



2025 年 05 月 29 日

公司深度研究

买入/维持

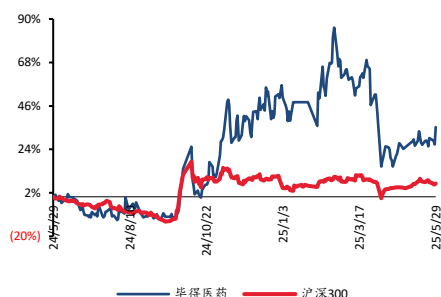
毕得医药(688073)

目标价: 57.05

昨收盘: 44.31

分子砌块专家，赋能新药研发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 0.91/0.43
 总市值/流通(亿元) 40.27/19.16
 12个月内最高/最低价(元) 61.66/28.5

相关研究报告

证券分析师：周豫

电话：

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：张崑

电话：

E-MAIL: zhangwei@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524060001

报告摘要

深耕分子砌块多年，赋能新药早期研发。毕得医药成立于2007年，是一家为新药研发机构提供专业、高效的药物分子砌块及科学试剂产品及服务的企业。公司坚持“多、快、好、省”的核心优势，采用“横向扩品种+纵向做深优势产品线”的模式，服务于新药研发产业链前端。目前主要业务包括：1) 药物分子砌块：杂环化合物、苯环化合物和脂肪族化合物；2) 科学试剂：活性小分子化合物、催化剂及配体。

分子砌块市场规模不断扩容，未来国产替代持续进行。研发的持续投入是医药创新的重要驱动力，预计2030年全球及中国医药研发市场规模分别为4177、766亿美元。医药研发的持续投入推动分子砌块市场规模不断扩容，预计2026年全球分子砌块规模将增长到546亿美元。此外，在主流的科研试剂市场，外资占据90%的高端市场份额，国产试剂因为供货周期短、研发投入加大以及价格优势，有望逐步实现国产替代。

公司海外收入占比持续提升，盈利能力有望不断改善。2019年海外收入为1.02亿元，占比为41.12%，随后公司不断加大海外市场开拓力度，2024年海外收入为6.16亿元，占比为55.89%。此外，海外业务毛利率显著高于国内业务，国内业务的毛利率从2018年的59.80%不断下滑至2024年的29.84%，而近几年海外业务毛利率基本维持在50%左右，未来随着海外收入占比持续提升，公司盈利能力或不断提高。

品牌体系建设完善，客户类型多元丰富。公司海内外同步销售，品牌体系完善，1) 内销：主要由母公司执行，主要负责品牌“毕得”产品在国内市场的策划、推广和销售；2) 外销：主要由子公司毕路得和美国子公司Bepharma执行。此外，公司客户类型多元丰富：1) 跨国医药企业，如罗氏、默克等；2) 境内医药企业，如恒瑞医药、百济神州等；3) 国内外CRO机构，如药明康德、康龙化成等；4) 科研院所，如NIH、中科院上海药物研究所等；5) 高等院校，如哈佛大学、清华大学等。

投资建议：我们预计2025年-2027年公司营业收入分别为13.42/16.38/20.01亿元，同比增长21.81%/22.01%/22.16%；归母净利润为1.48/1.85/2.33亿元，同比增长26.20%/24.71%/26.17%，我们给予公司2025年预测归母净利润35倍PE，对应目标市值51.8亿元，目标价57.05元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、汇率波动、存货减值、研发进度不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,102	1,342	1,638	2,001
营业收入增长率(%)	0.93%	21.81%	22.01%	22.16%
归母净利（百万元）	117	148	185	233
净利润增长率(%)	7.17%	26.20%	24.71%	26.17%
摊薄每股收益（元）	1.32	1.63	2.03	2.57
市盈率（PE）	37.24	25.41	20.38	16.15

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 分子砌块专家，收入快速增长	5
(一) 深耕分子砌块多年，公司股权结构清晰	5
(二) 收入利润快速增长，毛利率逐步企稳回升	7
二、 分子砌块赋能新药研发，公司横向发展扩充品类	10
(一) 分子砌块应用新药研发早期，可降本增效加速研发	10
(二) 对标 Sigma 横向发展，不断扩充种类数	12
(三) 研发、生产是核心竞争力，专家团队助力新产品开发	15
三、 投资亮点	17
(一) 市场规模不断扩容，国产替代持续进行	17
(二) 海外业务占比提升，盈利能力不断改善	21
(三) 品牌体系建设完善，客户类型多元丰富	24
四、 盈利预测与投资建议	25
(一) 盈利预测	25
(二) 投资建议	26
五、 风险提示	27

图表目录

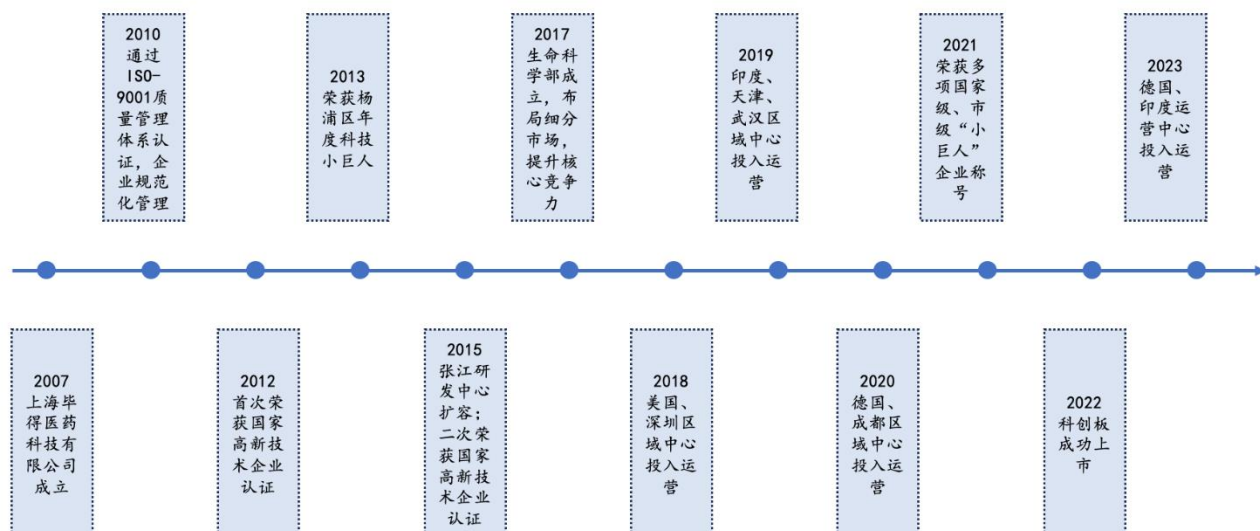
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司业务范围	6
图表 3: 公司股权结构	7
图表 4: 2019 年-2025Q1 营业收入及增速 (亿元)	8
图表 5: 2019 年-2025Q1 归母净利润及增速 (亿元)	8
图表 6: 2019 年-2025Q1 毛利率及净利率	9
图表 7: 2019 年-2025Q1 费用率	10
图表 8: 公司产品主要应用阶段	11
图表 9: 分子砌块示例	12
图表 10: 国内外分子砌块企业发展模式	13
图表 11: 2019 年-2024 年公司分子砌块种类数 (万种)	15
图表 12: 公司研发和生产流程	16
图表 13: 公司科研合作专家团队	17
图表 14: 2017 年-2030 年全球医药研发投入 (亿美元)	18
图表 15: 2017 年-2030 年中国医药研发投入 (亿美元)	18
图表 16: 各阶段创新药研发费用占比	19
图表 17: 2012 年-2026 年全球分子砌块市场规模 (亿美元)	20
图表 18: 科研试剂内外资高端市场份额	21
图表 19: 公司业务实现全球化布局	22
图表 20: 2019 年-2024 年国内外收入及占比 (亿元)	23
图表 21: 2019 年-2024 年国内外业务毛利率	23
图表 22: 公司品牌体系完善	24
图表 23: 公司客户类型多元	25
图表 24: 收入拆分与盈利预测	26
图表 25: 可比公司估值表	27

一、分子砌块专家，收入快速增长

(一) 深耕分子砌块多年，公司股权结构清晰

公司历经多年发展，专注分子砌块领域。毕得医药成立于 2007 年，总部位于上海市杨浦区安波路创智汇，是一家聚焦于新药研发产业链前端，依托药物分子砌块的研发设计、生产及销售等核心业务，为新药研发机构提供结构新颖独特、功能多样、品类丰富的药物分子砌块及科学试剂等产品的高新技术企业。目前，公司已经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。

图表1：公司发展历程

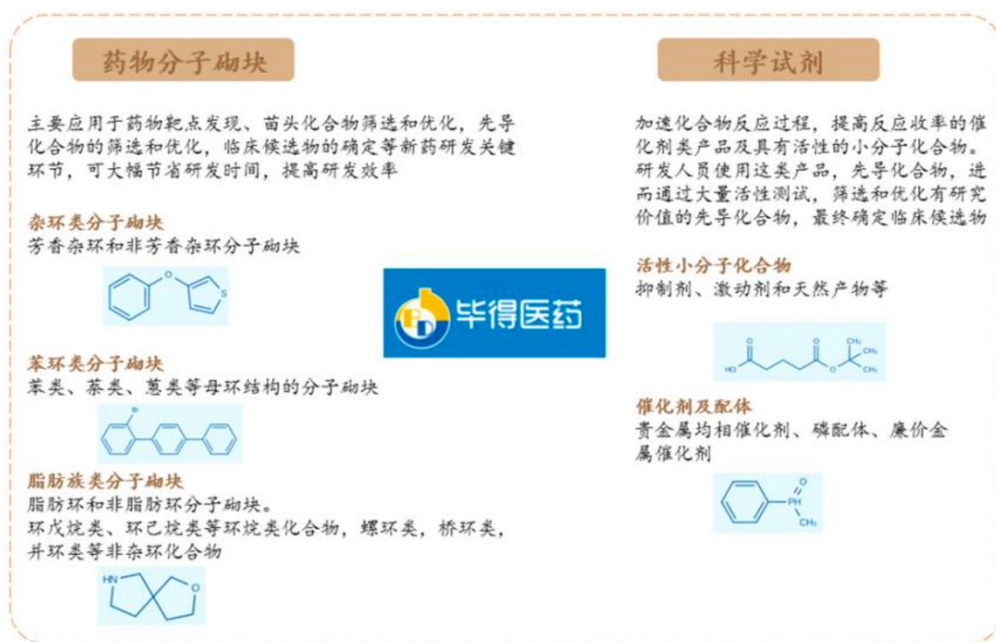


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司业务涵盖两大类，分子砌块和科学试剂。公司是一家为新药研发机构提供专业、高效的药物分子砌块及科学试剂产品及服务的企业。长期以来，公司坚持“多、快、好、省”的核心优势，采用“横向扩品种+纵向做深优势产品线”的模式，依靠自身建立的供应链管理能力，从药物靶点的发现、苗头化合物的筛选、先导化合物的产生和优化、临床候选药物的选择等新药开发阶段，服务于新药研发产业链前端。目前，公司的主要产品包括：1) 药物分子砌块：可细分为杂环化合物、苯环化合物和脂肪族化合物；2) 科学试剂：不直接参与构建化合物，但属于新药研发过程中不可

或缺的试剂，可细分为活性小分子化合物和催化剂及配体。公司现有近 13 万种常备现货种类，可向终端客户提供超过 40 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块，满足下游对药物分子砌块高技术、多品类、微小剂量和多频次的需求。

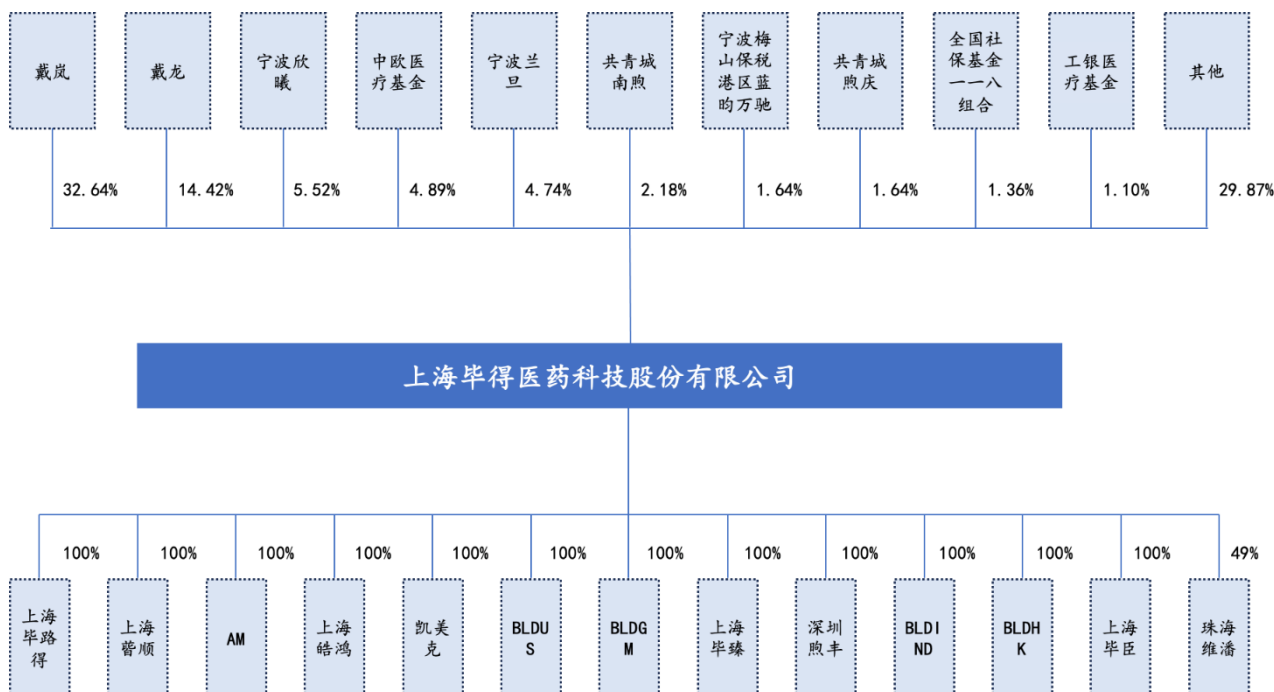
图表2：公司业务范围



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司股权结构清晰，股权激励保障中长期发展。截至 2025 年 3 月 31 日，公司控股股东为戴岚、戴龙，持股比例分别为 32.64%、14.42%，二人为姐弟关系，并签署了一致行动人协议，二人合计持股 47.06%。此外，公司于 2024 年出台股权激励计划，对董事、高级管理人员在内的 65 名员工实施股权激励计划，合计授予 255 万股，占激励时总股本的 2.81%，授予价格为 24.96 元/股，解除限售期共分为 2 期，分别占比 50%和 50%，业绩考核目标以 2024 年营业收入、净利润为基数，2025 年营业收入或者净利润增长率分别不低于 10%和 10%，2026 年营业收入或者净利润增长率分别不低于 20%、20%，股权激励的出台进一步绑定核心人才，从而保障公司中长期的发展。

图表3：公司股权结构

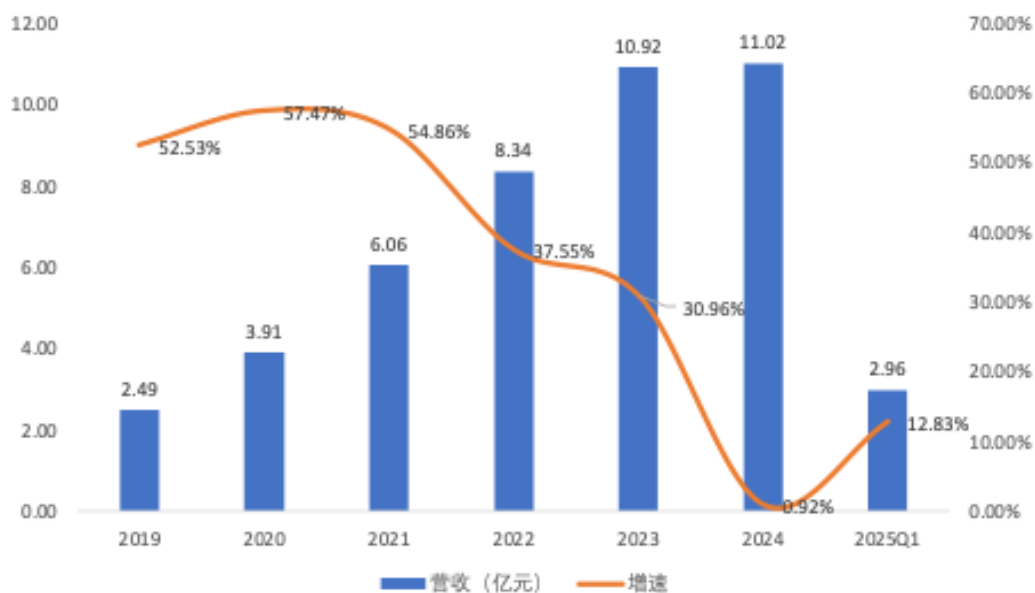


资料来源：公司 2025 年一季度，太平洋证券整理

(二) 收入利润快速增长，毛利率逐步企稳回升

收入利润快速增长。从收入端来看，公司 2019 年营业收入为 2.49 亿元，随后快速增长到 2024 年的 11.02 亿元，2019 年-2024 年 CAGR 为 34.69%，2025 年第一季度营业收入为 2.96 亿元，同比增长 12.83%。从利润端来看，公司 2020 年归母净利润为 0.59 亿元，随后快速增长到 2024 年的 1.17 亿元，2020 年-2024 年 CAGR 为 18.78%，2025 年第一季度归母净利润为 0.31 亿元，同比增长 17.71%。

图表4：2019年-2025Q1 营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

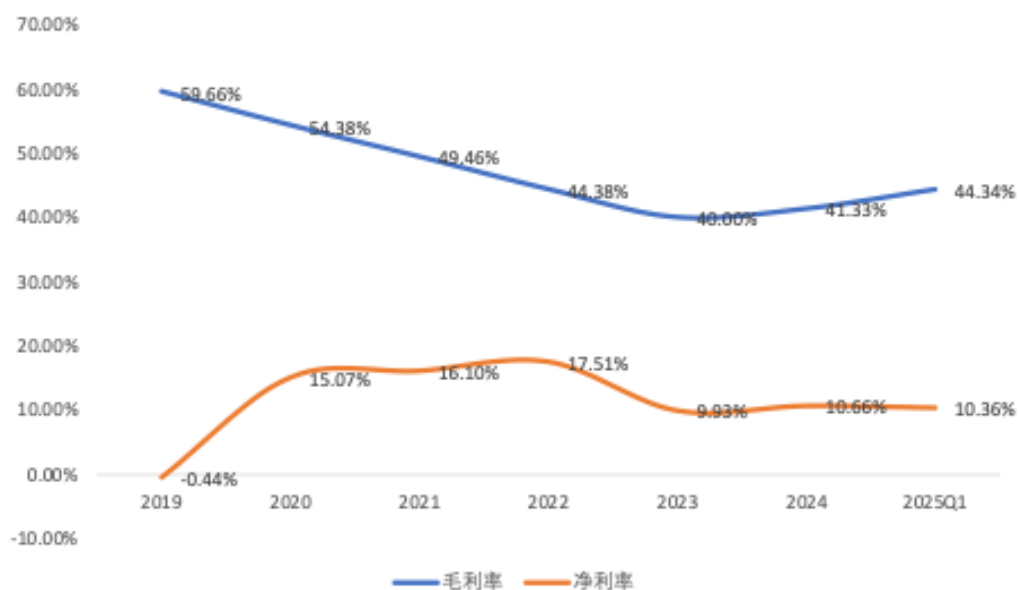
图表5：2019年-2025Q1 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

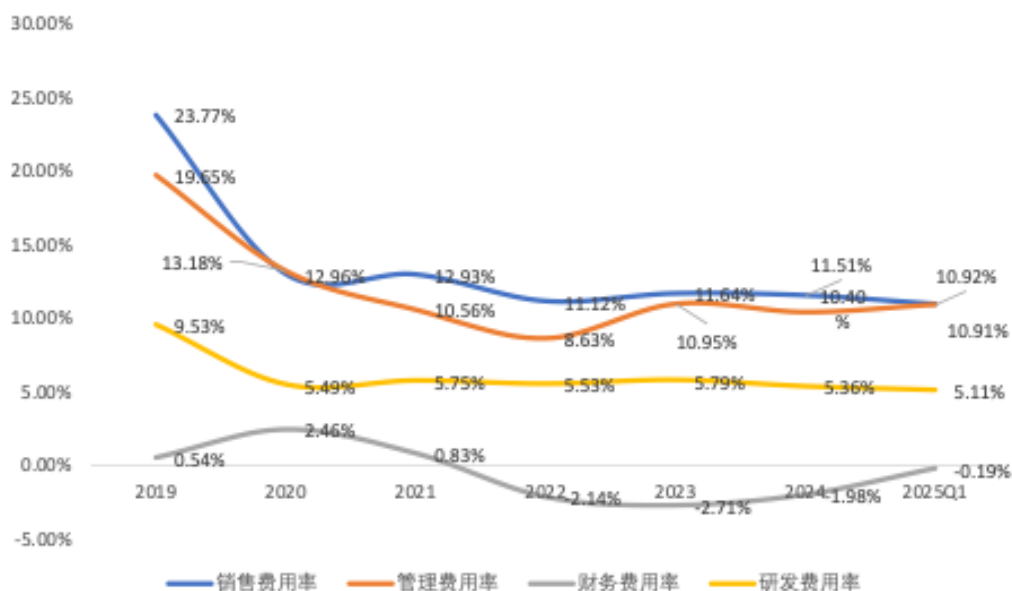
毛利率企稳回升，费用率保持稳定。2019 年至 2023 年期间，公司毛利率有所下滑，从 2019 年的 59.66% 下降至 2023 年的 40.00%，随后企稳回升，2024 年和 2025 年第一季度毛利率分别为 41.33%、44.34%；净利率基本保持在 10% 左右，2024 年和 2025 年第一季度净利率分别为 10.66%、10.36%。公司各项费用率基本保持稳定，2024 年公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 11.51%、10.40%、-1.98%、5.36%，2025 年第一季度分别为 10.92%、10.91%、-0.19%、5.11%。

图表6：2019 年-2025Q1 毛利率及净利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表7：2019年-2025Q1 费用率



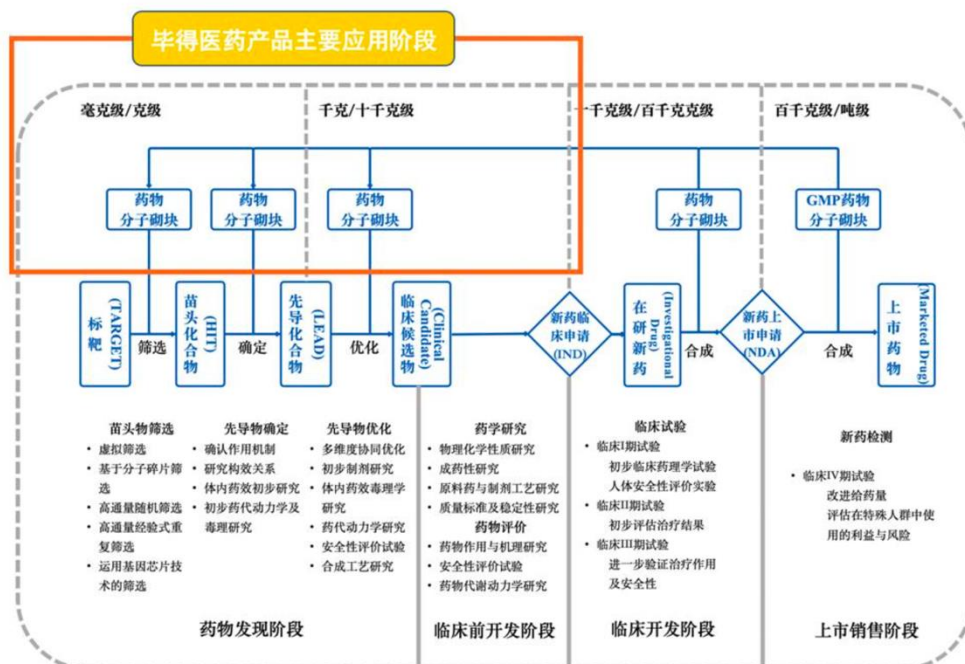
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

二、分子砌块赋能新药研发，公司横向发展扩充品类

(一) 分子砌块应用新药研发早期，可降本增效加速研发

分子砌块赋能早期新药研发，可降本增效、加速研发。分子砌块是用于设计和合成构建候选活性药物分子的反应原料化合物。一般包括苯环类、脂肪族类及杂环类药物分子砌块，在成药性等原则的指导下，经过官能团的转换或剪接，能够成为新药研发苗头化合物、先导化合物及临床候选化合物，主要应用在新药研发前期的发现及试错阶段。新药的药物分子结构决定了新药的药理活性及毒副作用，经过合理设计和优化的分子砌块可以显著提高成药性。更好药理活性和更低毒副作用的药物分子砌块可以较大程度地节约新药研发的探索时间，降本增效，加速研发。

图表8：公司产品主要应用阶段



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表9：分子砌块示例

1-(4-Chlorophenyl)-5-methyl-1H-pyrazol-5-yl	1-Methyl-3-(thiophen-2-yl)-1H-pyrazol-5-yl	4,4'-(Propane-2,2-diyl)bis(2,6-dibromophenol)	2-(1-(2-Fluorobenzyl)piperidin-4-yl)-1H-indole	5-(4-Fluorophenyl)-2H-tetrazole
BD51021	BD59430	BD153220	BD28885	BD28893
187998-35-2	118430-78-7	79-94-7	887217-21-2	50907-21-6
95%	97%	98%	95%	98%
登录	登录	登录	登录	登录
5g	1g	100g	1g	5g
常备现货	常备现货	常备现货	常备现货	常备现货
4-(Morpholinomethyl)aniline	3-Fluoro-2-(pyrimidin-2-yl)benzoic acid	3-(4-Nitrophenyl)-1,2,4-oxadiazole	3-(Cyclopentyloxy)-2,4-difluorophenylboronic acid	2-Benzylpiperazine dihydrochloride
BD28895	BD632344	BD326788	BD326815	BD225960
51013-67-3	1293285-04-7	16013-14-2	1629971-64-7	1187930-09-1
97%	97%	98%	98%	95%
登录	登录	登录	登录	登录
5g	1g	250mg	1g	1g
常备现货	常备现货	常备现货	常备现货	常备现货

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(二)对标 Sigma 横向发展，不断扩充种类数

公司坚持横向发展，对标龙头公司 Sigma。药物分子砌块行业内的公司主要有两个发展方向。

1) 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，其代表公司为 Sigma-Aldrich；2) 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，其代表公司为药石科技。公司对标 Sigma-Aldrich，定位横向发展，通过提升分子砌块产品的种类和现货量，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。

图表10：国内外分子砌块企业发展模式

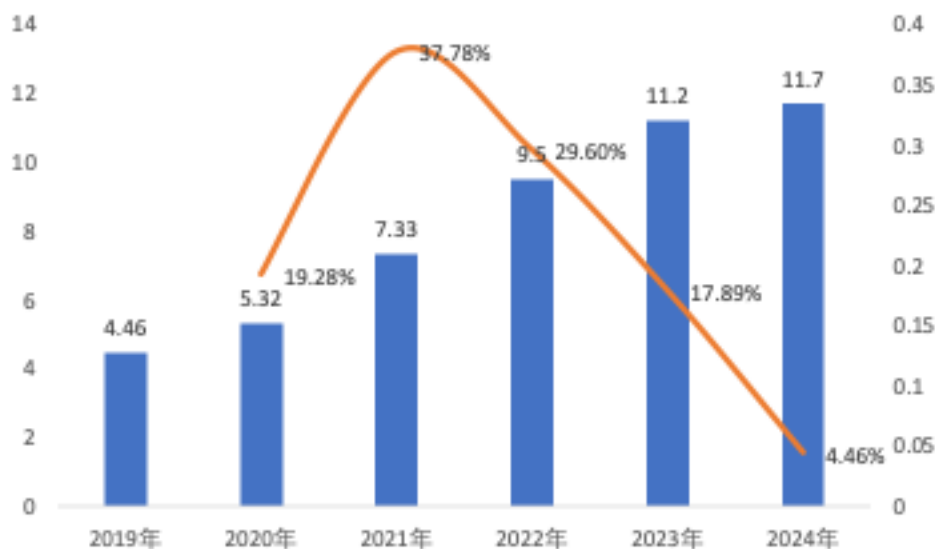
公司	简介	业务类型
Sigma-Aldrich	Sigma-Aldrich 于 1975 年通过 Sigma Chemical Company 和 Aldrich Chemical Company 合并创立，是全球领先的化合物与生物试剂生产商和供应商。2015 年 11 月，Sigma-Aldrich 公司与默克密理博（EMD Millipore）合并，合并后的公司在美国和加拿大以 Millipore Sigma 名称运营，成为德国默克 Merck 的生命科学事业部。Sigma 公司提供的产品和服务涵盖了生物技术和生物制药生产链的各个环节，通过高水准的服务以及先进的电子商务和分销平台拥有全球大量客户，产品深受全球各大科研院所、制药企业的信任。	药物分子砌块等 综合型业务
AlfaAesar	AlfaAesar 为全球性的科研化学品、金属和材料的生产商及供应商。2015 年被赛默飞世尔收购，成为赛默飞世尔的一部分。阿法埃莎拥有广泛的产品线，包括无机、有机和金属有机化合物；纯金属和元素；贵金属化合物和催化剂；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。	药物分子砌块等 综合型业务
Tokyo Chemical Industry	日本东京化成工业株式会社（TCI），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，其上海化学工业区独资设立的子公司为梯希爱（上海）化成工业发展有限公司（TCI Shanghai）。	药物分子砌块等 综合型业务
Fluorochem	Fluorochem 总部位于英国，有超过 40 年的历史。产品品类由起初的含氟化合物，逐渐扩展到其他有机砌块、硅烷、生化产品、核磁共振产品、硅胶和玻璃器皿等多个品种，在欧洲占有相当的市场份额。	聚焦于分子砌块 业务
AstaTech	AstaTech 总部位于美国，成立于 1996 年，产品品类主要集中于有机合成砌块。在提供小量多样化产品的同时，其定制合成，尤其是在放量的定制上，拥有一定的优势。在美国的医药中间体市场，也占据相当可观的份额。	聚焦于分子砌块 业务
Combi-Blocks	Combi-Blocks 总部位于美国圣地亚哥，是集研发、生产和销售于一体的知名试剂商，拥有专业的研发团队和全球采购团队。公司产品主要集中于分子砌块领域，各品类都较为齐全，硼酸类产品是其优势产品。Combi-Blocks 在美国、日本和韩国市场都有较大的市场份额，成为多数科研院所的首选试剂品牌。	聚焦于分子砌块 业务
Enamine	Enamine 总部位于乌克兰，其产品类别主要涵盖合成砌块、筛选库和片段库。Enamine 在产品类型和品种上拥有一定优势，部分小众产品系独家供应，市场可替代性较低。Enamine 在美国、欧洲和日本占据一定市场份额。	聚焦于分子砌块 业务
药石科技	药石科技成立于 2008 年，主要业务包括：药物分子砌块的设计、合成和销售；关键中间体的工艺开发、中试、商业化生产和销售；药物分子砌块的研发和工艺生产相关的技术服务，并将不对称催化、酶催化和光化学反应等先进技术成功应用于实际的生产中。药石科技在高端分子砌块的细分领域占据较大市场份额。	聚焦特定优势的 分子砌块及原材 料生产

皓元医药	皓元医药是一家专注于小分子药物研发服务与产业化应用的高新技术企业，主要业务包括小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，为全球医药企业和科研机构提供从药物发现到原料药和医药中间体的规模化生产的相关产品和技术服务。	聚焦工具化合物和分子砌块及原材料的生产
阿拉丁	阿拉丁（Aladdin）的主要业务模块是分析科学、高端化学、生命科学和材料科学四个领域。产品品类较为齐全，基本能够涵盖医药行业的需求。阿拉丁在高校和医药行业占据一定的市场份额。	聚焦分析科学、高端化学、生命科学和材料科学
萨恩化学	萨恩化学技术（上海）有限公司于 2009 年注册了安耐吉化学（Energy Chemical）自主试剂品牌，擅长小分子中间体、催化及反应试剂、有机磷配体等系列产品。萨恩化学市场定位主要集中在国内市场。	综合布局小分子中间体、催化剂等
麦克林	上海麦克林生化科技有限公司于 2013 年成立，是一家研发用试剂产品的制造商与供应商，公司总部设在上海浦东，研发中心位于上海张江，在美国加州、北京、广州、成都、济南、武汉、西安、长沙、南京、苏州等主要城市设立有分公司和办事处，可为全球客户提供便捷全方位的服务。麦克林可提供产品包括通用试剂、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。	聚焦于通用试剂、分子砌块业务
韶远科技	韶远科技（上海）有限公司成立于 2007 年，主营业务包括中高端研发用化学试剂的设计、合成、生产和销售，韶远在中国和美国设有多个运营场所，能为用户提供从小试-中试-工业化生产一站式服务。	聚焦于研发用化学试剂产品
毕得医药	公司是一家聚焦于新药研发产业链前端，依托药物分子砌块的研发设计、生产及销售等核心业务，能够为新药研发机构提供结构新颖、功能多样的药物分子砌块及科学试剂等产品的高新技术企业，主要服务于创新药企、科研院所、CRO 机构等新药研发机构，应用于新药研发的靶点发现、苗头化合物的筛选和优化、先导化合物的筛选和优化及临床候选物的确定等新药研发关键环节。	聚焦于分子砌块和科学试剂

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

种类数是核心竞争力，公司不断扩充品类。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，公司对标 SigmaSigma-Aldrich 不断扩充品类数，Aldrich 于 1980 年在美国纳斯达克上市，从 1993 年的 7.1 万种产增加到 2005 年的 10 万种，随后从 2009 年的 13 万种增加到 2014 年的 25 万种，2015 年以 170 亿美元被默克收购，重组后可提供超 30 万种生命科学产品。近年来，公司不断丰富分子砌块产品库，新增品种不断增加，由 2019 年末的 4.46 万种上升至 2024 年末的 11.7 万种。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。

图表11：2019年-2024年公司分子砌块种类数（万种）

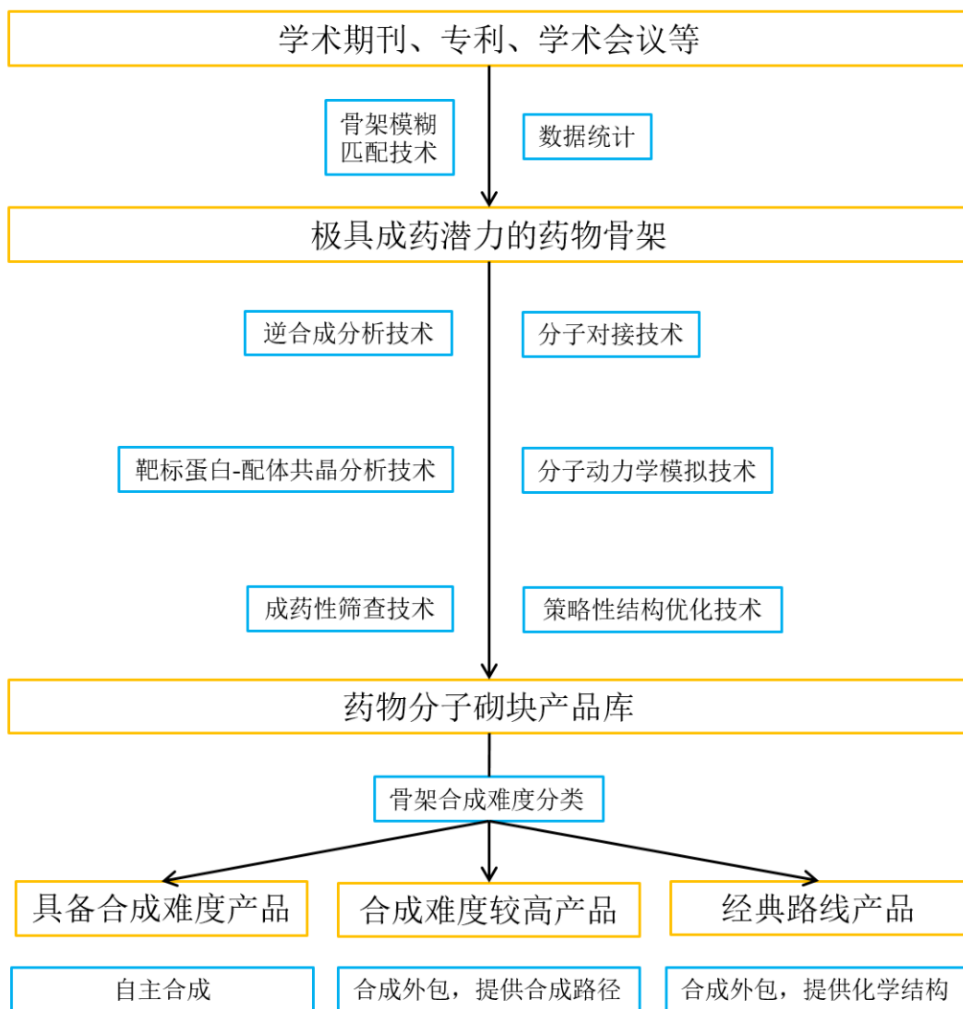


资料来源：公司招股说明书，公司公告，太平洋证券整理

（三）研发、生产是核心竞争力，专家团队助力新产品开发

下游客户需求多元，研发和生产是核心。由于下游客户对于药物分子砌块的需求具有多品类、微小剂量、多频次的特征，因此品类丰富的产品研发和生产能力和快速响应客户需求能力是药物分子砌块及科学试剂行业的核心竞争力。具体来看，公司：1）在全球重要新药研发高地进行区域中心布局，快速了解客户对药物分子砌块的技术、种类及纯度等要求，及时满足客户产品需求；2）产品设计部门通过分析 Scifinder、ACS Publications、EPO 等权威数据库、期刊杂志和网站，结合自身对化学合成及新药研发的独到理解及对行业发展的前瞻性预测，针对性储备有潜力成为热门医药研发使用的药物分子砌块和科学试剂，并依据药物化合物的构效和构性分析、逆合成分析，密切跟踪分析新药行业的发展；3）生产执行部门执行原材料确定、生产技术路径选择、分子结构确证、纯度检测、纯化及包装储存等重要生产性环节。其中，生产执行部门在评估合成路线已达到稳定状态后进行批次合成生产，完成生产后交由质检部进行分子结构确证及纯度检测，检测合格后纳入成品库。

图表12：公司研发和生产流程



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

专家团队助力研发，从而满足多元需求。公司拥有一支具有高学历和丰富经验的专家团队，能够根据市场需求不断研发新产品来满足更多客户的需求。优秀的研发团队以及先进的实验室设备和生产基地确保了公司产品的高质量，也是公司长期以来深受客户信赖和获得好评的基本保证。

图表13：公司科研合作专家团队



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

三、投资亮点

(一) 市场规模不断扩容，国产替代持续进行

创新是医药核心竞争力，国内外医药研发持续投入。创新是医药行业的核心竞争力之一，研发的持续投入是医药创新的重要驱动力。全球医药市场的研发投入规模从2017年的1651亿美元增长至2021年的2241亿美元，CAGR为7.9%，预计2025年将达到3068亿美元，2030年将达到4177亿美元。随着国内药物创新需求的提升、国家政策的扶持以及一级市场投融资等因素，我国医药研发投入总体呈现显著上升趋势，研发投入规模从2017年的143亿美元增长至2021年的290亿美元，CAGR为19.4%，预计2025年达到476亿美元，2030年达到766亿美元，期间CAGR达到10%以上。

图表14：2017年-2030年全球医药研发投入（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

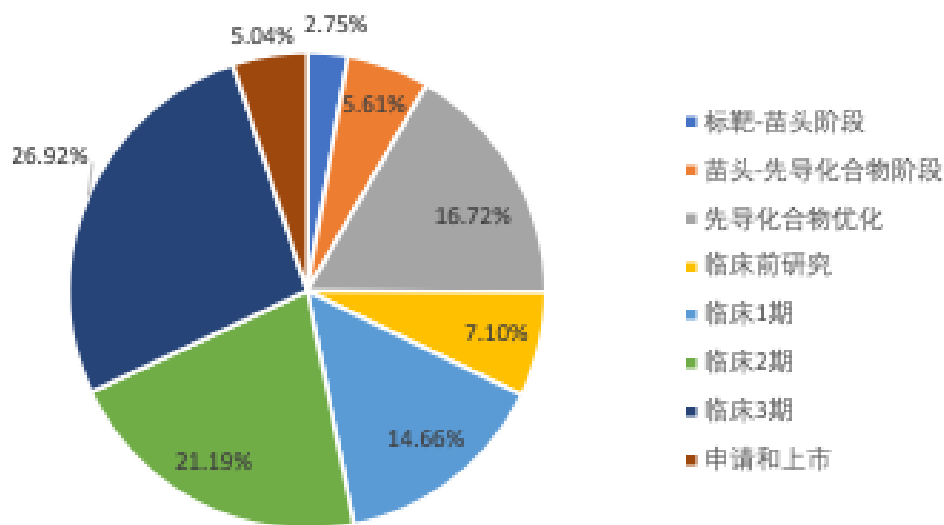
图表15：2017年-2030年中国医药研发投入（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

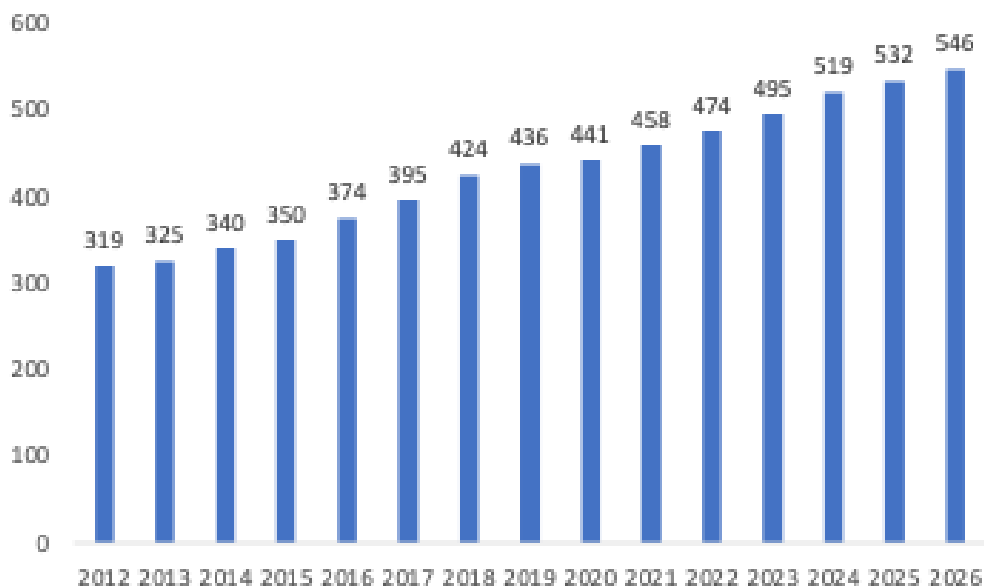
新药研发过程复杂，分子砌块市场规模不断扩容。以化药为例，一款创新药的研发流程包括药物发现、药学研究、临床前研究、临床研究、药品审批与药品上市等阶段。根据 Nature reviews，靶-苗头、苗头-先导化合物和先导化合物优阶段的占比约为 25.08%，该阶段主要进行药物结构探索、构效关系优化，因此对分子砌块、工具化合物等需求较大。根据 Evaluate Pharma，2012 年全球分子砌块的市场规模为 319 亿美元，随后快速增长到 2024 年的 519 亿美元，预计 2026 年将进一步增长到 546 亿美元。

图表16：各阶段创新药研发费用占比



资料来源：Nature Reviews，太平洋证券整理

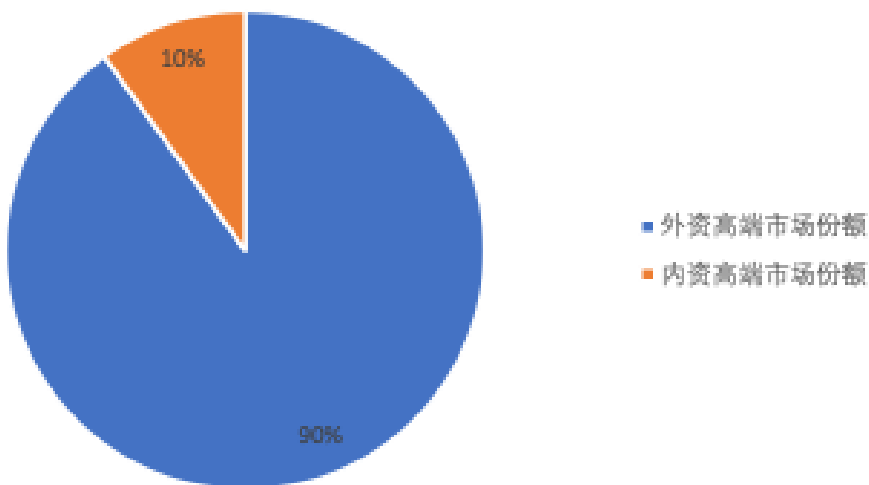
图表17：2012年-2026年全球分子砌块市场规模（亿美元）



资料来源：Evaluate Pharma，太平洋证券整理

外资占据 90% 高端市场份额，内资有望实现国产替代。目前随着全球生物技术的不断发展以及生命科学研究的持续投入，科研试剂的市场规模持续快速增长。但在主流的科研试剂市场，由于品牌效应，外资试剂仍占有很大的市场份额，尤其是高端的科研试剂，超 90% 依赖外资品牌。中国作为发展中国家，整体科学研究领域起步较晚，相较国外发达国家具有明显差距。但近年来，国产试剂因为供货周期短、研发投入加大以及价格优势，有望逐步实现国产替代。

图表18：科研试剂内外资高端市场份额



资料来源：皓元医药 2024 年半年报，太平洋证券整理

(二) 海外业务占比提升，盈利能力不断改善

加速全球化布局，完善供应链体系。公司不断加速全球化布局，持续实现市场全球化、资本全球化和人才全球化。2018 年，公司美国区域中心投入运营，伊利诺伊、芝加哥新研发中心成立；2019 年，印度区域中心投入运营，交付时间进一步被缩短，服务水平不断提升；2020 年，德国区域中心投入运营，欧洲市场开拓交付能力得到加强；2023 年，公司改扩建了位于德国、印度的区域中心，并对美国仓库进行智能化布局。目前，公司已形成以上海为总部，覆盖境内外重点新药研发产业重点区域的产业布局，未来公司将持续扩大全球市场版图，为区域范围内的人才引进、研发创新、销售业务开展以及客户沟通协作提供全面支持。

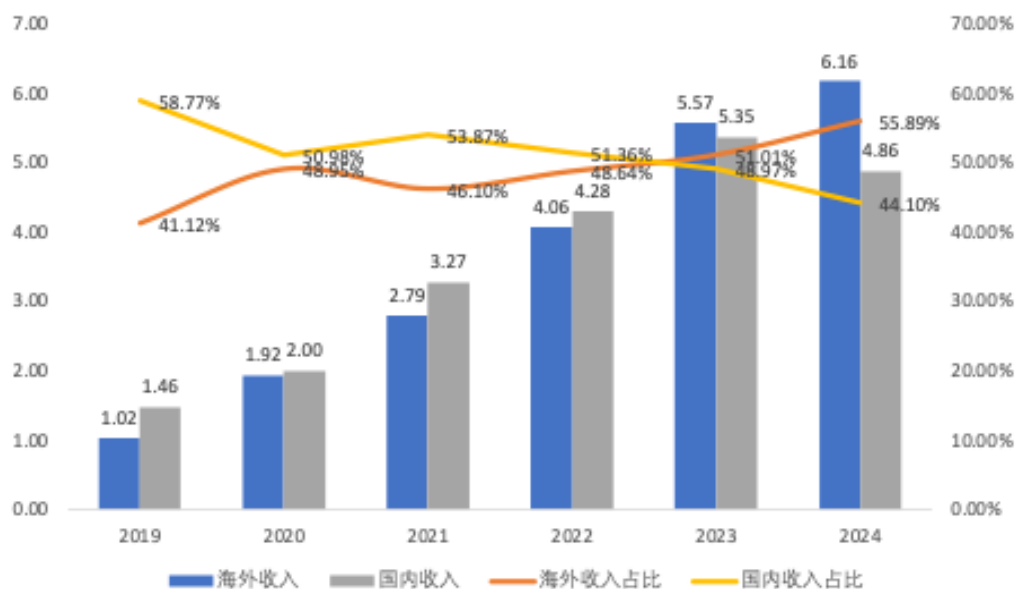
图表19：公司业务实现全球化布局



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

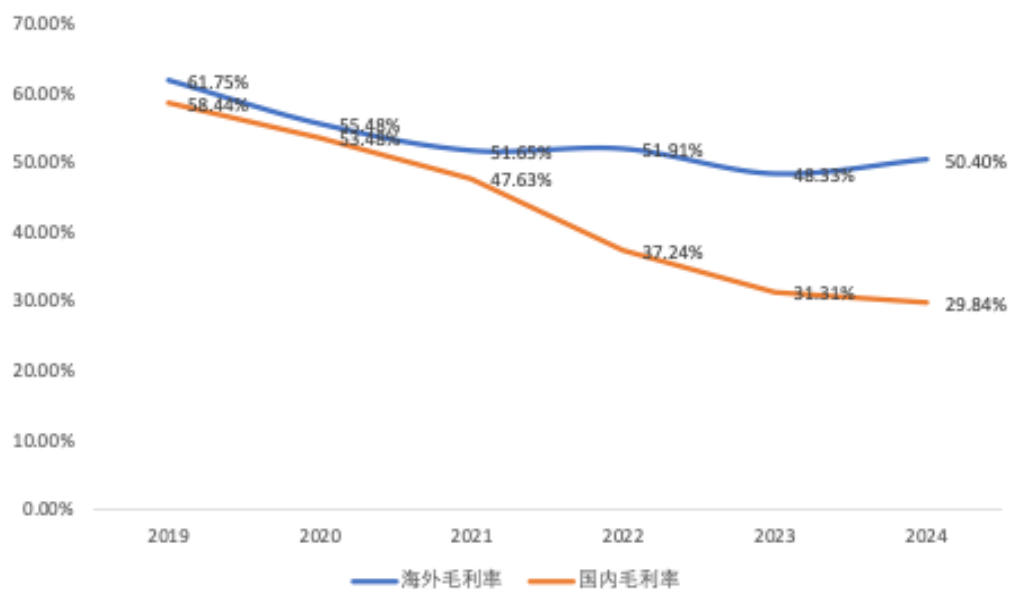
海外业务占比过半+毛利率企稳，有望带动公司盈利能力改善。近年来，公司不断加大海外市场开拓力度，2019 年国外收入实现 1.02 亿元，占比为 41.12%，随后海外收入占比持续提升，2024 年国外收入实现 6.16 亿元，占比为 55.89%。此外，公司国内业务的毛利率有所下滑，从 2019 年的 58.44%不断下滑至 2024 年的 29.84%，而海外业务毛利率虽在趋势上略有下滑，但依旧显著高于国内业务毛利率，目前海外业务毛利率基本企稳，维持在 50%左右，未来公司通过战略分析紧跟市场动态并进行价格政策调整，预计毛利率将保持稳定，随着海外收入占比的持续提升，公司整体盈利能力或不断改善。

图表20：2019年-2024年国内外收入及占比（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表21：2019年-2024年国内外业务毛利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(三) 品牌体系建设完善，客户类型多元丰富

海内外同步销售，品牌体系完善。公司销售模式主要采取内销和外销两种方式，1) 内销：主要由母公司执行，主要负责品牌“毕得”产品在国内市场的策划、推广和销售；2) 外销：主要由子公司毕路得和美国子公司 Bepharma 执行，其中毕路得下设三个子公司分别负责品牌“BLD”产品在印度、德国、美国等国际市场的商务拓展及销售，美国子公司 Bepharma 主要负责品牌“Ambeed”在境外商务拓展及销售。公司以美国市场为起点，现已拓展至新药研发核心区域，欧洲、印度等各个国家建立区域中心；国内在上海、深圳、天津、成都、武汉分别设立区域中心，确保产品以最快效率送达至客户。公司业务均采用“线上+线下”的模式进行销售，线上的模式包括：公司官网、社交媒体等；线下模式包括：产业展会、学术大会、销售实地拜访等。针对不同的客户类型，不同的区域客户集中度，匹配不同的销售策略。

图表22：公司品牌体系完善

公司	股权	所在地	销售及品牌定位
BEPHARM	毕得医药直接持股100%	美国	“Ambeed”品牌产品全球销售
美国毕路得	全资子公司，毕路得持股100%	美国	美国客户服务区域中心
德国毕路得	全资子公司，毕路得持股100%	德国	欧洲客户服务区域中心
印度毕路得	全资子公司，毕路得持股90.2%，上海普顺持股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%	中国香港	提供境外支持服务中心

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司客户类型多元，科研、工业客户全覆盖。公司通过“毕得”、“AmBeed”、“BLD”、“CSN”等自主品牌产品，针对性地服务于科研和工业客户，如：创新药企、高等院校、科研院所、CRO 机构等，从而助力新药研发。具体来看，公司的客户有：1) 跨国医药企业，如：罗氏、默克、辉瑞、艾伯维、吉利德等；2) 境内医药企业，如：恒瑞医药、百济神州、和黄医药、科伦药业等；3) 国内外 CRO 机构，如：药明康德、康龙化成、美迪西、桑迪亚、Aragen、Syngene 等为；4) 科研院所，如：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；5) 高等院校，如：哈佛大学、耶鲁大学、清华大学、北京大学、西湖大学等。

图表23：公司客户类型多元



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

四、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

截至 2025 年 5 月 28 日，公司的收盘价为 41.44 元，我们预计 2025 年-2027 年公司营业收入分别为 13.42/16.38/20.01 亿元，同比增长 21.81%/22.01%/22.16%；归母净利润为 1.48/1.85/2.33 亿元，同比增长 26.20%/24.71%/26.17%，EPS 分别为 1.63/2.03/2.57 元/股，市盈率分别为 25/20/16 倍，关键假设如下：

1) 收入假设：公司主要分为分子砌块、科学试剂和其他业务，我们预计分子砌块业务 2025-2027 年的营业收入分别为 11.27/13.59/16.41 亿元，分别同比增长 20.37%/20.59%/20.80%，考虑到公司未来加大海外分子砌块业务拓展等因素，我们预计 2025-2027 年的毛利率分别为 42.51%/43.00%/43.50%；我们预计科学试剂业务 2025-2027 年的营业收入分别为 2.16/2.79/3.60 亿元，同比增长 30.00%/29.39%/28.80%，毛利率分别为 40.17%/40.42%/40.59%。

2) 费用率假设：研发费用方面，考虑到公司不断加大对分子砌块、科学试剂的研发投入，我们预计 2025-2027 年研发费用率分别为 5.50%/5.50%/5.50%；销售费用方面，考虑到公司加大海外市场开拓力度和 BD 力度，我们预计 2025-2027 年销售费用率分别为 11.00%/11.00%/11.00%；管理费用方面，我们预计 2025-2027 年管理费用率分别为 11.00%/11.00%/11.00%；所得税方面，

我们预计 2025-2027 年不考虑新的税收减免政策，所得税率为 15.00%。

图表24：收入拆分与盈利预测

亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1.63	2.49	3.91	6.06	8.34	10.92	11.02	13.42	16.38	20.01
yoy		52.54%	57.47%	54.86%	37.55%	30.94%	0.93%	21.81%	22.01%	22.16%
营业总成本	0.64	1.00	1.79	3.06	4.64	6.55	6.47	7.77	9.41	11.41
总毛利	0.99	1.48	2.13	3.00	3.70	4.37	4.55	5.66	6.97	8.60
总毛利率	60.88%	59.66%	54.38%	49.46%	44.37%	40.00%	41.33%	42.13%	42.56%	42.98%
分子砌块										
收入	1.53	2.26	3.48	5.33	7.35	9.45	9.36	11.27	13.59	16.41
yoy		47.95%	54.01%	53.38%	37.92%	28.60%	-0.99%	20.37%	20.59%	20.80%
成本	0.59	0.89	1.56	2.62	4.01	5.62	5.43	6.48	7.75	9.27
毛利	0.94	1.36	1.92	2.71	3.34	3.84	3.93	4.79	5.84	7.14
毛利率(%)	61.52%	60.36%	55.22%	50.93%	45.50%	40.58%	42.00%	42.51%	43.00%	43.50%
业务收入比例(%)	93.59%	90.77%	88.78%	87.93%	88.17%	86.59%	84.94%	83.93%	82.96%	82.03%
杂环化合物										
收入	0.90	1.27	1.86	2.76	3.79	4.72	4.75	5.65	6.78	8.20
yoy		41.97%	45.85%	48.53%	37.52%	24.41%	0.61%	19.00%	20.00%	21.00%
成本	0.34	0.49	0.80	1.30	1.99	2.72	2.63	3.11	3.73	4.51
毛利	0.56	0.79	1.06	1.45	1.81	2.00	2.12	2.54	3.05	3.69
毛利率(%)	62.43%	61.80%	56.90%	52.69%	47.61%	42.34%	44.62%	45.00%	45.00%	45.00%
苯环化合物										
收入	0.45	0.69	1.05	1.64	2.19	2.96	2.72	3.35	4.09	4.94
yoy		52.72%	52.60%	56.75%	33.31%	35.05%	-7.98%	23.00%	22.00%	21.00%
成本	0.17	0.28	0.48	0.83	1.20	1.79	1.64	2.01	2.41	2.87
毛利	0.27	0.41	0.57	0.82	0.99	1.17	1.09	1.34	1.67	2.08
毛利率(%)	61.13%	59.68%	53.97%	49.73%	45.06%	39.60%	39.88%	40.00%	41.00%	42.00%
脂肪族化合物										
收入	0.18	0.30	0.57	0.93	1.37	1.78	1.89	2.27	2.72	3.27
yoy		65.98%	92.34%	63.02%	47.23%	29.86%	6.39%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	0.08	0.13	0.27	0.48	0.82	1.11	1.16	1.36	1.61	1.89
毛利	0.10	0.17	0.30	0.44	0.55	0.67	0.73	0.91	1.12	1.37
毛利率(%)	57.91%	55.73%	52.06%	47.83%	40.34%	37.55%	38.47%	40.00%	41.00%	42.00%
科学试剂										
收入	0.10	0.23	0.44	0.73	0.99	1.46	1.66	2.16	2.79	3.60
yoy		120.58%	92.49%	67.19%	35.12%	48.46%	13.35%	30.00%	29.39%	28.80%
成本	0.05	0.10	0.23	0.45	0.63	0.93	1.04	1.29	1.66	2.14
毛利	0.06	0.12	0.21	0.28	0.36	0.53	0.62	0.87	1.13	1.46
毛利率(%)	53.63%	54.23%	48.39%	38.94%	36.02%	36.25%	37.56%	40.17%	40.42%	40.59%
业务收入比例(%)	6.31%	9.12%	11.15%	12.04%	11.83%	13.41%	15.06%	16.07%	17.04%	17.97%
催化剂及配体										
收入	0.07	0.15	0.28	0.57	0.77	1.06	1.15	1.50	1.95	2.54
yoy		124.97%	84.80%	101.80%	34.53%	37.23%	9.30%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	0.04	0.08	0.17	0.37	0.52	0.71	0.79	0.98	1.27	1.65
毛利	0.03	0.07	0.11	0.20	0.25	0.35	0.37	0.53	0.68	0.89
毛利率(%)	44.41%	44.74%	39.03%	35.70%	33.03%	33.04%	31.73%	35.00%	35.00%	35.00%
活性小分子化合物										
收入	0.03	0.07	0.15	0.16	0.22	0.41	0.50	0.66	0.84	1.06
yoy		111.94%	108.57%	3.03%	37.25%	88.42%	23.86%	30.00%	28.00%	26.00%
成本	0.01	0.02	0.05	0.08	0.12	0.23	0.25	0.32	0.39	0.49
毛利	0.02	0.05	0.10	0.08	0.10	0.18	0.26	0.34	0.45	0.57
毛利率(%)	71.80%	74.09%	65.76%	50.69%	46.64%	44.57%	50.88%	52.00%	53.00%	54.00%

资料来源：太平洋证券整理

(二) 投资建议

公司业务主要为分子砌块、科学试剂，可比上市公司包括药石科技、皓元医药、阿拉丁等。考虑到公司的业务稀缺性和成长性，我们参考可比公司的平均市盈率，给予公司 2025 年预测归母净利 35 倍 PE，对应目标市值 51.8 亿元，目标价 57.05 元/股，给予“买入”评级。

图表25：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		
				2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300725.SZ	药石科技	31.78	63.47	2.20	2.43	2.73	3.18	26	23	20
688131.SH	皓元医药	36.75	77.53	2.02	2.49	3.10	3.93	31	25	20
688179.SH	阿拉丁	14.75	40.91	0.99	1.30	1.62	1.67	31	25	24
平均		27.76	60.64	1.73	2.07	2.49	2.93	30	24	21
688073.SH	毕得医药	41.44	37.66	1.17	1.48	1.85	2.33	25	20	16

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

注：股价为 2025 年 5 月 28 日收盘价，除毕得医药、皓元医药来自太平洋证券研究院预测外，其他数据均来自 iFinD

五、风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险。**近年来分子砌块行业整体竞争有所加剧，若订单报价降低则会影响业务毛利率，因此存在一定市场竞争加剧的风险。
- 2) 汇率波动风险。**受到中美关税等因素影响，美元/人民币汇率出现较大波动，公司若不能做好外汇的套期保值，将对业绩带来一定影响，因此存在一定汇率波动风险。
- 3) 存货减值风险。**公司前端业务的产品种类及备库数量增加较快，导致存货增长较多，公司根据会计政策计提减值，因此存在一定存货减值风险。
- 4) 研发进度不及预期风险。**公司分子砌块、科学试剂等业务需要把握市场热点，不断研发新品，而新品的研发有不确定性，因此存在一定研发进度不及预期的风险。

资产负债表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,274	1,105	934	862	795
应收和预付款项	247	234	278	335	406
存货	699	760	838	964	1,114
其他流动资产	41	110	122	139	158
流动资产合计	2,261	2,209	2,172	2,301	2,473
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	43	101	117	121	113
在建工程	0	15	16	17	18
无形资产开发支出	1	4	5	6	7
长期待摊费用	38	24	22	20	18
其他非流动资产	2,334	2,274	2,240	2,370	2,543
资产总计	2,415	2,418	2,400	2,533	2,699
短期借款	0	30	31	32	33
应付和预收款项	180	216	238	288	349
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	146	144	133	154	179
负债合计	325	391	402	474	561
股本	91	91	91	91	91
资本公积	1,754	1,755	1,755	1,755	1,755
留存收益	252	290	342	403	481
归母公司股东权益	2,090	2,027	1,998	2,060	2,138
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,090	2,027	1,998	2,060	2,138
负债和股东权益	2,415	2,418	2,400	2,533	2,699

现金流量表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-57	158	54	86	112
投资性现金流	-29	-158	-49	-39	-29
融资性现金流	-138	-167	-179	-119	-151
现金增加额	-230	-168	-171	-72	-68

利润表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,092	1,102	1,342	1,638	2,001
营业成本	655	647	777	941	1,141
营业税金及附加	5	7	7	8	10
销售费用	127	127	148	180	220
管理费用	120	115	148	180	220
财务费用	-30	-22	-9	-7	-6
资产减值损失	-18	-34	-25	-30	-35
投资收益	4	2	3	3	4
公允价值变动	-13	3	0	0	0
营业利润	127	148	174	217	274
其他非经营损益	-1	0	0	0	0
利润总额	126	148	174	217	274
所得税	18	31	26	33	41
净利润	108	117	148	185	233
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归母股东净利润	110	117	148	185	233

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	40.00%	41.33%	42.13%	42.56%	42.98%
销售净利率	10.04%	10.66%	11.04%	11.28%	11.65%
销售收入增长率	30.94%	0.93%	21.81%	22.01%	22.16%
EBIT 增长率	-31.60%	14.56%	36.82%	27.14%	27.45%
净利润增长率	-24.94%	7.17%	26.20%	24.71%	26.17%
ROE	5.24%	5.79%	7.42%	8.97%	10.91%
ROA	4.54%	4.86%	6.15%	7.49%	8.91%
ROIC	4.23%	4.55%	6.75%	8.33%	10.23%
EPS (X)	1.21	1.32	1.63	2.03	2.57
PE (X)	45.87	37.24	25.41	20.38	16.15
PB (X)	2.41	2.20	1.89	1.83	1.76
PS (X)	4.62	4.05	2.81	2.30	1.88
EV/EBITDA (X)	26.11	20.93	15.16	12.38	10.12

资料来源：携宁，太平洋证券

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。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



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

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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研究人员的个人观点。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。