

# 医药创新，“金刚钻”企业有弹性

## ——医药科创企业重点公司梳理

行业评级：看好

2021年5月24日

姓名	孙建	王帅	毛雅婷
邮箱	sunjian@stocke.com.cn	wangshuai1@stocke.com.cn	maoyating@stocke.com.cn
电话	13641894103	13548094491	15038304564
证书编号	S1230520080006	S1230120120025	S1230120080071

## 1、技术迭代、商业模式创新，延长科创公司投资周期

- **技术越成熟，应用越“去中心化”**：如基因测序服务在医学领域成熟度高于生命科学基础科研服务领域，也决定了如诺禾致源、贝瑞基因、华大基因等公司的盈利能力波动；模式动物领域，技术早期阶段，定制类模型是客户主要需求，但随着技术越成熟，标准化模型是模式动物供应商重要的选择，这一点在南模生物上表现尤为明显；色谱填料国产替代龙头纳微科技的硅胶填料到聚合物、离子交换、亲和填料的升级，也体现了这种特点。
- **商业模式创新，提升天花板**：如分子砌块/工具化合物领域，实验室业务天花板较低，药石科技、皓元医药不断通过产品链下游拓展（CDMO、规模化生产）、创新药研发转让等方式探索提升天花板的商业路径；高难仿制药API领域，博瑞医药也通过规模化业务、前向一体化拓展，提升商业天花板；测序服务企业诺禾致源通过自有产品拓展（自主研发6基因突变检测试剂盒），提升盈利能力和业务空间。

## 2、“金刚钻”特点，决定创新商业模式拓展必然性

- **“金刚钻”特点**：本篇报告梳理了部分医药创新升级过程中的产品、服务公司。我们旨在商业模式梳理，我们认为，这类企业以利基技术领域切入，随着规模拓展，不断突破原有技术领域，是这类技术型企业不断创新的基因所决定；
- **模式拓展必然性**：因为技术型企业基于产品、服务的输出，对早期技术和客户需求的理解逐步深化，规模化拓展中，必然选择平台化的拓展路径，平台化一方面包括了技术的平台化拓展、规模化业务（制造属性、新药授权）等拓展。

### 3、财务分析：规模越大，增速越快

- ROE：技术和规模效应下，较高的ROE水平；
- 盈利能力：新商业模式、规模效应下的盈利能力提升；
- 成长性：规模越大，成长越快；
- 营运能力：客户、规模、议价能力是核心影响变量。

### 4、投资建议：

我们认为科创医药企业具备较大的发展弹性，这种弹性来自自主创新产品迭代和商业模式拓展两方面，超预期的点在于这两方面节奏的跟踪。

- ✓ 自主创新：关注莱伯泰科、南模生物、艾德生物、诺禾致源、键凯科技、纳微科技、义翘科技；
- ✓ 模式创新：推荐药石科技、维亚生物、成都先导，关注皓元医药、晶云药物、金斯瑞、博瑞医药等。

# 风险提示

- 1、技术壁垒降低带来的竞争加剧风险；
- 2、商业模式拓展管理、整合不顺风险；
- 3、创新投融资景气波动风险。

# 目录

CONTENTS

01

## 商业路径

高弹性商业模式拓展解析

自主替代、模式创新

02

## 财务比较

盈利能力、成长能力

营运能力、现金质量

03

## 重点公司

成都先导、维亚生物

药石科技、皓元医药

04

## 投资建议

05

## 风险提示

# 01

## 商业路径

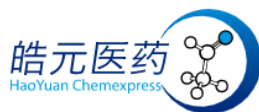
**利基市场龙头的商业模式  
高弹性拓展**

**投资要点：自主替代、模  
式创新**

**高利基市场下，服务+产品的双模式拓展。**随着皓元医药的即将上市，我们发现越来越多的科创服务类标的在自有利基市场的高速成长中，借助产业链位置、客户分散性、产品高盈利等特点不断拓展商业模式、提高天花板。我们总结了皓元医药、键凯科技、药石科技、博瑞医药、成都先导，维亚生物、纳微科技、金斯瑞生物科技等公司的商业模式，发现他们主要逐渐从利基市场产品型或服务型逐渐转型至高溢价服务、技术转让及规模化生产探索等商业模式，展现了早期科学服务类公司商业模式的较强弹性。

图：利基市场下服务与产品商业模式的转换





PharmaBlock



JenKem Technology

利基市场  
服务型①分子砌块和工具化合  
物的合成技术服务②蛋白纯化系统及其他  
技术服务② PEG定制合成  
及销售利基市场  
产品型②分子砌块和工具化合  
物的销售①分子砌块的设计  
与销售①纳米微球材料及相关  
设备销售

① PEG合成及销售

下游规模化  
拓展③原料药和中间体的销  
售和技术服务②分子砌块规模化销售  
及③原料药、制剂  
CDMO下游拓展

下游权益分成

④“风险共担”新药开  
发③ PEG技术使用权、转  
让临床批件等，包括IP  
许可使用费、里程碑、  
销售分成等





利基市场  
服务型

① DEL平台新药筛选、  
DEL库定制

① 蛋白及抗体服务，基  
因合成供应商

① 以SBDD平台为主的药  
筛平台

利基市场  
产品型

① 大品种、难仿原料药  
和制剂制备

③ 自有项目新药管线推  
进及转让

③ 子公司BCMA CAR-T  
即将上市

下游规模化  
拓展

② 生物制剂及GCT  
CDMO

③ 收购朗华制药，  
拓展CDMO

下游权益分成

② 难仿药专利突破后销  
售分成

② IP转让服务费及里程  
碑

② EFS模式服务换股权

**自主替代：**某些国内技术空白领域，是利基技术公司重要的选择，其初期商业化路径更多选择进口替代，莱伯泰科、南模生物、艾德生物、诺禾致源、键凯科技、义翘科技；

**模式创新：**跨过技术积累期，科创公司的商业模式也出现了多元化拓展，尤其是在规模化业务、自主创新产品方面，皓元医药、药石科技、晶云药物、成都先导、维亚生物、博瑞医药、金斯瑞。

表：主要科创公司的国内外销售比例（2020年）

证券代码	证券简称	国内（%）	境外（%）	销售来源	客户定位	投资要点
688056.SH	莱伯泰科	82.6%	17.4%	自动化分析仪器	全球分析检测实验室	自主替代
A20669.SH	南模生物	95.7%	4.3%	模式动物	创新药研发企业及CRO公司	自主替代
300685.SZ	艾德生物	85.1%	14.9%	药物伴随诊断试剂盒	提供精准医疗服务的终端医院	自主替代
688315.SH	诺禾致源	64.5%	35.5%	高通量测序服务	全球生命科学基础科研服务企业	自主替代
688356.SH	键凯科技	49.4%	50.6%	PEG及活性衍生物	全球长效制剂及医疗器械创新企业	自主替代
A20182.SH	纳微科技	91.1%	8.9%	微球填料	全球医药创新研发、生产企业	自主替代
A20478.SZ	义翘科技	52.0%	48.0%	生物试剂（重组蛋白、抗体、基因、培养基等）	全球生物药及制品研发、生产企业	自主替代
688131.SH	皓元医药	54.1%	45.9%	分子砌块、工具化合物	全球医药研发及生产企业	模式创新
300725.SZ	药石科技	69.5%	30.5%	分子砌块	全球创新药研发企业及CDMO公司	模式创新
A20192.SH	晶云药物	37.0%	63.0%	药物晶型研发和服务	全球药物研发企业	模式创新
688222.SH	成都先导	20.7%	79.3%	DEL库	全球药物研发企业	模式创新
1873.HK	维亚生物	16.7%	83.3%	SBDD服务、CDMO服务	全球药物研发企业	模式创新
1548.HK	金斯瑞生物科技	25.2%	74.8%	基因合成服务、蛋白、抗体	全球药物研发企业	模式创新
688166.SH	博瑞医药	47.9%	52.1%	高壁垒中间体、原料药和制剂	全球仿制药企业	模式创新

# 02

## 财务比较

盈利能力

成长能力

营运能力

现金质量

该板块公司多是技术密集型特点，较高的净利率奠定了其较高的资产回报率，不同公司的ROE差异主要在于其规模发展阶段的差异，呈现出明显的规模效应（规模越大，增速越快）。

表：2015-2020年重点公司ROE表现（%）

证券代码	证券简称	2015	2016	2017	2018	2019	2020
A20478.SZ	义翘科技			32.7	61.1	31.8	155.7
688131.SH	皓元医药	26.0	40.7	17.6	12.6	25.4	27.7
300685.SZ	艾德生物	12.8	24.4	19.7	18.0	16.3	17.8
688356.SH	键凯科技		3.2	16.1	23.5	31.6	15.9
300725.SZ	药石科技	17.1	18.5	18.1	24.4	22.7	14.0
688166.SH	博瑞医药		7.7	13.8	12.0	10.7	12.4
688056.SH	莱伯泰科		19.7	21.2	22.7	19.7	12.2
688222.SH	成都先导		-19.5	-21.6	18.5	26.7	7.2
688315.SH	诺禾致源	61.2	9.4	9.7	10.6	11.1	3.3
1873.HK	维亚生物		32.0	66.5	44.8	26.2	-14.0
A20182.SH	纳微科技			14.6	10.1	7.0	
A20192.SH	晶云药物			10.4	19.9	11.0	
A20669.SH	南模生物	29.4	21.5	-18.6	14.5	18.8	

### 毛利率的本质：所处环节竞争格局

**科技属性公司：**自有产品/IP属性技术，决定了较高的毛利率水平；艾德生物、键凯科技、义翘科技、纳微科技、博瑞医药、皓元医药等。

**服务外包公司：**成本加成的报价方式，决定了相对一致的毛利率水平；

#### 科技属性公司

简称	2015	2016	2017	2018	2019	2020
艾德生物	93.1	90.8	92.4	91.0	90.4	87.0
键凯科技		78.7	79.1	81.2	84.3	86.0
义翘科技			80.3	83.5	84.0	
成都先导		24.2	66.6	82.7	81.5	79.4
纳微科技			82.4	80.9	78.4	
晶云药物			75.4	82.7	74.9	
博瑞医药		57.7	58.9	58.5	64.0	54.9
皓元医药	30.9	47.7	52.1	51.6	57.2	56.7
药石科技	61.1	66.4	62.1	57.8	51.6	45.8
南模生物	63.1	64.9	46.7	44.3	50.5	
维亚生物		56.1	58.1	50.2	48.2	43.7
诺禾致源	52.4	48.0	42.8	42.9	39.2	35.1
平均值	60.1	59.4	66.4	67.3	67.0	61.1

VS

#### 服务外包公司

简称	2015	2016	2017	2018	2019	2020
药明康德	34.5	40.8	41.8	39.5	39.0	38.0
康龙化成	27.5	29.0	32.7	32.5	35.5	37.5
泰格医药	44.1	38.0	42.9	43.1	46.5	47.4
凯莱英	48.2	51.6	51.7	46.5	45.5	46.6
昭衍新药	51.5	50.5	56.3	53.0	52.6	51.4
博腾股份	32.6	39.7	36.7	33.5	37.8	41.7
药明生物	32.4	39.3	40.8	40.2	41.6	45.1
维亚生物		56.1	58.1	50.2	48.2	43.7
睿智医药	49.0	50.5	45.6	42.8	38.2	38.3
美迪西	36.2	36.2	34.3	36.7	35.9	41.1
成都先导		24.2	66.6	82.7	81.5	79.4
博济医药	49.6	48.7	27.4	45.6	42.5	43.7
九洲药业	32.5	25.5	31.2	33.3	34.8	37.5
平均值	39.8	40.8	43.6	44.6	44.6	45.5

较高的毛利率水平来自技术创新的良好格局，该板块公司多聚焦特定技术领域，进而拓展模式创新：

- ✓ **打磨技术壁垒：**如莱伯泰科（临床质谱）、南模生物（模式动物）、艾德生物（分子诊断）、诺禾致源（基因测序）、键凯科技（PEG）、纳微科技（填料）、义翘科技（生物试剂）等；
- ✓ **创新模式：**皓元医药（CDMO、自有创新产品）、药石科技（自有创新药、CDMO）、晶云药物（自主晶型）、成都先导（CRO服务链拓展、自有创新药）、维亚生物（CDMO、股权投资）、博瑞医药（规模化制造、技术平台拓展）、金斯瑞（仪器、CDMO）。

表：重点公司技术领域、产品/模式创新梳理

证券简称	技术领域	产品、模式创新
莱伯泰科	分析仪器	实验室前处理、临床质谱等
南模生物	模式动物	基因编辑小鼠
艾德生物	分子诊断	肺癌：9基因、日本11基因；肠癌；妇科：BRCA、HRR/HRD；NGS：CP40、Master Panel。
诺禾致源	基因测序	基因测序服务平台、创新的基因检测医疗器械
键凯科技	分子修饰	聚乙二醇及其衍生物，自主研发药物、器械在临床研究阶段
纳微科技	微球材料	高性能微球材料（色谱填料）
义翘科技	生物试剂	重组蛋白、抗体、基因、培养基
皓元医药	工具化合物	分子砌块、工具化合物、CDMO模式创新
药石科技	分子砌块	分子砌块、自主创新药研发、CDMO模式创新
晶云药物	晶型研究	晶型研发服务、创新晶型产品开发
成都先导	化合物库	DEL库服务、自主创新药研发授权
维亚生物	药物筛选	CFS、EFS、CDMO业务拓展
金斯瑞	科研服务	基因合成、蛋白、质粒、分析仪器
博瑞医药	高难成药技术	发酵半合成、化学大分子、铁剂等，制剂出口拓展



**科技属性公司：**技术的稀缺性、分成商业模式，奠定较高的净利率水平；键凯科技、博瑞医药、维亚生物。

**服务外包公司：**服务平台的完善程度决定议价能力，股权投资提供净利率弹性。泰格医药、药明生物、成都先导、康龙化成、药明康德等。

## 科技型公司

简称	2015	2016	2017	2018	2019	2020
键凯科技		5.4	27.5	35.8	45.8	45.9
成都先导		-139.8	-43.4	29.7	45.5	26.3
艾德生物	10.5	25.9	28.5	28.9	23.4	24.8
博瑞医药		8.5	14.5	18.0	22.1	21.6
皓元医药	9.3	15.4	8.6	6.1	18.0	20.2
莱伯泰科		15.7	15.4	17.1	16.2	18.7
药石科技	14.6	18.6	24.8	28.1	23.0	18.0
诺禾致源	8.0	8.5	11.0	9.3	7.5	2.3
维亚生物		25.3	51.4	43.1	82.3	-54.3
南模生物	23.3	24.2	-21.0	12.4	15.0	
纳微科技			21.3	16.7	16.5	
义翘科技			12.9	26.1	20.1	
晶云药物			12.3	28.2	28.2	
平均值	13.1	0.8	12.6	22.6	27.9	13.7

VS

## 服务外包公司

简称	2015	2016	2017	2018	2019	2020
泰格医药	18.2	13.3	19.7	22.0	34.8	63.6
药明生物	8.0	14.2	15.6	24.8	25.4	30.1
昭衍新药	23.8	21.4	25.4	26.5	27.9	29.2
成都先导		-139.8	-43.4	29.7	45.5	26.3
凯莱英	20.4	25.0	25.3	22.2	22.5	22.9
康龙化成	6.5	10.8	9.9	11.7	14.1	22.3
美迪西	16.1	19.1	17.1	19.2	15.2	20.1
药明康德	14.0	18.3	16.7	24.3	14.8	18.1
博腾股份	10.3	12.2	8.0	9.4	11.6	15.6
九洲药业	13.8	6.7	8.5	8.4	11.7	14.4
睿智医药	19.1	25.1	20.4	16.0	10.2	10.4
博济医药	20.3	2.8	-20.5	6.6	5.5	9.5
维亚生物		25.3	51.4	43.1	82.3	-54.3
平均值	15.5	4.2	11.9	20.3	24.7	17.5

我们认为：技术迭代周期、公司规模性、新商业模式拓展等行业、公司因素影响了科创型企业的盈利能力。具体体现在短期毛利率、期间费用率、投资收益波动性，因此，在这类企业评估中，建议结合公司技术壁垒、规模性、产品结构调整等因素评估公司质地。

表：重点公司盈利能力评估

证券简称	技术领域	关于盈利能力的认识（浙商医药）	净利率（%）
莱伯泰科	分析仪器	实验分析仪器规模效应、新质谱分析仪上市放量，净利率有望持续提升	18.73
南模生物	模式动物	规模效应体现，随着技术成熟，标准化模型占比提升，销售费用率持续降低	15.02
艾德生物	分子诊断	产品持续迭代、期间费用率可控，带来净利率稳中有升	24.76
诺禾致源	基因测序	规模加速拓展，海外销售费用投入加大，带来短期利润率下降	2.31
键凯科技	分子修饰	下游客户产品放量加速，规模性及分成业务带来盈利能力提升	45.91
纳微科技	微球材料	随着聚合填料、离子交换等规模效应逐步体现，净利率有望持续提升	16.51
义翘科技	生物试剂	“内部闭环”的生物试剂研发体系，规模效应体现，净利率高	70.64
皓元医药	工具化合物	由实验室业务向规模性业务拓展，客户价格敏感性提高，规模效应、盈利能力稳中有升。	20.22
药石科技	分子砌块	规模性的CDMO业务带来净利率略降，但周转率提升	18.02
晶云药物	晶型研究	利基市场、规模效应逐步体现，盈利能力有提升空间	28.24
成都先导	化合物库	高毛利率CRO及产品转让带来高盈利能力	26.28
维亚生物	药物筛选	股权投资及融资带来业绩波动性	-54.35
金斯瑞生物科学	科研服务	分析自动化、CDMO业务拓展、生物药上市放量	-71.79
博瑞医药	高难成药技术	新品获批、分成商业模式持续兑现	21.56



- ✓ **科技属性公司**：技术壁垒、高利基市场、目标集聚战略带来更高的ROP，键凯科技、博瑞医药、药石科技、艾德生物、皓元医药、晶云药物；
- ✓ **服务外包公司**：股权投资、平台稀缺性、商业项目放量带来更高的ROP，泰格医药、九洲药业、昭衍新药、凯莱英；

## 科技型公司

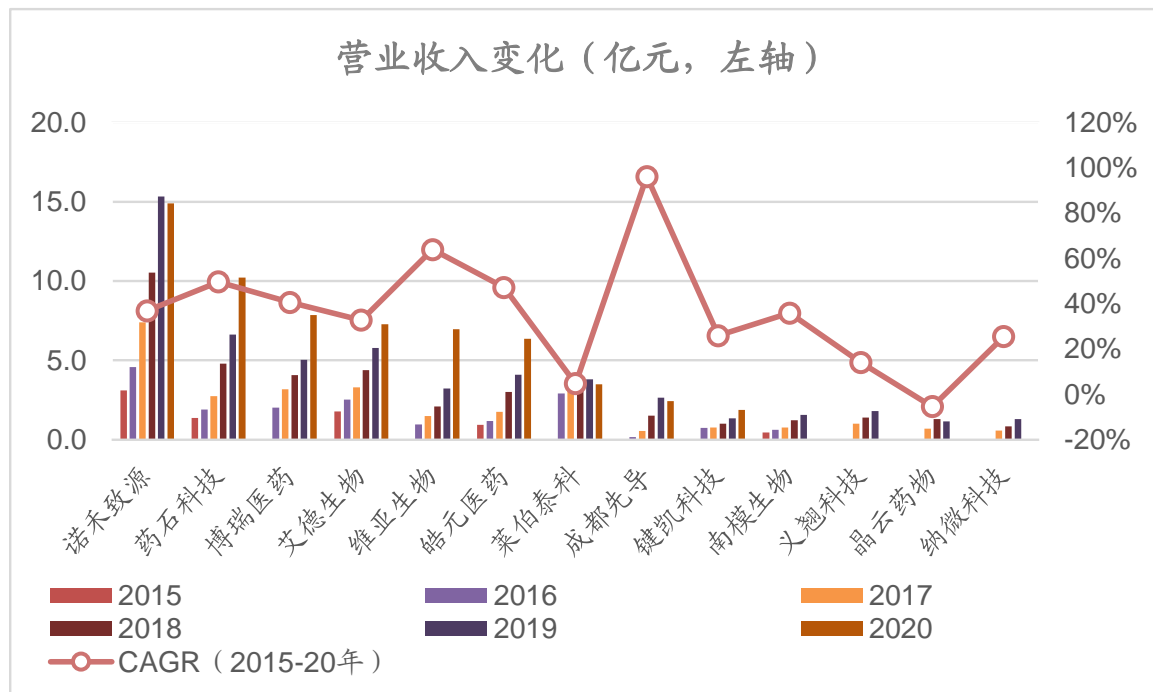
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
键凯科技			149.1	186.6	250.4	317.2
博瑞医药			87.4	103.2	117.1	163.5
药石科技	67.0	64.5	104.2	145.1	122.0	129.6
艾德生物	49.0	116.4	157.3	137.0	105.5	124.7
皓元医药	55.1	78.7	28.3	27.7	68.2	100.3
成都先导			-84.5	86.0	132.3	75.3
诺禾致源		36.2	38.8	38.9	28.3	11.9
南模生物	62.2	68.2	-46.3	33.8	42.5	
纳微科技				38.6	46.3	
义翘科技				67.9	56.2	
晶云药物				119.3	90.9	
平均值	58.3	72.8	54.3	89.5	96.4	131.8

## 服务外包公司

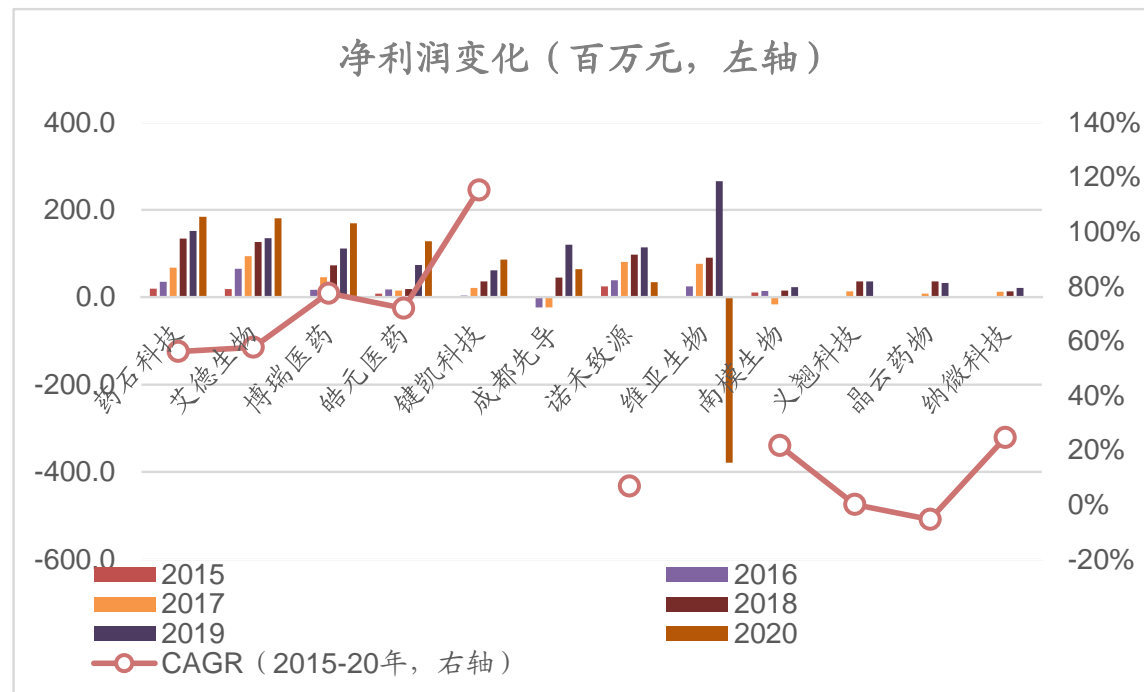
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
泰格医药	58.7	42.0	71.7	74.2	100.5	179.1
九洲药业	87.3	45.0	72.4	61.4	86.4	122.1
昭衍新药	101.8	89.1	110.3	102.4	97.6	114.8
凯莱英	89.5	110.1	145.2	91.7	97.5	105.4
博腾股份	87.5	95.8	67.0	58.4	49.6	77.8
药明康德	64.9	71.6	82.0	91.4	52.3	72.0
康龙化成	19.9	30.3	38.8	35.2	45.5	65.9
美迪西	43.2	54.5	48.6	47.4	38.3	53.7
睿智医药	147.0	213.2	207.9	58.9	38.2	46.9
博济医药	75.2	0.0	-66.0	22.4	13.5	27.0
平均值	77.5	75.2	77.8	64.3	61.9	86.5

规模体量越大，增速越快，体现了技术型公司渡过积累期后，更明显的竞争优势。包括，诺禾致源、药石科技、博瑞医药、艾德生物、维亚生物、皓元医药。

表：2015-2020年重点公司营业收入表现



表：2015-2020年重点公司净利润表现



**固定资产周转率：**委托生产、规模业务发展阶段影响固定资产周转率，如皓元医药、莱伯泰科、南模生物、药石科技、义翘科技。

**流动资产周转率：**科研院所、工业企业、医院等客户的差异，对于应收账款等流动资产周转率带来影响，如义翘科技，诺禾致源、药石科技、皓元医药、莱伯泰科、南模生物、键凯科技。

表：2015-2020年重点公司总资产、固定资产、流动资产周转率梳理  
(次/年)

固定资产周转率	2015	2016	2017	2018	2019	2020
皓元医药	17.45	19.02	19.47	22.31	21.62	18.45
莱伯泰科		6.68	7.46	8.45	8.34	7.01
南模生物	11.23	12.35	4.41	4.38	6.90	
药石科技	4.67	3.57	3.42	4.78	5.39	7.61
义翘科技			3.19	4.69	4.70	
晶云药物			3.29	6.04	4.47	
成都先导		1.06	2.74	3.85	4.41	1.41
艾德生物	2.76	2.43	2.84	3.20	4.01	4.63
维亚生物			5.32	4.15	3.73	2.22
诺禾致源	4.54	3.80	3.70	2.63	2.57	2.49
博瑞医药		1.68	2.59	2.42	2.30	3.42
键凯科技		1.10	1.15	1.47	1.76	2.19
纳微科技			0.85	1.18	1.19	

总资产周转率	2015	2016	2017	2018	2019	2020
义翘科技			1.39	1.56	1.24	
皓元医药	1.39	1.02	1.00	1.21	0.97	0.91
诺禾致源	0.65	0.54	0.57	0.75	0.89	0.75
莱伯泰科		0.86	0.92	0.89	0.87	0.54
南模生物	0.57	0.46	0.46	0.66	0.75	
药石科技	0.99	0.80	0.63	0.72	0.74	0.59
艾德生物	0.74	0.77	0.63	0.58	0.62	0.62
键凯科技		0.49	0.48	0.52	0.55	0.32
成都先导		0.11	0.35	0.45	0.46	0.21
博瑞医药		0.52	0.70	0.58	0.44	0.48
晶云药物			0.39	0.51	0.33	
纳微科技			0.33	0.37	0.30	
维亚生物			0.97	0.57	0.27	0.14

流动资产周转率	2015	2016	2017	2018	2019	2020
义翘科技			2.68	2.70	1.98	
诺禾致源	0.78	0.65	0.86	1.52	1.70	1.28
药石科技	1.36	1.17	0.88	1.02	1.27	0.85
皓元医药	1.56	1.09	1.08	1.41	1.21	1.20
莱伯泰科		1.11	1.19	1.12	1.09	0.63
南模生物	0.65	0.55	0.68	1.07	1.07	
键凯科技		1.03	1.05	1.03	0.94	0.39
艾德生物	1.52	1.36	0.92	0.82	0.85	0.81
成都先导		0.20	0.66	0.69	0.63	0.30
博瑞医药		0.96	1.24	0.94	0.62	0.78
纳微科技			0.69	0.69	0.50	
维亚生物			2.00	1.29	0.48	0.31
晶云药物			0.73	0.75	0.46	

议价能力、订单景气周期等因素对存货、应收账款、应付账款等科目的影响，进一步影响了经营性现金流表现，表现较好的公司包括成都先导、键凯科技、晶云药物、艾德生物、义翘科技、南模生物、药石科技、莱伯泰科、诺禾致源、皓元医药、博瑞医药等

表：2015-2020年重点公司经营性现金流表现（%）

经营性现金流/收入（ttm）	2015	2016	2017	2018	2019	2020
成都先导		-56.3	-3.4	33.5	63.7	0.7
键凯科技		20.1	27.7	33.3	38.0	41.9
晶云药物			32.8	47.6	26.9	
艾德生物	10.8	12.7	27.8	21.3	26.2	30.3
义翘科技			22.8	26.4	23.1	
南模生物	45.0	42.7	10.8	9.7	22.5	
药石科技	20.2	12.1	20.0	33.5	19.2	26.6
纳微科技			21.3	0.0	16.2	
皓元医药	2.0	-10.4	6.1	9.5	14.0	18.4
莱伯泰科		16.2	17.0	12.5	13.5	24.0
博瑞医药		14.8	11.3	15.7	12.2	19.8
诺禾致源	46.1	20.8	7.4	14.4	5.6	23.0

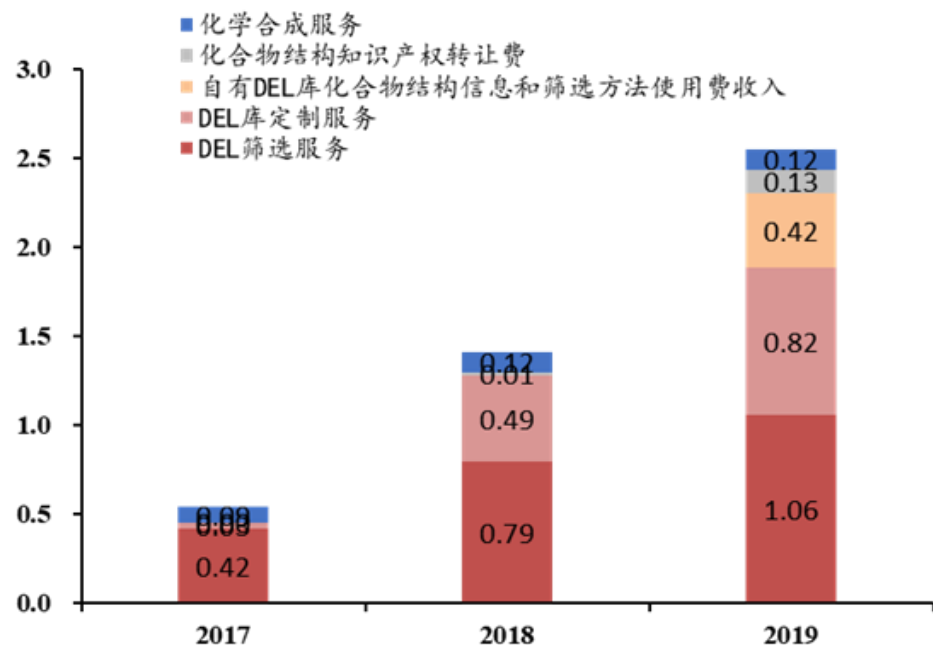
# 03

## 重点公司

成都先导  
维亚生物  
药石科技  
皓元医药

- **定位：**以DEL筛选和定制服务为依托，导流转化更高附加值业务，处于能力快速变现期。
- **优势：**公司拥有全球极具竞争力的早期药物发现DEL库。
- **商业模式拓展：**20余个创新药管线，已经由服务变现延伸至产品变现。

图：2016-2019成都先导主营业务收入情况（亿元）



图：成都先导在研新药管线情况

小分子药物管线							
疾病领域	项目	适应症	苗头化合物优化	先导化合物优化	PCC确认	IND申报	临床试验
肿瘤	HG146: 选择性HDAC抑制剂, 胶囊剂	多发性骨髓瘤					
		实体瘤					
	HG030: 第二代NTRK/ROS1抑制剂	实体瘤					(global exl. China mainland)
	HG381: 免疫肿瘤激动剂	肿瘤					
	HGT01: 肿瘤免疫 (FIC)	肿瘤					
	HGT02: 肿瘤免疫 (FIC)	肿瘤					
	HGT03: 蛋白降解剂 (FIC)	肿瘤					
	HGT04: 转染因子 (FIC)	肿瘤					
	HGT05: 激酶抑制剂 (FIC)	肝癌					
	HGP0508: 抗炎治疗小分子 (FIC)	炎症					
其他	HGC245: 激酶抑制剂	青光眼					

疾病领域	项目	适应症	种子siRNA设计及初筛	苗头siRNA优化	先导siRNA确定	PCC确认	IND申报	临床试验
肿瘤	HGP2142: 免疫特异性siRNA药物	肝癌						
	HGN001: 癌症靶点突变特异性核酸药物	实体瘤						
	HGN002: 未公开	实体瘤						

资料来源：成都先导招股书，浙商证券研究所

资料来源：成都先导年报，浙商证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

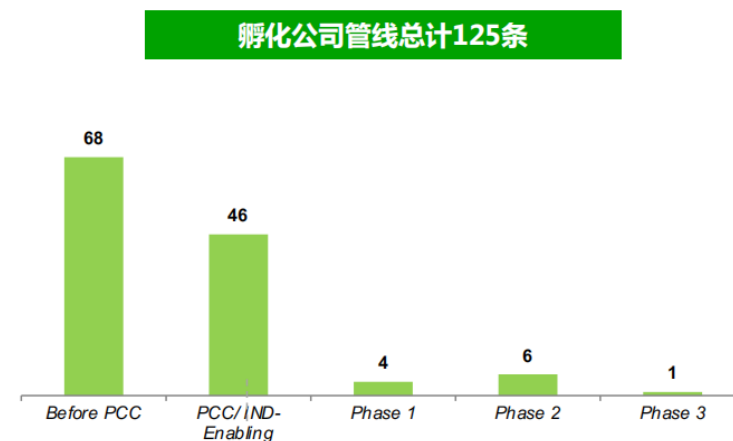
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

- **定位：**基于SBDD平台的药物筛选CXO龙头，收购小分子朗华制药，拓展下游服务链；服务换股权模式分享Biotech高弹性。
- **商业模式拓展：**用优质服务换取股权，从而分享Biotech公司发展IP增值带来的收益，助推企业；向服务链下游拓展，加强一体化，提高天花板。
- **未来增长点：**1.加强下游协同作用；2.不断拓展产业资本投入的范围与深度。

图：维亚生物主要业务



图：EFS孵化管线进展



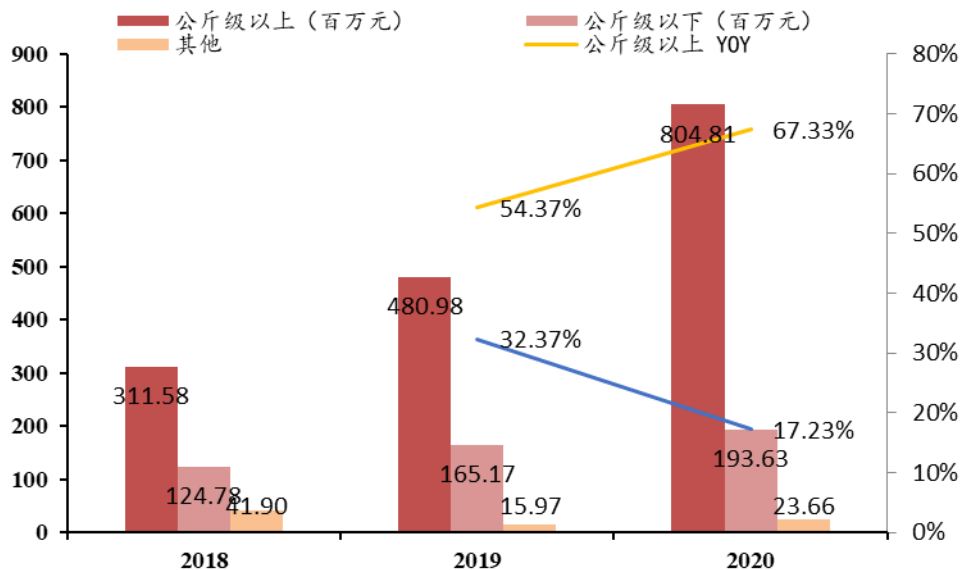
\*截止至12.31, 2020, 以累计孵化公司总数计

- 约 **55%** 的管线已进入 PCC/IND-enabling 阶段；  
**11 条管线** 进入临床阶段



- **定位:** 全球领域分子砌块主要供应商, 具有自主知识产权, 是高壁垒、高毛利的细分领域龙头。
- **商业模式拓展:** 以自身优势为基础, 同时推进“研发”“生产”两大主线, 进一步打造“药石研发”+“药石制造”双品牌。
- **未来增长点:** 分子砌块纵向一体化, 分子砌块、CDMO等多角度变现。

图: 2018-2020年药石科技各板块的收入

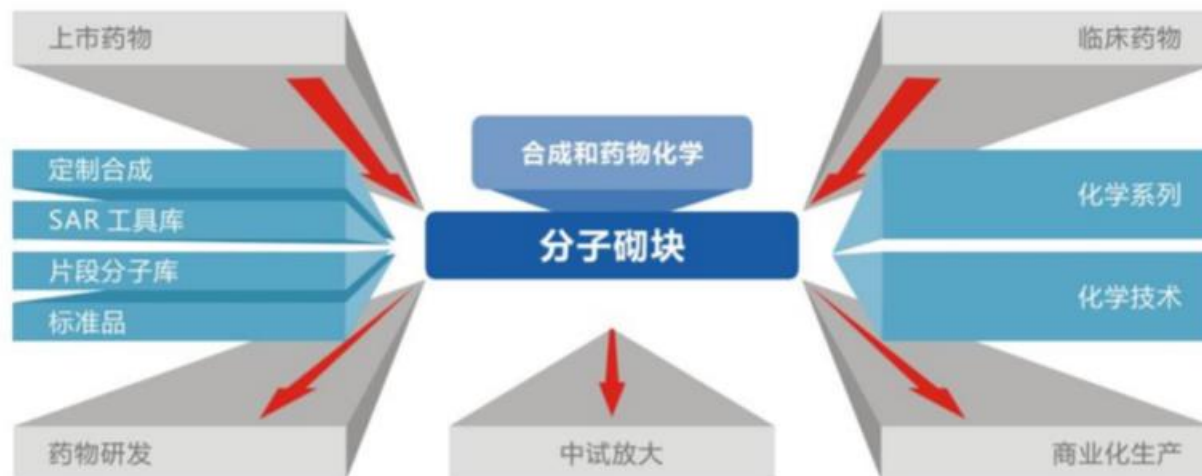


资料来源: 公司年报及招股书, 浙商证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

图: 药石科技一体化纵向战略

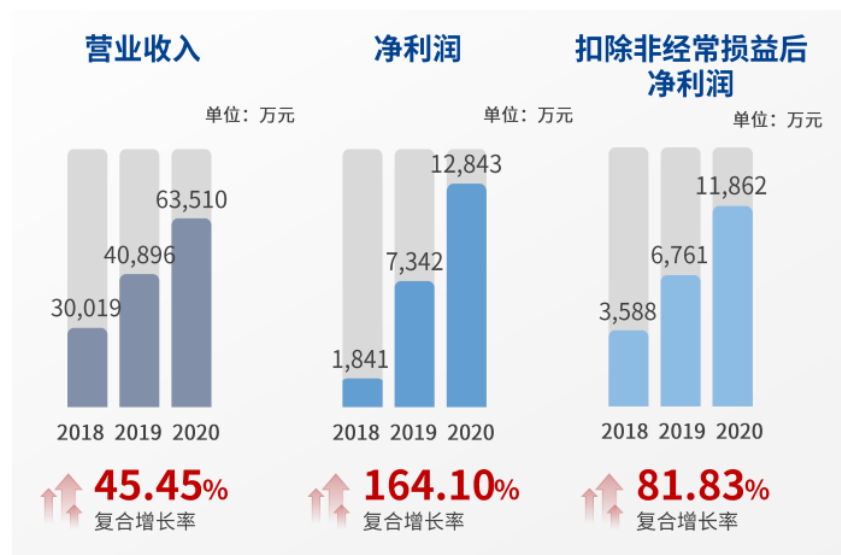


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所



- **定位：**小分子药物研发和产业化应用的平台型高新技术企业，其产品和服务(CRO/CMC/CDMO)贯穿药物活性成分的研发阶段和生产阶段。
- **优势：**在分子砌块和工具化合物领域，产品种类新颖、齐全，是重要参与者；在特色原料药和中间体领域，拥有最具研究开发能力的高难度化学药物合成技术平台之一。
- **商业模式拓展：**一体化的创新模式增强了客户粘性，增加了变现渠道，为持续稳定高增长奠定基础。

图：皓元医药2018-2020年收入及利润



图：公司主营业务

## 皓元主营业务

- 药物研发和生命科学研究分子砌块和工具化合物
- 涵盖药物研发到原料药和医药中间体的规模化生产的产品和技术服务
- 为全球超过3,600家医药企业和科研机构提供产品和服务



# 04

## 投资建议

我们认为科创医药企业具备较大的发展弹性，这种弹性来自自主创新产品迭代和商业模式拓展两方面，超预期的点在于这两方面节奏的跟踪。

- ✓ **自主创新**：关注莱伯泰科、南模生物、艾德生物、诺禾致源、键凯科技、纳微科技、义翘科技；
- ✓ **模式创新**：推荐药石科技、维亚生物、成都先导，关注皓元医药、晶云药物、金斯瑞、博瑞医药等。

# 05

## 风险提示

### 1、技术壁垒降低带来的竞争加剧风险；

我们认为科创企业最大的风险来自技术应用化过程中的竞争加剧风险，企业如果没有有效的技术平台化拓展，势必面临盈利能力下降、天花板下降的风险。

### 2、商业模式拓展管理、整合不顺风险；

科创企业商业模式拓展中，遇到最大的风险是新业务的资源对接、整合风险，尤其是这个过程是通过并购获得的情况，对于公司管理半径的考验更大，在上下游拓展中涉及原来的委托外协转化为自有产能管理的问题。

### 3、创新投融资景气波动风险。

科创企业面临下游投融资的景气需求变化，国内外投融资的变化以及汇兑，都可能给公司的业务拓展带来波动性风险。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>