

奥锐特 (605116.SH) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2022年08月27日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 23.60

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

联系人: 李建

电话:

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	721.44	803.36	1056.41	1333.53	1644.10
增长率 yoy%	24.04%	11.36%	31.50%	26.23%	23.29%
净利润 (百万元)	157.23	168.71	214.88	281.14	367.69
增长率 yoy%	-15.53%	7.31%	27.37%	30.83%	30.79%
每股收益 (元)	0.39	0.42	0.54	0.70	0.92
每股现金流量	0.53	0.50	0.53	0.43	0.80
净资产收益率	11.35%	11.20%	12.87%	15.34%	17.98%
P/E	60.19	56.09	44.04	33.66	25.74
PEG	-3.88	7.68	1.61	1.09	0.84
P/B	6.83	6.28	5.67	5.16	4.63

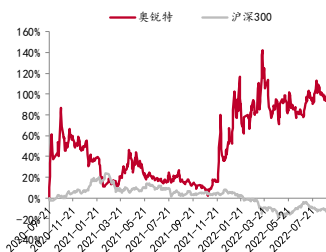
备注: 数据截至 2022.08.27

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2022 年中报, 上半年实现营业收入 5.09 亿元, 同比增长 26.67%, 归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 40.69%, 扣非净利润 1.13 亿元, 同比增长 43.92%。
- **优势原料药加速商业化, 22Q2 收入再创单季度历史新高。** 上半年公司克服疫情、原材料涨价等不利因素影响, 扎实推动提质增效, 收入、利润均取得较快增长, 我们预计主要受核心产品女性健康类 (地屈孕酮)、呼吸系统类 (丙酸氟替卡松)、抗肿瘤类产品 (醋酸阿比特龙)、心血管类 (依普利酮) 等快速增长带动; 利润端增速快于收入端, 主要由于高毛利产品逐步放量、费用下降等因素所致。展望下半年, 在优势原料药品种商业化加速、市场持续拓展带动下, 公司业绩有望延续快速增长态势。
- **分业务: 优势原料药带动 API 持续增长, 制剂收获在即, 推进新产能建设。** **API:** 核心品种持续放量, 带动业绩增长。公司积极推进产品国内外注册、新产能建设, 不断提升全球竞争力, **产品注册方面,** 上半年递交了 5 个国外 API 注册, 1 个产品通过美国 FDA 审评。**新产能建设方面,** 2022 年 6 月, 年产 308 吨特色原料药项目开始建设, 预计 2024 年底完工申请验收; 扬州奥锐特二期项目新建普拉睾酮等 7 个原料药产品生产线, 2022 年 3 月陆续开始试生产, 6 月通过安全及环保竣工验收, 预计 8 月进行职业健康竣工验收; 2022 年 3 月, 扬州奥锐特三期开始建设, 其中包括年产 300 公斤司美格鲁肽原料药项目, 计划 2023 年 5 月完成建设。**制剂:** 地屈孕酮片 (单方) 已报 CDE 审批, 有望今年国内首仿上市, 复方制剂预计明年报批。地屈孕酮是公司 API 制剂一体化品种, 竞争格局较好, 目前仅原研雅培与奥锐特具备商业化生产 API 的能力, 公司凭借 API 制剂一体化优势有望与原研共享庞大市场。
- **费用率: 核心产品放量带动毛利率提升, 研发投入持续增加。** **毛利率:** 22H1、22Q2 毛利率分别为 51.47% (同比 2021+1.88pp)、48.30% (环比 Q1-7.35pp), 22Q2 毛利率下降预计主要因为产品结构的变化。**费用率:** 2022H1 销售费用率 3.85% (同比 2021 +0.15pp, 下同), 管理费用率 10.87% (-2.36pp), 财务费用率 -2.95% (-2.99pp); 22Q2 销售费用率 3.55% (环比 22Q1 -0.68pp, 下同), 管理费用率 9.11% (-4.09pp), 财务费用率 -5.34% (-5.56pp)。费用率下降主要由于收入快速增加, 以及人民币汇率 22Q2 的贬值带来汇兑收益所致。**研发投入:** 2022H1 研发费用 5550 万元 (同比+98.47%), 占收入比例 10.91% (同比+3.95pp); 22Q2 研发费用 2332 万元 (同比+42.88%), 占收入比例 8.04% (+0.46pp)。公司持续加大研发投入, 有序推进各研发项目, 目前有 24 个产品处于研发阶段, 除小分子化学药之外, 公司积极布局寡核苷酸药物和多肽药物, 打造未来新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年收入 10.56、13.34 和 16.44 亿元, 同比增长 31.50%、26.23%和 23.29%, 归母净利润 2.15、2.81 和 3.68 亿元, 同比增长 27.37%、30.83%和 30.79%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 44/34/26 倍。考虑公司技术扎实, 重点品种持续发力, 已申报大品种市场前景广阔, 同时储备项目丰富, 募投及扩充产能有望远期增厚业绩, 并积极延伸至制剂、多肽、小核酸药物 CRO/CDMO 领域打开成长空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 新产品和新工艺开发风险; 国际贸易环境变化风险; 环保与安全生产风险; 汇率波动风险; 公开资料信息滞后或更新不及时风险。

**基本状况**

总股本(百万股)	401.00
流通股本(百万股)	77.33
市价(元)	23.60
市值(百万元)	9,463.60
流通市值(百万元)	1,825.02

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 奥锐特(605116.SH)-公司点评: 扩充产能丰富产品线, 竞争力持续提升-20220315
- 2 奥锐特(605116.SH)-2021 年报 & 2022 年一季报点评: 核心产品表现亮眼, 持续投入奠定中长期成长性-20220430
- 3 奥锐特(605116.SH)-深度研究报告: 厚积薄发, 重磅品种陆续发力, 静待收获-20210919

## 内容目录

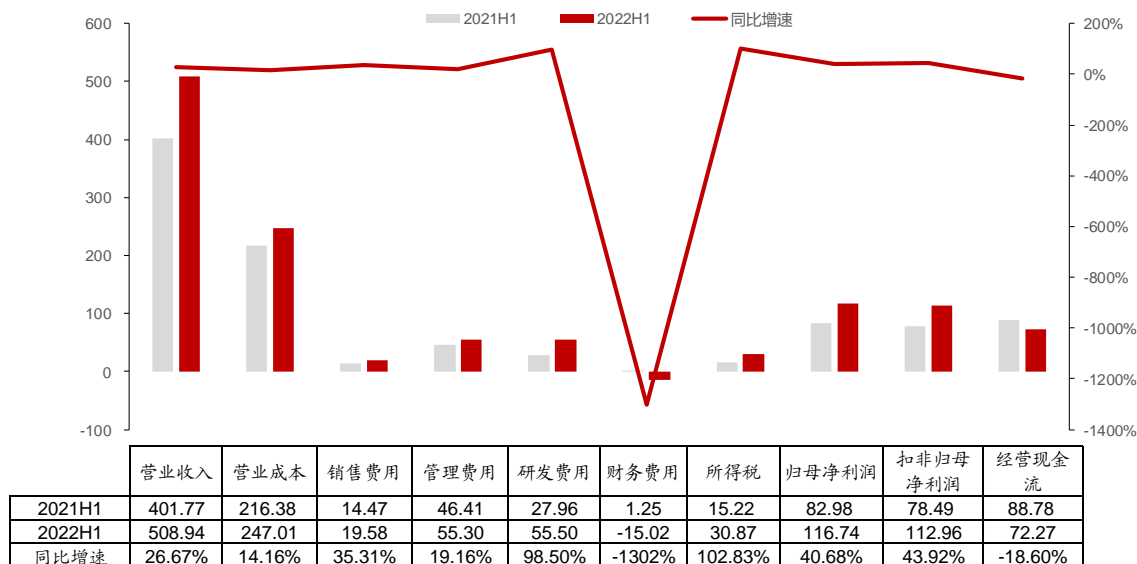
优势原料药加速商业化，持续推动研发、产能建设.....	- 3 -
核心产品商业化加速放量，22Q2 收入再创单季度历史新高.....	- 3 -
分业务：优势原料药带动 API 持续增长，制剂收获在即，推进新产能建设.....	- 4 -
费用率：核心产品放量带动毛利率提升，研发投入持续增加.....	- 6 -
风险提示.....	- 7 -

## 优势原料药加速商业化，持续推动研发、产能建设

核心产品商业化加速放量，22Q2 收入再创单季度历史新高

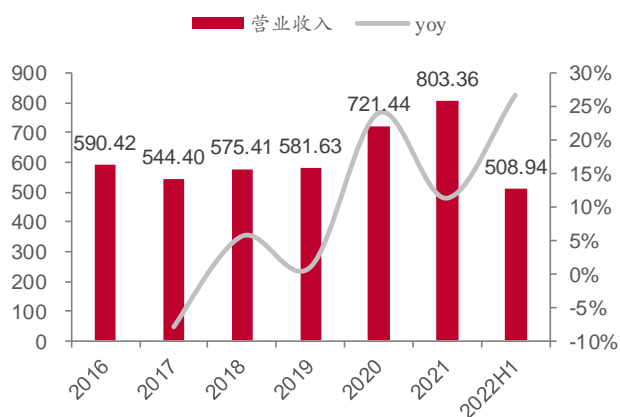
- 2021 年公司营业收入 5.09 亿元，同比增长 26.67%，归母净利润 1.17 亿元，同比增长 40.69%，扣非净利润 1.13 亿元，同比增长 43.92%。分季度看，22Q2 营收 2.90 亿元，同比增长 34.65%，归母净利润 7589 万元，同比增长 50.57%，扣非净利润 7431 万元，同比增长 44.60%。上半年公司克服疫情、原材料涨价等不利因素影响，扎实推动提质增效，收入、利润均取得较快增长，我们预计主要受核心产品女性健康类（地屈孕酮）、呼吸系统类（丙酸氟替卡松）、抗肿瘤类产品（醋酸阿比特龙）、心血管类（依普利酮）等快速增长带动；利润端增速快于收入端，主要由于高毛利产品逐步放量、费用下降等因素所致。展望下半年，在优势原料药品种商业化加速、市场持续拓展带动下，公司业绩有望延续快速增长态势。

图表 1: 2022H1 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



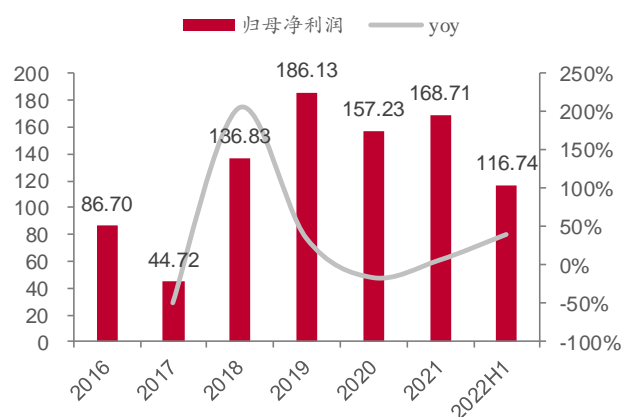
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 奥锐特营收 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 奥锐特归母净利润 (百万元, %)



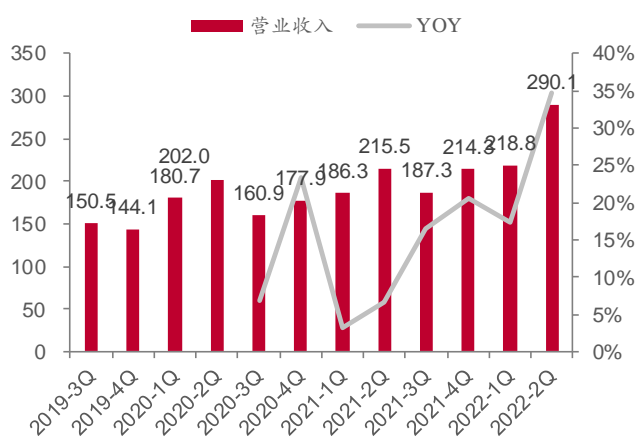
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 奥锐特分季度财务数据 (单位: 百万元)

项目	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q
营业收入	150.51	144.12	180.71	201.97	160.91	177.85	186.33	215.45	187.31	214.28	218.83	290.10
营业收入同比					6.91%	23.40%	3.11%	6.67%	16.41%	20.48%	17.44%	34.65%
营业收入环比		-4.25%	25.39%	11.76%	-20.33%	10.53%	4.77%	15.63%	-13.06%	14.40%	2.12%	32.57%
营业成本	72.77	61.76	89.83	101.56	76.70	112.45	106.61	109.76	83.51	108.76	97.04	149.98
毛利率	51.65%	57.15%	50.29%	49.72%	52.33%	36.77%	42.78%	49.06%	55.42%	49.24%	55.66%	48.30%
销售费用	4.79	11.76	10.68	9.29	5.20	-3.82	6.54	7.93	7.22	8.01	9.26	10.31
管理费用	22.52	14.00	16.53	15.90	22.66	17.85	23.85	22.56	27.46	32.43	28.88	26.43
研发费用	5.04	17.76	9.94	11.56	9.45	16.40	11.65	16.32	12.85	28.54	32.18	23.32
财务费用	-5.58	2.76	-4.77	0.72	9.35	6.98	1.78	-0.52	-0.62	-0.30	0.48	-15.50
营业利润	54.60	32.22	59.26	63.71	40.66	23.64	40.43	58.13	56.67	38.40	53.43	94.02
利润总额	52.93	69.50	58.87	62.62	40.56	23.70	40.17	58.02	55.58	38.23	53.38	93.67
所得税	5.09	3.24	8.86	9.56	3.41	6.68	7.60	7.62	5.45	3.06	12.84	18.03
归母净利润	47.84	66.26	50.01	53.06	37.14	17.02	32.57	50.40	50.54	35.20	40.85	75.89
归母净利润同比					-22.37%	-74.31%	-34.87%	-5.01%	36.08%	106.82%	25.42%	50.57%
净利率	31.79%	45.98%	27.67%	26.27%	23.08%	9.57%	17.48%	23.39%	26.98%	16.43%	18.67%	26.16%

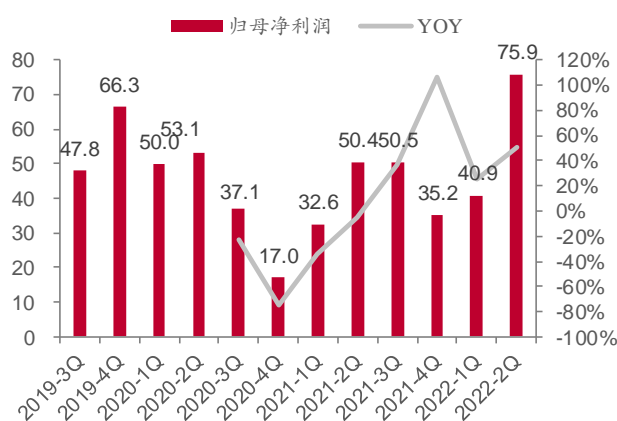
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 分季度营收 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)

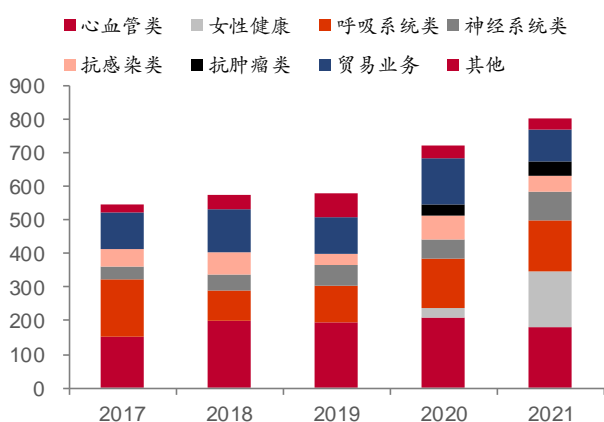


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

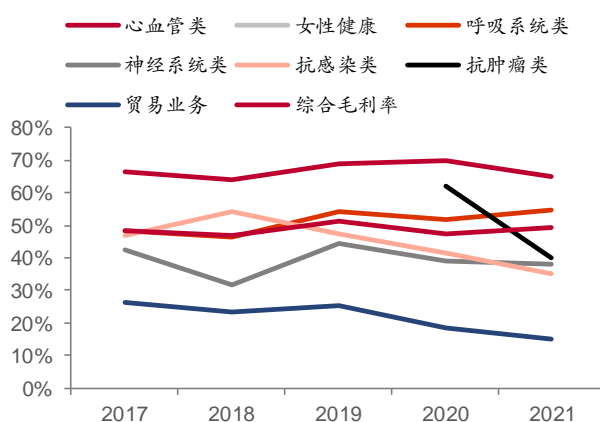
### 分业务: 优势原料药带动 API 持续增长, 制剂收获在即, 推进新产能建设

- API:** 公司主要产品为呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康药物的原料药和中间体。**2022H1 核心产品表现亮眼**, 我们预计公司优势原料药品种女性健康类产品(地屈孕酮)、呼吸系统产品(丙酸氟替卡松 API 及中间体)、抗肿瘤类产品(醋酸阿比特龙)、心血管类产品(依普利酮)均保持较快增速。**公司积极推进产品国内外注册、新产能建设, 不断提升全球竞争力**, 产品注册方面, 上半年递交了 5 个国外 API 注册, 1 个产品通过美国 FDA 审评。新产能建设方面, 2022 年 6 月, 年产 308 吨特色原料药项目开始建设, 预计 2024 年底完工申请验收; 扬州奥锐特二期项目新建普拉睾酮等 7 个原料药产品生产线, 2022 年 3 月陆续开始试生产, 6 月通过安全及环保竣工验收, 预计 8 月进行职业健康竣工验收; 2022 年 3 月, 扬州奥锐特三期开始建设, 其中包括年产 300 公斤司美格鲁肽原料药项目, 计划 2023 年 5 月完成建设。
- 制剂:** 重磅品种地屈孕酮国内首仿上市在即, 扩产进一步丰富产品线, “API+制剂”一体化升级不断推进。公司重磅产品地屈孕酮片(单方)

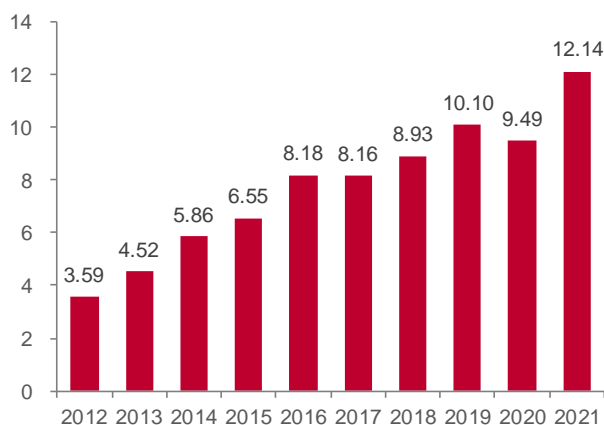
已报 CDE 审批，有望今年国内首仿上市，复方制剂预计明年报批。地屈孕酮是公司 API 制剂一体化品种，竞争格局较好，目前仅原研雅培与奥锐特具备商业化生产 API 的能力，公司凭借 API 制剂一体化优势有望与原研共享庞大市场。公司地屈孕酮 API 自扬州奥锐特 2021Q1 试生产以来，保持快速放量态势，随着后续制剂上市，我们预计有望持续带动业绩增长。同时，公司 2022 年 3 月公告拟以自有资金 6.38 亿元投资年产 308 吨特色原料药及 2 亿片抗肿瘤制剂生产线项目，制剂项目包括醋酸阿比特龙片（3000 万片/年，建设规模，下同）、恩扎卢胺片（5000 万片/年）、阿帕他胺片（4000 万片/年）、伊布替尼胶囊（8000 万粒/年），我们认为，此次投资是公司品种特色化布局、不断深化 API 制剂一体化产业链的战略体现，达产后将进一步提升公司的综合竞争力。

**图表 7: 公司主营业务拆分 (百万元)**


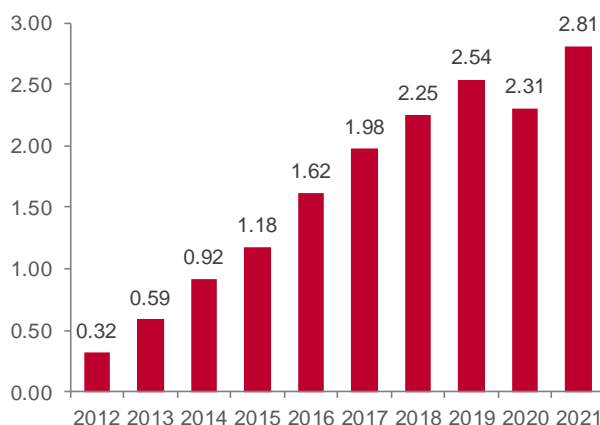
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 8: 公司主营业务毛利率**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 9: 公立医院达芙通销售额 (亿元)**


来源：NEWPORT PREMIUM，中泰证券研究所（放大样本医院）

**图表 10: 公立医院芬吗通销售额 (亿元)**


来源：NEWPORT PREMIUM，中泰证券研究所（放大样本医院）

图表 11: 公司新产能建设情况

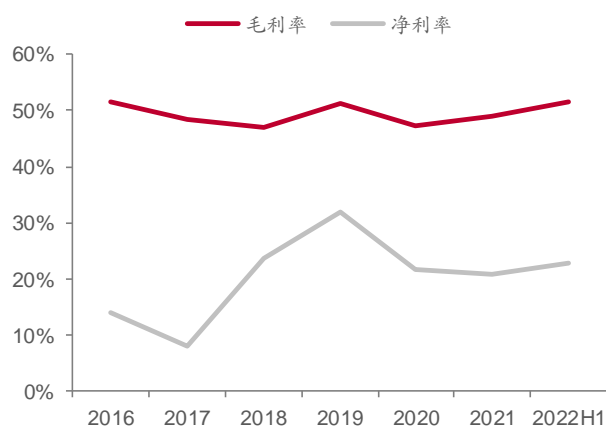
项目	建设进度
年产308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂生产线项目	2022年6月开始动工建设, 共包括7个原料药和4个制剂产品。项目建设工期预计为32个月, 计划2024年12月底前基本完成项目建设, 并申请工程竣工验收
扬州奥锐特二期: 普拉睾酮等七个原料药产品生产线及配套设施项目	利用已有厂房2,600m <sup>2</sup> , 建设3条生产线, 各生产线在2022年3月陆续开始试生产。目前各产品试生产正常, 产能质量达到设计要求, 并在2022年6月通过了安全及环保竣工验收, 计划2022年8月进行二期项目职业健康竣工验收
扬州奥锐特三期: 年产300公斤司美格鲁肽原料药等生产线及其配套设施建设项目以, 年产5亿片固体制剂地屈孕酮/雌二醇复方片生产线项目	目前已完成备案, 正在进行环评、安评和职业健康评价的编制工作, 计划2023年5月完成项目建设

来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (截至 2022H1)

### 费用率: 核心产品放量带动毛利率提升, 研发投入持续增加

- 毛利率:** 2022H1 毛利率 51.47%, 同比 2021 年提升 2.34pp, 预计主要来自核心高毛利品种放量带动; 22Q2 毛利率 48.30%, 环比 22Q1 下降 7.35pp, 我们预计主要因为产品结构的变化。
- 费用率:** 2022H1 销售费用率 3.85% (同比 2021 +0.15pp, 下同), 管理费用率 10.87% (-2.36pp), 财务费用率-2.95% (-2.99pp); 22Q2 销售费用率 3.55% (环比 22Q1 -0.68pp, 下同), 管理费用率 9.11% (-4.09pp), 财务费用率-5.34% (-5.56pp)。上半年公司三项费用率下降主要由于收入快速增加, 以及人民币汇率 22Q2 的贬值带来汇兑收益所致。
- 研发投入:** 2022H1 研发费用 5550 万元 (同比+98.47%), 占收入比例 10.91%( 同比+3.95pp); 2022Q2 研发费用 2332 万元( 同比+42.88%), 占收入比例 8.04% (+0.46pp)。公司持续加大研发投入, 有序推进各研发项目, 目前有 24 个产品处于研发阶段, 除小分子化学药之外, 公司积极布局寡核苷酸药物和多肽药物, 打造未来新的业绩增长点。

图表 12: 奥锐特历年毛利率和净利率 (%)



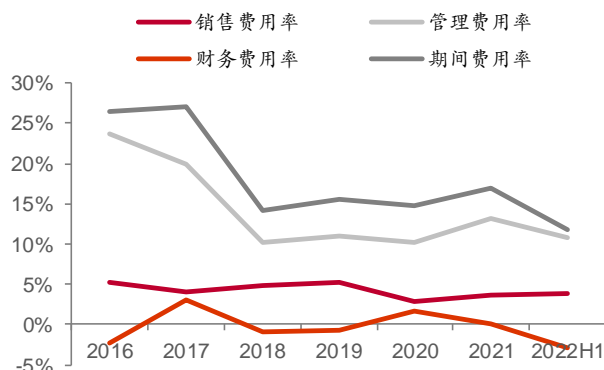
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 奥锐特研发费用率 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 奥锐特历年三项费用率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 风险提示

- 新产品和新工艺开发风险。**为保护竞争力、降低成本以及寻求新的盈利突破点, 公司持续加大研发投入, 不断进行新产品和新工艺开发。目前公司有 24 个在研产品, 预计未来 3-5 年将有多产品进入注册申请阶段。新产品和新工艺开发技术难度大、前期投资高、审批周期长, 公司可能面临因新产品和新工艺研发失败或未能通过注册审批从而导致的产品开发失败风险。
- 国际贸易环境变化风险。**公司收入主要来自于境外, 2021 年境外收入占主营业务比例为 95%。全球经济环境复杂多变, 国际形势的复杂性和未知性可能会给公司经营带来不利影响, 公司可能面临着一定的国际贸易环境变化风险。
- 环保与安全生产风险。**特色原料药及中间体在生产中会产生废水、废气、固体废物等污染性排放物, 国家对环保的要求日趋严格, 公司可能面临环保指标不达标的风险。另外, 生产过程中需要使用易燃、易爆、有毒物质等, 公司可能面临因操作不当或设备老化导致的安全生产事故风险。
- 汇率波动风险。**公司产品以出口为主, 可能面临因人民币汇率波动带来的汇兑损失风险。
- 公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料, 可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

**图表 15: 奥锐特财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	940	1227	1464	1803	<b>营业收入</b>	803	1056	1334	1644
现金	445	600	662	839	营业成本	409	535	676	831
应收账款	141	212	255	311	营业税金及附加	7	9	11	14
其他应收款	6	9	10	13	营业费用	30	41	47	56
预付账款	7	9	12	14	管理费用	106	137	186	221
存货	327	382	512	611	财务费用	0	2	-4	-11
其他流动资产	14	14	14	14	资产减值损失	0	-0	-0	-0
<b>非流动资产</b>	782	648	620	553	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	527	477	426	373	<b>营业利润</b>	194	246	322	420
无形资产	40	38	35	32	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	214	133	160	147	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	1721	1875	2084	2355	<b>利润总额</b>	192	245	320	418
<b>流动负债</b>	193	195	241	298	所得税	24	30	40	52
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	168	214	280	367
应付账款	137	150	194	250	少数股东损益	-0	-1	-1	-1
其他流动负债	56	45	47	48	<b>归属母公司净利润</b>	169	215	281	368
<b>非流动负债</b>	20	9	11	13	EBITDA	245	305	374	467
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.54	0.70	0.92
其他非流动负债	20	9	11	13	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	213	204	251	310	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2	1	0	-0	<b>成长能力</b>				
股本	401	401	401	401	营业收入	11.4%	31.5%	26.2%	23.3%
资本公积	492	492	492	492	营业利润	3.4%	27.1%	30.6%	30.6%
留存收益	593	755	918	1131	归属于母公司净利润	7.3%	27.4%	30.8%	30.8%
归属母公司股东权益	1506	1669	1832	2045	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1721	1875	2084	2355	毛利率(%)	49.1%	49.3%	49.3%	49.5%
					净利率(%)	21.0%	20.3%	21.1%	22.4%
					ROE(%)	11.2%	12.9%	15.3%	18.0%
					ROIC(%)	18.4%	22.0%	26.2%	32.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	12.4%	10.9%	12.1%	13.2%
					净负债比率(%)	1.90%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.87	6.28	6.08	6.05
					速动比率	3.17	4.32	3.95	4.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.59	0.67	0.74
					应收账款周转率	5	6	5	6
					应付账款周转率	3.54	3.73	3.93	3.74
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.54	0.70	0.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.53	0.43	0.80
					每股净资产(最新摊薄)	3.76	4.16	4.57	5.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	56.09	44.04	33.66	25.74
					P/B	6.28	5.67	5.16	4.63
					EV/EBITDA	36	29	24	19

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。