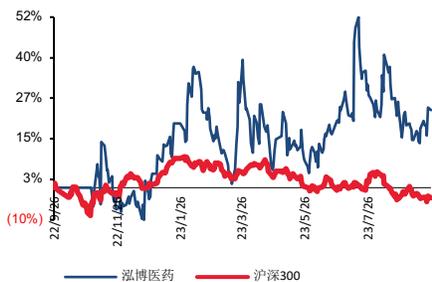


医药生物 医疗服务

小分子药物设计专家，一站式赋能新药研发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	108/24
总市值/流通(百万元)	4,835/1,090
12 个月最高/最低(元)	71.24/41.25

相关研究报告:

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523060002

报告摘要

深耕小分子领域多年，一体化服务链条逐渐完善。泓博医药立足于小分子药物发现业务，以设计能力为核心竞争优势，并深度参与客户新药研发的早期过程；随着新药研发的不断推进，公司顺应客户需求，将业务逐步向下游延伸拓展至药学研究业务以及 CDMO 业务，不断打造一体化服务链条，为客户提供一站式服务，从而深度绑定客户订单。

前端业务订单充沛，保障业绩高速增长。近年来，公司不断加大市场营销及客户开拓力度，客户数量进一步提升，新签及在手订单快速增长。截至 2022 年底，公司在手订单为 3.65 亿，同比增长 54.22%。此外，服务板块 2023Q2 新签订单为 1.33 亿元，较 2023Q1 环比提升 42.10%，充沛的订单保障了未来业绩的持续高增长。

后端业务替格瑞洛为核心品种，专利到期有望快速放量。目前，公司商业化生产业务的主要产品为替格瑞洛中间体，占商业化生产收入的比例高达 80-90%。未来随着 2024 年 12 月替格瑞洛欧美专利延长保护期结束，预计国外替格瑞洛系列产品需求量快速增长，公司海外销售有望快速放量，形成业绩增长的新动力。

投资建议：我们预计 2023 年-2025 年公司营业收入分别为 6.24/8.36/11.23 亿元，分别同比增长 30.27%/33.97%/34.33%；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.02/1.39/1.89 亿元，分别同比增长 52.34%/35.71%/35.74%。我们参考可比公司平均市盈率，结合公司年底迎来估值切换，给予 2024 年预测归母净利润 50 倍 PE，对应 12 个月内目标市值 69.5 亿元，目标价为 64.50 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

风险提示：解禁风险、人力成本上升及人才流失的风险、环保及安全生产风险、商业化生产产品单一和集中的风险、汇率波动等风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	479	624	836	1123
(+/-%)	6.92	30.27	33.97	34.33
归母净利(百万元)	67	102	139	189
(+/-%)	(8.70)	52.34	35.71	35.74
摊薄每股收益(元)	0.62	0.95	1.29	1.75
市盈率(PE)	72.47	47.25	34.82	25.65

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 泓博医药：小分子设计能力突出，一站式赋能新药研发.....	4
(一) 深耕小分子领域多年，核心团队具备丰富经验.....	4
(二) 业绩高速增长，在手订单充沛.....	6
二、 前端业务：研发实力雄厚，竞争优势突出.....	8
(一) 立足小分子发现，拓展布局工艺研发.....	9
(二) 研发投入不断加大，AI 等核心技术助力新药研发.....	10
三、 后端业务：替格瑞洛价格趋稳，海外有望贡献新增量.....	13
(一) 业务链条不断延伸，商业化生产品种丰富.....	13
(二) 替格瑞洛为核心品种，专利到期有望快速放量.....	14
四、 投资亮点.....	16
(一) 新签订单高速增长，活跃客户不断丰富.....	16
(二) 产能建设逐步落地，保证未来业绩转化.....	17
(三) 替格瑞洛海外或将放量，技改提升产能及盈利能力.....	18
(四) AI 助力新药研发，公司掌握核心技术.....	19
五、 盈利预测与投资建议.....	20
(一) 盈利预测.....	20
(二) 投资建议.....	22
六、 风险提示.....	23

图表目录

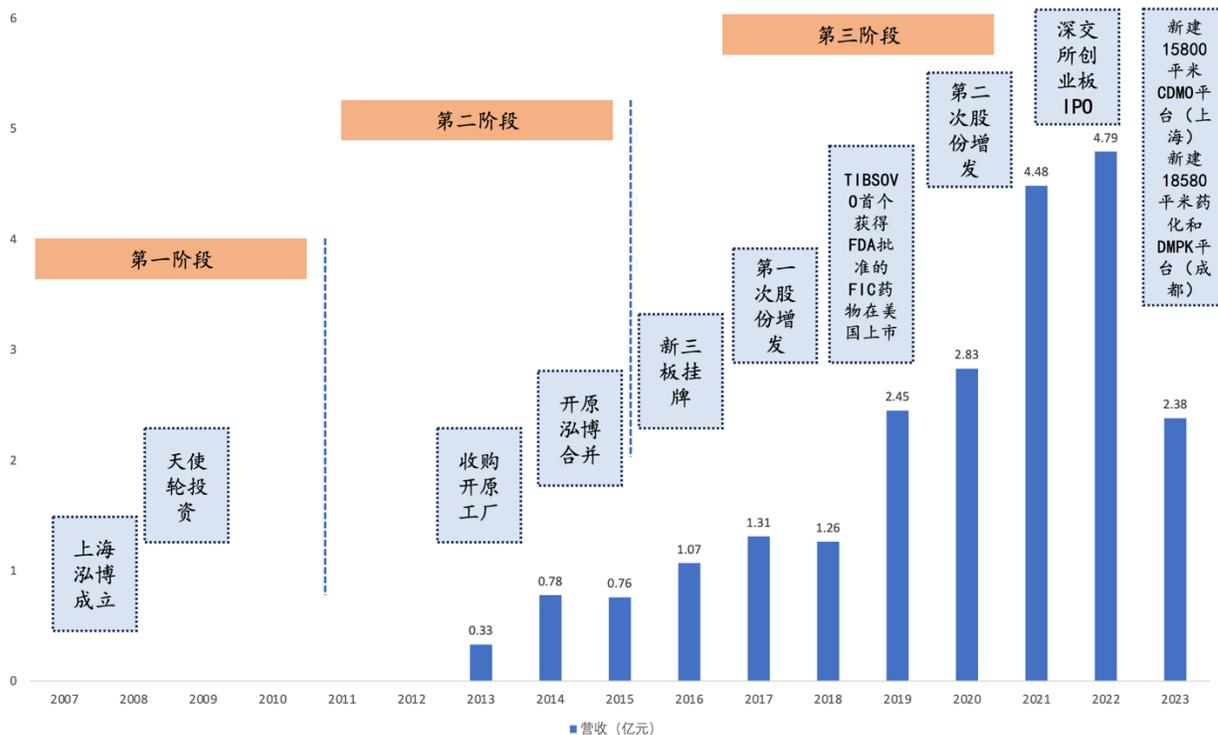
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司核心技术团队简介	5
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 2017-2023H1 营业收入(亿元)	7
图表 5: 2017-2023H1 归母净利润(亿元)	7
图表 6: 公司分业务营业收入情况(亿元)	7
图表 7: 公司分业务营业收入占比	7
图表 8: 2018-2023H1 公司毛利率及净利率	8
图表 9: 2018-2023H1 公司分业务毛利率	8
图表 10: 2018-2023H1 公司期间费用率情况	8
图表 11: 公司主营业务	9
图表 12: 2018-2023H1 研发费用及占比(万元)	11
图表 13: 2019-2023H1 研发人员数量及占比	11
图表 14: 公司核心技术平台简介	12
图表 15: 自主生产产品品类	13
图表 16: 2018-2023 中国替格瑞洛销售额(亿元)	14
图表 17: 2018-2023 中国替格瑞洛 API 销量(吨)	14
图表 18: 2023 中国替格瑞洛销售额竞争格局	15
图表 19: 2023 中国替格瑞洛 API 竞争格局	15
图表 20: 2019-2021 替格瑞洛系列产品销售额及占比	15
图表 21: 2019-2021 替格瑞洛平均单价	16
图表 22: 2023H1 新签订单及客户情况	16
图表 23: 2021-2022 在手订单(亿元)	17
图表 24: 2021-2022 活跃客户数量	17
图表 25: 公司基地布局	18
图表 26: 2019-2021 商业化生产产能及利用率	19
图表 27: AIDD 在新药发现中的应用	20
图表 28: 收入拆分及盈利预测	22
图表 29: 可比公司估值表	23

一、泓博医药：小分子设计能力突出，一站式赋能新药研发

(一) 深耕小分子领域多年，核心团队具备丰富经验

深耕小分子领域多年，一体化服务链条逐渐完善。泓博医药成立于 2007 年，是一家小分子创新药研发以及商业化生产一站式综合服务商，致力于药物发现、制药工艺的研究开发以及原料药、中间体的商业化生产。目前，公司的主营业务分为三大板块：1) 药物发现 CRO：公司帮助客户设计、筛选和优化候选化合物和先导化合物，并进行结构改良和初步的安全性筛选，以获得具备知识产权和出色药效的化合物；2) 工艺研究与开发 CRO/CDMO：公司为全球医药企业提供新药工艺化学服务和创新型合成工艺，帮助客户实现从公斤级到吨级中间体和原料药的商业化生产，以低成本、安全、环保、可靠为目标；3) 商业化生产 CMO：凭借在制药工艺技术上的优势，公司还提供新药关键中间体的定制化生产服务，以及研发和生产化学结构复杂、合成难度高的特色原料药中间体。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，iFinD，太平洋证券整理

高管及核心技术团队具备丰富行业经验。泓博医药创始人陈平博士，现任公司总经理、董事长，先后毕业于北京大学学士、美国杜克大学博士，加拿大蒙特利尔大学博士后，曾担任美国百时美施贵宝资深首席科学家(17年)，是慢性髓细胞白血病新药“达沙替尼”主要发明人，于2008年获得美国新泽西州研发总署的“汤玛斯爱迪生创新药发明专利奖”，共发表40余篇SCI科学论文、约35项PCT发明专利(其中28项获授权);联合创始人蒋胜力先生具备丰富的医药行业经验，先后毕业于四川大学学士，中欧商学院高级工商管理硕士，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，他于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，目前共有8项发明专利(其中4项已授权);开原泓博创始人安荣昌先生具备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，是开原亨泰以及浙江昂利泰的创始人。此外，核心技术团队具备丰富经验。公司核心技术团队曾就职于国内外头部药企，平均具备20+年从业经验，如：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，拥有超过30年从业经验。

图表 2：公司核心技术团队简介

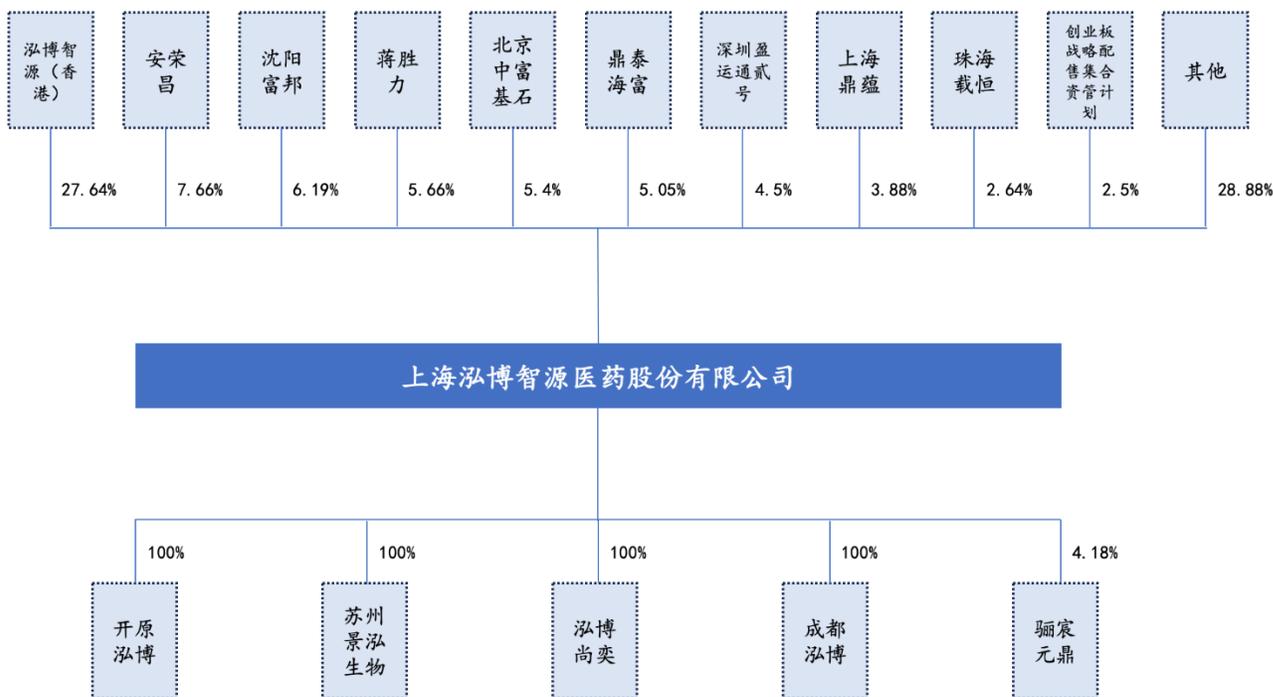
						
蔡振伟 PhD 执行副总裁 / 药物化学部	徐忠民 PhD 高级副总裁 / 工艺开发部	李海峰 MS 副总经理 / EHS	张媛 MS 副总裁 / 商务拓展部	李世成 BS 财务总监	唐开勇 PhD 副总裁 / 药学研究部	李娟 PhD 常务副总经理 开原泓博(工厂)
美国罗格斯大学 药物化学博士	美国波士顿学院 有机化学博士	复旦大学 化学工程硕士	德国法兰克福大学 生物学硕士	上海财经大学 会计学学士	华东师范大学 有机化学博士	沈阳药科大学 药物化学博士
30年从业经验	30年从业经验	21年从业经验	23年从业经验	20年从业经验	16年从业经验	16年从业经验

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司股权结构清晰，员工持股平台激励到位。截至2023年6月30日，公司控股股东为香港泓博，直接持有公司27.64%的股份，PING CHEN、蒋胜力、安荣昌为公司实控人，合计控制公司3446.50万股，占公司总股本44.83%；此外，公司为做好员工激励共设立1个员工持股平台上海鼎蕴，共持有公司3.88%的股份，为公司长期的健康发展及人才激励奠定基础。此外，公司在发展过程中分别于2017年和2020年进行股份增发：1) 2017年，鼎泰海富、宁波鼎锋明德正心、上海鼎锋弘人、宁波鼎锋海川以9.00元/股的价格分别认购333.33万股、150.00万股、39.00万股、33.00万股股份，共计出资约4998万元；2) 2020年，WEALTHVALUE和西安泰明以31.88元/

股的价格分别认购 113.00 万股和 94.00 万股股份，其中 WEALTHVALUE 以货币出资 3602 万元（注册资本 113 万元，资本公积 3489 万元）；西安泰明以货币出资 2997 万元（注册资本 94 万元，资本公积 2902 万元）。

图表 3：公司股权结构

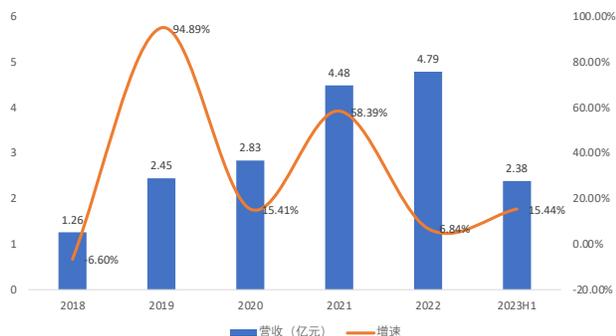


资料来源：公司 2023 年中报，太平洋证券整理

(二) 业绩高速增长，在手订单充沛

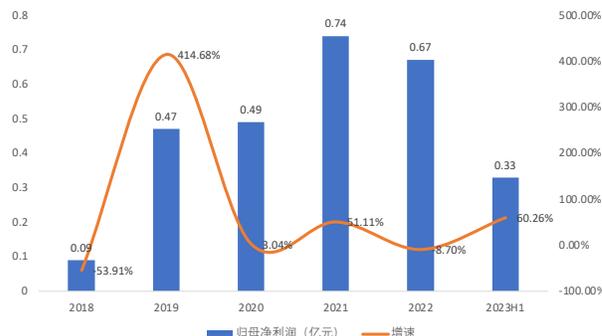
公司近年来业绩高速增长，疫情扰动利润端略有波动。从收入端来看，公司 2017 年营业收入仅有 1.31 亿元，随后快速增长到 2022 年的 4.79 亿元，2017 年-2022 年 CGAR 为 29.60%，2023H1 营业收入为 2.38 亿元，同比增长 15.44%。从利润端来看，公司 2017 年归母净利润仅有 0.12 亿元，随后快速增长到 2022 年的 0.67 亿元，2017 年-2022 年 CGAR 为 41.05%，2022 年公司受上海疫情影响，收入和利润表现不及预期；2023 年以来公司业务快速恢复，2023H1 实现归母净利润 0.33 亿元，同比增长 60.26%。

图表 4：2017-2023H1 营业收入(亿元)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

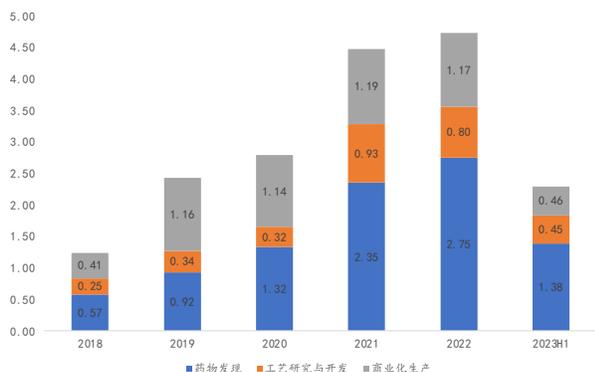
图表 5：2017-2023H1 归母净利润 (亿元)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

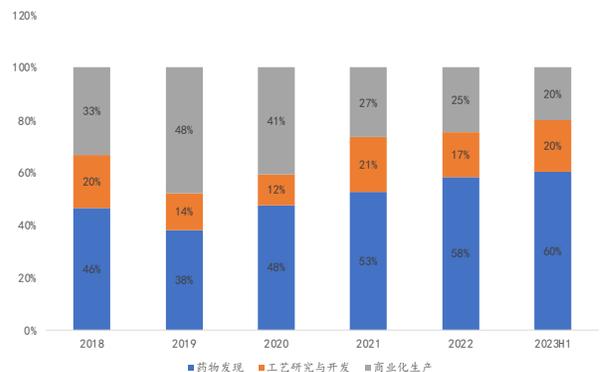
各项业务收入持续增长，药物发现业务占比过半。分板块来看，近年来药物发现板块的业务占比不断提升，商业化生产板块的业务占比不断减少，工艺研究与开发板块的业务占比保持相对稳定。截至 2023H1，药物发现板块业务实现收入 1.38 亿元，占比为 60%；工艺研究与开发业务实现收入 0.45 亿元，占比为 20%；商业化生产业务实现收入 0.46 亿元，占比为 20%。（注：公司于 2023 中报首次把药学研究从工艺研究与开发板块单独拆分，为方便与历史同期数据对比，本报告采用将二者加回后的数据）

图表 6：公司分业务营业收入情况 (亿元)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表 7：公司分业务营业收入占比

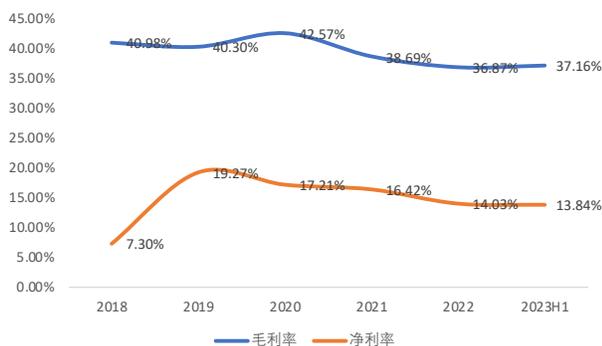


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

整体利润率略有波动，工艺研究与开发毛利率超 40%。近年来，公司毛利率略有波动，由 2018 年的 40.98% 下滑至 2022 年的 36.87%，2023H1 毛利率为 37.16%；净利率由 2018 年的 7.30% 持续增长至 2022 年的 14.03%，2023H1 净利率为 13.84%。分板块来看，药物发现毛利率整体基本保持

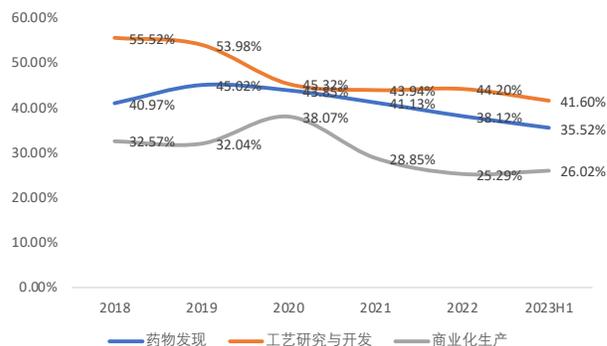
稳定，2023H1 为 35.52%；工艺研究与开发业务毛利率有所下滑，2023H1 为 41.60%；商业化生产业务毛利率略波动，2023H1 为 26.02%。

图表 8：2018-2023H1 公司毛利率及净利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

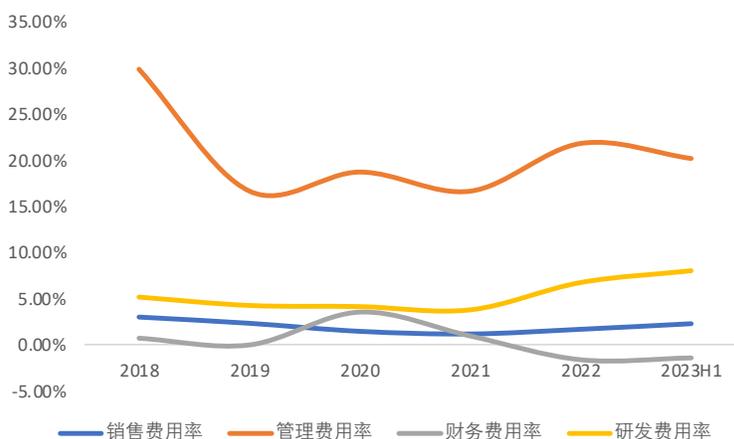
图表 9：2018-2023H1 公司分业务毛利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

费用率总体保持稳定，研发费用率不断增长。近年来，公司销售费用率和财务费用率基本保持稳定，管理费用率略有波动，研发费用率稳步增长，由 2017 年的 5.98% 增长至 2022 年的 6.82%，2023H1 为 8.11%。

图表 10：2018-2023H1 公司期间费用率情况



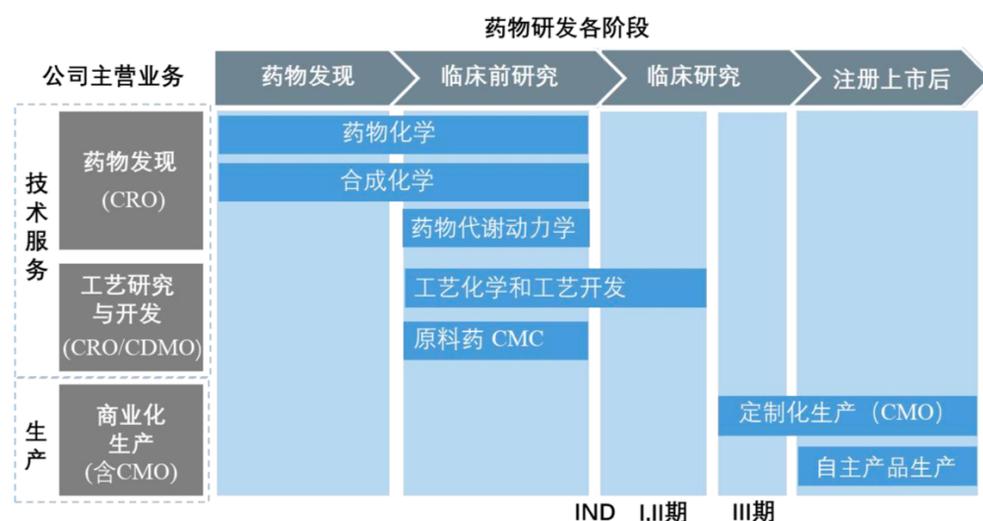
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

二、前端业务：研发实力雄厚，竞争优势突出

(一) 立足小分子发现，拓展布局工艺研发

公司立足于小分子药物发现业务，以设计能力为核心竞争优势，并深度参与客户新药研发的早期过程，该业务技术壁垒高、客户黏性大；随着新药研发的不断推进，公司顺应客户需求，将业务逐步向下游延伸拓展至药学研究业务，为客户提供一站式服务，从而深度绑定客户订单。目前公司前端业务主要分为药物发现 CRO 和工艺研究与开发 CRO/CDMO。

图表 11：公司主营业务



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

1、药物发现业务

药物发现属于新药研发的早期阶段，为新药研发过程中的关键步骤之一，同时也是其难点所在。除了要求在化合物结构上具有新颖性以外，还需具备一定的生物活性及安全性。一般通过化合物库的高通量筛选或者定向设计获得早期的苗头化合物 (Hit)，然后通过化合物的结构优化和改良获得具有成药性的先导化合物 (Lead) 和临床候选药。公司药物发现业务包含为客户提供项目早期调研、靶点选择、新药设计与发现及药物筛选等服务。通过设计、筛选和优化苗头化合物及先导化合物，并进行结构改良及初步的安全性评估，获得具备知识产权、成药性优异的候选化合物。

1) 药物化学：公司作为小分子新药研发服务商，可提供基于构效关系，针对生物活性、靶标选择性、体内外药物代谢动力学特性 (ADME/DMPK) 及相关性、成药性、安全性及理化性质等方面的综合优化服务。

2) 合成化学：公司提供的合成化学服务包括工具化合物合成、阳性对照药合成以及化合物库合成，并能提供关键化合物以及关键中间体的合成路线优化以及从毫克级到公斤级化合物的定制

合成与纯化。

3) 药物代谢动力学：公司为客户提供覆盖小分子新药发现阶段体内外一体化的药物代谢动力学研发服务支持，主要服务内容集中在药物代谢动力学及药物安全性评估相关的试验方案设计及数据分析。

2、工艺研究与开发业务

工艺研究与开发是药物研发放大生产的必经阶段，是实现工业化生产以及连续提供安全可靠药物的前提和保证。公司的工艺研究与开发服务覆盖药物工艺研究和开发全流程，包括工艺路线的筛选和验证、结构的鉴定和确证、盐型研究、晶型研究、质量研究、稳定性研究等。

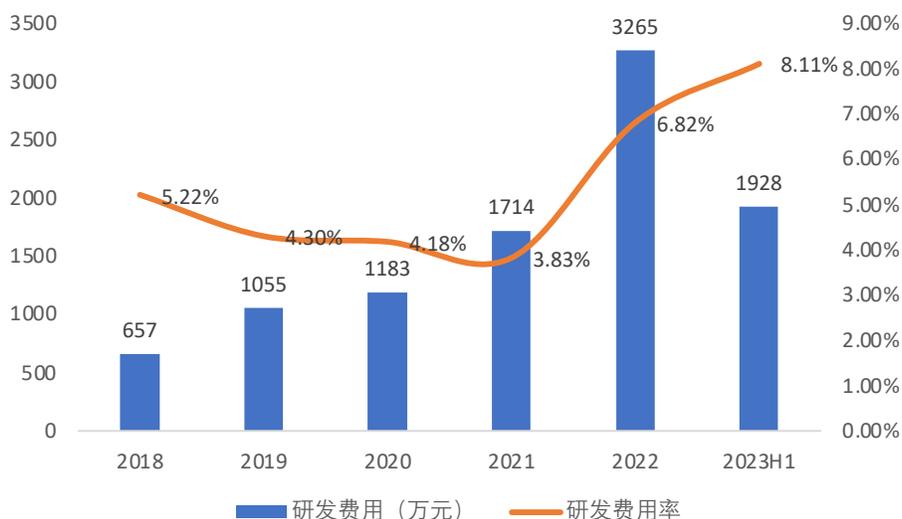
1) 工艺化学与工艺开发：公司以 QbD（“质量源于设计”）为理念，通过合成路线设计、工艺参数选择、工艺验证和工艺安全评估等为客户提供一站式的高效解决方案，从而提高客户研发效率，缩短药物开发周期。公司提供的创新药工艺开发服务，覆盖临床前研究到新药上市许可申请。公司致力于发现及开发创新型合成工艺，通过确证化学结构或者组份的试验、质量研究、工艺研究与优化，帮助客户实现低成本、安全、绿色、可靠的从公斤级到吨级的中间体及原料药的商业化生产。

2) 原料药 CMC：即药品的化学、生产和控制，主要提供原料药生产工艺研究、质量研究及稳定性研究等药学研究资料，是药品申报资料中非常重要的部分，也是产品成功开发并注册上市的关键要素之一。

(二) 研发投入不断加大，AI 等核心技术助力新药研发

研发投入不断加大。公司作为新药研发服务提供商，在承接客户指定的研究开发工作的同时，也根据自身未来业务发展需求不断加大研发投入，从而形成技术积累和竞争优势。近年来，公司不断加大研发投入，研发费用随着营收规模的扩大快速增长，从 2018 年的 657 万元快速增长至 2021 年 3265 万元，2023 上半年为 1928 万元；此外，研发费用率也不断提升，从 2018 年的 5.22% 快速提升至 2022 年的 6.82%，2023 上半年为 8.11%。

图表 12：2018-2023H1 研发费用及占比（万元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

研发人才队伍逐步扩充。近年来，公司研发投入不断加大，人才队伍得到不断扩充，研发人员数量从2019年的254人快速提升至2022年的669人，2023H1为687人；研发人员占比也从2019年的52.16%提升至2022年的68.06%，2023H1为67.89%。我们认为，较高的研发人员占比及丰富的研发经验为公司技术水平的不断地提升提供了重要保障。

图表 13：2019-2023H1 研发人员数量及占比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

核心技术平台构筑竞争优势。公司自创立之初即按高标准要求打造接轨国际化水平的新药研发平台，通过为众多的全球领先药企及优秀的创新性药企提供高水平研发服务，不断吸收改进、创新迭代新药研发技术，掌握化合物筛选、生物学和结构生物学、分子设计及合成、工艺化学研究等各领域的关键技术及评价模型。在药物发现领域，公司拥有有机杂环分子骨架构建合成技术和合成砌块库、不对称合成技术和手性分离技术、高通量反应条件筛选平台以及组合化学、计算机辅助药物设计(CADD)和人工智能辅助药物设计(AIDD)等核心技术；在工艺开发领域，公司拥有高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。公司在应用上述核心技术的基础上，还通过自主研发以及在为客户解决药物研发实际问题的过程中，不断积累研发经验、增强技术实力，为研发能力的持续提升提供有力的技术支持。

图表 14：公司核心技术平台简介

类型	名称	简介
药物发现平台	杂环骨架药物构建技术和合成砌块库	可以让客户按照不同需求有多种选择空间；按照项目进展的不同阶段，快速高质量的完成各类杂环母核的初步筛选，迅速锁定高活性的母核结构；通过计算机辅助设计软件，进一步优化结构，从而为客户得到结构新颖又具有知识产权的化合物提供坚实的技术保障。
	高通量反应条件筛选平台以及组合化学	可满足早期药物研发阶段对于化合物的迫切需求，可以快速合成具有成为新疗法潜力的化合物，以及最大限度地减少花在非最佳类似物上的时间
	CADD&AIDD	深度参与到客户的新药发现的项目中，为客户提供高效和优质的药物化学设计服务。目前该技术已应用于无晶体结构靶点的同源建模、先导化合物骨架跃迁、基于片段的药物设计、分子对接等实际场景，提高了项目研发的效率和成功率。
工艺开发平台	过渡金属催化技术	自主合成了 40 余种配体络合催化剂，与国内外催化剂知名企业，如 Stream、Takasago、Umicore 等有良好的合作；储备了超过 100 种以上常用的具有高度选择性选择性和区域位点选择性的催化剂及配体。
	酶催化反应技术	平台配置有分子克隆技术和生产酶的相关仪器设备，如微量紫外分光光度计、细胞破碎仪、高速低温离心机、PCR 仪等设备，可应用于多种反应。
	高活性原料药研发技术	公司在多年的运营过程中不断完善和改进了适用于高活性原料药研发的硬件设施。
	固态化学平台	拥有一支专业、经验丰富的队伍；有满足固态化学工艺开发的关键仪器和长期合作的平台。
	流体化学平台	流体技术平台已拥有微通道反应器、固定床氢化装置、光化学反应器、高低温设备若干以支持流体化学开发，产能高达 2000L/天。
	工艺安全评估	平台拥有 TGA (热重分析仪)、DSC (差示扫描量热仪)、Easymax、U 型管气体流量计等仪器，可用于反应量热、动力学、及量气，具备对多种工艺的安全评估。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

三、 后端业务：替格瑞洛价格趋稳，海外有望贡献新增量

(一) 业务链条不断延伸，商业化生产品种丰富

合并开原泓博，业务链条不断延伸。随着公司药物发现和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对于工艺开发及生产的需求，公司通过合并开原泓博，向下游延伸出商业化生产业务。2013年10月28日，亨泰制药（即开原泓博）召开股东大会，决议通过同意全部股东转让其所持的公司股权，股份作价金额是以亨泰制药净资产账面价值的3994.11万元为基础确定。作为创新药CRO业务的延伸，公司通过其工艺开发优势，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，以满足国内外市场需求。

商业化生产主要分两类，定制化生产和自主产品生产。目前，公司商业化生产业务主要分为定制化生产和自主产品生产，主要产品为替格瑞洛中间体，占商业化生产收入的比例高达80-90%，对商业化生产业务有较大影响。1) 定制化生产：主要是接受国内外医药企业的委托，根据指定的工艺路线提供中间体、原料药的生产及注册申报支持服务。公司掌握从克级至吨级的原料药中间体生产技术，长期为国内外知名的医药生产企业提供原料药中间体供应，可以满足客户药物开发不同阶段的产能需求和生产质量要求；2) 自主产品生产：公司拥有完善的质量体系及完备的生产装置与设施，具有丰富的商业化生产经验。目前，公司自行研发的心血管类、抗病毒类等药物中间体已经在细分市场占有一定的市场份额，如：心血管类的替格瑞洛、抗病毒类的帕拉米韦等。

图表 15：自主生产产品品类

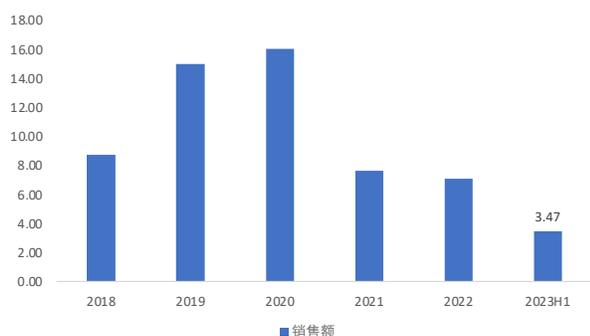
药物类别	药物名称	适应症
心血管类	替格瑞洛 API 及中间体	替格瑞洛用于急性冠脉综合征（不稳定性心绞痛、非 ST 段抬高心肌梗死）患者，包括接受药物治疗和经皮冠状动脉介入(PCI)治疗的患者，降低血栓性心血管事件的发生率。
	帕拉米韦中间体	帕拉米韦用于甲型或乙型流行性感冒。
抗病毒类	维帕他韦中间体	维帕他韦与索非布韦等复方片可用于治疗感染基因 1~6 型丙型肝炎病毒的成人患者，可单用于没有肝硬化或代偿性肝硬化患者，也可与利巴韦林联用治疗伴有失代偿性肝硬化患者。
代谢类	左卡尼汀	适用于因原发性、继发性及终末期肾透析患者左卡尼汀缺乏所产生的一系列并发症，如：心肌病、骨骼肌病、心律失常、高血脂症，以及低血压和透析中肌痉挛等。
	奥拉西坦	可促进乙酰胆碱合成并正增强神经兴奋的传导，具有促进脑内代谢作用。对缺氧所致的逆行性健忘有改进作用。可以增强记忆，提高学习能力。

资料来源：公司 2022 年年报，太平洋证券整理

(二) 替格瑞洛为核心品种，专利到期有望快速放量

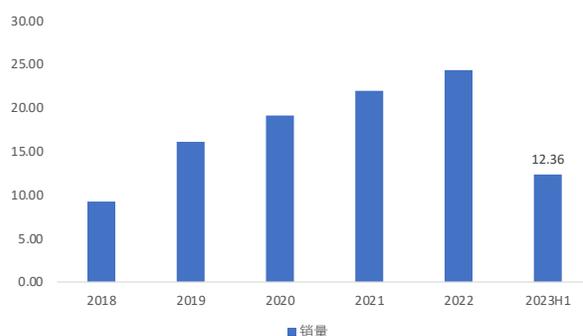
专利到期叠加国内集采，原料药中间体快速放量。替格瑞洛是由阿斯利康研发的一种新型小分子抗血小板药物。该药是一种可逆性 ADP 受体拮抗剂，无需代谢直接起效，血浆半衰期约 12 小时，2011 年 7 月在美国获 FDA 批准上市，2012 年 11 月在中国获批上市，产品名称为“倍林达”。自 2018 年以来，替格瑞洛在中国的销售额持续增加，2020 年达到 16.08 亿元，随后由于替格瑞洛被纳入集采，2021 年替格瑞洛的销售额大幅减少至 7.64 亿元，2023 年上半年为 3.47 亿元；与此同时，替格瑞洛 API 的销量持续增加，从 2018 年的 9.27 吨持续增加至 2022 年的 24.39 吨，2023 年上半年为 12.36 吨，而公司作为替格瑞洛系列中间体的仿制药企业主要供应商，受益于海外专利到期以及国内带量采购，产品销量大幅提高。

图表 16：2018-2023 中国替格瑞洛销售额（亿元）



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

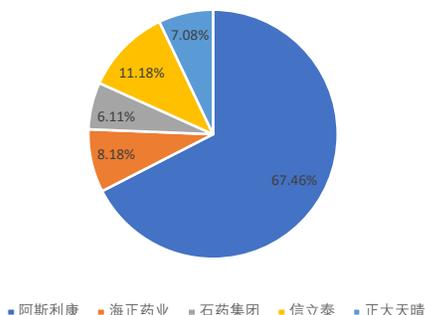
图表 17：2018-2023 中国替格瑞洛 API 销量（吨）



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

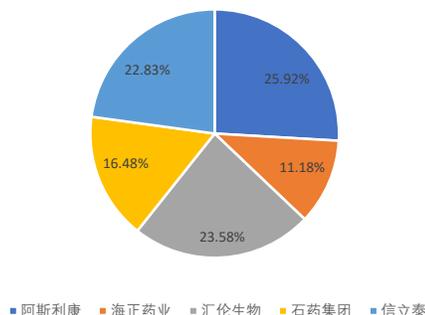
阿斯利康占据制剂市场大头，API 市场格局更加分散。从替格瑞洛制剂端来看，阿斯利康仍然占据主要的市场份额，市占率为 67.46%，而海正药业、石药集团、信立泰、正大天晴分别占据 8.18%、6.11%、11.18%以及 7.08%；从替格瑞洛 API 销量的角度来看，份额相对较为均衡，阿斯利康的份额为 25.92%，海正药业、汇伦生物、石药集团、信立泰的份额分别为 11.18%、23.58%、16.48%以及 22.83%。

图表 18： 2023 中国替格瑞洛销售额竞争格局



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

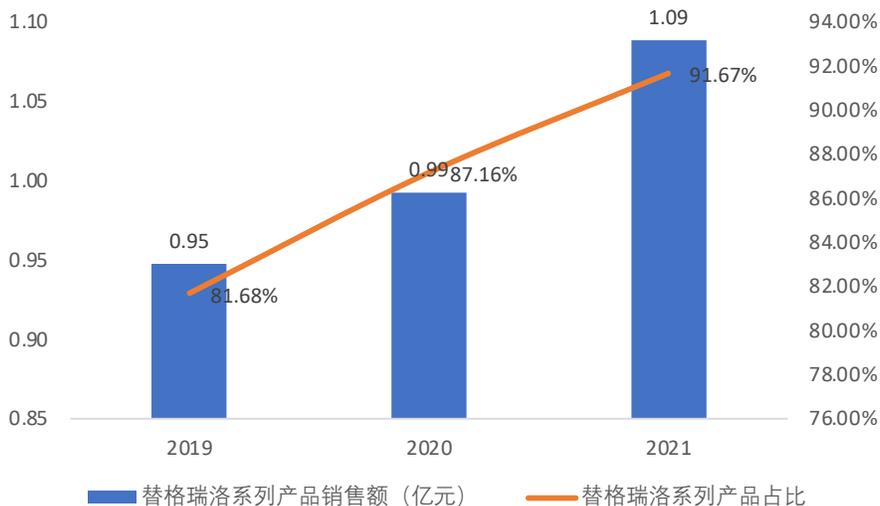
图表 19： 2023 中国替格瑞洛 API 竞争格局



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

替格瑞洛为公司商业化生产的核心品种。目前，公司商业化生产业务的主要产品为替格瑞洛中间体，占商业化生产收入的比例高达 80-90%，对商业化生产业务有较大影响。2019-2021 年，替格瑞洛系列产品的销售额分别为 0.95、0.99 和 1.09 亿元，占商业化生产销售额的比例分别为 81.68%、87.16%和 91.67%。

图表 20： 2019-2021 替格瑞洛系列产品销售额及占比

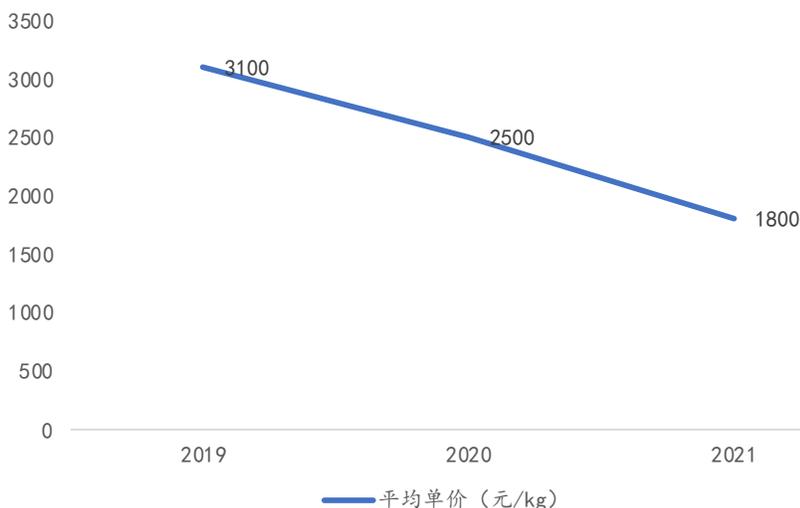


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

采购量增加及集采影响，替格瑞洛单价有所下降。近年来，受到采购量增加以及集采的影响，替格瑞洛系列中间体产品单价有所下降，由 2019 年 3100 元/千克下降至 2021 年的 1800 元/千克，具体原因是：1) 专利到期后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，因此单价有所下降；2) 2020年8月，国内替格瑞洛片纳入第三批全国带量采购目录，上海汇伦、石药欧意等6家国产企业中家，制剂价格下降带动中间体价格下降。

图表 21：2019-2021 替格瑞洛平均单价



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

四、投资亮点

(一) 新签订单高速增长，活跃客户不断丰富

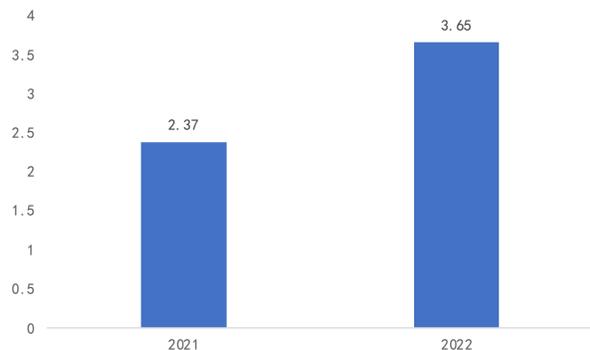
新签及在手订单充沛、活跃客户广泛，保障未来业绩高速发展。近年来，公司不断加大市场营销及客户开拓力度，客户数量进一步提升，新签及在手订单快速增长。截至2022年底，公司在手订单为3.65亿，同比增长54.22%，活跃客户数量为267人，同比增长32.84%。此外，2023年上半年公司累计参加或主办了17场海内外展会、论坛及市场推广活动，在客户及订单层面取得积极进展，其中服务板块2023Q2新签订单为1.33亿元，较2023Q1环比提升42.10%，新增客户数为18家，环比提升80%，充沛的新签、在手订单保障了未来业绩的持续高增长

图表 22：2023H1 新签订单及客户情况

板块	服务板块			商业化生产板块		
	时间	2023Q1	2023Q2	环比增长	2023Q1	2023Q2
新签订单 (亿元)	0.94	1.33	42.10%	0.27	0.28	1.65%
新增客户数	10	18	80.00%	2	4	100.00%

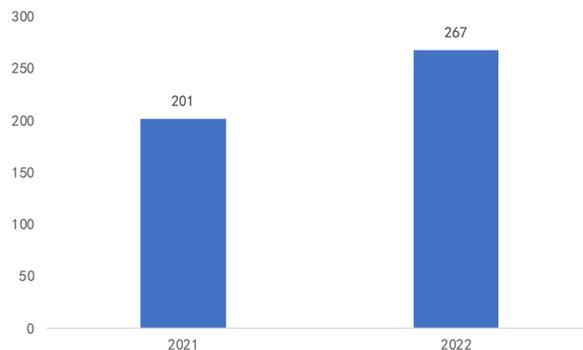
资料来源：公司2023年半年报，太平洋证券整理

图表 23：2021-2022 在手订单（亿元）



资料来源：公司 2022 年年报，太平洋证券整理

图表 24：2021-2022 活跃客户数量



资料来源：公司 2022 年年报，太平洋证券整理

（二）产能建设逐步落地，保证未来业绩转化

近年来，公司不断加大产能建设力度，提升供给能力，从而保证中长期发展。公司新设立两家子公司，分别为成都泓博和泓博尚奕。

1) 成都泓博：位于成都海峡两岸科技产业开发园的研发设施总运营面积 20400 平米，规划了药物化学研究、药代动力学研究、动物房等设施。成都泓博投入运营后将扩充公司现有的药物发现业务产能，满足公司未来 2-3 年的业务发展需求。此外，成都泓博规划的药代动力学、药效学研究平台跟公司现有的药物发现业务具有很好的协同性，将进一步提高公司的新药研发效率，加快客户新药发现项目的研发进度，帮助客户提高项目研发成功率。

2) 泓博尚奕：位于上海浦东新区仁庆路 178 号的研发设施总运营面积 17050 平米，规划了原料药开发、制剂开发、GMP 实验室等设施。泓博尚奕作为公司未来 CDMO 业务的主要载体，将主要承担 CDMO 业务的开发职能，其 GMP 实验室具备公斤级产品的制造能力，可承接早期临床药物的小批量制造业务。

图表 25：公司基地布局



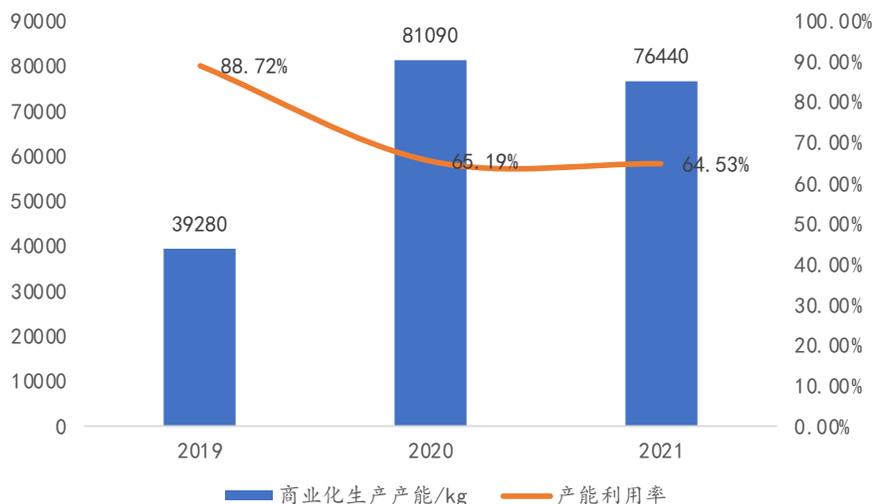
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

（三）替格瑞洛海外或将放量，技改提升产能及盈利能力

国内市占率接近四成，海外有望成为新增量。根据国家药品集中采购的方案及规则测算，公司替格瑞洛系列中间体在国内市场占有率大约在 30%-40%。未来随着 2024 年 12 月替格瑞洛欧美专利延长保护期结束，预计国外替格瑞洛系列产品需求量快速增长，公司海外销售有望快速放量，形成业绩增长的新动力。

工厂产能充足，工艺改造提升盈利能力。开原泓博成立于 2008 年，目前工厂面积达到 60000 平米，员工人数达到 250 余人，设备总容积约 400 立方米。近期，公司通过新增机器设备投入使用，不断提高产能利用率，并通过科学排产、技术升级和优化工艺路线，产能和运营效率得到进一步的提升。

图表 26：2019-2021 商业化生产产能及利用率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(四) AI 助力新药研发，公司掌握核心技术

人工智能助力新药研发，大语言模型具备优秀自然语言处理能力。人工智能与药物研发相结合应用的主要场景包括药物靶点预测、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。传统的高通量筛选的初始筛选过程要花费数百万美元加上几个月的工作时长。公司采用人工智能(AI)/机器学习(ML)的方法，可以在数天内筛选数亿个分子的化合物库。此外，AIDD 辅助下可以解决传统 CADD 痛点问题，如靶点选择性、靶点蛋白结合常数 K_i 的预测、预测靶点蛋白的三维结构以及基于 DeepChem 的化合物理化性质预测等。此外，公司的大语言模型具备优秀的自然语言处理能力，不再需要专业的计算机人才操作，普通的药物化学家就可以利用它开展药物分子生成、成药性预测等工作，大大扩展了应用范围。同时，利用大语言模型生成的药物分子还可以跟现有的 AIDD 模型生成的药物分子进行交叉验证，进一步提高分子生成的准确率。

公司具备 CADD/AIDD 核心技术，已累计服务 44 个新药项目。公司具备人工智能辅助药物设计(AIDD)的核心技术，利用该技术进行新药设计除了可以大幅缩短新药的开发生周期，有效提高成功的可能性，还能对药物的活性以及安全性等副作用进行有效的预测。公司 CADD/AIDD 技术平台除了利用开源代码自行搭建了 AI 模型以外，还整合了薛定谔的计算工具、AlphaFold 蛋白结构预测功能、深势科技的 Hermite 高精度自由能计算平台等工具，未来公司还将自行搭建 PR-GPT 大语言 AI 模型，针对性的开展科学语言，尤其是生物医药语言训练，进一步提高公司新药研发效率。截止到 2023 年 6 月 30 日，公司 CADD/AIDD 技术平台已累计为 52 个新药项目提供了技术支持，其

中 2 个已进入临床 I 期，3 个在临床申报阶段，采购公司 CADD/AIDD 服务的客户数达到 15 家。

图表 27：AIDD 在新药发现中的应用



基于人工智能辅助下的计算机药物设计（AIDD） 在新药发现中的应用

利用人工智能进行新药设计除了可以大幅缩短新药的开发周期，有效提高成功的可能性，还能对药物的活性以及安全性等副作用进行有效的预测。人工智能与药物研发相结合应用的主要场景包括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。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

五、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

截至 2023 年 9 月 25 日，公司的收盘价为 44.93 元，总市值为 48 亿元，我们预计 2023 年-2025 年公司营业收入分别为 6.24/8.36/11.23 亿元，分别同比增长 30.25%/34.06%/34.25%；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.02/1.39/1.89 亿元，分别同比增长 52.34%/35.71%/35.74%，对应的 2023 年-2025 年 EPS 分别为 0.95/1.29/1.75 元/股，市盈率分别为 47/35/26 倍，关键假设如下：

1) **药学发现业务：**①公司研发人员及实验室产能快速扩充，2022 年底公司研发人员总数为 669 名，较 2019 年底增加 20.76%；此外，公司于 2022 年新设立了两家全资子公司，分别是泓博尚奕和成都泓博，其中泓博尚奕研发设施总运营面积为 17050 平米，成都泓博研发设施总运营面积为 20400 平米，未来投入运营后将扩充公司现有的药物发现业务产能，从而保障未来 2-3 年的业务发展需求。②公司订单充裕，截至 2022 年底，公司在手订单为 3.65 亿，同比增长 54.22%，活跃客户数量为 267 人，同比增长 32.84%，充沛的在手订单及广泛的活跃客户群体保障了未来业绩的持续高增长。我们预计 2023-2025 年公司新签及在手订单将继续保持快速增长。因此，我们预计 2023-2025 年的药物发现业务的收入分别为 3.60/4.79/6.37 亿元，分别同比增长 31%/33%/33%。此外，考虑到该业务所在的募投项目大楼产能逐步爬坡，我们预计毛利率将逐步恢复，2023-2025 年的毛利率分别为 40.0%/41.0%/42.0%。

2) **工艺研究与开发业务：**受益于客户旺盛的需求，公司业务逐步向下游延伸，我们预计公

司工艺研究与开发业务 2023-2025 年收入分别为 1.05/1.40/1.86 亿元，分别同比增长 31%/33%/33%。毛利率方面，考虑到该业务所在的研发大楼运营多年，产能利用率较高，因此我们预计毛利率将保持稳中有升的态势，2023-2025 年的毛利率分别为 45.0%/47.0%/47.0%。

3) 商业化生产板块：目前公司商业化生产业务中替格瑞洛及相关产品占比较高，未来晶型专利到期，欧美及海外未来有望成为新增量，因此我们预计该板块 2023-2025 年收入分别为 1.55/2.14/2.95 亿元，分别同比增长 32.6%/37.7%/38.2%；毛利率方面，未来替格瑞洛价格将趋于稳定，公司同时不断优化工艺提升盈利水平，因此我们预计该业务毛利率趋稳且小幅提升，毛利率分别为 30.0%/31.0%/31.0%。

4) 其他业务：其他业务收入占公司总体营收比例较小，我们我们预计该板块 2023-2025 年收入分别为 340/390/450 万元，毛利率分别为 98.0%/98.0%/98.0%。

5) 费用率假设：研发费用方面，公司未来将不断加大研发投入从而保持竞争优势，我们预计 2023-2025 年研发费用率分别为 7.5%/8.0%/8.0%。销售费用方面，整体保持平稳，我们预计 2023-2025 年分别为 2.0%/2.0%/2.0%。管理费用方面，整体保持平稳，我们预计 2023-2025 年管理费用率分别为 13%/13%/13%。所得税方面，我们预计 2023-2025 年不考虑新的税收减免政策，所得税率为 15.0%。

图表 28：收入拆分及盈利预测

百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	125.8	245.2	283.0	448.2	478.9	623.7	836.2	1,122.6
yoy	-4.0%	94.9%	15.4%	58.4%	6.8%	30.2%	34.1%	34.2%
营业总成本	74.3	146.4	162.5	274.8	302.3	382.5	504.1	671.8
总毛利	51.6	98.8	120.5	173.4	176.6	241.2	332.1	450.8
总毛利率	41.0%	40.3%	42.6%	38.7%	36.9%	38.7%	39.7%	40.2%
药物发现								
收入	57.5	92.2	132.4	234.9	274.7	359.9	478.7	636.6
yoy	-0.8%	60.4%	43.6%	77.4%	17.0%	31.0%	33.0%	33.0%
成本	33.9	50.7	74.3	138.3	170.0	215.9	282.4	369.2
毛利	23.6	41.5	58.1	96.6	104.7	144.0	196.3	267.4
毛利率(%)	41.0%	45.0%	43.9%	41.1%	38.1%	40.0%	41.0%	42.0%
业务收入比例(%)	45.7%	37.6%	46.8%	52.4%	57.4%	57.7%	57.2%	56.7%
工艺研究与开发								
收入	24.9	34.4	32.2	92.8	80.3	105.2	139.9	186.1
yoy	2.3%	37.9%	-6.1%	187.9%	-13.5%	31.0%	33.0%	33.0%
成本	11.1	15.8	17.6	52.0	44.8	57.9	74.2	98.6
毛利	13.8	18.6	14.6	40.8	35.5	47.3	65.8	87.5
毛利率(%)	55.5%	54.0%	45.3%	43.9%	44.2%	45.0%	47.0%	47.0%
业务收入比例(%)	19.8%	14.0%	11.4%	20.7%	16.8%	16.9%	16.7%	16.6%
商业化生产								
收入	41.3	116.0	113.9	118.7	117.1	155.3	213.7	295.4
yoy	-13.7%	180.8%	-1.8%	4.3%	-1.4%	32.6%	37.7%	38.2%
成本	27.9	78.8	70.5	84.5	87.5	108.7	147.5	203.8
毛利	13.5	37.2	43.4	34.3	29.6	46.6	66.3	91.6
毛利率(%)	32.6%	32.0%	38.1%	28.9%	25.3%	30.0%	31.0%	31.0%
业务收入比例(%)	32.8%	47.3%	40.2%	26.5%	24.5%	24.9%	25.6%	26.3%
其他业务								
收入	2.1	2.7	4.5	1.8	6.8	3.4	3.9	4.5
yoy	126.6%	26.8%	66.3%	-60.6%	281.9%	-50.0%	15.0%	15.0%
成本	1.4	1.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
毛利	0.7	1.6	4.4	1.8	6.8	3.3	3.8	4.4
毛利率(%)	34.3%	59.5%	98.9%	99.4%	100.0%	98.0%	98.0%	98.0%
业务收入比例(%)	1.7%	1.1%	1.6%	0.4%	1.4%	0.5%	0.5%	0.4%

资料来源：太平洋证券整理

(二) 投资建议

公司主营业务包括药物发现、工艺研究与开发、商业化生产三大业务板块，具备从前端到后端的一体化服务能力，可比上市公司包括药明康德、康龙化成、百诚医药、阳光诺和等。

考虑到公司在药物发现阶段具备独特竞争力，客户黏性强，未来订单有望持续高增长，目前业绩保持高增速，理应享受一定估值溢价。我们参考可比公司的平均市盈率，结合公司年底迎来估值切换，给予公司 2024 年预测归母净利润 50 倍市盈率，对应上市公司 12 个月内目标市值 69.5 亿元，对应目标价 64.50 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 29：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603259.SH	药明康德	79.55	2357	88.14	99.79	123.51	157.64	27	24	19	15
300759.SZ	康龙化成	27.91	462	13.75	19.14	25.44	33.48	38	27	20	15
301096.SZ	百诚医药	64.36	70	1.94	2.83	3.92	5.19	36	25	18	13
688621.SH	阳光诺和	60.03	67	1.56	2.22	3.10	4.18	44	31	22	16
	平均	46.37	591	21.08	24.79	31.19	40.10	29	21	16	12
301230.SZ	泓博医药	44.93	49	0.67	1.02	1.39	1.89	86	47	35	26

资料来源：除泓博医药来自太平洋证券研究院预测外，其他数据均来自 iFinD，太平洋证券整理

六、风险提示

1) 解禁风险。预计 2023 年 11 月 1 日将有 3511.67 万股符合解禁条件，占总股本的比例为 32.63%；预计 2025 年 11 月 3 日将有 4825.10 万股符合解禁条件，占总股本的比例为 22.83%，因此存在一定解禁风险。

2) 人力成本上升及人才流失的风险。未来如果随着行业竞争加剧，人力成本的进一步上升、薪酬水平失去竞争优势等因素将导致核心技术人员流失，从而影响公司的持续盈利能力，因此存在一定人力成本上升及人才流失的风险。

3) 环保及安全生产风险。子公司开原泓博主营业务为原料药中间体的生产，若对生产过程中的三废处理不当则会影响环保，或因出现安全事故被有关部门处罚从而影响生产经营，因此存在一定因环保或安全生产风险。

4) 商业化生产产品单一和集中的风险。目前公司商业化生产的主要品种为替格瑞洛的系列产品，占商业化生产业务收入的 90% 左右，因此存在一定商业化生产产品单一和集中的风险。

5) 汇率波动风险。公司海外业务收入占比高达 70%，该业务均以美元结算，而成本按照人民币计价，因此毛利率水平受汇率波动影响，因此存在一定汇率波动风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锲	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。