

泓博医药(301230)

报告日期: 2024年01月19日

厚积薄发的一体化医药 CXO

——泓博医药深度报告

投资要点

泓博医药是小分子创新药研发及生产一站式 CXO，公司围绕药物设计打造核心竞争力，我们看好公司新药研发业务的获单持续性，以及替格瑞洛系列中间体的出海弹性，首次覆盖并给予“增持”评级。

一站式 CXO: 60% 药物发现+20% 工艺开发+20% 生产

公司主营业务包括药物发现、制药工艺研究开发以及原料药、中间体的商业化生产。药物发现是公司的主体业务，2023H1 营收占比约六成，公司通过参与目标化合物的设计和修饰，协助客户快速发现临床候选药。商业化生产是公司第二大业务板块，主要销售品种是替格瑞洛 API 及系列中间体。公司还提供工艺研究与开发服务，为客户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。

CRO/CDMO 项目中首创药物占比高，技术实力获验证。从交付成果看，截至 2022 年底，公司已累计向客户交付 33 个候选药物分子，其中临床前 13 个，临床阶段 16 个，已上市 4 个，首创药物项目数 27 个。我们认为公司药物研发实力已获验证，看好公司新药研发业务的获单持续性。

研发&销售强化，奠定公司中长期增长基础

1) 研发: 2019 年以来，公司研发费用率、研发人员数量持续增长，公司拥有包括 CADD/AIDD (计算机及人工智能辅助的药物设计) 在内的 8 大核心技术平台。截至 2023H1，CADD/AIDD 平台已为 52 个新药项目提供技术支持，其中 2 个已进入临床 I 期，3 个在 IND 阶段，采购公司 CADD/AIDD 的客户已达 15 家。我们认为公司持续推进技术平台建设，为中长期获单提供较好的技术支撑。

2) 销售: 2022Q3 公司开始加大营销力度，销售费用率从 2022Q3 的 1.51% 提升至 2023Q3 的 2.42%。公司营销力度强化已经初显成效，从订单增长看，公司在手订单金额从 2021 年底的 2.37 亿元增加至 2022 年底的 3.65 亿元，同比增长 54%，2023Q2 新签订单 1.6 亿元，环比增加 33%。从客户拓展看，公司 2023Q2 新增客户 22 家，环比增加 83%。我们看好营销力度加大下，公司获单的持续性。

商业化生产: 替格瑞洛欧美专利到期，2024 年开始海外或有较大增量

公司商业化生产的主要品种为替格瑞洛 API 及其系列中间体，2020-2022 年其销售收入占商业化生产业务比重分别为 87.16%、91.68%、93.80%。

1) 替格瑞洛: 深度绑定头部仿制药企，集采驱动 API 需求增长。公司是中国主要的替格瑞洛中间体供应商，2021 年国内的市占率约四成，并且已经切入多家集采中标药企供应链。

2) 海外: 2024 年开始海外需求或有弹性。2024 年底替格瑞洛欧美专利到期，仿制药驱动下，预计替格瑞洛系列产品的海外需求将大幅增加，销量增长幅度大于价格波动，因此我们认为公司替格瑞洛系列产品有望在 2024-2025 年贡献较大海外弹性。

盈利预测与估值

基于以上分析，我们认为公司在首创药物发现领域的研发能力较强，获单能力具有持续性。2024 年替格瑞洛欧美专利到期，CMO 领域或有更强的订单增长可能性，因此我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.71/0.92/1.23 元，2024 年 1 月 19 日股价对应 2023 年 PE43 倍，(2024 年 33 倍)。考虑到公司竞争力以及业绩有望保持较快增速，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

全球创新药研发景气度下滑风险、汇率波动风险、竞争风险、测算偏差风险。

投资评级: 增持(首次)

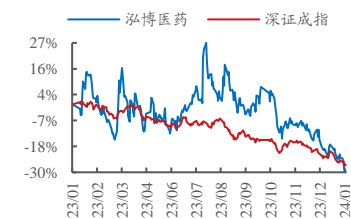
分析师: 孙建
执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜
执业证书号: S1230521110002
guoshuangxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 30.50
总市值(百万元)	3,282.49
总股本(百万股)	107.62

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	479	546	698	908
(+/-) (%)	6.84%	14.06%	27.73%	30.11%
归母净利润	67	76	99	133
(+/-) (%)	-8.70%	12.95%	31.07%	33.33%
每股收益(元)	0.62	0.71	0.92	1.23
P/E	48.86	43.26	33.01	24.76

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 聚焦药物设计的一站式 CXO	5
1.1 药物发现起家，逐步打造一站式 CXO 平台	5
1.2 短期停工扰动后，业绩恢复稳健增长	6
1.3 营销&研发强化，奠定公司中长期增长基础	7
1.4 盈利能力：规模效应下盈利能力或将企稳	10
2 CRO/CDMO：专注首创药研发与生产	11
2.1 创新药占比高，技术优势获验证	11
2.2 产能扩张，支撑项目增长	12
3 CMO：替格瑞洛占比 90%+，海外弹性可期	13
3.1 替格瑞洛：深度绑定头部仿制药企，集采驱动 API 需求增长	13
3.2 优势：规模和成本优势驱动市占率领先	15
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值	17
5 风险提示	18

图表目录

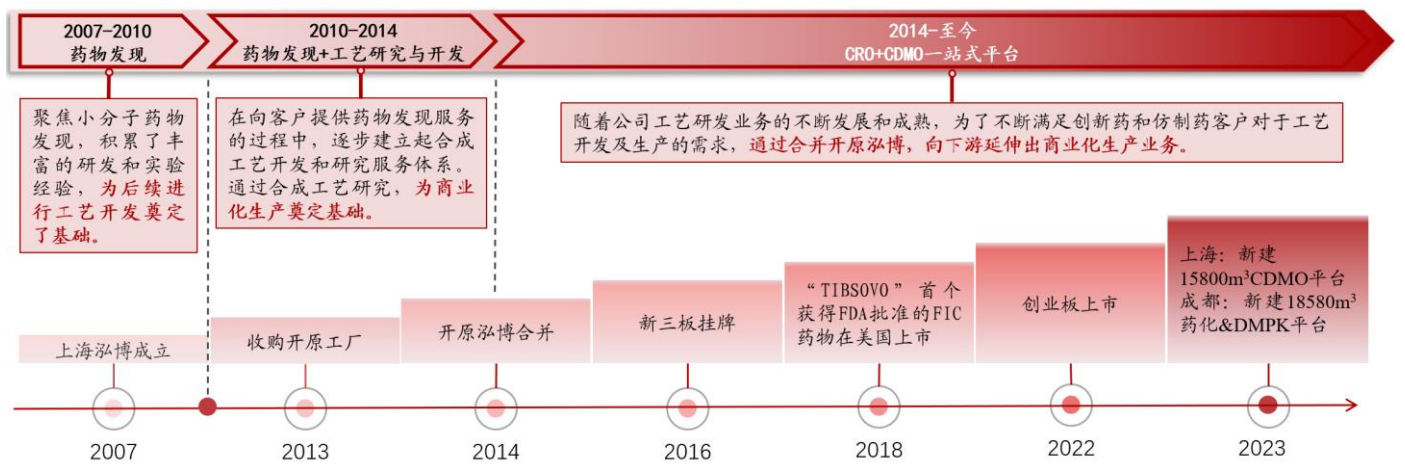
图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司业务覆盖药物研发全周期.....	6
图 3: 2018-2023H1 公司主营业务营业收入 (百万元)	6
图 4: 2018-2023H1 公司主营业务收入占比.....	6
图 5: 2018-2022 年公司中国大陆及国外营业收入 (百万元)	7
图 6: 2018-2022 年公司中国大陆及国外营业收入占比.....	7
图 7: 2018-2023Q3 公司营业收入增长情况.....	7
图 8: 2018-2023Q3 公司归母净利润增长情况.....	7
图 10: 2023Q1-Q2 公司新签订单金额 (万元)	8
图 11: 2023Q1-Q2 公司新增客户数量 (家)	8
图 12: 2019-2023H1 公司研发支出及占营业收入比例.....	8
图 13: 2019-2023H1 公司研发人员数量及占比.....	8
图 14: 2018-2023H1 公司主营业务毛利率及净利率.....	11
图 15: 2018-2023H1 公司不同业务毛利率.....	11
图 16: 公司累计已交付的候选药物分子数量.....	11
表 5: 公司产能情况.....	12
图 17: 2019-2023H1 公司员工数量.....	12
图 18: 2011-2023H1 替格瑞洛原研药 Brilinta 销售额.....	13
图 19: 2017-2023H1 替格瑞洛样本医院销售量.....	13
图 20: 2022 年替格瑞洛片市占率 (泓博医药是红色底色公司的中间体供应商)	14
图 21: 公司替格瑞洛中间体市占率.....	14
图 22: 2019-2021 公司替格瑞洛销量及单价变化.....	15
图 23: 公司供应替格瑞洛中间体及原料药.....	15
图 24: 2018-2022 公司替格瑞洛中间体销售收入及占营收比例.....	15
图 25: 公司与皓元医药替格瑞洛中间体销售额 (万元)	16
图 26: 公司与皓元医药替格瑞洛中间体毛利率对比.....	16
表 1: 公司主要服务内容.....	5
表 2: 公司在研项目.....	9
表 3: 公司 8 大核心技术平台介绍.....	10
表 4: 公司交付的已上市药物.....	12
表 6: 公司主要自主生产产品.....	13
表 7: 替格瑞洛片集采中标企业 (泓博医药是红色底色公司的中间体供应商)	14
表 8: 开原泓博产量与环评批复产量.....	16
表 9: 公司部分业务拆分及收入预测 (单位: 百万元)	17
表 10: 可比公司估值情况.....	18
表附录: 三大报表预测值.....	19

1 聚焦药物设计的一站式 CXO

1.1 药物发现起家，逐步打造一站式 CXO 平台

三阶段循序渐进，逐步成长为小分子药物一站式服务平台。泓博医药成立于 2007 年，最初专注于小分子药物发现，在为客户提供药物发现服务的过程中，公司积累了丰富的研发经验，并逐步搭建起药物工艺开发的服务体系。之后为了满足客户的生产需求，公司于 2014 年合并开原泓博，业务拓展至下游的商业化生产，至此成为了小分子药物研发和生产的一站式 CXO。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，浙商证券研究所

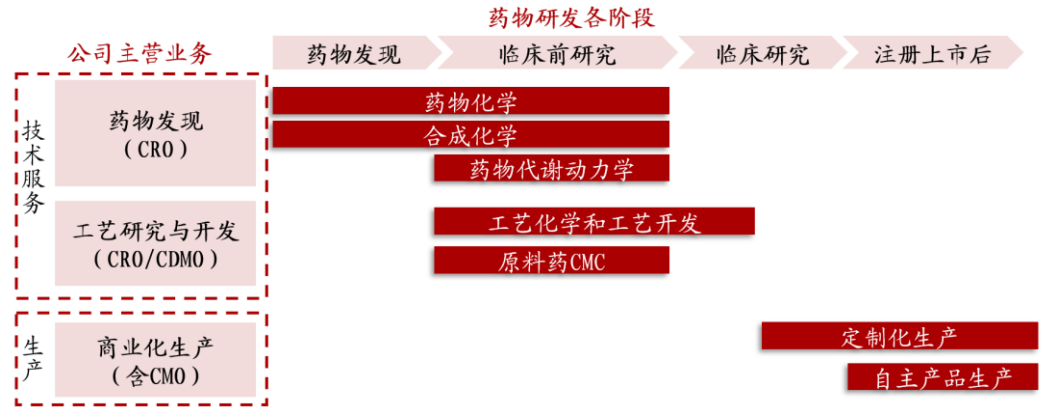
公司具备小分子药物从研发到生产的服务能力。公司以药物设计为起点，并以此向下游延伸，通过药物发现业务导流工艺研究开发。在药物发现方面，公司帮助客户设计、筛选和优化候选化合物和先导化合物，并进行结构改良和初步的安全性筛选，以获得具备知识产权和出色药效的化合物。在工艺研究与开发方面，公司提供新药工艺化学服务和创新型合成工艺，帮助客户实现从公斤级到吨级中间体和原料药的商业化生产。在商业化生产方面，公司提供新药关键中间体的定制化生产服务，以及研发和生产化学结构复杂、合成难度高的特色原料药中间体。

表1：公司主要服务内容

公司主营业务	主要服务内容
药物发现 (CRO)	<ul style="list-style-type: none"> ● 苗头化合物发现/优化 ● 先导化合物发现/优化 ● 药物代谢动力学研究 ● 计算机辅助药物设计
工艺研究与开发 (CRO/CDMO)	<ul style="list-style-type: none"> ● 工艺路线的筛选和验证 ● 结构的鉴定和确证 ● 原料药 CMC: 盐型研究、晶型研究、质量研究、稳定性研究
商业化生产 (含 CMO)	<ul style="list-style-type: none"> ● 定制化生产：根据客户指定的技术路线提供中间体、原料药的生产服务 ● 自主产品生产：主要品种包括替格瑞洛中间体、帕拉米韦中间体、维帕他韦中间体

资料来源：公司招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

图2: 公司业务覆盖药物研发全周期

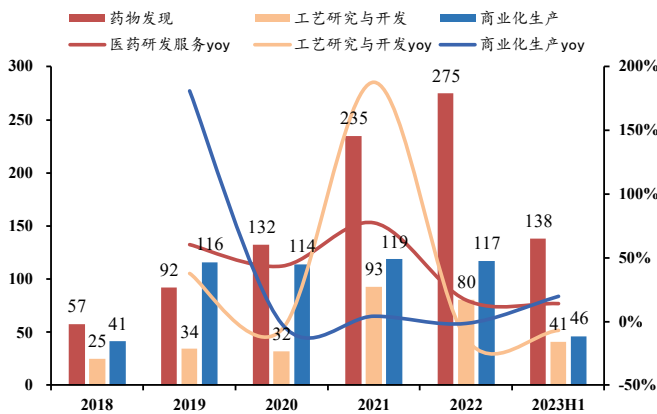


资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

1.2 短期停工扰动后, 业绩恢复稳健增长

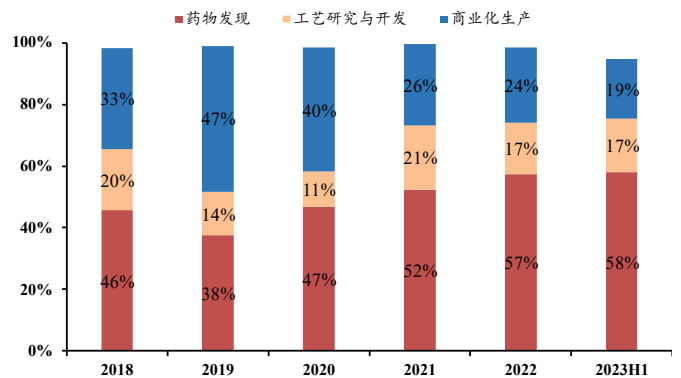
业务结构: 药物发现占比约六成。 1) **药物发现:** 该业务是公司的营收主体, 2023H1 的营收占比为 58%, 营业收入从 2018 年的 0.57 亿元增长至 2022 年的 2.75 亿元, CAGR 达 48%。2) **工艺研究与开发:** 2023H1 的营收占比为 17%, 2018-2022 年, 收入从 0.25 亿元增长至 0.80 亿元, CAGR 为 34%。其中 2021 年同比大幅增加 188%, 主要原因是原有客户新项目以及新增客户收入大幅增加。3) **商业化生产:** 2023H1 该业务的营收占比为 19%, 公司商业化生产的主要品种为替格瑞洛 API 及其系列中间体, 2020-2022 年其销售收入占商业化生产业务比重分别为 87.16%/91.68%/93.80%, 2019 年公司商业化生产营收同比增加 181%, 主要原因是 2019 年国内替格瑞洛专利到期, 仿制药企提前采购以备制剂生产, 公司替格瑞洛中间体的销量大幅增加。

图3: 2018-2023H1 公司主营业务营业收入 (百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

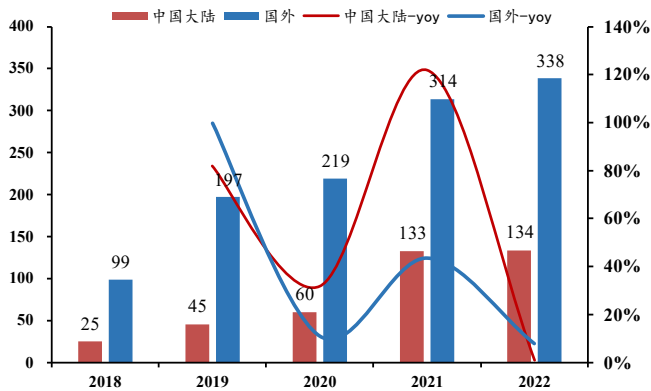
图4: 2018-2023H1 公司主营业务收入占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

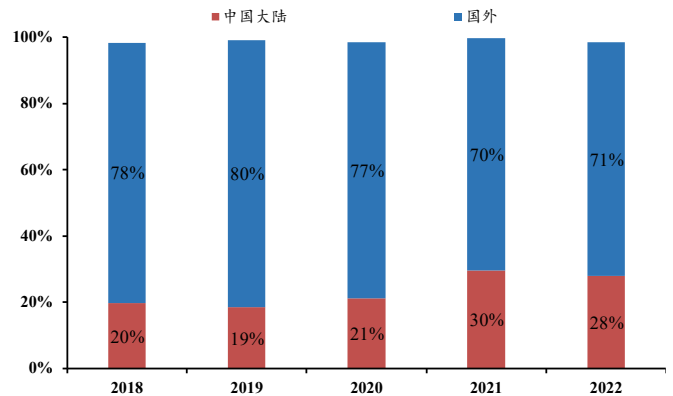
分区域看, 公司国外收入占比约七成。 2018-2022 年, 公司海外收入占比均高于 70%, 2022 年公司国外收入 3.38 亿元, 占比 71%, 中国大陆营收 1.34 亿元, 占比 28%。

图5：2018-2022年公司中国大陆及国外营业收入（百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

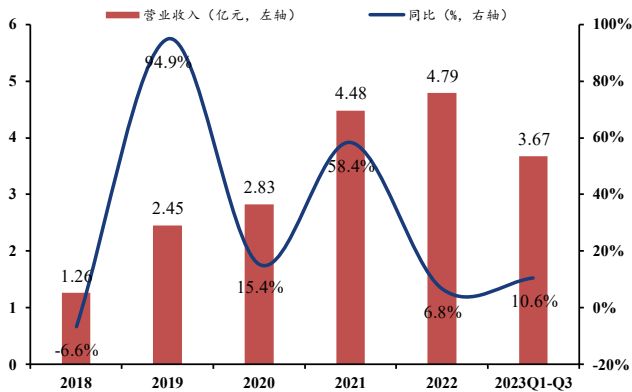
图6：2018-2022年公司中国大陆及国外营业收入占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

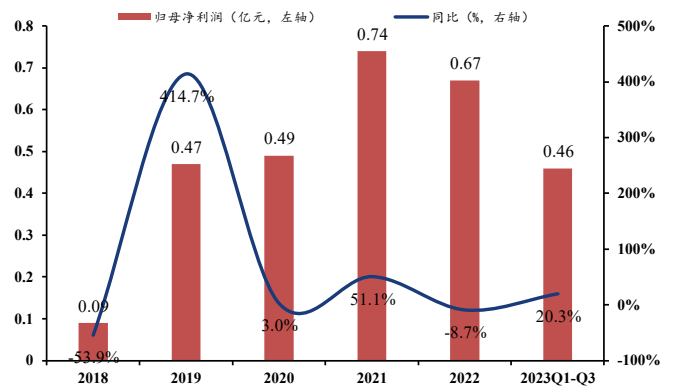
业绩：停工影响消除，重回稳健增长。2022年，公司实现营业收入4.79亿元，同比增长6.8%，归母净利润0.67亿元，同比下降8.7%。2022年业绩增速下降的主要原因是公司的CRO服务设施位于上海，上海停工期间公司无法正常开展研发服务，此外，停工也间接影响了CRO业务获取新订单。随着停工结束，公司的CRO业务逐步恢复正常运营，公司收入和利润增长重回快速增长趋势，2023Q1-Q3实现营业收入3.67亿元，同比增长10.6%，实现归母净利润0.46亿元，同比增长20.3%。

图7：2018-2023Q3公司营业收入增长情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2018-2023Q3公司归母净利润增长情况

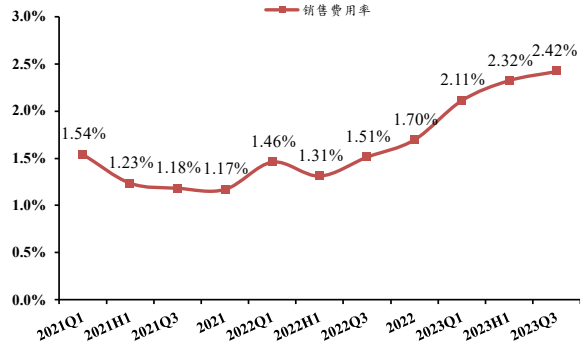


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 营销&研发强化，奠定公司中长期增长基础

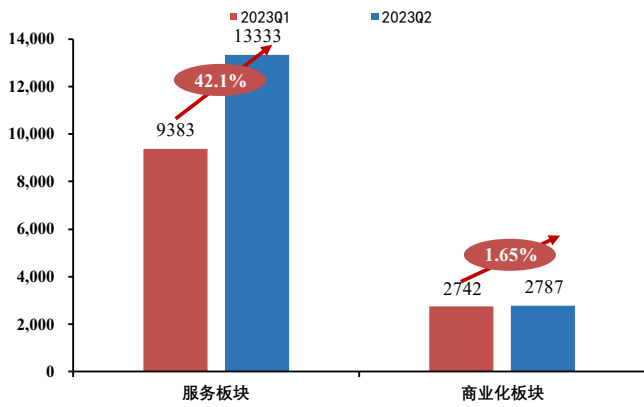
加大销售力度，订单增长、客户拓展初显成效。2022Q3公司开始逐渐加大市场营销力度，销售费用率从2022Q3的1.51%提升至2023Q3的2.42%。公司营销力度强化已经初显成效，从订单增长看，公司在手订单金额从2021年底的2.37亿元增加至2022年底的3.65亿元，同比增长54%，2023Q2服务板块新签订单1.33亿元，环比增加42%，商业化板块新签订单2787万元，环比增加1.65%；从客户拓展看，2023Q2服务板块新增客户18家，环比增加80%，商业化板块新增客户4家，环比增加100%。我们看好营销力度加大下，公司获单能力的持续性。

图9：2021Q1-2023Q3 公司季度销售费用率



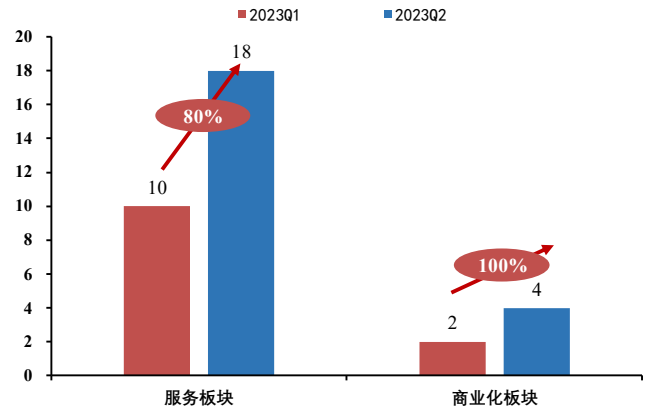
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：2023Q1-Q2 公司新签订单金额（万元）



资料来源：公司 2023 年中报，浙商证券研究所

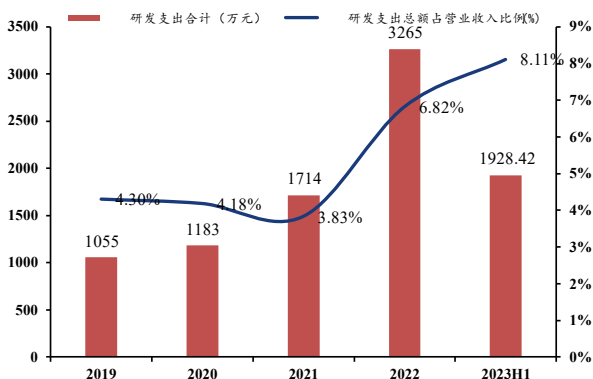
图11：2023Q1-Q2 公司新增客户数量（家）



资料来源：公司 2023 年中报，浙商证券研究所

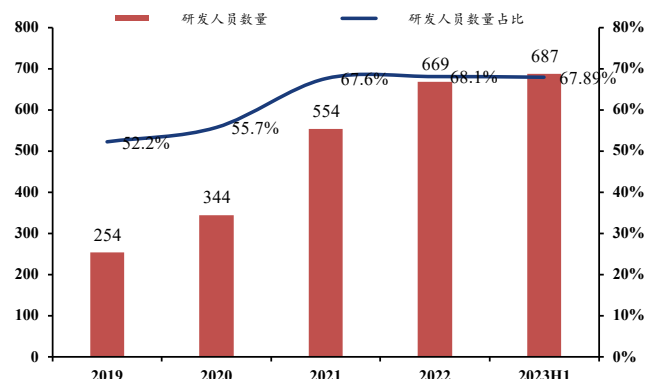
研发投入稳健增长，收入占比有所提升。2019-2022 年，公司研发投入从 1055 万元增加至 3265 万元，研发费用率从 4.30%增加至 6.82%。其中 2022 年研发支出同比大幅增加 90.5%，主要是公司加大技术平台建设力度，并新设立了小核酸药物、多肽药物等技术平台。此外，公司研发人员数量也持续增加，从 2019 年的 254 人快速增加至 2023H1 的 687 人。研发强度的加大为公司持续打造优势技术平台提供了重要保障。

图12：2019-2023H1 公司研发支出及占营业收入比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2019-2023H1 公司研发人员数量及占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

以市场需求为研发导向，技术储备丰富。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、小核酸药物平台以及组合化学、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，公司拥有流体化学技术、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；在商业化生产领域，公司拥有绿色化学及清洁工艺技术、工程放大技术，对于药物结构优化、实现高难度化学反应、提高药物开发效率及准确率、降低单耗及废物排放具有重要意义。

表2：公司在研项目

主要研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
CADD/AIDD 技术平台	进行基于计算机辅助及人工智能的新药研发技术探索，以提高新药项目的研发效率和成功率。	取得了初步的成果，已投入实际应用。目前正在为国内外9家客户提供 CADD/AIDD 服务。	提高新药项目的研发效率和成功率，提升客户的满意度、节省公司在化学合成方向的成本。	随着国内外新兴的生物技术公司迅速发展以及政策对 FIC 类新药的导向作用，可以预见公司未来会有越来越多的 FIC 类新药研发合同。
酶化学技术平台	可基于计算机辅助或人为设计构建生物酶库，对生物酶催化工艺进行优化，提高医药中间体的研发质量和效率。	1 项自有产权专利申请审核中。已成功完成 3 个项目的放大和多个项目的测试；成功构建了多个具有生物酶催化的对应菌种并进行了库存。	从生物合成的角度介入医药合成，探索绿色环保、经济高效的药物合成技术。同时也拓展公司的业务能力，进一步提高公司的核心竞争力。	利用酶化学的中间体合成市场前景良好，具有很大的发展空间。该技术在医药合成领域上可降低成本，环保节能，提高药品质量。
连续流化学技术平台	降低生产过程中高危反应的安全风险，提高生产效率。	获得 2 项专利授权，同时完成了约 20 个高危传统工艺的连续流工艺评估可行性。	降低生产过程中高危反应的安全风险，提高药物生产效率。	市场前景广阔，建立平台，可以同时为药化，工艺和工厂服务。
不对称催化技术平台	基于现有的相关能力技术，组建该技术平台，能更好为药物研发助力。	已经开发了一系列的工艺，在多个分子上得到了很好的反应结果，部分已经形成的 IP 或应用于后续放大生产。	根据现有经验和技術储备，增添硬件设备，培养更多专业技术人才，进一步研究不对称合成的技术能力和相应的业务。	主要研究催化剂高通量筛选、不对合成工艺开发等的技术，承接相对称氢化的技术能力和相应的业务。
小核酸药物靶向递送技术平台	突破国外小核酸药物头部公司的技术专利，研发新一代高效肝靶以及基于抗体偶联技术的肿瘤靶向小核酸药物递送系统。	成功发现新颖高亲和肝靶向 ASGPR 配体分子，并合成出全新结构药物递送分子。	与国内外小核酸药物研发企业合作开发具有自主知识产权的高效药物递送系统。	公司掌握的创新型靶向递送系统具有自主知识产权，有望成为公司重要的新业务增长点。
固态化学技术平台	拓宽公司未来发展方向，满足客户项目的研究需要。	在 2022 年完成撰写一篇自有产权专利，提交专利局审核中；一参与 13 个药物晶型、盐型及单晶培养的研究开发工作。	承接更多晶型盐型相关的业务。	随着公司 CMC 业务的不断发展壮大，固态化学方面的需求也越来越多，可以为公司承接更多晶型盐型相关的业务。
工艺安全评估技术平台	对工艺部所承担项目进行必要的安全评估并给出相应的指导建议。	完成人员和设备配备。	针对项目中愈加多样的反应类型，减少项目安全隐患	测试需求量大，后续如果通过 CNAS 认证可开启外部样品测试业务
PR-30128 项目工艺优化	对项目工艺进行优化，以提高竞争力，争取客户订单。	工艺优化筛选和放大验证进行中。	根据现有的经验和技術储备，开拓出更好更具有竞争力的工艺或新的路线。	优化工艺路线，降低成本，满足客户后续可能存在的潜在需求，承接更多业务订单。
562B 项目 API 放大工艺研究	针对炎症反应相关靶点的新项目，根据 PR-5002 项目研究结果进行工艺放大研究。	已结题，完成了项目放大工艺研究和验证。	开发了新的工艺路线，完成了盐型和晶型研究及工艺放大研究。	紧跟临床药物研究开发的前沿热点方向，满足潜在的客户需求。

资料来源：公司 2022 年报，浙商证券研究所

前期投入平台陆续进入项目兑现期。自 2019 年以来，公司先后成立了 CADD/AIDD、酶化学、连续流化学、不对称催化、小核酸药物靶向递送、固态化学、工艺安全评估、光催化 8 大核心技术平台，进行前沿技术的布局 and 储备。截至 2023H1，公司 CADD/AIDD 平台已为 52 个新药项目提供技术支持，其中 2 个进入临床 I 期，3 个在 IND 阶段，采购公司 CADD/AIDD 的客户已达 15 家。前期投入平台陆续进入项目兑现期，为业绩中长期增长奠定良好基础。

表3: 公司 8 大核心技术平台介绍

8大技术平台	设立时间	技术特点	公司优势	客户服务情况
CADD/AIDD 技术平台 (计算机及人工智能辅助的药物设计)	2019 年	加快药物分子筛选效率	建立了自己的 AI 模型, 开发了虚拟高通量筛选等实际应用场景, 此外, AIDD 辅助下还可以解截至 2023H1, 公司 CADD/AIDD 平台已为决传统 CADD 痛点问题。与深势科技和阿里云 52 个新药项目提供技术支持, 其中 2 个进合作, 实现工业规模的先导化合物优化筛选, 入临床 I 期, 3 个在 IND 阶段, 采购公司大幅提升了平台的分子模拟效率, 并且确保了 CADD/AIDD 的客户已达 15 家。数据的安全性。	
酶化学技术平台	2021 年	利用生物酶进行化学催化反应, 具有安全、绿色和高效的特点	平台配置有分子克隆技术和生产酶的相关仪器设备, 不断完善酶化学平台的技术链条, 构建了具有生物酶催化的对应菌种, 注重自主开发酶分子的 IP 保护, 结合 AI 技术扩大酶库。	平台可承接包括 enzyme toolboxscreen 和酶液生产等业务, 并完成具有自主知识产权的多个酶催化放大项目。后续平台将与知名企业或高校建立良好的合作关系, 开展酶化学和合成生物学领域前沿技术的研究和储备。
连续流化学技术平台	2021 年	可从源头提高工艺本质安全性、降低能耗, 减少污染	拥有一支经验丰富的人才队伍, 已建立模块化的连续流生产线, 实现各种特殊工艺百公斤级至吨级的安全商业化生产。	截止到 2023H1, 累计完成了 50 多个传统批次反应的评估, 实现了 7 个高危化学工艺的公斤级安全生产。
不对称催化技术平台	2021 年	立体专一性合成单一异构体是化学合成的难点	自主合成了 40 余种配体络合催化剂, 储备了 100 种以上常用的具有高度手性选择性和区域位点选择性的催化剂及配体, 能直接获得高手性纯度的产品, 避免后续的纯化拆分。依托流体化学平台, 可实现固定床连续不对称加氢等。	与国内外催化剂知名企业, 如: Stream、Takasago、Umicore 等有良好的合作。
小核酸药物靶向递送技术平台	2021 年	小核酸药物是市场研究热点	已成功开发出新颖高亲和力肝靶向 ASGPR 配体分子, 并合成出全新结构药物递送分子, 目前正在进一步完善相关技术。	
固态化学技术平台	2021 年	固体药物中 80% 存在多晶型现象, 开发 API 的稳定晶型很有必要	可开展药物晶型筛选、盐筛筛选、结晶工艺开发、单晶培养及药物处方前等研究工作	平台已完成了 15 个晶型盐型筛选, 10 个结晶工艺开发和数十个单晶培养项目。
工艺安全评估技术平台	2022 年	提高药品生产过程中的安全性	经验丰富、设备一流, 可实现危险工艺几百公斤级安全放大, 并根据不同的反应规模及反应的危险性设计出最佳的工艺改进措施, 保证项目安全进行。	成功指导了 30 个项目在中试以及工厂的安全生产。
光催化技术平台	2023 年	相较传统反应, 条件变得可控且温和	平台为公司提供不同波长的光源范围及不同类型的催化剂。	

资料来源: 公司 2023 年中报, 浙商证券研究所

1.4 盈利能力: 规模效应下盈利能力或将企稳

2023H1 公司主营业务毛利率为 34.95%, 净利率为 13.84%。2020-2023H1, 公司的毛利率呈逐渐下降趋势, 主要原因有新建产能仍处于产能爬坡期以及替格瑞洛系列中间体降价。我们认为, 随着公司产能利用率的逐步提升以及替格瑞洛系列中间体的生产规模扩大, 公司盈利能力或将企稳。拆分不同业务看影响公司盈利能力的因素:

1) 药物发现: 产能利用率爬坡下, 盈利能力有望回升。2023H1 公司药物发现毛利率为 35.52%, 同比下降 4.72pct, 主要是因为该业务的主要服务地位于募投项目所在的研发大楼, 该大楼运营面积约 1.1 万平方, 再加上新购仪器设备, 导致摊销费用较高。我们认为, 随着研发大楼产能利用率的逐步提升, 公司药物发现的毛利率或将逐步恢复到正常水平。

2) 工艺开发研究: 规模效应提升盈利能力。2023H1 公司工艺开发与研究的毛利率为 42.86%, 同比下降 2.53pct, 这或主要得益于规模化效应的持续体现。我们认为随着业务规模的扩大, 该板块的盈利能力有望提升。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/006042201022010040>