

CDMO 跨越式成长，业绩持续高增 买入（首次）

2020 年 10 月 26 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,017	2,669	3,514	4,314
同比（%）	8.3%	32.4%	31.7%	22.8%
归母净利润（百万元）	238	380	599	787
同比（%）	52.0%	59.7%	57.4%	31.5%
每股收益（元/股）	0.30	0.47	0.74	0.98
P/E（倍）	109.48	68.44	43.48	33.06

投资要点

■ **API+CDMO 双布局，公司近年来业绩显著提速：**2019 年九洲药业 API、CDMO 业务分别实现营业收入 10.13 亿元和 7.57 亿元，其中 CDMO 业务近五年 CAGR 达 19.78%，2020H1 实现收入 4.36 亿元，同比增长 136.16%，带动公司业绩显著提速。收入结构中 CDMO 业务占比提升及原料药涨价+成本控制推动公司毛利率不断上行，2020 年上半年公司综合毛利率 42.22%，盈利能力不断增强。

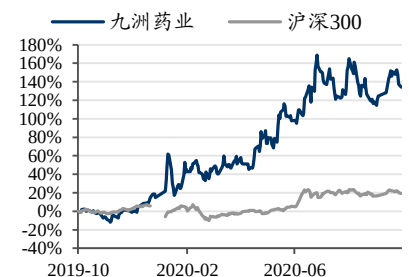
■ **CDMO 业务跨越式增长，短期看放量，长期修内功：**我国 CDMO 行业受益发达国家产业链转移及创新药研发高景气度，MAH 制度为行业发展扫清障碍，预计未来三年实现 20%左右的复合增长。公司 CDMO 业务订单需求旺盛，供给进入新一轮产能扩张期。尤其是 2019 年公司收购诺华苏州工厂，诺华 Entresto、Kisqali 及 Gleevec/Tasigna 三类重磅药品全球放量有望带动公司业绩跨越式增长。其他 CDMO 业务受益公司手性催化、连续化反应和氟化学三大平台，预计将实现超行业均值的增速。同时，公司通过产业链上下游拓展打开长期增长空间，10 亿元定增扩建瑞博苏州研发中心将提高研发规模并增强公司一体化服务水平。研发团队持续扩充+产能不断优化升级，公司未来有望跻身 CDMO 行业第一梯队。我们预计九洲药业 2020-2022 年公司分别实现 CDMO 业务收入 12.40 亿、19.52 亿、26.29 亿元。

■ **API 主要品种表现稳定，瑞科复产及新品种未来落地注入活力：**原料药行业稳健增长，中印两国承接全球产业链转移效果明显，国内原料药企业未来工艺技术及管理体系尚有较大提升空间。公司中枢神经类、非甾体抗炎类、抗感染类和降糖类四大产品构成 API 体系，卡马西平、奥卡西平、酮洛芬等拳头产品直接参与全球市场竞争，稳定贡献收入。受 2020 年下半年江苏瑞科复工利好影响，预计公司磺胺类及格列齐特原料药收入将有所改善，联手上药及公司自研新产品的上市未来提供一定业绩弹性。我们预计 2020-2022 年公司 API 业务分别实现收入 11.59 亿、12.65 亿、13.56 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**暂不考虑公司增发摊薄，我们预计九洲药业 2020-2022 年归母净利润分别为 3.80 亿、5.99 亿、7.87 亿元，增速分别达 59.7%、57.4%、31.5%，净利润三年复合增速高达 49.1%，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.47、0.74、0.98 元，当前股价对应估值分别为 68、43、33 倍。考虑到公司 CDMO 业务跨越式增长，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

■ **风险提示：**服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期的风险、行业政策变化、原料药价格波动风险、汇兑损益风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.33
一年最低/最高价	11.80/38.36
市净率(倍)	8.86
流通 A 股市值(百万元)	25970.95

基础数据

每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	39.54
总股本(百万股)	805.23
流通 A 股(百万股)	803.31

相关研究

内容目录

1. CDMO/API 双线布局，业绩显著提速	5
2. CDMO 业务跨越式成长，短期看放量，长期修内功	8
2.1. 中国 CDMO 行业迎发展黄金期	8
2.2. 扩张产能拓展产业链，公司有望跻身国内 CDMO 第一梯队企业	11
2.3. 收购诺华苏州工厂深度绑定大客户，三大重磅产品放量，CDMO 业绩爆发在即	16
2.3.1. Entresto: 心衰巨大市场 ARNI 药物异军突起，全球销售峰值有望接近 50 亿美元	17
2.3.2. Kisqali: 强竞争力的 CDK4/6 抑制剂，共享乳腺癌广阔市场	22
2.3.3. Gleevec/Tasigna: Gleevec 专利到期进入衰退，Tasigna 销售提升尚有空间	25
3. API 主要品种表现稳定，瑞科复产及新品种注入活力	27
3.1. 神经类、非甾体抗类细分 API 供应商龙头，收入增长稳健	29
3.2. 瑞科复产，抗感染类及降糖类原料药产量预计快速回复	30
3.3. 联手上药，未来 API 新品种值得期待	31
4. 盈利预测与估值	32
5. 风险提示	36

图表目录

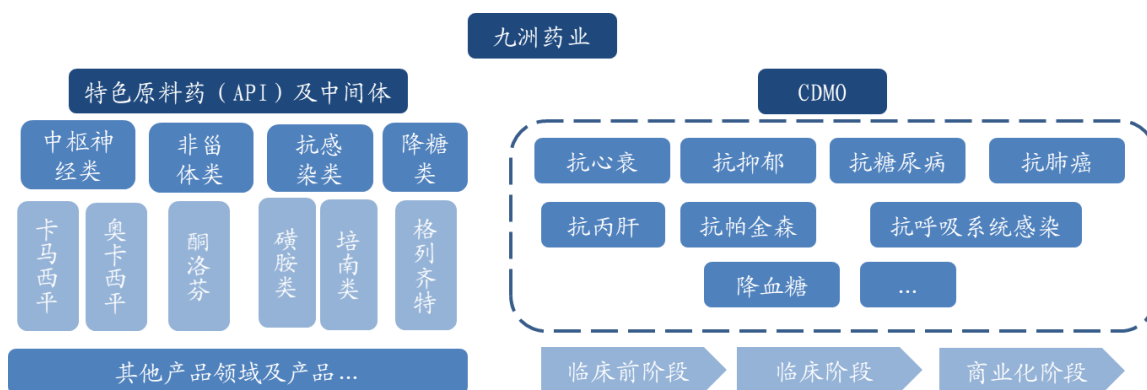
图 1: 九洲药业业务结构	5
图 2: 九洲药业股权结构 (截止 2020 年中报)	5
图 3: 2014-2020 前三季度九洲药业营业收入及增速	6
图 4: 2014-2020 前三季度九洲药业归母净利润及增速	6
图 5: 2014-2020H1 九洲药业分业务收入组成	6
图 6: 2014-2020H1 九洲药业分地区收入组成 (亿元)	6
图 7: 2014-2020H1 九洲药业各业务毛利率	7
图 8: 2014-2020H1 九洲药业三费率及净利率	7
图 9: 全球药物研发支出及在研药物数量	8
图 10: FDA 历年新药获批数量情况 (个)	8
图 11: 全球 Top12 药企新药平均上市成本与研发回报率	9
图 12: CDMO 价值链传递	9
图 13: CDMO/CMO 行业分区域市场份额及预计增速	9
图 14: 中国医疗健康行业投融资事件数及金额	9
图 15: 全球及中国 CDMO/CMO 市场规模和增速	10
图 16: 小分子 API 提供 CDMO 行业未来 3 年主要增量	10
图 17: 全球 CDMO 行业竞争格局 (2018)	11
图 18: 九洲药业原料药部分客户	11
图 19: 九洲药业 CDMO 项目数量和状态	11
图 20: 九洲药业营收与固定资产的相关性	12
图 21: CDMO 企业商业模式拓展	13
图 22: 新药上市前各阶段时间花费与资本化成本	13
图 23: 九洲药业三大技术平台	14
图 24: Entresto(缬沙坦/sacubitril 三钠水合物)结构式	17
图 25: 诺华 Entresto 全球销售收入及增速	17
图 26: 全球心衰患病率	18
图 27: 心衰分类及特征	18
图 28: 主要国家心衰市场规模及预计增速	19
图 29: 心衰患者用药“金三角”	19
图 30: Entresto 治疗慢性 HFrEF 效果优于依那普利	20
图 31: Entresto 显著降低 NT-proBNP 水平	20
图 32: HFrEF 心衰诊疗流程	20
图 33: HFrEF 心衰病人推荐用药	21
图 34: Kisqali 合成路线	22
图 35: 诺华 Kisqali 全球销售收入及增速	22
图 36: 乳腺癌子类型占比	22
图 37: 已获批三款 CDK4/6 抑制剂全球销售额 (百万美元)	24
图 38: 伊马替尼 (上) 和尼罗替尼 (下) 结构式	25
图 39: 诺华全球 Gleevec(Glivec)/Tasigna 销售收入及增速	25
图 40: ENESTnd 实验显示尼罗替尼组 BCR-ABL 水平达标患者更多	26
图 41: 全球原料药市场规模及增速	27
图 42: 全球具有经验的 API 供应商分布 (2019)	27

图 43: 九洲药业 API 业务收入 (亿元) 与组成.....	28
图 44: 九洲药业 API 毛利组成 (2019)	29
图 45: 九洲药业 API 业务各类产品毛利率变化.....	29
图 46: 公司卡马西平与奥卡西平产销及库存情况 (吨)	29
图 47: 符合 BP/USP 质量标准的卡马西平原料药出口价格.....	29
图 48: 公司酮洛芬产销及库存情况 (吨)	30
图 49: 美国非甾体抗炎药处方频率 (2017)	30
图 50: 公司磺胺类产销及库存情况 (吨)	31
图 51: 公司格列齐特产销及库存情况 (吨)	31
图 52: 2016-2019 年江苏瑞科收入及净利润.....	31
表 1: 九洲药业股权激励授予对象 (2020.09)	7
表 2: 九洲药业股权激励业绩考核目标值 (2020.09)	8
表 3: 九洲药业在建工程情况 (2020 年中报)	12
表 4: 2020 年 9 月九洲药业定增募投项目	15
表 5: 九洲药业与可比公司 CDMO 业务关键指标对比	15
表 6: 瑞博 (苏州) 主要中间体及原料药品种	16
表 7: Entresto 全球销售额测算.....	21
表 8: 乳腺癌治疗途径划分	23
表 9: 已获 FDA 批准的 CDK4/6 抑制剂	24
表 10: Kisqali 全球销售额测算	24
表 11: 2018 年伊马替尼国内中标情况	25
表 12: 九洲药业 CDMO 业务收入拆分与预测	26
表 13: 九洲药业 API 业务组成.....	28
表 14: 九洲与上药合资子公司出资及持股情况	32
表 15: 九洲药业 API 业务收入拆分与预测.....	32
表 16: 九洲药业分业务收入、成本及毛利率预测表	34
表 17: 可比公司估值表	35

1. CDMO/API 双线布局，业绩显著提速

公司原料药+CDMO 双支柱业务结构已成型。九洲药业成立于 1998 年，最初主要从事化学原料药及医药中间体的研发、生产与销售。2008 年，公司成立浙江瑞博制药有限公司，开始向跨国企业提供合同定制生产服务。2014 年，公司于上交所成功上市。目前，公司原料药及中间体产品覆盖中枢神经类、非甾体类、抗感染类以及降糖类治疗领域，卡马西平、奥卡西平等拳头产品在细分市场份额中稳居前列。CDMO 业务则在单一合同定制生产的基础上增强研发能力，致力于打造从新药临床前药学研究、临床及各阶段原料药工艺研发和生产、到商业化生产的全业务链服务。

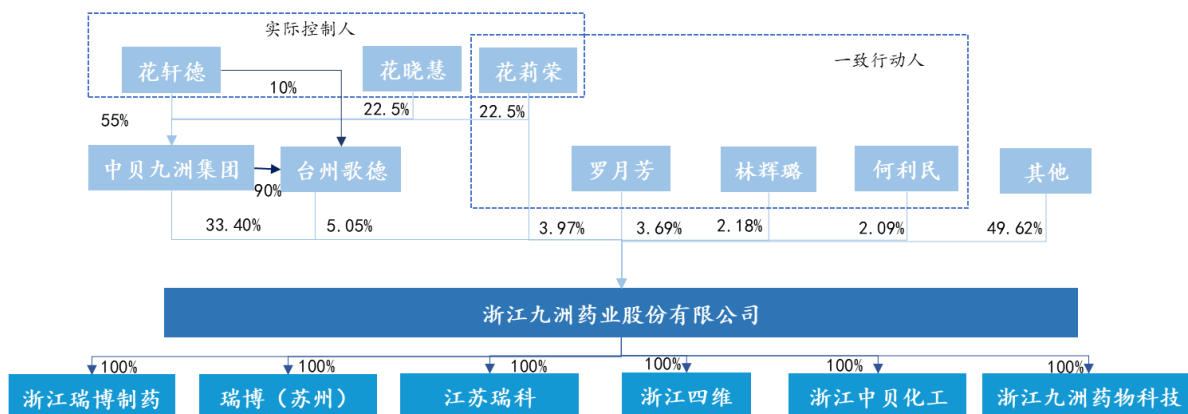
图 1：九洲药业业务结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构相对集中，花氏父女为公司实际控制人。九洲药业实际控制人为花氏父女。截止 2020 年中报，公司董事长花莉蓉女士直接持有公司 3.97% 的股份，花莉蓉、花轩德、花晓慧三人通过中贝九洲集团合计持有公司 33.40% 的股份，通过台州歌德间接持有公司 5.05% 的股份。同时花莉蓉与公司另外三名股东罗月芳、林慧璐、何利民为一致行动人，公司股权较为集中。

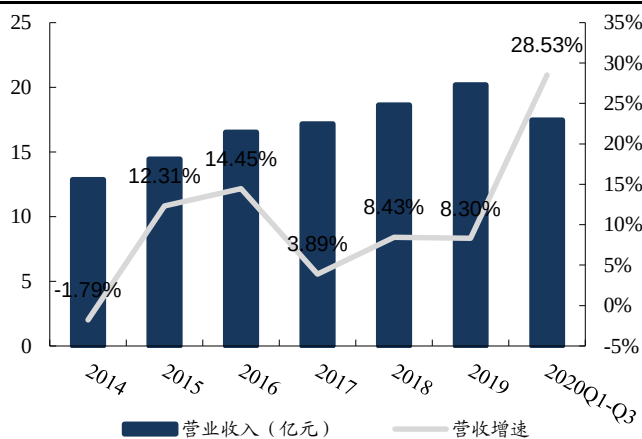
图 2：九洲药业股权结构（截止 2020 年中报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

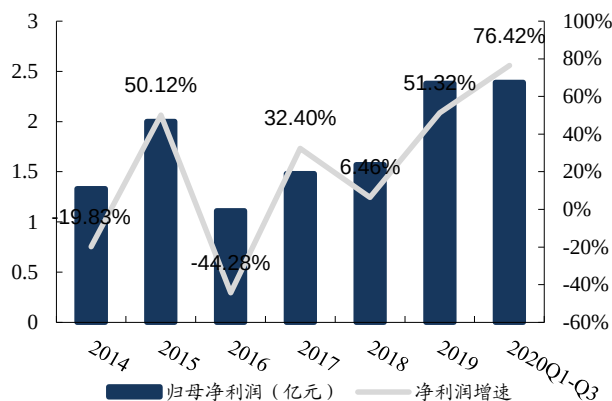
收入稳健增长，净利润有一定波动，近年来业绩显著提速。2019 年公司实现营业收入 20.17 亿元，归母净利润 2.38 亿元，近五年 CAGR 分别为 9.41%和 12.28%。公司过往收入保持较为稳健的增长，2014 年收入下滑主要因当年设备停产改造所致。净利润方面有一定波动，主要系 2016 年合同定制产品（心血管类、抗病毒类）销售量与销售价格下跌导致毛利润大幅下降，且当年子公司江苏瑞科由于资源整合，并表后导致 4369 万元亏损金额所致。2019 年及 2020 年前三季度，公司收入与净利润同比增速显著提速，主要系瑞博（苏州）2019 年 4 季度并表，公司 CDMO 业务步入高速增长期带动业务结构转型升级所致。2020 年前三季度，公司分别实现营业收入 17.46 亿元，归母净利润 2.39 亿元，同比增长 28.53%和 76.42%。

图 3：2014-2020 前三季度九洲药业营业收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：2014-2020 前三季度九洲药业归母净利润及增速

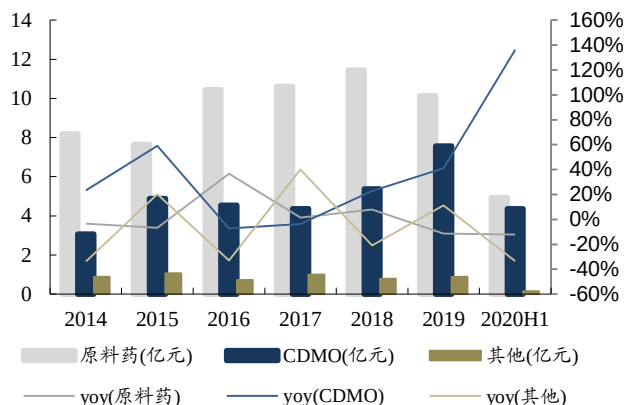


数据来源：wind，东吴证券研究所

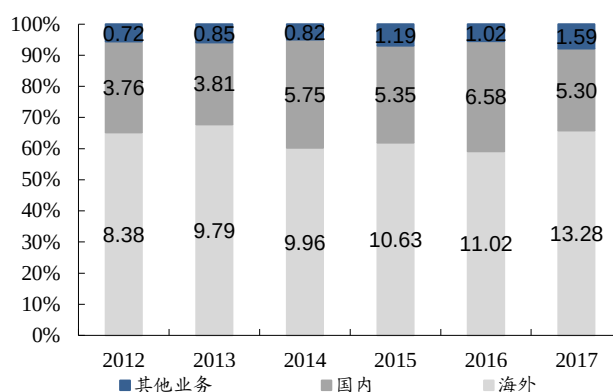
分业务组成看，公司 CDMO 业务增速快，收入占比不断提升。公司 CDMO 收入由 2014 年的 3.07 亿元增加至 2019 年的 7.57 亿元，近 5 年 CAGR 达 19.78%，显著高于公司整体业务增速。2020H1，公司实现 CDMO 收入 4.36 亿元，同比增长 136.16%，贡献全部收入增量。CDMO 业务收入占总收入的比也由 2014 年的 23.88%提升至 2020H1 的 32.26%。**分地区收入组成看，公司主要收入来源于海外地区，占比稳定在 60%以上，主要系公司优势原料药产品直接参与全球竞争，且公司 CDMO 大客户主要来自跨国大型药企所致。**

图 5：2014-2020H1 九洲药业分业务收入组成

图 6：2014-2020H1 九洲药业分地区收入组成（亿元）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

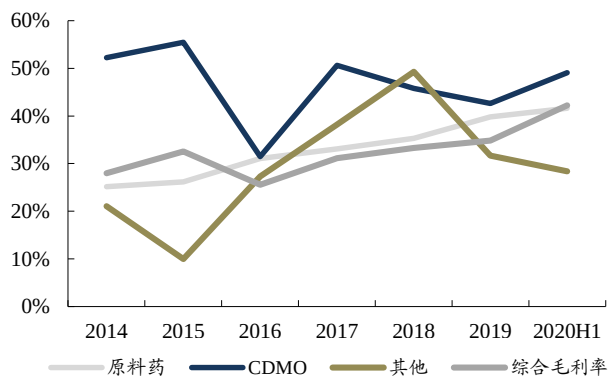


数据来源: wind, 东吴证券研究所整理

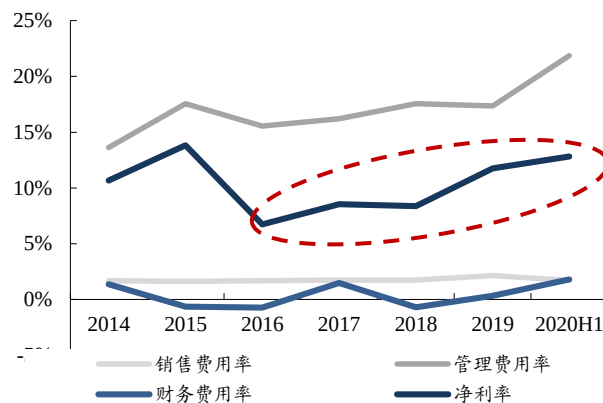
综合毛利率稳步上升, 公司盈利能力不断增强。公司综合毛利率由2014年的27.99%提升至2020H1的42.22%，主要系：1）公司收入结构中CDMO业务占比逐渐提升，而CDMO业务毛利率在40%-50%左右，拉高了公司毛利率。2）公司原料药业务受益涨价+成本下降，毛利率稳定上升。2016年公司毛利率大幅下降主要系当年合同定制产品销售不及预期。公司三费率近年来有一定上扬，管理费用率近年来攀升主要系CDMO业务人员工资、研发费用增加及股权激励摊销等因素所致。但公司净利率在毛利率推动下逐渐走强，由2014年的10.66%上升至2020H1的12.82%，盈利能力不断增强。

图 7: 2014-2020H1 九洲药业各业务毛利率

图 8: 2014-2020H1 九洲药业三费率及净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

股权激励解锁条件为净利润复合增速30%，显示公司业绩高增决心。公司上市后于2017年和2020年分别进行了两次股权激励，其中2020年9月实施的股权激励对象较为广泛，且制定的业绩考核要求为2020-2022年净利润较2019年分别增长30%、70%与120%，显示了公司对未来业绩高速增长的决心和预期。

表 1: 九洲药业股权激励授予对象 (2020.09)

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授予限制性股票总数的比例	占本激励计划授予日公司股本总额的比例
WANG BIN (王斌)	董事、副总经理	18	9.34%	0.02%

梅义将	董事、副总经理	18	9.34%	0.02%
LI YUANQIANG(李原强)	董事、副总经理	6.4	3.32%	0.01%
戴云友	财务负责人	6.4	3.32%	0.01%
中层管理人员及核心骨干(87人)		143.9	74.68%	0.18%
合计(91人)		192.7	100.00%	0.24%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：九洲药业股权激励业绩考核目标值（2020.09）

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 30%
第二个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 70%
第三个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 120%

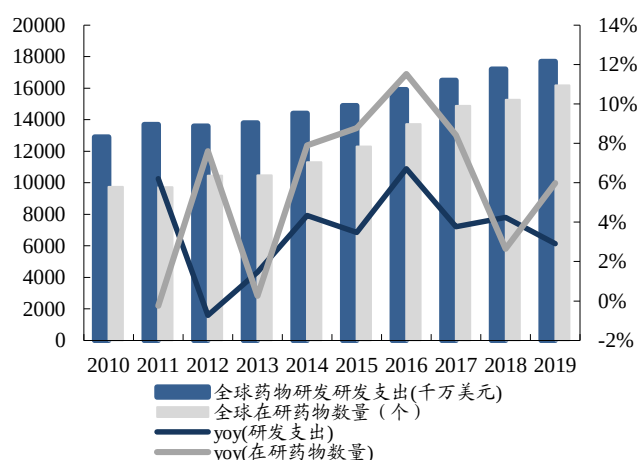
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. CDMO 业务跨越式成长，短期看放量，长期修内功

2.1. 中国 CDMO 行业迎发展黄金期

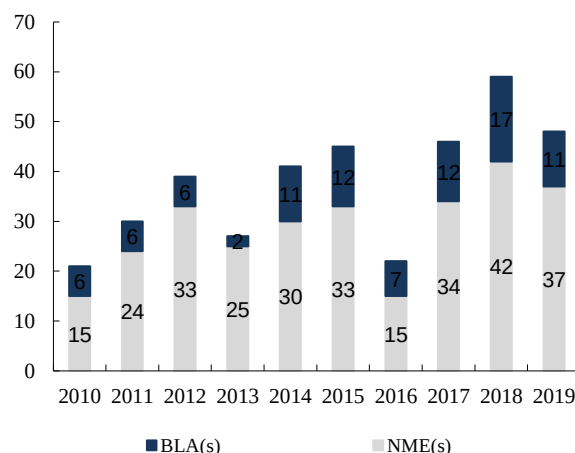
一方面，全球创新药研发景气度高涨，新药研发需求持续增长。全球药物研发支出由 2010 年的 1290 亿美元提升至 2019 年的 1770 亿美元，复合增速达 3.58%。全球在研新药数量也由 2010 年的 9737 个提高到 2019 年的 16181 个，复合增速达 5.81%。与药物研发投入相对的，创新药批准数量也在逐步上升。FDA 批准新药数量由 2010 年的 21 个增加至 2019 年的 48 个，其中新分子实体 37 个，生物制品许可申请 11 个。巨大的药物研发及专利药商业化生产市场空间为 CXO 产业链发展提供坚实基础。

图 9：全球药物研发支出及在研药物数量



数据来源：pharmaprojects，智研咨询，东吴证券研究所

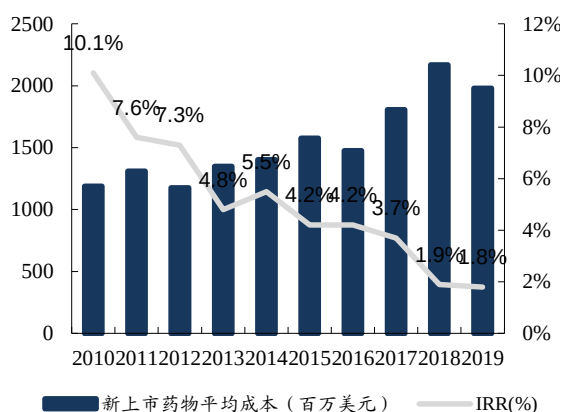
图 10：FDA 历年新药获批数量情况（个）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

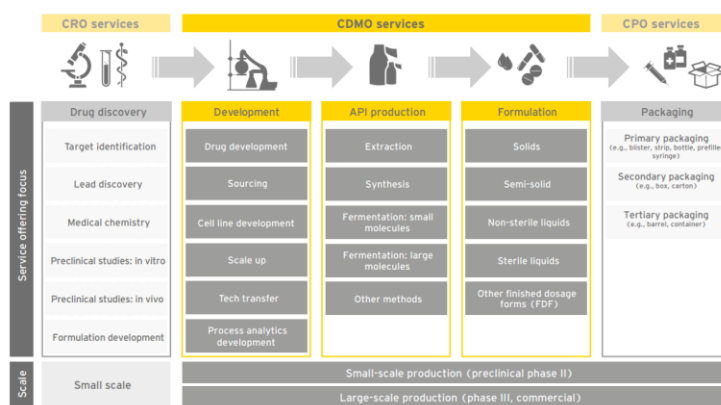
另一方面，药物研发成本攀升回报率下降，研发与生产环节外包服务产业链应运而生。根据德勤对 12 家全球头部药企 10 年的跟踪统计数据，新药研发内部回报率由 2010 年的 10.1% 骤降至 2019 年的 1.8%，与此同时单一新药上市所对应的成本由 2010 年 11.88 亿美元猛增至 2019 年的 19.81 亿美元，全球新药研发难度与成本攀升速度极快。由于药物研发涉及环节众多，过于集中的流程环节会降低企业研发效率。CDMO 企业正是承接药企开发、生产需求，利用专业化分工优势，沿“药物合成与流程开发-API 生产-制剂商业化生产”传递价值链。完整的 CDMO 产业链涵盖药物研发全生命周期，全方位、专业化的平台服务能力是 CDMO 企业的核心价值所在。根据美国塔夫斯大学医学院 2017 年对 5 种新药（3 种单克隆抗体+2 种小分子化药）临床研发过程中选择 CDMO 合作商或选择多种生产供应商的比较研究显示，CDMO 合作生产模式可在研发阶段平均节省 14.2 周的研发时间和 4470 万美元的研发费用。

图 11：全球 Top12 药企新药平均上市成本与研发回报率



数据来源：Deloitte，东吴证券研究所

图 12：CDMO 价值链传递



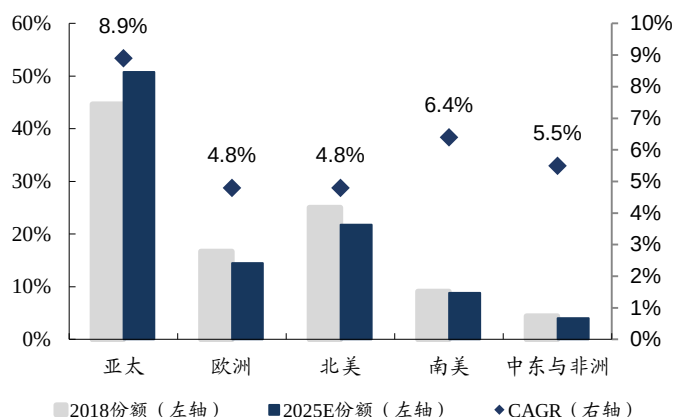
数据来源：Ernst & Young，东吴证券研究所

工程师红利叠加国内创新药研发得天独厚环境，中国 CDMO 行业迎来黄金发展期。由于药物研发属于劳动力密集型产业，成本优势下离岸外包成为趋势。中国、印度等新兴国家拥有众多高质量的研发、生产人员及配套基础设施的同时，人力、租金等成本较欧美发达国家更低，承接产业链转移效果显著。根据普华永道数据，亚太地区 CDMO/CMO 产业规模占全球份额预计将从 2019 年的 44.7% 提升至 2025 年的 50.8%，未来复合增速达 8.9%，高于 CDMO 行业 6.9% 的整体增速。

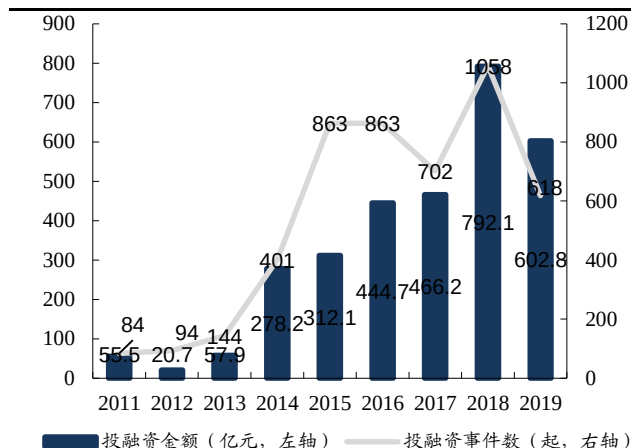
与此同时，国内鼓励创新药研发的政策与资金支持为 CDMO 行业提供良好发展土壤。尤其是 2017 年国家药监局加入人用药品注册技术要求国际协调会 (ICH) 标志着我国药品审评机制与国际接轨，加快新药研发国际化进程。同年国务院办公厅印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，通过改革临床试验管理，加快上市审批，提升技术支撑能力，促进药物创新。良好的政策引导加持下，我国医疗健康行业投融资规模 2019 年达 602.8 亿元，为药物研发产业链提供了充足的资金支持。

图 13：CDMO/CMO 行业分区域市场份额及预计增速

图 14：中国医疗健康行业投融资事件数及金额



数据来源: pwc, Grand View Research, 东吴证券研究所

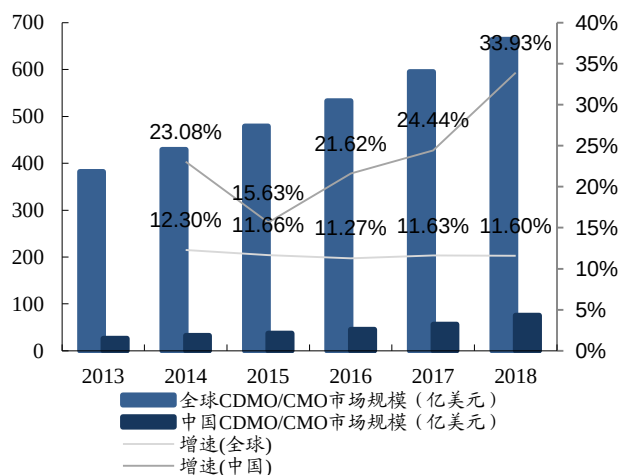


数据来源: 前瞻产业研究院, 动脉网, 东吴证券研究所

MAH 制度为行业发展扫清障碍, 中国 CDMO 行业规模领先全球快速增长, 2018 年我国 CDMO 行业规模达 75 亿美元, 近 5 年 CAGR 达 23.6%, 远高于全球 CDMO 11.7% 的增速。受益国内外创新药研发景气度和产业链转移趋势, 且 2015 年国内上市许可持有人制度 (MAH) 将药物上市许可与生产许可解绑, 为 CDMO 行业发展大开绿灯。预计未来国内 CDMO 行业市场规模将保持 20% 以上的高速增长, 行业景气度持续高涨。

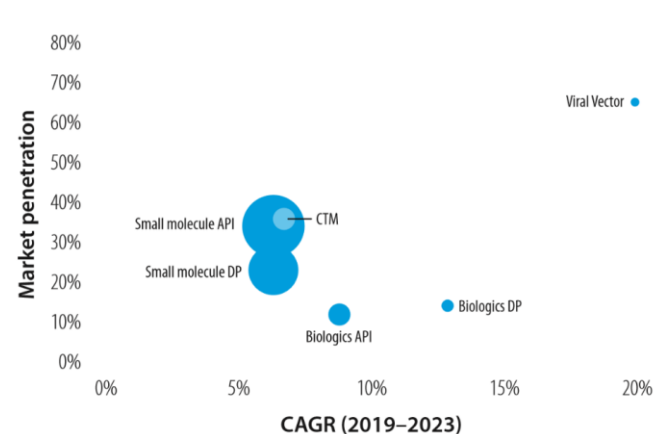
渗透率持续提升, 小分子化合物 API 贡献未来三年 50% 的 CDMO 市场规模增量。尽管生物大分子研发需求提升迅速, 但目前其市场规模仅占 CDMO 行业的 13%。同时由于生物制剂的高价值、高利润属性及专有细胞株制造过程中的 IP 保护问题, 过去十年 Top25 药企对生物制剂 API 研发生产投资超 1000 亿美元, 远高于外包服务支出, 外包意愿相对较低。根据 Results Healthcare 估计, 至 2023 年, 生物制剂 API 外包渗透率将由 2019 年的 12% 下降至 11%, 相应的小分子化合物 API 外包渗透率将由 2019 年的 34% 提升至 2023 年的 37%, 贡献 CDMO 行业 2019-2023 年市场规模绝对增量的 50%。小分子化合物领域仍是国内 CDMO 企业未来三年角逐竞争的主战场。

图 15: 全球及中国 CDMO/CMO 市场规模和增速



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

图 16: 小分子 API 提供 CDMO 行业未来 3 年主要增量

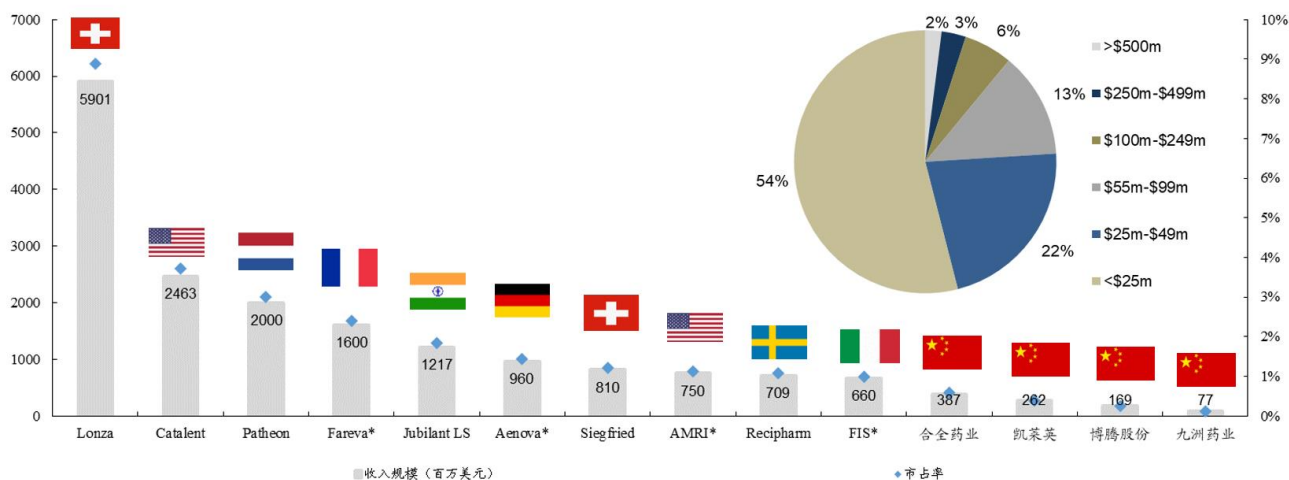


数据来源: Results Healthcare, 东吴证券研究所。注: 气

泡大小代表市场规模，DP：药物生产

目前 CDMO 行业集中度较低，2018 年全球仅 CDMO 龙头 Lonza 收入超 50 亿美元，市占率约为 9%。我国企业无一进入全球收入规模前十。同时，根据普华永道统计，2018 年全球 282 家 CDMO 企业中有 152 家收入低于 2500 万美元，占比 54%，竞争格局较为分散。国内市场方面，2018 年 CDMO 龙头合全药业市占率约为 5.4%，合全药业、凯莱英、博腾股份和九洲药业四家头部企业合计市占率不到 12%。由于 CDMO 行业利润源自专业分工产生的规模优势，且头部企业生产资质更为齐全，拥有丰富的合同定制经验与协助客户开发的技术实力，预计未来我国 CDMO 行业市场集中度将迅速拉升。

图 17：全球 CDMO 行业竞争格局（2018）



数据来源：Results Healthcare, pwc, wind, 东吴证券研究所。注：标“*”表示公司未上市，汇率取美元：人民币=1: 7

2.2. 扩张产能拓展产业链，公司有望跻身国内 CDMO 第一梯队企业

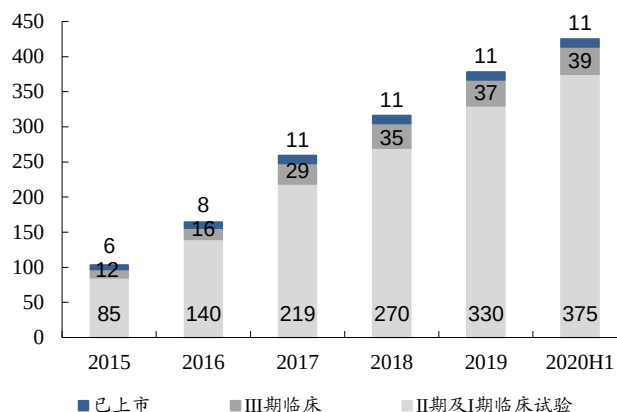
从需求端看，九洲药业客户众多，CDMO 订单数量不断增长。公司自 2008 年进军 CDMO 业务以来，全力打造“瑞博”品牌，由单一的专利药合同定制生产向合作研发，覆盖药物研发全流程的 CDMO 方向发展。目前公司海外客户包括诺华、吉利德、罗氏等跨国制药巨头，国内客户则包括绿叶制药、海和生物、贝达药业等知名新药研创公司及为数众多的 Biotech 公司，客户资源充足。订单方面，截止 2020 年 H1 公司已有 11 个 CDMO 项目上市，39 个位于 III 期临床，375 个位于 I 期或 II 期临床试验，覆盖抗肿瘤、抗心衰、抗呼吸系统疾病等治疗治疗领域。公司 CDMO 业务整体需求端极为旺盛。

图 18：九洲药业原料药部分客户

图 19：九洲药业 CDMO 项目数量和状态



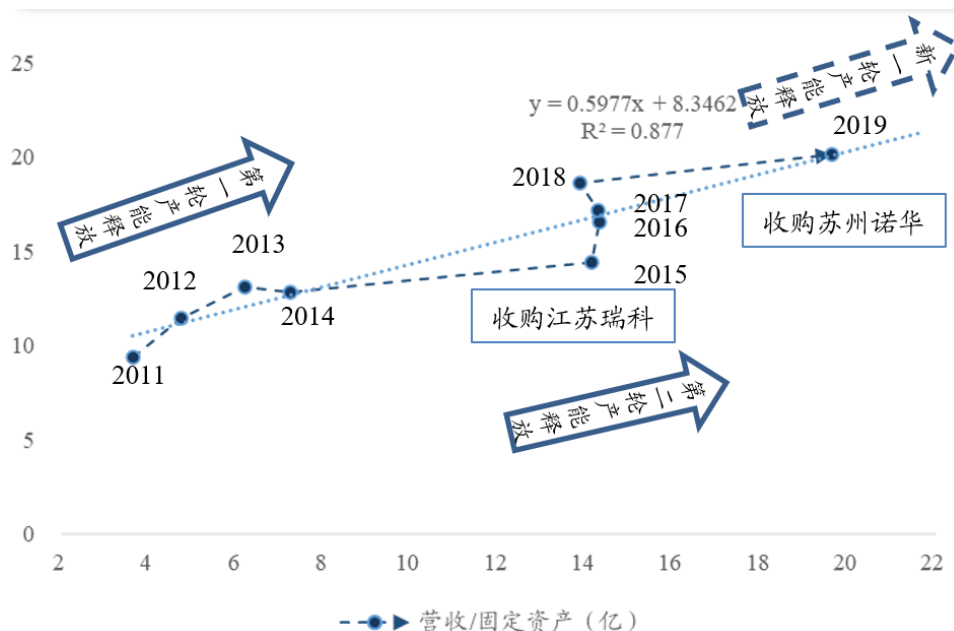
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从供给端看，需求饱和下产能成为公司 CDMO 业务重要驱动因素，在建工程转固提供业绩增长保障。CDMO 是重资产行业，固定资产可以代表企业综合生产能力。九洲药业近 10 年发展中营业收入与固定资产表现出极强的相关性，对江苏瑞科、诺华苏州工厂的两次收购更是将公司收入水平带上新的台阶。尤其是收购诺华苏州工厂后，公司产能进入新一轮释放期，CDMO 业绩拐点已经到来。而截止 2020 年上半年，公司在建工程账面余额 2.96 亿元(计提减值准备后账面价值 2.84 亿元)，主要包含川南生产基地、江苏瑞科原料药生产基地、外沙分公司生产基地等扩产项目。未来公司在建工程转固将配合提升 CDMO 业务产能，为公司未来订单需求提供充足保障。

图 20：九洲药业营收与固定资产的相关性



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

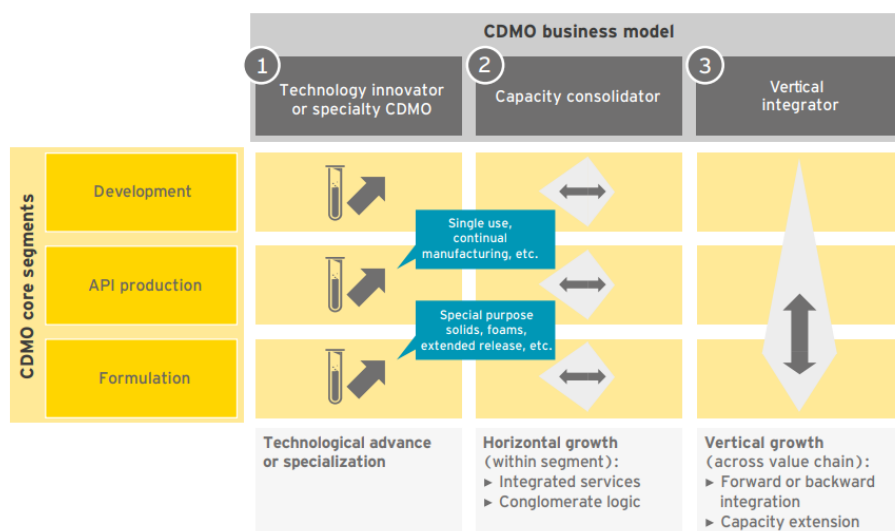
表 3：九洲药业在建工程情况（2020 年中报）

项目（单位： 百万元）	预算数	期初余额	本期增加余额	本期转固金额	期末余额	工程累计投入 占预算比
川南原材料生 产基地	598.53	123.38	45.04	58.64	109.79	83.82%
江苏瑞科医药原料药生产基地		52.14	3.8	0.11	55.83	
九洲外沙分公司生产基地		8.73	7.05	6.77	9.01	
研发大楼实验 室项目	101.27	0.81	1.31	1.61	0.51	93.36%
四维科技医药 项目一期	236.6	58.59	36.02		94.6	39.98%
其他零星工程		22.9	9.94	2.5	26.29	
合计	936.4	266.54	103.16	69.63	296.02	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从产业链看，公司上下游广泛拓展，打开长期增长空间。CDMO 企业的商业模式可分为三种：1.不断优化流程，通过精细化生产实现单一大品种的独家供应；2.整合业务，增加产能，向更多品类横向扩张；3.跨药物研发环节，沿产业链上下游纵向扩展。

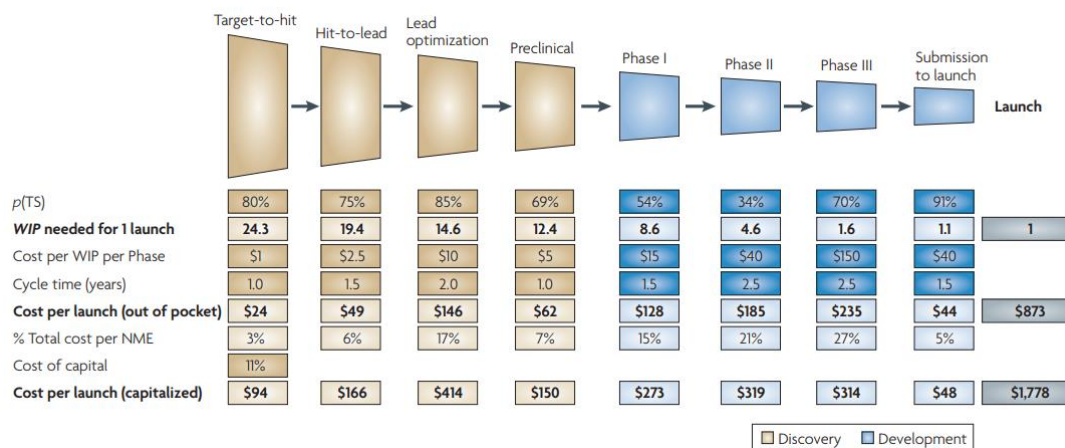
图 21：CDMO 企业商业模式拓展



数据来源：Ernst & Young，东吴证券研究所

Steven Paul 等人(2010) 利用 PBF（Pharmaceutical Benchmarking Forum）数据库中 13 家头部药企的数据制作了量化模型，其结果显示药物发现与药物临床前过程平均花费长达 5.5 年，研发成本资本化后，占全部药物上市成本的 46.3%，其中最大的支出在于化合物结构优化阶段，占全部药物上市成本的 23.3%。长期看，九洲药业未来有望通过前向一体化，业务向拥有广阔市场空间的临床前 CMC 和制剂生产领域渗透，打开长期增长空间。

图 22：新药上市前各阶段时间花费与资本化成本



数据来源：《How to improve R&D productivity: the pharmaceutical industry's grand challenge》，东吴证券研究所

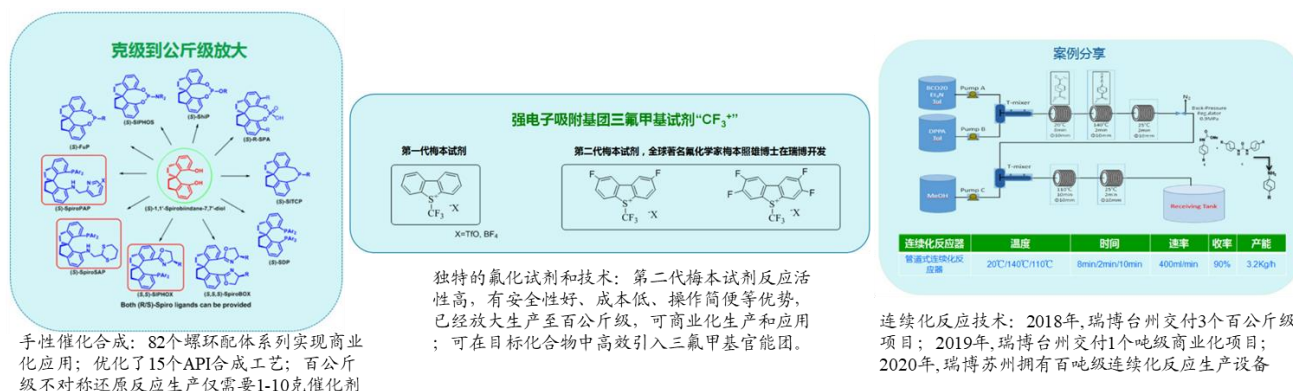
产业链拓展的难度在于技术壁垒，目前公司已建成多个业内领先的技术平台，并开始持续输出研究成果。其中：

1.手性催化技术平台引入了国内多名顶级专家的技术，建立了拥有自主知识产权的包含近百个手性配体的催化剂库，可为客户快速筛选最优配体和催化剂，提供具有高选择性、高收率、绿色可持续的手性药物合成工艺。2020 年上半年，手性催化技术平台完成 42 个手性配体和催化剂的定制合成，并实现了多个手性药物临床一期样品的生产、关键起始物料的生产和商业化生产。

2.连续化技术应用研究平台引进了微通道反应器，并自主设计了多种适用于不同项目的管道反应器、光反应器和其他设备。目前连续化反应技术已实现了多个品种的吨位级生产，并具备百吨级连续化生产的装备和技术能力。连续化微反应技术平台在 2020 年上半年已完成产品的多步连续化格氏交换小试工艺开发、中试放大，和锂试剂低温反应工艺开发及应用。

3.氟化学技术平台依托中科院氟化学重点实验室为技术支撑，在多个项目开发中成果显著，多个氟化学试剂已成功应用于临床药物的生产。公司在脱氧氟化试剂、二氟卡宾试剂、二氟甲基化试剂的开发中取得突破性进展，2020 年上半年多种氟化学试剂通过瑞博氟化学技术平台进行技术转化，其中 3 个已完成工艺优化并实现中试生产。

图 23：九洲药业三大技术平台



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所整理

在资本层面, 公司同样依靠定增等手段助力 CDMO 综合服务水平建设。2020 年 9 月, 九洲药业公告将非公开发行 A 股 4500 万股, 拟募集资金不超过 10 亿元用于瑞博 (苏州) 研发中心、浙江四维百亿片制剂工程项目等。此次定增将加强瑞博 (苏州) 产能, 满足更多订单需求, 同时提高研发规模, 助力公司 CDMO 服务平台建设。

表 4: 2020 年 9 月九洲药业定增募投项目

序号	项目名称	项目投资金额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	瑞博 (苏州) 制药有限公司研发中心项目	30,000	28,000
2	瑞博 (杭州) 医药科技有限公司研发中心项目	15,000	13,700
3	浙江四维医药科技有限公司 CDMO 制剂项目	20,300	18,500
4	浙江四维医药科技有限公司百亿片制剂工程项目 (一期)	23,000	11,800
5	补充流动资金	28,000	28,000
	合计	116,300	100,000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

综合来看, 公司未来有望向小分子 CDMO 第一梯队企业进军。我们选取凯莱英、合全药业及博腾股份作为可比公司, 九洲药业在 CDMO 业务规模、研发能力上距龙头凯莱英、合全药业尚有一定差距, 但公司未来计划保持 30% 左右的研发人员扩张速度, 预计 3-5 年可建成最终团队, 迅速填补研发实力差距。在生产能力上, 九洲药业商业化订单较为集中且收入占比仍较低, FDA 审查历史中存在一次强制采取整改 (OAI)。但 2015 年以来公司均顺利通过 FDA 审查, 收购的诺华苏州工厂更是历史三次无缺陷通过 FDA 审查 (NAI), 其设备、工艺、制造标准均有九洲可吸取之处, 帮助公司更好地提供符合 cGMP 标准的特色原料药产品, 助力公司生产工艺改进、产能升级。同时我们以 2014-2019 年营收/固定资产账面余额的回归系数作为固定资产周转率的综合考量指标, 九洲药业该指标高于博腾股份但显著低于凯莱英与合全药业, 显示公司高附加值 CDMO 项目数量仍较少。未来公司 CDMO 业务仍有较大提升空间, 有望向行业第一梯队进军。

表 5: 九洲药业与可比公司 CDMO 业务关键指标对比

	九洲药业	凯莱英	合全药业（2018）	博腾股份
CDMO 业务收入（亿元）	20.17(CDMO 7.57)	24.6	27.06	9.25
毛利率	34.84%(CDMO 42.61%)	45.50%	41.45%	37.84%
净利率	11.75%	22.51%	22.09%	11.58%
研发能力				
研发人员数量	496	1838	1508	393
研发人员占比	16.54%	47.86%	40.36%	18.92%
研发投入（万元）	9450（API: 3026+CDMO: 6424）	15518	14841	7619
研发投入占总收入的比例	4.69%（API: 2.99%+CDMO: 8.49%）	8.46%	5.48%	6.43%
生产能力				
订单数量	378	303	693	384
其中：商业化订单数量	11	24	16	49
FDA 历史审查（Drug Quality Assurance）结果	九洲：3 次 VAI，1 次 OAI 苏州诺华工厂：3 次 NAI	5 次 NAI，5 次 VAI	3 次 NAI，1 次 VAI	2 次 VAI，2 次 OAI
产能	-	反应釜体 积>2300m3	-	1186m3
14-19 年营收/固定资产回 归系数	0.57	2.01	1.13	0.43

数据来源：公司公告，FDA，东吴证券研究所。注：除合全药业为 2018 年数据外，其他公司为 2019 年。

2.3. 收购诺华苏州工厂深度绑定大客户，三大重磅产品放量，CDMO 业绩爆发在即

2019 年 9 月，九洲药业发布公告，以 7.9 亿人民币收购诺华持有的剥离技术与药品开发资产后的苏州诺华制药科技有限公司 100% 的股权，并随后将诺华苏州工厂更名为瑞博（苏州）制药。此次收购完成后，双方签订《制造和供应协议》，约定交割日 5 年内，九洲通过诺华爱尔兰向诺华集团供应抗心衰、乳腺癌和白血病治疗的三种药物产品原料药或中间体，5 年期满后在满足相关条件的前提下，上述协议可再延期 5 年。

根据 2018 年 6 月诺华苏州工厂原料药项目环评报告，我们推测九洲向诺华供货对应的三种药物应为 Entresto、Kisqali 和 Gleevec/Tasigna。同时 2020 年 7 月瑞博（苏州）研发中心项目环评报告显示 Entresto 原料药沙库巴曲缬沙坦钠设计产能达 250 吨，而 Entresto 中间体联苯氨基戊酸乙酯酸盐 AHU C4 二代工艺技改项目已进行第一阶段。我们预计未来诺华上述三大产品放量将带动九洲药业 CDMO 业务高速增长。

表 6：瑞博（苏州）主要中间体及原料药品种

主要产品	规格	2018 年技改后设计产能（t/a）	年运行时（h）	2020 年 7 月历次环评变动后实际批复产能（t/a）	备注
A1 车间 叔丁氧羰基-内酰胺-内脂（AP7）	≥99.7%	215	2090	215	

	2,2'-脱水-1-(β-L-阿糖呋喃)胸腺嘧啶	>98%	55	2070	55	
	联苯丁酸酯氨基四氧丁酸钙盐 (AHU C8)	>97.2%	150	7920	150	Entresto 中间体
	吡咯并嘧啶甲酰胺 (LEE011-B7)	-	30	1200	30	Kisqali 中间体
	皮纳敏	≥95%	15	5983	15	Gleevec/Tasigna 中间体
	瑞柏斯克里布琥珀酸盐 (LEE011-BBA)	≥98%	15	5983	15	Kisqali 原料药
	二苯甲酰苄氧四氢异喹啉羧酸钠 (EMA401)	≥98%	100	5983	取消	
	联苯氨基戊酸乙酯酸盐 (AHU C4)	≥99%	132 (二代工艺)	6720	60 (一代工艺) +52 (二代工艺)	Entresto 中间体
A2 车间	皮纳敏	≥95%	15	5983	15	Gleevec/Tasigna 中间体
	沙库巴曲缬沙坦钠 (LCZ696-ABA)	≥98%	250	5983	250	Entresto 原料药
B 车间	皮纳敏	≥95%	50	7920	50	替尼类中间体
	氢氯噻嗪	>99%	40	3600	40	

数据来源：2018 年 6 月诺华原料药项目环评报告，2020 年 7 月瑞博（苏州）研发中心项目环评报告，东吴证券研究所

2.3.1. Entresto: 心衰巨大市场 ARNI 药物异军突起，全球销售峰值有望接近 50 亿美元

诺华 Entresto 销售额近年来高速增长，2019 年已突破 17 亿美元。Entresto 即沙库巴曲缬沙坦钠片，中文商品名为诺欣妥，是一种口服的，first-in-class 的 ARNI(血管紧张素受体/脑啡肽酶抑制剂)药物，主要用于治疗射血分数降低的心力衰竭(HFrEF)。该药物由诺华开发，并于 2015 通过美国 FDA 新药申请，于 2017 年在华获批。Entresto 上市后快速放量，2019 年全球实现销售收入 17.26 亿美元，2020 年上半年实现销售收入 11.49 亿元，同比增长 50.09%。

图 24: Entresto(缬沙坦/sacubitril 三钠水合物)结构式

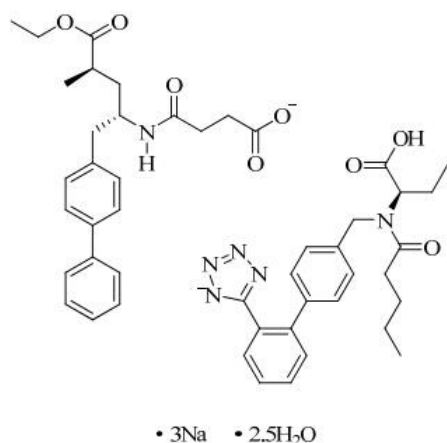
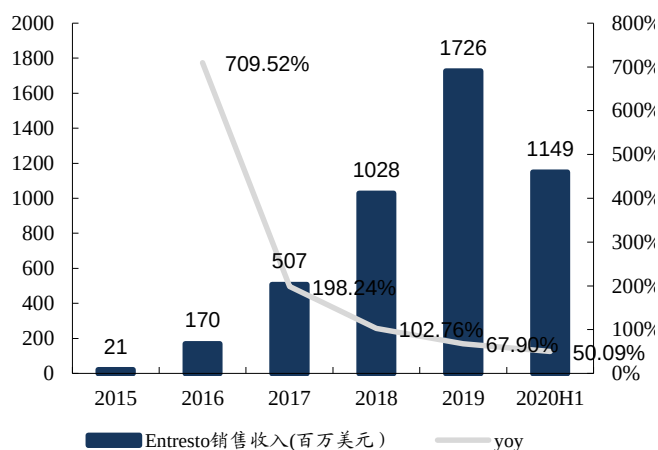


图 25: 诺华 Entresto 全球销售收入及增速



数据来源：Drugs & Clinic，东吴证券研究所

数据来源：诺华年报，东吴证券研究所

心衰市场广阔，诺欣妥主要针对 HFrEF 病症。心力衰竭是指由于心脏的收缩功能和（或）舒张功能发生障碍，不能将静脉回心血量充分排出心脏，导致静脉系统血液淤积，动脉系统血液灌注不足，从而引起心脏循环障碍症候群。根据欧洲心脏病学会统计，全球心衰患病率约为 1-2%，2015 年全球心衰病人约为 2600 万，且 74% 的患者拥有至少一种合并症，这也加剧了心衰患者的健康状况恶化速度。

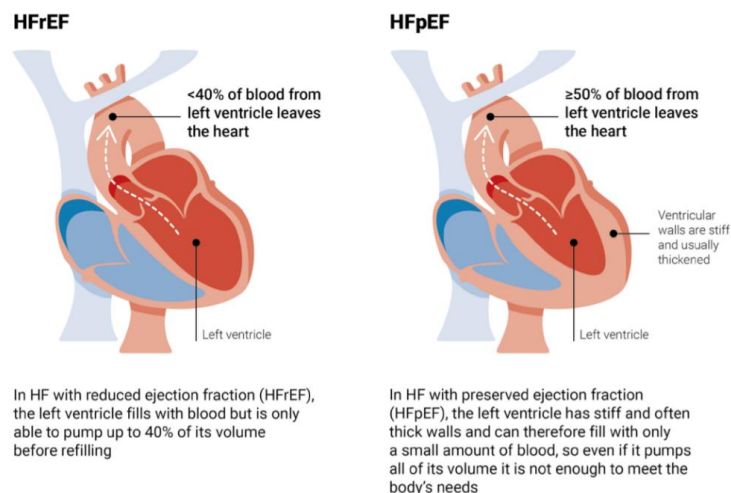
心衰根据机制不同有两种类型：射血分数保留的心力衰竭（HFpEF）和射血分数降低的心力衰竭（HFrEF）。其中，HFpEF 是一种独特类型的心力衰竭，往往伴随着相关的结构性心脏病（左心室肥大/左心房扩大），心肌正常收缩（LVEF $\geq 50\%$ ），但心室在充盈时不会像正常情况下那样放松，目前尚无批准的药物。总体上，HFpEF 较 HFrEF 死亡率相似，发病率略低。

图 26：全球心衰患病率



数据来源：ESC，东吴证券研究所

图 27：心衰分类及特征

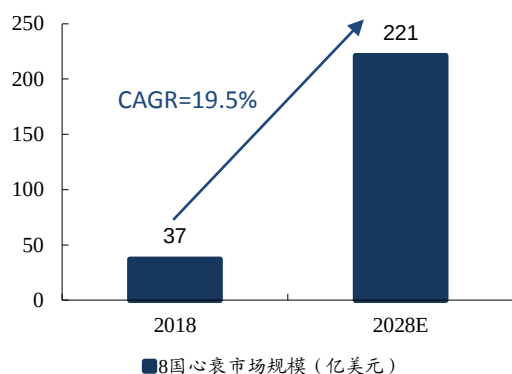


数据来源：The Heart Failure Policy Network，东吴证券研究所

根据 Global Data 最新估计，2018 年美、法、德、意、西、英、日、中八国心衰市场规模约为 37 亿美元，而 2028 年 8 国心衰市场规模有望达 221 亿美元，10 年复合增速高达 19.5%。行业主要驱动力来自现有药物 Entresto 的放量、SGLT 抑制剂创新药的推出和 HFpEF 患者用药需求的满足。

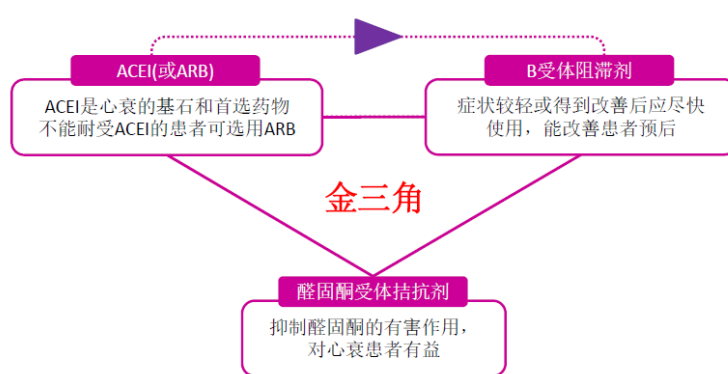
在患者用药上，ARNI 问世前，ACEI（常用依那普利，也可用 ARB 药物替代）和 B 受体阻滞剂（改善患者预后）搭档基础上加上醛固酮受体拮抗剂三药合用是慢性 HFrEF 基本治疗方案的“金三角”。目前普利类、沙坦类药物渗透率在全部心衰患者中的比例在 60%左右。

图 28：主要国家心衰市场规模及预计增速



数据来源：Global Data，东吴证券研究所

图 29：心衰患者用药“金三角”



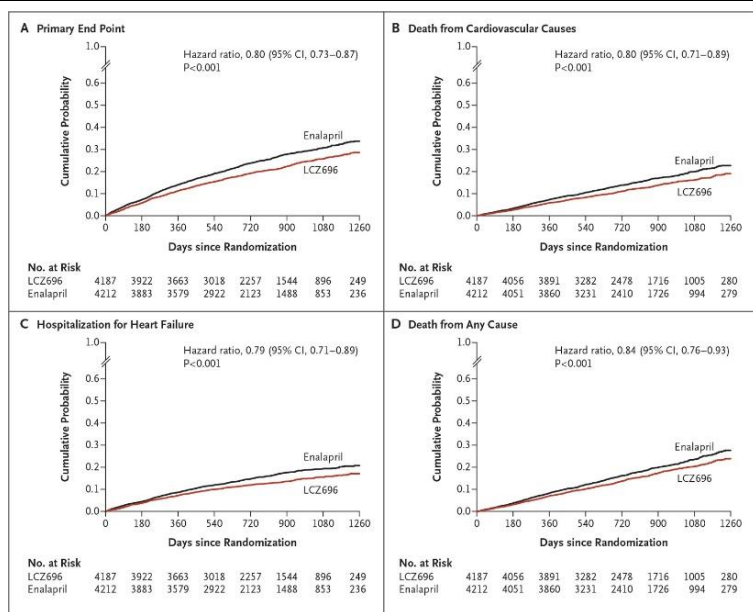
数据来源：医脉通，东吴证券研究所

一方面，目前 Entresto 已形成部分替代 ACEI/ARB 的趋势：ARNI 同时具有血管紧张素受体（ARB）和脑啡肽酶抑制剂的作用，可利尿、舒张血管，抵消肾素血管紧张素系统和交感神经激活的有害作用，逆转或减少左心室重塑。大型随机对照试验 PARADIGM-HF 证实，HFrEF 患者应用诺华的 Entresto 3 年后，总死亡、心源性死亡、再住院率均较依那普利组显著下降：ARNI 使主要复合终点（心血管死亡和心衰住院）

风险降低 20%，心脏性猝死减少 20%。

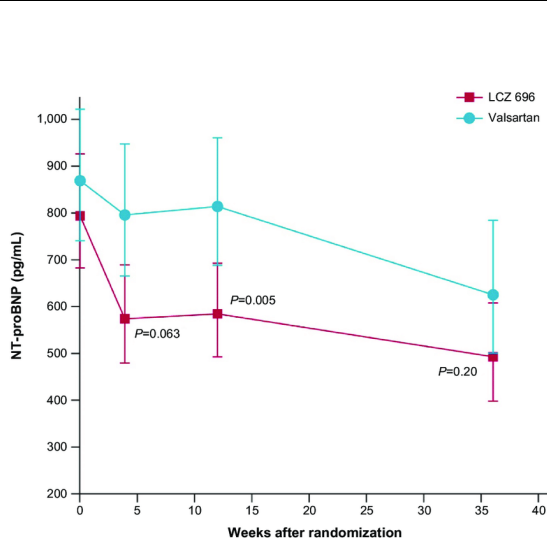
另一方面, Entresto 对 HFpEF 患者同样有益, 未来有较大开发空间: PARAMOUNT 的 II 期临床研究结果显示, 沙库巴曲缬沙坦对 HFpEF 患者的有益作用, 可改善 NT-proBNP 水平, 减小左心房体积, 以及改善左心室心肌形变能力, 为 HFpEF 治疗带来了新希望。

图 30: Entresto 治疗慢性 HFrEF 效果优于依那普利



数据来源: Angiotensin–Neprilysin Inhibition versus Enalapril in Heart Failure, 东吴证券研究所。注: LCZ696 即为 Entresto

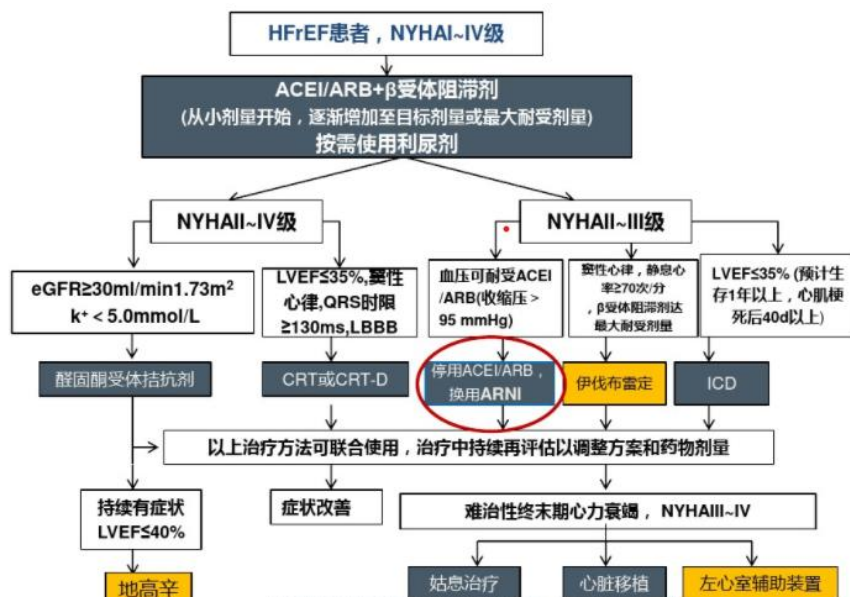
图 31: Entresto 显著降低 NT-proBNP 水平



数据来源: Angiotensin receptor-neprilysin inhibitors: Clinical potential in heart failure and beyond, 东吴证券研究所

由于 ARNI 的上述优点, 欧洲、美国、中国心衰指南均对 ARNI 在 HFrEF 治疗中给予 I 级推荐 (最高级别推荐), 美国、中国指南均推荐在可以耐受 ACEI/ARB 的有症状的 HFrEF 患者中以 ARNI 替换 ACEI/ARB, 以进一步改善预后。其中, 中国指南的推荐相对更加积极: 即使未使用 ACEI/ARB 的有症状 HFrEF 患者, 如血压能耐受, 首选 ARNI 也有效。2019 年 11 月, Entresto 通过国家医保目录谈判, 作为医保目录乙类药品, 各地可报销 70%-90%, 中国 1000 余万心衰患者人数的药物市场已被打开。

图 32: HFrEF 心衰诊疗流程



数据来源:《2018 中国心力衰竭诊断及诊疗指南》, 东吴证券研究所

图 33: HFrEF 心衰病人推荐用药

药物	推荐	推荐类别	证据水平
利尿剂	有液体潴留证据的心衰患者均应使用利尿剂	I	C
ACEI	所有HFrEF患者均应使用, 除非有禁忌证或不能耐受	I	A
β受体阻滞剂	病情相对稳定的HFrEF患者均应使用, 除非有禁忌证或不能耐受	I	A
醛固酮受体拮抗剂	LVEF≤35%、使用ACEI/ARB/ARNI和β受体阻滞剂后仍有症状的慢性HFrEF患者	I	A
	急性心肌梗死后LVEF≤40%, 有心衰症状或合并糖尿病的患者	I	B
ARB	不能耐受ACEI的HFrEF患者推荐用ARB	I	A
ARNI	对于NYHA心功能II~III级、有症状的HFrEF患者, 若能够耐受ACEI/ARB, 推荐以ARNI替代ACEI/ARB, 以进一步降低心衰的发病率及死亡率	I	B
伊伐布雷定	LVEF≤35%的窦性心律患者, 已使用ACEI/ARB/ARNI、β受体阻滞剂、醛固酮受体拮抗剂, β受体阻滞剂已达到目标剂量或最大耐受剂量, 心率仍≥70次/min	IIa	B
	窦性心律, 心率≥70次/min, 对β受体阻滞剂禁忌或不能耐受的HFrEF患者	IIa	C
地高辛	应用利尿剂、ACEI/ARB/ARNI、β受体阻滞剂、醛固酮受体拮抗剂后, 仍持续有症状的HFrEF患者	IIa	B

数据来源:《2018 中国心力衰竭诊断及诊疗指南》, 东吴证券研究所

Entresto 收入测算: 2018 年全球心衰患者数量约为 2700-2800 万, 我们预计未来患者数量保持 2% 的增长。目前诺欣妥在 HFrEF 患者中的渗透率较低, 但随着 ARNI 药物对 ACEI 药物的替代作用被证实, 预计诺欣妥的渗透率将快速提升。诺欣妥的建议服用方式为 100mg/次, 一天两次。而诺欣妥终端售价目前平均为 2.9 美元/25mg, 预计未来随着专利迫近到期及仿制药的出现将逐步压缩诺欣妥售价。由此计算至 2025 年, 诺欣妥将达到销售峰值 46 亿美元。

表 7: Entresto 全球销售额测算

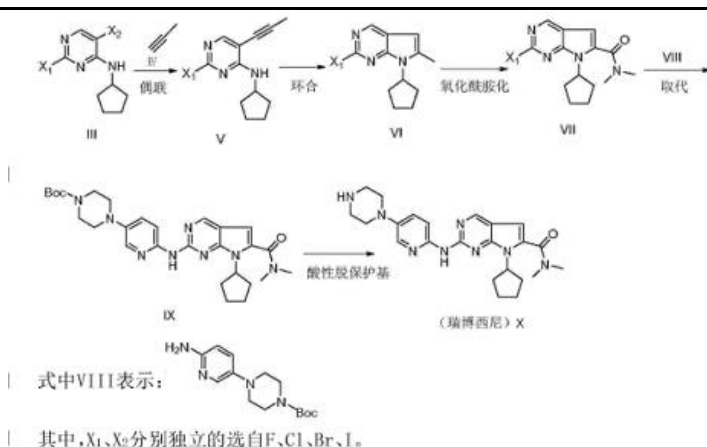
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球心衰患者数量 (万)	2759.00	2814.18	2870.46	2927.87	2986.43	3046.16	3107.08	3169.22
其中 HFrEF 患者数量 (万)	1379.50	1407.09	1435.23	1463.94	1493.22	1523.08	1553.54	1584.61
诺欣妥渗透率	0.88%	1.45%	2.00%	2.50%	3.00%	3.45%	3.90%	4.20%
年服用量 (毫克)	73000	73000	73000	73000	73000	73000	73000	73000
诺欣妥销量 (吨)	9	15	20.95	26.72	32.70	38.36	44.23	48.58
单价: 美元/mg	0.116	0.116	0.116	0.113	0.11	0.105	0.1	0.095
诺欣妥收入 (百万美元)	1028.00	1726.00	2430.71	3019.00	3597.16	4027.67	4422.93	4615.50
yoy	102.76%	67.90%	40.83%	24.20%	19.15%	11.97%	9.81%	4.35%

数据来源: 诺华年报, 东吴证券研究所。注: 2020 年后数据为东吴医药团队测算

2.3.2. Kisqali: 强竞争力的 CDK4/6 抑制剂, 共享乳腺癌广阔市场

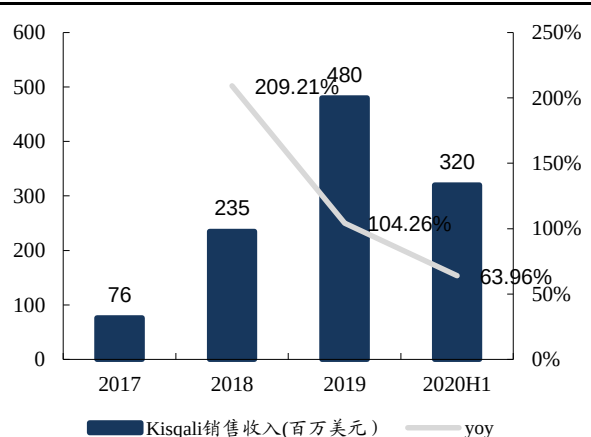
Kisqali 处于放量期, 未来销售额有望持续高增长。Kisqali 是细胞周期蛋白依赖性激酶 4/6(CDK4/6)的抑制剂, 中文商品名为瑞博西尼, 适用于治疗绝经后妇女的激素受体阳性(HR+) 和人表皮细胞生长因子受体-2 阴性(HER 2-)的晚期或转移性乳腺癌。2017 年, Kisqali 正式获 FDA 批准上市, 目前尚未在中国获批。诺华 Kisqali 上市后收入增速较快, 2019 年诺华全球 Kisqali 销售收入达 4.8 亿美元, 2020H1, 该药销售收入为 3.2 亿美元, 同比增长 63.96%。

图 34: Kisqali 合成路线



数据来源: chemicalbook, 东吴证券研究所

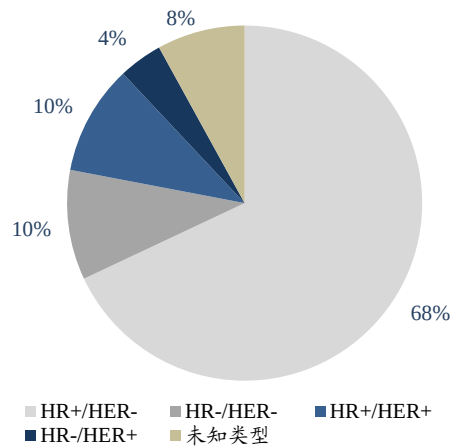
图 35: 诺华 Kisqali 全球销售收入及增速



数据来源: 诺华年报, 东吴证券研究所

CDK4/6 有望成为全球第三大肿瘤靶标, 2020 年全球销售额 88 亿美元。CA 杂志数据显示, 2018 年乳腺癌是全球发病率第二高 (新增 209 万, 占比 11.6%) 的癌症, 造成 63 万人死亡。而根据美国国家癌症研究所对 2013-17 年新增乳腺癌病例的统计, 美国乳腺癌发病率为 128.5/10 万, 其中 HR+/HER- 类型发病率为 87.0/10 万, 占全部新增乳腺癌病例的 68%。

图 36: 乳腺癌子类型占比



数据来源：NCI，东吴证券研究所

目前 CDK4/6 抑制剂与氟维司群合用为 HR+/HER-晚期或转移性乳腺癌的既定治疗方法，已证明其对无进展生存期（PFS）及总生存期（OS）均有显著改善。此外，利来进行的 MONARCH-E 研究的最新结果证明，在标准的术后内分泌治疗中添加 CDK4/6 抑制剂可显著降低高危 HR+/HER2-早期乳腺癌(eBC)患者的癌症复发风险，表明辅助剂环境中 CDK4/6 抑制剂的有形增量市场。嘉和生物招股书显示 CDK4/6 有望成为全球第三大肿瘤靶标，市场空间广阔。

表 8：乳腺癌治疗途径划分

治疗	新辅助治疗	辅助治疗	1L	2L
HER2+	曲妥珠单抗+帕妥珠单抗+化疗	化疗+曲妥珠单抗	帕妥珠单抗+曲妥珠单抗+多西他赛	T-DMI
	内分泌治疗（如为 HR+表达）	化疗+曲妥珠单抗+帕妥珠单抗+ET（如为 HR+表达）	帕妥珠单抗+曲妥珠单抗+紫杉醇	曲妥珠单抗+拉帕替尼
HR+	CDK4/6i+ET	CDK4/6i+ET	CDK4/6i+芳香酶抑制剂	CDK4/6i+氟维司群
	CDK4/6i+ET+AKTi	化疗+ET	CDK4/6i+氟维司群	依维莫司+ET
TNBC	化疗	化疗	PARPi/AKTi+化疗	PI3Ki+氟维司群
	PD-(L)1+化疗	PD-(L)1+化疗	PD-(L)1+化疗	ADC

数据来源：嘉和生物招股书，东吴证券研究所。注：1L=一线治疗；2L=二线治疗；CDK4/6i=CDK4/6 抑制剂；ET=内分泌治疗；AKTi=AKT 抑制剂；PARPi=聚 ADP 核糖聚合酶抑制剂；PI3Ki=磷酸肌醇 3-激酶抑制剂；ADC=抗体药物偶联物；HR=激素受体；HER2=人表皮生长因子受体 2；TNBC=三阴性乳腺癌

从竞争格局看，目前全球共有三款获 FDA 批准的 CDK4/6 抑制剂，分别是辉瑞的 Ibrance（帕博西尼）、诺华的 Kisqali（瑞博西尼）和礼来的 Verzenio（阿贝西尼），其中辉瑞的 Ibrance 先发优势明显，2019 年销售收入 49.61 亿美元，超 Kisqali10 倍。诺华 Kisqali 和芳香酶抑制剂联用治疗绝经前和围绝经期乳腺癌被 FDA 授予了突破性疗法，2018 年 7 月，该适应症获批，成为目前唯一一款获批一线治疗绝经前、围绝经期和绝经后女性乳腺癌的 CDK4/6 抑制剂。尽管乳腺癌高发于绝经后女性，但年轻女性的乳腺癌

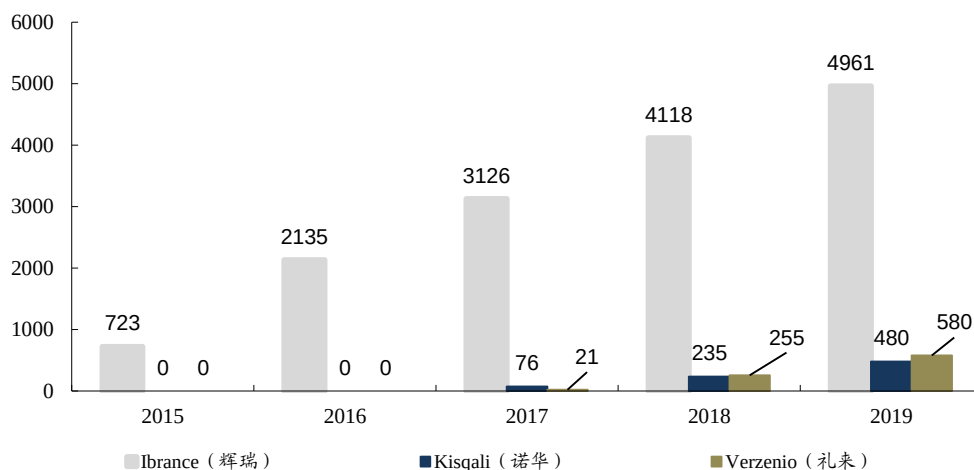
发病率逐年提升，在美国，大约有 20% 的乳腺癌在 50 岁前被诊断出。Kisqali 对该适应症的突破，为年轻的乳腺癌患者提供新的治疗方式，有望助力诺华实现销售规模的突破。

表 9：已获 FDA 批准的 CDK4/6 抑制剂

商标名称（通用名称）	公司	适应症	批准日期	价格
Ibrance（帕博西尼）	辉瑞	晚期乳腺癌	2015 年 2 月 3 日	21 片 13,007 美元，单价 619.4 美元
		一线 HR+、HER2-转移性乳腺癌	2017 年 3 月 31 日	
Kisqali（瑞博西尼）	诺华	HR+/HER2-转移性乳腺癌	2017 年 3 月 13 日	21 片 5,539 美元，单价 263.8 美元
		HR+/HER2-晚期乳腺癌	2018 年 7 月 18 日	
Verzenio（阿贝西尼）	礼来	若干晚期或转移性乳腺癌	2017 年 9 月 28 日	14 片 3,239.9 美元，单价 231.4 美元

数据来源：嘉和生物招股书，东吴证券研究所

图 37：已获批三款 CDK4/6 抑制剂全球销售额（百万美元）



数据来源：各公司年报，东吴证券研究所

Kisqali 收入测算：2018 年全球乳腺癌患者数量超 1800 万，当年新增乳腺癌患者数量 210 万，而 HR+/HER2-在全部乳腺癌患者中的比列约为 55%-65%。Kisqali 上市较晚，目前渗透率较低，预计未来 Kisqali 渗透率将稳步提升。但受到其他厂商竞争影响，预计后期 Kisqali 渗透率提升将放缓。CDK4/6 的单人用药成本约为 4.5 万美元/年，由此计算至 2025 年，Kisqali 全球销售额将达到 17.13 亿美元。

表 10：Kisqali 全球销售额测算

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球乳腺癌患者数量（万）	1810	2020	2235	2455	2680	2910	3145	3385
其中 HR+/HER2-患者数量（万）	995.50	1111.00	1229.25	1350.25	1474.00	1600.50	1729.75	1861.75
Kisqali 渗透率	0.05%	0.10%	0.14%	0.17%	0.19%	0.21%	0.23%	0.23%
Kisqali 用药人数（万）	0.52	1.07	1.66	2.23	2.80	3.36	3.89	4.28
单人服用成本（万美元/年）	4.5	4.5	4.4	4.40	4.30	4.30	4.20	4.0
Kisqali 收入（百万美元）	235	480	730.17	980.28	1204.26	1445.25	1634.61	1712.81

yoy	209.21%	104.26%	52.12%	34.25%	22.85%	20.01%	13.10%	4.78%
-----	---------	---------	--------	--------	--------	--------	--------	-------

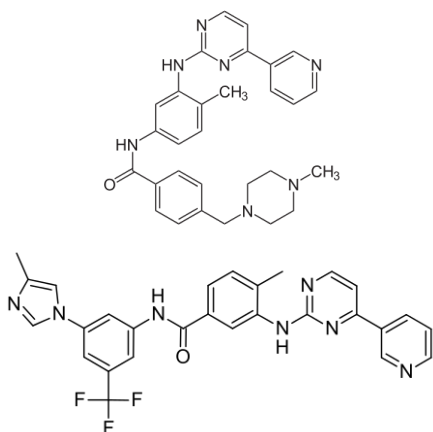
数据来源：诺华年报，东吴证券研究所。注：2020 年后数据为东吴医药团队测算

2.3.3. Gleevec/Tasigna: Gleevec 专利到期进入衰退, Tasigna 销售提升尚有空间

Gleevec(Glivec)即伊马替尼, 中文商品名格列卫; Tasigna 即尼罗替尼, 中文商品名为达希纳。两者均为酪氨酸激酶抑制剂, 是一种小分子蛋白激酶抑制剂, 具有阻断一种或多种蛋白激酶的作用, 用于治疗慢性粒细胞性白血病和恶性胃肠道间质肿瘤。Tasigna 为 Gleevec 二代药, 临床上主要用于治疗对伊马替尼耐药后替代。

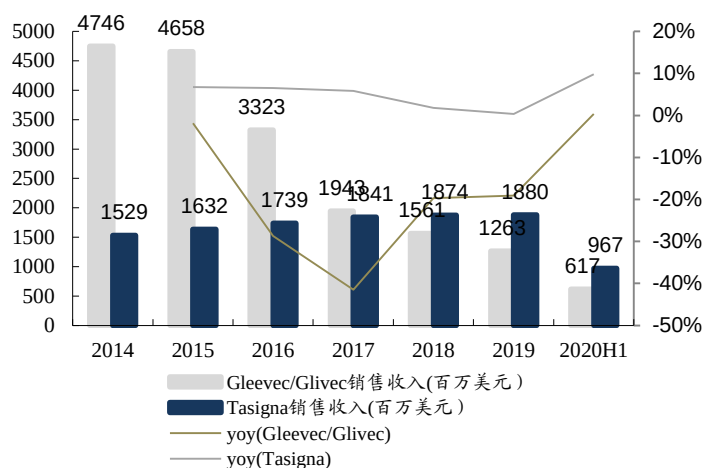
格列卫作为“一代抗癌神药”, 于 2001 年通过 FDA 审核后为诺华带来了丰厚的收入, 其专利于 2015 年到期, 随后收入下滑。达希纳则于 2007 年上市, 其专利于 2023 年到期。2019 年, 格列卫与达希纳分别实现收入 12.63 亿美元(-19.09%)和 18.8 亿美元(+0.32%)。

图 38: 伊马替尼(上)和尼罗替尼(下)结构式



数据来源：维基百科，东吴证券研究所

图 39: 诺华全球 Gleevec(Glivec)/Tasigna 销售收入及增速



数据来源：诺华年报，东吴证券研究所

2016 年印度太阳药业 (Sun Pharma) 的伊马替尼仿制药获 FDA 批准, 被授权用于有选择的适应症, 如成年及儿童患者费城染色体阳性 (Ph+) 慢性粒细胞白血病及成年患者 Ph+ 阳性急性淋巴细胞白血病。在国内, 江苏豪森、正大天晴和石药集团均涉足伊马替尼仿制药, 其中江苏豪森的昕维于 2017 年 2 月被纳入国家医保目录, 并于 2018 年通过一致性评价。预计伊马替尼全球销售额将继续大幅下跌。

而尼罗替尼作为伊马替尼二代药, 除应用于伊马替尼耐药病人外, 也拥有更好地治疗效果: ENESTnd 实验结果显示尼罗替尼治疗组在 3 个月和 6 个月时实现早期分子反应 (BCR-ABL 水平降至 $\leq 10\%$) 的患者数是格列卫的 3 倍多, 预示着疾病无进展生存期及总生存期有可能增加。

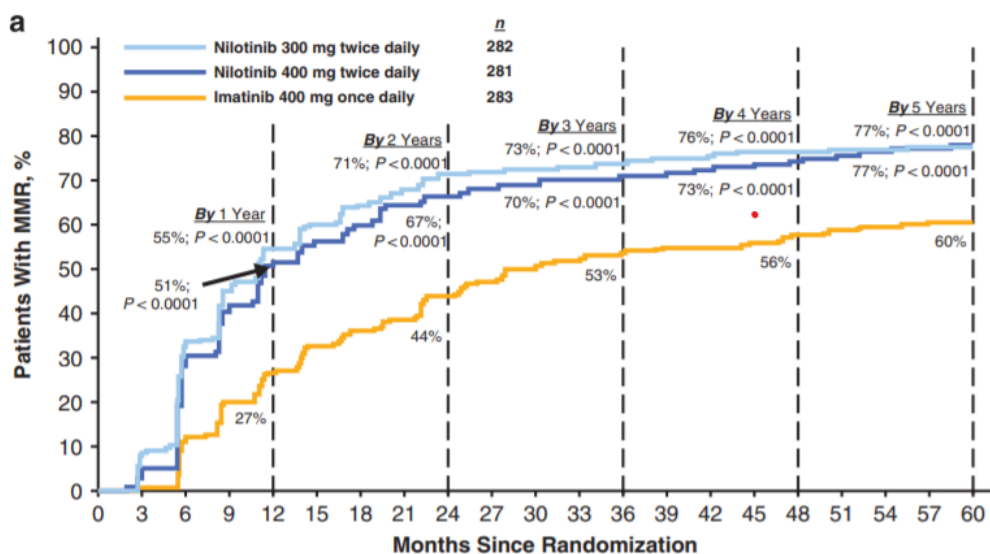
表 11: 2018 年伊马替尼国内中标情况

企业	药品名称	商品名称	中标覆盖地区	规格	中标价	中标省份
----	------	------	--------	----	-----	------

诺华	甲磺酸伊马替尼片	格列卫	23	100mg*60	10500	江苏
石药集团欧意药业	甲磺酸伊马替尼片	诺利宁	16	100mg*60	901.16	江苏
江苏豪森	甲磺酸伊马替尼片	昕维	16	100mg*60	1159.97	江苏
正大天晴	甲磺酸伊马替尼胶囊	格尼可	17	100mg*60	872.19	江苏
诺华	甲磺酸伊马替尼胶囊	格列卫	11	100mg*120	23500	陕西

数据来源：丁香园 Insight，东吴证券研究所

图 40: ENESTnd 实验显示尼罗替尼组 BCR-ABL 水平达标患者更多



数据来源：Long-term benefits and risks of frontline nilotinib vs imatinib for chronic myeloid leukemia in chronic phase, 东吴证券研究所

由于九洲药业后续将主要转向供应 Entresto 和 Kisqali 的原料药，而 Gleevec 与 Tasigna 主要供应中间体，故前两种产品预计的供货收入占比更高。公司其他 CDMO 业务预计将以不低于行业增速的态势增长。综上，我们预计九洲药业 2020-2022 年分别实现 CDMO 业务收入 12.40 亿元、19.52 亿元、26.29 亿元。

表 12: 九洲药业 CDMO 业务收入拆分与预测

单位: 亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
瑞博 (苏州)					
诺华 Entresto 终端收入	71.96	120.82	170.15	211.33	251.80
九洲供货收入占比		4.0%	4.0%	5.0%	5.0%
九洲供货比例		10%	40%	65%	80%
九洲 Entresto 收入		0.48	2.72	6.87	10.07
诺华 Kisqali 终端收入	16.45	33.60	51.11	68.62	84.30
九洲供货收入占比		0.0%	3.0%	4.0%	4.0%
九洲供货比例		0%	30%	50%	65%
九洲 Kisqali 收入		0.00	0.46	1.37	2.19
诺华 Gleevec 终端收入	109.27	88.41	75.15	63.88	54.29

九洲供货收入占比		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
九洲供货比例		20%	35%	40%	50%
九洲 Gleevec 收入		0.35	0.53	0.51	0.54
诺华 Tassigna 终端收入	131.18	131.60	132.92	134.25	135.59
九洲供货收入占比		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
九洲供货比例		20%	35%	40%	50%
九洲 Tassigna 收入		0.53	0.93	1.07	1.36
其他 CDMO 业务					
收入	5.37	6.21	7.76	9.70	12.12
增速		15.58%	25.00%	25.00%	25.00%
CDMO 业务合计					
收入	5.37	7.57	12.40	19.52	26.29
增速		22.87%	41.03%	63.77%	57.48%
		34.63%			

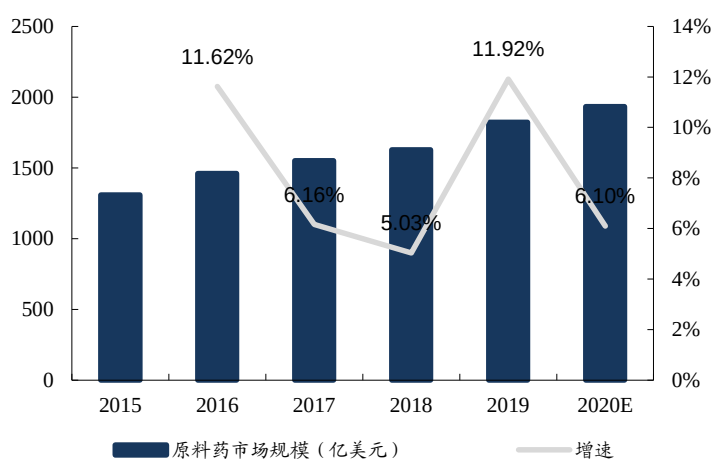
数据来源：公司年报，东吴证券研究所测算

3. API 主要品种表现稳定，瑞科复产及新品种注入活力

全球原料药市场规模稳健增长，中印享受产业链转移未来发展空间大。2019 年，全球原料药市场规模约为 1822 亿美元，同比增长 11.92%。近 5 年原料药市场规模维持稳健正增长，我们预计未来三年，行业增速将保持 5-6% 左右。

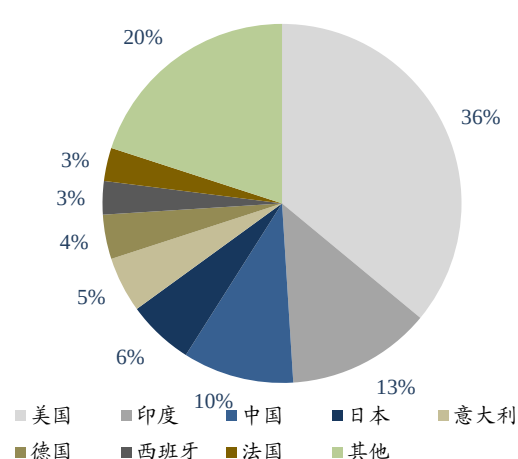
从地域分布看，原料药产业链逐步向新兴国家转移，中印两国承接效果显著，目前两者合计占据全球原料药市场规模的 50% 以上。但根据 Clarivate 分析，全球约 40% 的具有经验的 API 供应商位于美国，13% 位于印度，仅 10% 位于中国，国内原料药企业技术实力及管理水平尚有较大提升空间。

图 41：全球原料药市场规模及增速



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 42：全球具有经验的 API 供应商分布 (2019)

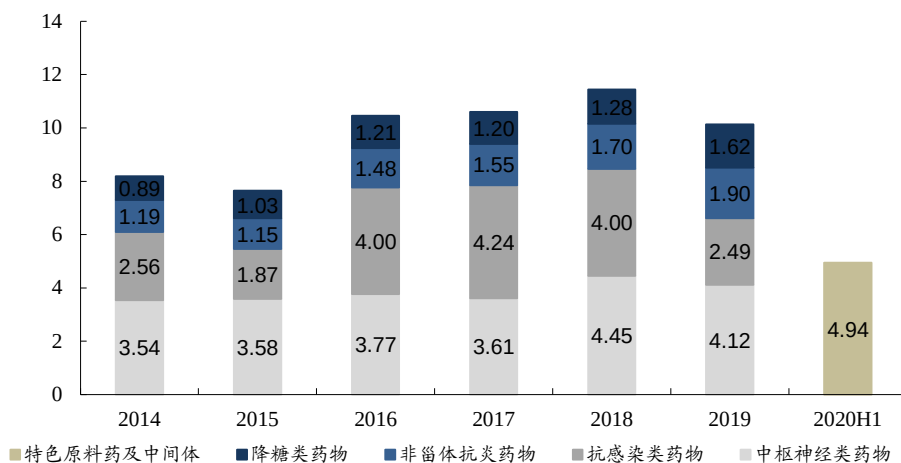


数据来源：Clarivate，立鼎产业研究院，东吴证券研究所

公司特色原料药业务主要包括中枢神经类产品（主要为卡马西平、奥卡西平）、抗感染类产品（磺胺类）、非甾体抗炎类产品（主要为酮洛芬）和降糖类产品（格列齐特），

2019 年,上述四类产品占 API 业务收入的比分别为 40.66%、24.61%、18.77%和 15.97%。
公司卡马西平、奥卡西平及酮洛芬原料药和中间体已做到全球最大供应商,格列齐特和磺胺类同样在全球市场竞争中处于领先地位。

图 43: 九洲药业 API 业务收入 (亿元) 与组成



数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 13: 九洲药业 API 业务组成

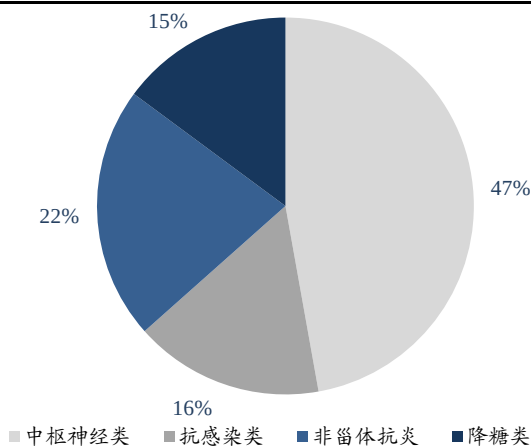
类别	产品名称	英文名称	2019 年销量 (吨)
中枢神经类	卡马西平	Carbamazepine	1224.37
	卡马西平(无溴工艺)	Carbamazepine (Bromine Free)	
	奥卡西平	Oxcarbazepine	259.84
	帕罗西汀碱	Paroxetine Base	
	盐酸帕罗西汀	Paroxetine Hydrochloride	
	盐酸文拉法辛	Venlafaxine Hydrochloride	
	度洛西汀	Duloxetine	
磺胺类抗菌药	磺胺间二甲氧嘧啶	Sulphadimethoxine	283.24
	磺胺间二甲氧嘧啶钠	Sulphadimethoxine Sodium	
	柳氮磺胺吡啶	Sulfasalazine	
非甾体类抗炎药	酮洛芬(酮基布洛芬)	Ketoprofen	312.3
	右旋酮洛芬氨丁三醇	(S)-Ketoprofen trometamol	
	酮基布洛芬赖氨酸盐	Ketoprofen Lysinate Salt	
心血管类	苯扎贝特	Bezafibrate	
	硫酸氢氯吡格雷	Clopidogrel Bisulfate	
降血糖类	格列齐特	Gliclazide	262.72
其他	异维 A 酸	Isotretinoin	

数据来源: 公司官网, 公司年报, 东吴证券研究所

从盈利能力看, 中枢神经类贡献毛利大头, API 毛利率受益涨价+成本控制整体上

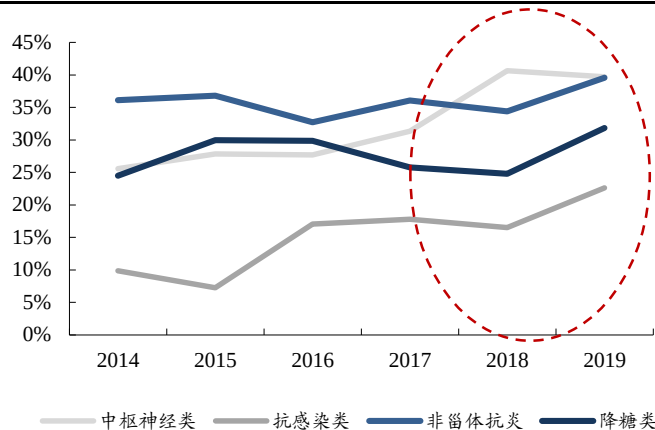
行。2019 年，中枢神经类、非甾体抗炎和降糖类产品分别贡献了公司 API 业务 47%、22%和 15%的毛利，而抗感染类磺胺产品全球供应商较多，市场竞争激烈，导致公司价格承压，仅贡献 16%的毛利。近年来，特色原料药行业受环保、政策等影响，价格整体上涨，导致公司各产品价格受成本涨价的影响，价格有一定上浮的情况，同时公司通过优化工艺成本不断形成生产规模效应。两方影响下，公司 API 业务毛利率近年来整体上行。

图 44: 九洲药业 API 毛利组成 (2019)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 45: 九洲药业 API 业务各类产品毛利率变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

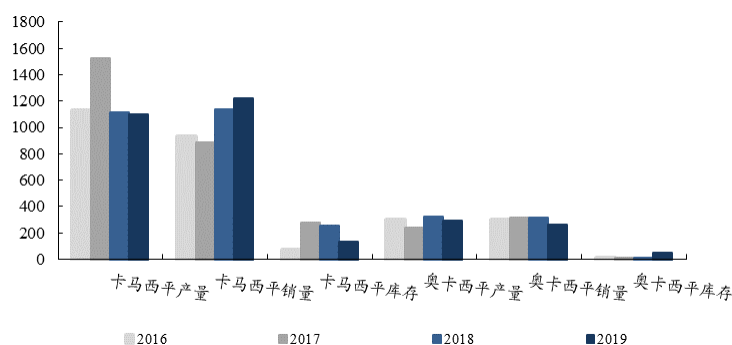
3.1. 神经类、非甾体抗类细分 API 供应商龙头，收入增长稳健

卡马西平与奥卡西平是常用的抗癫痫药物，公司供应全球 70%以上卡马西平 API，40%以上奥卡西平 API。2019 年公司实现中枢神经类业务收入 4.12 亿元，同比减少 7.5%。近年来，公司卡马西平销量略有增长，但与诺华的卡马西平供货大单协议将于 2020 年 9 月到期，未来公司中枢神经类 API 销量增长或将放缓。

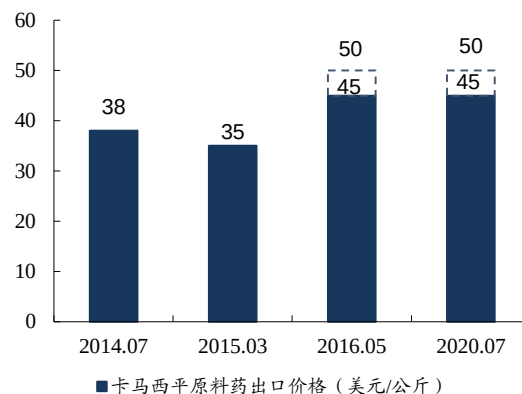
2016 年新环保政策的出台加速中小原料药企业退出，抬升了企业生产成本。由于公司卡马西平、奥卡西平产品供应已进入稳定期，且在全球竞争中具有较强的特色原料药议价权，价格在 2016 年较大幅度抬升后，未来预计不会有太大波动，公司卡马西平、奥卡西平原料药价格有望稳中有升。

图 46: 公司卡马西平与奥卡西平产销及库存情况 (吨)

图 47: 符合 BP/USP 质量标准的卡马西平原料药出口价格



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

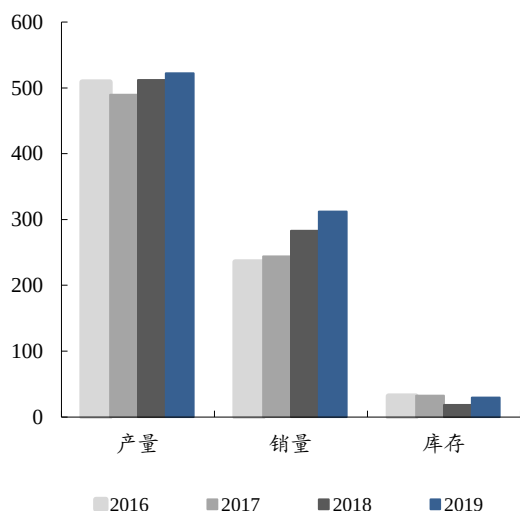


数据来源: 健康网, 东吴证券研究所

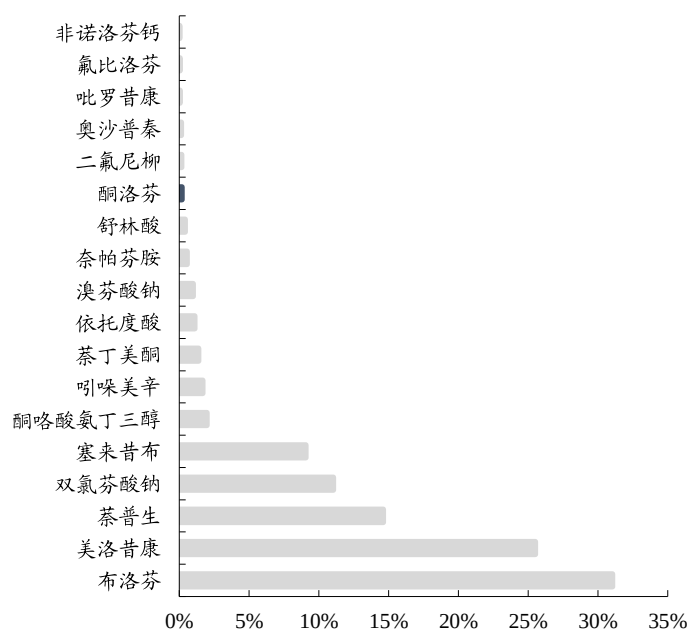
酮洛芬主要适用症包括类风湿关节炎、关节强硬性脊椎炎及痛风等。公司供应全球 60% 以上的酮洛芬 API，但公司非甾体抗炎类原料药 2019 年实现收入 1.90 亿元，仅占全部 API 业务收入的 20% 不到，收入规模较小。非甾体抗炎药目前是全球使用最多的药物种类之一，全世界每天大约有 3000 万人使用。然而酮洛芬的终端处方频率远小于布洛芬、美洛昔康等其他非甾体抗炎药。近年来，公司酮洛芬原料药产销率低于 60%，但逐年递增，预计未来酮洛芬原料药收入将有所攀升。

图 48: 公司酮洛芬产销及库存情况 (吨)

图 49: 美国非甾体抗炎药处方频率 (2017)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所



数据来源: ClinCalc 数据库, 东吴证券研究所

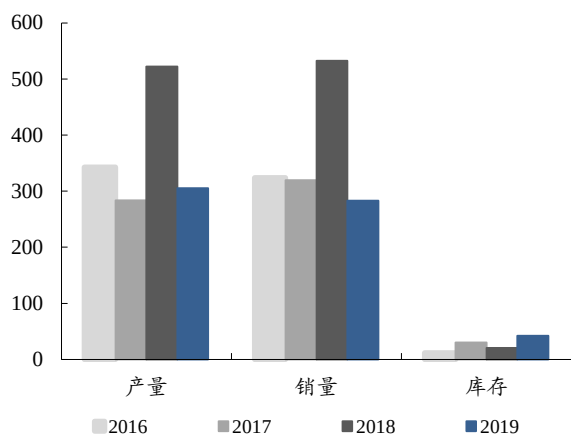
3.2. 瑞科复产，抗感染类及降糖类原料药产量预计快速回复

磺胺类是一类用于预防和治疗细菌感染性疾病的化学治疗药物，具有抗菌谱广、可以口服、吸收较迅速，部分种类（如磺胺嘧啶，SD）能通过血脑屏障渗入脑脊液、较为稳定、不易变质等优点。公司磺胺类抗感染原料药产品 2019 年产量、销量均有断崖式

下跌，2019 年实现营业收入 2.49 亿元，同比下降 37.75%；

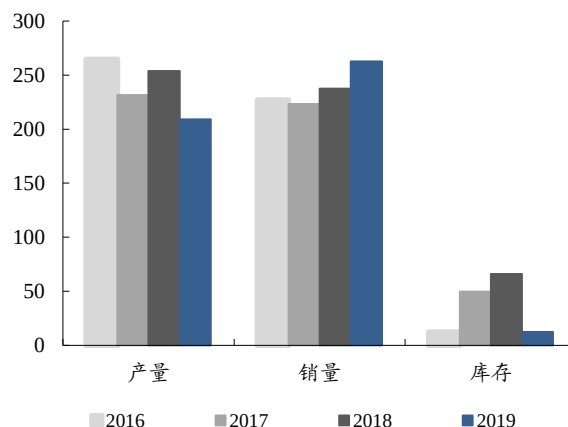
格列齐特是一种磺酰脲类口服抗糖尿病药，公司供应全球超 50%的格列齐特原料药。公司格列齐特降血糖原料药产销量近年来稳中有升，2019 年实现收入 1.62 亿元，同比增长 26.32%，主要系销量上升叠加格列齐特原料药价格上浮所致。

图 50：公司磺胺类产销及库存情况（吨）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

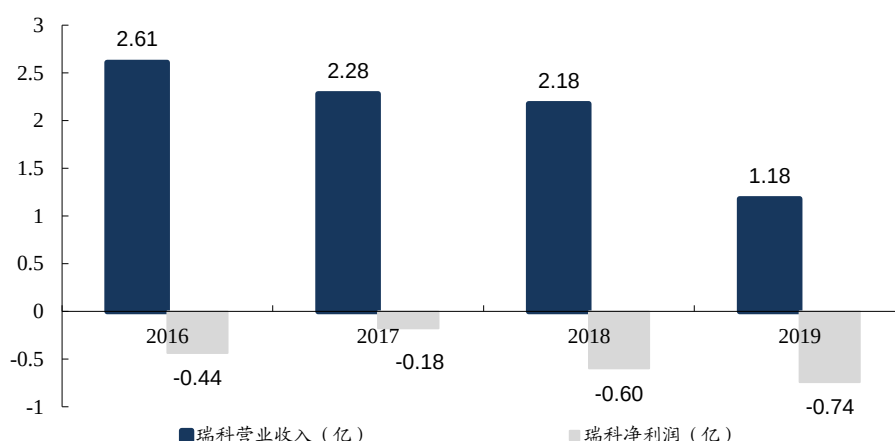
图 51：公司格列齐特产销及库存情况（吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年，公司磺胺类和格列齐特产品产量均出现不同程度的下滑，主要系当年 4 月子公司江苏瑞科所在工业园区因汽管网全线进行安全检测、检修，停止对外供热导致江苏瑞科停产。江苏瑞科的主要原料药产品为亚胺培南、磺胺二甲氧嘧啶、格列齐特等。江苏瑞科 2018 年底经过技改项目，磺胺二甲氧嘧啶设计年产达 400 吨，应为公司主要磺胺类生产基地，停产对抗感染类原料药产量造成极大影响。后续江苏瑞科已于 2020 年 6 月复产，预计将迅速恢复抗感染和降糖类原料药的产量，带动收入改善。

图 52：2016-2019 年江苏瑞科收入及净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 联手上药，未来 API 新品种值得期待

在原有优势产品之外，公司通过联手上药加强原料药、制剂一体化布局。2020 年 8

月，九洲药业对外公告将与上海医药集团合作，设立合资子公司浙江上药九洲生物制药有限公司，注册资本 5 亿元，九洲与上药各拥有合资公司 45% 的股权。九洲药业和上海医药将根据各自优势为合资公司提供有竞争力的原料药、制剂生产及制剂销售服务，推动 MAH 制度在合资公司落地。拟建的合资公司未来将以高端仿制药及改良型新药开发为目的，同时针对上药已有批文的药品，共同开展制剂二次开发、一致性评价及国际注册等工作。上药集团是我国知名医药集团，2019 年总资产 1370 亿元，营业收入 1866 亿元，净利润 41 亿元。与上药集团的合作有助于九洲增强自身研发能力，在传统特色原料药销售模式上进一步发掘新开发 API 产品的附加值，是公司原料药、制剂一体化布局的重要一步，为公司 API 业务长期增长注入新活力。

表 14: 九洲与上药合资子公司出资及持股情况

股东名称	认缴出资额（万元）	持股比例	出资方式
浙江九洲药业股份有限公司	22,500.00	45%	货币
上海医药集团股份有限公司	22,500.00	45%	货币
股权激励平台	5,000.00	10%	货币
合计	50,000.00	100%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综上我们预计，2020 年受江苏瑞科复工利好影响，公司抗感染类原料药收入将迅速提升，至 21 年可恢复到停产前状态。公司原料药业务预计将稳健增长，其中降血糖类产品由于基数较小，且未来新品种上市将带来相对较大业绩弹性。预计 2020-2022 年，公司 API 业务分别实现收入 11.59 亿元、12.65 亿元、13.56 亿元，同比增速分别为 14.41%、9.09%、7.21%。

表 15: 九洲药业 API 业务收入拆分与预测

单位：亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中枢神经类	4.45	4.12	4.32	4.54	4.77
yoy		-7.50%	5%	5%	5%
非甾体抗炎类	1.70	1.90	2.00	2.10	2.20
yoy		11.78%	5%	5%	5%
抗感染类	4.00	2.49	3.49	4.01	4.29
yoy		-37.75%	40%	15%	7%
降血糖类	1.28	1.62	1.78	1.99	2.29
yoy		26.32%	10%	12%	15%
合计	11.44	10.13	11.59	12.65	13.56
yoy		-11.43%	14.41%	9.09%	7.21%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所测算

4. 盈利预测与估值

我们基于以下几点做出盈利预测：

1、CDMO 业务：公司 CDMO 业务在收购苏州诺华后进入新一轮产能释放期，诺华三大重磅药物放量为公司业绩提供支撑。目前公司 CDMO 业务订单量充足，同时 20 年 9 月定增加码苏州瑞博生产研发能力，手性催化、连续化反应、氟化学等平台技术实力强劲，未来公司将由单一专利药合同生产商转变为一体化 CDMO 服务能力的企业。预计公司 CDMO 业务近未来三年有望实现超 50%的复合增速。

2、API 业务：中枢神经类、非甾体抗炎类、抗感染类和降糖类四大产品构成公司 API 体系，卡马西平、奥卡西平、酮洛芬、格列齐特等拳头产品为全球最大供应商。未来 API 业务受益价格上浮，收入将稳健增长。短期江苏瑞科复工利好影响，抗感染类原料药收入 20 年预计将迅速恢复，至 21 年可恢复到停产前状态。降血糖类产品由于基数较小，新品种上市为公司带来一定业绩弹性。预计 API 业务未来三年有望实现约 10%的复合增速。

3、毛利率：由于公司收入结构中 CDMO 业务占比的提升，及原料药业务价格上浮和规模效应成本控制的因素，预计公司综合毛利率将逐步攀升，至 2022 年达到 41%左右。

4、暂不考虑公司 20 年 9 月定增股本摊薄、暂不考虑其他收购。

表 16: 九洲药业分业务收入、成本及毛利率预测表

(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计						
收入	1717	1862	2017	2669	3514	4314
yoy(%)		8.4	8.3	32.4	31.7	22.8
成本	1182	1242	1314	1655	2109	2545
毛利率(%)	31.2	33.3	34.8	38.0	40.0	41
CDMO 业务						
收入	437	537	757	1240	1952	2629
yoy(%)		22.9	41.0	63.8	57.4	34.7
收入占比(%)	25.4	28.8	37.5	46.45	55.54	60.94
瑞博(苏州)						
1、Entresto						
收入			48	272	687	1007
yoy(%)				466.7	152.6	46.6
2、Kisqali						
收入				46	137	219
yoy(%)					197.8	59.9
3、Gleevec/Tasigna						
收入			88	146	158	190
yoy(%)				65.9	8.2	20.3
其他 CDMO 业务						
收入	437	537	621	776	970	1212
yoy(%)		22.9	15.7	25.0	25.0	25.0
原料药业务						
收入	1060	1144	1013	1159	1265	1356
yoy(%)		7.9	-11.4	14.4	9.1	7.2
收入占比(%)	61.7	61.4	50.2	43.4	36.0	31.4
1、中枢神经类						
收入	361	445	412	432	454	477
yoy(%)		23.3	-7.5	5.0	5.0	5.0
2、非甾体抗炎药类						
收入	155	170	190	200	210	220
yoy(%)		9.9	11.8	5.0	5.0	5.0
3、抗感染类						
收入	424	400	249	349	401	429
yoy(%)		-5.7	-37.7	40.0	15.0	7.0
3、降糖类						
收入	120	128	162	178	199	229
yoy(%)		6.7	26.3	10.0	12.0	15.0
贸易类及其他						
收入	100	79	88	88	88	88
yoy(%)		-20.9	11.2	-0.2	0.0	0.0
收入占比(%)	5.8	4.3	4.4	3.3	2.5	2.0

其他业务

收入	120	102	159	182	210	241
yoy(%)		-14.8	55.2	15.0	15.0	15.0
收入占比(%)	7.0	5.5	7.9	6.8	6.0	5.6

数据来源：wind、东吴证券研究所。注：标底纹数据为东吴医药团队测算所得。

暂不考虑公司增发摊薄，我们预计九洲药业 2020-2022 年营业收入分别为 26.69 亿、35.14 亿、43.14 亿元，增速分别达 32.4%、31.7%、22.8%；归母净利润分别为 3.80 亿、5.99 亿、7.87 亿元，增速分别达 59.7%、57.4%、31.5%，净利润三年复合增速高达 49.1%，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.47、0.74、0.98 元，当前股价对应估值分别为 68、43、33 倍。考虑到公司 CDMO 业务跨越式增长，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

表 17：可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
CDMO								
002821.SZ	凯莱英	271.15	3.05	4.05	5.28	89	67	51
300363.SZ	博腾股份	35.96	0.48	0.63	0.84	75	57	43
300759.SZ	康龙化成	108.09	1.21	1.45	1.89	89	75	57
平均						84	66	50
原料药								
000739.SZ	普洛药业	21.54	0.66	0.85	1.08	33	25	20
600521.SH	华海药业	34.79	0.77	1.11	1.44	45	31	24
平均						39	28	22
603456.SH	九洲药业	32.33	0.47	0.74	0.98	68	43	33

数据来源：wind，东吴证券研究所。股价为 2020 年 10 月 26 日收盘价格。九洲药业及可比公司中凯莱英、康龙化成、华海药业已覆盖，为东吴证券研究所医药团队预测，其他公司 EPS 和估值为 wind 一致预期。

5. 风险提示

- 1、**服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期的风险：**公司大客户较为集中，若诺华等主要客户产品放量不及预期，将不利于公司利润获取。
- 2、**行业政策变化：**原料药环保政策逐渐趋严，政府反垄断等措施打击企业上下游议价权，可能影响公司盈利。
- 3、**原料药价格波动风险：**若行业内出现竞争对手增加，下游需求量缩减等因素，可能影响原料药销售价格。
- 4、**汇兑损益风险：**公司海外业务收入占比较高，若汇率大幅波动可能造成公司汇兑损失增加。

九洲药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,018	1,878	2,459	2,674	营业收入	2,017	2,669	3,514	4,314
现金	565	107	85	29	减:营业成本	1,314	1,655	2,109	2,545
应收账款	517	897	965	1,321	营业税金及附加	22	29	38	46
存货	828	729	1,289	1,164	营业费用	43	45	60	73
其他流动资产	108	145	120	160	管理费用	350	460	571	695
非流动资产	2,652	2,862	3,135	3,338	财务费用	7	12	2	-6
长期股权投资	10	7	4	0	资产减值损失	-9	15	16	15
固定资产	1,964	2,162	2,416	2,603	加:投资净收益	-23	-18	-20	-20
在建工程	274	257	250	240	其他收益	22	19	19	20
无形资产	276	308	337	365	营业利润	285	460	724	952
其他非流动资产	128	128	128	129	加:营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	4,670	4,740	5,594	6,013	利润总额	287	460	725	952
流动负债	1,192	1,120	1,603	1,484	减:所得税费用	50	81	129	169
短期借款	341	341	341	341	少数股东损益	-1	-2	-3	-4
应付账款	349	420	559	629	归属母公司净利润	238	380	599	787
其他流动负债	502	359	702	513	EBIT	323	485	755	981
非流动负债	620	545	482	397	EBITDA	516	689	999	1,268
长期借款	491	424	359	274					
其他非流动负债	129	120	122	123					
负债合计	1,812	1,664	2,085	1,881	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	4	2	-1	-5	每股收益(元)	0.30	0.47	0.74	0.98
归属母公司股东权益	2,855	3,073	3,511	4,137	每股净资产(元)	3.55	3.82	4.36	5.14
负债和股东权益	4,670	4,740	5,594	6,013	发行在外股份(百万股)	806	805	805	805
					ROIC(%)	8.3%	10.3%	14.4%	16.5%
					ROE(%)	8.3%	12.3%	17.0%	19.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	34.8%	38.0%	40.0%	41.0%
经营活动现金流	554	141	727	680	销售净利率(%)	11.8%	14.3%	17.0%	18.3%
投资活动现金流	-662	-425	-530	-503	资产负债率(%)	38.8%	35.1%	37.3%	31.3%
筹资活动现金流	111	-174	-218	-233	收入增长率(%)	8.3%	32.4%	31.7%	22.8%
现金净增加额	-0	-458	-22	-56	净利润增长率(%)	52.0%	59.7%	57.4%	31.5%
折旧和摊销	193	204	244	287	P/E	109.48	68.44	43.48	33.06
资本开支	320	222	274	206	P/B	9.12	8.47	7.41	6.29
营运资本变动	76	-456	-131	-398	EV/EBITDA	51.30	39.05	26.89	21.17

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>