



# 耐药菌抗生素独树一帜，本土创新引领全球市场

## 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 抗生素耐药日益严峻, 超级抗生素价值凸显。世界卫生组织(WHO)预测, 如不采取行动 2050年抗菌药耐药性将造成 1000万人死亡。盟科药业聚焦多重耐药菌抗生素领域, 核心产品具备全球价值。2) 康替唑胺于 2021年获批上市并通过医保谈判, 其安全性优于利奈唑胺。公司于 2022年3月启动 MRX-4 序贯康替唑胺片治疗的全球多中心临床, 有望于 2026年完成。预计国内峰值销售额(康替唑胺及 MRX-4)有望超过 20亿元。3) 2020年中国多重耐药革兰阴性菌药物总治疗天数为 4690万天。MRX-8系公司开发的下一代多黏菌素类药物, 目前处于 I期临床研究阶段。临床前数据证明其可以显著降低肾毒性和神经毒性。
- 盟科药业聚焦多重耐药菌抗生素领域, 核心产品具备全球价值。**世界卫生组织(WHO)预测, 如不采取行动, 2050年抗菌药耐药性将造成 1000万人死亡, 超过癌症造成的死亡人数。盟科药业聚焦抗多重耐药菌药物领域, 核心产品康替唑胺(MRX-I)于 2021年6月在中国获批上市; MRX-4已启动序贯康替唑胺全球多中心 III期临床试验; MRX-8现处于美国 I期临床试验阶段。
- 康替唑胺及 MRX-4: 临床价值明确, 市场空间广阔。**康替唑胺是新一代噁唑烷酮类抗菌药, 于 2021年上市并获纳入医保。MRX-4系基于康替唑胺的水溶性前药, 已开发注射和口服两种剂型。康替唑胺安全性优于利奈唑胺, 我们预计其在血液科、ICU、呼吸科等多个科室及相关适应症的市场空间广阔, 国内峰值销售额(康替唑胺及 MRX-4)有望超过 20亿元。公司于 2022年3月启动 MRX-4 序贯康替唑胺片治疗的全球多中心临床, 该研究计划在中国、美国和欧洲约 50个中心纳入约 700例受试者, 有望于 2026年完成。我们预计上述产品海外峰值销售额有望超过 30亿人民币。
- MRX-8具备差异化设计, 有望改善多黏菌素类的肾毒性风险。**革兰阴性菌临床检出占全部细菌的 2/3, 相关抗菌药物使用量空间广阔。2020年中国多重耐药革兰阴性菌药物总治疗天数为 4690万天。MRX-8系公司开发的下一代多黏菌素类药物, 目前处于 I期临床研究阶段。临床前数据证明其可以显著降低肾毒性和神经毒性, 有望改善现有多黏菌素类抗生素在安全性方面的不足。公司后续管线包括硼烷类抗生素 MRX-5、截短侧耳素 MRX-7等, 目前均处于临床前研究阶段。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2022-2024年公司归母净利润分别为 -1.6亿元、-4.5亿元、-2.8亿元。我们选取行业中与公司业务最为相近百利天恒、益方生物、迪哲医药, 上述公司 2023年平均 PS 为 85倍。盟科药业产品临床价值明确, 出海预期较高, 成长确定性强。FCFF 估值法测算公司绝对估值, 每股内在价值约为 14.13元。按照 PS 估值法, 给予公司 2023年 85倍 PS, 对应目标价 12.94元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 产品临床研发进度不及预期风险、产品商业化销售收入不及预期风险、行业竞争格局恶化风险、政策风险。

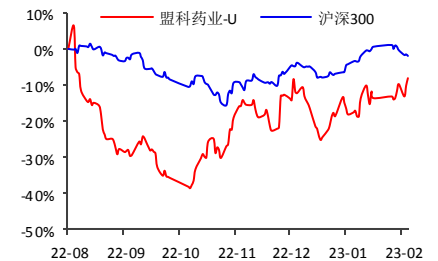
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7.66	47.49	99.96	126.91
增长率	—	520.00%	110.48%	26.96%
归属母公司净利润(百万元)	-226.27	-158.24	-449.69	-281.71
增长率	-162.11%	30.07%	-184.19%	37.36%
每股收益EPS(元)	-0.35	-0.24	-0.69	-0.43
净资产收益率 ROE	-51.62%	-12.30%	-51.80%	-41.65%
PE	-29	-41	-15	-23
PB	14.95	5.09	7.55	9.69

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: Wind

## 基础数据

总股本(亿股)	6.55
流通 A 股(亿股)	1.19
总市值(亿元)	66
总资产(亿元)	14.69
每股净资产(元)	1.92

## 相关研究

## 目 录

<b>1 盟科药业：创新抗菌药物临床价值深厚</b>	<b>1</b>
<b>2 中美抗菌药物市场广阔，创新药更受青睐</b>	<b>4</b>
2.1 抗多重耐药革兰阳性菌药物市场	6
2.2 抗多重耐药革兰阴性菌药物市场	8
<b>3 康替唑胺/MRX-4：新一代噁唑烷酮类抗菌药，安全性优势突出</b>	<b>9</b>
3.1 抗多重耐药革兰阳性菌药物应用覆盖多个科室及适应症	9
3.2 中国抗革兰阳性菌药物用药天数稳定增长	10
3.3 康替唑胺及 MRX-4 具备显著优势	11
3.4 全球多中心 III 期临床启动，海外市场拓展可期	14
3.5 公司康替唑胺/MRX-4 销售额有望超过 20 亿元	14
<b>4 MRX-8：差异化设计的多黏菌素类药物，市场空间广阔</b>	<b>15</b>
4.1 抗多重耐药革兰阴性菌药物使用天数增长潜力巨大	15
4.2 MRX-8 有望改善多黏菌素类药物的肾毒性问题	16
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>18</b>
5.1 关键假设与收入预测	18
5.2 绝对估值	18
5.3 相对估值	19
<b>6 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 盟科药业股权结构.....	2
图 3: 盟科药业产品管线 (截至 2022 年 10 月) .....	2
图 4: 公司近年营业收入.....	3
图 5: 公司近年归母净利润.....	3
图 6: 公司近年费用情况.....	3
图 7: 公司单季度毛利率.....	3
图 8: 301917 株临床分离菌株主要菌种分布.....	4
图 9: 301917 株临床分离菌株主要菌种分布.....	6
图 10: 中国抗多重耐药革兰阳性菌药物市场.....	7
图 11: 美国抗多重耐药革兰阳性菌药物市场.....	7
图 12: 中国市场主要抗 G+耐药菌药物销售额 (单位: 百万元) .....	7
图 13: 美国主要抗 G+耐药菌药物销售额 (单位: 百万美元) .....	7
图 14: 万古霉素 PDB 样本医院销售格局.....	8
图 15: 美国市场主要抗 G+耐药菌药物销售额.....	8
图 16: 中国多重耐药革兰阴性菌感染的抗菌药市场.....	8
图 17: 美国多重耐药革兰阴性菌感染的抗菌药.....	8
图 18: 康替唑胺产品概况.....	9
图 19: MRX-4 产品概况.....	9
图 20: 中国多重耐药革兰阳性菌抗菌药用药天数.....	11
图 21: 美国多重耐药革兰阳性菌感染的抗菌药.....	11
图 22: 利奈唑胺、万古霉素用药天数.....	11
图 23: 康替唑胺化学结构式.....	12
图 24: 利奈唑胺化学结构式.....	12
图 25: 康替唑胺机制优势.....	12
图 26: 中国治疗多重耐药革兰阴性感染的抗菌药治疗天数.....	15
图 27: 美国治疗多重耐药革兰阴性感染的抗菌药治疗天数.....	15
图 28: 上海医药注射用硫酸多黏菌素 B 样本医院销售额.....	16
图 29: 上海医药注射用硫酸黏菌素样本医院销售额.....	16

## 表 目 录

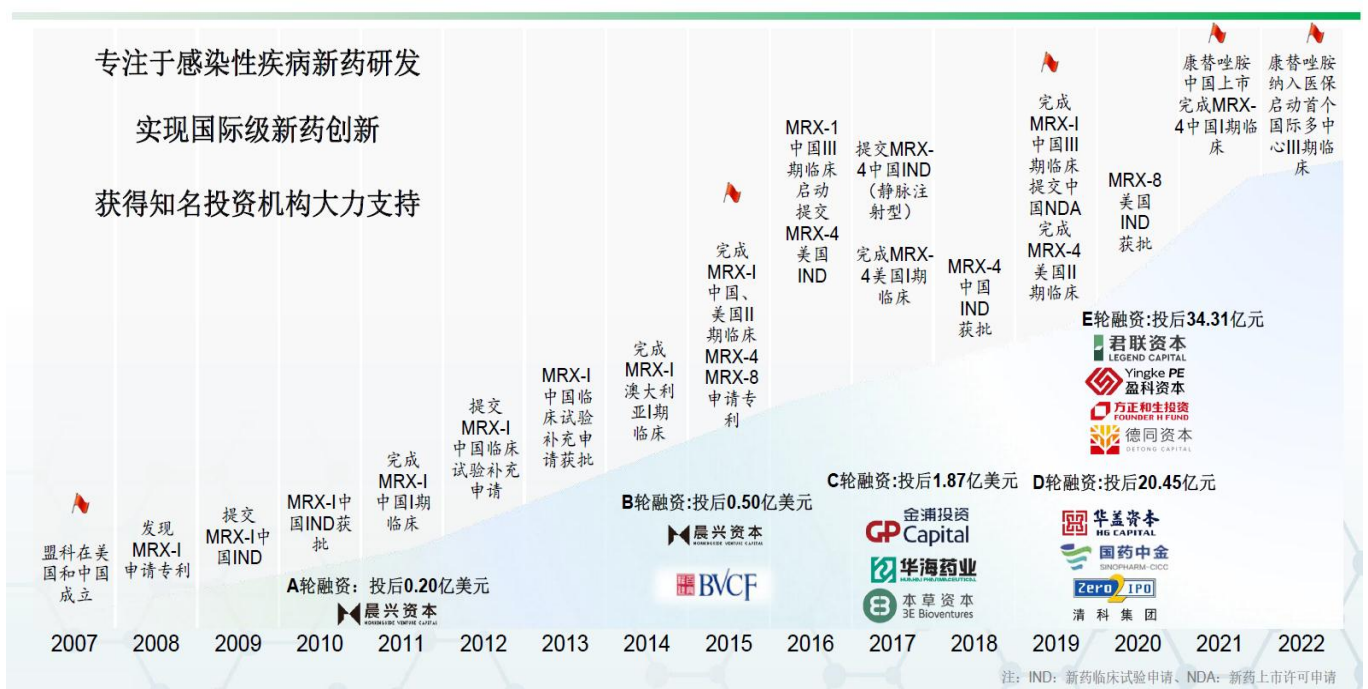
表 1: 公司募投项目.....	4
表 2: 抗菌药按照机制分类.....	5
表 3: 多重耐药细菌 (重点病原体清单).....	5
表 4: 各类感染部位推荐用药.....	9
表 5: 抗革兰阳性耐药菌药物在 MRSA 感染中的用药天数及科室使用占比.....	10
表 6: 抗革兰阳性耐药菌药物在 MRSA 感染中的用药天数及科室使用占比.....	10
表 7: 康替唑胺 III 期临床研究有效性结果.....	12
表 8: 康替唑胺 III 期临床研究安全性结果.....	13
表 9: 主要多重耐药革兰阳性菌药物对比.....	14
表 10: 全球多中心三期临床-糖尿病足 (DFI) 适应症临床试验设计.....	14
表 11: 康替唑胺/MRX-4 销售额预测.....	15
表 12: 中国境内已上市的注射用多黏菌素类的抗菌药情况.....	16
表 13: 多种耐药革兰阴性菌感染各类别抗菌药物对比.....	16
表 14: MRX-8 与现有药物对部分美国临床分离得到的革兰阴性菌的抗菌活性对比.....	17
表 15: MRX-8 对部分碳青霉烯 (美罗培南) 耐药阴性菌的活性.....	17
表 16: 产品收入预测.....	18
表 17: 绝对估值假设项目.....	18
表 18: FCFE 估值敏感性分析.....	19
表 19: 可比公司估值.....	19
附表: 财务预测与估值.....	20

# 1 盟科药业：创新抗菌药物临床价值深厚

盟科药业成立于 2007 年，是一家以治疗感染性疾病为核心，拥有全球自主知识产权和国际竞争力的创新型生物医药企业。公司聚焦全球日益严重的细菌耐药性问题，以解决临床难题、差异化创新为核心竞争力，为临床最常见和最严重的耐药菌感染提供更有效和更安全的药物。

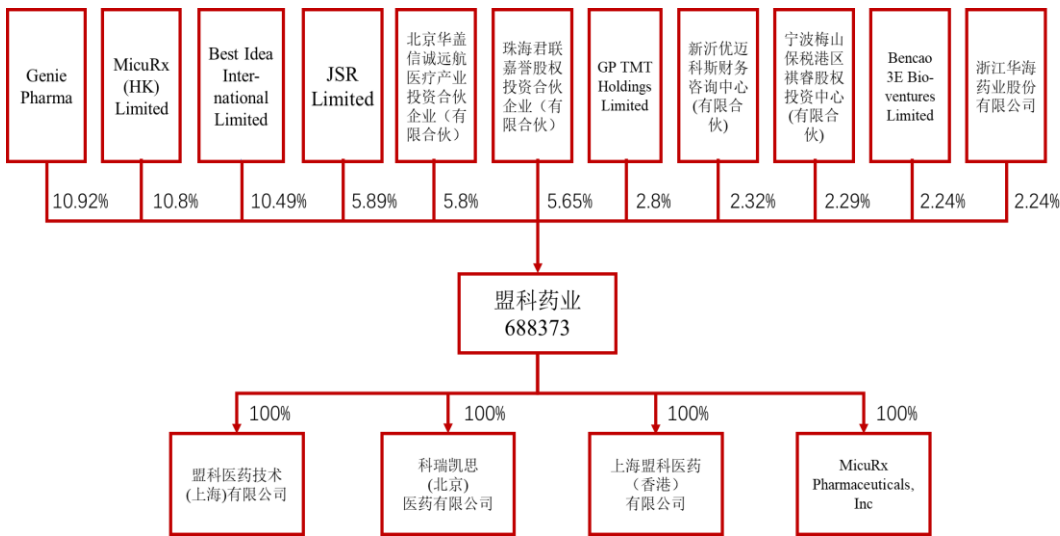
公司在中国和美国均建立了研发中心，拥有国际化的核心研发团队。公司坚持自主研发，建立了一体化的抗菌新药研发体系，覆盖创新药的早期设计与筛选、临床前评价、全球临床开发、注册申报和生产管理等完整新药开发环节。

图 1：公司发展历程



数据来源：盟科药业官网，西南证券整理

公司股权结构分散，无控股股东及实际控制人。截至 2022 年 7 月 7 日，持有公司 5% 以上股份或表决权的主要股东为 Genie Pharma、盟科香港、Best Idea、JSR、华盖信诚及君联嘉誉。

**图 2：盟科药业股权结构**


数据来源：wind, 西南证券整理

公司产品管线聚焦于抗多重耐药菌药物。截至 2022 年底公司共有 3 款商业化及临床阶段药物，其中康替唑胺和 MRX-4 均属于噁唑烷酮类抗菌药，用于治疗革兰氏阳性多重耐药细菌感染；MRX-8 属于多黏菌素类抗菌药物，用于治疗革兰氏阴性多重耐药细菌感染。

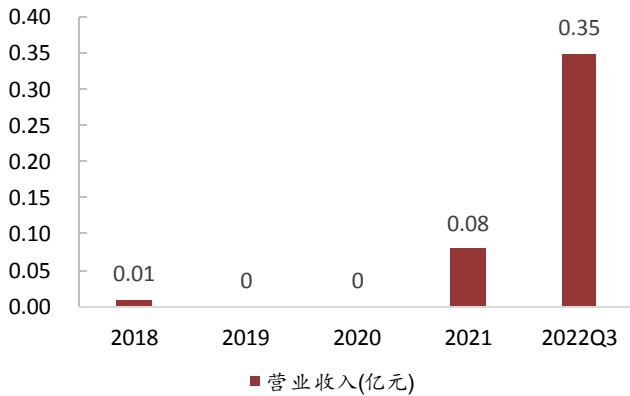
康替唑胺已于中国进入商业化阶段；康替唑胺及 MRX-4 的国际多中心 III 期临床试验正在进行中；MRX-8 正在进行美国 I 期临床试验，并已于中国获批进行临床试验。

**图 3：盟科药业产品管线（截至 2022 年 10 月）**

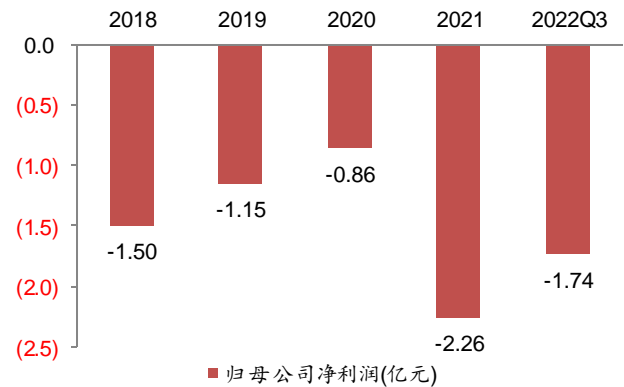
项目	药物类型	主要适应症	早期研发	临床前研究	I期	II期	III期	上市	地区	备注
康替唑胺 (MRX-1)	噁唑烷酮类	复杂性皮肤和软组织感染	[Progress Bar]						中国	2021年6月 NDA获批
		急性细菌性皮肤和皮肤结构感染、糖尿病足感染	[Progress Bar]						全球多中心	国际多中心 III 期进行中
MRX-4	噁唑烷酮类	急性细菌性皮肤和皮肤结构感染、糖尿病足感染	[Progress Bar]						全球多中心	国际多中心 III 期进行中
MRX-8	多黏菌素类	耐药革兰氏阴性菌感染	[Progress Bar]						中国	临床 I 期试验进行中
			[Progress Bar]						美国	临床 I 期试验进行中
MRX-5	噁唑烷酮类	耐药细菌感染	[Progress Bar]							
MRX-7	截短侧耳素		[Progress Bar]							
MRX-15	药物偶联物	肾癌	[Progress Bar]							
MRX-17	药物偶联物	肾炎	[Progress Bar]							
MRX-18	蛋白酶抑制剂	新冠病毒感染	[Progress Bar]							

数据来源：盟科药业官网, 西南证券整理

2021 年公司首个产品康替唑胺实现商业化。公司首款产品康替唑胺于 2021 年 6 月在中国上市销售。2021 年公司实现营业收入 0.08 亿元，2022 年前三季度公司实现营业收入 0.35 亿元。公司目前尚未实现盈利，2019-2022 年前三季度，公司分别实现归母净利润-1.15 亿元、-0.86 亿元、-2.26 亿元和-1.74 亿元。

**图 4：公司近年营业收入**


数据来源: wind, 西南证券整理

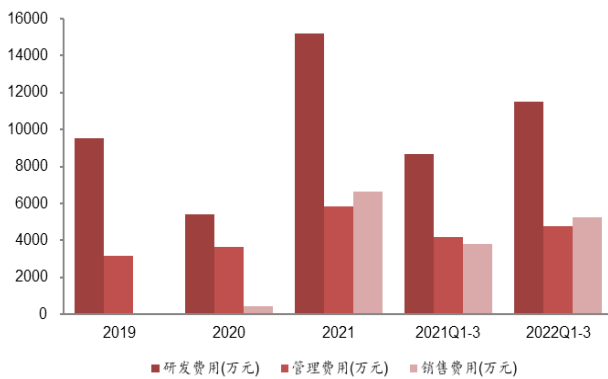
**图 5：公司近年归母净利润**


数据来源: wind, 西南证券整理

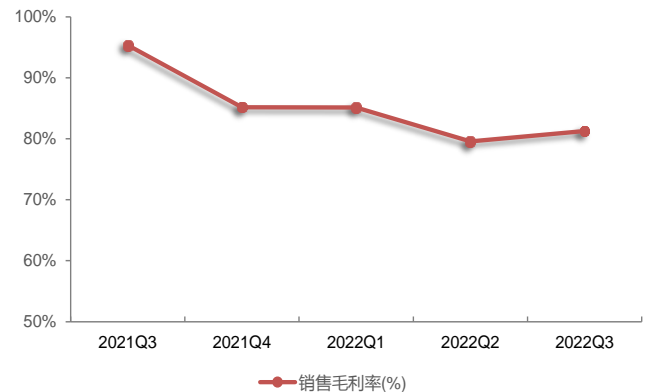
公司近四个季度毛利率在 80%-90%之间，毛利水平较高，符合创新药行业特点。

公司 2019-2021 年研发费用分别为 0.95 亿元、0.54 亿元和 1.52 亿元。其中 2020 年研发费用同比下降，主要系新冠疫情导致 MRX-8 美国 I 期临床入组进度延后，以及康替唑胺中国 III 期临床试验完成，相关投入在 2020 年有所减少。

2022 年前三季度，公司研发费用、销售费用、管理费用分别为 1.1 亿元、0.52 亿元、0.47 亿元。其中研发费用同比增长 32.7%，主要系 MRX-4 序贯康替唑胺全球多中心 III 期临床试验和第二适应症拓展的临床研究等相关投入所致。

**图 6：公司近年费用情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 7：公司单季度毛利率**


数据来源: wind, 西南证券整理

预计公司将积极推进在研管线项目的临床开发。根据盟科药业招股书，未来康替唑胺相关研发投资计划金额约为 5850 万元，主要用于上市后真实世界研究。MRX-4 境内外研发相关投资计划金额约为 6.9 亿元，主要用于国际多中心临床研究。MRX-8 的早期临床研究计划投资金额约为 1.5 亿元。

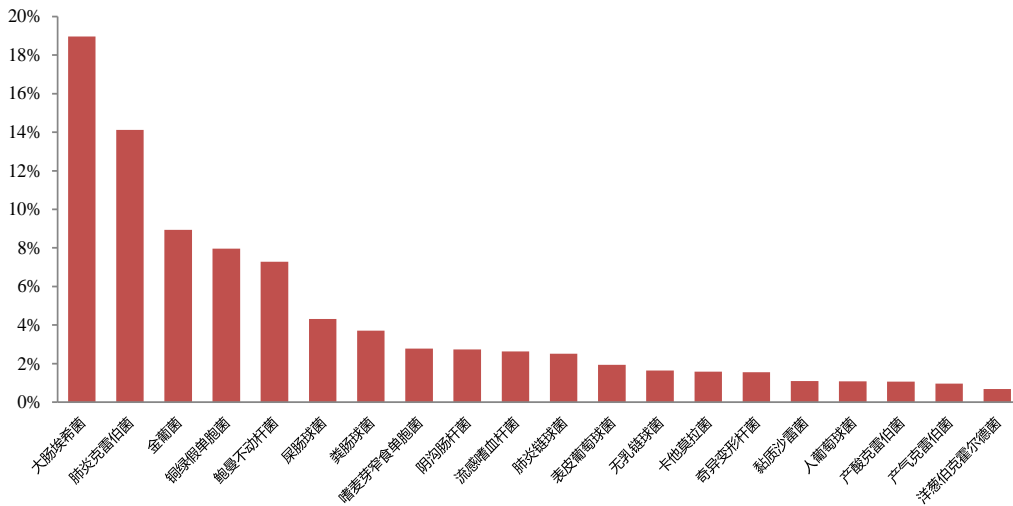
**表 1：公司募投项目**

研发项目	类型	适应症	拟研发内容	总金额 (百万元)	拟使用募集资金 (百万元)
康替唑胺	噁唑烷酮类	复杂性皮肤和软组织感染	在中国开展真实世界研究	58.5	58.5
MRX-4	噁唑烷酮类	急性细菌性皮肤和皮肤软组织感染/糖尿病足感染	中国 I 期临床研究	15.1	7
			国际多中心临床试验，针对糖尿病足感染的 II 期临床研究	426.6	426.6
			国际多中心试针对急性细菌性皮肤和皮肤结构感染的期临床研究	246.3	246.3
MRX-8	多黏菌素类	复杂性尿路感染	美国 I 期临床试验	40.7	35.8
			美国 II 期临床试验	93.5	93.5
			中国 I 期临床试验	18	18
MRX-15	多肽药物偶联物	肾病	临床前的靶向肾病药物研发	23.4	23.4
合计				922	909

数据来源：盟科药业招股书，西南证券整理

## 2 中美抗菌药物市场广阔，创新药更受青睐

抗细菌感染药物广泛用于治疗细菌引起的感染性疾病，迄今已有近 100 年历史。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年中国抗菌药市场规模超过 1000 亿元。

**图 8：301917 株临床分离菌株主要菌种分布**


数据来源：CHINET 数据云，西南证券整理

根据抑菌机制的不同，抗菌药物可分为细胞壁合成抑制剂、细胞膜破坏剂、蛋白合成抑制剂和核酸合成抑制剂等种类。



**表 2：抗菌药按照机制分类**

根据抑菌机制分类	根据化学结构分类
细胞壁合成抑制剂	青霉素类
	头孢菌素类
	碳青霉烯类
	肽类
	单环 $\beta$ -内酰胺类
细胞膜破坏剂	多黏菌素类
蛋白合成抑制剂	大环内酯类
	林可酰胺类
	噁唑烷酮类
	四环素类
	链阳性菌素类
	氨基糖苷类
	氯霉素类
	截短侧耳素类
核酸合成抑制剂	喹诺酮类
	磺胺类
	利福霉素类

数据来源：盟科药业招股书，西南证券整理

随着抗菌药物在全球的使用年限日益增长，细菌对抗菌药的耐药性日益成为人类健康的威胁。细菌对抗菌药耐药是指已有的抗菌药对部分细菌感染的疗效下降，甚至完全失去疗效。根据美国 CDC 指南定义，多重耐药（Multidrug-Resistant）是指细菌对一种以上作用机制的抗菌药产生耐药。

世界卫生组织（WHO）预测，如不采取行动，2050 年抗菌药耐药性将造成 1000 万人死亡，超过癌症造成的死亡人数。2017 年 2 月，WHO 列出 12 种对人类产生最大威胁的多重耐药细菌。

**表 3：多重耐药细菌（重点病原体清单）**

多重耐药细菌(重点病原体清单)	革兰氏染色分类	对新型抗菌药的需迫切程度
鲍曼不动杆菌,碳青霉烯耐药	G-	极为重要
绿脓杆菌,碳青霉烯耐药	G-	
肠杆菌科,碳青霉烯耐药、产超广谱 $\beta$ -内酰胺酶	G-	
屎肠球菌,万古霉素耐药(VRE)	G+	十分重要
金黄色葡萄球菌,耐甲氧西林(MRSA)、万古霉素中介及耐药(VISA 及 VRSA)	G+	
幽门螺杆菌,克拉霉素耐药	G-	
曲状杆菌,氟喹诺酮耐药	G-	
沙门氏菌种,氟喹诺酮耐药	G-	
淋球菌,头孢菌素耐药、氟喹诺酮耐药	G-	

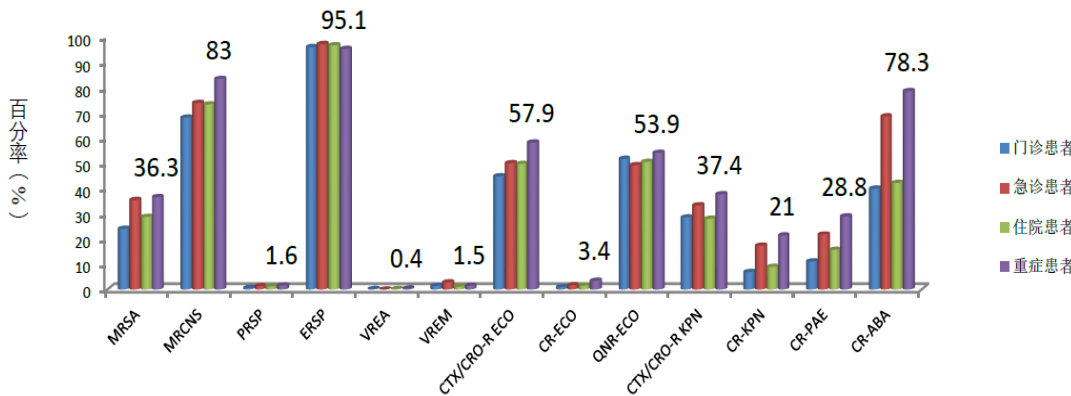
多重耐药菌(重点病原体清单)	革兰氏染色分类	对新型抗菌药的需迫切程度
肺炎链球菌,青霉素不敏感	G+	中等重要
流感嗜血杆菌,氨苄青霉素耐药	G-	
志贺氏菌属,氟喹诺酮耐药	G-	

数据来源: 盟科药业招股书, WHO, 西南证券整理

多重耐药菌可分为革兰阳性菌和革兰阴性菌, 两类细菌在细胞壁结构、致病的毒素种类等方面均有不同。根据 CARSS 全国耐药细菌监测网数据, 2021 年纳入分析的 374.3 万株菌株中, 革兰阳性菌占比 28.9%, 革兰阴性菌占比 71.1%。

从耐药菌检出率来看, 耐甲氧西林的金黄色葡萄球菌 (G+)、耐甲氧西林凝固酶阴性葡萄球菌 (G+)、碳青霉烯类耐药铜绿假单胞菌 (G-)、碳青霉烯类耐药鲍曼不动杆菌 (G-) 等耐药菌的检出率较高, 其产生的耐药问题危害较大。且对于上述细菌来说, 其在急诊患者、重症患者中的检出率较门诊患者、住院患者中更高。

图 9: 301917 株临床分离菌株主要菌种分布



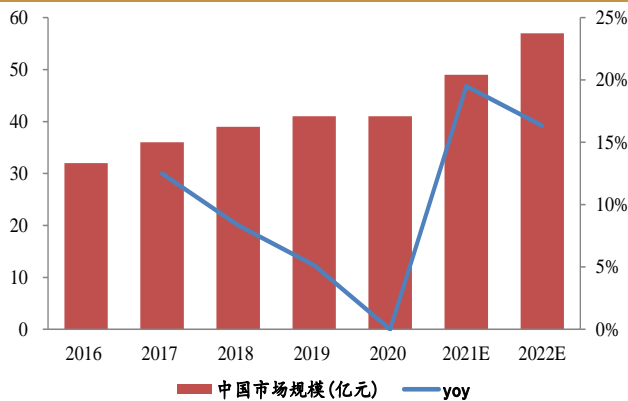
数据来源: CARSS, 西南证券整理。注: MRSA-耐甲氧西林的金黄色葡萄球菌, MRCNS-耐甲氧西林凝固酶阴性葡萄球菌, ERSP-红霉素耐药肺炎链球菌, CTX/CRO-R-ECO-头孢噻肟或头孢曲松耐药大肠埃希菌, QNR-ECO-喹诺酮类耐药大肠埃希菌, CIX/CRO-R-KPN-头孢噻肟或头孢曲松耐药肺炎克雷伯菌, CR-PAE-碳青霉烯类耐药铜绿假单胞菌, CR-ABA-碳青霉烯类耐药鲍曼不动杆菌

## 2.1 抗多重耐药革兰阳性菌药物市场

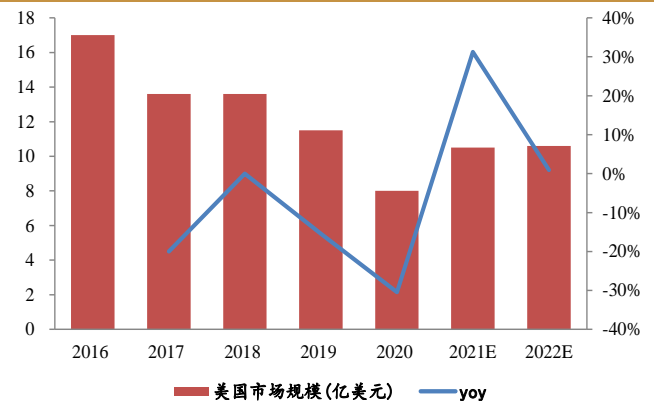
根据盟科药业招股书, 多重耐药革兰阳性菌的抗菌药物, 主要应用于抗耐甲氧西林金黄色葡萄球菌(MRSA)、耐万古霉素肠球菌(VRE)、耐甲氧西林凝固酶阴性葡萄球菌(MRCNS)等细菌引起的严重感染。

根据弗若斯特沙利文, 2020 年我国抗多重耐药革兰阳性菌药物市场规模约 41 亿元, 2016-2020 年复合增速为 6.1%。预计受中国老龄化、社会总体诊疗量增长、抗生素应用水平升级等因素驱动, 2030 年该市场规模有望超过 100 亿元。

根据弗若斯特沙利文, 2020 年美国抗多重耐药革兰阳性菌药物市场规模约 8 亿美元, 2016-2020 年复合增速为-17%。除新冠疫情冲击外, 美国市场规模的下降主要系定价较低的仿制药冲击所致。

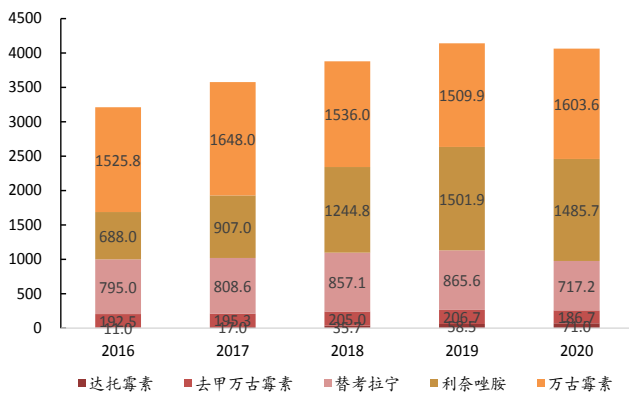
**图 10: 中国抗多重耐药革兰阳性菌药物市场**


数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

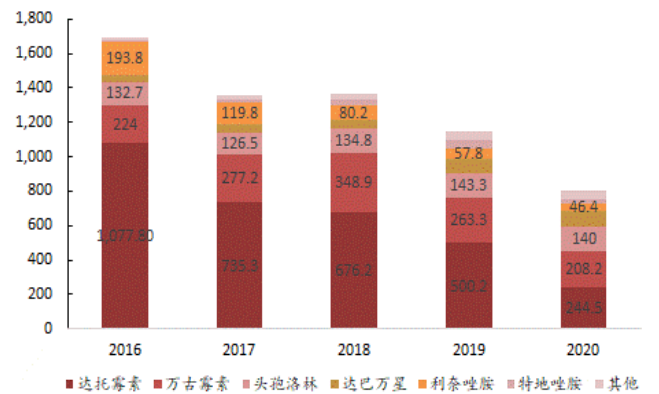
**图 11: 美国抗多重耐药革兰阳性菌药物市场**


数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

美国市场获批的抗多重耐药革兰阳性菌药物种类较多, 其市场份额较高的品种包括达托霉素、万古霉素、头孢洛林。中国市场获批药物种类较少, 以万古霉素、利奈唑胺为主。

**图 12: 中国市场主要抗 G+ 耐药菌药物销售额 (单位: 百万元)**


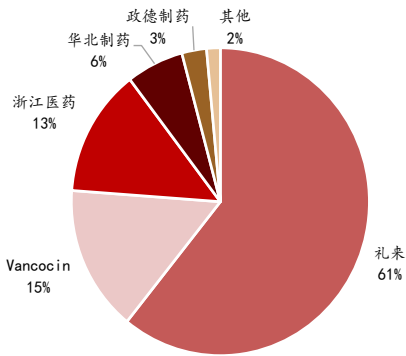
数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

**图 13: 美国主要抗 G+ 耐药菌药物销售额 (单位: 百万美元)**


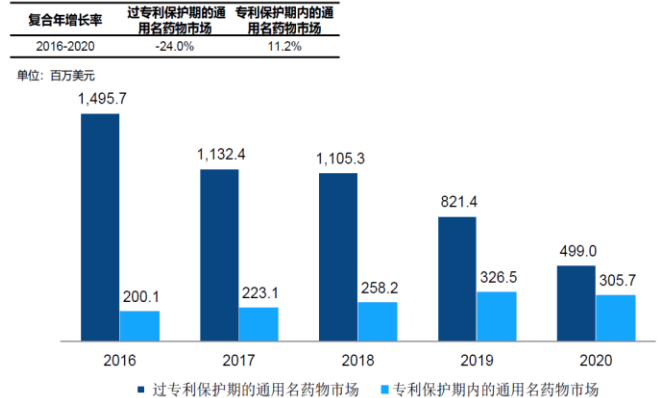
数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

从主要品种内部的格局来看, 美国药物的仿制药产品数量更多。目前国内万古霉素市场集中度较高, 2020 年样本医院共有 7 家企业销售万古霉素, 其中原研企业礼来占比高达 61%, 进口企业市场份额超过 75%。我们预计原研企业市场份额高与获批竞品数量少、用药群体对于国产仿制药认可度较低等因素有关。

美国目前共有 30 余家企业获批万古霉素仿制药, 竞争格局较为激烈。仿制药的大量获批导致产品平均价格下降, 进而导致市场规模下降。2016 年至 2020 年美国已过专利保护期的抗多重耐药革兰阳性菌药物销售额年复合增速为 -24%, 而专利保护期内的药物销售额整体呈现持续增长趋势。

**图 14: 万古霉素 PDB 样本医院销售格局**


数据来源: PDB, 西南证券整理

**图 15: 美国市场主要抗 G+ 耐药菌药物销售额**


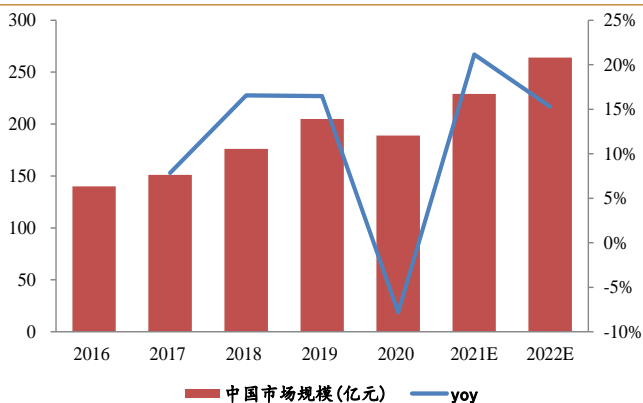
数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

## 2.2 抗多重耐药革兰阴性菌药物市场

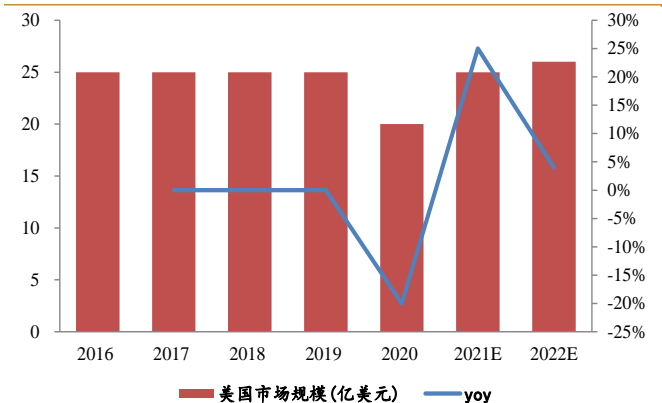
常见的多重耐药革兰阴性菌包括耐碳青霉烯肠杆菌 (CRE)、耐碳青霉烯铜绿假单胞菌 (CRPA) 和耐碳青霉烯鲍曼不动杆菌 (CRAB)。

中国抗多重耐药革兰阴性菌药物市场保持稳定增长。根据弗若斯特沙利文, 2020 年我国抗多重耐药革兰阴性菌药物市场规模约 189 亿元。2016-2020 年复合年增长率为 7.9%。

目前美国抗多重耐药革兰阴性菌药物市场较稳定, 未来创新药物有望驱动市场扩容。根据弗若斯特沙利文, 2019 年美国治疗多重耐药革兰阴性菌感染的抗菌药市场规模约为 25 亿美元, 2016-2019 年这一市场规模保持稳定。2020 年这一市场规模下降至 20 亿美元, 主要系新冠疫情影响。弗若斯特沙利文预计, 随着多款创新的多重耐药革兰阴性菌感染的抗菌药于 2018-2019 年陆续在 FDA 获批上市, 2030 年该市场规模有望增长至 39.7 亿美元。

**图 16: 中国多重耐药革兰阴性菌感染的抗菌药市场**


数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

**图 17: 美国多重耐药革兰阴性菌感染的抗菌药**


数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

抗多重耐药革兰阴性菌药物种类主要包括  $\beta$ -内酰胺类和多黏菌素类。  $\beta$ -内酰胺类抗生素受益于较好的安全性被广泛使用。然而随着耐碳青霉烯的细菌感染在世界范围内广泛出现, 多黏菌素类药物重要性日益上升。

### 3 康替唑胺/MRX-4：新一代噁唑烷酮类抗菌药，安全性优势突出

康替唑胺是新一代噁唑烷酮类抗多重耐药革兰阳性菌药物，为口服剂，于2021年6月获NMPA批准用于治疗皮肤及软组织感染。康替唑胺于2021年通过国家医保谈判，获得国家医保支付支持

MRX-4系基于康替唑胺设计 and 开发的水溶性前药，已开发为注射和口服两种剂型。目前公司已就MRX-4单独用药或联合康替唑胺序贯使用，开展全球多中心III期临床试验。

图 18：康替唑胺产品概况



数据来源：盟科药业官网，西南证券整理

图 19：MRX-4 产品概况



数据来源：盟科药业官网，西南证券整理

#### 3.1 抗多重耐药革兰阳性菌药物应用覆盖多个科室及适应症

抗多重耐药革兰阳性菌药物可应用于多种感染疾病，覆盖多个临床科室，其使用场景较为复杂。

根据《耐甲氧西林金黄色葡萄球菌感染防治专家共识》和《世界卫生组织耐药结核病治疗整合指南（2020年版）解读》，糖肽类和噁唑烷酮类在皮肤及软组织感染、部分菌血症和心内膜炎感染中没有推荐优先级差异，而对于呼吸道感染，指南优先推荐选择噁唑烷酮类抗生素。

表 4：各类感染部位推荐用药

临床常见感染	适用药物类型		专家共识推荐的优先级
	糖肽类	噁唑烷酮类	
皮肤及软组织感染	√	√	住院患者可选用糖肽类或噁唑烷酮类，门诊社区相关性 MRSA 可选用口服噁唑烷酮类
骨、关节感染	√	√	优先选择糖肽类
菌血症和心内膜炎	√	√	可选用糖肽类或噁唑烷酮类治疗 MRSA 菌血症，对于有人工瓣膜的感染性心内膜炎，优先选择糖肽类
呼吸道感染	√	√	可选用糖肽类或噁唑烷酮类，但利奈唑胺治疗 MRSA 引起的呼吸机相关肺炎疗效优于万古霉素
眼部及中枢神经系统感染	√	√	优先选择糖肽类

数据来源：盟科药业招股书，西南证券整理

考虑到不同感染的用药优先级差异，万古霉素及利奈唑胺使用量的科室分布有所差异。另一方面，根据《甲氧西林耐药金黄色葡萄球菌感染的治疗策略——专家共识》，不同适应症的用药天数亦存在一定差异。

**表 5：抗革兰阳性耐药菌药物在 MRSA 感染中的用药天数及科室使用占比**

	骨科	神经外科	血液科	呼吸科		外科监护病区
万古霉素用量占比	42%	28%	4%	3%		9%
利奈唑胺用量占比	11%	9%	6%	35%		7%
<b>适应症</b>	<b>骨关节感染</b>	<b>中枢神经系统感染</b>	<b>血流感染与感染性心内膜炎</b>	<b>肺炎</b>	<b>皮肤和软组织感染</b>	
推荐治疗天数(天)	85~145	14~42	14~42	14~21	7~14	

数据来源：《甲氧西林耐药金黄色葡萄球菌感染的治疗策略——专家共识》，《药学与临床》，西南证券整理。注：用药天数以 MRSA 治疗为例，用药量占比数据来自解放军总医院在 2008-2010 年统计结果

参考利奈唑胺的使用科室及适应症，我们预计心内科、ICU、结核病等科室及适应症的诊疗人次增长，将驱动未来康替唑胺的市场需求持续增长。

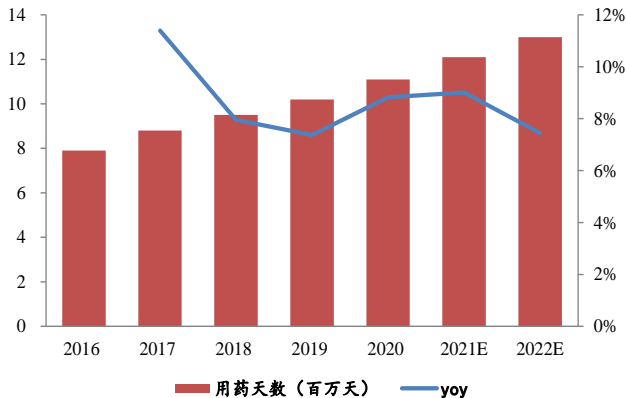
**表 6：抗革兰阳性耐药菌药物在 MRSA 感染中的用药天数及科室使用占比**

科室	门急诊人次（百万人次）			出院人次（百万人次）			住院手术人次（百万人次）		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
内科	795.3	701.4	798.4	58.8	51.3	55.2	6.6	6.3	7.6
外科	356.3	322.4	379.2	39.5	35.8	39.8	21.7	20.4	23.1
传染科	53.2	55.6	70	3.5	2.5	2.6	0.7	0.6	0.7
结核病科	6.2	5.3	-	0.5	0.4		-	-	-
重症医学科	-	24	21	-	1.1	1.1	-	-	-

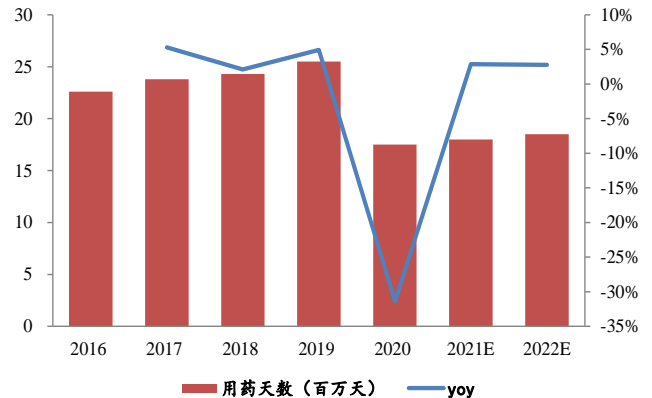
数据来源：《中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

### 3.2 中国抗革兰阳性菌药物用药天数稳定增长

从总用药天数维度看，中美市场多重耐药革兰阳性菌抗菌药使用量均呈上升趋势。2020 年中国多重耐药革兰阳性菌抗菌药总用药天数约为 1100 万天，2016-2020 年复合增长率为 9.3%。另一方面，2020 年美国这一天数约为 1750 万天，主要受到新冠影响而有所下降。2019 年美国用药总天数为 2550 万天，超过中国市场总用药天数。

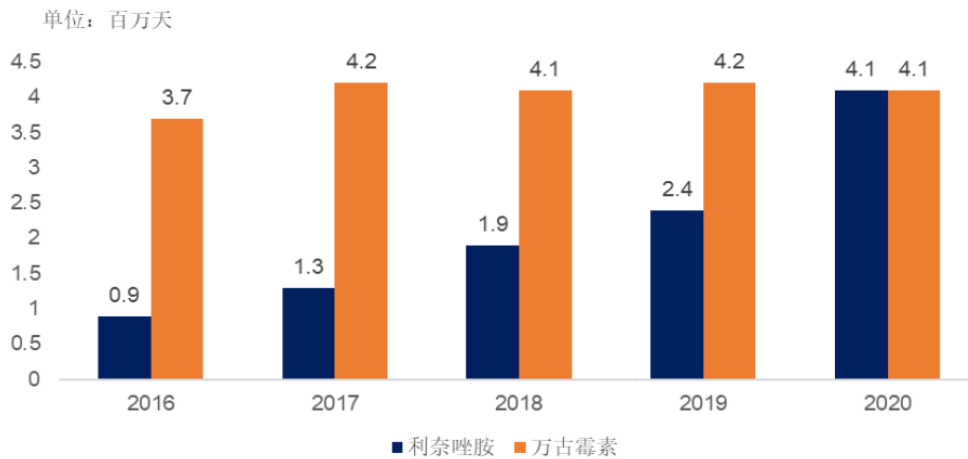
**图 20：中国多重耐药革兰阳性菌抗菌药用药天数**


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

**图 21：美国多重耐药革兰阳性菌感染的抗菌药**


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

随着我国医疗机构就诊量持续增长、院外感染耐药菌检出率提升、耐药菌易感人群持续增长、医院相关科室诊疗水平提升等因素驱动，预计未来相关感染药品需求将持续增长。

**图 22：利奈唑胺、万古霉素用药天数**


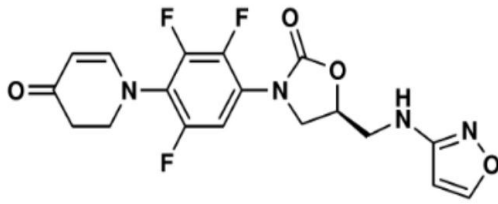
数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

从用药天数来看，目前我国万古霉素使用量已经趋于稳定，2020年万古霉素用药天数410万天，与2019年基本持平。而利奈唑胺用药天数仍处于快速增长中，2020年利奈唑胺用药天数410万天，同比增长约70%。

### 3.3 康替唑胺及 MRX-4 具备显著优势

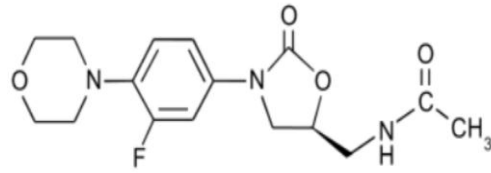
康替唑胺在利奈唑胺结构的基础上有所改进，其与人体组织及细胞的结合活性较弱，与细菌的结合特异性更强，故其具备一定优势。

图 23：康替唑胺化学结构式



数据来源：药品说明书，西南证券整理

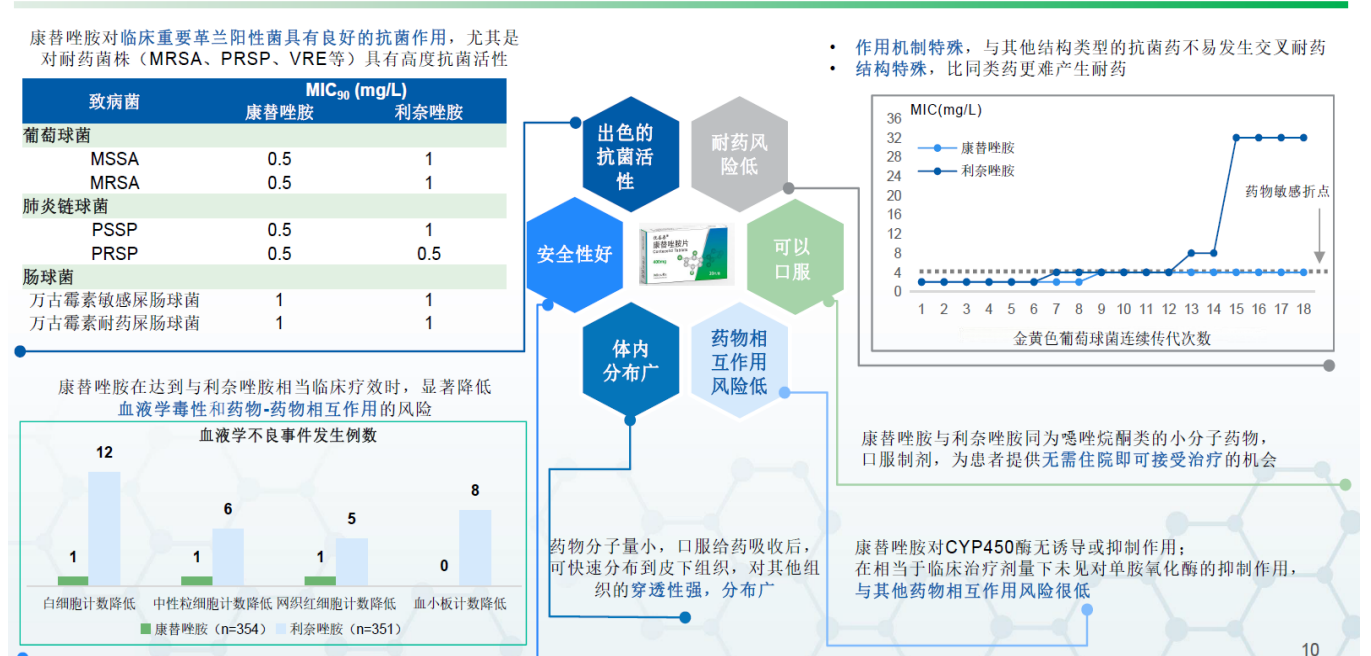
图 24：利奈唑胺化学结构式



数据来源：药品说明书，西南证券整理

康替唑胺具备多种竞争优势：1) 广泛而突出的抗菌效果；2) 较利奈唑胺明显提升的安全性；3) 较万古霉素更广泛的组织分布等。

图 25：康替唑胺机制优势



数据来源：盟科药业官网，西南证券整理

从上市前临床研究来看，康替唑胺抗感染的有效性不输于利奈唑胺。根据康替唑胺在中国的III期临床研究，在治愈检验（治疗后7~14天，TOC）访视时，全分析人群（FAS）中，康替唑胺片和利奈唑胺片组临床可评估患者的治愈率分别为92.8%和93.4%，试验结果达到了大于非劣效界值（-10%）的主要疗效指标。

表 7：康替唑胺III期临床研究有效性结果

		康替唑胺 n/N(%)	利奈唑胺 n/N(%)	治愈率差异(%95CI)
FAS	临床评估 FAS 人群	271/292(92.8)	384/304(93.4)	-0.6(-4.68,3.46)
	TOTAL	271/333 (81.4)	284/336(84.5)	-3.1(-8.84,2.55)
	伤口感染	19/27(70.4)	24/25 (96.0)	-25.6(ND)
	皮肤脓肿	127/147(86.4)	120/141(85.1)	1.3(-6.79,9.37)
	蜂窝织炎	125/159(78.6)	140/170(82.4)	-3.7(-12.31,4.83)



		康替唑胺 n/N(%)	利奈唑胺 n/N(%)	治愈率差异(%95CI)
CE	TOTAL	267/295 (90.5)	282/313(90.1)	0.4(-4.29,5.12)
	伤口感染	18/22(81.8)	24/25(96.0)	-14.2(ND)
	皮肤脓肿	125/135(92.6)	120/135 (88.9)	3.7(-3.2,10.6)
	蜂窝织炎	124/138(89.9)	138/153(90.2)	-0.3(-7.24,6.56)
mFAS	TOTAL	100/120(83.3)	98/112(87.5)	-4.2(-13.22,4.89)
	MRAS 感染者	15/17(88.2)	12/13(92.3)	4.1(-25.15,17.01)
ME	TOTAL	97/108(89.8)	98/110(89.1)	0.7(-7.43,8.88)
	MRAS 感染者	13/14(92.9)	12/13(92.3)	0.6(-19.25,20.34)

数据来源:《Antimicrob Chemo.Ther》, 西南证券整理

另一方面,康替唑胺抗感染的安全性显著优于利奈唑胺。临床研究表明,使用康替唑胺治疗后发生白细胞计数降低、中性粒细胞计数降低、血小板计数降低的比例均显著低于利奈唑胺。表明康替唑胺更少发生骨髓抑制相关的不良事件。

表 8: 康替唑胺 III 期临床研究安全性结果

系统/器官分类	发生率≥1%的与研究药物相关的实验室检查异常	
	康替唑胺 800mg(N=354)	利奈唑胺 600mg(N=351)
各类检查	%	%
丙氨酸氨基转移酶升高	9.6	10.5
天门冬氨酸氨基转移酶升高	6.8	5.7
血尿酸升高	1.7	0
血胆红素升高	1.1	1.1
白细胞计数降低	0.3	3.4
中性粒细胞计数降低	0.3	1.7
网织红细胞计数降低	0.3	1.4
血小板计数降低	0	2.3

数据来源:盟科药业招股书, 西南证券整理

#### 受益于明确的治疗效果及显著的安全性优势, 康替唑胺潜在增长空间广阔:

- 1) 康替唑胺安全性好于利奈唑胺, 对于用药监测的要求较少, 因此相比后者用药更为便利安全;
- 2) 康替唑胺在血液科、ICU、感染科、心胸外科等科室相关适应症的适用性不输万古霉素; 在骨科、神外等科室可拓展空间较大; 而受益于其机制及差异化设计, 耐药结核、耐药局引发的脑膜炎等都有可能成为潜在的独家适应症。
- 3) 根据《甲氧西林耐药金黄色葡萄球菌感染的治疗策略——专家共识》, 万古霉素 MIC 有逐渐上升趋势(万古霉素 MIC 漂移)。有报道 2002-2005 年, 血流感染者 MRSA 分离株中, 万古霉素 MIC 平均值自 0.9mg/L 增高至 1.4mg/L。万古霉素 MIC 漂移将导致其治疗效果下降, 如提升用药剂量则会加大对患者的肾毒性。再考虑到万古霉素较长的应用历史及潜在的耐药风险, 未来康替唑胺有望对万古霉素形成一定替代。

**表 9：主要多重耐药革兰阳性菌药物对比**

药物名称	原研公司	获批时间	剂型	适应症	指南推荐	医保情况	价格
万古霉素	礼来	FDA: 1986 年 NMPA: 2000 年	口服* /注射	甲氧西林耐药的葡萄球菌引起的感染，心内膜炎、骨髓炎、败血症或软组织感染等	骨关节感染、部分心内膜炎、部分肺炎、神经系统感染、泌尿系统感染等优先使用	已入医保	444 元/日
利奈唑胺	辉瑞	FDA: 2000 年 NMPA: 2006 年	□服 /注射	皮肤和皮肤软组织感染、肺炎、万古霉素耐药的屎肠球菌感染等	结核分枝杆菌仅可使用噁唑烷酮类抗菌药物	已入医保，限万古霉素后二线治疗	31.25 元/日 (集采中标价)
特地唑胺	默沙东	FDA: 2014 年 NMPA: 2019 年	□服 /注射	成人急性细菌性皮肤和皮肤结构感染		未入医保	-
康替唑胺	盟科药业	NMPA: 2021 年	□服	复杂性皮肤和软组织感染		已入医保，仅应用于敏感菌	472 元/日

数据来源：盟科药业招股书，医药魔方，西南证券整理。注：万古霉素口服剂型尚未获 NMPA 批准 万古霉素用药日费用=剂量 (2g/日)\*单价 (111 元/500mg/片)

### 3.4 全球多中心 III 期临床启动，海外市场拓展可期

公司已启动注射用 MRX-4 序贯康替唑胺片的全球多中心 III 期临床试验。该临床试验针对急性细菌性皮肤及皮肤组织感染和糖尿病足感染两个适应症，计划在全球分别入组 700 例及 865 例受试者。

目前糖尿病足适应症已于美国 Harbor-UCLA Medical Center 开始患者招募，急性细菌性皮肤及皮肤组织感染尚未公布临床试验方案。考虑到 DFI 适应症的入组进展，我们估计上述两项临床研究有望在 2025-2026 年完成并向 FDA 递交上市申请。

**表 10：全球多中心三期临床-糖尿病足 (DFI) 适应症临床试验设计**

指标	内容
适应症	中重度糖尿病足感染
N	865
分组及干预	实验组：MRX-4 序贯康替唑胺，连续给药 14-28 天，每日 2 次
	对照组：利奈唑胺，连续给药 14-28 天，每日 2 次
主要临床终点	DFI 缓解或无需进一步治疗的患者比例，治疗后第 35 天评估
	治疗第 28-35 天期间，患者报告的不良事件
	血细胞计数
	心率
入组标准	IWGDF DFI 足部感染 3-4 级，入组前 2 周内急性发作或症状恶化

数据来源：ClinicalTrials.com，西南证券整理

### 3.5 公司康替唑胺/MRX-4 销售额有望超过 20 亿元

假设：1) 参考弗若斯特沙利文数据，我们假设中国抗革兰阳性菌药物总用药天数在 2031 年达到 2300 万天以上，康替唑胺及 MRX-4 占比为 23%，目前日均费用为 470 元/天，未来每 2 年降价 10%；2) MRX-4 糖尿病足感染适应症的全球三期临床已于 2022 年开始，考虑

到相关适应症的入组难度，假设康替唑胺及 MRX-4 在美国于 2026 年获批上市，美国日均费用为 1000 元，盟科通过海外合作伙伴实现在美国的销售，收入分成比例为 18%；3) 暂不考虑该产品在其他国家和地区的销售额。预计康替唑胺/MRX-4 中美两国销售额有望在 2031 年达到 20 亿元。

表 11：康替唑胺/MRX-4 销售额预测

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
<b>中国市场</b>										
抗 G+耐 药菌治疗总天数 (万天)	1300	1390	1500	1610	1700	1800	1910	2020	2140	2247
康替唑胺占比	1%	2%	2%	5%	8%	11%	14%	17%	20%	23%
日均费用 (元)	470	470	423	423	381	381	343	343	308	308
中国市场销售额 (百万元)	49	100	127	341	518	754	916	1177	1320	1594
<b>美国市场</b>										
抗 G+耐 药菌治疗总天数 (万天)	1850	1900	1950	2010	2070	2140	2210	2280	2350	2397
康替唑胺占比					1%	1%	3%	5%	7%	9%
日均费用 (元)					1000	1000	1000	1000	1000	1000
美国市场销售额 (百万元)					207	214	663	1140	1645	2157
分成比例					18%	18%	18%	18%	18%	18%
美国市场分成 (百万元)					37	39	119	205	296	388
总销售额 (百万元)	47	100	127	341	555	792	1036	1382	1616	1982

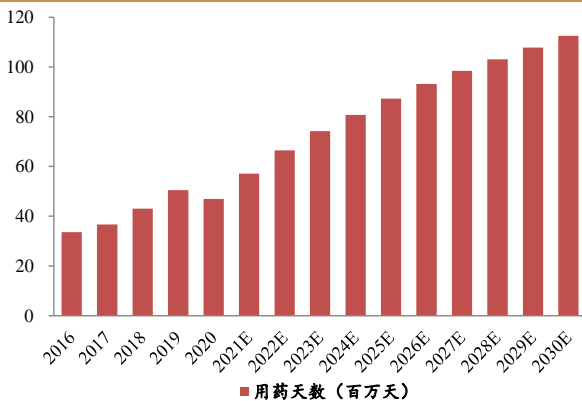
数据来源：西南证券整理

## 4 MRX-8：差异化设计的多黏菌素类药物，市场空间广阔

### 4.1 抗多重耐药革兰阴性菌药物使用天数增长潜力巨大

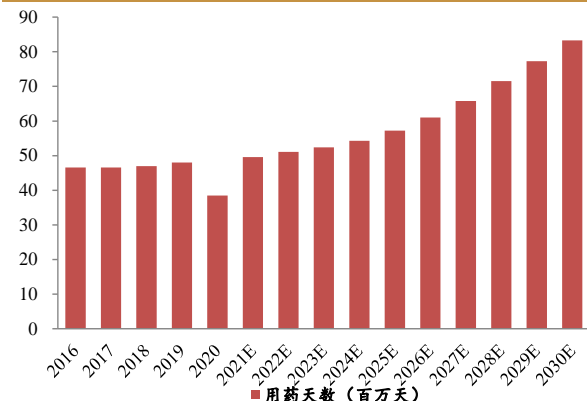
多重耐药革兰阴性菌药物市场广阔，其需求量较阳性菌更高。2020 年中国多重耐药革兰阴性菌药物总治疗天数为 4690 万天，2016-2020 年复合增长率为 8.8%。同期美国总治疗天数为 3850 万天。

图 26：中国治疗多重耐药革兰阴性感染的抗菌药治疗天数



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 27：美国治疗多重耐药革兰阴性感染的抗菌药治疗天数

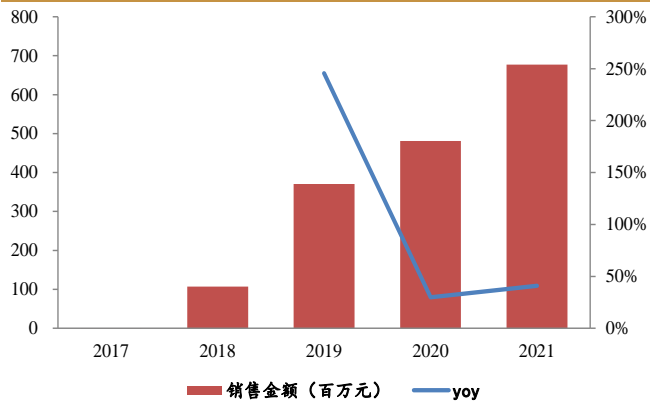


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

## 4.2 MRX-8 有望改善多黏菌素类药物的肾毒性问题

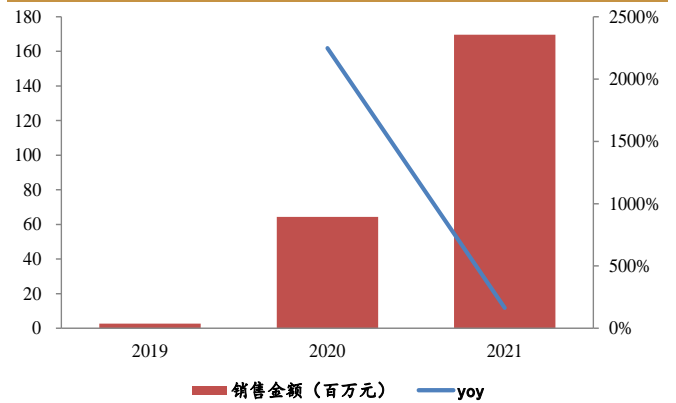
目前多黏菌素类药物在多重耐药革兰阴性菌治疗中地位日益提升,相关产品销售额快速增长。

图 28: 上海医药注射用硫酸多黏菌素 B 样本医院销售额



数据来源: PDB, 西南证券整理

图 29: 上海医药注射用硫酸黏菌素样本医院销售额



数据来源: PDB, 西南证券整理

目前国内多黏菌素类抗生素产品获批数量较少,上市时间不长,仍处于快速增长期。

表 12: 中国境内已上市的注射用多黏菌素类的抗菌药情况

药物名称	商品名	公司名称	上市时间	医保情况
注射用硫酸黏菌素	/	上海新亚药业	2018	已入医保
注射用硫酸多黏菌素 B	雅乐	上药第一生化	2017	已入医保
注射用多黏菌素 E 甲磺酸钠	/	正大天晴药业	2021	未入医保
注射用多黏菌素 E 甲磺酸钠	/	江苏奥赛康药业	2021	未入医保

数据来源: 盟科药业招股书, 医药魔方, 西南证券整理

多黏菌素类药物普遍具有较大的肾毒性。目前已获批的多黏菌素类药物肾毒性较强,限制了其使用量的增长。

表 13: 多种耐药革兰阴性菌感染各类别抗菌药物对比

	MRX-8	多黏菌素(多黏菌素 B、多黏菌素 E 甲磺酸钠)	头孢菌素+β 内酰胺酶抑制剂	替加环素
类别	多黏菌素衍生物	多黏菌素	β 内酰胺酶抑制剂组合	四环霉素
剂型	静脉注射	静脉注射	静脉注射	静脉注射
潜在适应症	cUTI cIAI HABP VABP	由多重耐药绿脓杆菌、鲍曼不动杆菌及肠内细菌科引起的感染	cUTI cIAI HABP VABP	cIAI cSSSI CABP
安全性	潜在降低肾毒性	肾毒性 神经毒性	严重过敏 持续出现细菌耐药性	增加全因死亡率 肝脏衰竭 胰腺炎

数据来源: 盟科药业招股书, 医药魔方, 西南证券整理

**MRX-8 具备差异化设计，有望改善多黏菌素类药物的效果。**MRX-8 基于多黏菌素类药物存在的安全性和生产工艺问题进行了针对性开发，公司引入了创新的“软药”设计思路，并建立了肾毒性的评价模型，结合抗菌活性筛选，同步进行结构—活性关系与结构—毒性关系研究，最终得到了兼具有效性和安全性的 MRX-8 分子。

从临床数据来看，MRX-8 对多种革兰阴性菌展现出广泛强力的抗菌效果。

**表 14：MRX-8 与现有药物对部分美国临床分离得到的革兰阴性菌的抗菌活性对比**

致病菌	MRX-8	MIC90(mg/L) 多黏菌素 B	替加环素
大肠杆菌	0.25	0.25	0.25
肺炎克雷伯菌	0.25	0.25	0.5
柠檬酸杆菌	0.12	0.5	0.5
产气肠杆菌	0.25	0.25	0.5
产酸克雷伯菌	0.12	0.25	0.25
鲍曼不动杆菌	2	0.5	4
铜绿假单胞菌	1	0.5	>8

数据来源：盟科药业招股书，医药魔方，西南证券整理

**MRX-8 对于碳青霉烯耐药阴性菌的抗菌活性良好。**

**表 15：MRX-8 对部分碳青霉烯 (美罗培南) 耐药阴性菌的活性**

致病菌		MRX-8	MIC90(mg/L) 多黏菌素 B	美罗培南
铜绿假单胞菌	UNT152-1	2	2	4
	UNT133-1	2	1	>64
肺炎克雷伯菌	UNT023-1	0.5	1	32
	UNT170-1	0.5	1	32
鲍曼不动杆菌	UNT192-1	2	2	64
	UNT193-1	1	1	16

数据来源：盟科药业招股书，医药魔方，西南证券整理

**另一方面，MRX-8 有望显著降低多黏菌素类药物的肾毒性。**公司在早期药物筛选阶段通过体外 HK-2 试验进行肾毒性分析显示，MRX-8 对肾细胞的半数抑制浓度大于 200M，无显著毒性。在动物毒理研究中，相同剂量的多黏菌素 B 可导致肾毒性相关生物标记物的显著升高，而 MRX-8 未观察到此现象，即 MRX-8 的肾毒性相比现有多黏菌素类药物显著降低。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 关键假设与收入预测

**假设 1:** 参考弗若斯特沙利文数据, 我们假设中国抗革兰阳性菌药物总用药天数在 2031 年达到 2300 万天以上, 康替唑胺及 MRX-4 占比为 23%, 目前日均费用为 470 元/天, 未来每 2 年降价 10%;

**假设 2:** MRX-4 糖尿病足感染适应症的全球三期临床已于 2022 年开始, 考虑到相关适应症的入组难度, 假设康替唑胺及 MRX-4 在美国于 2026 年获批上市, 美国日均费用为 1000 元, 盟科通过海外合作伙伴实现在美国的销售, 收入分成比例为 18%;

**假设 3:** 目前 MRX-8 处于 I 期临床研究阶段, 根据临床开发进度, 假设该产品于 2028 年在中美实现上市销售, 产品日均费用为 1500 元, 盟科通过海外合作伙伴实现在美国的销售, 收入分成比例为 18%。

表 16: 产品收入预测

产品		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
康替唑胺 /MRX-4	收入 (百万元)	47	100	127	341	555	792	1036	1382	1616	1982
	同比增长率		110%	27%	168%	63%	43%	31%	33%	17%	23%
MRX-8	收入 (百万元)	-	-	-	-	-	-	153	353	519	735
	同比增长率	-	-	-	-	-	-	-	130.4%	46.8%	41.7%

数据来源: Wind, 西南证券

### 5.2 绝对估值

FCFF 估值法测算公司绝对估值, 相关假设如下:

表 17: 绝对估值假设项目

估值假设	数值
永续期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	3.00%
市场组合报酬率 Rm	8.50%
有杠杆 $\beta$	0.98
债务资本比重 Wd	10.00%
债务资本成本 Kd	5.00%
有效税率 Tx	25.00%
股权资本成本 Ke	8.39%
WACC	7.93%

数据来源: 西南证券

**表 18: FCFF 估值敏感性分析**

WACC 永续增长率	6.43%	6.93%	7.43%	7.93%	8.43%	8.93%	9.43%
0.4%	18.29	16.36	14.73	13.33	12.12	11.07	10.16
0.6%	18.76	16.74	15.03	13.58	12.33	11.25	10.30
0.8%	19.26	17.14	15.36	13.85	12.55	11.44	10.46
1.0%	19.80	17.57	15.71	<b>14.13</b>	12.79	11.63	10.62
1.2%	20.38	18.03	16.07	14.43	13.03	11.83	10.79
1.4%	21.01	18.52	16.47	14.75	13.29	12.05	10.97
1.6%	21.69	19.05	16.89	15.09	13.57	12.28	11.16

数据来源: 西南证券

假设加权平均资本成本为 7.93%, 永续增长率为 1%, FCFF 估值法测算公司绝对估值, 每股内在价值约为 14.13 元。

## 5.3 相对估值

盟科药业目前拥有一款商业化产品康替唑胺, 以及 MRX-4、MRX-8 等多款在研药物。考虑到公司目前仍处于亏损状态, 不适用于 PE 估值方法, 更适合 PS 估值方法, 我们选取同处商业化起步阶段的 Biotech 类公司作为可比公司, 包括百利天恒、益方生物、迪哲医药等。上述公司 2023 年平均 PS 为 85 倍。盟科药业产品临床价值明确, 出海预期较高, 成长确定性强, 给予公司 2023 年 85 倍 PS, 对应目标价 12.94 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表 19: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	PS		
			2021A	2022E	2023E
688506.SH	百利天恒-U	324	41	53	58
688382.SH	益方生物-U	110	-	169	104
688192.SH	迪哲医药-U	209	-	-	92
平均值					85
688373.SH	盟科药业-U	66	-	-	70

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

产品临床研发进度不及预期风险、产品商业化销售收入不及预期风险、行业竞争格局恶化风险、政策风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7.66	47.49	99.96	126.91	净利润	-226.27	-158.24	-449.69	-281.71
营业成本	0.58	7.12	10.00	11.42	折旧与摊销	2.15	26.16	26.16	26.16
营业税金及附加	0.03	0.00	0.00	0.00	财务费用	3.22	-0.43	-4.00	-0.13
销售费用	66.22	66.49	154.94	139.60	资产减值损失	-0.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	58.16	180.47	489.80	329.95	经营营运资本变动	-12.00	2.93	-3.29	-0.71
财务费用	3.22	-0.43	-4.00	-0.13	其他	52.10	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-0.18	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-180.98</b>	<b>-129.57</b>	<b>-428.81</b>	<b>-257.38</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-65.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	10.53	0.00	0.00	0.00	其他	87.63	-673.64	700.00	270.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>22.20</b>	<b>-673.64</b>	<b>700.00</b>	<b>270.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-256.15</b>	<b>-206.16</b>	<b>-550.78</b>	<b>-353.94</b>	短期借款	50.08	-50.08	0.00	0.00
其他非经营损益	29.92	20.00	21.73	22.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-226.23</b>	<b>-186.16</b>	<b>-529.05</b>	<b>-331.42</b>	股权融资	45.39	959.73	0.00	0.00
所得税	0.04	-27.92	-79.36	-49.71	支付股利	-82.90	45.25	31.65	89.94
净利润	-226.27	-158.24	-449.69	-281.71	其他	15.11	-18.48	-11.38	-10.44
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>27.68</b>	<b>936.43</b>	<b>20.27</b>	<b>79.50</b>
归属母公司股东净利润	-226.27	-158.24	-449.69	-281.71	<b>现金流量净额</b>	<b>-131.30</b>	<b>133.21</b>	<b>291.46</b>	<b>92.12</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	145.52	278.73	570.19	662.31	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	15.19	20.30	41.98	55.52	销售收入增长率	—	520.00%	110.48%	26.96%
存货	11.01	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	-164.54%	19.51%	-167.16%	35.74%
其他流动资产	337.87	1000.00	300.00	30.00	净利润增长率	-162.11%	30.07%	-184.19%	37.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-167.80%	28.05%	-192.98%	37.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	66.45	40.54	14.63	-11.29	毛利率	92.45%	85.00%	90.00%	91.00%
无形资产和开发支出	0.84	0.77	0.70	0.63	三费率	1665.71%	519.10%	641.00%	369.90%
其他非流动资产	71.66	71.48	71.30	71.11	净利率	-2953.91%	-333.18%	-449.88%	-221.98%
<b>资产总计</b>	<b>648.54</b>	<b>1411.82</b>	<b>996.79</b>	<b>807.29</b>	ROE	-51.62%	-12.30%	-51.80%	-41.65%
短期借款	50.08	0.00	0.00	0.00	ROA	-34.89%	-11.21%	-45.11%	-34.90%
应付和预收款项	16.93	18.59	36.98	49.81	ROIC	824.94%	355.10%	792.70%	448.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-3273.90%	-379.91%	-528.82%	-258.38%
其他负债	143.16	107.04	91.67	81.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>210.17</b>	<b>125.64</b>	<b>128.66</b>	<b>130.92</b>	总资产周转率	0.01	0.05	0.08	0.14
股本	525.21	655.21	655.21	655.21	固定资产周转率	4.91	-4.52	-2.74	-2.04
资本公积	636.77	1466.50	1466.50	1466.50	应收账款周转率	10.81	6.06	4.23	3.17
留存收益	-722.55	-835.53	-1253.57	-1445.34	存货周转率	0.07	1.29	—	—
归属母公司股东权益	438.37	1286.18	868.14	676.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.14%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>438.37</b>	<b>1286.18</b>	<b>868.14</b>	<b>676.37</b>	资产负债率	32.41%	8.90%	12.91%	16.22%
负债和股东权益合计	648.54	1411.82	996.79	807.29	带息债务/总负债	23.83%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.41	69.87	24.61	14.99
					速动比率	5.29	69.87	24.66	15.01
					股利支付率	-36.64%	28.60%	7.04%	31.93%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.35	-0.24	-0.69	-0.43
					每股净资产	0.67	1.96	1.32	1.03
					每股经营现金	-0.28	-0.20	-0.65	-0.39
					每股股利	0.13	-0.07	-0.05	-0.14
业绩和估值指标									
EBITDA	-250.78	-180.43	-528.61	-327.90					
PE	-28.96	-41.41	-14.57	-23.26					
PB	14.95	5.09	7.55	9.69					
PS	855.36	137.96	65.55	51.63					
EV/EBITDA	-19.03	-28.84	-10.62	-17.66					
股息率	1.27%	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn