

2021年05月23日

证券研究报告·公司深度报告

楚天科技 (300358) 医药生物

买入 (首次)

当前价: 18.24 元

目标价: 28.40 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

制药机械行业拐点已至，公司加速发展可期

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 制药企业开始新一轮固定资产投资，下游制药机械行业增长提速，同比增速回到 15% 以上；2) 国内生物药迎来爆发，生物药企业产能建设有望加速，新冠疫苗产能拓展为市场带来超过百亿增量空间，制药机械行业有望充分受益；3) 公司有望充分受益行业发展，盈利能力快速提升，其中净利率有望从 2020 年的 5.6% 提升到 2021 年的 9.2%，业绩有望迎来拐点。
- **我国医药制造业开启新一轮固定资产投资，下游制药机械行业有望充分受益。** 我国医药制造业第二轮 GMP 从 2011 年开始，制药企业固定资产投资加大，2011-2015 年总资产增速保持在 15%，2016 年开始，医药制造业固定资产整体增速逐步下滑，2019 年开始迎来反转，从 2019 年的 7.2% 逐步上升到 2021 年 2 月的 12.8%，预计上行趋势仍在持续。我国制药机械行业销售额在 2015 年达到顶峰后逐步下行，2018 年为 161 亿元，进入 2019 年，销售额开始逐步提升，2020 年行业销售额达到 197 亿元，同比增长 14.6%，重新进入快速增长阶段。
- **生物药行业迎来爆发，新冠疫苗产能拓展带来增量。** 我国生物药市场规模正处于快速增长阶段，其中生物类似药 2020 年已经达到 64 亿元，2030 年有望达到 590 亿元，同时生物药企业固定资产投资加快，有望进一步带动制药机械行业快速发展。我国在研新冠疫苗较多，预计新冠疫苗年产能有望达到百亿剂量，假设每条产线年产能在 5000 万剂量，考虑到部分将用到老产能，则预计新冠疫苗新增产线将达到 150 条，一条产线对应设备价值在 8000 万元-1 亿元，预计制药设备市场增量将达到 120-150 亿元。
- **楚天科技行业龙头，国际化发展持续加速。** 公司目前已经成为国内龙头制药专用设备制造企业，收入体量居于行业第一梯队，2019 年开始，公司盈利能力逐步提升，毛利率提升至 34%，预计仍有较大提升空间。预收款是公司业绩的先行指标，2017 年开始，预收款迎来增长，2020 年，预收款已经达到 8 亿元，预收款项的快速回升也预示着公司经营和业绩有望迎来拐点。目前公司收购了德国 Romaco，国际化进程加速，进军全球市场有望为公司打开成长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 受益于下游制药行业快速发展，公司业绩迎来拐点，未来三年归母净利润复合增速有望达到 47.4%，同时公司完成对 Romaco 收购后，协同效应有望凸显，国际化发展持续加速。给予公司 2021 年 40 倍市盈率，对应目标价为 28.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3576.21	4384.64	5323.09	6386.92
增长率	86.65%	22.61%	21.40%	19.99%
归属母公司净利润 (百万元)	200.53	402.90	506.99	640.32
增长率	327.69%	100.91%	25.84%	26.30%
每股收益 EPS (元)	0.35	0.71	0.90	1.13
净资产收益率 ROE	6.99%	12.73%	14.36%	16.03%
PE	52	26	20	16
PB	3.59	3.26	2.92	2.58

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

分析师: 马云涛
执业证号: S1250520090001
电话: 021-68416017
邮箱: myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.66
流通 A 股(亿股)	4.57
52 周内股价区间(元)	7.24-20.71
总市值(亿元)	103.28
总资产(亿元)	74.23
每股净资产(元)	5.65

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

假设 1: 冻干制剂生产整体解决方案是公司传统优势业务, 目前随着制药行业固定资产投资回升, 公司冻干机业务有望迎来较快增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 15%、15%和 15%。假设随着规模效应的凸显, 毛利率逐步提升, 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 42%、43%和 44%;

假设 2: 后包装线是公司的优势业务, 受益于新冠疫苗产能拓展, 有望迎来快速增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 60%、50%和 40%。假设随着规模效应的凸显, 毛利率逐步提升, 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 25%、27%和 29%;

假设 3: 固体制剂设备主要是公司的海外子公司 Romaco 贡献, Romaco 是国际药机行业龙头, 发展较为成熟, 预计未来有望保持平稳增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 10%、10%和 10%, 毛利率有望维持平稳, 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 30%、30%和 30%;

假设 4: 制药用水装备及工程系统集成是公司的收入主要贡献业务之一, 未来仍有望维持平稳增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 10%、10%和 10%, 毛利率有望维持平稳, 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 32%、32%和 32%。

我们区别于市场的观点

市场认为制药机械行业增长缓慢, 竞争格局较差, 公司业绩增长缓慢。我们认为经过 2011 年的新版 GMP 认证之后, 下游制药企业进入新一轮的固定资产投资周期, 此外, 国内生物药迎来爆发, 企业固定资产投资速度加快, 有望带动上游制药机械行业迎来快速增长。公司作为行业龙头, 研发生产实力位于首位, 国际化发展持续加速, 迎来快速增长。

股价上涨的催化因素

公司订单情况超预期, 公司盈利能力提升超预期。

估值和目标价格

我们选取了行业中与楚天科技业务最为相近的东富龙, 2020 年东富龙的 PE 为 47 倍, 2021 年平均 PE 为 36 倍。楚天科技是我国制药机械行业龙头, 受益于下游制药行业快速发展, 业绩迎来拐点, 且公司完成对 Romaco 的收购后, 协同效应有望凸显, 海外布局进度居于国内药机企业首位, 国际化发展速度有望持续加速, 长期发展值得期待。给予公司 2021 年 40 倍市盈率, 对应目标价为 28.40 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

投资风险

公司订单不及预期风险, 行业竞争加剧风险, 制药行业固定资产投资不及预期风险; 汇率波动风险; 海外经营风险。

目 录

1 楚天科技：国内制药机械龙头，业绩有望迎来拐点	1
1.1 国内制药机械龙头，长期稳健经营发展	1
1.2 业绩迎来拐点，盈利能力持续提升	2
2 制药企业开启新一轮固定资产投资+新冠疫苗产能拓展，制药机械行业有望迎来高增长	4
2.1 制药企业开启新一轮固定资产投资，制药机械行业迎来拐点.....	4
2.2 生物药爆发，国内制药企业有望迎来新一轮投资周期.....	6
2.3 新冠疫苗新建产能带来短期较大市场增量	7
3 楚天科技行业龙头，有望受益行业率先发展	8
3.1 楚天科技行业龙头，迎来业绩拐点	8
3.2 收购德国 ROMACO，布局海外市场	9
3.3 研发投入逐步加大，研发实力强劲	11
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 绝对估值.....	14
4.3 相对估值.....	15
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 楚天科技发展历史	1
图 2: 楚天科技股权结构	1
图 3: 公司营业收入加速增长	2
图 4: 公司归母净利润加速增长	2
图 5: 公司营业收入构成情况 (2020 年)	2
图 6: 公司主要业务毛利率情况	3
图 7: 公司整体毛利率和净利率情况	3
图 8: 公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率	4
图 9: 医药制造业资产增速开始上行	4
图 10: 制药专用设备行业销售收入及增速	5
图 11: 制药专用设备制造企业数量	5
图 12: 制药专用设备制造行业竞争格局 (2020 年)	6
图 13: 我国生物类似药市场规模及增速	6
图 14: 生物药企业固定资产增速加快 (亿元)	7
图 15: 部分企业新冠疫苗产能规划	7
图 16: 新冠疫苗生产设备规模测算	7
图 17: 制药专用设备制造行业企业收入对比 (2020)	8
图 18: 制药专用设备制造行业企业毛利率对比 (2020)	8
图 19: 楚天科技预收款 (合同负债) 快速增长	9
图 20: 东富龙预收款 (合同负债) 快速增长	9
图 21: 楚天科技“一横一纵一平台”战略	10
图 22: ROMACO 技术实力领先	10
图 23: 2020 年公司海外收入占比快速提高	11
图 24: 楚天科技海外收入持续增长	11
图 25: 东富龙海外收入持续增长	11
图 26: 公司研发投入情况	12
图 27: 公司研发人员及占比	12

表 目 录

表 1: 楚天科技产品线.....	8
表 2: 楚天科技研发产品情况.....	12
表 3: 楚天科技营业收入拆分 (亿元)	13
表 4: 绝对估值假设条件.....	14
表 5: FCFF 估值结果.....	14
表 6: FCFF 估值敏感性分析.....	14
表 7: 可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

1 楚天科技：国内制药机械龙头，业绩有望迎来拐点

1.1 国内制药机械龙头，长期稳健经营发展

楚天科技股份有限公司成立于 2000 年，现已成为世界医药装备行业的主要企业之一。主营业务为医药装备及其整体技术解决方案，并率先推动智慧医药工厂的研究与开发。公司于 2014 年上市，目前旗下拥有德国 ROMACO 集团、楚天华通、四川医药设计院、楚天飞云、楚天源创、楚天华兴、楚天智能机器人等多家全资或控股子公司，全球员工总数超过 4500 人，合作客户超过 2600 家，产品已经出口 40 多个国家和地区，全球市场占有率持续快速提升。

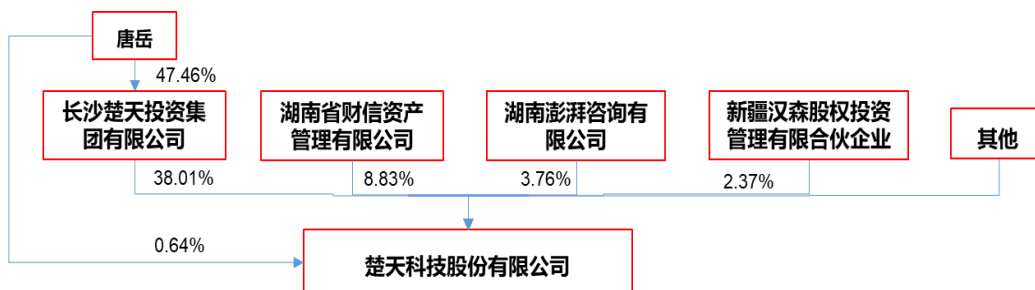
图 1：楚天科技发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司第一大股东是长沙楚天投资集团有限公司，实际控制人是唐岳先生，通过直接和间接的方式合计持有公司 18.7% 的股权。

图 2：楚天科技股权结构

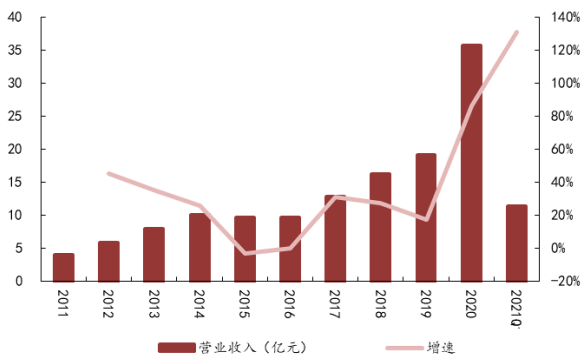


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 业绩迎来拐点，盈利能力持续提升

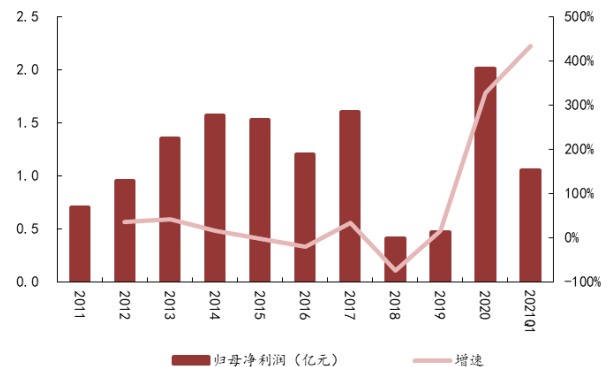
2011年开始，受益于新版GMP推行，公司营业收入快速增长，从2011年的4亿元增长到2014年的10亿元，归母净利润也从2011年的0.7亿元增长到2014年的1.6亿元，随后新版GMP认证带动的药企固定资产投资接近尾声，2015年公司收入负增长，利润端也快速下滑，盈利能力持续下降。2017年公司收入和利润开始迎来快速增长，2018年收入继续增长，利润端因行业竞争加剧、公司投入加大和商誉减值等导致下降，2018年归母净利润仅为0.4亿元，进入2020年，公司收入利润均迎来快速增长。

图3：公司营业收入加速增长



数据来源：Wind，西南证券整理

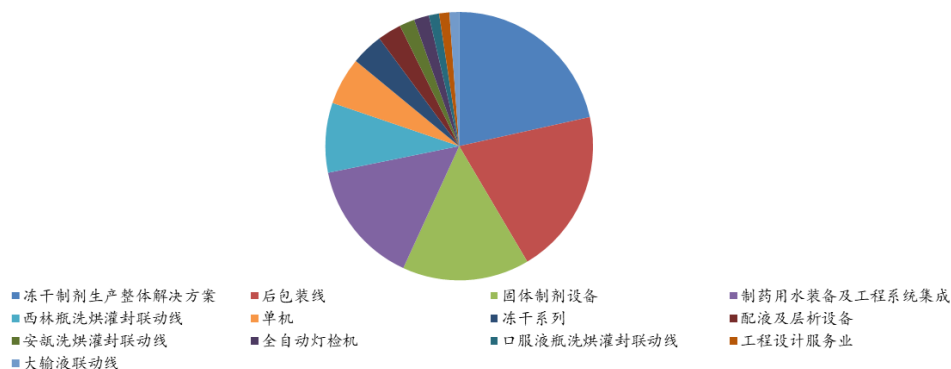
图4：公司归母净利润加速增长



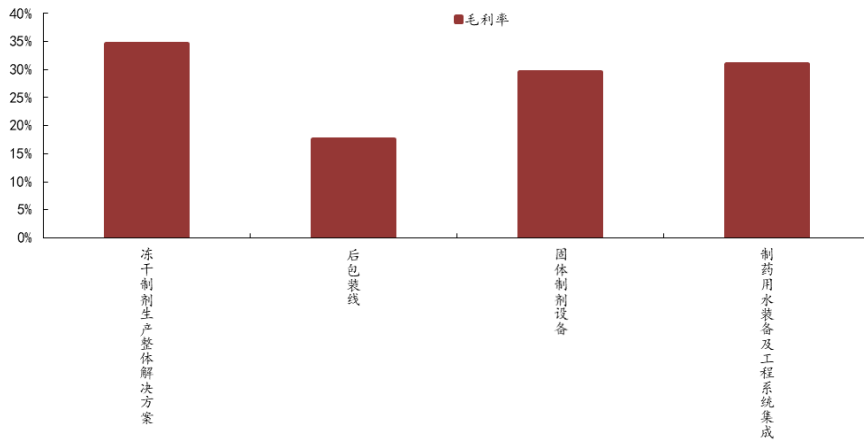
数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务为包括冻干制剂生产整体解决方案、后包装线、固体制剂设备、制药用水装备及工程系统集成、西林瓶洗烘灌封联动线和单机等多个板块，其中冻干制剂生产整体解决方案、后包装线、固体制剂设备和制药用水装备及工程系统集成是公司最主要的业务，2020年营收占比超过50%。从毛利率来看，公司冻干制剂生产整体解决方案毛利率已经回升到35%以上，固体制剂设备和制药用水装备及工程系统集成毛利率在30%以上。

图5：公司营业收入构成情况（2020年）

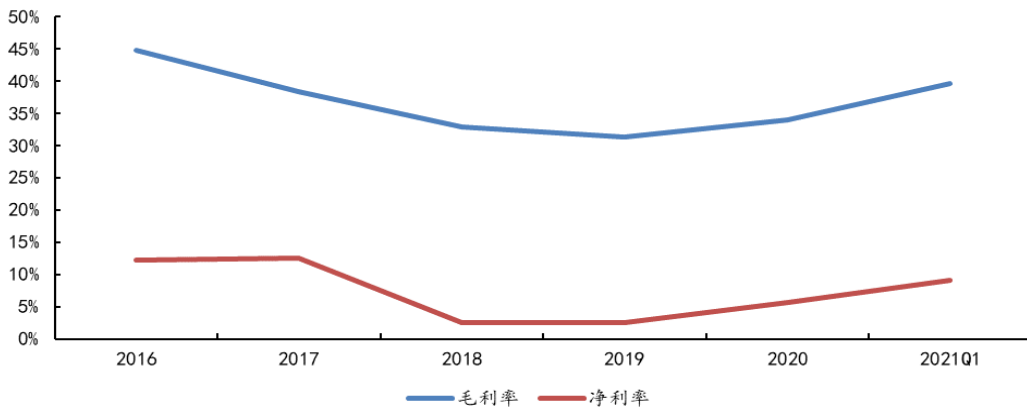


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司主要业务毛利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

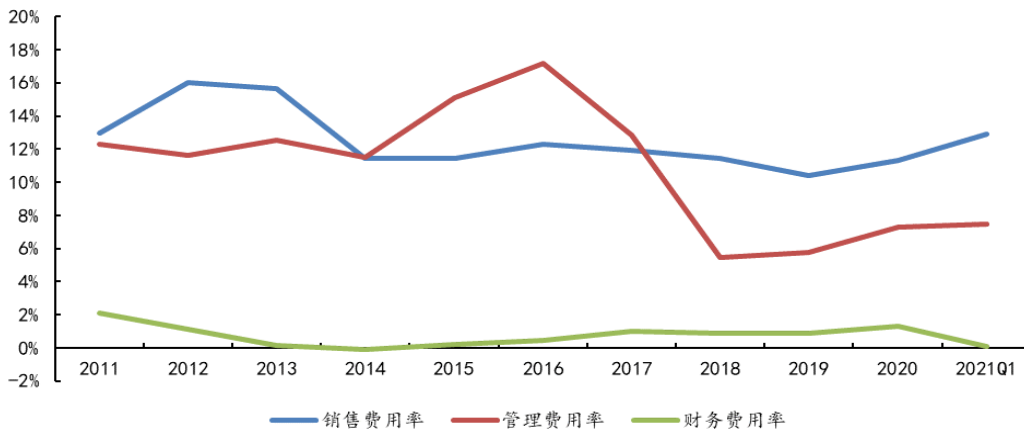
公司整体毛利率和净利率从 2016 年开始下滑，毛利率在 2019 年下降到 31.3%，净利率下降到 2.5%，进入 2020 年，盈利能力迎来反转，处于持续上升的过程，2020 毛利率和净利率分别达到 33.9% 和 5.6%，预计未来仍有一定提升空间。

图 7：公司整体毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司销售费用率稳定 11% 左右，管理费用率从 2019 年开始有所提升，2020 年为 7.3%，2020 年公司财务费用率为 0.1%，财务费用率近几年整体保持平稳。

图 8: 公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率



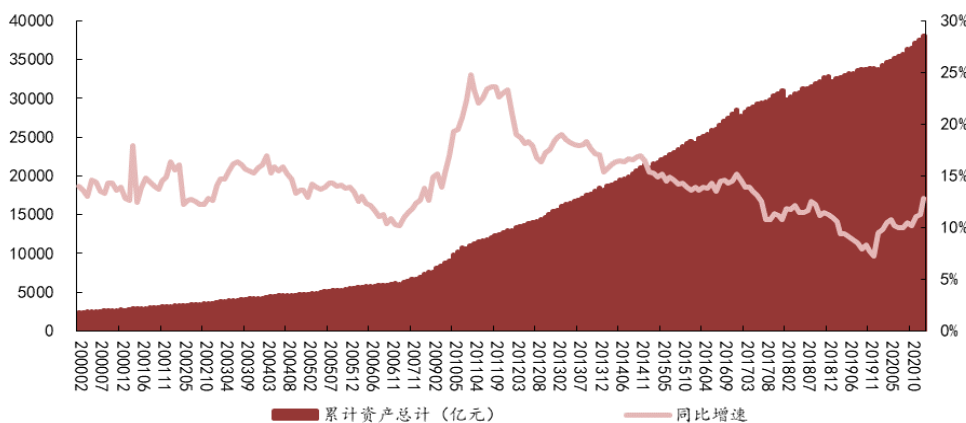
数据来源: Wind, 西南证券整理

2 制药企业开启新一轮固定资产投资+新冠疫苗产能拓展, 制药机械行业有望迎来高增长

2.1 制药企业开启新一轮固定资产投资, 制药机械行业迎来拐点

我国医药制造业资产增速开始上行。从 2000 年开始, 我国医药制造业经历过两轮 GMP 认证, 第二轮 GMP 从 2011 年开始, 制药企业固定资产投资加大, 2011-2015 年总资产增速保持在 15% 左右, 2016 年开始, 医药制造业固定资产整体增速逐步下滑, 一直到 2019 年底, 已经从之前的 15% 下降到最低的 7.2%, 进入到 2020 年, 资产整体增速持续上行, 从 2019 年最低的 7.2% 逐步上升到 2021 年 2 月的 12.8%, 预计上行趋势仍在持续。

图 9: 医药制造业资产增速开始上行

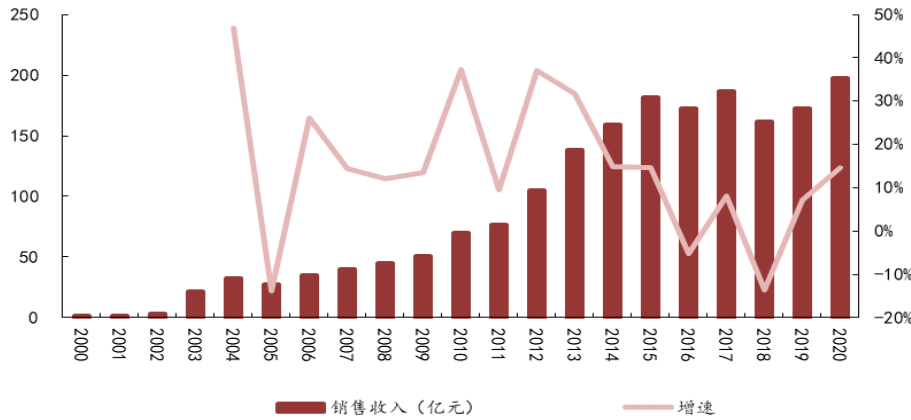


数据来源: Wind, 西南证券整理

从制药机械行业整体销售情况来看, 2010 年开始, 受益于新版 GMP 认证, 下游制药企业加大固定资产投资, 带动上游的制药设备行业迎来快速发展, 行业增速超过 30%, 2014 年开始, 制药企业固定资产投资逐步接近尾声, 制药设备行业增速逐步下行, 销售额在 2015

年达到顶峰后逐步下行，2018年为161亿元，进入2019年，销售额开始逐步提升，2020年行业销售额达到197亿元，同比增长14.6%。

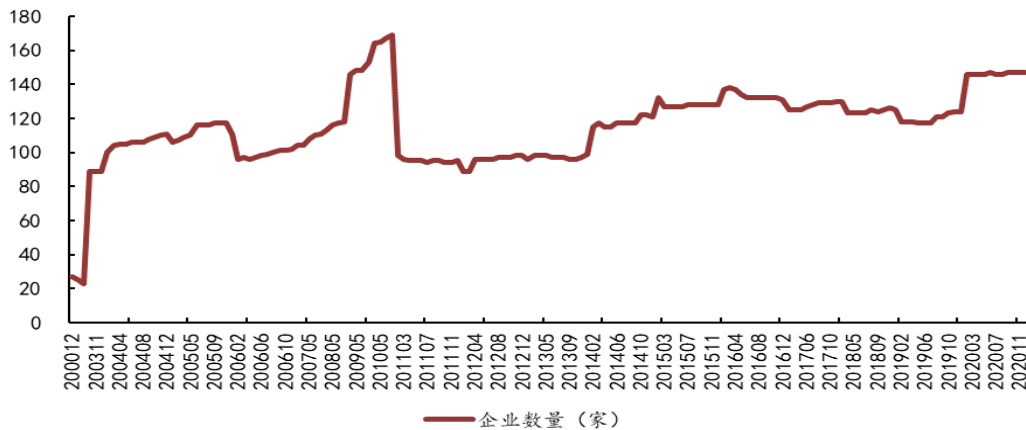
图 10：制药专用设备行业销售收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

我国制药专用设备制造企业（收入5000万以上）数量逐年增多，从2000年的27家增长到2020年的147家，从趋势来看，2016年开始，行业进入下行周期，企业家数也逐年下行，进入到2019年年底，企业数量再次开始增加，达到目前的147家。

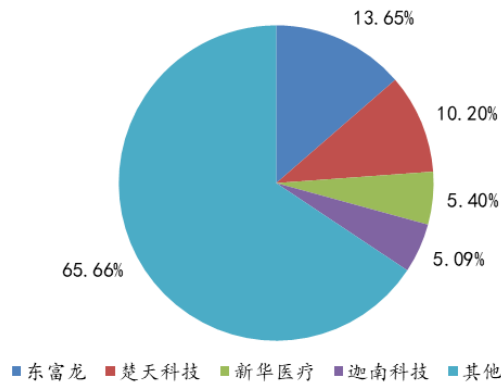
图 11：制药专用设备制造企业数量



数据来源：Wind，西南证券整理

目前我国制药专用设备制造行业竞争格局较为分散，龙头企业东富龙市占率为11.4%，其次楚天科技市占率为9.7%，新华医疗市占率为5.4%，迦南科技市占率为5%，剩余市场份额被其余企业占据，整体来看，我国制药专用设备制造行业竞争格局仍然较为分散，未来仍有一定提升空间。

图 12: 制药专用设备制造行业竞争格局 (2020 年)

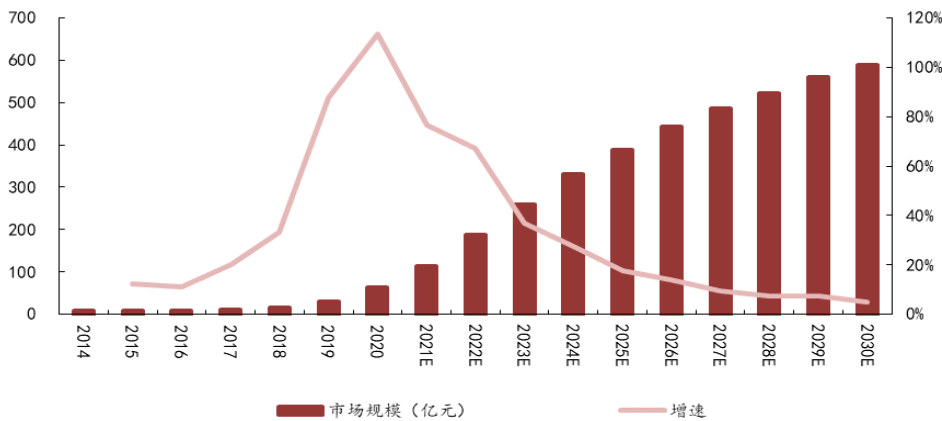


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 生物药爆发, 国内制药企业有望迎来新一轮投资周期

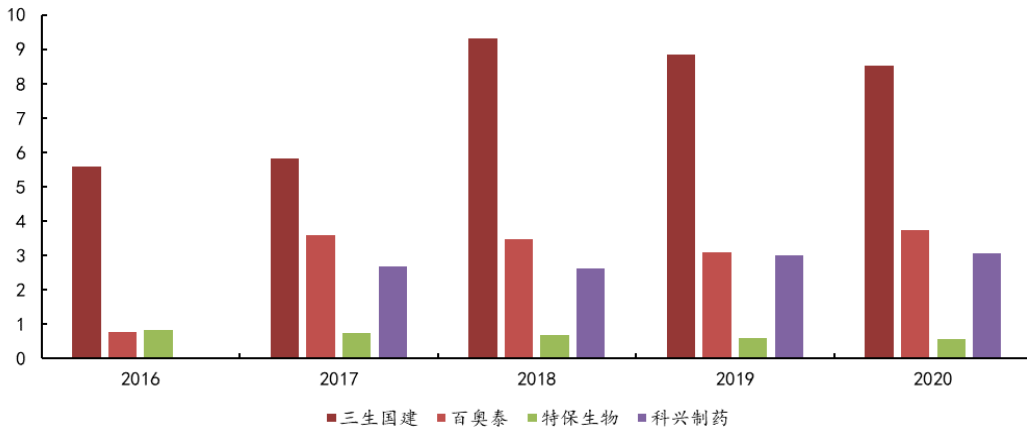
我国生物类似药市场规模正处于快速增长阶段。随着越来越多生物类似药获批, 市场规模增速将呈现持续增长的趋势, 根据弗若斯特沙利文报告, 2014 年我国生物类似药市场规模达为 8 亿元, 2020 年已经达到 64 亿元, 2030 年有望达到 590 亿元。

图 13: 我国生物类似药市场规模及增速



数据来源: 百奥泰招股说明书, 西南证券整理

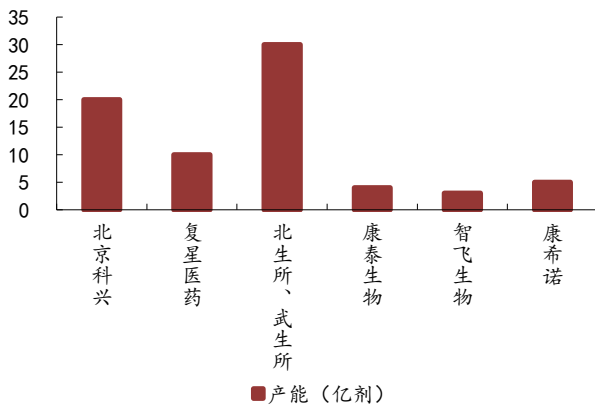
从部分生物药企业固定资产投资情况来看, 近几年均处于快速增长的态势。生物药生产难度相对较高, 从国际情况来看, 生物药企业普遍偏向自建生产产能, 目前国内生物药产业处于爆发阶段, 小型生物药企业数量快速增加, 生物药持续加速上市, 生物药企业固定资产投资需求快速增加, 也从一定程度带动我国制剂机械行业发展。

图 14: 生物药企业固定资产增速加快 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.3 新冠疫苗新建产能带来短期较大市场增量

目前我国在研新冠疫苗较多, 预计新冠疫苗年产能有望达到百亿剂量, 假设每条产线年产能可在 5000 亿剂量, 考虑到部分将用到老产能, 则预计新冠疫苗新增产线将达到 150 条, 一条产线对应设备价值在 8000 万元-1 亿元左右, 则预计制药设备市场增量将达到 120-150 亿。随着国内制药机械企业研发实力的增强, 产品水平已经可以替代进口产品, 同时, 价格又有较大优势, 发货周期也远远短于海外企业, 预计未来有望率先受益。

图 15: 部分企业新冠疫苗产能规划


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 新冠疫苗生产设备规模测算

总产能	100亿剂
单个产线产能	5000万剂
产线	200条
新建产线	150条
单条产线设备价值	1亿元
设备市场规模	150亿元

数据来源: 中国知网, 西南证券整理

3 楚天科技行业龙头，有望受益行业率先发展

3.1 楚天科技行业龙头，迎来业绩拐点

公司主要产品分为八个板块，分别为生物工程、中药工程、无菌制剂、固体制剂、检测与二次包装、制药用水、EPCMV 服务和智能制造板块，其中生物工程主要产品有配液配置系统、生物反应器系统、卫生级容器、技术与工程服务、分离纯化等，中药工程主要产品有提取、浓缩、干燥、纯化分离、反应结晶、中药智能化控制系统等，整体来看，公司药机产品线丰富，产品竞争力较强。

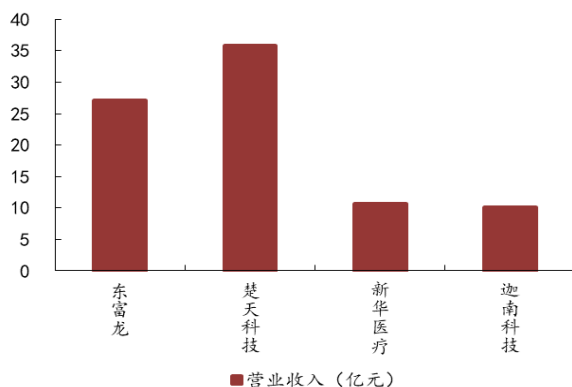
表 1：楚天科技产品线

产品板块	产品
生物工程	配液配置系统、生物反应器系统、卫生级容器、技术与工程服务、分离纯化
中药工程	提取、浓缩、干燥、纯化分离、反应结晶、中药智能化控制系统
无菌制剂	洗瓶/灭菌隧道系统、灌封系统、冻干工艺系统、清洗工艺系统、灭菌工艺系统、隔离系统、特种分装系统
固体制剂	楚天飞云固体制剂设备、Romaco 固体制剂设备
检测与二次包装	检测、二次包装
制药用水	制备系统、存储分配系统、工艺罐群
EPCMV 服务	EPCMV 介绍、EPCMV 服务范围
智能制造	智能物流系统、智能仓储系统、智能信息化系统

数据来源：公司公告，西南证券整理

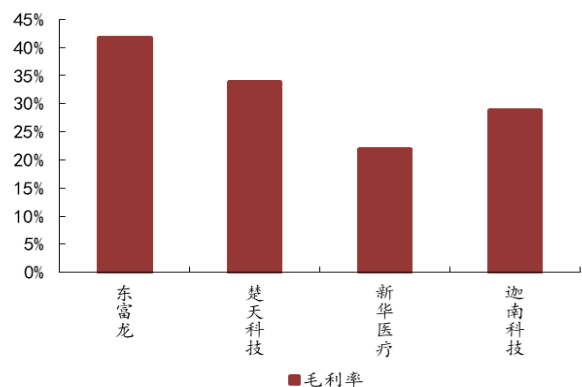
同行业对比来看，公司目前已经成为国内龙头制药专用设备制造企业，2020 年收入超过 35 亿元，收入体量居于行业首位，其中国内收入为 20.2 亿元，位于行业第二位，仅次于东富龙，其次是新华医疗和迦南科技。从盈利能力来看，楚天科技 2020 年毛利率为 33.91%，也处于行业领先水平。

图 17：制药专用设备制造行业企业收入对比（2020）



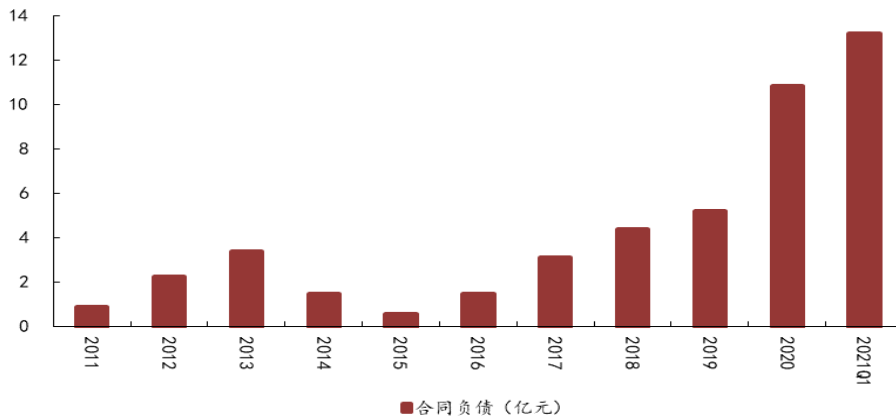
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：制药专用设备制造行业企业毛利率对比（2020）



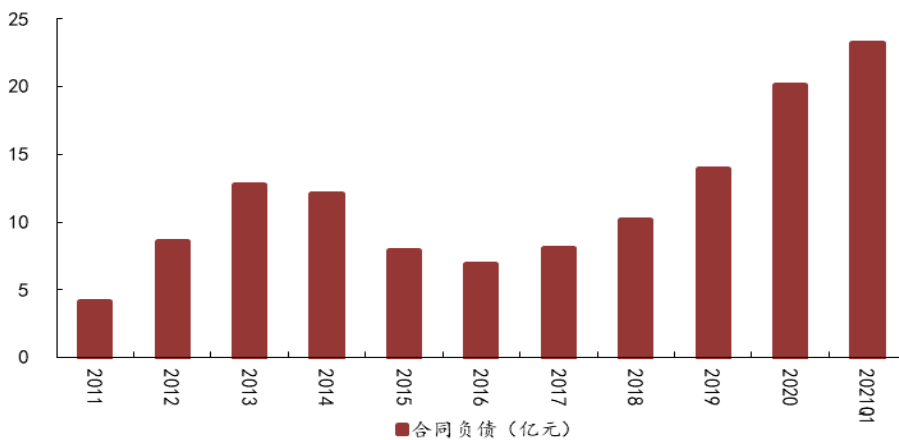
数据来源：Wind，西南证券整理

预收款（合同负债）是公司业绩的先行指标，2015 年开始，预收款（合同负债）迎来快速增长，2020 年，预收款（合同负债）已经达到 8 亿元，预收款项的快速回升也预示着公司经营和业绩有望迎来拐点，业绩也相应开始进入快速增长阶段。

图 19: 楚天科技预收款 (合同负债) 快速增长


数据来源: Wind, 西南证券整理

从同类公司东富龙的预收款情况来看,也和楚天科技有相类似的趋势,2011-2013年,东富龙预收款项快速增加,业绩也迎来高速增长,2014年开始,预收款项持续下降,2016年降低至6.9亿元,2017年开始,预收款项触底回升,2020预收款达到20亿元,2021Q1达到23亿元,预收款项的快速回升也预示着公司经营和业绩有望迎来拐点。

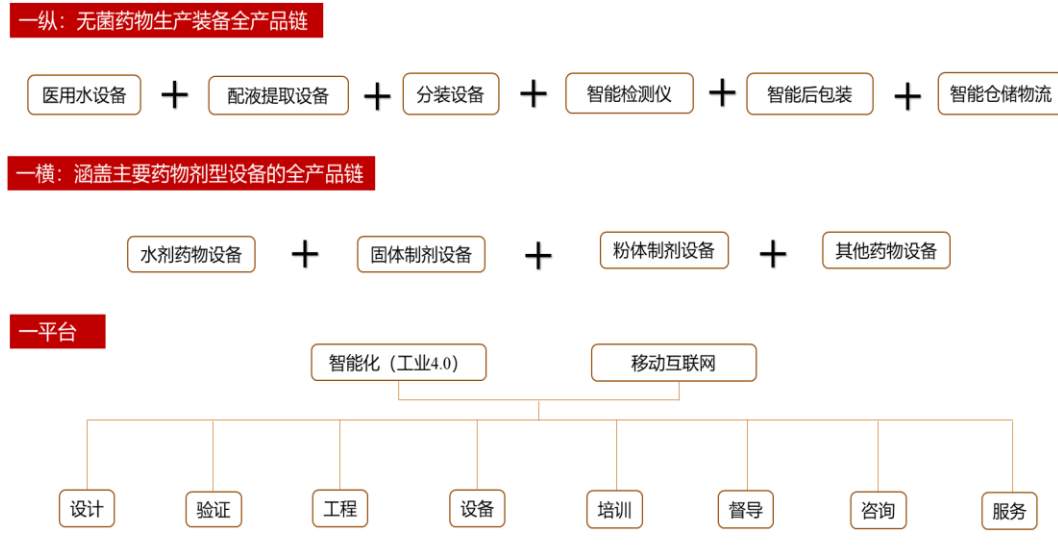
图 20: 东富龙预收款 (合同负债) 快速增长


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 收购德国 ROMACO, 布局海外市场

2017年楚天科技和楚天投资联合澎湃投资收购德国企业 Romaco 75.1% 的股权,交易金额约为1亿欧元,2020年公司已完成对 Romaco 公司剩余 24.9% 的股权收购。Romaco 总部位于德国巴登符腾堡州卡尔斯鲁厄市,是世界顶级医药包装机械及自动化方案提供商,属于医药装备行业世界一流品牌,主要提供的产品及服务是固体类药物的生产装备,包括粉末分装解决方案、泡罩包装解决方案、条形包装解决方案、药片挤压解决方案、药片/胶囊罐装设备等。Romaco 的产品已销往 180 个国家,与 Bayer、GSK 等多家世界大型制药公司一直保持着稳定持续的合作关系,在行业内积累了丰富的优质客户资源。

图 21：楚天科技“一横一纵一平台”战略

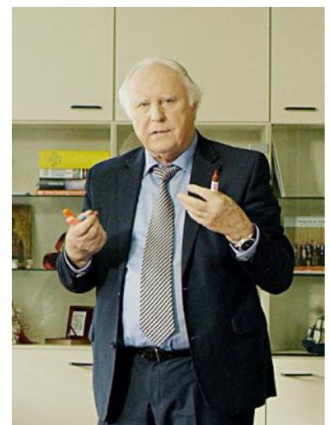


数据来源：公司公告，西南证券整理

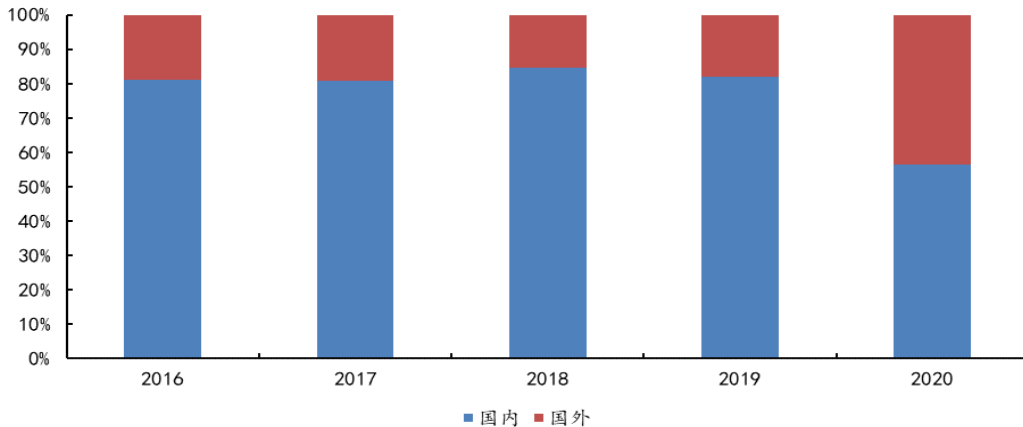
收购 ROMACO 有助于楚天科技拓宽产品系列和拓展市场区域，同时有助于提升公司的管理和技术经验，完善公司的业务结构，进一步提升国际销售业绩，增强盈利能力，是公司的“一纵一横一平台”和“国际化”战略的体现。目前 ROMACO 整体并入上市公司，楚天科技与 ROMACO 的协同作战初见成效，ROMACO 的品牌优势以及楚天的效率优势逐步得到体现。同时，ROMACO 集团通过收购西班牙包衣机制造商 STE Tecpharm 进一步强化其在工艺技术领域一站式工程供应商的地位，STE Tecpharm 的片剂包衣机，结合其传统的制粒线以及乌斯特流化床系统，补充了 ROMACO 现有的固体制剂工艺产品线，ROMACO 研发生产实力也进一步增强。收购德国 ROMACO 后，公司海外收入占比从之前的不到 20% 快速提升到超过 40%，国际化能力显著增强。

图 22：ROMACO 技术实力领先

- 01 原理级发明粉末造粒技术，全球第一。
发明人：赫伯特·胡特林博士，是德国院士。
- 02 子公司 Kilian 的药片压片技术，全球第一。
世界上第一台机械式药品压片机，是 Kilian 所造，现陈列于德国海德堡药物制造博物馆。
- 03 Romaco 博洛尼亚子公司气流式粉末分装技术及全称重技术，全球第一。
现中国很多高端客户广泛使用。
- 04 Romaco 集团总部卡鲁工厂，双铝包装技术，全球第一。

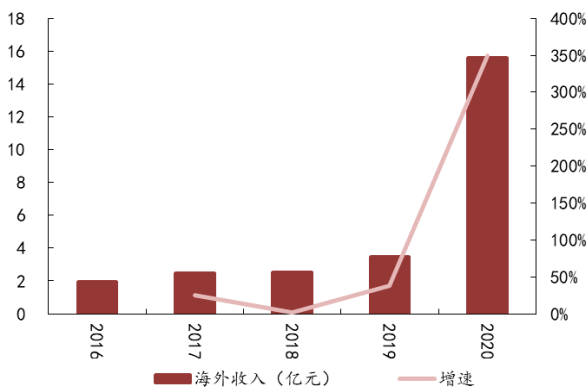


数据来源：Wind，西南证券整理

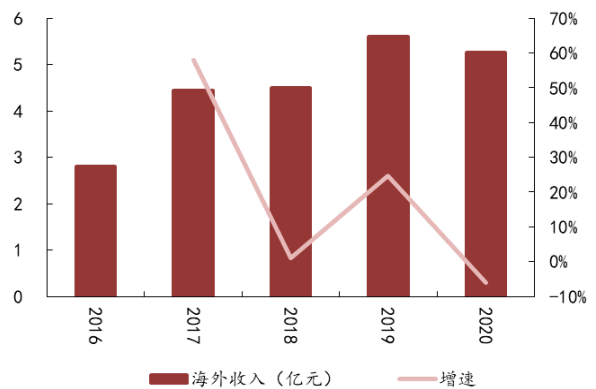
图 23：2020 年公司海外收入占比快速提高


数据来源：Wind，西南证券整理

国际化是我国制药器械公司未来的必然发展趋势，从同类公司东富龙的情况来看，近几年，随着东富龙产品竞争力的逐步增强，加之明显的成本优势，公司持续发力海外市场，海外市场收入持续增长，从 2016 年的 2.8 亿元增长到 2020 年的 5.3 亿元，同时，2020 年的全球疫情也为东富龙的产品出口起到一定的促进加速作用，预计未来海外收入仍将继续快速增长。

图 24：楚天科技海外收入持续增长


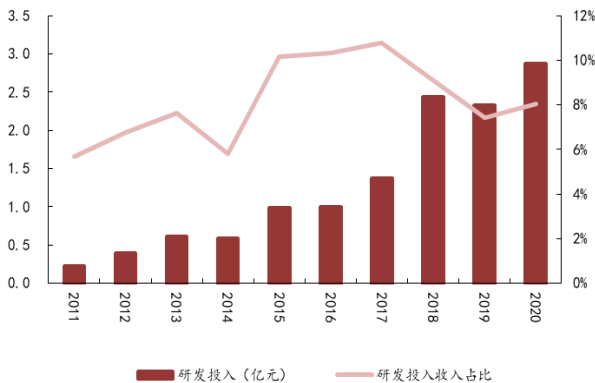
数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：东富龙海外收入持续增长


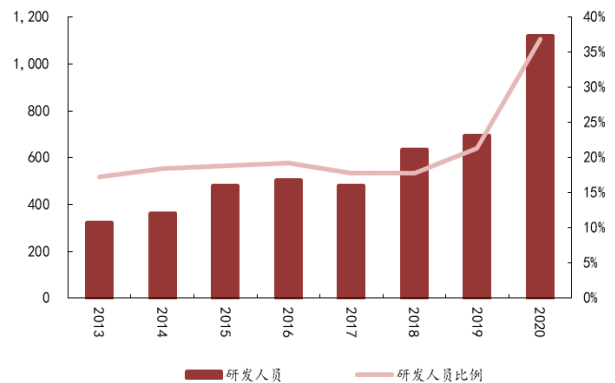
数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 研发投入逐步加大，研发实力强劲

近几年，公司研发投入持续加大，研发投入从 2011 年的 0.2 亿元增长到 2020 年的 2.9 亿元，研发投入占收入比重也提升到 8% 以上。公司研发人员也在快速扩充，2020 年已经超过 1000 人，占总员工人数比例的 35% 以上。

图 26: 公司研发投入情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 27: 公司研发人员及占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司技术研究院以业务领域划分六大经营单元，分别为无菌制剂经营单元、包装集成经营单元、生物工程经营单元、中药工程经营单元和固体制剂经营单元等，整体来看，公司研发技术提升持续，产品研发成效显著，业绩成长动力充足。

表 2: 楚天科技研发产品情况

板块	产品
无菌制剂经营单元	Smart Filling 自动排空及尾液灌装技术、预充针灌装封设备等
包装集成经营单元	后包整体解决方案、智能检测系统、智能 BFS 整体解决方案技术
生物工程经营单元	疫苗原液系统、复杂制剂配液系统、磁珠包被系统
中药工程经营单元	内循环动态提取罐、视觉识别自动取液醇沉罐等产品
固体制剂经营单元	重力落料系统、料斗清洗机、滴丸机湿法制粒机的系列化、流化床的系列化

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 冻干制剂生产整体解决方案是公司传统优势业务，目前随着制药行业固定资产投资回升，公司冻干机业务有望迎来较快增长，预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 15%、15%和 15%。假设随着规模效应的凸显，毛利率逐步提升，2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 42%、43%和 44%；

假设 2: 后包装线是公司的优势业务，受益于新冠疫苗产能拓展，有望迎来快速增长，预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 60%、50%和 40%。假设随着规模效应的凸显，毛利率逐步提升，2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 25%、27%和 29%；

假设 3: 固体制剂设备主要是公司的海外子公司 Romaco 贡献，Romaco 是国际药机行业龙头，发展较为成熟，预计未来有望保持平稳增长，预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 10%、10%和 10%，毛利率有望维持平稳，2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 30%、30%和 30%；

假设 4: 制药用水装备及工程系统集成是公司的收入主要贡献业务之一, 未来仍有望维持平稳增长, 预计 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速分别为 10%、10%和 10%, 毛利率有望维持平稳, 2021 年、2022 年和 2023 年毛利率分别达到 32%、32%和 32%;

假设 5: 假设公司的其他业务保持平稳增长, 毛利率水平也维持在相对较高水平;

假设 6: 假设未来三年人民币兑欧元汇率整体保持稳定。

表 3: 楚天科技营业收入拆分 (亿元)

		2020A	2021E	2022E	2023E
冻干制剂生产 整体解决方案	收入	6.43	7.39	8.50	9.78
	增速	-7.08%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	4.21	4.29	4.85	5.48
	毛利	2.22	3.11	3.66	4.30
	毛利率	34.53%	42.00%	43.00%	44.00%
后包装线	收入	5.97	9.55	14.33	20.06
	增速	777.94%	60.00%	50.00%	40.00%
	成本	4.92	7.16	10.46	14.24
	毛利	1.05	2.39	3.87	5.82
	毛利率	17.59%	25.00%	27.00%	29.00%
固体制剂设备	收入	4.59	5.05	5.55	6.11
	增速		10.00%	10.00%	10.00%
	成本	3.24	3.53	3.89	4.28
	毛利	1.35	1.51	1.67	1.83
	毛利率	29.41%	30.00%	30.00%	30.00%
制药用水装备 及工程系统集成	收入	4.47	4.92	5.41	5.95
	增速	16.10%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	3.08	4.41	4.85	5.34
	毛利	1.39	1.57	1.73	1.90
	毛利率	31.10%	32.00%	32.00%	32.00%
其他	收入	14.31	16.94	19.45	21.99
	增速	85.60%	18.40%	14.78%	13.05%
	成本	8.19	9.66	10.89	12.09
	毛利	6.12	7.29	8.56	9.89
	毛利率	42.77%	43.00%	44.00%	45.00%
合计	总营业收入	35.77	43.86	53.24	63.88
	增长率	86.69%	22.61%	21.40%	19.99%
	总营业成本	23.64	29.06	34.94	41.43
	毛利	12.13	15.87	19.48	23.75
	毛利率	33.91%	36.18%	36.59%	37.18%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 43.9 亿元、53.2 亿元和 63.9 亿元，归母净利润分别为 4 亿元、5 亿元和 6.4 亿元，EPS 分别为 0.71 元、0.90 元和 1.13 元，对应 PE 分别为 26 倍、20 倍和 16 倍。

4.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 0.61；
- 3) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 4：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	6
永续期增长率	3%
无风险利率 Rf	3.5%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	10%
β 系数	0.61
债务资本成本 Kd	5%
债务资本比重 Wd	0.73%
股权资本成本 Ke	8.46%
WACC	8.00%

数据来源：西南证券

表 5：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	10082.92
净债务价值	1089.02
股票价值	8993.90
每股价值	15.88

数据来源：西南证券

表 6：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%
1.5%	17.93	15.78	14.00	12.50	11.22	10.11	9.14
2.0%	19.75	17.22	15.15	13.44	11.99	10.76	9.69
2.5%	22.03	18.97	16.54	14.55	12.90	11.51	10.32
3.0%	24.96	21.17	18.23	15.88	13.97	12.38	11.04

WACC \ 永续增长率	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%
3.5%	28.86	23.99	20.34	17.51	15.26	13.41	11.88
4.0%	34.31	27.74	23.06	19.55	16.83	14.65	12.88
4.5%	42.50	33.00	26.68	22.17	18.79	16.16	14.07

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 15.88 元。

4.3 相对估值

我们选取了行业中与楚天科技业务最为相近的东富龙，2020 年东富龙的 PE 为 47 倍，2021 年平均 PE 为 36 倍。楚天科技是我国制药机械行业龙头，受益于下游制药行业快速发展，业绩迎来拐点，且公司完成对 Romaco 的收购后，协同效应有望凸显，海外布局进度居于国内药机企业首位，国际化发展速度有望持续加速，长期发展值得期待。给予公司 2021 年 40 倍市盈率，对应目标价为 28.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300171.SZ	东富龙	34.76	0.74	0.97	1.21	1.49	47	36	29	23
平均值							47	36	29	23

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

公司订单不及预期风险，行业竞争加剧风险，制药行业固定资产投资不及预期风险；汇率波动风险；海外经营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3576.21	4384.64	5323.09	6386.92	净利润	200.98	403.35	507.44	640.77
营业成本	2363.40	2798.23	3375.58	4012.41	折旧与摊销	144.29	170.06	182.91	189.42
营业税金及附加	26.03	32.88	39.92	47.90	财务费用	46.72	0.00	0.00	0.00
销售费用	404.57	495.46	601.51	721.72	资产减值损失	-10.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	260.44	591.93	718.62	862.23	经营营运资本变动	612.76	-1305.00	-282.24	-357.02
财务费用	46.72	0.00	0.00	0.00	其他	-67.04	-50.40	2.55	-1.21
资产减值损失	-10.80	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	926.91	-781.99	410.67	471.95
投资收益	8.82	5.00	5.00	5.00	资本支出	-924.87	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	317.00	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-607.87	-35.00	-35.00	-35.00
营业利润	236.11	471.13	592.46	747.66	短期借款	-130.51	653.17	-141.10	-153.50
其他非经营损益	-2.17	-1.63	-1.79	-1.80	长期借款	286.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	233.94	469.50	590.66	745.85	股权融资	256.74	0.00	0.00	0.00
所得税	32.96	66.15	83.22	105.09	支付股利	-16.38	-70.04	-140.72	-177.07
净利润	200.98	403.35	507.44	640.77	其他	-764.72	-181.56	0.00	0.00
少数股东损益	0.45	0.45	0.45	0.45	筹资活动现金流净额	-368.55	401.57	-281.82	-330.57
归属母公司股东净利润	200.53	402.90	506.99	640.32	现金流量净额	-42.68	-415.42	93.85	106.38
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	853.89	438.46	532.31	638.69	成长能力				
应收和预付款项	951.01	1599.79	1832.86	2153.67	销售收入增长率	86.65%	22.61%	21.40%	19.99%
存货	1373.90	1690.55	2043.15	2436.61	营业利润增长率	393.77%	99.54%	25.75%	26.20%
其他流动资产	699.61	375.99	453.96	542.36	净利润增长率	324.83%	100.69%	25.81%	26.27%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	218.09%	50.12%	20.93%	20.86%
投资性房地产	23.74	23.74	23.74	23.74	获利能力				
固定资产和在建工程	1230.04	1119.99	997.09	867.68	毛利率	33.91%	36.18%	36.59%	37.18%
无形资产和开发支出	1601.28	1582.34	1563.41	1544.47	三费率	19.90%	24.80%	24.80%	24.80%
其他非流动资产	173.46	172.39	171.32	170.25	净利率	5.62%	9.20%	9.53%	10.03%
资产总计	6906.93	7003.26	7617.85	8377.47	ROE	6.99%	12.73%	14.36%	16.03%
短期借款	488.79	1141.97	1000.86	847.37	ROA	2.91%	5.76%	6.66%	7.65%
应付和预收款项	1273.88	1582.36	1885.11	2239.44	ROIC	8.85%	10.80%	11.28%	13.43%
长期借款	286.31	286.31	286.31	286.31	EBITDA/销售收入	11.94%	14.62%	14.57%	14.67%
其他负债	1984.19	824.68	910.90	1005.99	营运能力				
负债合计	4033.18	3835.32	4083.19	4379.11	总资产周转率	0.63	0.63	0.73	0.80
股本	529.08	566.23	566.23	566.23	固定资产周转率	3.75	4.24	5.25	6.97
资本公积	1287.02	1249.86	1249.86	1249.86	应收账款周转率	4.84	4.16	3.73	3.86
留存收益	948.63	1281.49	1647.77	2111.01	存货周转率	1.88	1.74	1.75	1.74
归属母公司股东权益	2803.85	3097.58	3463.86	3927.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.89%	—	—	—
少数股东权益	69.90	70.35	70.80	71.25	资本结构				
股东权益合计	2873.75	3167.93	3534.66	3998.35	资产负债率	58.39%	54.76%	53.60%	52.27%
负债和股东权益合计	6906.93	7003.26	7617.85	8377.47	带息债务/总负债	19.22%	37.24%	31.52%	25.89%
					流动比率	1.16	1.31	1.43	1.57
					速动比率	0.75	0.77	0.83	0.90
					股利支付率	8.17%	17.38%	27.76%	27.65%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.71	0.90	1.13
					每股净资产	5.08	5.59	6.24	7.06
					每股经营现金	1.64	-1.38	0.73	0.83
					每股股利	0.03	0.12	0.25	0.31
业绩和估值指标									
EBITDA	427.12	641.19	775.36	937.07					
PE	51.50	25.63	20.37	16.13					
PB	3.59	3.26	2.92	2.58					
PS	2.89	2.36	1.94	1.62					
EV/EBITDA	22.17	17.27	13.98	11.29					
股息率	0.16%	0.68%	1.36%	1.71%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn