分子砌块市场规模 (亿美元)



资料来源: Evaluate Pharma, 毕得医药招股说明书, 信达证券研发中心

2.2. 国内分子砌块格局较为分散，国产替代率有望进一步提升

海外龙头企业占据全球主要市场份额，且进一步垄断国内高端市场。在全球市场上，世界著名的分子砌块和工具化合物企业大多为综合型企业，他们进入市场早、规模庞大、技术水平先进、产品种类齐全、营销网络遍布全球，总部主要集中在美国、欧洲、日本等发达国家和地区，如Sigma-Aldrich、Bio Techne Cor 这些跨国巨头面向全球布局，产品线几乎覆盖了基础研究、医疗诊断和生物制药生产链的各个环节，全球市场份额主要被他们所垄断。除此之外也有专注于分子砌块的特色供应商，如COMBI BLOCKS、Enamine、Gayman Chemical、Fluorochem（氟类化合物）和AstaTech等，在产品数量和某一产品系列上具有明显优势。

国内分子砌块品牌起步较晚，但逐渐发力抢占市场。早年间国产品牌起步较慢，国内市场的高端科研试剂市场基本被国际巨头垄断，其通过直销、授权给独家代理或区域代理的方式，占据了绝大多数国内市场份额。随着国内企业研发投入不断增加，品牌效应逐渐确立并放大，以药石科技、皓元医药、阿拉丁及毕得医药等为代表的国内分子砌块企业，正不断冲击国际巨头在国内市场份额，并开始出海抢占部分海外市场。凭借成本、快速响应与售后服务等优势，国产品牌在国内甚至国际市占率正逐步提升。

表 1：全球试剂行业代表性企业

企业名称	所在地	成立时间	主要产品
Sigma-Aldrich	美国	1975 年	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，高水准的服务、先进电子商务和分销平台拥有全球大量客户，产品深受全球各大科研院所、制药企业的信任。
Alfa Aesar	美国	1989 年	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；燃料电池产品；生化；纳米材料；稀土；分析类产品和实验室器材
TCl	日本	1894 年	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	英国	1986 年	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
AstaTech	美国	1996 年	有机合成砌块、医药中间体
Combi-Blocks	美国	1997 年	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
Enamine	乌克兰	1991 年	涵盖合成砌块、筛选库和片段库
药石科技	中国	2008 年	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；分子砌块的研发和工艺生产相关的技术服务
皓元医药	中国	2006 年	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
阿拉丁	中国	2004 年	分析科学、高端化学、生命科学和材料科学四个领域
萨恩化学	中国	2009 年	小分子中间体、催化及反应试剂、有机磷配体等系列产品
麦克林	中国	2013 年	通用试剂、药物合成试剂、手性化合物、催化剂及配体、分析试剂、生物试剂等
韶远科技	中国	2007 年	高端研发用化学试剂的设计、合成、生产和销售
毕得医药	中国	2007 年	分子砌块的研发设计、生产及销售等核心业务

资料来源：毕得医药招股说明书，信达证券研发中心

国产分子砌块类上市公司把握机遇，业绩持续高速增长。分子砌块产品具有广阔的市场空间，且国内企业在技术质量、产品数量、服务配送方面的能力持续提升，逐步实现进口替代。国内分子砌块类上市公司享受了行业高成长的红利，综合品牌竞争力不断增强，业绩持续高增长，未来仍有较大的上升空间。

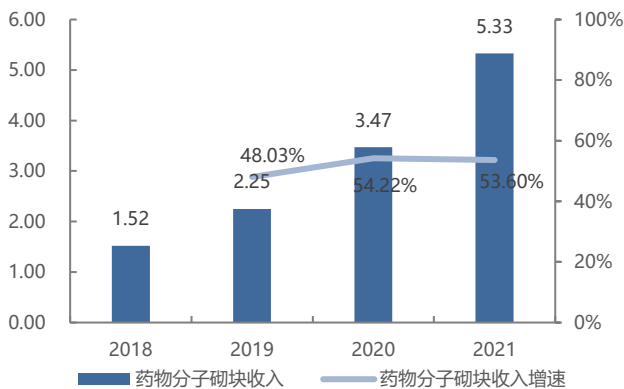
3. 不断开拓成长空间，构筑分子砌块国内领先地位

3.1. 公司分子砌块市占率不断攀升，收入快速增长

聚焦新药研发产业链最前端，分子砌块收入快速上涨。公司已有逾 10 年分子砌块自主品牌口碑，分子砌块和科学试剂的结构独特性、种类丰富性不断提升，带动公司主要产品分子砌块收入稳步上涨。其分子砌块收入由 2018 年 1.52 亿元迅速增长至 2021 年 5.33 亿元，若以国内同行业公司相同业务中公斤级以内分子砌块销售额作为测算基准，公司国内市场占有率已从 2019 年 39.57% 上升至 2021 年 48.36%，市场占有率稳步提升。

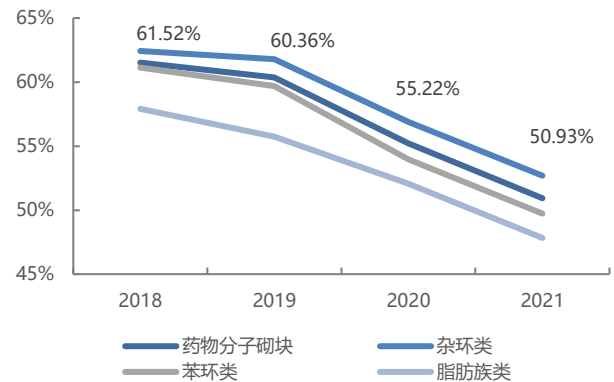
客户粘性增加，大包装需求上涨，分子砌块平均价格与毛利率略有下滑。通常来讲，用于药物发现阶段所使用试剂的用量较小，采购量通常在毫克、克区间，对产品价格较为不敏感，而包装越小毛利越高；当客户实验进度取得进展进入中试放大阶段时，开始关注产品的采购成本，因此大包装产品售价与毛利均有所降低。公司公斤级以上分子砌块销量占比由 2019 年 26.41% 迅速提升至 2021 年的 53.23%，收入占比由 4.51% 提升至 12.31%。这也代表着下游客户粘性不断增强，公司产品销售量级不断放大，公司口碑不断增强。若剔除会计准则变动，则 2021 年分子砌块毛利率为 55.17%，较 2018 年降幅较小。

图 19：公司分子砌块业务营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：公司分子砌块业务毛利率变化趋势



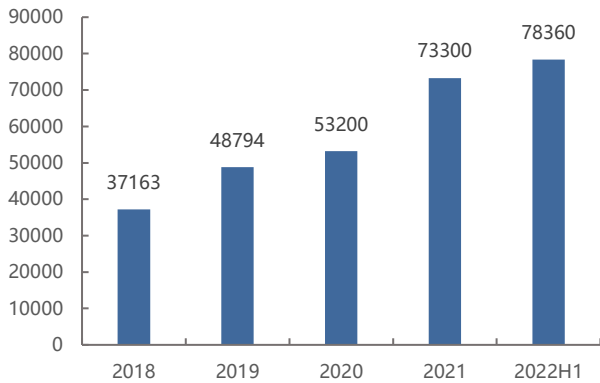
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2. “多快好省”，构建国内分子砌块领军企业

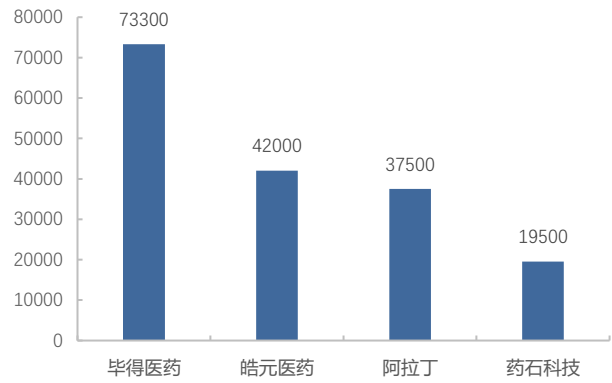
3.2.1. “多”：提供国内最新、最全现货库存

立足市场需求，分子砌块种类迅速增加。通过前瞻性储备满足客户现货需求，现货品种的种类和数量是分子砌块供应商的核心竞争力之一。丰富的分子砌块库能够不断满足客户需要的新品类药物分子砌块，有助于助力下游客户新药研发。公司通过大数据、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。公司历年分子砌块储备数快速增加，能够及时满足客户的研发需求。

公司具有国内最齐全的药物分子砌块产品库。目前公司具备向客户提供超过 30 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块的能力，常备药物分子砌块现货种类超过 7 万种，截止公司上市已有现货 8.6 万种。横向对比来看，截止 2021 年底据公开数据整理，公司分子砌块常备产品种类数量高于行业内竞争对手。毕得医药是国内规模领先的分子砌块供应商，品牌影响力不断增强。

图 21： 毕得医药历年分子砌块现货数（个）


资料来源：公司 IPO 路演材料，信达证券研发中心

图 22： 毕得医药及可比公司分子砌块现货数（个）


资料来源：公司 IPO 路演材料，信达证券研发中心

3.2.2. “快”：多中心仓储前瞻性备货，满足全球客户时效性需求，国内外双轮驱动

国内各大区域中心提前备货，前置仓储快速配送。通过总部和区域中心联动，实现国内外重要医药研发基地、区域中心布局，覆盖周边重点高校。国内现已建成上海仓储中心及天津、武汉、成都库存前置仓，高现货数使前置仓储更有意义，本区域仓储不断丰富，上海、深圳、广州能够实现当日达，其余区域部分当日达并全部次日达，带动各区域收入快速增长。高效的库存与配送体系有效提升了下游客户工作效率，提升了整个生物医药产业链运行效率。

图 23： 国内五大前置仓储实现快速配送
2-(甲氨基)吡啶 (请以英文为准,中文仅做参考)

2-(Methylamino)pyridine

货号: **BD01424601** 2-(Methylamino)pyridine , 98+%

标准纯度	包装	价格	国内五大前置仓储实现快速配送				
			上海	深圳	天津	武汉	成都
98+%	5g	¥ 136.00	>10	2	3	2	1
98+%	25g	¥ 406.00	>10	2	5	1	1
98+%	100g	¥ 1268.00	5	1	2	1	-
98+%	大货						2-3 weeks



 编辑结构

 *存储: Keep in dark place, Inert atmosphere, Room temperature

 *毕得全线产品(仅供科研使用)

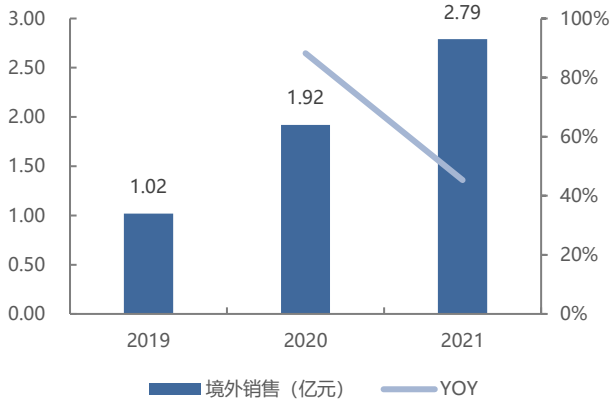
 周一至周六发货: [当日达] 上海、深圳、广州

 [次日达] 京、津、粤、苏、浙、鄂

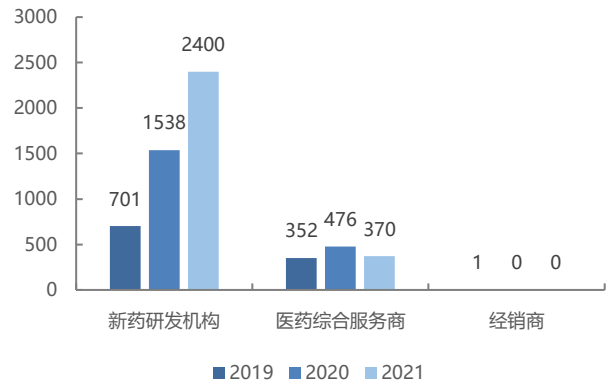
收藏 询单

资料来源：毕得医药官网，信达证券研发中心

立足全球，海外收入快速提升。公司于 2021 年实现海外收入 2.79 亿元，收入占比已达 46%，2018-2021 年 3 年 CAGR 达 73%。随着近些年公司在欧美、亚太地区影响力不断增强，积极布局区域中心，海外客户数量迅速增加，新药研发客户数量稳步上涨，数量占比由 2019 年 67% 提升至 2021 年 87%，收入占比由 2019 年 24% 提升至 2021 年 48%。

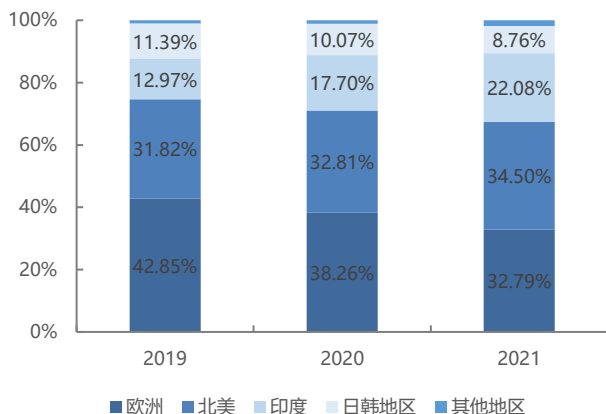
图 24：公司海外销售收入快速增长（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

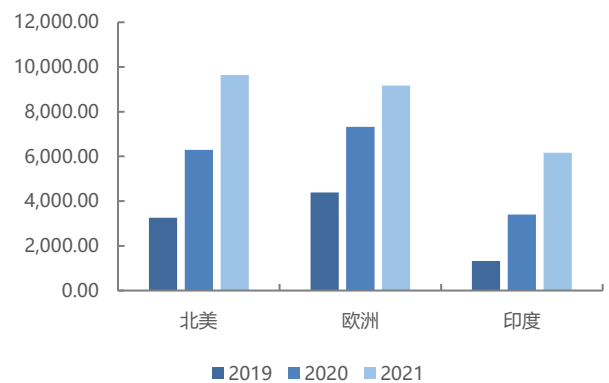
图 25：公司境外各类型客户数量（家）


资料来源：公司会计师关于第二轮审核问询函 8-2-2，信达证券研发中心

积极布局海外，构筑全球影响力。毕得医药积极开展全球布局，在美国、欧洲、印度等全球新药研发高地进行区域中心布局，共在境外设立 5 家子公司，分别位于美国、印度、中国香港与德国进行日常办公，并在美国、印度与德国设有本地仓储，能够实现快速送达。随着近些年印度在仿制药与 CRO 领域的快速发展，公司在印度地区收入 2 年 CAGR 高达 116%，收入占比由 13% 迅速提升至 22%，区域增速远超欧美。全球销售渠道日趋完善，“Ambeed”品牌海外认可度不断增强，稳步构筑全球供应链体系，能够及时满足境外客户需求、更好地服务客户，行业知名度不断提升。

图 26：公司境外分区域占比


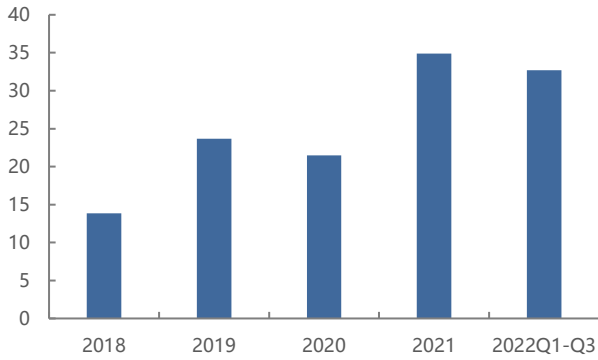
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27：公司境外分区域销售收入（万元）


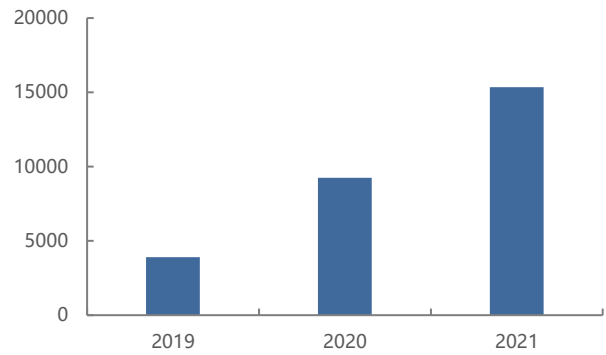
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2.3. “好”：高研发投入，产学研相结合，紧跟前沿需求

研发投入不断加强，定制化收入稳步上升。公司拥有一支专业的研发团队，具备丰富的化学设计、合成经验。研发开支由 2018 年 0.14 亿迅速增长至 2021 年 0.35 亿元，3 年 CAGR 达 36%，与公司收入同趋势增长。随着研发开支持续加大，新品合成能力不断增强，公司定制化产品收入不断增加，由 2019 年约 0.39 亿元迅速提升至 2021 年 1.53 亿元，整体收入占比由 15.71% 提升至 25.32%，期间 CAGR 高达 98%。非标品的定制化合成业务不断提升，代表客户对公司技术认可度快速提升，品牌效应显著提高。

图 28：公司研发投入持续上涨（百万元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：公司定制化产品收入迅速提升（万元）


资料来源：公司申报会计师回复意见 8-2-1，信达证券研发中心

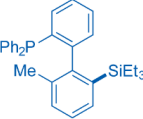
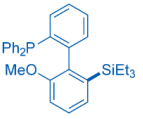
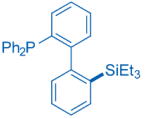
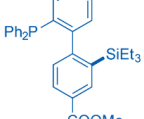
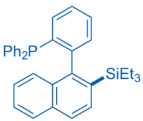
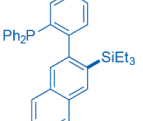
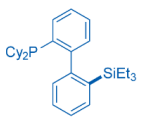
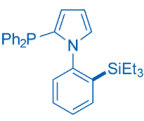
与高校深度合作，售卖独家授权产品。公司与高校深度合作，开辟科学家渠道，常备科学试剂现货产品近 1 万种，产品全面、便捷，还能提供具有独家授权的配体及催化剂，在现货种类、品质、新颖性以及价格等维度都具备较强竞争力，对国内各领域诸多课题组均有销售。

图 30：公司开辟科学家频道，售卖合作产品


资料来源：毕得医药官网，信达证券研发中心

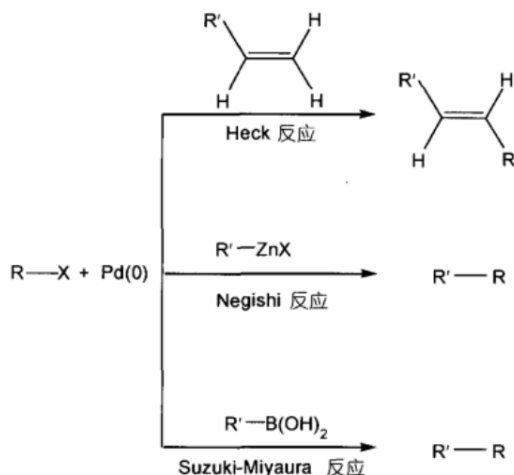
通常来讲，参考文献中的较新颖的配体需要研究人员重复合成，导致工作效率明显降低。公司与高校老师深度合作，具备诸多专利授权配体，实现独家销售，有效减轻科研工作者的的工作负担。公司在科研领域口碑不断增强。

图 31：售卖独家专利授权产品，方便科研工作者

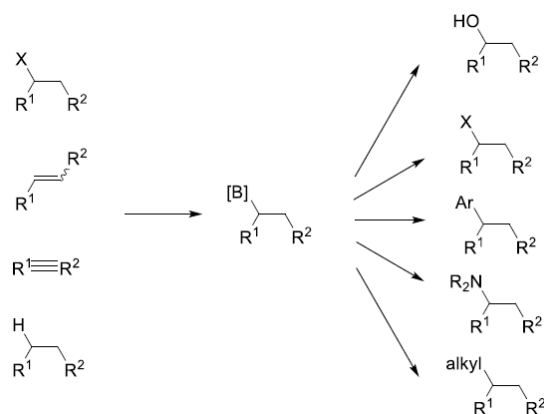
研究方向	合作产品	工作经历	学术成果
专利磷配体	甲基化试剂		
			
BD01401163 2371006-28-7	BD01433077 2371006-30-1	BD01395903 2371006-24-3	BD01464546 2371006-34-5
			
BD01414664 2371006-36-7	BD01411306 2371006-38-9	BD01429826 2371006-39-0	BD01450734 2371006-40-3

资料来源：毕得医药官网，信达证券研发中心

硼类化合物是有机合成的灵魂工具，与人类生活密不可分。（1）硼类化合物可通过偶联反应制备更加复杂的分子砌块、工具化合物、小分子药物、日用材料等，这一偶联反应也获得了 2010 年诺贝尔化学奖，极大促进了生物医药以及材料学领域的发展，与人类生活密不可分；（2）硼类化合物是转化化学中极为重要的一环，其可以经过水解、氧化、还原等反应，方便的转化为其他官能的分子砌块，如氟、羧基等，极大简化了分子砌块的合成途径，而目前全球 20% 的药物含有氟原子。

图 32：偶联反应获 2010 年诺贝尔化学奖


资料来源：《有机合成中钯催化交叉偶联反应：2010 年诺贝尔化学奖成果简介》，信达证券研发中心

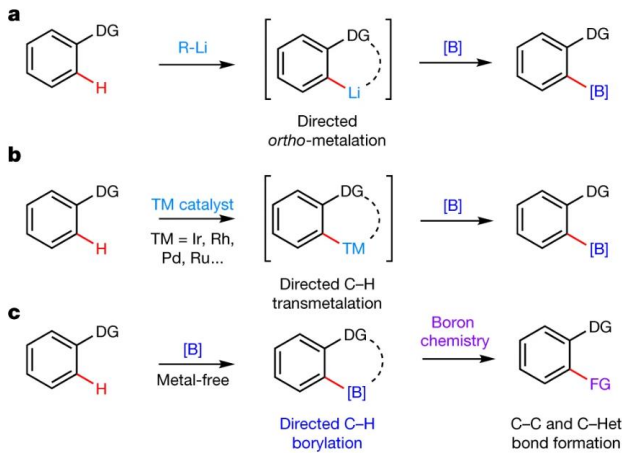
图 33：硼化合物是转化化学中十分重要的一环


资料来源：《硼烷催化 C-H、Si-H/Si-CN 以及 B-H 键的活化及其反应研究》，信达证券研发中心

与高层次科学家深度合作，有效提升硼/氟类新品开发效率。通常来讲，硼类化合物的合成通常要使用贵金属 (Pd、Pt、Rh 等)、或是极度易燃易爆的金属试剂如烷基锂，其后处理过程中也许使用强酸强碱，生产成本与风险均较高，且对部分底物结构有所限制。公司与南京大学史壮志教授深度合作，聘请其作为公司首席科学家，共同对其在《Nature》上发表的非金属硼类化合物的合成方法进行商业化应用和探索，稳固毕得医药在硼类化合

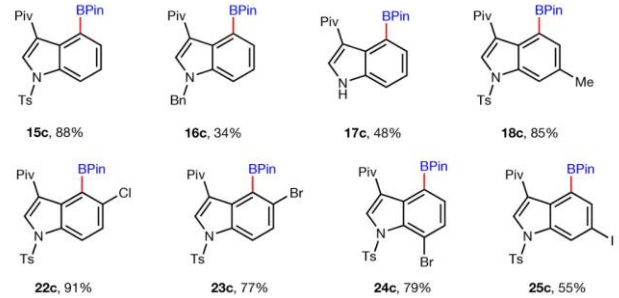
物上的优势。如上文所提到，硼官能团可以便捷的转化为氟，使得公司在硼/氟类化合物的优势进一步稳固。

图 34：各种硼化反应



资料来源：《Metal-free directed sp²-C-H borylation》，信达证券研发中心

图 35：该方法产率较高，底物限制较少

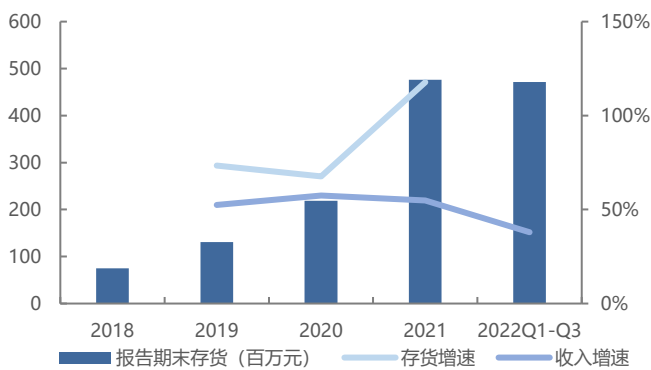


资料来源：《Metal-free directed sp²-C-H borylation》，信达证券研发中心

3.2.4. “省”：优化产品路线，高库存周转，质量价格均具优势

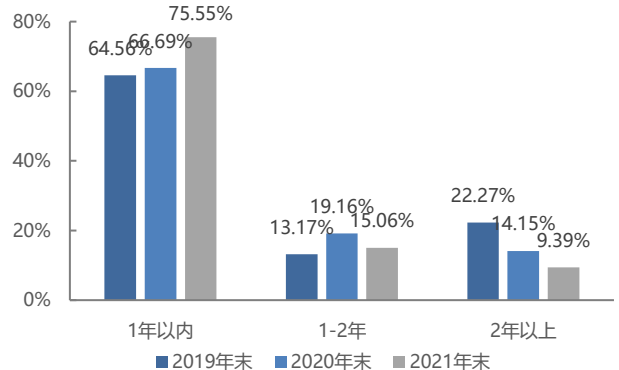
公司高存货高周转，供应链采购具有成本优势，实现良性循环。通常来说，向上游供应链进行采购时，采购成本随采购数量增大而有所降低。为了使采购成本降低，公司存货快速增加，但由于其库存周转较快，因此存货与收入同增长趋势。随着产品渠道建设日趋完善，截止 2021 年末，公司 2 年以上存货占比仅为 9.39%，最近 1 年产品销售率 88.55%，库存周转日趋加快。尽管公司存货较高，但由于其高周转，采购成本更低，使其在同业竞争中更具价格优势，公司盈利能力快速提升，从而实现“高存货-高周转-高收入-低成本-高存货”的良性循环。

图 36：公司存货与收入情况（百万元）



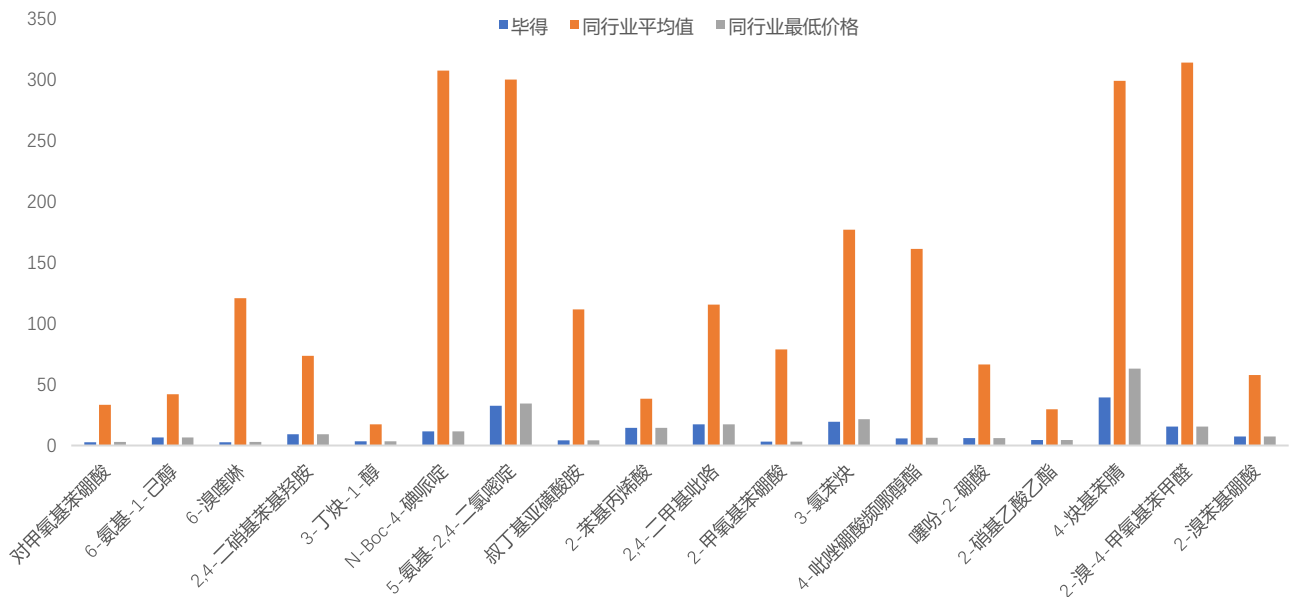
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 37：2 年以上存货占比日趋降低



资料来源：毕得医药招股说明书，信达证券研发中心

优化路线，控制成本。除硼类化合物属于颠覆性设计外，公司还对部分产品进行了线路优化、纯化优化以控制生产成本。严格控制副反应比例，以达到最优质量和最优收率。目前我国分子砌块厂家众多，品类繁多，单品需求量小，市场竞争日趋激烈，行业平均产品价格开始略有下滑。公司通过控制生产成本，在竞争格局日趋激烈的前提下，价格与盈利方面更显优势，为后续提升客户粘性和增加未来收益提供了更大的空间。

图 38：公司整体定价较低但盈利能力稳定（单位：元）


资料来源：毕得医药 IPO 材料，信达证券研发中心

多快好省，环环相扣，层层递进。一方面，公司建立了全球及国内多中心仓储，实现了大量分子砌块的现货准备，在种类丰富性与供货高时效性上较大满足了新药研发客户的需求，公司品牌效应不断增强；另一方面，下游客户需求不断增加，也为公司高存货周转提供了保障，而高存货又使得公司在进行供应链采购时成本低于可比公司，最终获得高于行业可比的盈利能力。公司以**“多”为基石，“快”为优势，“好”为核心，“省”为结果，四位一体**，公司在高端分子砌块以及科学试剂领域的领先地位得以稳固，公司步入发展快车道。

4. 盈利预测及假设

4.1. 收入预测

分子砌块业务：截止 2022H1，公司现货分子砌块数量已超 7.8 万余种，处于国内公斤级以下分子砌块领军地位，现货以及备货能力行业领先。公司募投项目能够进一步提高公司产品供应与技术服务能力，及时满足客户对新产品的更新需求；通过新建国内外区域中心，能够对现有产品库进行升级扩充，从而改善客户体验，提高公司综合竞争能力，进一步提升公司市场占有率。随着“多快好省”四字方针的贯彻执行，我们预计公司分子砌块业务 2022-2024 年收入分别为 7.3/9.7/12.5 亿元，同比增速为 36%/33%/29%，毛利率随收入体量增加、仓储运营费用增加等有所降低，预计为 51.41%/49.17%/48.59%。

科学试剂业务：新药研发前端需求旺盛、科研工作者学术追求，有望促进科学试剂实现持续放量销售。公司现有常备科学试剂现货产品近 1 万种，并与高校深度合作，能够快速提供学术前沿催化剂产品，积极响应客户需求，未来随着公司产品种类持续提升与渠道建设，该板块业务有望持续实现稳健增长。我们预计该项业务 2022-2024 年收入分别为 1.07/1.49/1.94 亿元，同比增速约为 46%/40%/30%。由于催化剂往往包装较小，单次采购量大多以毫克级别为主，随着产品销量上升，毛利率有进一步提升空间，预计为 37.99%/37.88%/38.32%。

表 2：毕得医药盈利预测

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	249	391	606	834	1114	1443
YOY	53%	57%	55%	38%	34%	29%
毛利率	59.65%	54.38%	49.46%	49.70%	47.65%	47.21%
1. 分子砌块						
收入	226	348	533	727	965	1249
YOY	48%	54%	53%	36%	33%	29%
毛利率	60.36%	55.23%	50.93%	51.41%	49.17%	48.59%
1.1 杂环类						
收入	127	186	276	386	521	678
YOY	42%	46%	49%	40%	35%	30%
毛利率	61.80%	56.90%	52.69%	51%	50.50%	50%
1.2 苯环类						
收入	69	105	164	219	284	364
YOY	53%	53%	57%	33%	30%	28%
毛利率	59.68%	53.98%	49.73%	49%	48.50%	48%
1.3 脂肪族						
收入	30	57	93	123	159	207
YOY	66%	92%	63%	32%	30%	30%
毛利率	55.74%	52.06%	47.83%	57%	46%	45%
2. 科学试剂						
收入	23	44	73	107	149	194
YOY	121%	93%	67%	46%	40%	30%
毛利率	54.21%	48.40%	38.94%	37.99%	37.88%	38.32%
2.1 催化剂及配体						
收入	15	28	57	83	116	151
YOY	125%	85%	102%	45%	40%	30%
毛利率	44.72%	39.03%	35.70%	34%	33%	33%
2.2 活性小分子化合物						
收入	7	15	16	24	33	43
YOY	112%	109%	3%	50%	40%	30%
毛利率	74.08%	65.75%	50.70%	52%	55%	57%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.2. 估值与投资评级

毕得医药是国内分子砌块领域龙头公司，现货储备与仓储物流不断完善，市场认可度不断提高，盈利能力持续增强。我们预计公司 2022-2024 年收入分别 8.34/11.14/14.43 亿元，增速为 37.6%/33.6%/29.5%，归母净利润分别为 1.46/2.02/2.65 亿元，增速为 49.4%/38.3%/31.6%。对应 2022-2024 年 EPS 分别为 2.25/3.11/4.09 元，PE 为 58/42/32 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值分析

代码	公司	总市值 (亿元)	2022EPS	2023EPS	2024EPS	2022PE	2023PE	2024PE
688131.SH	皓元医药	138	2.22	3.41	4.98	58.10	37.84	25.93
300725.SZ	药石科技	168	1.78	2.51	3.45	47.32	33.52	24.40
688133.SH	泰坦科技	131	2.28	3.38	4.74	68.38	46.00	32.83
688179.SH	阿拉丁	63	0.82	1.10	1.48	54.83	40.63	30.41
均值						57.16	39.50	28.39
688073.SH	毕得医药	84	2.25	3.11	4.09	57.68	41.71	31.70

资料来源：Wind 一致预期，信达证券研发中心

注：数据截至 2023/02/3

5. 风险提示

存货过高风险：现货品种的种类和数量是分子砌块供应商的核心竞争力之一。公司需要通过前瞻性储备满足客户现货需求，现货品种的种类和数量是分子砌块供应商的核心竞争力之一。公司药物分子砌块备货产品种类和数量在国内处于领先地位，高于同行业公司皓元医药和阿拉丁，相较于境外巨头 Sigma-Aldrich 仍存在一定差距。公司存货余额高于同行业公司皓元医药和阿拉丁，如果未来市场需求发生变化，会导致公司未来存在一定经营风险。

境外运营风险：公司在美国、德国、印度等地区拥有子公司，主要负责药物分子砌块和科学试剂产品的境外推广和销售。如果未来公司境外销售所在国家或地区的政治经济形势、经营环境、产业政策、法律政策等发生不利变化，或者因为公司国际化管理能力不足导致在正常经营过程中出现违约、侵权等情况引发诉讼或索赔，具有一定境外运营风险。

下游客户需求下降风险：公司的产品为新药研发和商业化生产过程中所需要的从毫克到百千克级的药物分子砌块及科学试剂，随着新药研发阶段不断向前推进，公司药物分子砌块、科学试剂产品可以持续地实现销售，且需求量会不断增加。因此，公司产品销售增长受制于客户新药研发进展，如果公司客户新药研发进展缓慢，公司收入增长将受到限制。

技术人员流失风险：公司从事行业为技术密集型业务，高素质专业人才是公司的核心竞争要素。公司经过多年的经营，已初步建立了行业内具有较强竞争力的技术团队。但由于行业近些年发展迅速，对专业人才需求与日俱增，如后续发展过程中出现人才流失或人才短缺的情况，将给公司正常经营带来不利影响。

短期股价波动风险：该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	458	818	2,553	2,829	3,393	
货币资金	91	193	2,001	2,059	2,379	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	85	125	114	153	198	
预付账款	3	4	42	47	69	
存货	219	477	368	527	689	
其他	60	20	28	44	59	
非流动资产	50	88	94	103	115	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	15	31	34	41	52	
无形资产	1	0	0	0	0	
其他	34	57	60	62	63	
资产总计	508	906	2,647	2,932	3,508	
流动负债	143	250	415	496	805	
短期借款	17	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	83	206	252	272	512	
其他	43	43	163	225	292	
非流动负债	0	28	28	28	28	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	0	28	28	28	28	
负债合计	143	277	443	524	832	
少数股东权益	0	0	1	4	6	
归属母公司	364	629	2,203	2,404	2,670	
负债和股东权益	508	906	2,647	2,932	3,508	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	391	606	834	1,114	1,443	
同比	57.5%	54.9%	37.6%	33.6%	29.5%	
归属母公司净利润	59	98	146	202	265	
同比	5452.0	65.4%	49.4%	38.3%	31.6%	
毛利率(%)	54.4%	49.5%	49.7%	47.7%	47.2%	
ROE%	16.2%	15.5%	6.6%	8.4%	9.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.33	2.04	2.25	3.11	4.09	
P/E	0.00	0.00	57.68	41.71	31.70	
P/B	0.00	0.00	3.82	3.50	3.15	
EV/EBITDA	-0.85	-1.28	45.17	34.24	23.35	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	391	606	834	1,114	1,443	
营业成本	179	306	420	583	762	
营业税金及附加	2	3	4	5	6	
销售费用	51	78	117	150	185	
管理费用	52	64	89	111	137	
研发费用	21	35	67	84	101	
财务费用	10	5	-27	-51	-55	
减值损失合计	-9	-9	0	0	0	
投资净收益	1	0	0	0	0	
其他	2	9	6	6	4	
营业利润	71	115	171	237	312	
营业外收支	-1	0	0	0	0	
利润总额	70	115	171	237	312	
所得税	11	17	24	33	44	
净利润	59	98	147	204	268	
少数股东损益	0	0	1	2	3	
归属母公司净利润	59	98	146	202	265	
EBITDA	88	129	142	186	259	
EPS(当年)(元)	1.33	2.04	2.25	3.11	4.09	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	4	-65	410	87	355	
净利润	59	98	147	204	268	
折旧摊销	8	18	5	6	8	
财务费用	5	2	0	0	0	
投资损失	0	-4	-1	0	0	
营运资金变	-79	-188	258	-122	79	
其它	11	6	0	0	0	
投资活动现金流	-80	29	-30	-30	-35	
资本支出	-37	-14	-10	-15	-20	
长期投资	0	0	-20	-15	-15	
其他	-42	43	0	0	0	
筹资活动现金流	127	137	1,428	0	0	
吸收投资	160	164	1,428	0	0	
借款	34	21	0	0	0	
支付利息或股息	-24	0	0	0	0	
现金流净增加额	47	102	1,808	57	320	

研究团队简介

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

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年 3 月加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术学士，卡耐基梅隆大学信息技术管理硕士，1 年证券从业经验。曾在国金证券从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医疗设备、医疗耗材、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致