

楚天科技（300358）：行业升级转型进程加速，国产制药装备龙头强势崛起

——公司深度报告

2021年06月25日

强烈推荐/首次

楚天科技 公司报告

推荐逻辑：1) 过去几年，公立医院销售榜单的药物品种已经发生变化，更多的生物药，尤其是单抗药物销售快速增长，占据更多的市场份额；集团化的医药企业不断对产业进行整合，推进了新产能的建设，下游需求快速增长，制药设备行业迎来新一轮景气周期。2020年制药专用设备制造行业总收入为197亿元，同比增长14.6%；总利润为12.75亿元，同比增长145.7%；2) 新冠疫苗订单为中国制药装备企业登上生物药生产设备的供应名单提供了极佳机会，新冠疫苗至少为制药设备企业带来约140亿元的市场增量，短期新冠疫苗产能需求仍有增长空间。长期看，生物药生产设备国产替代可期，可预见的单抗药物可带动约105亿元的市场增量；3) 公司作为行业龙头，产品布局不断加深、拓宽，已经是国内实力最强的智能化整体方案服务商之一；此外，公司海外布局逐渐加深，收购ROMACO进一步加速了出海进程，成长空间不断扩大。

下游固定资产投资加速，制药装备行业新一轮景气已至。2011-2015年新版GMP认证推行，下游制药企业设备需求进入景气周期。而后，药企固定资产投资逐步进入尾声，导致制药设备行业收入、利润情况出现明显的下滑，2018年触底，2019年迎来回升。制药专用设备行业资产规模从2019年2月的207亿元，提升到2020年末302亿元，增长45.67%；医药制药企业数量从2020年5月的7367家，提升到2021年2月的8228家，增长11.69%，制药装备下游需求快速增长。此外，生物药企业对于国产设备的需求已经初步显现。未来，随着大量临床产品的获批上市，将给制药装备行业带来巨大的需求增量。行业已走出低谷，迎来新一轮景气周期。

生物药制药设备国产化可期，制药装备行业格局优化。疫情期间，国内制药装备疫苗生产订单量大幅增加，为国内厂商进入生物药企业供应商名单提供了极佳的机会，我们预计新冠疫情带动的市场规模增量为138.6-167.4亿元、可预见的单抗药物预计带动的增量约105亿元。此外，国产制药装备升级进程已经开始，以楚天科技和东富龙为首的国产制药装备企业研发投入稳步提升，产品性能提升的同时，业务范围上朝着多种类、智能化的整体解决方案提供商的方向前进，竞争格局向好。

收购德国ROMACO公司，国际化布局加深。公司自创立早期便布局海外业务，主要集中在印度等发展中国家。2020年公司完成对德国顶级固体类药物包装企业ROMACO的全资收购，业务上实现水剂+固体剂剂双轮并行，业务范围上有望借助ROMACO品牌打通欧美高端通道。同时，公司资本的注入有望推动ROMACO技术实力的进一步提升，并借以公司在国内的强大渠道能力，助力ROMACO开拓中国市场，实现协同。楚天科技近5年海外业务收入占比约15%-20%之间，2020年海外收入占比突增，达到40.89%，占比翻倍，未来海外增长可期。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司2021-2023年净利润分别为3.96、

公司简介：

公司主营业务为制药装备的研发、设计、生产、销售和服务，包含生物工程、中药工程等产线前端，及中后端的后包装线。公司全球员工总数4500余人，合作客户超2600家，产品出口超40个国家和地区，是业内唯一同时拥有水剂类整体解决方案和固体剂剂整体解决方案能力的企业。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

未来3-6个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

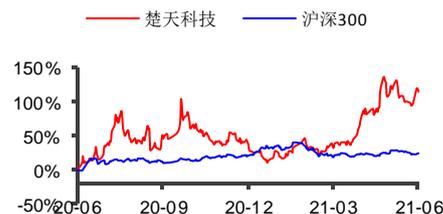
无

交易数据

52周股价区间（元）	8.80-21.15
总市值（亿元）	105.77
流通市值（亿元）	87.40
总股本/流通A股（万股）	56623/46789
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率（%）	3.47

资料来源：Wind、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070047

4.90 和 5.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.70、0.87 和 0.99 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 25.17、20.33 和 17.70 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：新冠疫情导致业绩波动风险；行业政策出现重大变化；海外业务经营风险；生物药生产设备国产替代进程不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,915.97	3,576.21	4,467.40	5,393.04	6,360.45
增长率(%)	17.41%	86.65%	24.92%	20.72%	17.94%
净归母净利润(百万元)	46.89	200.53	395.58	489.64	562.45
增长率(%)	14.45%	324.83%	97.05%	23.75%	14.86%
净资产收益率(%)	1.97%	7.15%	12.47%	13.70%	13.95%
每股收益(元)	0.10	0.38	0.70	0.87	0.99
PE	175.90	46.41	25.17	20.33	17.70
PB	3.45	3.32	3.14	2.79	2.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 楚天科技：国产制药装备龙头，迎来业绩拐点	4
1.1 国产制药装备龙头，长期稳健经营发展	4
1.2 业绩触底反弹，盈利能力持续提升	6
2. 制药装备行业迎来新一轮景气周期，生物药装备国产化进程加速	7
2.1 行业拐点已至，制药装备企业发展加速	7
2.2 疫情引爆国产制药装备需求，生物制药设备切入国产化进程	8
2.3 国产制药设备企业升级转型加速，行业竞争模式向好	13
3. 国际化布局加深，打开长期成长空间	15
3.1 在手订单充足，业绩有望持续释放	15
3.2 收购德国 ROMACO，产品、品牌、技术多重提升	16
4. 盈利预测与估值	18
5. 风险提示	19

插图目录

图 1:楚天科技发展重要事件	4
图 2:公司已经成为水剂与固体制剂整体解决方案的服务商	5
图 3:公司股权框架	6
图 4:2011-2021Q 公司营业收入及增速（亿元）	6
图 5:2011-2021Q1 公司归母净利润及增速（亿元）	6
图 6:2011-2021Q1 公司各项费用率	7
图 7:2011-2021Q1 公司毛利率与净利率	7
图 8:1998-2020 年制药专用设备制造行业资产变化情况（百万元）	7
图 9:1999-2020 年医药制造业企业单位数量变化	7
图 10:1998-2020 年制药专用设备制造行业销售情况（百万元）	8
图 11:1998-2020 年制药专用设备制造行业利润情况（百万元）	8
图 12:2012-2020 年批准新药临床数量	9
图 13:2012-2020 年批准新药申请程序申报临床申请	9
图 14:2015-2030E 中国及全球生物药市场规模（十亿美元）	9
图 15:2015-2030E 中国及全球疫苗市场规模（十亿美元）	9
图 16:新冠灭活疫苗生产流程	10
图 17:部分代表性 Biotech 公司产线规模	12
图 18:2017 年后中美双报产品数量快速增加	13
图 19:2014-2021Q1 楚天科技、东富龙研发投入变化（亿元）	14
图 20:2014-2021Q1 楚天科技、东富龙研发投入占比收入变化	14
图 21:楚天科技智能冻干制剂整体解决方案提高无菌水平、降低质量风险	14
图 22:2014-2021Q1 楚天科技、东富龙毛利率变化	15
图 23:2014-2021Q1 楚天科技、东富龙净利率变化	15

图 24:2016-2021Q1 公司预收账款变化情况（亿元）	16
图 25:2016-2021Q1 公司存货变化情况（亿元）	16
图 26:楚天科技深入全球布局	16
图 27:ROMACO 合作企业遍布全球	17
图 28:ROMACO 下属 7 个子公司各司其职	18
图 29:2011-2020 楚天科技海外业务收入变化（亿元）	18
图 30:2011-2020 楚天科技海外业务占比	18

表格目录

表 1:公司下属多个子公司各司其职	4
表 2:部分企业新冠疫苗设计产能	10
表 3:中国多家单位开展新冠临床	10
表 4:2015、2020 年公立医疗机构终端化学药 TOP20 产品	11

1. 楚天科技：国产制药装备龙头，迎来业绩拐点

1.1 国产制药装备龙头，长期稳健经营发展

楚天科技股份有限公司成立于2000年，主营业务为医药装备及其整体技术解决方案，并率先推动了智慧医药工厂的研究与开发。公司下属拥有多个控股公司包括楚天华通、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，负责公司不同业务门类。2017年公司并购德国顶级压片商ROMACO集团，2020年获得其100%股权，成为业内唯一同时拥有水剂类整体解决方案和固体制剂整体解决方案能力的企业。公司全球员工总数4500余人，合作客户超2600家，产品出口超40个国家和地区，现已成为世界医药装备行业的主要企业之一。

图 1:楚天科技发展重要事件



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

公司自成立以来通过新设或者并购的方式持续向制药设备产业链进行纵向和横向的拓展，丰富产品种类，提高设备性能，不断朝着更加智能、自动化的整体方案解决服务提供商的方向前行。公司现有多个下属子公司，专注于产业链不同业务门类，为公司长久发展奠定基础。公司通过不断新设、并购技术公司增强自身产品丰富度，提高设备性能，拓宽产业链布局，各下属公司运行独立，目标明确；业务独立运营的同时，产出结果相辅相成，助力楚天科技发展壮大。

表 1:公司下属多个子公司各司其职

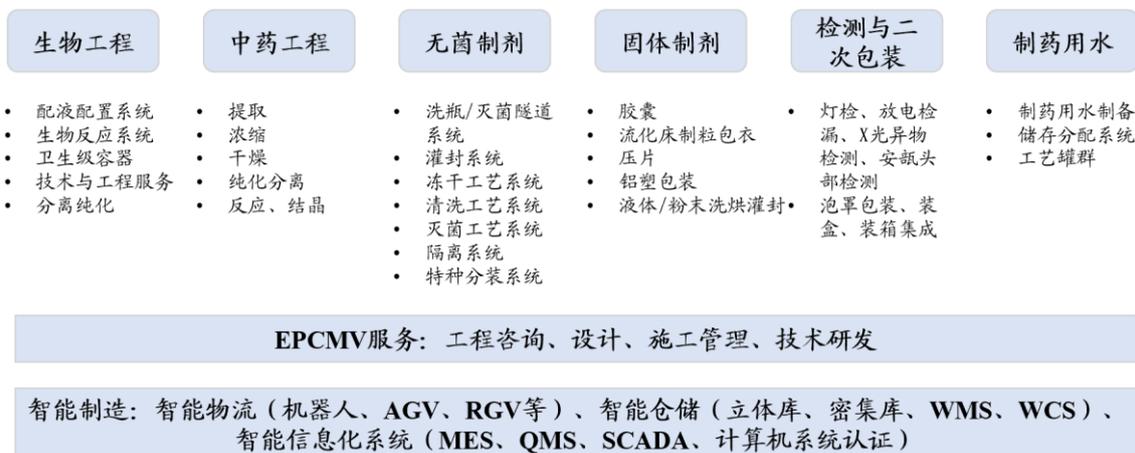
子公司名称	取得方式	主营业务
楚天华通医药设备有限公司	并购	纯蒸汽发生器、多效蒸馏水机、纯化水制备系统等产品的研发、制造的制药装备生产
四川省医药设计院有限公司	并购	医药行业（生化、生物药、化学原料药、中成药、药物制剂、医疗器械）工程设计及资质范围内的相应工程前期咨询、项目

管理和认证咨询服务

楚天智能机器人（长沙）有限公司	新设	医药医疗机器人的研发、生产、销售与服务
楚天飞云制药装备（长沙）有限公司	新设	胶囊填充机、胶囊机、胶囊灌装机的研发与生产
楚天源创生物技术（长沙）有限公司	新设	层析超滤设备、在线配液系统、生物反应器等生物制药核心设备的研发、生产、销售与服务
湖南楚天华兴智能装备有限公司	增资	医药医疗设备技术开发、精密零部件加工、技术服务及销售、机械工程的设计制造等
德国 ROMACO 公司	并购	专研固体制剂的工程技术，为粉剂、颗粒剂、丸剂、片剂、胶囊和针剂等的制造和包装提供单元化设备和交钥匙解决方案，同时也为食品和化工品提供设备服务

资料来源：公司年报、公司官网、东兴证券研究所

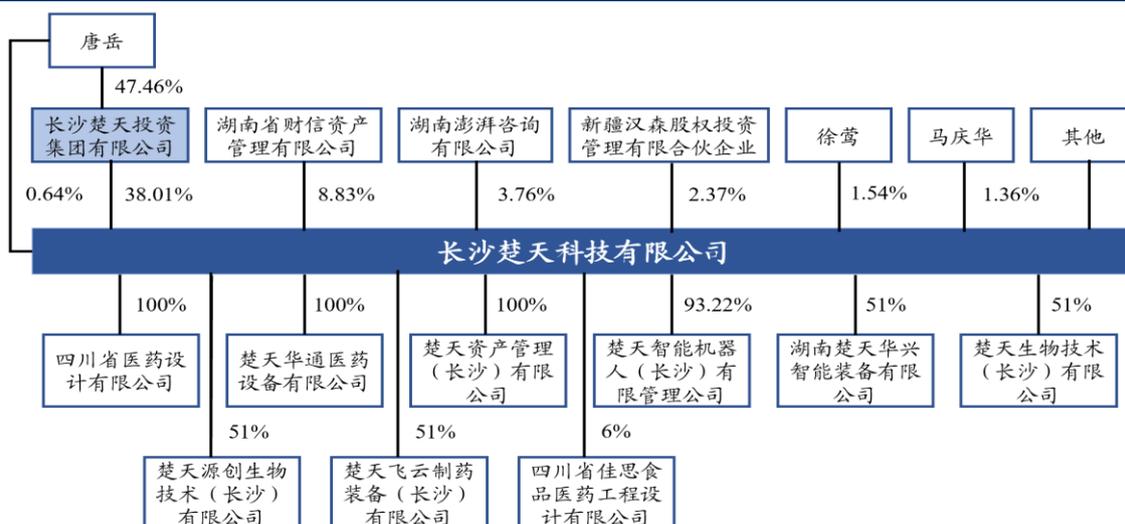
公司已经成长为行业领先的水剂类和固体制剂的整体解决方案服务提供商。经过多年的研发累积，公司目前可以实现水剂类的制造、罐装、后包装的全套智能解决方案，主要包括：冻干制剂整体解决方案、安瓿水针整体解决方案、制药用水整体解决方案、预灌装整体解决方案、BFS 整体解决方案、软袋整体解决方案、口服液剂整体解决方案，主要服务于医药工程设计公司、化妆品生产企业、高端食品饮料生产企业。收购 ROMACO 将公司的产品线扩展到固体类（含粉体、膏体等）药物的生产。

图 2:公司已经成为水剂与固体制剂整体解决方案的服务商


资料来源：公司官网、东兴证券研究所

长沙楚天投资集团有限公司是公司第一大股东；公司现任董事长兼总裁唐岳先生是公司实际控制人和法人，通过直接持有公司 0.64%和间接持有长沙楚天投资 47.46%股权的方式，合计持有公司 18.68%股权。

图 3:公司股权框架



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

1.2 业绩触底反弹，盈利能力持续提升

2011-2014年，新版GMP认证的推出，对于药品尤其是血液制品、疫苗、注射剂等的无菌生产提出了更高的要求，引领了一轮药企固定资产投资潮。公司作为行业的领军企业亦享受行业增长红利，公司营业收入和利润实现快速增长；公司2011年营业收入为4亿元，到2014年增长到10亿元，复合增速达35.72%；归母净利润从2011年的0.7亿元，到2014年增长到1.6亿元，复合速达31.73%。

2015-2018年，受GMP验证期结束的影响，公司营收端增长趋缓；叠加公司相关投入加大等影响，利润端呈下行趋势，2015年公司归母净利润首次出现负增长，同比下滑2.24%；2016年同比下降21.94%。2018年利润仅为0.41亿元，2019年为0.47亿元。

2020年起，随着新冠疫情带动的疫苗等生物制剂的制药设备投入，公司业绩迎来多点开花，2020年业绩实现高增，营业收入35.76亿元，同比增长86.65%；归母净利润达到2.01亿元，同比增长327.66%；2021年Q1实现营业收入11.39亿元，净利润1.05亿元，同比增长131.28%和433.14%。

图 4:2011-2021Q1 公司营业收入及增速（亿元）



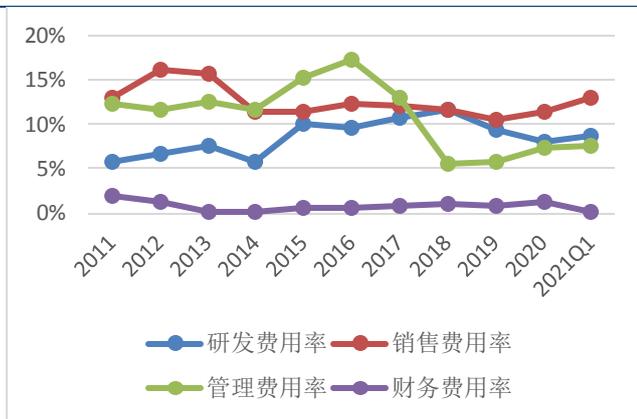
图 5:2011-2021Q1 公司归母净利润及增速（亿元）



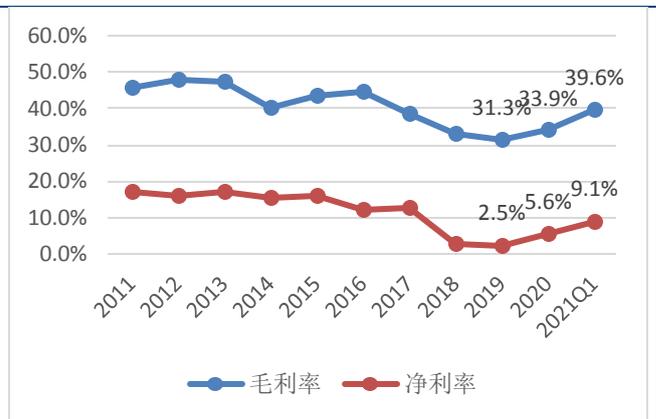
资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

公司毛利率和净利率在 2019 年达到历史最低点后, 强劲反弹, 盈利能力向好; 财务、研发、销售费用率保持稳定, 管理费用率逐步改善。2011-2018 年, 公司总体毛利率呈现下行趋势, 主要系市场竞争加剧及公司新业务拓展研发及管理费用增加所致。其中, 2012-2014 年由于冻干制剂生产整体解决方案产品处于市场推广期, 毛利率相较原联动线产品较低, 从而拉低了公司整体毛利率, 导致营业成本的增速高于营业收入的增速。2015-2016 公司通过对产品技术进行改造升级、加强内部成本管控等措施, 使产品综合毛利率较上年同期略有提高。2019 年起, 随着新一轮行业景气的开始, 公司亦迎来新一轮发展机遇。

图 6:2011-2021Q1 公司各项费用率


资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

图 7:2011-2021Q1 公司毛利率与净利率


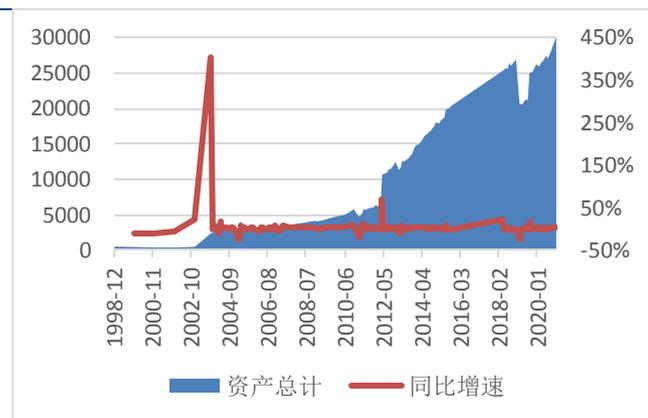
资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

2. 制药装备行业迎来新一轮景气周期, 生物药装备国产化进程加速

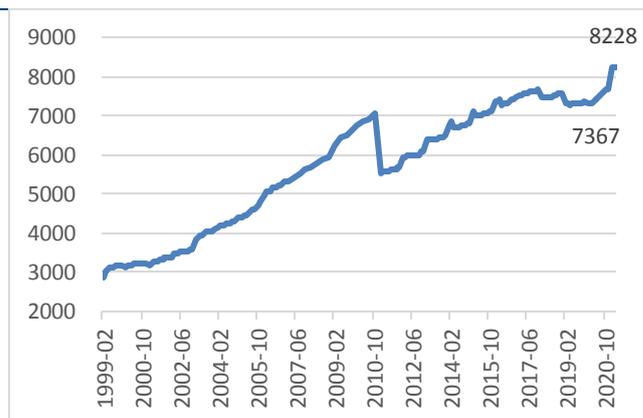
2.1 行业拐点已至, 制药装备企业发展加速

从 2000 年开始, 我国医药制造业行业经历两轮行业景气周期。第二轮即为新版 GMP 认证带来的固定资产投资增长期。2011-2015 年新版 GMP 认证推行, 大幅提高药品生产标准, 下游制药企业设备需求进入景气周期。而后, 2015 年开始, GMP 认证带动的换代、更新潮逐步进入尾声, 需求大幅减少, 行业竞争加剧, 导致制药设备行业收入、利润情况出现比较明显的下滑, 2018 年触底, 2019 年迎来回升。制药专用设备行业资产规模从 2019 年 2 月的 207 亿元, 提升到 2020 年末的 302 亿元, 增长 45.67%; 医药制药企业数量从 2020 年 5 月的 7367 家, 提升到 2021 年 2 月的 8228 家, 增长 11.69%, 制药装备下游需求快速增长。

图 8:1998-2020 年制药专用设备制造行业资产变化情况(百万元)
图 9:1999-2020 年医药制造业企业单位数量变化



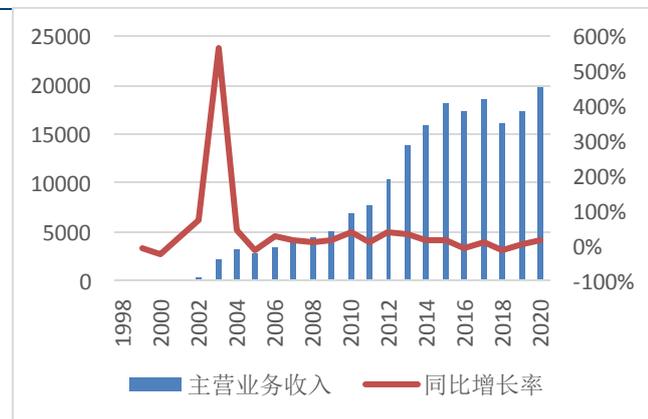
资料来源：Wind、东兴证券研究所



资料来源：Wind、东兴证券研究所

从制药设备整体的销售情况来看，2011 年开始，受益于下游制药企业的设备需求增加，制药装备行业迎来高速发展。2020 年制药专用设备制造行业总收入为 197 亿元，同比增长 14.6%，为历史最高点；总利润为 12.75 亿元，同比增长 145.7%。行业逐步走出低谷，迎来新一轮景气周期。

图 10: 1998-2020 年制药专用设备制造行业销售情况 (百万元)



资料来源：Wind、东兴证券研究所

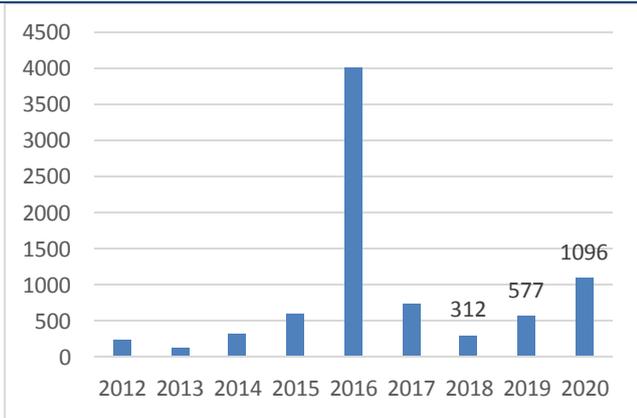
图 11: 1998-2020 年制药专用设备制造行业利润情况 (百万元)



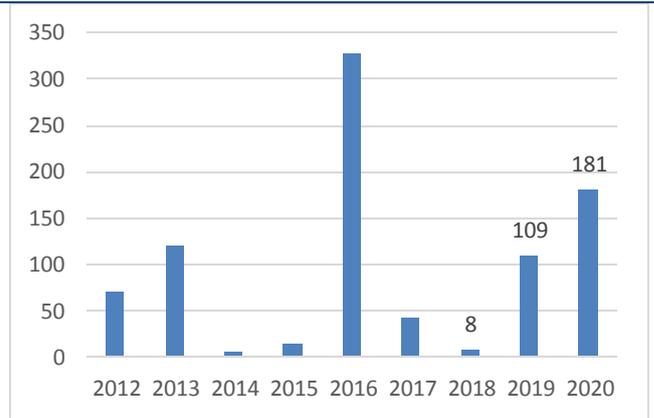
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2 疫情引爆国产制药装备需求，生物制药设备切入国产化进程

我国创新药市场蓬勃发展，制药设备国产化率提升可期。药审改革后，我国创新药市场得到了蓬勃发展。近年来，不论是从国内创新药申报和临床获批的增速，或是市场规模增速上看，我国创新药都处在发展的高速轨道上。从公司的角度来看，大量创新药企业通过上市拿到资金，发展自身业务，未来将有大批产能及设备采购的需求。制药装备行业作为制药企业的上游，将受益于下游创新药带来的巨大增量。其中，灌装线及后包装线等中后端的技术相对更加成熟，产品丰富度更高，有望实现国产替代。产线前端的生物反应器等设备，国产占比有望提升。

图 12:2012-2020 年批准新药临床数量


资料来源：CDE、东兴证券研究所

图 13:2012-2020 年批准新药申请程序申报临床申请


资料来源：CDE、东兴证券研究所

新冠疫情助力生物制药装备国产化，国产替代进程加速可期。以往疫苗制品的制药装备订单一直被国外企业垄断。疫情下，国外厂商产能受阻，且需要优先满足本国需求，造成国内药机供应紧缺。疫情期间，国内制药装备疫苗生产订单量大幅增加。我们认为此次疫情为国内厂商进入供应商名单提供了极好的契机，让市场看到了国产设备的优质性能及性价比，未来国产设备生产高端生物制品变为可能，国产替代进程加速可期。全球及中国生物药市场呈现高速增长态势，且中国生物药市场增速快于全球，目前，我国已有多款已经上市生物创新药和生物类似药，且有大量品种仍处于临床研发中，未来的市场潜力巨大。

图 14:2015-2030E 中国及全球生物药市场规模（十亿美元）

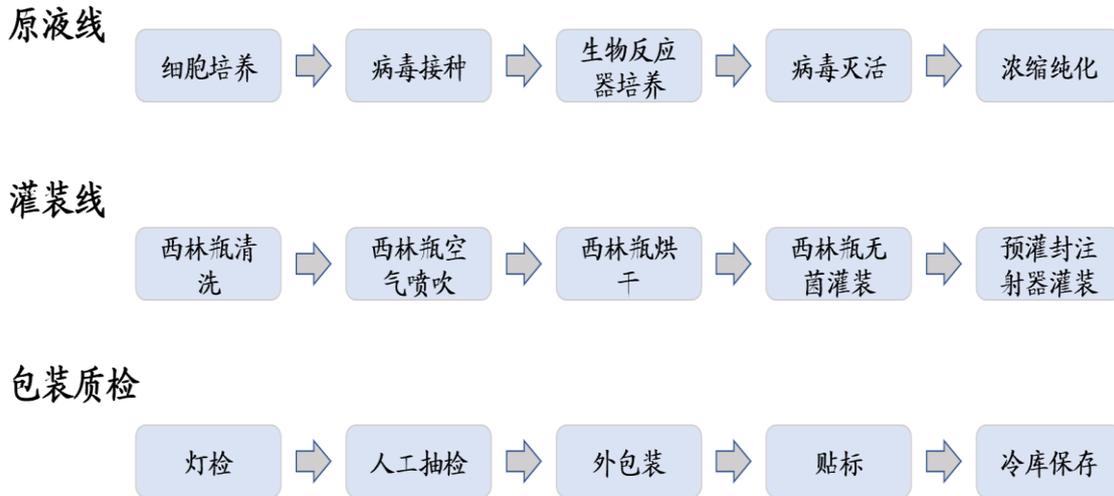

资料来源：弗若斯特沙利文、东兴证券研究所

图 15:2015-2030E 中国及全球疫苗市场规模（十亿美元）


资料来源：灼识咨询、东兴证券研究所

本轮疫情，以楚天科技为代表的制药装备企业主要为疫苗企业提供生物反应器、过滤分离设备；西林瓶罐装和预灌封灌装；及包装质检的灯检灯、打码与检测机。其中，楚天科技更擅长生产的中后端，其洗烘灌封联动生产线、智能检测设备、后包装生产线等核心装备以在新冠疫苗生产分包装中占据着主导地位。

图 16:新冠灭活疫苗生产流程



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

新冠疫情带动制药设备增量有望超百亿。疫情爆发后，多家疫苗企业从国内企业采购生产设备补充自身产能。目前公布的产能扩增量在 77-93 亿剂。新冠疫苗生产路线中，除 mRNA 疫苗在原液线的生产上有较大区别外，其余工艺路线大体相似，培养的细胞均通过生物反应器、纯化、层析、灌装、包装、质检等步骤。按照每条产线生产 5000 万剂的年产能计算，则新增产线数量为 154-186 条；假设每条产线价值为 9000 万元，则新冠疫情带动的市场规模增量为 138.6-167.4 亿元。

表 2:部分企业新冠疫苗设计产能

供应方	设计产能
国药中生	40-50 亿剂
科兴生物	20 亿剂
康希诺	5-7 亿剂
智飞生物	10 亿
康泰生物	2-6 亿剂
合计	77-93 亿剂

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

新冠疫情带动的制药装备需求仍有望增长。目前，我国仍有许多单位的新冠疫苗处于较早期的临床研究阶段，未来预计会有更多的产品上市进行销售。新冠疫苗对于制药装备企业业绩的带动仍有巨大的提升潜力。6 月 9 日，由中国医学科学院医学生物学研究所研发的科维福新型冠状病毒灭活疫苗首批上市供应国内紧急使用，国产新冠灭活疫苗继续扩增产能。

表 3:中国多家单位开展新冠临床

研发单位	临床阶段	产品名	疫苗类别
------	------	-----	------

康熙诺生物	Phase 4	Recombinant novel coronavirus vaccine (Adenovirus type 5 vector)	非复制型病毒载体疫苗
武汉所	Phase 3	Inactivated SARS-CoV-2 vaccine (Vero cell)	灭活病毒疫苗
北京所	Phase 3	Inactivated SARS-CoV-2 vaccine (Vero cell), vaccine name BBIBP-CorV	灭活病毒疫苗
智飞生物	Phase 3	Recombinant SARS-CoV-2 vaccine (CHO Cell)	蛋白质次单位疫苗
中国医学科学院医学生物学研究所	Phase 3	SARS-CoV-2 vaccine (Vero cells)	灭活病毒疫苗
康泰生物	Phase 3	Inactivated SARS-CoV-2 vaccine (Vero cell)	灭活病毒疫苗
沃森生物	Phase 3	SARS-CoV-2 mRNA vaccine (ARCoV)	RNA 疫苗
Advaccine	Phase 2/3	INO-4800+electroporation	DNA 疫苗
四川大学华西医院	Phase 2	Recombinant SARS-CoV-2 vaccine (Sf9 Cell)	蛋白质次单位疫苗
厦门大学、香港大学、北京万泰联合研发	Phase 2	DeINS1-2019-nCoV-RBD-OPT1 (Intranasal flu-based-RBD)	复制型病毒载体疫苗
广东疾控中心	Phase 2	Recombinant SARS-CoV-2 Fusion Protein Vaccine (V-01)	蛋白质次单位疫苗
深圳市免疫基因治疗研究院	Phase 1/2	LV-SMENP-DC vaccine. D +APC	非复制型病毒载体疫苗
北生所	Phase 1/2	Recombinant SARS-CoV-2 Vaccine (CHO cell)	蛋白质次单位疫苗
深圳市免疫基因治疗研究院	Phase 1	Covid-19/aAPC vaccine. +APC	复制型病毒载体疫苗
瑞科生物	Phase 1	ReCOV: Recombinant two-component spike and RBD protein COVID-19 vaccine (CHO cell).	蛋白质次单位疫苗
Stemirna	Phase 1	mRNACoVID-19 vaccine	RNA 疫苗

资料来源：WHO、东兴证券研究所

公立医院销售榜单品种已经发生变化，单抗药物的研发上市快速扩充市场。近年来获批上市的药品中，更多临床急需且疗效显著的抗肿瘤类药逐步登上销售榜单。目前我国已有部分抗肿瘤生物药实现商业化，2020年平均单品种销售额超10亿；其中，贝伐珠单抗生物药有齐鲁生物、信达生物、绿叶生物3家获批上市，齐鲁生物的产品于2019年底获批，2020年在中国公立医疗机构终端的销售额超过15亿元；利妥昔单抗生物类似药有复宏汉霖、信达生物2家获批，复宏汉霖的产品于2019年3月获批，2020年在中国公立医疗机构终端的销售额超过7亿元。2020年2款国产PD-1药物，信达生物的信迪利单抗2020年在中国公立医疗机构终端的销售额接近20亿元，增速高达545.69%；恒瑞医药的卡瑞利珠单抗PD-1药品2020年销售额接近20亿元，同比增长491.21%。

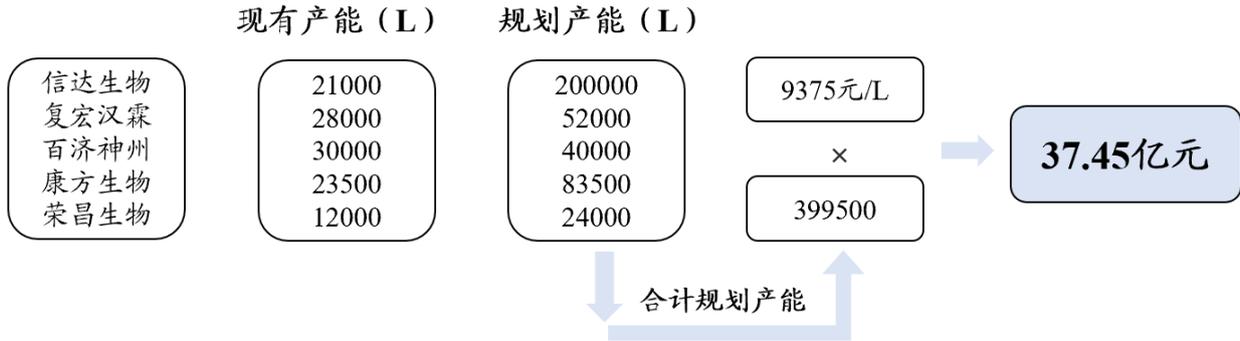
表 4:2015、2020 年公立医疗机构终端化学药 TOP20 产品

排名	2015年TOP20产品名称	治疗大类	2020年TOP20产品名称	治疗大类
1	氯化钠注射液	血液和造血系统药物	人血白蛋白	血液和造血系统药物
2	注射用奥美拉唑钠	消化系统及代谢药	氯化钠注射液	血液和造血系统药物
3	注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	全身用抗感染药物	静注人免疫球蛋白（pH4）	全身用抗感染药物
4	注射用磷酸肌酸钠	心血管系统药物	地佐辛注射液	神经系统药物
5	注射用泮托拉唑钠	消化系统及代谢药	葡萄糖注射液	血液和造血系统药物
6	注射用头孢呋辛钠	全身用抗感染药物	门冬胰岛素 30 注射液	消化系统及代谢药
7	前列地尔注射液	心血管系统药物	注射用美罗培南	全身用抗感染药物
8	硫酸氢氯吡格雷片	血液和造血系统药物	吸入用布地奈德混悬液	呼吸系统用药
9	小牛血清去蛋白注射液	神经系统药物	阿托伐他汀钙片	心血管系统药物
10	葡萄糖注射液	血液和造血系统药物	注射用头孢他啶	全身用抗感染药物
	单唾液酸四己糖神经节苷脂钠			
11	注射液	神经系统药物	硝苯地平控释片	心血管系统药物
12	注射用兰索拉唑	消化系统及代谢药	注射用曲妥珠单抗	抗肿瘤和免疫调节剂
13	阿托伐他汀钙片	心血管系统药物	注射用奥美拉唑钠	消化系统及代谢药
14	注射用复合辅酶	心血管系统药物	硫酸氢氯吡格雷片	血液和造血系统药物
15	多西他赛注射液	抗肿瘤和免疫调节剂	贝伐珠单抗注射液	抗肿瘤和免疫调节剂
	注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠			
16	人血白蛋白	血液和造血系统药物	（8：1）	全身用抗感染药物
17	奥拉西坦注射液	神经系统药物	他克莫司胶囊	抗肿瘤和免疫调节剂
18	注射用美罗培南	全身用抗感染药物	利妥昔单抗注射液	抗肿瘤和免疫调节剂
19	脑苷肽肌注射液	神经系统药物	注射用头孢呋辛钠	全身用抗感染药物
20	注射用头孢硫脒	全身用抗感染药物	注射用泮托拉唑钠	消化系统及代谢药

资料来源：米内网、东兴证券研究所

生物药制药装备市场潜力巨大，单抗药物有望带动百亿市场增量。我们参考目前市场抗体生产企业单产线的数据，假设单克隆抗体的产能成本为 9375 元/L，则按现有几家国产单抗生物药企业的产能规划计算，抗体生产设备需求能为制药装备行业带来约 38 亿元的增量。根据 2020 年 CDE 统计申报上市情况，除以下测算的 5 家企业外，还有 14 家企业的产品等待申请上市，则粗略估算短期可以预见的单抗药物就可以带来约 105 亿元的市场增量。我们认为生物大分子药的产能需求远远还没有爆发出来，未来随着各家产品的陆续上市，生产端设备投入会有更大的需求。生物药是制药装备行业未来重要的增长点。

图 17:部分代表性 Biotech 公司产线规模

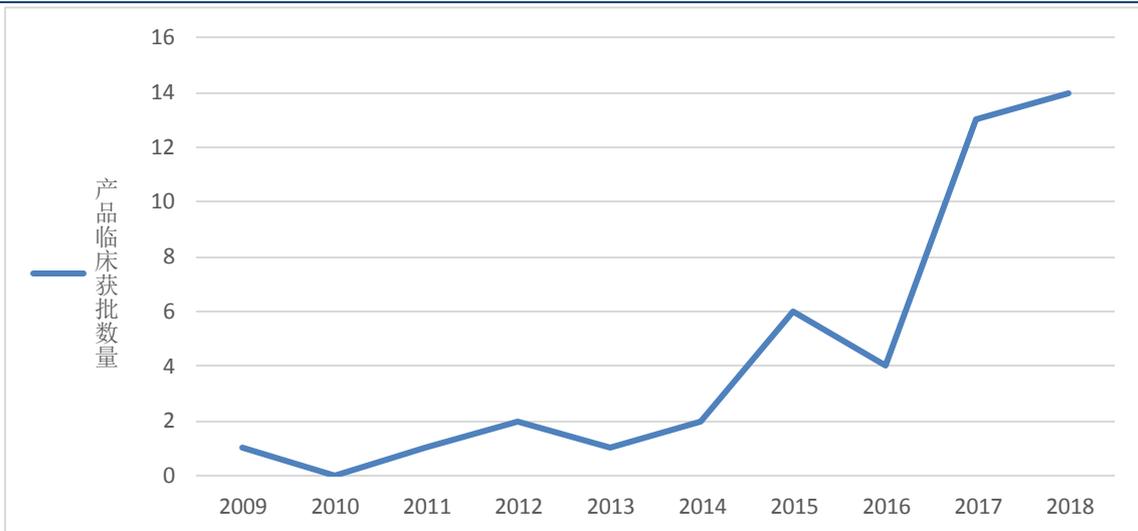


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.3 国产制药设备企业升级转型加速，行业竞争模式向好

头部企业研发投入加大，升级转型进程加速。过去，我国制药装备市场产品重叠率较高，各家产品线较单一，相似度较高。在 GMP 认证结束后，许多企业降低毛利率以便争取订单，造成了激烈的竞争。随着我国医药行业的发展（尤其是创新药的兴起），更多的药企开始拓展国际市场，更多药品种类实行中美双报等制度，都对制药装备的自动化和智能化提出了更高的要求。自“十三五”以来，国家陆续出台《中国制造 2025》等战略部署，为我国制药装备行业未来的发展提供了难得的机遇，并指明了朝自动化、智能化等方向转型升级。在市场需求更加多元、要求日趋严格的大环境下，企业的业务也朝着更加多元化的方向发展，制药装备行业竞争格局向好。

图 18:2017 年后中美双报产品数量快速增加



资料来源：《药学进展》、东兴证券研究所

国产制药装备企业不断加大研发投入。近年来，我国制药装备行业正处于稳定提升发展的阶段；产品技术从仿制创新朝着自主创新研发方向转变；行业在研发上的投入呈现出增长的趋势。其中，龙头企业的研发投入力度明显加大，占营业收入的比例不断提升。以楚天科技和东富龙两家龙头企业为例。楚天科技 2020 年研发投入 2.87 亿元，同比增长 57.7%；同期全年研发投入占营业收入比例达到 8.05%；东富龙 2020 年研发投入 1.56 亿元，同比增长 31.1%；全年研发投入占比收入比例达到 5.77%。同比亦有上升。

图 19:2014-2021Q1 楚天科技、东富龙研发投入变化(亿元)



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

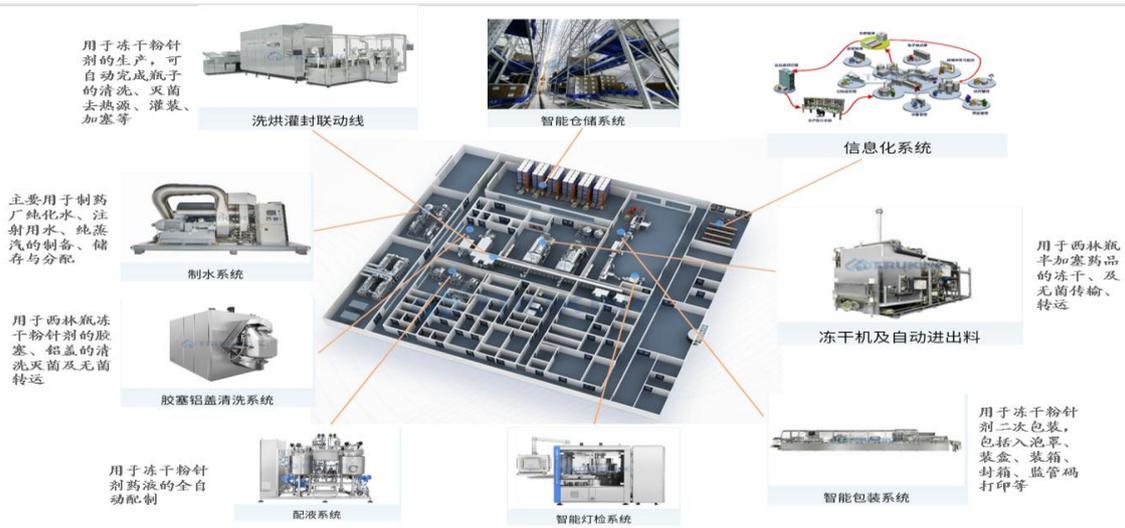
图 20:2014-2021Q1 楚天科技、东富龙研发投入占比收入变化



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

布局全产业链业务，制药装备企业服务模式升级。从业务宽度和深度看，头部公司业务不断向产业链延伸，从原有优势业务出发进行全产业链布局，持续提升公司业务能力。以楚天科技为例，公司业务从最初的基础制药封装、打包等逐步拓展，到现在已经成为具备整体解决方案的服务商。目前，公司水剂产品包含水剂药品生产的厂房设计、医用水设备、配液工程及设备、分装设备、冻干设备、智能检测设备、智能包装设备、智能仓储物流，基本实现了水剂类产品的配制、封装、打包的全自动流水线生产。此外，公司收购 ROMACO 公司，横向拓展业务；其拥有全球领先的压片技术、片剂包衣技术、泡罩包装技术和医药后端包装技术等；极大地拓宽公司现有产品线，水剂+固体制剂双轮并行。

图 21:楚天科技智能冻干制剂整体解决方案提高无菌水平、降低质量风险



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

龙头企业财务指标明显改善。从楚天科技和东富龙的关键财务指标看，两者从 2018 年起盈利情况得到明显改善，主要原因是 1) 价格战淘汰一批小企业，产业升级，盈利水平回升；2) 不断扩展自身业务宽度与深度，突破单一业务带来业务增量的天花板。

图 22: 2014-2021Q1 楚天科技、东富龙毛利率变化



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 23: 2014-2021Q1 楚天科技、东富龙净利率变化



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

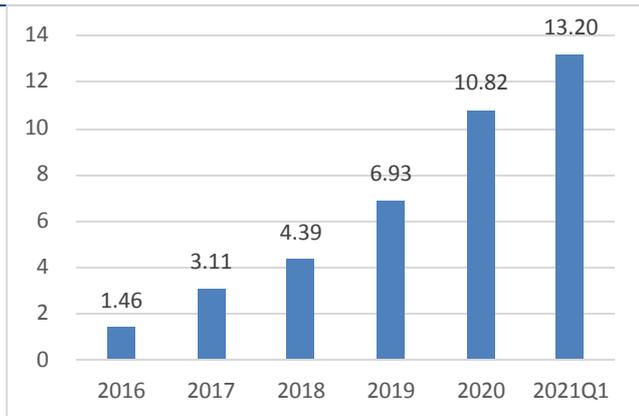
3. 国际化布局加深，打开长期成长空间

3.1 在手订单充足，业绩有望持续释放

公司近年预售账款与存货保持快速增长，未来放量明确。预收账款是公司业绩的蓄水池和先行指标。公司采取订单销售模式，在发货给客户之前会将预收的货款划在预收账款上。2021Q1 公司预收账款高达 13.2 亿元，

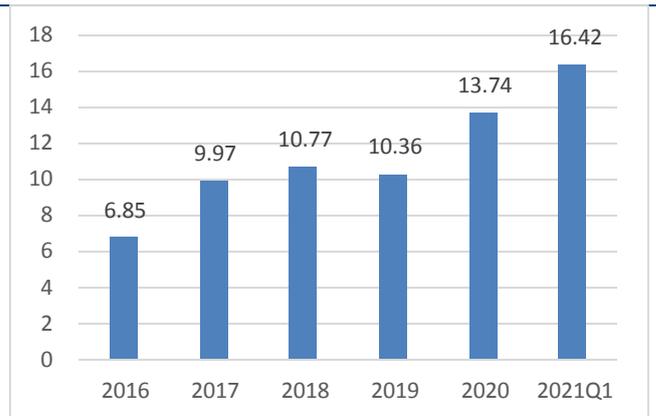
为历史最高，较年初增长约 2.4 亿元，主要新冠疫苗相关订单增加。公司 2021Q1 存货达 16.42 亿元，预售账款和存货的快速增长表明公司在手订单状态良好，未来业绩有望逐步释放。

图 24:2016-2021Q1 公司预收账款变化情况（亿元）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 25: 2016-2021Q1 公司存货变化情况（亿元）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

3.2 收购德国 ROMACO，产品、品牌、技术多重提升

楚天科技全资收购世界顶级固体类药物包装服务提供商，深入拓展海外业务。公司高度重视国际市场，早期时便布局海外业务，主要集中在印度等发展中国家及部分欧洲国家，并在印度设有贸易公司。2017 年公司以约 1 亿欧元的价格收购德国 ROMACO 公司 75.1% 的股权，并于 2020 年完成对于剩余股权的收购，达成全资控股，稳步推挤公司国际化进程，在产品线上形成直接互补。除此之外，此次收购有望帮助公司打通欧美高端通道，同时对于 ROMACO 在中国市场的开拓亦提供了重大发展机遇，是公司达成全球制药装备行业龙头目标的重要节点。未来，国际业务有望成为公司业绩增长的另一发力点。

图 26:楚天科技深入全球布局



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

ROMACO 总部位于德国巴登-符腾堡州卡尔斯鲁厄市，是全球领先的制药行业工艺及包装技术专业供应商之一。ROMACO 主要业务包括工艺、压片和包装三大块，为制药行业、化妆品、食品以及化学品领域提供工程系统解决方案。ROMACO 的业务遍及全球 180 多个国家，其客户基本上以欧洲和美国为主，如 Bayer、GSK 等。根据 A&P 研究统计的 2018 年全球制药装备市场容量的统计，ROMACO 公司的粉末及液体封装设备占全球市场份额的 18%；压片压缩类设备占全球市场份额的 12.3%；封包设备占全球市场份额的 9.1%；装盒、装管设备占全球市场份额的 7.6%；泡罩设备占全球市场份额的 6.1%；制粒、包衣、干燥设备拥有 1.1% 的全球市场份额。

图 27:ROMACO 合作企业遍布全球

资料来源：公司官网

注入资本新源，技术实力有望进一步提升。自 ROMACO 成立以来，公司就通过不断整合技术公司，补充自身技术，逐渐成为全球知名的固体制剂的完整方案提供商。目前，ROMACO 旗下拥有 7 个知名产品品牌，分别专注于不同固体领域，提供流化制粒、压片、包衣、固体制剂包装，注射剂灌装等自动化设备。此次楚天科技的全资收购，为公司资本注入新鲜血液，未来随着新的战略并购的不断进行，公司产品线、产能、技术研究等方面将进一步得到加强。从 ROMACO 角度，借助楚天科技在中国的强大市场网络和服务网络，ROMACO 在中国市场份额的快速提升前景可观。依托楚天科技资本注入，公司有望进行持续并购以补充技术，拓宽产线，为未来海外业务铺路，海外市场增长可期。

公司近期收购知名片剂包装企业，战略整合持续进行。2021 年 3 月 18 日，ROMACO 宣布收购西班牙工艺技术设备制造商 STE Tecpharm, S. L.。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，完美补充了 ROMACO 现有的固体制剂工艺解决方案。作为固体制剂设备的一站式供应商，大幅扩大了公司的产品组合。未来 Tecpharm 成为片剂包衣系统的主要供应商。Innojet 将专注于细颗粒的制粒和包衣。Tecpharm 在该领域的补充技术将整合到 Innojet 产品组合中，公司技术实力进一步增强。

图 28:ROMACO 下属 7 个子公司的各司其职



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

海外业务收入高增，占比有望持续提升。楚天科技近 5 年海外业务收入占比约 15%-20% 之间，2020 年海外收入占比突增，达到 40.89%，占比翻倍。从楚天科技的角度来看，并购 ROMACO 极大的补充了公司产品线宽度，借以 ROMACO 品牌帮助企业攻克欧洲和美国市场。同时，未来随着公司海外布局的加大加深，尤其是美国和欧洲等高端企业的合作的开展，公司盈利水平有望得到提升。

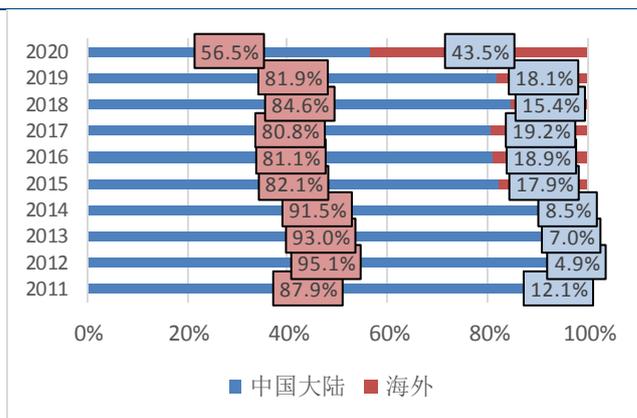
看好发展中国家增长潜力。对于东南亚等发展中国家来说，公司同样身处亚洲区域，本身具有天然的地理优势，相对海外设备生产商可以更加高效地提供服务。在此次疫情的催化下，国产设备厂商认可度不断提高，高性价比配以更优质的服务将是发展中国家的极佳选择。

图 29:2011-2020 楚天科技海外业务收入变化（亿元）



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 30:2011-2020 楚天科技海外业务占比



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 3.96、4.90 和 5.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.70、0.87 和 0.99 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 25.17、20.33 和 17.70 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

新冠疫情导致业绩波动风险；行业政策出现重大变化；海外业务经营风险；生物药生产设备国产替代进程不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	2994	3878	5056	5918	6868	营业收入	1916	3576	4467	5393	6360
货币资金	657	854	1340	1618	1908	营业成本	1316	2363	2875	3435	4075
应收账款	710	769	558	674	795	营业税金及附加	20	26	31	38	45
其他应收款	77	52	65	78	92	营业费用	199	405	402	485	572
预付款项	56	130	148	164	186	管理费用	111	260	357	431	509
存货	1036	1374	2253	2692	3194	财务费用	18	47	60	77	72
其他流动资产	380	297	297	297	297	研发费用	179	267	357	431	509
非流动资产合计	1501	3029	2759	2642	2527	资产减值损失	-36.18	-10.80	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	889	1017	935	854	773	投资净收益	11.37	8.82	10.00	10.00	10.00
无形资产	124	713	670	630	592	加：其他收益	29.31	56.84	56.84	56.84	56.84
其他非流动资产	40	43	0	0	0	营业利润	48	236	451	562	646
资产总计	4495	6907	7815	8561	9395	营业外收入	4.65	1.63	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	1944	3340	4128	4461	4829	营业外支出	6.20	3.80	5.00	5.00	5.00
短期借款	619	489	1222	1182	1129	利润总额	46	234	466	577	662
应付账款	534	825	1353	1616	1917	所得税	-1	33	70	86	99
预收款项	0	0	67	162	265	净利润	47	201	396	490	563
一年内到期的非流动负债	0	142	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	136	693	384	394	404	归属母公司净利润	47	201	396	490	562
长期借款	0	286	286	286	286	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2080	4033	4512	4856	5233	成长能力					
少数股东权益	31	70	70	71	71	营业收入增长	17.41%	86.65%	24.92%	20.72%	17.94%
实收资本（或股本）	468	529	566	566	566	营业利润增长	10.42%	393.77%	90.98%	24.54%	15.07%
资本公积	1091	1287	1287	1287	1287	归属于母公司净利润增长	13.49%	327.69%	97.26%	23.78%	14.87%
未分配利润	742	853	1130	1473	1866	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2383	2804	3172	3574	4031	毛利率(%)	31.31%	33.91%	35.64%	36.30%	35.93%
负债和所有者权益	4495	6907	7755	8501	9335	净利率(%)	2.47%	5.62%	8.86%	9.09%	8.85%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	1.04%	2.90%	5.06%	5.72%	5.99%
	274	927	-101	480	518	ROE(%)	1.97%	7.15%	12.47%	13.70%	13.95%
经营活动现金流	47	201	396	490	563	偿债能力					
净利润	68.94	144.29	125.68	123.93	122.20	资产负债率(%)	46%	58%	58%	57%	56%
折旧摊销	18	47	60	77	72	流动比率				1.33	1.42
财务费用	12	-59	211	-116	-121	速动比率				0.72	0.76
应收帐款减少	-439	0	67	95	104	营运能力					
预收帐款增加	-282	-608	200	38	38	总资产周转率	0.44	0.63	0.61	0.66	0.71
投资活动现金流	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3	5	7	9	9
公允价值变动收益	0	0	19	0	0	应付账款周转率	3.97	5.26	4.10	3.63	3.60
长期投资减少	11	9	10	10	10	每股指标(元)					
投资收益	105	-369	388	-240	-265	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.38	0.70	0.87	0.99
筹资活动现金流	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.21	-0.09	0.86	0.49	0.51
应付债券增加	0	286	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.30	5.60	6.32	7.12
长期借款增加	-6	61	37	0	0	估值比率					
普通股增加	-63	196	0	0	0	P/E	175.90	46.41	25.17	20.33	17.70
资本公积增加	97	-50	486	278	290	P/B	3.45	3.32	3.14	2.79	2.47
现金净增加额	274	927	-101	480	518	EV/EBITDA	61.30	22.03	15.93	12.90	11.30

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

胡博新

药学专业，10年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

王敏杰

中央财经大学金融硕士，中山大学医学学士。2019年7月加入东兴证券，从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526