

奥锐特 (605116.SH) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2023年04月16日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 27.68

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师: 李建

执业证书编号: S0740522090004

电话: 021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	803.36	1008.08	1314.26	1727.83	2298.17
增长率 yoy%	11.36%	25.48%	30.37%	31.47%	33.01%
净利润 (百万元)	168.71	210.90	263.83	344.06	447.42
增长率 yoy%	7.31%	25.00%	25.10%	30.41%	30.04%
每股收益 (元)	0.42	0.52	0.65	0.85	1.10
每股现金流量	0.50	0.41	0.43	0.43	0.36
净资产收益率	11.20%	12.58%	13.66%	16.15%	18.73%
P/E	66.64	53.31	42.62	32.68	25.13
PEG	9.12	2.13	1.70	1.07	0.84
P/B	7.46	6.71	5.82	5.28	4.71

备注: 数据截至 2023.04.16

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报, 2022 年实现营业收入 10.08 亿元, 同比增长 25.48%, 归母净利润 2.11 亿元, 同比增长 25.00%, 扣非净利润 2.07 亿元, 同比增长 26.56%。
- **核心产品表现亮眼, 持续加大投入, 小核酸业务值得期待。** 2022 年公司克服疫情、原材料成本涨价等诸多不利因素影响, 业绩持续增长, 主要受心血管类 (+31.19%, 同比增速, 下同)、抗肿瘤类 (+248.42%)、神经系统类 (+20.33%)、女性健康类 (+17.15%) 产品快速增长带动。利润端增速慢于收入端, 主要由于持续的研发、人员、产能投入带来费用快速增加等因素的影响, 公司 2022 年研发费用 1.17 亿元 (+69.09%), 管理费用 1.35 亿元 (+27.38%)。分季度看, 22Q4 营收 2.39 亿元 (+11.59%), 归母净利润 2450 万元 (-30.39%), 扣非净利润 2412 万元 (-29.47%)。展望 2023 年, 在核心品种持续放量、小核酸业务逐步收获带动下, 公司业绩有望延续快速增长态势。
- **分业务:** 核心产品带动 API 持续增长, 制剂收获在即。API: 2022 年核心产品延续亮眼表现, 其中心血管类收入 2.37 亿元 (+31.19%), 经多年开拓, 依普利酮原料药进入日本市场; 抗肿瘤类收入 1.41 亿元 (+248.42%), 主要系醋酸阿比特龙等原料药销售增长, 老客户需求增加, 新客户不断开拓; 神经系统类收入 1.00 亿元 (+20.33%), 主要系国内市场开拓; 女性健康类收入与 1.94 亿元 (+17.35%), 主要系新客户开发。**制剂:** 地屈孕酮片 (单方) 已报 CDE 审批, 有望 2023 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、人员投入持续增加。**毛利率:** 2022、22Q4 毛利率分别为 51.62% (+2.49pp)、57.59% (+8.34pp), 毛利率提升主要来自核心品种地屈孕酮等快速放量。**费用率:** 2022 年销售费用率 3.95% (+0.25pp), 管理费用率 13.43% (+0.20pp), 财务费用率 -2.74% (-2.78pp), 财务费用率变动主要因为汇兑收益变动所致; 22Q4 销售费用率 4.70% (+0.96pp), 管理费用率 20.30% (+5.17pp), 财务费用率 2.10% (+2.24pp), 管理费用率变动主要因为员工人数及薪酬增加。**研发投入:** 2022、22Q4 研发费用分别为 1.17 亿元 (+69.08%)、3607 万元 (+26.41%), 占收入比例分别为 11.63% (+3.00pp)、15.09% (+1.77pp)。公司持续加大研发投入, 有序推进各研发项目, 目前有 30 个产品处于研发阶段, 涵盖化学原料药、多肽类原料药、寡核苷酸原料药以及制剂产品等。
- **盈利预测与投资建议:** 根据年报, 考虑公司核心产品持续放量以及地屈孕酮制剂国内首仿上市在即, 同时公司持续投入研发及新产能折旧费用增加等, 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年收入 13.14、17.28、22.98 亿元 (23-24 年调整前 13.34、16.44 亿元), 同比增长 30.4%、31.5%、33.0%; 归母净利润 2.64、3.44、4.47 亿元 (23-24 年调整前 2.68、3.31 亿元), 同比增长 25.1%、30.4%、30.0%。当前股价对应 23-25 年 PE 为 43/33/25 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)	406.20
流通股本(百万股)	77.33
市价(元)	27.68
市值(百万元)	11,243.48
流通市值(百万元)	2,140.53

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 奥锐特(605116.SH)-深度研究报告: 厚积薄发, 重点品种陆续发力, 静待收获-20210919
- 2 奥锐特(605116.SH)-2022 中报点评: 优势原料药加速商业化, 持续推动研发、产能建设-20220827

内容目录

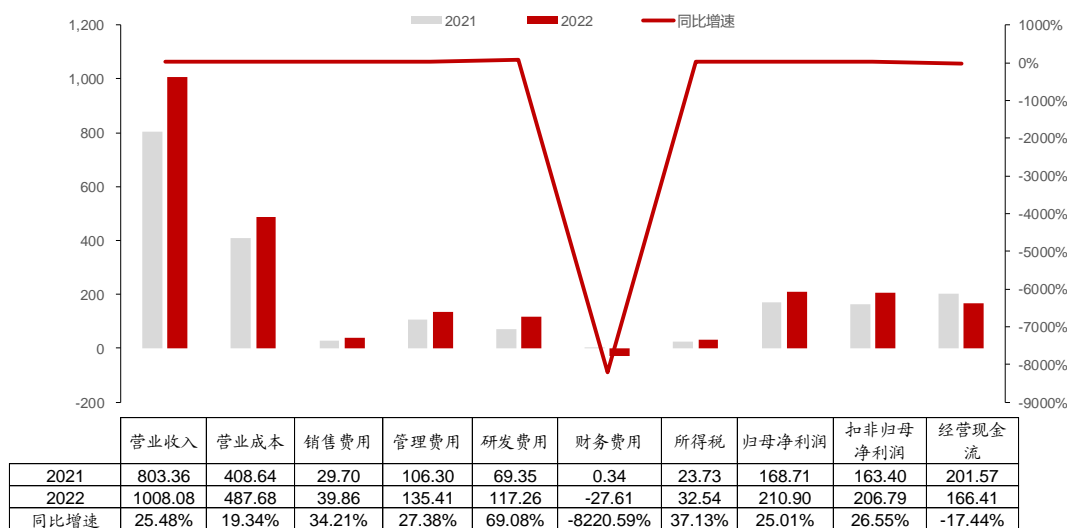
核心产品表现亮眼，持续加大投入，小核酸业务值得期待	- 3 -
核心产品放量带动增长，持续投入奠定中长期成长性	- 3 -
分业务：核心产品带动 API 持续增长，制剂收获在即	- 4 -
费用率：核心产品放量带动毛利率提升，研发、人员投入持续增加	- 6 -
风险提示	- 7 -

核心产品表现亮眼，持续加大投入，小核酸业务值得期待

核心产品放量带动增长，持续投入奠定中长期成长性

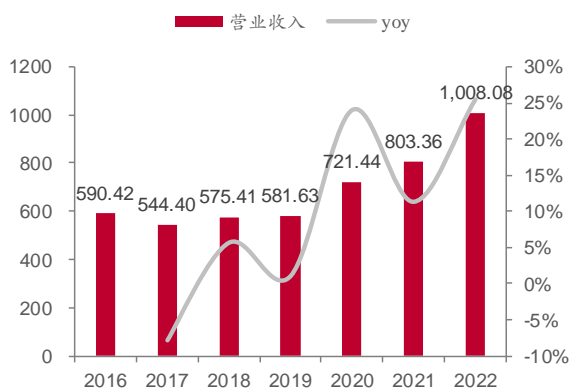
- 2022 年公司营业收入 10.08 亿元，同比增长 25.48%，归母净利润 2.11 亿元，同比增长 25.00%，扣非净利润 2.07 亿元，同比增长 26.56%。分季度看，22Q4 营收 2.39 亿元，同比增长 11.59%，归母净利润 2450 万元，同比下降 30.39%，扣非净利润 2412 万元，同比下降 29.47%。2022 年公司克服疫情、原材料成本涨价等诸多不利因素影响，业绩持续增长，主要受心血管类（+31.19%，同比增速，下同）、抗肿瘤类（+248.42%）、神经系统类（+20.33%）、女性健康类（+17.15%）产品快速增长带动。利润端增速慢于收入端，主要由于持续的研发、人员、产能投入带来费用快速增加等因素的影响，公司 2022 年研发费用 1.17 亿元（+69.09%），管理费用 1.35 亿元（+27.38%）。展望 2023 年，在核心品种持续放量、小核酸业务逐步收获带动下，公司业绩有望延续快速增长态势。

图表 1：2022 年主要财务数据变化（单位：百万元，%）



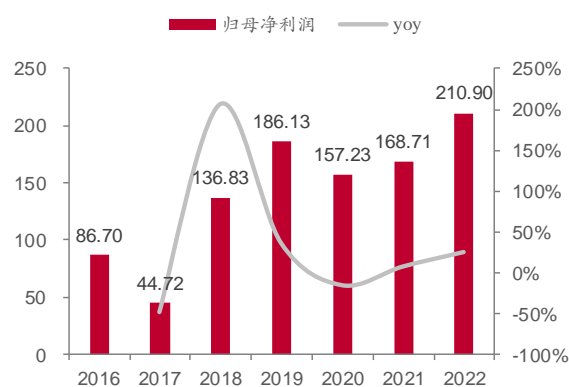
来源：公司公告，中泰证券研究所

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，%）



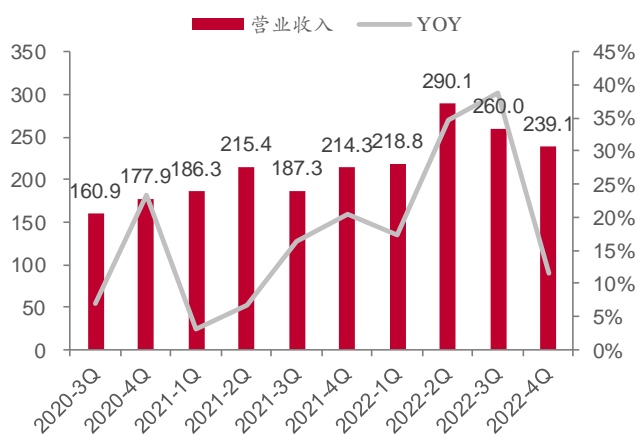
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4: 奥锐特分季度财务数据 (单位: 百万元)

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q
营业收入	180.71	201.97	160.91	177.85	186.33	215.45	187.31	214.28	218.83	290.10	260.02	239.12
营业收入同比			6.91%	23.41%	3.11%	6.67%	16.41%	20.48%	17.45%	34.65%	38.82%	11.59%
营业收入环比	25.39%	11.76%	-20.33%	10.53%	4.77%	15.63%	-13.06%	14.40%	2.13%	32.57%	-10.37%	-8.04%
营业成本	89.83	101.56	76.70	112.45	106.61	109.76	83.51	108.76	97.04	149.98	139.24	101.42
毛利率	50.29%	49.72%	52.33%	36.77%	42.78%	49.05%	55.42%	49.24%	55.66%	48.30%	46.45%	57.59%
销售费用	10.68	9.29	5.20	-3.82	6.54	7.93	7.22	8.01	9.26	10.31	9.05	11.24
管理费用	16.53	15.90	22.66	17.85	23.85	22.56	27.46	32.43	28.88	26.43	31.56	48.55
研发费用	9.94	11.56	9.45	16.40	11.65	16.32	12.85	28.54	32.18	23.32	25.69	36.07
财务费用	-4.77	0.72	9.35	6.98	1.78	-0.52	-0.62	-0.30	0.48	-15.50	-17.62	5.02
营业利润	59.26	63.71	40.66	23.64	40.43	58.13	56.67	38.40	53.43	94.02	68.25	25.57
利润总额	58.87	62.62	40.56	23.70	40.17	58.02	55.58	38.23	53.38	93.67	68.13	25.58
所得税	8.86	9.56	3.41	6.68	7.60	7.62	5.45	3.06	12.84	18.03	-1.38	3.05
归母净利润	50.01	53.06	37.14	17.02	32.57	50.40	50.54	35.20	40.85	75.89	69.66	24.50
归母净利润同比			-22.36%	-74.31%	-34.86%	-5.00%	36.07%	106.78%	25.42%	50.56%	37.83%	-30.39%
净利率	27.67%	26.27%	23.08%	9.57%	17.48%	23.40%	26.98%	16.43%	18.67%	26.16%	26.79%	10.25%
扣非归母净利润			36.33	15.77	27.09	51.39	50.71	34.20	38.65	74.31	69.71	24.12
扣非归母净利润同比							39.57%	116.83%	42.66%	44.58%	37.48%	-29.47%

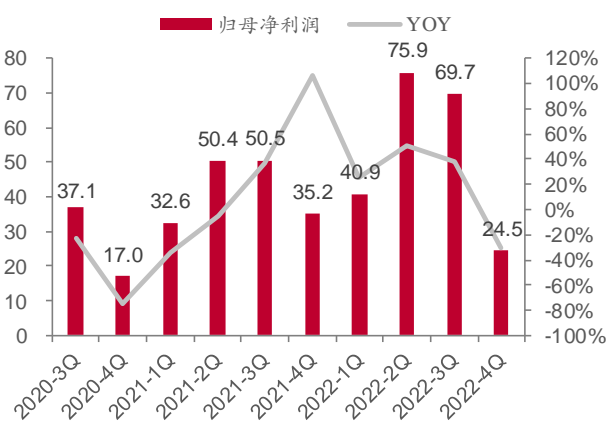
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

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, %)

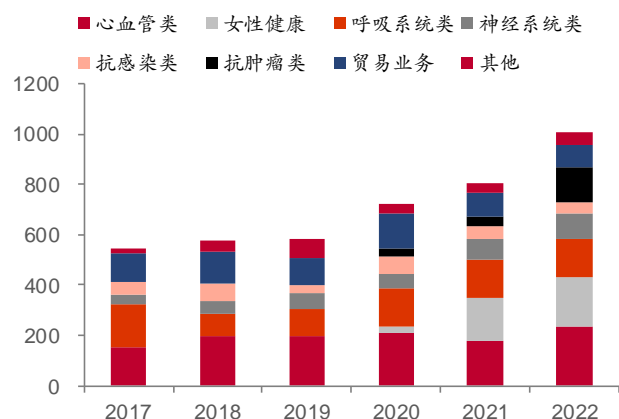


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

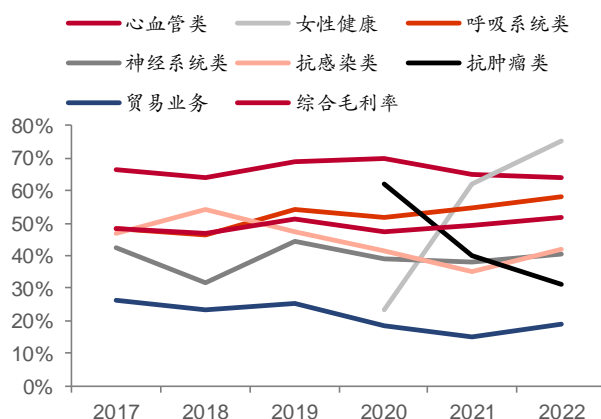
分业务: 核心产品带动 API 持续增长, 制剂收获在即

- API:** 公司的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。2022 年核心产品延续亮眼表现, 其心血管类收入 2.37 亿元 (+31.19%), 经多年开拓, 依普利酮原料药进入日本市场; 抗肿瘤类收入 1.41 亿元 (+248.42%), 主要系醋酸阿比特龙等原料药销售增长, 老客户需求增加, 新客户不断开拓; 神经系统类收入 1.00 亿元 (+20.33%), 主要系国内市场开拓; 女性健康类收入与 1.94 亿元 (+17.35%), 主要系新客户开发。
- 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 2023 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, 制剂上市有望持续带动增长。同时, 公司

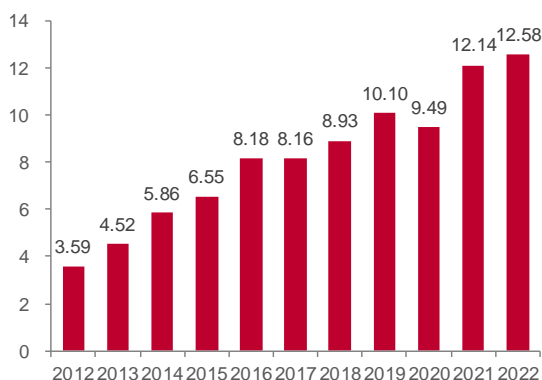
2022年3月公告拟以自有资金6.38亿元投资年产308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂生产线项目，制剂项目包括醋酸阿比特龙片（3000万片/年，建设规模，下同）、恩扎卢胺片（5000万片/年）、阿帕他胺片（4000万片/年）、伊布替尼胶囊（8000万粒/年），我们认为，此次投资是公司品种特色化布局、不断深化API制剂一体化产业链的战略体现，达产后将进一步提升公司的综合竞争力。

图表 7: 公司主营业务拆分 (百万元)


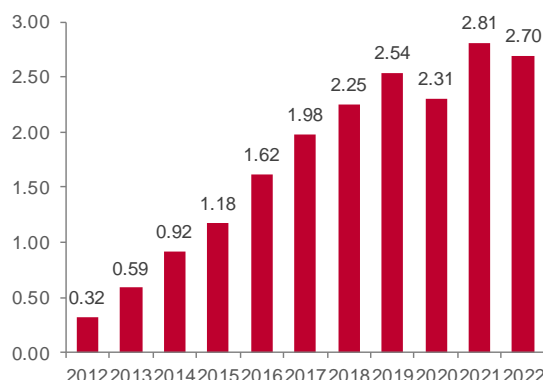
来源：公司公告，中泰证券研究所

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

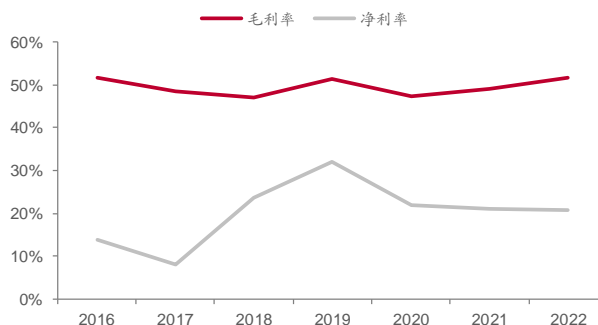
项目	建设进度
年产308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂生产线项目	2022年6月开始开工建设，共包括7个原料药和4个制剂产品。项目建设工期预计为32个月，计划2024年12月底前基本完成项目建设，并申请工程竣工验收
扬州奥锐特二期：普拉睾酮等七个原料药产品生产线及配套设施项目	利用已有厂房2,600m ² ，建设3条生产线，用于普拉睾酮等七个原料药产品生产，各生产线在2022年3月陆续开始试生产。2022年5月份通过了安全竣工验收，2022年7月份通过了环保竣工验收，并在2022年8月份通过了二期项目职业健康竣工验收
扬州奥锐特三期	2022年3月，扬州奥锐特开展三期建设项目，包括新建年产300Kg司美格鲁肽和20t帕罗韦德原料药生产线及其配套设施建设项目、年产3亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片和3亿多替拉韦钠片生产线项目。目前已完成项目备案，正在进行项目的环境影响评价、安全评价和职业健康评价的编制工作

来源：公司公告，中泰证券研究所（截至2022年报）

费用率：核心产品放量带动毛利率提升，研发、人员投入持续增加

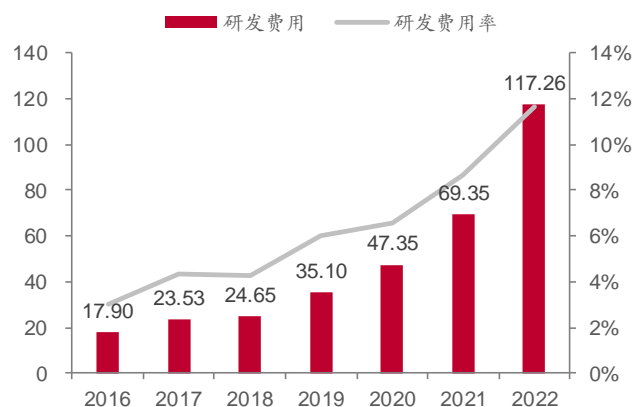
- **毛利率：**2022 年毛利率 51.62% (+2.49pp)，其中心血管类 64.17% (-0.78pp)，女性健康类 75.03% (+13.21pp)，呼吸系统类 58.02% (+3.11pp)，神经系统类 40.63% (+2.45pp)，抗感染类 41.83% (+6.56pp)，抗肿瘤类 31.09% (-9.10pp)，贸易业务 19.10% (+4.27pp)；22Q4 毛利率 57.59% (+8.34pp)。毛利率提升主要来自核心品种地屈孕酮快速放量。
- **费用率：**2022 年销售费用率 3.95% (+0.25pp)，管理费用率 13.43% (+0.20pp)，财务费用率-2.74% (-2.78pp)，财务费用率变动主要因为汇兑收益变动所致；22Q4 销售费用率 4.70% (+0.96pp)，管理费用率 20.30% (+5.17pp)，财务费用率 2.10% (+2.24pp)，管理费用率变动主要因为员工人数及薪酬增加。
- **研发投入：**2022 年研发费用 1.17 亿元 (+69.08%)，占收入比例 11.63% (+3.00pp)；22Q4 研发费用 3607 万元(+26.41%)，占收入比例 15.09% (+1.77pp)。公司持续加大研发投入，有序推进各研发项目，目前有 30 个产品处于研发阶段，涵盖化学原料药、多肽类原料药、寡核苷酸原料药以及制剂产品等。

图表 12：奥锐特历年毛利率和净利率 (%)



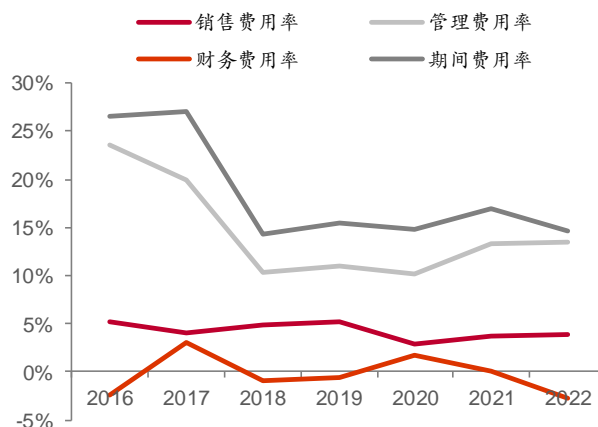
来源：公司公告，中泰证券研究所

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30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，2022年境外收入占主营业务比例超过90%。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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1088	1359	1622	1978	营业收入	1008	1314	1728	2298
现金	392	496	465	412	营业成本	488	668	879	1208
应收账款	221	259	340	469	营业税金及附加	8	10	13	17
其他应收款	4	7	10	12	营业费用	40	51	60	72
预付账款	11	13	18	24	管理费用	135	177	228	299
存货	445	568	774	1045	财务费用	-28	-15	-2	-5
其他流动资产	17	16	16	16	资产减值损失	-8	-3	-4	-5
非流动资产	944	917	917	921	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	578	527	475	421	营业利润	241	301	394	512
无形资产	123	160	217	265	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	244	231	225	236	营业外支出	1	0	1	1
资产总计	2033	2276	2539	2899	利润总额	241	301	393	511
流动负债	322	321	387	494	所得税	33	41	53	69
短期借款	30	0	0	38	净利润	208	260	340	442
应付账款	115	182	247	318	少数股东损益	-3	-3	-4	-6
其他流动负债	177	139	140	138	归属母公司净利润	211	264	344	447
非流动负债	27	18	22	21	EBITDA	280	349	456	571
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.52	0.65	0.85	1.10
其他非流动负债	22	14	18	17					
负债合计	349	339	409	516	主要财务比率				
少数股东权益	8	5	0	-5	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	406	406	406	406	成长能力				
资本公积	553	553	553	553	营业收入	25.5%	30.4%	31.5%	33.0%
留存收益	751	950	1149	1407	营业利润	24.6%	24.8%	30.7%	30.0%
归属母公司股东权益	1676	1932	2130	2389	归属于母公司净利润	25.0%	25.1%	30.4%	30.0%
负债和股东权益	2033	2276	2539	2899	获利能力				
					毛利率(%)	51.6%	49.1%	49.1%	47.4%
					净利率(%)	20.9%	20.1%	19.9%	19.5%
					ROE(%)	12.6%	13.7%	16.1%	18.7%
					ROIC(%)	15.2%	18.6%	21.7%	23.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	17.2%	14.9%	16.1%	17.8%
					净负债比率(%)	11.60%	1.24%	1.03%	8.18%
					流动比率	3.38	4.23	4.19	4.00
					速动比率	1.97	2.43	2.15	1.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.61	0.72	0.85
					应收账款周转率	5	5	6	6
					应付账款周转率	3.86	4.50	4.09	4.27
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.52	0.65	0.85	1.10
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.43	0.43	0.36
					每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.76	5.24	5.88
					估值比率				
					P/E	53.31	42.62	32.68	25.13
					P/B	6.71	5.82	5.28	4.71
					EV/EBITDA	39	31	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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。