

奥锐特(605116)

壁垒品种放量，技术平台升级

——奥锐特深度报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：毛雅婷
✉️：maoyating@stocke.com.cn

报告导读

我们认为，2022年随着公司高壁垒原料药及中间体品种（地屈孕酮等）商业化加速、优势品种下游仿制药放量带动需求增长，扬州和天台新产能释放下，公司资产周转率有望提升；新业务（小核酸&多肽 CDMO）和技术平台升级下，公司中长期增长天花板有望逐步打开。

投资要点

观点：壁垒品种放量，技术平台升级

我们认为，相比于其他特色原料药公司，奥锐特的特点在于：①利基品种立项（高难度、小吨位、高售价品种为主）、市占率高（根据公司招股书，2018年公司依普利酮原料药及中间体全球市占率约60%）；②毛利率相对较高（2016-2021年心血管类原料药及中间体毛利率达到65-70%，呼吸系统类原料药及中间体毛利率平均值为52%）。展望2022-2024年，我们认为公司增长的边际变化是：①新产能投放、②竞争格局更好的品种商业化且下游仍在仿制药渗透提升期（如地屈孕酮、阿比特龙等）、③小核酸/多肽新业务加速布局。我们认为，公司通过壁垒品种的全球市占率证明了几大技术平台（生物发酵、多手性中心、光化学等）的竞争力，我们看好公司基于多技术平台的延展性，在多品种复制能力。

产品&产能：壁垒品种上市+产能集中释放

国际化、多元化的原料药品种梯队，奠定中短期增长的基础。根据公司官网，截至2022年5月，公司共有10个产品获得欧盟出口原料药证明、4个产品取得欧盟CEP证书、1个产品通过WHO的审评。我们认为，公司原料药业务在2021年的边际变化是高难度新品种商业化、品种收入结构分散化，我们看好2022-2024年间公司优势品种获批进入更多国家（尤其是规范市场）带来的增长，及新品种下游仿制药放量带动上游API增长，我们预计2022-2024年公司自产原料药收入CAGR有望达到20-25%。

仿制药方面，我们预计在2023年后逐渐贡献业绩增量。根据公司年报，“2021年12月，地屈孕酮原料药及片剂境内生产药品注册上市许可已被国家药品监督管理局受理”，根据Wind医药库样本医院销售额数据，2021年地屈孕酮片销售额约4.6亿元（未放大），假设放大倍数为5倍，对应终端销售额约23亿元；我们预计该品种上市销售有望拓宽公司增长天花板，我们关注公司制剂销售团队和商业运营的战略。

从在建工程和固定资产角度看，我们认为2022年是新产品产能释放和产能利用率提升期，2022年释放产能的产品竞争格局相对好（阿比特龙、地屈孕酮等），我们看好公司固定资产周转率提升趋势。

技术平台：奠定差异化立项和CDMO拓展基础

从技术平台看公司的差异化品种立项：甾体产业链上下游深耕，立足于难合成、优格局的壁垒品种。我们发现公司从雄烯二酮起始物料路径触发，在屈螺酮、

评级

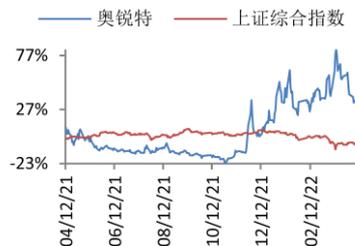
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥23.28

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.10
4Q/2021	0.09
3Q/2021	0.13
2Q/2021	0.13



公司简介

奥锐特药业股份有限公司创建于1998年，专注于复杂原料药、制剂的研发生产销售以及寡核苷酸药物的CRO/CDMO，是一家持续创新的国际化制药企业。

相关报告

坎利酮等中间体到原料药纵深拓展，该路径拓展中，下游原料药及高级中间体领域取得了竞争优势。我们认为，甾体激素品种产业链较长、合成/发酵工艺较复杂、生产质控标准高，公司的差异化品种立项是公司发酵、光化学、多手性合成等技术平台的积累和选择的结果，我们看好公司基于原料药及中间体的技术平台（我们认为商业化原料药及中间体的竞争格局及公司市占率是验证指标），拓展复杂原料药销售，及利基品种 CDMO 等新业务领域。

在多肽和小核酸领域，自研（上海奥锐特生物侧重小核酸 CDMO 拓展）、合资（控股卓肽医药推进多肽和合成生物学研发）等方式强化新技术平台、新技术领域的布局，我们看好该业务对公司中长期成长的支撑。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.51、0.62 和 0.78 元/股，2022 年 5 月 13 日对应 2022 年 46 倍 PE。我们认为，2022-2024 年公司特色高壁垒原料药及中间体品种商业化有望支撑利润稳健增长，公司在小核酸&多肽领域的技术&产品布局有望打开中长期增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示：

在研产品推进不及预期的风险、新冠疫情影响生产交付的风险、汇率波动的风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	803	1024	1283	1612
(+/-)	11.36%	27.51%	25.26%	25.61%
净利润	169	203	250	312
(+/-)	5.53%	20.49%	22.77%	25.07%
每股收益(元)	0.42	0.51	0.62	0.78
P/E	55.33	45.92	37.41	29.91

正文目录

1. 奥锐特：壁垒品种放量，技术平台升级	4
2. 产品&产能：壁垒品种上市+产能集中释放	5
2.1. 产品：看好新品种、新市场拓展	5
2.2. 产能：产能释放，看好固定资产周转率提升趋势	7
3. 技术平台：奠定差异化立项和 CDMO 拓展基础	10
4. 盈利预测与投资建议	12
4.1. 盈利预测	12
4.2. 估值	13
4.3. 投资建议	14
5. 风险提示	14

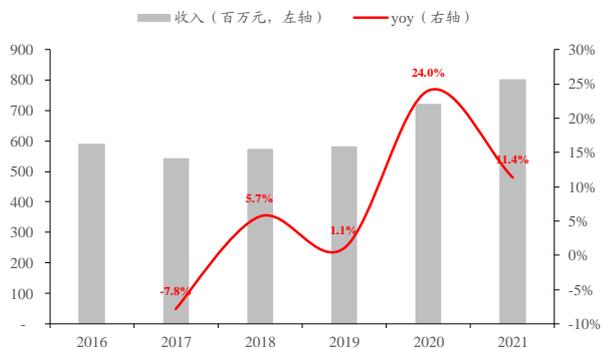
图表目录

图 1：公司 2016-2021 年收入及增速	4
图 2：公司 2016-2022Q1 盈利能力变化	4
图 3：公司主要品种收入结构变化	5
图 4：国内原料药公司已激活且商业化供应的 DMF 品种分布	5
图 5：公司固定资产及在建工程占比	8
图 6：公司固定资产周转率及存货周转率	8
图 7：公司部分在研&商业化原料药及中间体产品贯穿甾体激素上下游	10
图 8：公司寡核苷酸 CRO/CDMO 领域技术能力	11
图 9：公司六大技术平台布局	11
表 1：公司主要原料药全球注册情况	5
表 2：公司主要原料药梳理	6
表 3：公司部分制剂产品研发进程	7
表 4：公司募投项目及进程（截至 2021 年报）	8
表 5：公司主要品种产能情况	8
表 6：公司部分业务拆分及收入预测（单位：百万元）	13
表 7：盈利预测与财务指标	13
表附录：三大报表预测值	15

1. 奥锐特：壁垒品种放量，技术平台升级

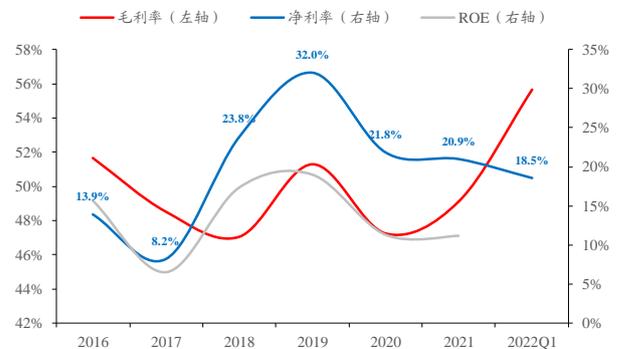
我们认为，相比于其他特色原料药公司，奥锐特的特点在于：①**利基品种立项**（高难度、小吨位、高售价品种为主）、**市占率高**（根据公司招股书，2018年公司依普利酮原料药及中间体全球市占率约60%）；②**毛利率相对较高**（2016-2021年心血管类原料药及中间体毛利率达到65-70%，呼吸系统类原料药及中间体毛利率平均值为52%）。2020年以来，公司收入端增速和毛利率明显提升，展望2022-2024年，我们认为公司增长的边际变化是：①**新产能投放**、②**竞争格局更好的壁垒品种商业化且下游仍在仿制药渗透期**（如地屈孕酮、阿比特龙等）、③**小核酸/多肽新业务加速布局**，从新品种上市销售节奏看，我们预计2022-2024年收入仍有望保持稳健增长。我们认为，公司通过壁垒品种的全球市占率证明了几大技术平台（生物发酵、多手性中心、光化学等）的竞争力，我们看好公司基于多技术平台的延展性，在多品种复制竞争力。

图 1：公司 2016-2021 年收入及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：公司 2016-2022Q1 盈利能力变化



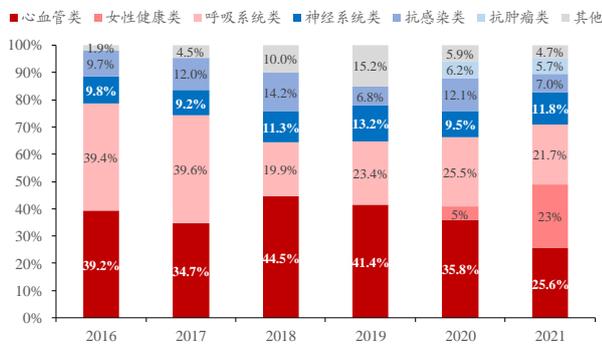
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 产品&产能：壁垒品种上市+产能集中释放

2.1. 产品：看好新品种、新市场拓展

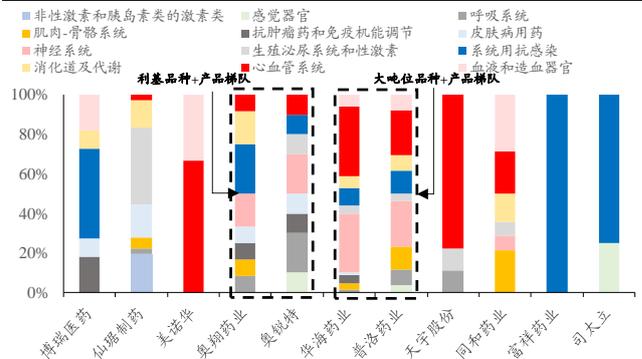
国际化、多元化的原料药品种梯队，奠定中短期增长的基础。根据公司官网，截至2022年5月，公司共有10个产品获得欧盟出口原料药证明、4个产品取得欧盟CEP证书、1个产品通过WHO的审评；根据公司2021年报，“截至报告期末，公司共有5个原料药产品通过国内GMP检查，3个原料药产品通过国外GMP(BGV)检查；10个原料药产品获得欧盟出口证明；4个原料药产品取得欧盟CEP证书、3个产品取得印度注册、2个产品通过美国FDA的审评；有19个产品已经提交了美国DMF文件，9个产品提交NMPA文件”。我们认为，公司原料药业务在2021年的边际变化是高难度新品种商业化、品种收入结构分散化，从公司的国际化注册的原料药品种梯队看，我们预计专利到期后放量的壁垒品种有望支撑公司在2022-2024年的增长。

图3：公司主要品种收入结构变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：国内原料药公司已激活且商业化供应的DMF品种分布



资料来源：Newport，浙商证券研究所

表1：公司主要原料药全球注册情况

原料药产品	适应症	EDMF	CEP	USADMF	CANADA DMF	NMPA	美国DMF激活且商业化API厂商	中国/全球厂商
阿比特龙醋酸酯	抗肿瘤	✓		✓	✓	✓	15	27%
布瓦西坦	癫痫治疗	✓		✓			2	0%
恩杂鲁胺	抗肿瘤	✓		✓		✓	8	13%
依普利酮	心血管	✓	✓	✓	✓		4	25%
地屈孕酮	孕激素	✓				✓	-	-
氟替卡松丙酸酯	呼吸系统	✓	✓	✓		✓	12	8%
氟替卡松糠酸酯	呼吸系统			✓		✓	8	13%
莫他美松糠酸酯	皮肤病	✓	✓	✓			15	7%
普瑞巴林	神经系统	✓	✓	✓		✓	29	10%
替诺福韦酯富马酸盐	抗感染	✓		✓		✓	19	32%
替诺福韦艾拉酚胺富马酸盐	抗感染	✓		✓		✓	-	-

资料来源：公司官网，Newport，浙商证券研究所

增长驱动：看好新市场、仿制药放量带动的增长。根据各品种的竞争格局、市场规模、公司市占率等因素，我们把奥锐特的原料药品种划分为优势品种(包括依普利酮、氟美松、丙酸氟替卡松、替诺福韦酯等)和新增品种(包括地屈孕酮、恩杂鲁胺、阿比特龙等)。从增长驱动看，我们看好2022-2024年间公司优势品种获批进入更多国家(尤其是规范市

场)带来的增长,及新品种下游仿制药放量带动上游 API 增长,我们预计 2022-2024 年公司自产原料药收入 CAGR 有望达到 20-25%。

表 2: 公司主要原料药梳理

类型	公司收入占比 (2021 年报)	原料药产品	增长逻辑总结	2021 全球剂销 售额 (亿美元)	原研全球市 占率	国内是否集 采	公司原料药与制 剂共同审批结果	奥锐特 是否申报仿制药
心血管	22.5%	依普利酮	进入更多市场	1.35	-			
呼吸系统	19.1%	丙酸氟替卡松	仿制药放量	62.35	45%		A	✓
		糠酸氟替卡松	仿制药放量	2.47	100%		I	✓
抗感染	6.1%	富马酸丙酚替诺福韦	进入更多市场	5.38	6%		A	✓
神经系统	10.4%	普瑞巴林	降价提高市场份额	72.37	3%	✓	A	
抗肿瘤	5.0%	醋酸阿比特龙	仿制药放量	21.38	13%	✓	A	
		恩杂鲁胺	仿制药放量	24.52	100%		I	
女性健康	20.6%	地屈孕酮	仿制药放量	-	-		I	✓
其他		苯磺贝他斯汀		0.47	21%	✓	A	

资料来源: Bloomberg, Newport, wind 医药库, 浙商证券研究所

注: 彭博数据统计口径有差异, 具体金额仅供参考

具体看主要原料药及中间体品种的增长:

依普利酮: ①下游制剂: 成熟制剂品种。根据彭博数据, 2021 年依普利酮片全球销售额约 1.35 亿美元, 2016-2021 年销售额复合增速约 8.8%。②公司增长节奏: 日本市场新增量。公司依普利酮原料药 2022 年 1 月获得日本 MF 证书, 日本市场对产品质量和纯度、质量管理体系和生产现场的清洁卫生要求较严格(原料药总杂质不得高于 0.05%甚至 0.02%, 而国际通用的 ICH 指南要求仅为 0.10%), 目前仅奥锐特与 Hetero 获得日本 MF 证书, 我们认为依普利酮原料药日本市场的开拓将为公司带来新增量, 我们预计公司依普利酮系列产品(中间体+原料药) 2022-2024 年收入 CAGR 将达到 5%+。

丙酸氟替卡松: ①下游制剂: 以原研为主的大品种。根据彭博数据, 2021 年丙酸氟替卡松制剂全球销售额约 62.4 亿美元, 2016-2021 年销售额复合增速约 4.4%。从竞争格局看, 全球销售额中仿制药占比不高。②公司增长节奏: 仿制药新客户、新市场开拓带动增长。根据公司年报, “原料药丙酸氟替卡松销售比去年增长 173.25%, 公司作为 HIKMA 和 APOTEX 的供应商获得批准, 以及在土耳其市场新客户的开发, 带来原料药销售增长”。根据彭博数据, 2021 年 Apotex 丙酸氟替卡松制剂市占率约 19%, Hikma 市占率约 29%, 我们看好公司氟替卡松原料药随下游仿制药放量实现增长, 预计公司丙酸氟替卡松系列产品(氟美松+丙酸氟替卡松中间体+原料药) 2022-2024 年收入 CAGR 在 10-20%。

醋酸阿比特龙: ①下游制剂: 仿制药占比快速提升的大品种。根据彭博数据, 2021 年丙酸氟替卡松制剂全球销售额约 21.4 亿美元, 2016-2021 年销售额复合增速约 9.7%。从竞争格局看, 2020 年美国销售厂家增多, 仿制药市占率快速提升。②公司增长节奏: 欧洲市场增量+国内外仿制药放量带动原料药增长。根据公司公告, 该制剂原研专利已于 2021 年到期, 随着仿制药陆续推向市场, API 市场需求量或明显增长, 根据公司招股书, “未来醋酸阿比特龙原料药的需求量在 96 吨以上”, 公司原料药已经通过 APOTEX(2021 年制剂市占率约 5%)、Welding、AET 的现场审计, 2020 年公司产品进入美洲市场, 2021 年进入欧洲市场, 根据 2021 年报, “因欧美客户仿制药获批上市, 醋酸阿比特龙销售数量同比增长 48.40%; 另一方面, 客户从研发注册小批量采购转向商业化生产批量采购, 醋酸阿比特龙销售均价下跌 21.26%”, 2021 年公司抗癌类原料药及中间体收入同比增长

11.9%，我们预计 2022-2024 年醋酸阿比特龙原料药价格逐渐稳定、仿制药渗透率提升，公司该品种收入 CAGR 将达到 25-35%。

地屈孕酮：①下游制剂：特色壁垒品种，全球稳健增长。根据 Newport 历史数据，2020 年丙地屈孕酮制剂全球销售额约 4.3 亿美元，2015-2020 年销售额复合增速约 9.8%。我们认为，地屈孕酮合成工艺复杂，包括发酵、合成、光化学反应等，副反应多，目标产物产率低，光化学反应若以汞灯为反应条件，易造成严重污染，全球原料药和仿制药商业化合格供应商较少。②公司增长：产品获批、产能释放，全球仿制药客户开拓。2021Q1 扬州厂区试生产以来，2021 年公司“女性健康类药物”板块收入约 1.7 亿元，同比增长 470%，综合考虑公司在该产品的产能扩张、客户拓展，及该品种原料药较好的竞争格局，我们预计 2022-2024 年该产品收入有望保持较高速增长。

仿制药方面，我们预计在 2023 年后逐渐贡献业绩增量。根据 Wind 医药库及公司公告，我们关注到公司积极推进原料药中间体前向一体化，“2021 年 12 月，地屈孕酮原料药及片剂境内生产药品注册上市许可已被国家药品监督管理局受理，这是公司首个制剂产品的申报”，根据 Wind 医药库样本医院销售额数据，2021 年地屈孕酮片销售额约 4.6 亿元（未放大），假设放大倍数为 5 倍，对应终端销售额约 23 亿元；从申报和销售竞争格局看，仅原研销售，且仅奥锐特和原研申报注册，我们预计该品种上市销售有望拓宽公司增长天花板，我们关注公司制剂销售团队和商业运营的战略。

表 3：公司部分制剂产品研发进程

产品	治疗领域	立项及工艺研究	小试	中试	工艺验证、稳定性研究	BE/临床试验	CDE 审评	生产厂商数	2021 样本医院销售额/百万元	公司设计产能/a
地屈孕酮片	孕激素							1	457.48	3 亿片
雌二醇+雌二醇/地屈孕酮片	孕激素							1	109.83	-
恩杂鲁胺片	抗癌							1	72.89	0.5 亿片
索马鲁肽注射液	降糖							1	1.91	-
索马鲁肽片	降糖							1	-	-
艾拉戈克钠片	子宫内异位							1	-	-
瑞卢戈利片	子宫内异位							1	-	-
多替拉伟片	抗艾滋							1	0.0345	-
Nirmatrelvir 片+利托那韦	抗新冠							1	-	-

资料来源：公司官网，wind 医药库，浙商证券研究所 注：销售额为样本医院统计数据，未放大

2.2. 产能：产能释放，看好固定资产周转率提升趋势

从在建工程和固定资产角度看，我们认为 2022 年是新产品产能释放和产能利用率提升期：根据 2021 年报，扬州奥锐特“一期总建筑面积约为 67,125 平方米，投资约 5 亿元。一期项目共有 3 个原料药车间、1 个制剂车间、1 个中试实验中心”，“3 个原料药车间和配套设施于 2021 年 2 月底建设完工，2021 年 3 月起陆续投入试生产；新建的固体制剂生产线及配套设施项目已于 2021 年 2 月份完成设备安装及调试，3 月份开始进行相关产品的试生产和工艺验证工作。2021 年 10 月完成了项目的三同时验收工作。中试实验中心项目设备安装及调试在 2021 年一季度完成，已于 2021 年 4 月份投入试运行，运行正常，达到设计要求，并在 2021 年 10 月份完成了项目三同时验收工作”。我们认为，2022

年释放产能的产品竞争格局相对好(阿比特龙、地屈孕酮等),我们看好公司固定资产周转率提升趋势。

表 4: 公司募投项目及进程(截至 2021 年报)

项目名称	厂区	投资金额 (百万元)	投产后预计收入 (百万元)	投产后净利润 (百万元)	投资回收期(年)	IRR	项目进程
年产 15 吨醋酸阿比特龙、4 吨丙酸氟替卡松生产线技改项目	天台	88.42	243.54	60.81	4.33	46.6%	√ 年产 15 吨醋酸阿比特龙生产线已经完成一期建设,形成 8 吨产能; √ 4 吨丙酸氟替卡松生产线技改项目已完成设备安装。
年产 20 吨 TAF、10 吨倍他米松、3 吨布瓦西坦和 3 吨脱氢孕酮生产线建设项目	扬州	234.7	319.04	84.43	4.72	32.8%	√ 3 吨地屈孕酮生产线设备已于 2021 年 2 月份完成设备安装及调试,3 月份进行试生产; √ 10 吨倍他米松生产线已于 2021 年 3 月份完成设备安装和调试; √ 20 吨 TAF 和 3 吨布瓦西坦 2021 年 4 月份完成设备调试,布瓦西坦 5 月份开始进行试生产。
奥锐特新建中试实验中心项目	扬州	35	-	-	-	-	√ 设备安装及调试在 2021 年一季度完成,已于 2021 年 4 月份投入试运行。计划在 2021 年 9 月中下旬进行项目的“三同时”验收工作。

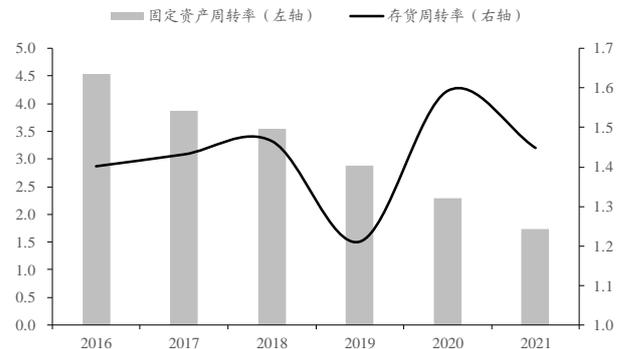
资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 5: 公司固定资产及在建工程占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 公司固定资产周转率及存货周转率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 5: 公司主要品种产能情况

种类	产品名称	已有产能 (吨/年)	在建产能 (吨/年)	备注
原料药	醋酸阿比特龙	15		已有: 天台工厂 15 吨
	脱氢孕酮	3		已有: 扬州奥锐特 3 吨
	Paxlovid	20		在建: 扬州奥锐特 20 吨
	替诺福韦中间体	30		已有: 天台工厂 30 吨
	替诺福韦艾拉酚胺富马酸盐	5		已有: 天台工厂 5 吨
	替诺福韦艾拉酚胺富马酸(TAF)	20		已有: 扬州奥锐特 20 吨
	恩杂鲁胺	5		已有: 天台工厂 5 吨
	布地奈德	1	5	在建: 天台工厂 5 吨; 已有: 扬州联澳 1 吨
	富马酸替诺福韦二吡啶酯(TDF)	60		已有: 天台工厂 60 吨
	索马鲁肽		0.5	在建: 扬州奥锐特 0.5 吨

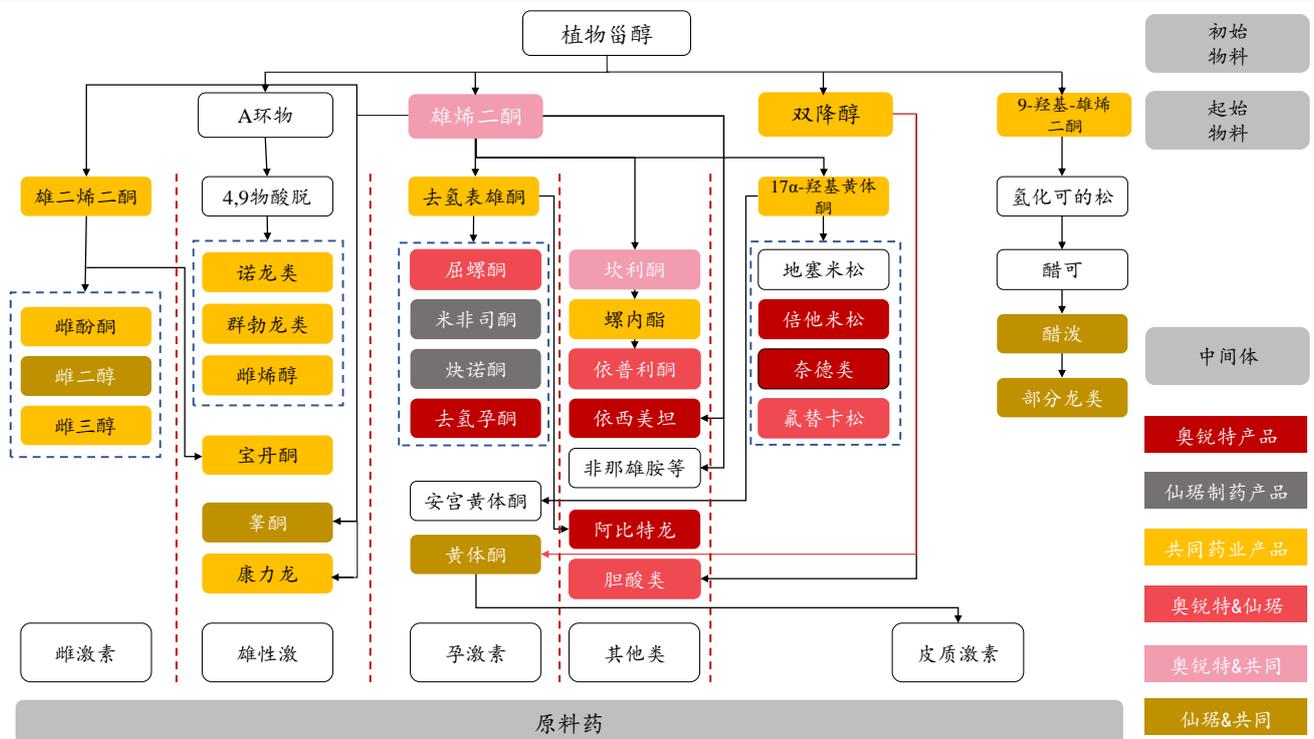
			已有: 天台工厂 100 吨; 在建: 扬州奥锐特 100 吨; 拟建: 天台苍山 300 吨
普瑞巴林	100	40	
布瓦西坦	3	3	已有: 扬州奥锐特 3 吨; 在建: 扬州奥锐特 3 吨
丙酸氟替卡松		4	在建: 天台工厂 4 吨
多替拉韦钠	12		已有: 扬州奥锐特 12 吨
屈螺酮	1	5	已有: 扬州联澳 1 吨; 在建: 扬州奥锐特 5 吨
依西美坦	1	0	已有: 扬州联澳 1 吨
苯磺酸贝他斯汀		5	拟建: 天台苍山 5 吨
依鲁司他酒石酸		0.5	拟建: 天台苍山 0.5 吨
维兰特罗		0.2	拟建: 天台苍山 0.2 吨
荒地溴氨		0.2	拟建: 天台苍山 0.2 吨
糠酸氟替卡松		1	拟建: 天台苍山 1 吨
卤倍他素丙酸酯		0.5	拟建: 天台苍山 0.5 吨
AD	10		已有: 扬州联澳 10 吨
替诺福韦片		5	在建: 扬州奥锐特 5 亿片/年
布瓦西坦片		3	在建: 扬州奥锐特 3 亿片/年
醋酸阿比特龙片		0.3	拟建: 天台苍山 0.3 亿片/年
恩杂鲁胺片		0.5	拟建: 天台苍山 0.5 亿片/年
阿帕他胺片		0.4	拟建: 天台苍山 0.4 亿片/年
伊布替尼胶囊		0.8	拟建: 天台苍山 0.8 亿粒/年
脱氢孕酮片		3	在建: 扬州奥锐特 3 亿片/年

资料来源:《奥锐特药业股份有限公司年产 15 吨氟美松、10 吨醋酸阿比特龙精烘包项目环境影响报告书》,《2021 年 4 月新建普瑞巴林、普拉睾酮等七个原料药产品生产线及配套设施项目》,《关于新建年产 308 吨特色原料药及 2 亿片抗肿瘤制剂生产线项目的公告》,浙商证券研究所

3. 技术平台：奠定差异化立项和 CDMO 拓展基础

从技术平台看公司的差异化品种立项：甾体产业链上下游深耕，立足于难合成、优格局的壁垒品种。从公司原料药及中间体的产品注册、产能储备看，我们发现公司部分在研和商业品种带有甾核结构，和国内上市的甾体原料药及中间体龙头公司对比，我们发现公司从雄烯二酮起始物料路径触发，在屈螺酮、坎利酮等中间体到原料药延展较深，在该路线下游原料药及高级中间体领域取得了竞争优势。我们认为，甾体激素品种产业链较长、合成/发酵工艺较复杂、生产质控标准高，公司的差异化品种立项是公司在发酵、光化学、多手性合成等技术平台的积累和选择的结果，我们看好公司基于原料药及中间体的技术平台（我们认为商业化原料药及中间体的竞争格局及公司市占率是验证指标），拓展复杂原料药销售，及利基品种 CDMO 等新业务领域。

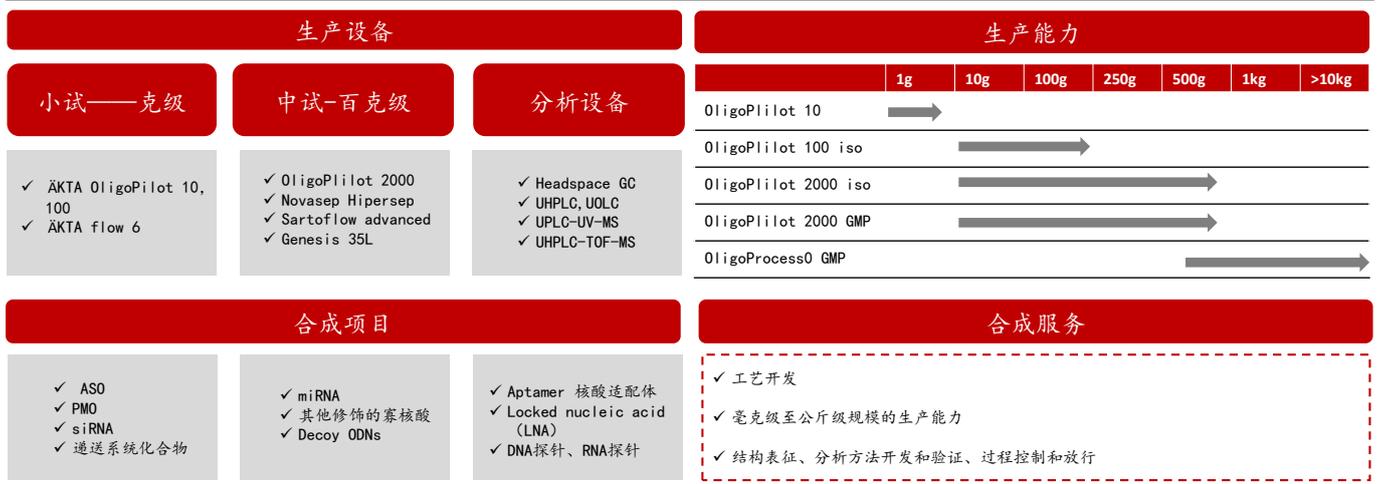
图 7：公司部分在研&商业化原料药及中间体产品贯穿甾体激素上下游



资料来源：各公司公告，各公司官网，浙商证券研究所 注：统计并不完全，以公司实际销售为主

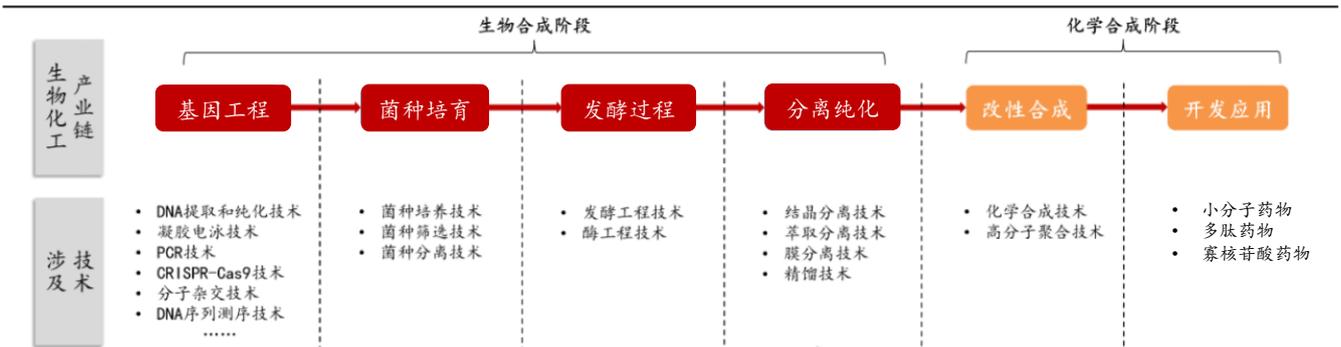
多肽及小核酸业务拓展：根据公司年报，小核酸领域，2021年7月成立的上海奥锐特“为全球客户提供从药物筛选、工艺开发、临床阶段生产、直至商业化的一站式CRO/CDMO服务。依托公司20多年原料药的生产成功经验，建设奥锐特的寡核苷酸药物技术平台，管理人员均拥有10年以上的相关行业经验，计划招募30名富有经验的寡核苷酸研发和分析人员的团队”。多肽领域，2021年7月公司出资收购卓肽医药51.03%股权，“截至报告期末，公司已累计投入2,000万元，建成后可完成工业微生物菌株从构建、筛选到中试放大生产全流程研究。目前卓肽公司拥有员工近30人，已完成了多个微生物菌株、酶的设计和开发工作”。我们认为，公司通过自研、合资等方式强化新技术平台、新技术领域的布局，我们看好该业务对公司中长期成长的支撑。

图 8：公司寡核苷酸 CRO/CDMO 领域技术能力



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 9：公司六大技术平台布局



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

综合上文分析，我们对公司不同适应症下的主要产品进行拆分和分析：

- **心血管类**：我们认为该品类主要由依普利酮原料药及中间体构成，主要客户包括 Apotex、Sc Chemicals、Synthon、Teva、Welding 等。我们假设：①2022 年公司依普利酮销售额增长来自于日本市场和日本客户开拓，因此增速高于该品种下游制剂平均增速（2016-2021 年平均增速 8.8%）；②考虑到公司该品种市占率相对较高（根据招股说明书，2018 年公司该品种全球销售量市占率约 61%），我们保守假设该品种 2023-2024 年销售额增速低于行业平均增速。
- **女性健康类**：我们认为该品类主要由地屈孕酮原料药及中间体构成。我们假设：①2021 年该品种通过了欧盟出口认证审计、2022 年扬州新产能释放（相对于 2021 年产能翻倍），考虑到该品种全球合规供应商较少，假设 2022 年公司地屈孕酮原料药销售额同比增速 40-50%（已考虑产能利用率提升节奏和规模生产下潜在的降价可能）；②2023-2024 年看，我们假设公司可以有效开拓非规范市场客户及中国原料药市场增量，假设该品种收入增速在 30-40%。
- **呼吸系统类**：我们认为该品类主要由氟美松、丙酸氟替卡松等构成，主要客户包括 GSK、Sc Chemicals、Sterling、Teva 等。我们认为该品种销售额增长主要来自于国内外仿制药渗透率提升，2021 年报提到的新客户（Hikma、Apotex、土耳其新客户等）也有望贡献增量，我们假设 2022-2024 年该品种收入增速在 10-20%，与仿制药在全球销售增速预期基本一致，高于原研在全球的销售额增速（4-5%）。
- **神经系统类**：我们认为该品类主要由普瑞巴林等品种构成，主要客户包括 Sanofi、Sc Chemicals、Welding 等，考虑到全球各区域普瑞巴林陆续专利到期，我们预计该品种仍处在降价、仿制药渗透率提升阶段，我们假设 2022-2024 年该品种收入增速在 10-15%，与该品种下游仿制药增速基本一致。
- **抗感染类**：我们认为该品类主要由替诺福韦酯等品种构成，根据公司招股书，该品种受到巴西等国政府集采节奏影响较大，我们假设：①2022 年该品种在国外集采有望贡献增量，假设 2022 年收入额在 2020 年和 2021 年之间，对应同比增速在 15-25%；②考虑到该品种为全球较成熟的品种且假设公司不开拓新客户，假设 2023-2024 年收入增速在 0-5%。
- **抗肿瘤类**：我们认为该品类主要由阿比特龙等品种构成。我们假设：①2022 年天台新产能释放、下游仿制药需求相对较大，假设 2022 年价格在 2021 年均价的基础上下降 20%、产能利用率在 35-40%，对应 2022 年该品种收入增速在 120-180%；②我们假设公司持续开拓欧洲、中国和非规范市场客户供应，2023-2024 年收入增速在 20-30%。
- **贸易业务**：我们假设贸易品种收入增速在 5-10%，与上市原料药公司贸易收入平均增速相当。

毛利率上，我们认为影响因素主要包括：①毛利率更高的品种收入占比提升（如女性健康类的地屈孕酮）、②原料药收入占比提升（如呼吸系统类原料药销售占比提升、中间体销售占比下降）、③部分品种仍在降价抢市占率阶段（如神经系统的普瑞巴林等）、④新

产能投放下折旧摊销费用提升但规模效应增强。综合看，我们计算认为综合毛利率略有下降，整体较稳定。

费用率上，我们认为①2023-2024年起制剂业务可能开始贡献收入，销售费用率有所提升；②高难度原料药开发、多肽&小核酸领域拓展下，研发费用率维持在较高水平；③收入体量增长下，管理费用率略有下降。综合看，我们预计2022-2024年净利润率有所下降，基本稳定。

表 6：公司部分业务拆分及收入预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
心血管类药物	208	180	198	208	219
YOY	7.1%	-13.4%	10.0%	5.0%	5.0%
占自产产品收入比例	35.8%	25.6%	19.4%	16.2%	13.6%
女性健康类药物	29	166	240	324	438
YOY		470.4%	45.0%	35.0%	35.0%
占自产产品收入比例	5.0%	23.5%	23.4%	25.3%	27.2%
呼吸系统类药物	148	153	176	212	254
YOY	34.9%	3.4%	15.0%	20.0%	20.0%
占自产产品收入比例	25.5%	21.7%	17.2%	16.5%	15.8%
神经系统类药物	55	83	96	110	127
YOY	-11.4%	51.7%	15.0%	15.0%	15.0%
占自产产品收入比例	9.5%	11.8%	10.5%	9.5%	8.6%
抗感染类药物	70	49	59	62	65
YOY	120.2%	-29.8%	20.0%	5.0%	5.0%
占自产产品收入比例	12.1%	7.0%	6.5%	5.3%	4.4%
抗肿瘤类药物	36	40	101	131	171
YOY		11.9%	150.0%	30.0%	30.0%
占自产产品收入比例	6.2%	5.7%	11.0%	11.3%	11.5%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2. 估值

综合上述分析，我们认为公司2022-2024年收入CAGR约为20-25%，EPS分别为0.51、0.62和0.78元/股，2022年5月13日收盘价对应公司2022年PE为46倍，高于可比公司平均（我们从业务构成选择可比公司）。

表 7：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS				PE		评级
		5月13日	2021A	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E	
688166.SH	博瑞医药	22.3	0.60	0.73	0.96	35.6	30.5	23.2	增持
300702.SZ	天宇股份	37.8	0.59	1.15	1.45	84.4	32.9	26.1	增持
002332.SZ	仙琚制药	9.6	0.62	0.76	0.93	14.9	12.6	10.3	增持
300636.SZ	同和药业	36.5	0.39	0.66	1.03	87.3	55.4	35.4	无评级
	平均					55.5	32.8	23.7	
605116.SH	奥锐特	23.28	0.42	0.51	0.62	52.7	45.9	37.4	增持

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：同和药业2022-2023年EPS来自于wind一致预期，其他公司2022-2023年EPS来自于浙商证券研究所估算）

4.3. 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 10.2 亿元、12.8 亿元、16.1 亿元，同比增长 27.5%、25.3%和 25.6%；实现归母净利润 2.0 亿元、2.5 亿元和 3.1 亿元，同比增长 20.5%、22.8%和 25.1%。我们认为，2022-2024 年公司特色高壁垒原料药及中间体品种商业化有望支撑利润稳健增长，公司在小核酸&多肽领域的技术&产品布局有望打开中长期增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

在研产品推进不及预期的风险：根据公司年报和官网，公司有较多原料药和制剂品种仍在研发早期，多肽类和甾体类品种工艺开发具有一定的壁垒，如果公司核心研发人员变动或项目推进进度不及预期，可能对公司中短期增长带来一定的影响。

新冠疫情影响生产交付的风险：我们认为，新冠疫情可能影响公司的项目签订、生产安排和产品进度，进而导致季度收入和利润增速具有一定的波动性。

汇率波动的风险：根据 2021 年报，公司外销收入占比 95.3%，人民币汇率波动可能对公司毛利率、净利润率产生一定影响，具体影响大小受到公司美元敞口、套期保值政策等因素影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	940	1096	1198	1439
现金	445	487	436	483
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	141	153	190	238
其它应收款	6	5	6	8
预付账款	7	8	10	13
存货	327	423	536	680
其他	14	20	19	18
非流动资产	782	884	1095	1252
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	527	669	820	958
无形资产	40	41	40	39
在建工程	35	90	127	118
其他	179	84	109	137
资产总计	1721	1980	2294	2691
流动负债	193	257	320	403
短期借款	0	0	0	0
应付款项	137	196	248	314
预收账款	9	5	6	8
其他	47	57	66	81
非流动负债	20	11	13	15
长期借款	0	0	0	0
其他	20	11	13	15
负债合计	213	268	333	418
少数股东权益	2	2	2	2
归属母公司股东权益	1506	1710	1959	2271
负债和股东权益	1721	1980	2294	2691
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	202	279	182	232
净利润	168	203	250	312
折旧摊销	51	32	41	49
财务费用	0	1	2	2
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	55	48	21	30
其它	(73)	(5)	(129)	(160)
投资活动现金流	(262)	(233)	(232)	(184)
资本支出	(85)	(232)	(233)	(185)
长期投资	0	0	0	0
其他	(178)	(1)	1	1
筹资活动现金流	(52)	(3)	(1)	(1)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(52)	(3)	(1)	(1)
现金净增加额	(113)	42	(51)	47

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	803	1024	1283	1612
营业成本	409	529	670	849
营业税金及附加	7	9	11	14
营业费用	30	38	47	60
管理费用	106	128	154	185
研发费用	69	96	122	153
财务费用	0	1	2	2
资产减值损失	(1)	1	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	9	9	9	9
营业利润	194	234	286	358
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	192	232	285	356
所得税	24	29	35	44
净利润	168	203	250	312
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	169	203	250	312
EBITDA	239	260	321	401
EPS (最新摊薄)	0.42	0.51	0.62	0.78
主要财务比率				
	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	11.36%	27.51%	25.26%	25.61%
营业利润	1.95%	20.60%	22.63%	24.93%
归属母公司净利润	5.53%	20.49%	22.77%	25.07%
获利能力				
毛利率	49.13%	48.36%	47.75%	47.30%
净利率	20.95%	19.84%	19.45%	19.37%
ROE	11.66%	12.63%	13.59%	14.74%
ROIC	10.78%	11.62%	12.49%	13.51%
偿债能力				
资产负债率	12.40%	13.56%	14.51%	15.53%
净负债比率	1.90%	0.50%	0.54%	0.58%
流动比率	4.87	4.26	3.74	3.57
速动比率	3.17	2.61	2.07	1.88
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.55	0.60	0.65
应收账款周转率	5.67	6.96	7.41	7.42
应付账款周转率	3.54	3.28	3.19	3.19
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.51	0.62	0.78
每股经营现金	0.50	0.69	0.45	0.58
每股净资产	3.76	4.26	4.89	5.66
估值比率				
P/E	55.33	45.92	37.41	29.91
P/B	6.20	5.46	4.77	4.11
EV/EBITDA	35.16	34.11	27.75	22.10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

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“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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>