



国产分子砌块开拓者，横向拓展能力突出 毕得医药（688073.SH）首次覆盖报告

核心观点

“药物分子砌块+科学试剂”双轮驱动，公司是拥有分子砌块现货种类最多的国产厂商之一。毕得是国内最早一批成立的分子砌块品牌商，15年专注于药物分子砌块领域，立足“多快好省”策略，不仅形成了包含30多万种产品的分子砌块库（其中包括8万多种现货产品，一半是创新型的砌块），而且具有性价比高、供货及时等优点，服务超过8000家客户。毕得自主掌握分子砌块研发设计、合成生产以及检测纯化等技术，产品核心性能达到行业领先水平，同时价格仅为进口的20%-50%，具有较强竞争力（2019-2021年分子砌块营收分别为2.26/3.48/5.33亿元，年均复合增速53.7%）。此外公司协同发展科学试剂业务，为客户提供更多产品选择，目前拥有超过1万种科学试剂现货产品，尤其在催化剂及配体领域具有较强竞争力（2019-2021年科学试剂营收分别为2268/4365/7299万元，年均复合增速79.4%）。

坚持“横向扩张”战略，持续拓宽产品的广度和深度。毕得坚持主业，制定了横向扩张的发展策略，一方面增加产品SKU，拓展广度满足客户多元化需求（包括增加客户覆盖范围，力图服务更多国内外客户），另一方面跟随新药研发项目做深客户，随着客户项目向后期推进，对公司产品需求也将快速提升，2020年公斤级以上产品收入占比达到12.0%，呈稳定上升趋势。

出海之路稳扎稳打，海外营收近半成。公司重视国际市场的开拓，2016年就通过经销商涉足海外市场，2018年陆续在美国、欧洲和印度等全球新药研发高地设立研发和运营中心（目前拥有国内外八大运营中心），搭建直销渠道，海外客户数量快速上升，不仅供货Sigma-Aldrich、VWR International等全球知名科学试剂供应商，更多是与海外创新药企/CRO机构直接建立合作关系（2018-2020年，境外新药研发机构客户数量为193/701/1538家），提升品牌知名度和服务响应能力。2019-2021年，公司境外收入分别为1.02/1.92/2.79亿元，年均复合增速达65.3%，占公司营收近一半，海外市场的开拓打开了公司未来成长天花板。

投资建议

我们预计2022-2024年公司将实现营业收入8.37/11.30/14.73亿元，同比增长38.1%/35.0%/30.4%；实现归母净利润1.42/1.94/2.63亿元，同比增长45.5%/36.7%/35.5%，对应EPS为2.19/2.99/4.05元。毕得是最早从事药物分子砌块开发的国产厂商之一，产品SKU数量和渠道建设都处于行业领先水平，是国内稀缺且优质的新药研发工具供应商，我们给予一定估值溢价。根据2022年12月6日收盘价86.02元，对应2022-2024年PE为39/29/21倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示

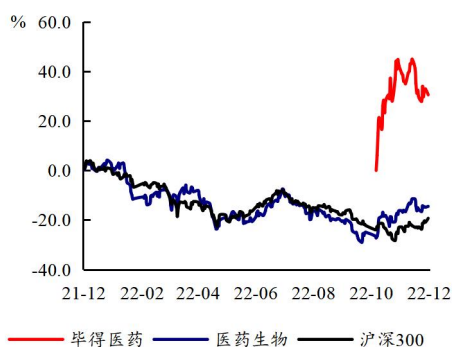
新冠疫情反复风险；研发失败风险；竞争加剧风险等。

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
 联系人 欧阳京
 电子邮箱 ouyj891@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	64.92
流通A股/B股(百万股)	64.92/0.00
资产负债率(%)	10.63
每股净资产(元)	0.00
市净率(倍)	0.00
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	97.68/67.41

相关研究

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	606.22	837.01	1130.14	1473.16
增长率 (%)	54.86	38.07	35.02	30.35
归母净利润	97.57	141.94	194.01	262.94
增长率 (%)	65.37	45.47	36.69	35.53
EPS (元/股)	2.04	2.19	2.99	4.05
市盈率 (P/E)	--	39.34	28.78	21.24
市净率 (P/B)	--	2.68	2.46	2.20

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测 (截止日期: 2022 年 12 月 6 日)

正文目录

1. 毕得医药：专注分子砌块，产品性能优异	5
1.1. 公司是国内最大的药物分子砌块供应商之一	5
1.2. 业绩快速增长，海外业务打开成长天花板	8
2. 新药研发如火如荼，分子砌块需求旺盛	11
2.1. 药物分子砌块：新药研发的“卖铲人”	11
2.2. 横向扩张 or 纵向延展，各有所长	15
3. 深耕药物分子砌块，海外拓展未来可期	17
3.1. 分子砌块：多快好省，产品认可度高	17
3.2. 科学试剂：协同发展，正处于高速增长期	21
3.3. 深耕海外多年，即将迎来收获期	22
4. 盈利预测与估值	23
4.1. 盈利预测	23
4.2. 估值	24
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1. 公司发展历程	5
图表 2. 公司产品主要应用于药物发现阶段	6
图表 3. 公司以提供药物分子砌块和科学试剂产品为主	6
图表 4. 公司服务近 8000 家终端客户	7
图表 5. 公司股权结构（截至 2022 年 10 月）	7
图表 6. 公司核心团队从业经验丰富	8
图表 7. 2018-2022H1 公司营业收入及增速（单位：万元）	8
图表 8. 2018-2022H1 公司扣非归母净利润及增速（单位：万元）	8
图表 9. 公司两大业务营业收入及增速（单位：万元）	9
图表 10. 公司主营业务收入结构	9
图表 11. 公司三费率呈下降趋势（单位：万元）	9
图表 12. 公司毛利率及净利率	9
图表 13. 公司海外销售收入及占比（单位：万元）	10
图表 14. 公司境内外销售收入结构	10
图表 15. 公司海外销售收入比例较高	10
图表 16. 海外毛利率高于国内毛利率	10
图表 17. 公司存货余额较高（单位：万元）	10
图表 18. 公司存货周转率呈上升趋势	10
图表 19. 使用分子砌块合成泽布替尼/伊布替尼	11
图表 20. 药明康德基于砌块的药物设计占比达 48%	11
图表 21. 新药研发周期长，不确定性大	12
图表 22. 全球新药临床试验平均时间（单位：年）	12
图表 23. 全球新药研发平均支出及回报率（单位：百万美元）	12
图表 24. 全球生物医药公司研发费用及增速（单位：亿美元）	13
图表 25. 全球 NMEs 获批数量及平均研发费用（单位：十亿美元）	13
图表 26. 全球药物分子砌块市场规模及增速（单位：亿美元）	13
图表 27. 分子砌块应用于药物研发所有流程	14
图表 28. 2021 年全球药物分子砌块市场竞争格局	14
图表 29. 主流分子砌块厂商对比	15
图表 30. Sigma-Aldrich 产品 SKU 数及销售收入（单位：万个/十亿美元）	16

图表 31. Sigma-Aldrich 的研发并购历程	16
图表 32. 药石科技业务布局	17
图表 33. 2021 年药石科技各业务营业结构	17
图表 34. 公司分子砌块产品营收及增速（单位：万元）	18
图表 35. 可比公司分子砌块销售收入及毛利率（单位：万元）	18
图表 36. 公司分子砌块品种及覆盖适应症	18
图表 37. 公司药物分子砌块 SKU 数量（单位：万个）	19
图表 38. 可比公司药物分子砌块数量	19
图表 39. 部分分子砌块产品纯度及价格对比（单位：元/g）	19
图表 40. 公司全球运营中心布局	20
图表 41. 公司国内运营中心布局	20
图表 42. 来自于药明康德德博网的分子砌块供应商评级情况	20
图表 43. 公司境内外客户数量及单客销售额（单位：万元/家）	20
图表 44. 下游客户中新药研发机构占比持续提升	20
图表 45. 公斤级以上产品销售占比逐步提升	21
图表 46. 可比公司公斤级以上产品销售占比	21
图表 47. 科研试剂销售收入及增速（单位：万元）	21
图表 48. 催化剂及配体收入占比较高	21
图表 49. 公司部分科学试剂产品品类更丰富（截至 2021.10.31）	22
图表 50. 优化合成路径降低成本	22
图表 51. 部分科学试剂产品纯度及价格对比（单位：元/g）	22
图表 52. 境外子公司及发展定位	23
图表 53. 2020 年公司前五大境外新药研发客户及医药综合服务商客户（单位：万元）	23
图表 54. 盈利预测（单位：万元）	24
图表 55. 可比公司估值	25

1. 毕得医药：专注分子砌块，产品性能优异

1.1. 公司是国内最大的药物分子砌块供应商之一

毕得聚焦新药研发产业链前端，为新药研发机构提供药物分子砌块和科学试剂等产品，助力提升新药研发效率。公司成立于2007年，是国内最早一批成立的药物分子砌块品牌商，2017年生命科学部成立，进一步拓展细分市场，2018-2020年，公司陆续在美国、印度和德国成立运营中心，布局全球主要新药研发高地。经过十多年的积累，公司自主掌握了药物分子砌块研发及合成生产能力，形成了药物分子砌块设计、定制化合成、分子结构确证、纯度检测及纯化等核心技术体系，是国内产品库最大的药物分子砌块自主品牌供应商之一。

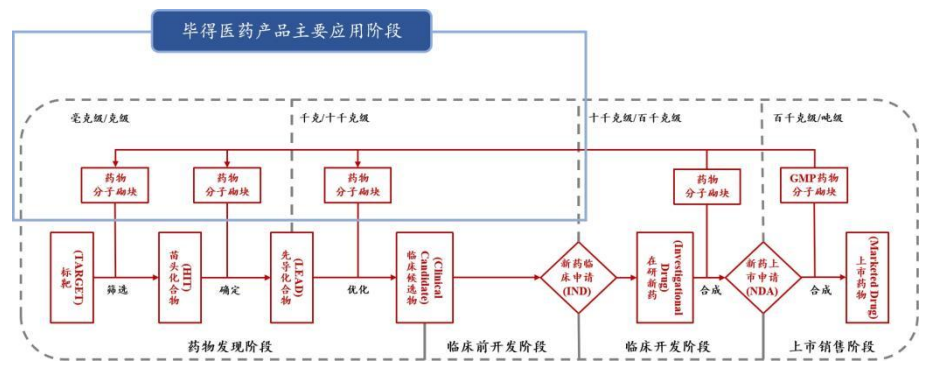
图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

“药物分子砌块+科学试剂”双轮驱动，专注于新药研发早期阶段。公司主要提供药物分子砌块和科学试剂两大产品，对接新药研发早期阶段，通过多年密切跟踪新药物分子实体（NME）动态，公司能够提供超过30万种分子砌块产品，其中包括8万多种现货产品，是产品品类最丰富的国产分子砌块厂商之一。毕得协同发展催化剂、配体及活性小分子化合物等科学试剂产品，拥有现货品种超过1万个。公司提供的产品主要用于药物靶点发现，苗头化合物筛选，先导化合物发现、合成及优化，药物候选化合物发现等新药早期阶段，具有需求品类多，高频量小的特点。

图表 2. 公司产品主要应用于药物发现阶段



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 3. 公司以提供药物分子砌块和科学试剂产品为主

产品类别	产品种类	应用领域
药物分子砌块	杂环类分子砌块：包括芳香杂环和非芳香杂环分子砌块	应用于药物靶点发现、苗头化合物筛选及优化、先导化合物筛选及优化，临床候选物确定等新药研发环节。可节省药物研发时间，提高研发效率
	苯环类分子砌块：包括苯类、萘类、蒽类等母环结构的分子砌块	
	脂肪族类分子砌块：包括脂肪环和非脂肪环分子砌块	
科学试剂	活性小分子化合物：包括抑制剂、激动剂和天然产物等	确定化合物靶点，测试对应靶点的功能、在信号通路中的位置及作用，既可作为先导药物也可成为最终成药
	催化剂及配体：包括贵金属均相催化剂、膦配体、廉价金属催化剂等	加速化合物反应过程，提高反应收率

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

布局全球，覆盖近 8000 家核心客户。公司采取全球化经营策略，在美国、欧洲和印度等全球新药研发高地设立研发和运营中心，紧跟全球医药前沿研发方向，同时在国内设立多个本地化仓库，及时响应客户多样化需求。目前毕得已经实现对国内外主流科研院所、CRO 机构和创新药企的覆盖，服务客户数量近 8000 家，居于行业前列。

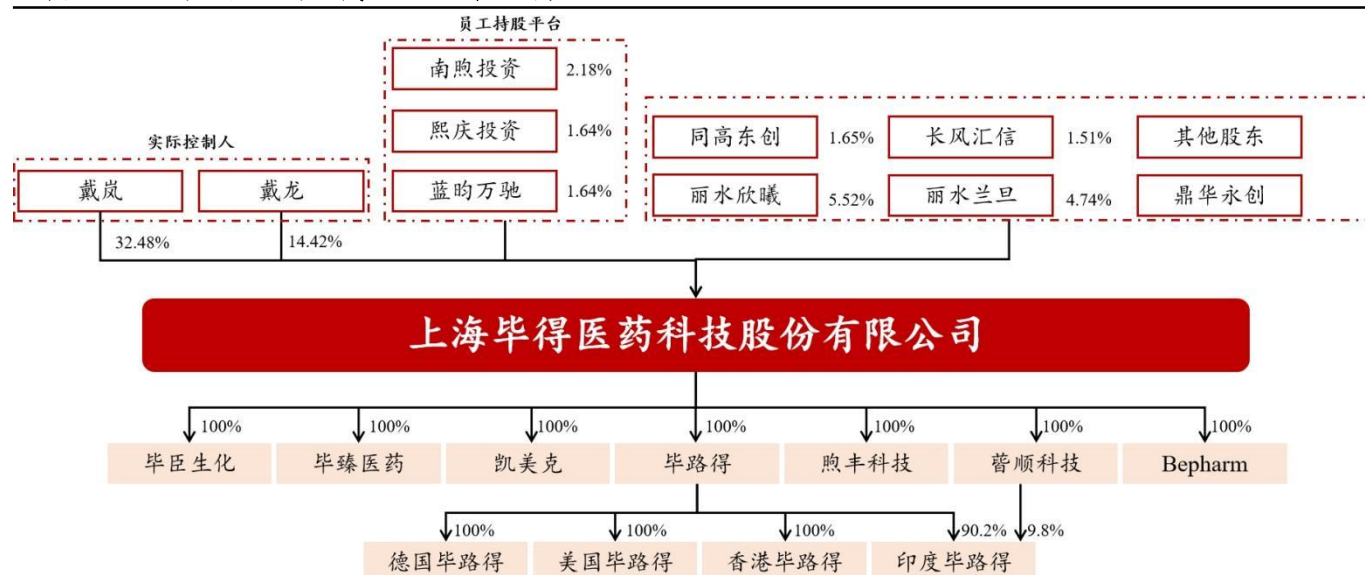
图表 4. 公司服务近 8000 家终端客户



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

股权结构清晰，实控人持股比例高。截至 2022 年 10 月，公司董事、创始人戴岚直接持有公司 32.48% 股份，间接持股 1.11%，董事长、总经理戴龙直接持股 14.42%，间接持股 0.48%，戴岚与戴龙为姐弟关系，属于一致行动人，合计拥有公司 48.49% 股权。南煦投资、煦庆投资和蓝昀万驰为公司员工持股平台，分别持有 2.18%、1.64% 和 1.64% 股份，持股平台覆盖范围较广，合计参与人数达 86 人，占 2021 年底公司总员工数的 16.1%，激励作用明显，有助于公司平稳健康发展。

图表 5. 公司股权结构（截至 2022 年 10 月）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

研发团队逐步壮大，核心管理人员拥有丰富从业经验。公司首席科学家史壮志博士为南京大学化学化工学院教授，学术背景深厚，与公司合作开发多款专利膦配体、甲基氟代化试剂等创新产品。公司董事长戴龙拥有丰富的企业管理经验，是公司发展战略的主要制定者，公司核心管理团队稳定，主要成员从公司成立初就加入，研发队伍持续壮大，人数已经超过

100 人，形成了老带新、创新型的研发体系。

图表 6. 公司核心团队从业经验丰富

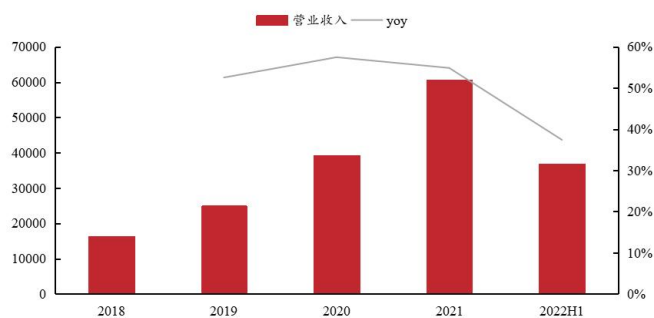
姓名	职位	加入公司时间	从业经验
史壮志	首席科学家	2021年12月	北京大学药物化学专业博士，2011.8-2014.2担任德国明斯特大学博士后，2014年3月至今担任南京大学化学化工学院教授
王超	董事、副总经理	2008年3月	2005年7月至2006年9月，担任上海医药集团中央研究院研究员 2006年10月至2008年2月，担任晟康生物技术有限公司研发组长 2008年3月至2013年7月，担任毕得有限研发部、采购部经理 2013年8月至2018年1月，担任上海书亚医药科技有限公司副经理
毛永浩	董事、产品总监	2007年11月	2006年9月至2007年10月，担任晟康生物技术有限公司研究员 2007年11月至2013年8月，担任毕得有限研究员 2013年9月至2018年1月，担任上海书亚医药科技有限公司产品经理 2018年2月至今，历任公司产品经理、董事及产品总监
邴荣浩	研发总监、监事	2008年4月	2005年7月至2006年10月，担任江苏中丹制药有限公司研究员 2006年11月至2008年3月，担任晟康生物技术有限公司研究员 2008年4月至2014年12月，担任毕得有限研发经理 2015年1月至2018年1月，担任上海书亚医药科技有限公司研发经理 2018年2月至今，担任公司研发总监、监事
吕映晴	高级产品经理	2018年4月	博士学历，2015年9月至2018年3月，担任上海蓝木化工有限公司技术支持 2018年4月至今，担任公司高级产品经理

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 业绩快速增长，海外业务打开成长天花板

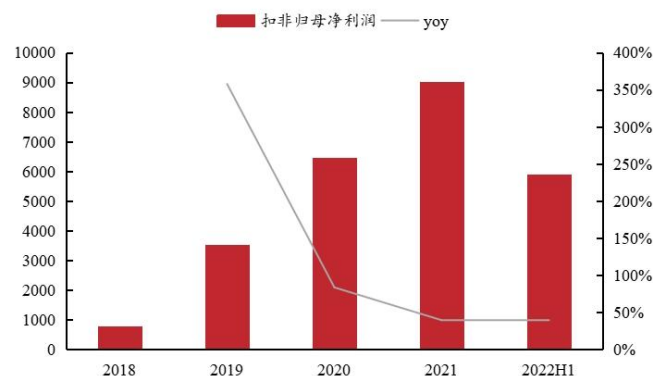
公司经营稳健，业绩实现快速增长。毕得深耕药物分子砌块、科学试剂细分市场，不断拓升产品的广度和深度，实现海内外收入的稳定增长。2019-2021 年，公司销售收入从 2.48 亿元增长至 6.06 亿元，年均复合增速达 56.2%，扣非归母净利润由 3513 万元增长至 8988 万元，年均复合增速为 60.0%，高于同期营收增速。

图表 7. 2018-2022H1 公司营业收入及增速（单位：万元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

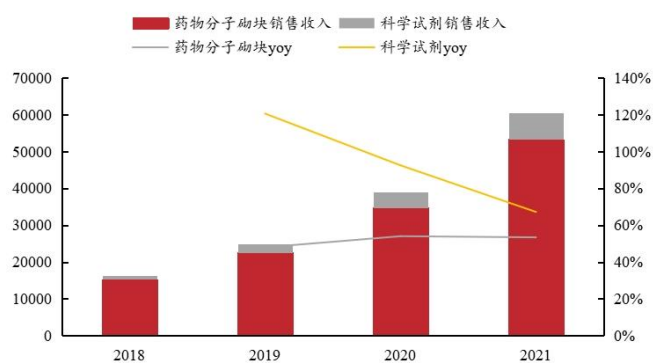
图表 8. 2018-2022H1 公司扣非归母净利润及增速（单位：万元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

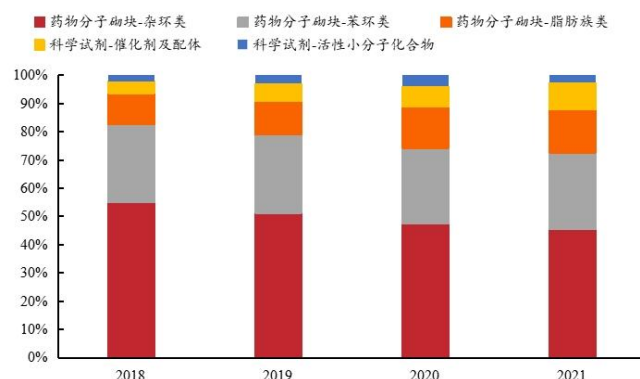
药物分子砌块为业绩“基本盘”，科学试剂占比逐年上升。2019-2021 年，分子砌块占公司主营业务收入比例为 90.87%、88.84%和 87.96%，是公司主要营收来源，其中杂环和苯环类产品占比较高，各类分子砌块产品均保持稳定增长态势。科学试剂营收规模较小，2019-2021 年营业收入分别为 2268、4365 和 7299 万元，年均复合增速达 79.4%，占营收比重为 9.13%、11.16%和 12.04%，呈逐年上升趋势。

图表 9. 公司两大业务营业收入及增速(单位:万元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

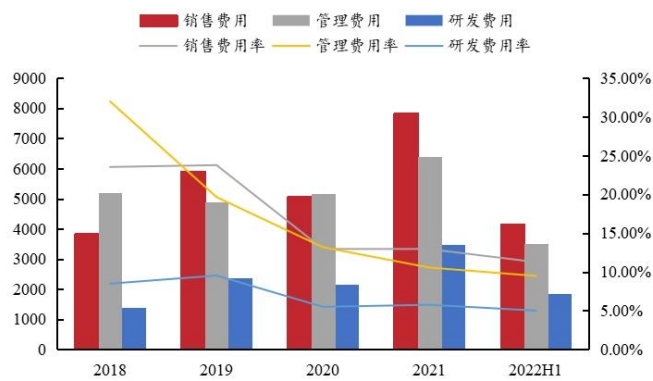
图表 10. 公司主营业务收入结构



资料来源: 公司招股书, 东亚前海证券研究所

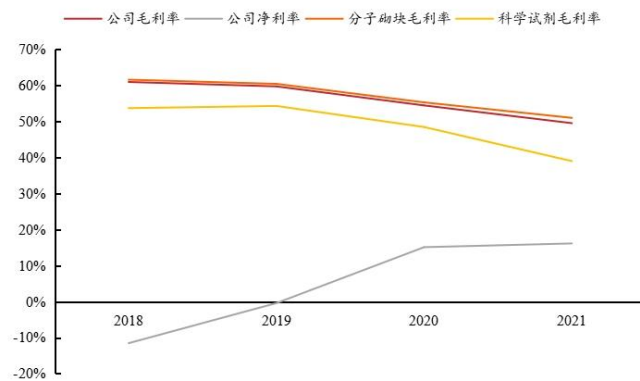
规模效应带动费用率有所下降, 毛利率仍有提升空间。随着公司营收规模变大, 三费率持续下降, 作为创新型企业, 公司重视研发投入, 研发费用从 2019 年 2368 万元增长至 2021 年 3488 万元, 呈上升趋势。受产品销售结构 (公斤级以上产品占比提升) 以及新会计准则 (运输费用列入主营业务成本) 等因素影响, 分子砌块和科学试剂毛利率有所下降, 但净利率则保持稳步上升, 2020 年实现扭亏为盈, 2021 年净利率达到 16.1%。我们认为随着公司新产品陆续上市, 在规模优势下毛利率仍有较大提升空间, 盈利能力有望持续改善。

图表 11. 公司三费率呈下降趋势 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

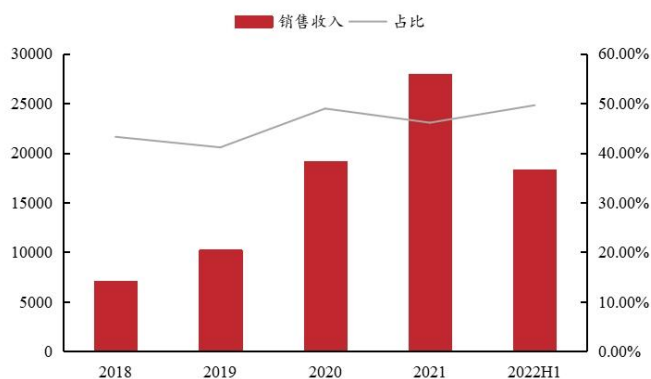
图表 12. 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

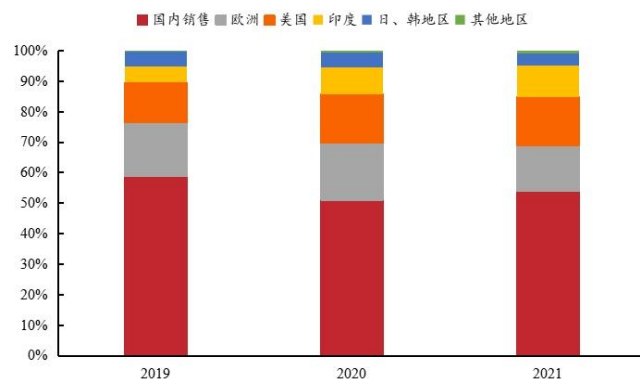
海外业务蓬勃发展, 带领公司迈向新台阶。公司重视国际市场的开拓, 2016 年就开始布局海外销售, 并陆续在美国、欧洲和印度等全球主要新药研发地区设立运营中心。2019-2021 年, 公司海外销售收入分别为 1.02、1.92 和 2.79 亿元, 年均复合增速达 65.3%, 占营收比例分别为 41.17%、48.98% 和 46.11%, 其中欧洲和美国市场占比较高, 成为公司重要的收入来源。相比国内, 欧美有更大的生物医药市场, 产品毛利率也更高, 随着公司海外布局进一步完善, 公司经营有望更上台阶。

图表 13. 公司海外销售收入及占比（单位：万元）



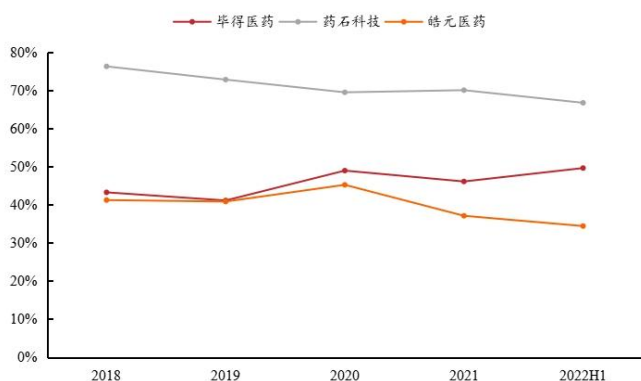
资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 14. 公司境内外销售收入结构



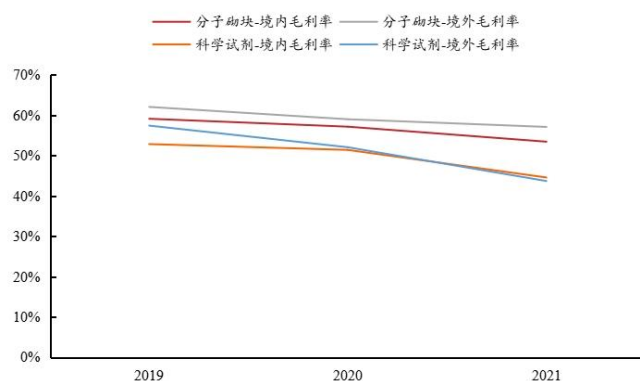
资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 15. 公司海外销售收入比例较高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

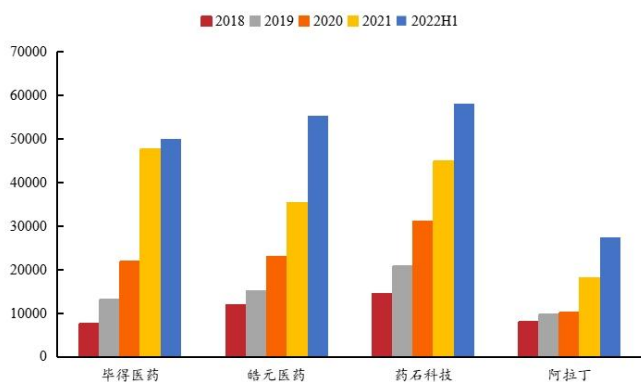
图表 16. 海外毛利率高于国内毛利率



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

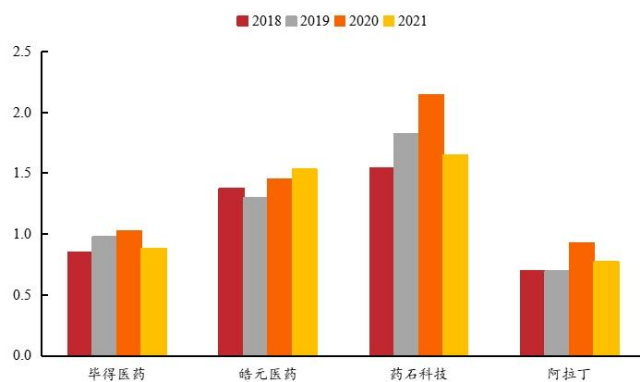
存货余额高增，周转效率有望进一步提高。存货是衡量产品型企业销售潜力的重要指标，随着公司现货产品 SKU 不断丰富，存货余额从 2019 年 1.31 亿元增长至 2021 年 4.77 亿元，呈快速上升趋势。此外公司具有较强的存货消纳能力，根据招股书披露，公司 90%左右库存商品能在一年内实现销售，周转较快，有效降低了存货减值风险。从周转率指标看，公司存货周转率高于同属于产品型企业的阿拉丁，但仍有较大提升空间。

图表 17. 公司存货余额较高（单位：万元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 18. 公司存货周转率呈上升趋势



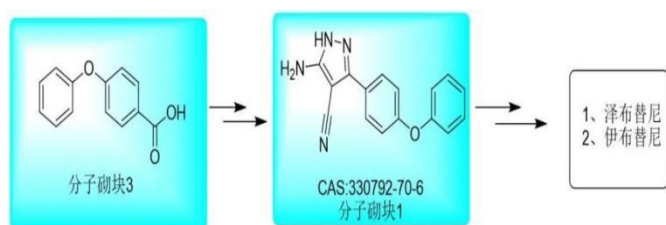
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 新药研发如火如荼，分子砌块需求旺盛

2.1. 药物分子砌块：新药研发的“卖铲人”

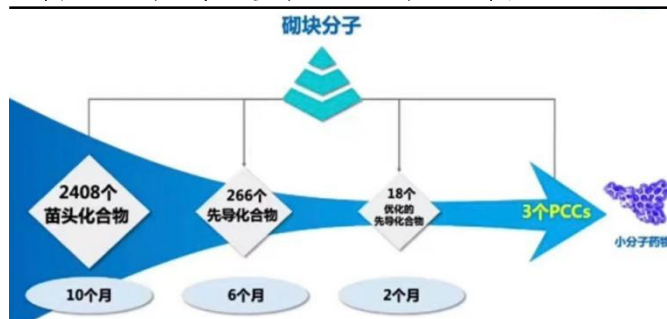
分子砌块是构造药物分子的“砖瓦”，是研发小分子创新药物的重要基础工具。药物分子砌块是用于设计和合成候选活性药物分子的原料化合物，类似于搭建房屋的砖瓦，是新药研发中的基础研发工具，应用于新药研发全过程。新药通常是从庞大的候选化合物库中筛选得到，而用于筛选和评估的化合物是由多个药物分子砌块通过化学合成方法连接在一起形成的，因此新药早期研发阶段对 SKU 丰富、种类多样、并且足够创新和新颖的药物分子砌块需求较大，药明康德统计显示，基于分子砌块的化学药物设计占比高达 48%。

图表 19. 使用分子砌块合成泽布替尼/伊布替尼



资料来源：凌凯医药，东亚前海证券研究所

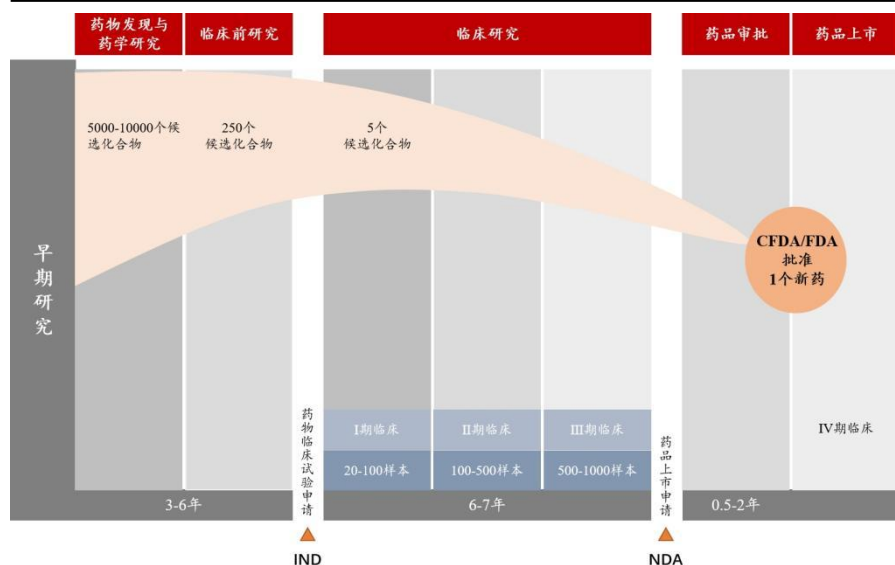
图表 20. 药明康德基于砌块的药物设计占比达 48%



资料来源：药明康德化学服务部，东亚前海证券研究所

药物分子砌块是在新药研发成功率降低、成本上升背景下兴起的。根据德勤研究，全球新药研发周期持续变长，平均临床试验时间从 2014 年的 6.15 年增长至 2020 年的 7.14 年，药物研发成本上升导致新药投资回报率下降，单个新药研发成本从 2013 年的 12.96 亿美元增长至疫前 2019 年的 24.31 亿美元，投资回报率则从 6.5% 下降至 1.5%，再加上专利悬崖下仿制药带来的降价压力，新药研发面临着高风险、长周期的困境。进入 21 世纪，为了提高新药研发的效率和质量，药物分子砌块被广泛使用，尤其是一些结构新颖、效果明显的分子砌块显著提升了新药研发进程，加快新药研发速度。

图表 21. 新药研发周期长，不确定性大



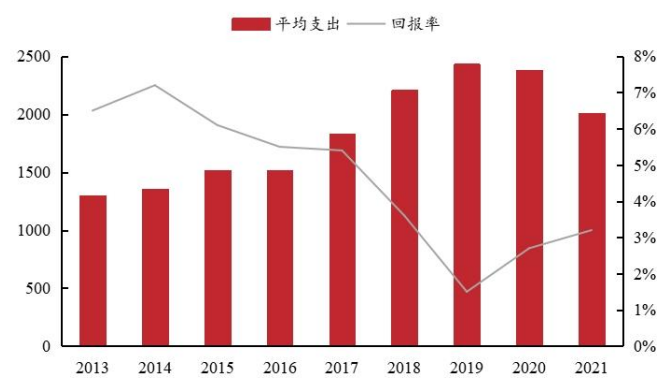
资料来源：美迪西招股书，东亚前海证券研究所

图表 22. 全球新药临床试验平均时间（单位：年）



资料来源：Deloitte，东亚前海证券研究所

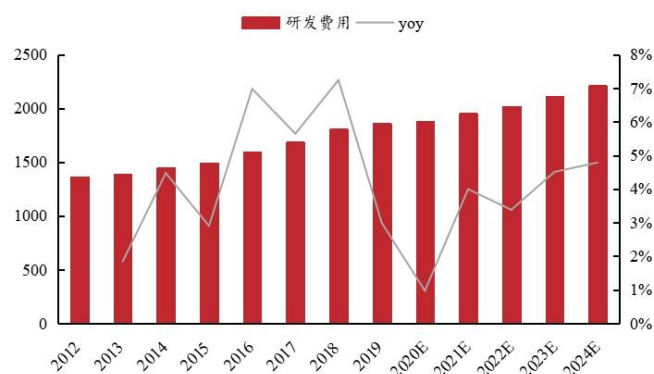
图表 23. 全球新药研发平均支出及回报率（单位：百万美元）



资料来源：Deloitte，东亚前海证券研究所

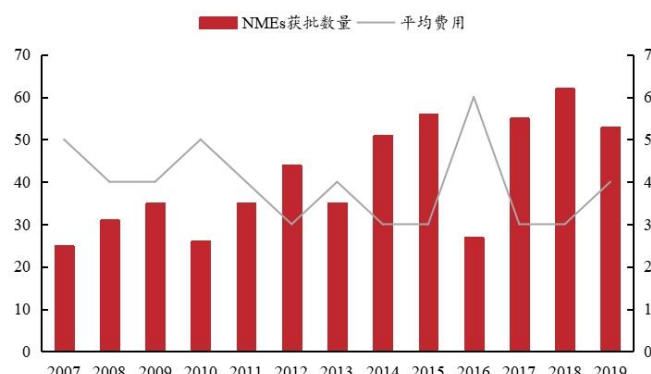
新药研发投入稳定增长，带动药物分子砌块需求旺盛。 药物分子砌块需求直接受全球新药研发投入影响，根据 Evaluate Pharma，全球医药研发费用将从 2019 年的 1860 亿美元增长至 2024 年的 2211 亿美元，年均复合增速为 3.5%，与分子砌块直接相关的新分子实体（NME）项目数量和平均研发支出同样呈上升趋势，IQVIA 数据显示 2021 年 FDA 批准 NMEs 数量超过 70 个，研发投入的增加将推动下游药物发现阶段对于分子砌块产品的需求。

图表 24. 全球生物医药公司研发费用及增速（单位：亿美元）



资料来源：Evaluate Pharma，东亚前海证券研究所

图表 25. 全球 NMEs 获批数量及平均研发费用（单位：十亿美元）



资料来源：Evaluate Pharma，东亚前海证券研究所

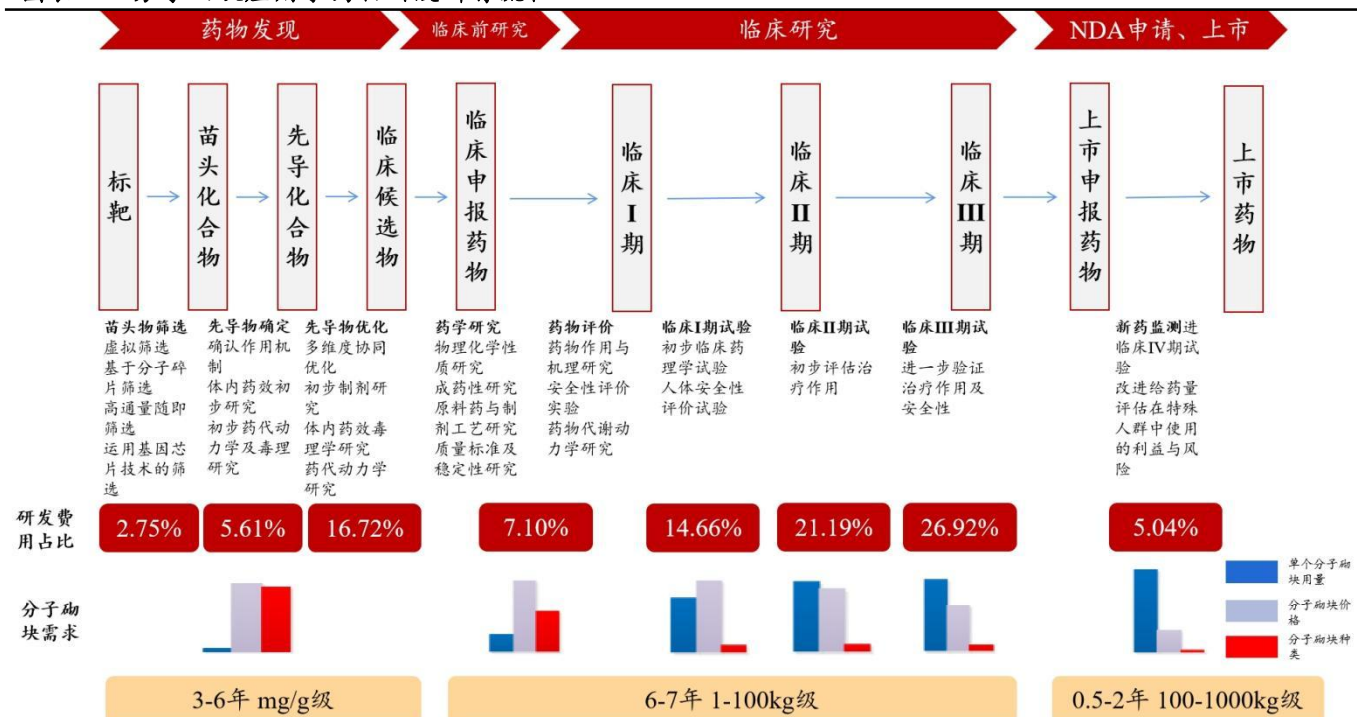
分子砌块应用于新药研发全过程，全球市场规模超 440 亿美元。新药从临床前研究到商业化上市均离不开药物分子砌块，随着研发向后期推进，分子砌块需求量将从毫克/克级增长至千克/吨级。据 Nature Reviews 估计，全球医药研发支出中有 30% 用于药物分子砌块的购买和外包，在剔除人力成本基础上，预计 2020 年全球药物分子砌块的市场规模为 441 亿美元，2026 年将达到 546 亿美元，保持稳定增长趋势。

图表 26. 全球药物分子砌块市场规模及增速（单位：亿美元）



资料来源：Evaluate Pharm，东亚前海证券研究所

图表 27. 分子砌块应用于药物研发所有流程



资料来源: Nature Reviews, 毕得医药招股书, 药石科技招股书, 东亚前海证券研究所

全球分子砌块供应商包括可以同时提供分子砌块和其他科学试剂的复合型供应商以及专注分子砌块的特色供应商。前者以 Sigma-Aldrich、赛默飞 (AlfaAesar) 等跨国企业为主, 而国内厂商以及 Combi-Blocks 和 Enamine 等企业则更聚焦分子砌块业务。根据皓元医药招股书, Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 和 Enamine 等企业由于起步较早, 在品牌美誉度和渠道建设上优势明显, 处于行业第一梯队, 市占率在 10% 以上, Fluorochem 和 AstaTech 等公司则处在第二梯队, 市占率在 1%-10% 之间, 而国产企业进入市场较晚, 市占率仍然不足 1%。

图表 28. 2021 年全球药物分子砌块市场竞争格局

公司	市场规模 (亿元)	2021 年收入 (亿元)	市场份额
药石科技	2812	2.46	0.09%
阿拉丁		2.74	0.10%
泰坦科技		3.4	0.12%
皓元医药		5.45	0.19%
毕得医药		5.33	0.19%
Sigma-Aldrich		649.05	23.08%

资料来源: Wind, Nature Reviews, 东亚前海证券研究所 (注: 汇率计算日为 2021 年 12 月 31 日, 药石科技采用公斤级以下销售收入, 阿拉丁为科研试剂销售收入, 泰坦科技为自主科研试剂销售收入, 皓元医药和毕得医药均为分子砌块及工具化合物销售收入)

图表 29. 主流分子砌块厂商对比

公司名	经营情况	产品种类	财务数据（2021年）	业务类型
Sigma-Aldrich	Sigma-Aldrich是全球领先的化合物与生物试剂供应商，2015年合并进入Merck生物科学事业部。Sigma可以提供包括分子砌块和小分子化合物在内的超过30万种生命科学类产品，涵盖生物制药各个生产环节，服务了科研院所、制药企业等超过100万家客户	生命科学类产品30万种	生命科学事业部收入89.9亿欧元，毛利润54.1亿欧元	分子砌块综合型
AlfaAesar	AlfaAesar是全球性的科研化学品、金属和材料供应商，2015年被赛默飞收购，可以提供包括无机、有机和金属1有机化合物、纯金属和元素、分析类产品和实验室器材在内的超过46000种产品	超过4.6万种产品	生命科学事业部收入156.3亿美元，净利润78.2亿美元	分子砌块综合型
Combi-Blocks	Combi-Blocks聚焦分子砌块领域，尤其在硼酸类产品上拥有较大优势，在美国、日本和韩国等地区拥有较大市场份额	在库产品近4万种	-	分子砌块聚焦型
Enamine	Enamine产品包括合成砌块、筛选库和片段库，具有丰富的产品类型，部分小品种产品独家供应，在美国、欧洲和日本市占率较高	在库产品超过28.4万种	-	分子砌块聚焦型
药石科技	药石科技主营业务包括分子砌块的研发和销售，以及基于分子砌块的CDMO服务，提供从分子砌块、中间体、原料药到制剂的一体化解决方案	分子砌块种类超过16万种	分子砌块1.73亿元（2022H1）	分子砌块聚焦型
皓元医药	皓元医药主营业务包括分子砌块及工具化合物的研发和销售，以及中间体和原料药的CDMO服务	7.1万种分子砌块和工具化合物	分子砌块和工具化合物收入5.45亿元，毛利润3.73亿元	分子砌块聚焦型
毕得医药	毕得医药主营业务为向创新药企、科研院所等机构提供药物分子砌块和科研试剂产品	30万种分子砌块，现货产品超7万种	分子砌块收入5.33亿元，毛利润2.71亿元	分子砌块聚焦型

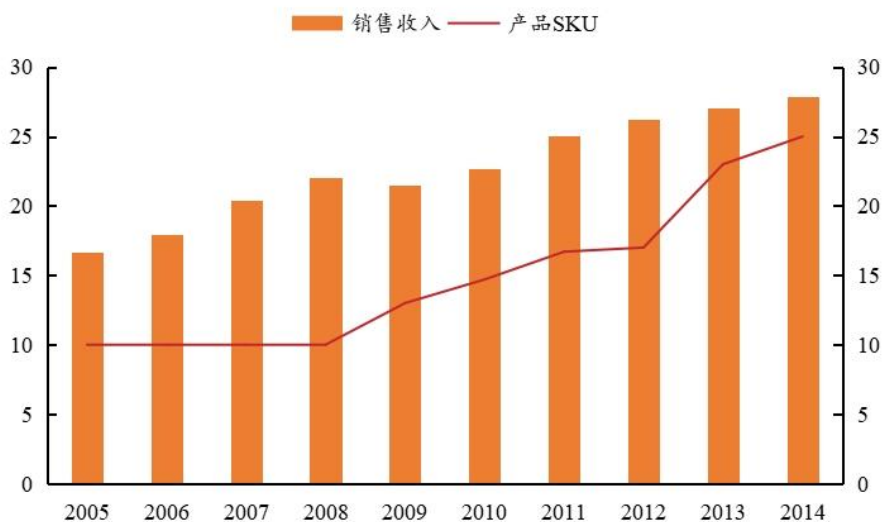
资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 横向扩张 or 纵向延展，各有所长

对于药物分子砌块公司来说，有以下两个发展方向：

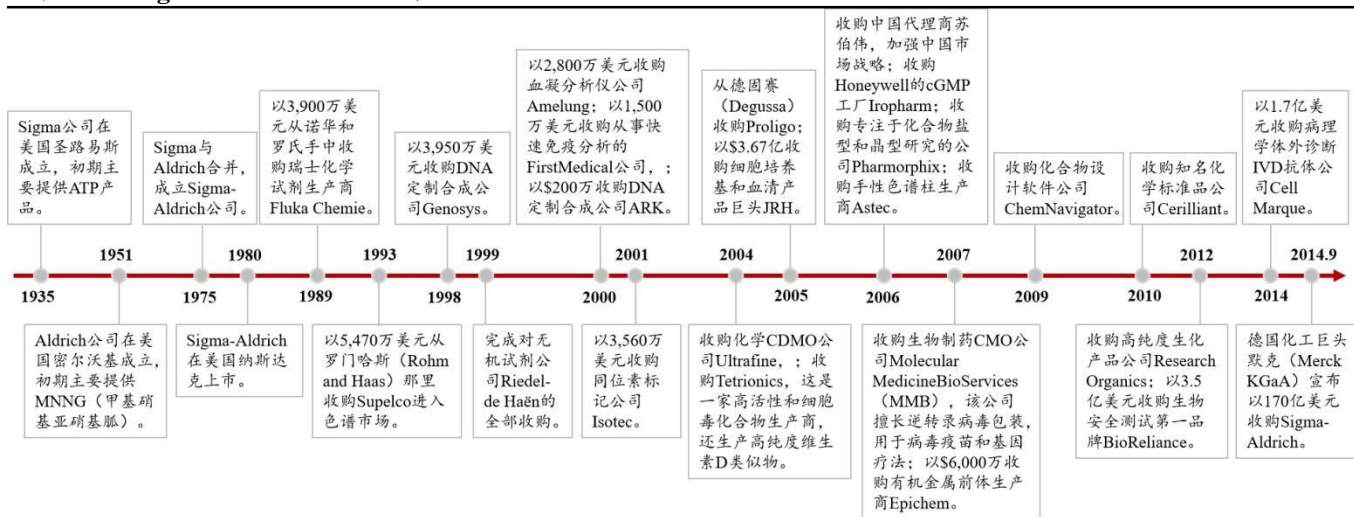
- **横向扩张：**持续跟踪科研热点，及时推出结构新颖、功能多样的药物分子砌块产品，丰富分子砌块库种类，既需要快速满足客户需求，也需要做到提前研发，更好服务新药研发过程。部分企业在提供分子砌块的同时，也布局其他科研试剂及仪器产品，满足用户一站式科研需求，目的是增加产品 SKU，成为平台型生命科学服务商，从而增加客户粘性，选择此类发展方向的代表公司包括 Sigma-Aldrich、以及国内企业阿拉丁和泰坦科技。以全球最大的科研试剂提供商 Sigma-Aldrich 为例，在 2015 年并入 Merck 之前，通过一系列的并购整合公司可以提供 25 万种试剂及化学品和 46000 种实验仪器，覆盖生命科学、化学、分析和色谱等领域，服务全球 140 多万家终端客户。

图表 30. Sigma-Aldrich 产品 SKU 数及销售收入(单位: 万个/十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 31. Sigma-Aldrich 的研发并购历程



资料来源: 公司公告, 医药魔方, 东亚前海证券研究所

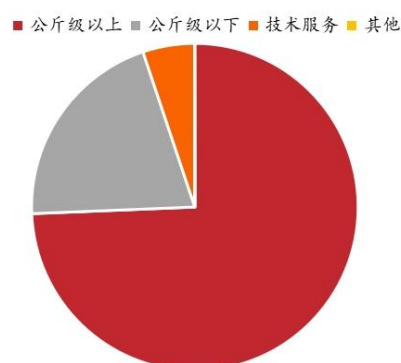
- **纵向延展:** 由于药物分子砌块处于新药研发产业链上游, 公司可以通过参与客户研发早期阶段, 绑定药物项目管线, 随着新药向临床后期不断推进, 向客户提供量级更大的中间体及原料药产品, 以及一站式CDMO服务, 打通上下游整个环节, 增强客户粘性, 代表企业如药石科技等。以药石科技为例, 公司成立于2006年, 在分子砌块基础上向下游延伸至中间体、原料药和制剂CDMO服务, 目前已经服务了45个临床III期及以后的项目。

图表 32. 药石科技业务布局



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 33. 2021 年药石科技各业务营业结构



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

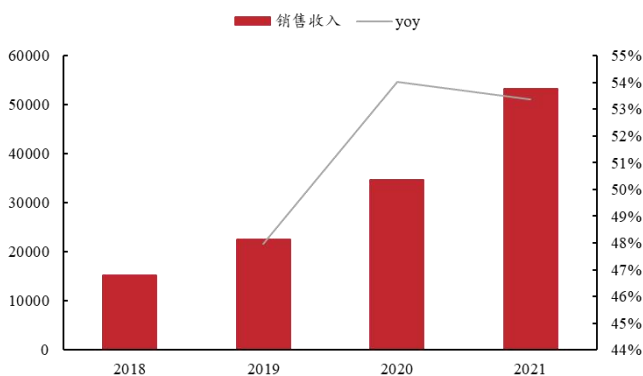
选择不同发展方向对企业能力要求有差异，各有所长。横向扩张需要公司提供尽可能多的产品供客户选择，因此需要企业有提前研发的眼光和能力，能够快速响应客户需求，同时为了尽可能覆盖更多客户，也对公司渠道和销售能力提出更高需求。纵向延展覆盖新药从化合物到商业化整个流程，需要公司有较好的项目执行经验，尤其是工艺开发和大规模生产能力，是公司承接大订单的核心竞争力体现。无论选择何种发展路径，高壁垒、种类丰富、结构多样的分子砌块都是企业进行业务拓展的基石，是重要的底层技术来源。

3. 深耕药物分子砌块，海外拓展未来可期

3.1. 分子砌块：多快好省，产品认可度高

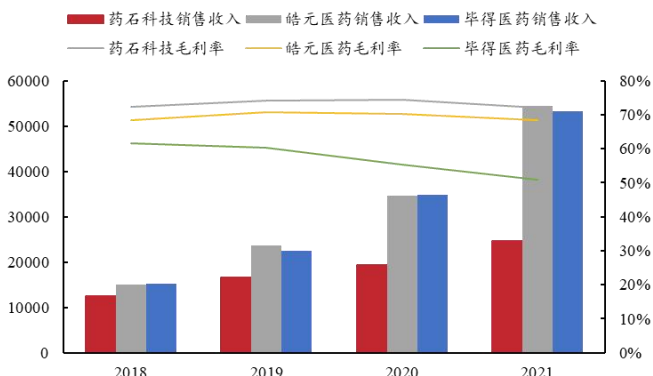
深耕分子砌块 15 载，公司是国内公斤级以下药物分子砌块龙头供应商。15 年专注研发，公司自主掌握了分子砌块产品研发设计、合成生产、分子结构确证及纯度检测、纯化等核心技术，构建起客户需求、产品数据库和新产品开发的良性循环。公司药物分子砌块可以分为苯环类、杂环类和脂肪族类，可以提供全部靶点小分子药物及 ADC 等部分生物药研发过程中所需的药物分子砌块产品。2019-2021 年，分子砌块营收从 2.26 亿元增长至 5.33 亿元，年均复合增速为 53.7%，呈快速增长趋势。

图表 34. 公司分子砌块产品营收及增速(单位:万元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 35. 可比公司分子砌块销售收入及毛利率 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所 (注: 药石科技采用公斤级以下销售收入, 皓元医药包括分子砌块和工具化合物销售收入)

图表 36. 公司分子砌块品种及覆盖适应症

分子砌块大类	代表性类别	代表适应症状	主要对应代表性药品
杂环类分子砌块	吡啶酮类砌块、尿嘧啶衍生物砌块、喹诺酮类砌块、噻嗪类砌块、哌嗪类砌块等	非甾体抗炎	氨基比林、安替比林、保泰松
		白血病	替加氯、卡莫氟、氟铁龙、阿糖胞苷
		伤寒、胃肠道感染	左氧氟沙星、替马沙星、斯帕沙星、巴洛沙星
		利尿药	氢氯噻嗪、三氯噻嗪、泊利噻嗪
苯环类分子砌块	苯烷基胺类砌块、水杨酸类砌块、苯磺酰脲类砌块、苯烷基醇类砌块、多苯乙烯类砌块等	精神分裂症	依匹哌啶; 布南色林、奥氮平、卡利拉嗪
		心血管	盐酸维拉帕米、普尼拉明、芬地林
		解热镇痛	赖氨匹林、氟苯柳、贝诺酯
		降血糖	甲基磺丁脲、格列奇特、格列吡嗪
脂肪族类分子砌块	脂肪酸衍生物砌块、环戊烷类砌块、乙醇胺类砌块、氨基糖类砌块、烯丙胺类砌块等	抗帕金森	比哌立登、托特罗定、托吡卡胺
		乳腺癌	氟米芬、他莫昔芬、己烯雌酚
		抗癫痫	布瓦西坦; 醋酸艾司利卡西平; 普瑞巴林
		催产、胃溃疡	前列地尔、卡前列素、米索前列醇
		抗组胺药	苯海拉明、茶苯海明、甲氧拉敏
		抗结核、尿道感染	链霉素、庆大霉素、核糖霉素

资料来源: 公司招股书, 东亚前海证券研究所

公司药物分子砌块产品具有“多快好省”的特点, 赋能客户新药研发全流程:

- 分子砌块 SKU 稳步增长, 为客户提供更“多”选择。SKU 丰富度是衡量产品型企业竞争力的重要指标, 截至 2022 年 Q3, 公司具有向科研机构及药企提供超过 30 万种药物分子砌块的能力, 其中现货品种超过

8 万种，一半是创新型砌块，产品丰富度在国内可比公司中位列第一。此外公司储备了数据库量级的分子结构产品信息，能够对客户特点骨架和药效团需求做出快速响应，满足客户定制化需求。

图表 37. 公司药物分子砌块 SKU 数量 (单位: 万个)



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 38. 可比公司药物分子砌块数量

公司名称	可向客户提供品种	现货品种
药石科技	16万+	2万+
皓元医药	未披露	5.7万
阿拉丁	未披露	3.7万+
Sigma-Aldrich	未披露	近20万
毕得医药	30万+	8万+

资料来源: 公司招股书, 各公司官网, 东亚前海证券研究所

- **性价比高, 为客户提供性能优异且价格更低的优质国产产品。**基于自主开发的药物分子砌块研发设计、合成生产、检测纯化技术, 公司分子砌块产品在纯度、批间稳定性、合成工艺等方面达到行业先进水平, 制定了 10 万多种产品的企业标准, 累积 60 多万个监测数据并形成数据库, 能够满足国内外客户对高纯度品种的分子砌块产品需求。从价格看, 公司类似产品的价格是进口企业的 20%-50%, 具有较强竞争力。

图表 39. 部分分子砌块产品纯度及价格对比 (单位: 元/g)

产品名称	Sigma-Aldrich		赛默飞		TCI		阿拉丁		皓元医药		药石科技		毕得医药	
	纯度	价格	纯度	价格	纯度	价格	纯度	价格	纯度	价格	纯度	价格	纯度	价格
对甲氧基苯硼酸	95%+	70.61	97%+	94.72	-	24	95%	3.94	98%	2.84	95%	4.42	98%	2.76
6-氨基-1-己醇	97%	58.17	97%	86.4	>97%	50	97%	9.01	98%	6.73	-	-	98%	6.56
6-溴噻啉	97%	257.92	97%	313.4	>95%	139	96%	5.27	98%	3.03	97%	5.8	98%	2.6
2,4-二硝基苯基羟胺	-	-	-	36.85	>97%	198	97%	50	98%	9.29	-	-	98%	9.29
双-(4-甲氧基苄基)-胺	-	-	97%	5109	/	/	97%	11.4	98%	5.15	-	-	98%	3.96
3-丁炔-1-醇	97%	30.96	98%	27.58	>97%	18	97%	3.76	98%	3.35	97%	3.48	98%	3.35
2-吡啶硼酸	-	-	95%	5672	/	/	95%	315.8	98%	159.2	97%	828.8	98%	-
N-Boc-4-碘吡啶	-	-	95%	471.6	>97%	172	>97%	36.8	98%	11.64	97%	12.28	98%	11.64
5-氨基-2,4-二氧嘧啶	97%	741.47	97%	641	/	/	97%	45.2	98%	34.3	97%	38.94	98%	32.5
叔丁基亚磺酸胺	97%	163.72	97%	253.4	>97%	239	>97%	5.39	98%	4.2	97%	4.22	98%	4.2
2-苯基丙烯酸	-	-	95%+	20.96	>93%	95.6	90%	21.92	96%	14.58	-	-	98%+	14.58
2,4-二甲基吡咯	97%	236	97%	187.2	>93%	198	97%	23.62	95%	17.35	97%	31.68	98%	17.35

资料来源: 公司招股书, 东亚前海证券研究所

- **建设海内外八大区域运营中心, 快速响应客户需求。**新药研发过程对科研试剂的时效性要求高, 公司在海内外主要的新药研发高地设立仓库和运营中心, 提高分子砌块和科研试剂产品的配送效率, 助力客户提升新药研发效率。

图表 40. 公司全球运营中心布局



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 41. 公司国内运营中心布局



资料来源：公司微信公众号，东亚前海证券研究所

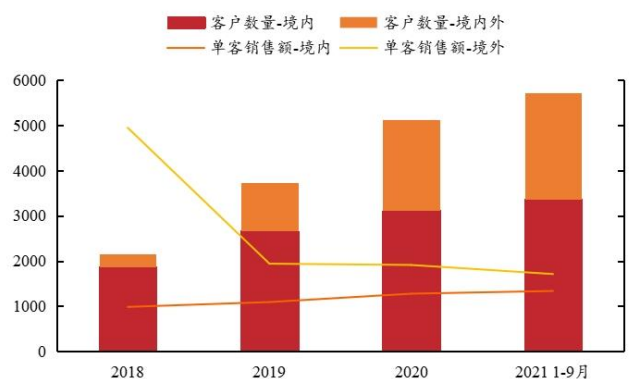
客户数量及境内单客销售额双增，品牌认可度逐步提高。在搭建海内外销售渠道的同时，公司积累了稳定的客户群，2019-2021 年服务客户数量分别为 3731 家、5132 家和 6764 家，增长稳健。从单客销售额看，100 万收入以上的大客户数量持续增加（2018-2021Q3 分别为 19 家、40 家、64 家和 67 家），带动境内单客销售额逐年上升。海外业务尚处于发展早期阶段，受早期经销商收入占比较高等因素影响，单客销售额波动较大，随着公司海外渠道搭建完善，海外单客销售额有较大上升空间。从客户类型看，公司销售以新药研发机构为主，来自于新药研发机构销售占比逐年上升，表明公司产品受到越来越多科研机构/药企认可，品牌影响力进一步加强。

图表 42. 来自于药明康德览博网的分子砌块供应商评级情况

项目	药石科技	皓元医药	阿拉丁	毕得医药
评级水平	4星	5星	4星	5星

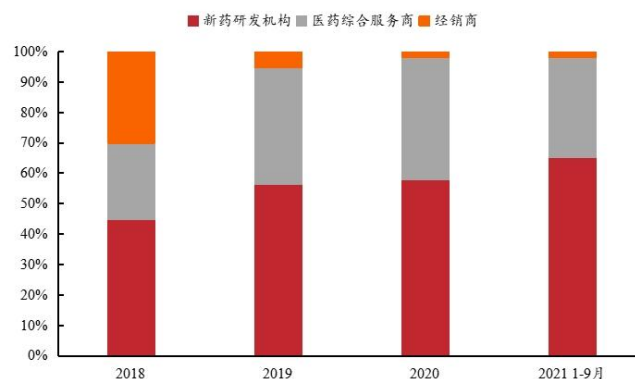
资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 43. 公司境内外客户数量及单客销售额（单位：万元/家）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

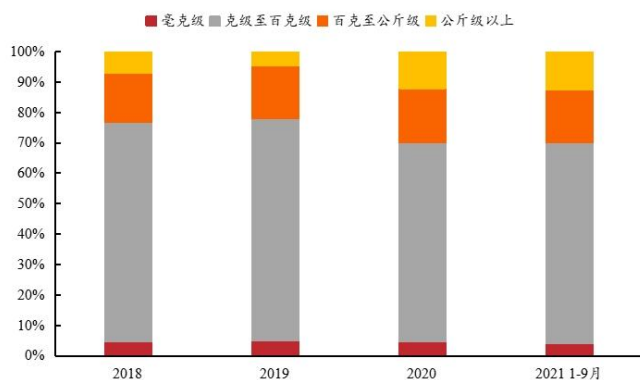
图表 44. 下游客户中新药研发机构占比持续提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

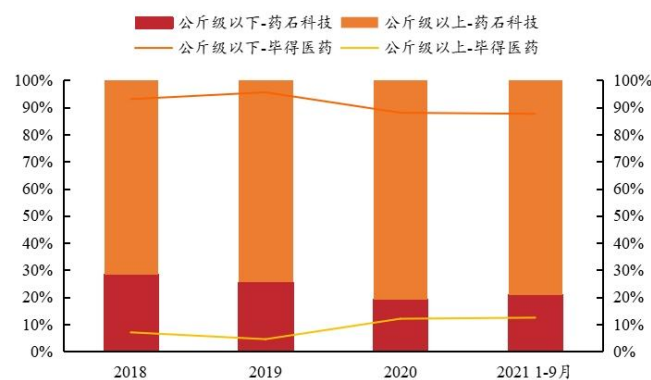
跟随分子做深客户，公斤级以上产品销售占比逐步提升。除了拓宽产品广度，不断增加现货品种 SKU 数量外，公司可提供产品的深度也不断提升。随着客户研发项目不断向后期推进，对公司分子砌块产品的需求也逐步增加，2020 年公斤级以上分子砌块产品收入占比达到 12%，上升趋势明显。目前公司是国内公斤级以下分子砌块的主要供应商，但在公斤级以上产品供应方面较药石科技等企业仍有差距，未来增长空间较大。

图表 45. 公斤级以上产品销售占比逐步提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 46. 可比公司公斤级以上产品销售占比

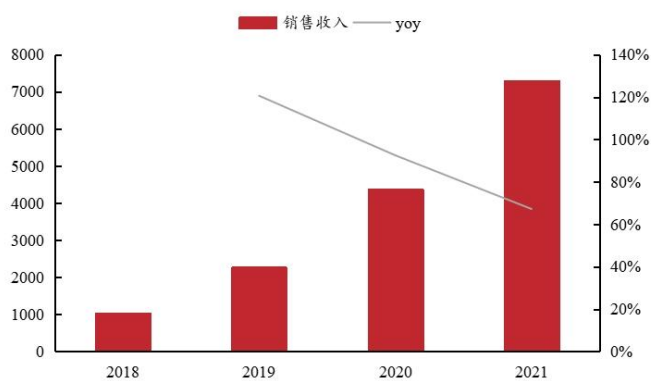


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 科学试剂：协同发展，正处于高速增长期

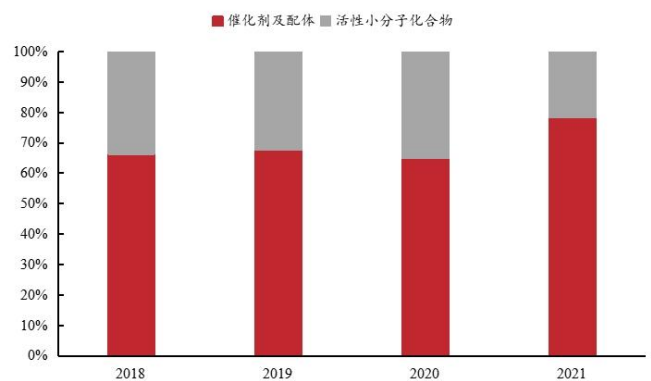
科学试剂和药物分子砌块下游客户存在较高重叠，主要面向药企、科研院所及 CRO 机构，公司在药物分子砌块基础上同时提供催化剂、配体及活性小分子化合物等科学试剂，进一步提高客户药物分子合成效率并降低合成成本。公司科学试剂产品销售收入从 2019 年 2268 万元增长至 2021 年 7299 万元，年均复合增速达到 79.4%，从具体品类看，催化剂及配体产品占比较高，2021 年达到 78.4%。

图表 47. 科研试剂销售收入及增速（单位：万元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 48. 催化剂及配体收入占比较高

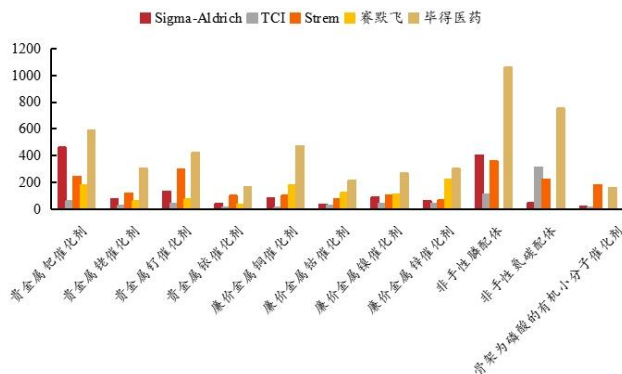


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

产品种类丰富，性价比高。公司可以提供近 1 万种科学试剂现货产品，其中在催化剂及配体现货品类、品质及新颖性等方面具有较强竞争力，以新药研发所需的贵金属催化剂和廉价金属催化剂为例，公司拥有的现货品种数量超过 Sigma-Aldrich、TCI、Strem 和赛默飞等国际头部企业。在产品

纯度、价格和合成路径方面，公司部分产品处于行业先进水平，以三（2,2'-联吡啶）钉二（六氟磷酸）盐试剂产品为例，通过优化产品合成路线提高产品收率并降低成本，公司产品纯度达到 99%，高于主要竞争对手，而价格仅为 693.6 元/克，具有较高的性价比。

图表 49. 公司部分科学试剂产品品类更丰富（截至 2021.10.31）



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 50. 优化合成路径降低成本

产品名称	传统合成方法	优化后的合成路径
三（2,2'-联吡啶）钉二（六氟磷酸）盐	基于水合氯化钉、联吡啶高温高压下得到三（2,2'-联吡啶）二氯化钉，随后用六氟磷酸盐进行离子替换得到目标化合物。关键第一步反应条件苛刻，反应时间长，产成率有限	采用价格较低且易得的双二茂铁型氯化钉配合物作为反应原料，其与联吡啶的反应大幅降低了反应温度和压力，反应时间短，时空转换率高，反应过程中的溶剂还可以回收套用，降低了成本，整体产成率大幅提升，成本较常规方法降低60%以上。
双（4,6-二氟苯基吡啶-无.C2）吡啶甲酸合络（III）	2-（2,4-二氟苯基）-吡啶和三氯化铁-水合物，加热回流15小时以上，分离得到的氯化铁配合物二聚体和吡啶-2-羧酸在碱存在下，加热回流反应，得到目标产物。该方法反应时间长，操作相对复杂。	优化合成路径，使用流体化学，一锅法合成目标分子，缩短合成步骤，降低合成成本60%以上。

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 51. 部分科学试剂产品纯度及价格对比（单位：元/g）

产品名称	Sigma-Aldrich		赛默飞		TCI		阿拉丁		皓元医药		毕得医药	
	纯度	价格	纯度	价格	纯度	价格	纯度	价格	纯度	价格	纯度	价格
三（2,2'-联吡啶）钉二（六氟磷酸）盐	97%	2236.1	/	2125.0	95%	1900.0	95%	1799.0	98%	1150.0	99%	693.6
(R)-(+)-(6,6'-二甲基联苯-2,2'-基)双（二苯基膦）	97%	1395.8	/	2544.6	/	/	96%	3783.0	95%	1770.2	98%	715.2
1,3-二(1-金刚烷基)咪唑鎓四氟硼酸盐	97%	1088.3	/	683.0	96%	1290.0	97%	493.0	97%	296.0	98%	290.0
(S)-1-[(S)-2-(二环己基膦)-二茂铁基]乙基二环己基膦	97%	5101.7	/	3497.0	/	/	/	3434.0	98%	1287.0	98%	1248.4
(2R)-3,3'-二苯基[2,2'-联苯]-1,1'-二酚	97%	6466.7	/	8164.0	/	/	98%	6138.0	97%	2560.0	98%	2483.2
(S)-3,3'-二(2,4,6-三异丙基苯基)-1,1'-二-2-yu酚环一磷酸酯	97%	25174.3	/	2472.0	98%	7960.0	/	/	98%	1541.4	98%	1188.8
3,6-二叔丁基-9-均三甲苯基-10-苯基吡啶-10-鎓四氟硼酸盐	95%	13219.4	/	18144.0	/	/	97%	2480.0	/	/	97%	1736.0
双（4,6-二氟苯基吡啶-N, C2）吡啶甲酸合络（III）	97%	14107.5	/	4920.0	97%	43188.0	98%	3280.0	/	/	98%	3158.0

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

3.3. 深耕海外多年，即将迎来收获期

相比于国内，海外新药研发市场更加成熟，药物分子砌块和科学试剂市场规模更大。公司从 2018 年开始搭建海外直销渠道，陆续在美国、欧洲和印度建立运营中心，推出了“BLD”和“Ambeed”等知名度较高的试剂品牌。2019-2021 年海外销售收入分别为 1.02 亿元、1.92 亿元和 2.79 亿元，年均复合增速达 65.3%，占公司总营收比重近一半。目前公司在海外设立 5 家分支机构专注于当地市场的推广，定位清晰，随着运营渠道逐步进入成熟阶段，公司海外销售收入仍有较大提升空间。

图表 52. 境外子公司及发展定位

公司名称	经营所在地	设立时间	主营业务及发展定位
BEPHARM	美国	2018年	Ambeed品牌产品全球销售业务
美国毕路得	美国	2019年	推广BLD品牌，美国客户服务区域中心
印度毕路得	印度	2019年	推广BLD品牌，印度客户服务区域中心
香港毕路得	中国香港	2019年	提供境外支持服务
德国毕路得	德国	2019年	推广BLD品牌，欧洲客户服务区域中心

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

终端客户占比上升，品牌知名度不断提高。公司海外客户以新药研发机构和医药综合服务商为主，医药综合服务商客户包括 Fluorochem Limited、VWR International 及 Sigma-Aldrich 等全球一流科研试剂提供商，直供头部生命科学供应商，表明公司产品性能优异具有通过头部企业供应链验证的能力，同时可以快速打入境外市场建立品牌知名度。凭借早期积累的品牌优势，公司开始直接对接海外创新药企、CRO 公司和科研院所等客户，2018-2020 年公司境外新药研发机构客户数量分别为 193、701 和 1538 家，呈高速增长趋势。

图表 53. 2020 年公司前五大境外新药研发客户及医药综合服务商客户（单位：万元）

排名	新药研发机构				医药综合服务商			
	公司名称	销售收入	占境外收入比	主营业务	公司名称	销售收入	占境外收入比	主营业务
1	Aragen Life Sciences	892.35	4.66%	总部位于印度的 CRO 企业	Fluorochem Limited	2620.60	13.68%	总部位于英国，主要为药企/科研机构
2	Sartious Stedim Chromatography	638.87	3.33%	总部位于德国的生物医药研发公司	Sigma-Aldrich	1437.24	7.50%	总部位于美国的全球领先的化学和生
3	Syngene International	308.02	1.61%	总部位于印度的 CRO/CDMO 公司	Namiki Shoji	606.60	3.17%	总部位于日本，从事药品、药物发现
4	TCG Lifesciences Pvt Ltd	225.74	1.18%	总部位于印度的 CRO/CDMO 公司	AstaTech Inc	603.37	3.15%	总部位于美国，提供有机合成砌块的
5	Paraza Pharma Inc	141.58	0.74%	总部位于加拿大的研究机构	abcr GmbH	485.69	2.53%	总部位于德国，从事化学相关产品的

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们分别对药物分子砌块和科学试剂业务进行盈利预测。

药物分子砌块：公司专注开发分子砌块产品 15 年，不管是在产品丰富度、性价比，还是渠道布局上都处于行业领先地位，是目前拥有分子砌块现货品类数量最多的国产企业之一，在海内外主要新药研发地区设立运营中心，提升客户覆盖范围。随着公司产品种类持续丰富，客户渗透率逐步提升，我们认为药物分子砌块业务仍将保持稳定增长。因此我们预计 2022-2024 年公司药物分子砌块营业收入分别为 7.29、9.81 和 12.75 亿元，同比增长 36.8%、34.5%和 29.9%。

科学试剂：科学试剂和分子砌块下游客户存在较高重叠，随着公司分子砌块客户渗透率提升，科学试剂销售收入也有望保持同步增长。目前公司能够提供 1 万多种科学试剂现货产品，其中催化剂及配体产品具有较高的市场竞争力。科学试剂能够显著提升新药研发效率，和公司分子砌块业务具有很强协同性，目前基数较小，未来发展空间较大。因此我们预计 2022-2024 年公司科学试剂营业收入分别为 1.08、1.49 和 1.98 亿元，同比增长 47.5%、38.3%和 33.3%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司将实现营业收入 8.37、11.30 和 14.73 亿元，同比增长 38.1%、35.0%和 30.4%；实现归母净利润 1.42、1.94 和 2.63 亿元，同比增长 45.5%、36.7%和 35.5%，对应 EPS 为 2.19、2.99 和 4.05 元。

图表 54. 盈利预测（单位：万元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	16280.28	24834.04	39118.98	60605.01	83701.45	113014.46	147316.44
yoy		52.54%	57.52%	54.92%	38.11%	35.02%	30.35%
毛利率	61.02%	59.80%	54.46%	49.49%	45.46%	43.81%	45.79%
药物分子砌块							
营业收入	15252.16	22566.16	34753.55	53306.46	72936.55	98126.61	127467.37
yoy		47.95%	54.01%	53.38%	36.82%	34.54%	29.90%
毛利率	61.52%	60.36%	55.22%	50.93%	47.00%	45.00%	47.00%
科学试剂							
营业收入	1028.12	2267.88	4365.43	7298.55	10764.89	14887.85	19849.07
yoy		120.59%	92.49%	67.19%	47.49%	38.30%	33.32%
毛利率	53.63%	54.23%	48.40%	38.94%	35.00%	36.00%	38.00%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测

4.2. 估值

我们采取可比公司估值法对公司进行估值，选取 4 家与公司具有类似业务或处于相同赛道的公司，根据 Wind 一致预期，截至 2022 年 12 月 6 日收盘，可比公司对应 2023 年平均 PE 为 49 倍。毕得医药是国内最早从事药物分子砌块开发的厂商之一，产品 SKU 数量和渠道建设都处于行业领先水平，公司坚持“横向扩张”战略，持续丰富现货产品品类，开拓海外市场，是国内稀缺且优质的新药研发工具提供商。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 2.19、2.99 和 4.05 元，根据 2022 年 12 月 6 日收盘价 86.02 元，对应 PE 为 39/29/21 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

图表 55. 可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
药石科技	300725.SZ	158.39	2.44	1.78	2.51	3.45	58.35	44.48	31.51	22.94
皓元医药	688131.SH	110.51	2.57	2.28	3.50	5.11	96.80	46.52	30.30	20.76
阿拉丁	688179.SH	52.24	0.89	0.82	1.10	1.48	88.80	45.15	33.46	25.04
泰坦科技	688133.SH	114.76	1.89	2.34	3.48	4.87	115.58	58.46	39.43	28.04
平均值		108.98	1.95	1.81	2.65	3.73	89.88	48.65	33.68	24.20

资料来源：Wind 一致预期，东亚前海证券研究所（截止时间：2022 年 12 月 6 日）

5. 风险提示

新冠疫情反复风险：新冠疫情反复可能对公司研发、运输造成影响，从而影响到公司的经营情况。

研发失败风险：公司所处的药物分子砌块和科学试剂行业具有高壁垒、高技术特点，若公司不能紧跟新药研发热点开发出新颖的分子砌块产品，则可能导致公司竞争力减弱。

竞争加剧风险：随着更多海内外企业进入分子砌块行业，行业竞争加剧，相关产品价格可能有所下降，影响公司盈利能力。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	606.22	837.01	1130.14	1473.16
%同比增速	54.86%	38.07%	35.02%	30.35%
营业成本	306.39	456.54	634.98	798.64
毛利	299.83	380.48	495.17	674.52
%营业收入	49.46%	45.46%	43.81%	45.79%
税金及附加	2.63	4.45	5.63	7.19
%营业收入	0.43%	0.53%	0.50%	0.49%
销售费用	78.39	100.44	129.97	162.05
%营业收入	12.93%	12.00%	11.50%	11.00%
管理费用	63.99	76.17	107.36	147.32
%营业收入	10.56%	9.10%	9.50%	10.00%
研发费用	34.88	48.55	73.46	103.12
%营业收入	5.75%	5.80%	6.50%	7.00%
财务费用	5.02	-3.58	-31.25	-29.12
%营业收入	0.83%	-0.43%	-2.76%	-1.98%
资产减值损失	-9.50	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-3.23	0.00	0.00	0.00
其他收益	4.13	8.23	10.58	12.77
投资收益	0.41	0.58	1.00	1.11
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	7.92	3.71	6.69	11.50
营业利润	114.65	166.98	228.25	309.34
%营业收入	18.91%	19.95%	20.20%	21.00%
营业外收支	-0.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	114.56	166.98	228.25	309.34
%营业收入	18.90%	19.95%	20.20%	21.00%
所得税费用	16.99	25.05	34.24	46.40
净利润	97.57	141.94	194.01	262.94
%营业收入	16.10%	16.96%	17.17%	17.85%
归属于母公司的净利	97.57	141.94	194.01	262.94
%同比增速	65.37%	45.47%	36.69%	35.53%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	2.04	2.19	2.99	4.05

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.04	2.19	2.99	4.05
BVPS	12.92	32.04	35.03	39.08
PE	0.00	39.34	28.78	21.24
PEG	0.00	0.87	0.78	0.60
PB	0.00	2.68	2.46	2.20
EV/EBITDA	-1.28	24.57	20.49	13.99
ROE	16%	7%	9%	10%
ROIC	14%	6%	7%	9%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	193	1596	1502	1648
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	125	164	228	282
存货	477	479	859	863
预付账款	4	6	8	10
其他流动资产	20	28	36	47
流动资产合计	818	2274	2633	2849
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	31	36	104	137
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3	3	3	3
其他非流动资产	54	47	47	47
资产总计	906	2360	2788	3037
短期借款	0	11	16	21
应付票据及应付账款	206	160	371	316
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	16	24	34	42
应交税费	11	30	30	46
其他流动负债	16	28	36	46
流动负债合计	250	253	487	472
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	28	28	28	28
负债合计	277	281	514	500
归属于母公司的所有	629	2080	2274	2537
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	629	2080	2274	2537
负债及股东权益	906	2360	2788	3037

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-65	82	-26	178
投资	0	0	0	0
资本性支出	-14	-1	-73	-38
其他	43	3	1	1
投资活动现金流净额	29	1	-72	-37
债权融资	-38	0	0	0
股权融资	164	1309	0	0
银行贷款增加(减少)	21	11	5	5
筹资成本	0	0	-1	-1
其他	-9	0	0	0
筹资活动现金流净额	137	1320	4	4
现金净流量	102	1403	-94	145

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>