

“小而美” CDMO 供应商，多肽及难仿业务增添业绩弹性

诺泰生物(688076)

“小而美” CDMO 供应商：国际化的客户群和管线为公司未来 3 年的增长奠定基础

公司核心 CDMO 主体澳赛诺成立于 2007 年，于 2017 年被并购成为全资子公司，目前 CDMO 业务核心客户群包括吉利德、Incyte、AMPAC、Vertex、BI、硕腾以及国内的前沿生物等，2020 年实现营业收入 4.11 亿元，同比增长 52.38%，占公司收入比重为 72.46%，已成为公司核心收入和利润来源。公司 2020 年初建德 CDMO 产能实现搬迁，整体产能从之前的 414.3 立方，提升到 1074 立方，展望未来，公司资本开支继续保持高强度，预期未来 3~5 年将新产能持续投产，为 CDMO 业务的增长奠定基础。展望未来，随着核心客户的管线逐渐推进以及核心商业化产品持续放量，展望未来 3 年，CDMO 业务有望保持高速增长。

自主选择产品已处于战略性放量期，未来 3 年将逐渐减亏为盈

公司自主研发产品已搭建了丰富的产品管线，完成了 18 种仿制药原料药及制剂的研发布局，产品管线涵盖利拉鲁肽、索玛鲁肽、苯甲酸阿格列汀、依替巴肽、醋酸兰瑞肽、磷酸奥司他韦、胸腺法新等知名品种。随着海外备案原料药品种数量和相关终端制剂的上市、以及国内原料药和制剂上市销售，展望未来 3~5 年公司自主选择产品业务将呈现高速增长、为公司贡献利润弹性。

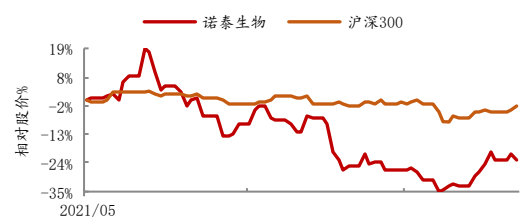
业绩预测及投资建议

公司作为“小而美的” CDMO 供应商，展望未来，伴随客户和相关管线的持续拓展以及 CDMO 产能的释放，我们预期未来 3~5 年将保持高速增长；另外公司持续强化布局的多肽等特色原料药业务，未来 3 年将迎来产品的持续放量，为公司增添业绩弹性。我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 8.13/11.50/15.85 亿元，同比增长 43.5%/41.4%/37.8%；归母净利润分别为 1.75/2.52/3.64 亿元，分别同比增长 41.5%/44.3%/44.5%；考虑公司所在行业的快速成长以及自身阶段性业绩增长的确定性且参考同类公司估值情况，分业务估值来看，我们预期 2022 年 CDMO 业务净利润为 2.68 亿元，给予其 60 倍估值，即对应市值为 160.58 亿元；自主选择产品业务 2022 年实现收入 3.39 亿元，给予其 8 倍 PS，即对应 27.11 亿元。综上合计给予其目标市值 187.68 亿元、对应目标价 88.04 元/股，相对现价有 47.24% 的上升空间，首次覆盖、给予“买入”评级。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：88.04
最新收盘价：59.79

股票代码：688076
52 周最高价/最低价：93.3/49.33
总市值(亿)：127.46
自由流通市值(亿)：25.83
自由流通股数(百万)：43.20



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002

助理研究员：徐顺利
邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

1. 【华西医药】CDMO 行业深度：基于工程师红利和高固定资产产出比，中长期战略性看好国内 CDMO 行业

2021年02月28日

风险提示

CDMO 业务未来发展的不确定性；自主选择产品研发风险及销售的不确定性；核心技术人员流失风险；汇率波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	372	567	813	1,150	1,585
YoY (%)	45.4%	52.6%	43.5%	41.4%	37.8%
归母净利润(百万元)	49	123	175	252	364
YoY (%)	10.7%	153.9%	41.5%	44.3%	44.5%
毛利率 (%)	53.4%	58.2%	56.6%	55.8%	55.4%
每股收益 (元)	0.23	0.58	0.82	1.18	1.71
ROE	5.8%	12.8%	8.8%	11.1%	13.7%
市盈率	262.21	103.26	72.99	50.58	35.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. “小而美”CDMO 供应商，多肽及难仿业务增添业绩弹性	5
2. “小而美”CDMO 供应商：国际化的客户群和管线为公司未来 3 年的增长奠定基础	7
2.1. 具有成本和工程师红利优势的国内 CDMO 企业将继续呈现产业链转移趋势	7
2.2. 核心亮点 1：国际化的客户群和管线为公司未来 3 年的增长奠定基础	8
2.3. 核心亮点 2：技术赋能为公司带来核心管线和高盈利能力	10
2.4. “小而美”CDMO 供应商，展望未来 3~5 年将继续保持高速增长	12
3. 自主选择产品已处于战略性放量期，未来 3 年将逐渐减亏为盈	13
4. 盈利预测和估值	15
4.1. 盈利预测	15
4.2. 投资建议	15
5. 风险提示	17

表目录

表 1：公司核心客户覆盖项目情况	9
表 2：公司历史积累的 CDMO 技术平台情况	10
表 3：公司核心 CDMO 产品使用技术创新情况	11
表 4：公司核心自主选择产品销售收入情况（万元）	14
表 5：公司核心自主选择产品销售收入情况（百万元）	15
表 6：公司盈利预测及估值	16
表 7：公司分业务利润拆分	16
表 8：可比公司估值情况	16

图目录

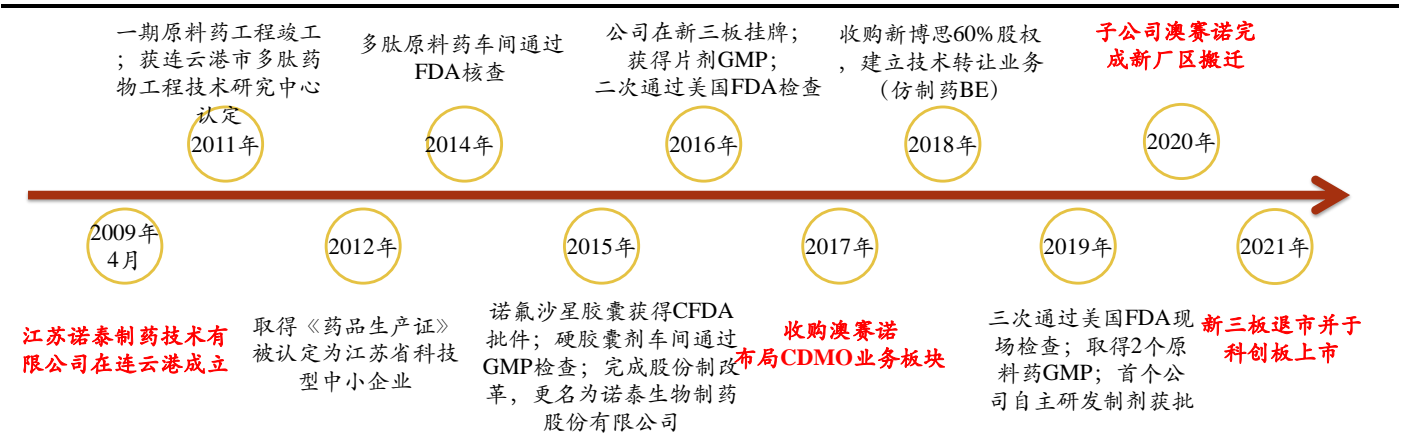
图 1：诺泰生物重大发展历程	5
图 2：公司股权结构和业务结构情况	5
图 3：公司营业收入及其增长情况	6
图 4：公司扣非净利润及其增长情况	6
图 5：公司毛利率及净利率变化	6
图 6：公司期间费用率变化	6
图 7：公司收入业务结构情况	7
图 8：公司各业务毛利率变化情况	7
图 9：全球化学药市场规模及其增长（亿美元）	8
图 10：全球化学药 CDMO 行业市场规模情况（亿美元）	8
图 11：小分子 CDMO 行业分梯队分布情况	8
图 12：公司核心客户情况	9
图 13：公司 CDMO 业务核心客户占比情况	9
图 14：公司 CDMO 项目管线分布情况	10
图 15：公司 CDMO 业务毛利率较高	12
图 16：公司 CDMO 业务产能变化情况（反应釜、立方米）	12
图 17：公司资本开支情况变化（百万元）	12
图 18：公司 CDMO 业务营业收入及增长（百万元）	13
图 19：公司 CDMO 业务毛利率变化情况（%）	13
图 20：公司自主选择产品原料药开发进展	13
图 21：公司自主选择产品制剂开发进展	14

图 22: 公司自主选择产品业务营业收入 (百万元)	14
图 23: 公司自主选择产品业务毛利率变化情况 (%)	14

1. “小而美” CDMO 供应商，多肽及难仿业务增添业绩弹性

诺泰生物成立于 2009 年 4 月，于 2016 年于新三板挂牌，2021 年于新三板终止挂牌并于科创板实现上市。公司 2017 年战略性收购杭州澳赛诺、布局小分子 CDMO 业务，目前核心客户群包括吉利德、Incyte、AMPAC、Vertex、BI、硕腾以及国内的前沿生物等，2020 年实现营业收入 4.11 亿元，同比增长 52.38%，占公司收入比重为 72.46%，展望未来，伴随客户和相关管线的持续拓展以及 CDMO 产能的释放，我们预期未来 3~5 年将继续保持高速增长；另外公司成立初期布局的多肽等特色原料药业务，未来 3 年将迎来产品的持续放量，为公司增添业绩弹性。

图 1：诺泰生物重大发展历程



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

公司实际控制人为赵德毅、赵德中兄弟，通过直接持有以及通过诺泰投资、鹏亭贸易、伏隆贸易合计持有公司 30.885% 的股权。另外，潘余明家族通过直接持有以及通过五星生物、上将管理合计持有上市公司 10.07% 的股权，金富强家族通过睿信管理和宇信管理合计持有上市公司 5.865% 的股权。另外公司 2018/2019 年股权激励，以及通过此次科创板发行战略配售实现的员工持股，除诺泰投资外合计员工持股比例为 4.25%。

图 2：公司股权结构和业务结构情况

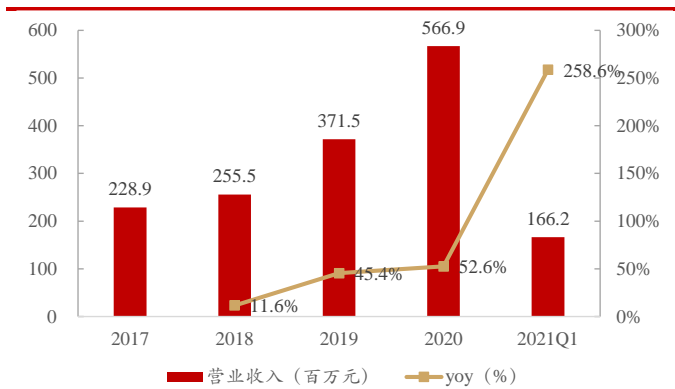


资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

2018年以来业绩呈现高速增长：CDMO业务是公司主要收入及利润来源，自主选择产品已处于战略性放量期。伴随 CDMO 业务获得客户认可以及产能的释放，和自主选择产品逐渐兑现获得高增长，2018 年以来业务上逐渐呈现高速增长。2020 年实现营业收入为 5.67 亿元，同比增长 52.6%，2018-2020 年复合增长为 30.35%；2020 年扣非净利润为 0.94 亿元，同比增长 121.9%，2018-2020 年复合增长为 57.51%。

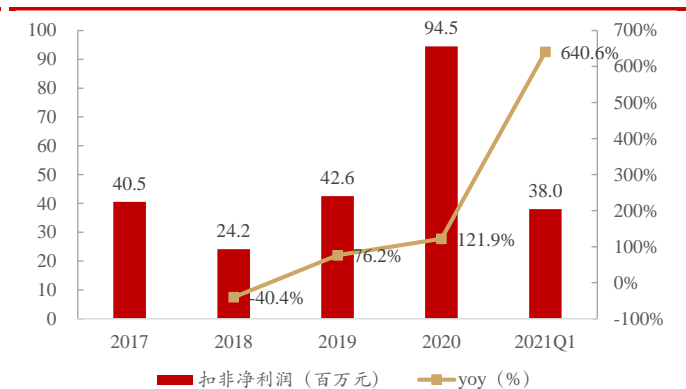
- **CDMO 业务是公司主要收入及利润来源：2020 年 CDMO 业务实现营业收入 4.12 亿元，同比增长 40.58%，主要受到吉利德、硕腾、inctye 等公司管线放量影响。从利润结构来看，CDMO 业务主体澳赛诺（不包括澳赛诺业务，及硕腾的仿制药业务等）2020 年实现净利润 1.37 亿元，超过整体上市公司利润 1.23 亿元，是公司核心利润来源。**
- **自主选择产品已处于战略性放量期，未来 3 年将逐渐减亏为盈：**考虑到公司历史研发的积累，在 2018 年以来持续呈现爆发增长，尤其是利拉鲁肽、氟维司群、奥司他韦、碘海醇等中间体和原料药持续放量，2020 年实现营业收入 1.53 亿元，同比增长 97.12%。随着核心原料药品种持续放量以及制剂业务逐渐兑现，展望未来 3~5 年，公司自主选择产品将继续呈现高速增长，未来将逐渐减亏为盈、贡献利润增量。

图 3：公司营业收入及其增长情况



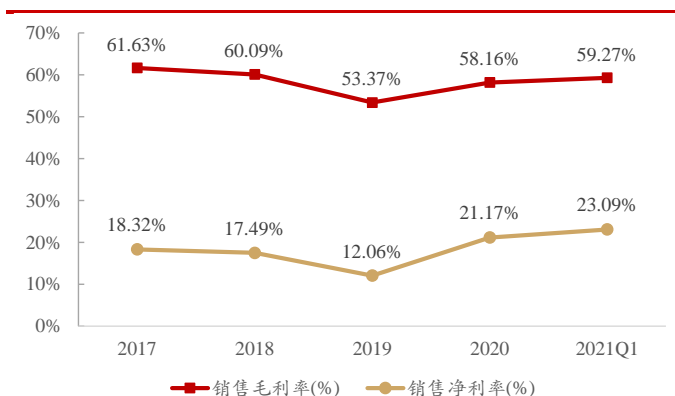
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4：公司扣非净利润及其增长情况



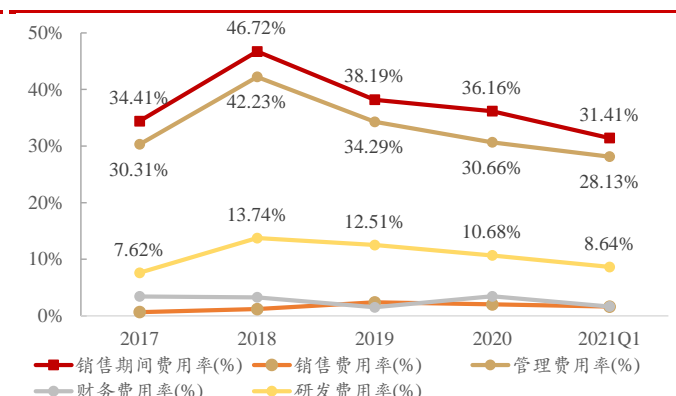
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5：公司毛利率及净利率变化



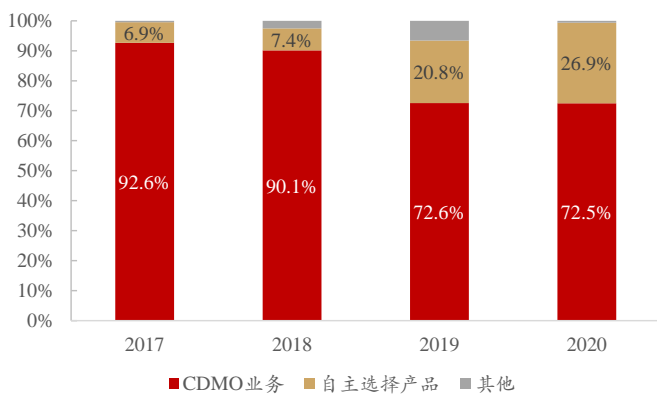
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6：公司期间费用率变化



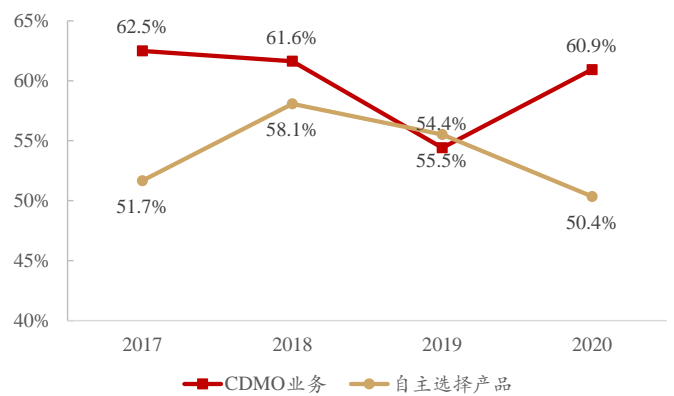
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7：公司收入业务结构情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8：公司各业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

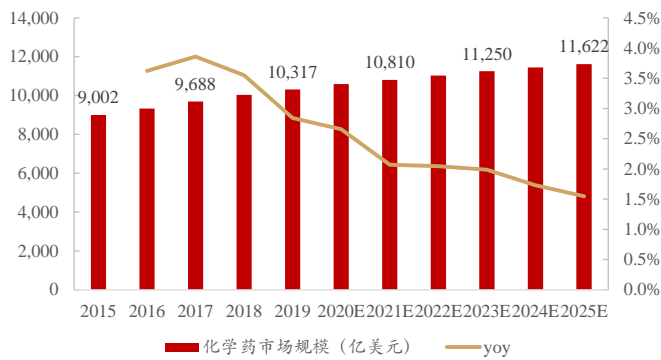
2. “小而美” CDMO 供应商：国际化的客户群和管线为公司未来 3 年的增长奠定基础

2.1. 具有成本和工程师红利优势的国内 CDMO 企业将继续呈现产业链转移趋势

华西医药团队在 2021 年 2 月 28 日发布 CDMO 行业深度报告《基于工程师红利和高固定资产产出比，中长期战略性看好国内 CDMO 行业》，报告中基于系统性的对全球医药产业的结构变化研究，以及国内 CDMO 依托于“工程师红利引流+高固定资产投入产出比承接”的模式，且国内 CDMO 企业依然只占据较小的市场，我们整体判断国内 CDMO 企业在未来 5~10 年将能持续呈现高速增长、且能在全球医药产业链占据重要的市场份额。

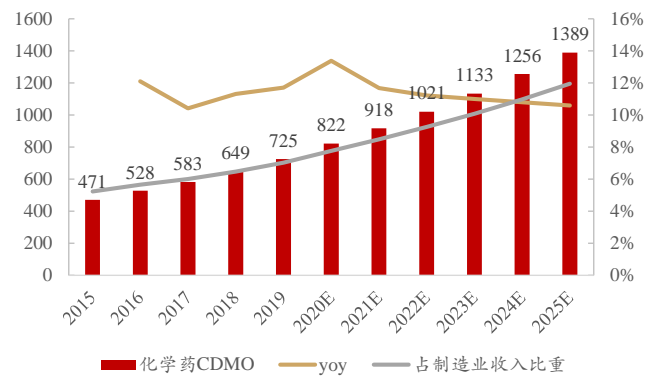
小分子 CDMO 行业渗透率仍有较大提升空间，预期到 2025 年市场规模将达到 1389 亿美元：根据弗若斯特沙利文报告，全球 2019 年小分子 CDMO 市场规模为 725 亿美元，考虑到 2019 年化学药市场规模达到 1.03 万亿美元，小分子 CDMO 行业/化学药市场规模为 7.03%，相对行业完全外包水平的 20%尚有比较大的提升空间。展望未来受益于跨国药企剥离生产职能和 Biotech 企业管线占比逐渐提升而带来外包率持续提升，即小分子 CDMO 行业/化学药市场规模比例将呈现逐渐提升，我们判断到 2025 年整体比例将达到 11.95%、小分子 CDMO 市场空间达到 1389 亿美元，期间复合增长率为 11.44%。

图 9：全球化学药市场规模及其增长（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

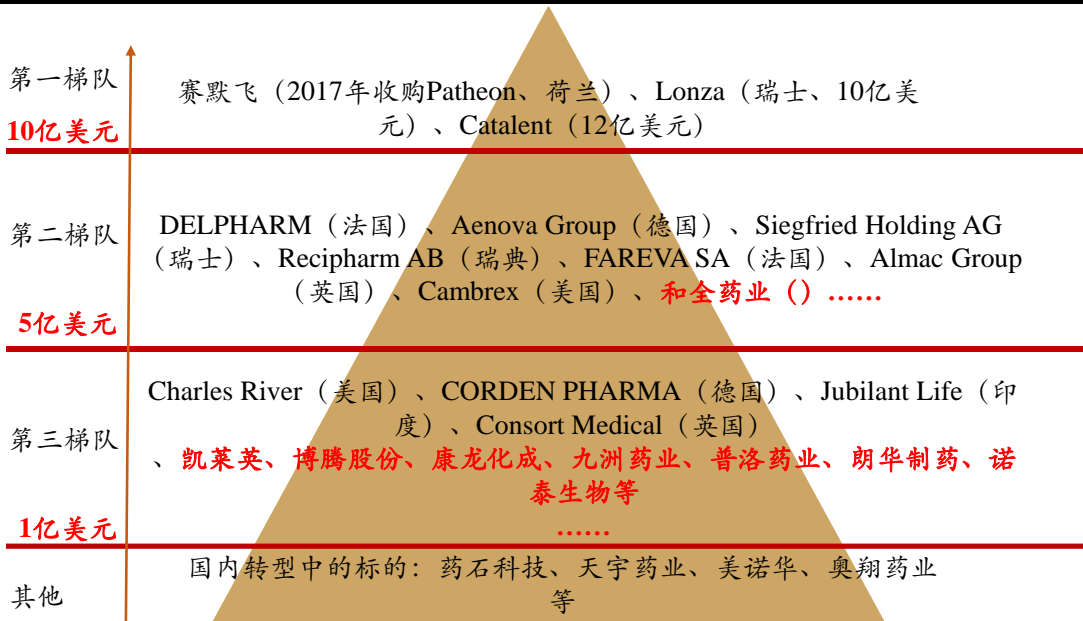
图 10：全球化学药 CDMO 行业市场规模情况（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

小分子 CDMO 市场竞争格局相对分散，对具有成本优势和工程师红利的中国 CDMO 企业具有重大利好。从全球来看，全球最大的小分子 CDMO 公司收入规模在 10~12 亿美元，其中技术和细节领域布局最完善的是 Lonza、另外制剂领域业务比较突出的是 Catalent。从市场竞争格局来看，市场参与者相对分散，国内最大的小分子 CDMO 企业 2020 年实现收入 52.8 亿元（8.095 亿美元），占全球市场仅为 0.98%，尚具有巨大的提升空间。

图 11：小分子 CDMO 行业分梯队分布情况



资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所。

2.2.核心亮点 1：国际化的客户群和管线为公司未来 3 年的增长奠定基础

核心亮点 1：国际化客户群&“倒金字塔”项目梯队为公司未来 3 年的增长奠定基础：公司具有较强的研发与合成能力，每年为 30 多个项目的创新药赋能，解决其创新药品研发过程中的技术瓶颈、生产工艺路径优化及放大生产等难题。公司 CDMO 业务核心客户包括美国因赛特（Incyte）、美国吉利德（Gilead）、德国勃林格

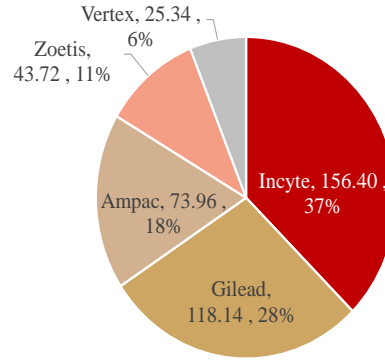
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

般格翰 (Boehringer Ingelheim)、美国福泰制药 (Vertex)、前沿生物、硕腾 (Zoetis) 等数十家国内外知名创新药企。公司已形成“倒金字塔”型的项目梯队, 即临床 I-II 期有 35 个项目、临床 III 期有 15 个项目、商业化阶段有 16 个项目, 丰富的项目储备为公司未来 3 年业绩高增长奠定基础。

图 12: 公司核心客户情况



图 13: 公司 CDMO 业务核心客户占比情况



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

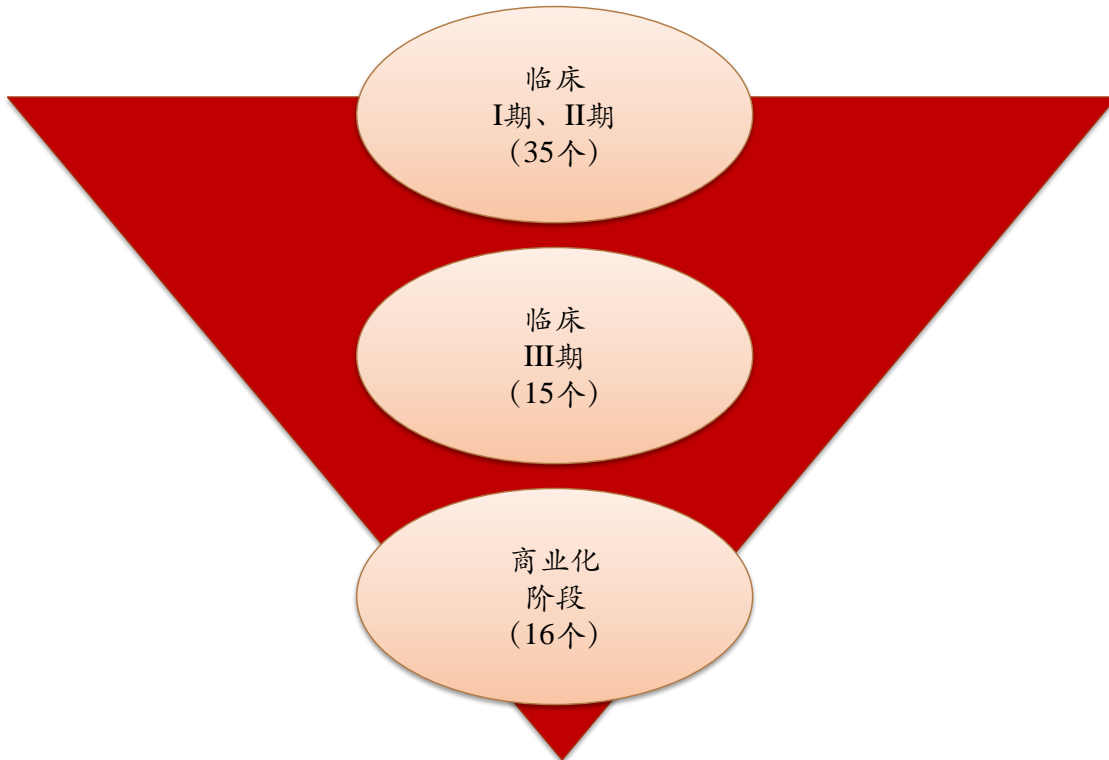
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

表 1: 公司核心客户覆盖项目情况

客户名称	客户简介	报告期实现销售的品种
美国吉利德 (Gilead)	Gilead Sciences, Inc. (NASDAQ:GILD), 成立于 1987 年, 拥有员工 11000 人, 是一家专业从事药品开发和销售的生物制药公司, 产品管线包括艾滋病 (HIV/AIDS)、肝脏疾病、癌症、炎症和呼吸系统疾病以及心血管疾病的治疗, 2020 年全球制药企业排行榜第 13 位。	超过 5 个
美国因赛特 (Incyte)	Incyte Corporation (NASDAQ:INCY.O), 成立于 1991 年, 拥有全职员工 980 人, 是一家专业从事艾滋病 (抗 HIV 病毒)、癌症与炎症等疾病治疗药物研发的制药公司, 是全球第 15 大生物技术公司。	超过 10 个
美国艾姆派克 (AMPAC)	AMPAC FINE CHEMICAL, LLC 是一家总部位于美国的公司, 主要生产用于抗癌药物和中枢神经系统、心血管疾病治疗药物的药品原料, 在美国拥有三个制药工厂和 1 个研究所, 拥有 500 名以上工作人员。	3 个
美国福泰制药 (Vertex)	Vertex Pharmaceuticals Inc. (NASDAQ:VRTX.O), 主要研发、生产和销售用于治疗囊性纤维化 (CF) 的小分子药物, 在治疗囊性纤维化 (CF) 领域处于全球领先地位, 是全球第 9 大生物技术公司, 2020 年全球制药企业排行榜第 39 位。	超过 5 个
德国勃林格殷格翰 (Boehringer Ingelheim)	Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co.KG, 在全球共有 145 家子公司、7 家研发中心和 20 家生产场所, 拥有 47,700 名员工, 长期专注于新药研发领域、消费健康领域、动物医药领域、化学药生产领域, 2020 年全球制药企业排行榜第 17 位。	超过 5 个
前沿生物	前沿生物药业 (南京) 股份有限公司, 成立于 2013 年, 是一家立足中国、面向全球, 具有国际竞争力的创新型生物医药企业, 其核心产品国家 1 类新药、中国首个治疗艾滋病的原创新药、全球首个长效 HIV 融合抑制剂—艾博韦泰, 于 2018 年 5 月获批上市。	艾博韦泰原料药 (目前已完成工艺试生产批和验证批, 并已在 CDE 原辅包登记平台登记)
硕腾 (Zoetis)	全球最大的宠物和家畜用药品和疫苗制造商, 是辉瑞公司的上市子公司, 2019 年销售额达 63 亿美元	二硝托胺原料药 (已支持下游制剂进入商业化阶段)

资料来源: 公司官网资料和公告, 华西证券研究所

图 14：公司 CDMO 项目管线分布情况



资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

2.3.核心亮点 2：技术赋能为公司带来核心管线和高盈利能力

核心 CDMO 主体澳赛诺自 2007 年以来多年研发积累，已在小分子化药合成与规模化生产领域形成了两大核心技术平台（基于精准控制的手性药物技术平台和基于本质安全的绿色工艺技术平台）以及非核心的行业通用技术平台。凭借较强的研发实力和技术体系，公司为核心客户解决生产过程中的技术瓶颈、生产工艺路径优化和放大生产等难题，进而提高研发效率、降低生产成本，同时也为公司带来核心重磅级管线储备，例如公司通过创新性工艺设计解决吉利德 Biktarvy（2020 年销售额为 72.59 亿美元）关键中间体合成过程中的氟原子脱落难题、以及通过溴化物突破了 Incyte 的鲁索替尼（2020 年销售额为 32.76 亿美元）商业化生产的技术瓶颈。

表 2：公司历史积累的 CDMO 技术平台情况

技术平台	技术	CDMO 项目
核心技术平台		
基于精准控制的手性药物技术平台	过渡金属络合物的均相催化不对称合成技术	APC172, APC158, APC220, APC109
	用于手性化合物合成的固定化酶催化技术	APC172, APC217, APC113
基于本质安全的绿色工艺技术平台	规模化生产中高选择性金属化反应的应用技术	APC221, APC214, APC202, APC198, APC186, APC182, APC172, APC170, APC149, APC137, APC109
	利用分子蒸馏和精馏的大规模分离纯化技术	APC186, APC183, APC234
	高压氯化反应技术	APC199, APC196, APC039
	连续流反应技术	APC156, APC246, APC180, APC176, APC235
	有机炔类化合物大规模合成技术	APC186, APC234
非核心的行业通用技术		
高选择性催化还原技术	通过改进催化剂的活性达到选择性还原的目的	APC179, APC227

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

规模化高效短肽液相合成技术	根据氨基酸的活性，选择不同的酸活化试剂，控制合适的反应条件，消除或降低酰胺键形成时的消旋效应。同时，采用精心设计的保护基策略和独特的结晶纯化工艺，使合成效率最大化。	APC226,APC230,APC189, APC184,APC191,APC190
规模化高效绿色催化氧化技术	利用有机催化剂 TEMPO 和廉价易得的氯代氧化剂使醇类化合物在温和条件下氧化为羰基化合物，反应副产物仅为少量无机盐具有绿色环保的显著优点，避免了利用其它常规氧化剂导致的高污染和低反应效率	APC240
高效含氮杂环合成技术	从廉价易得原料出发，设计和制备官能化模块，通过简短步骤,实现各类含氮杂环化合物的从头 (de novo) 合成	APC198,APC181,APC197,APC227, APC200, APC168, APC145, APC082, APC236, APC187
高选择性卤化反应技术	通过卤化试剂的选择针对不同的底物到达卤化目标	APC194,APC223,APC174, APC201,APC219,APC218, APC187, APC178

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

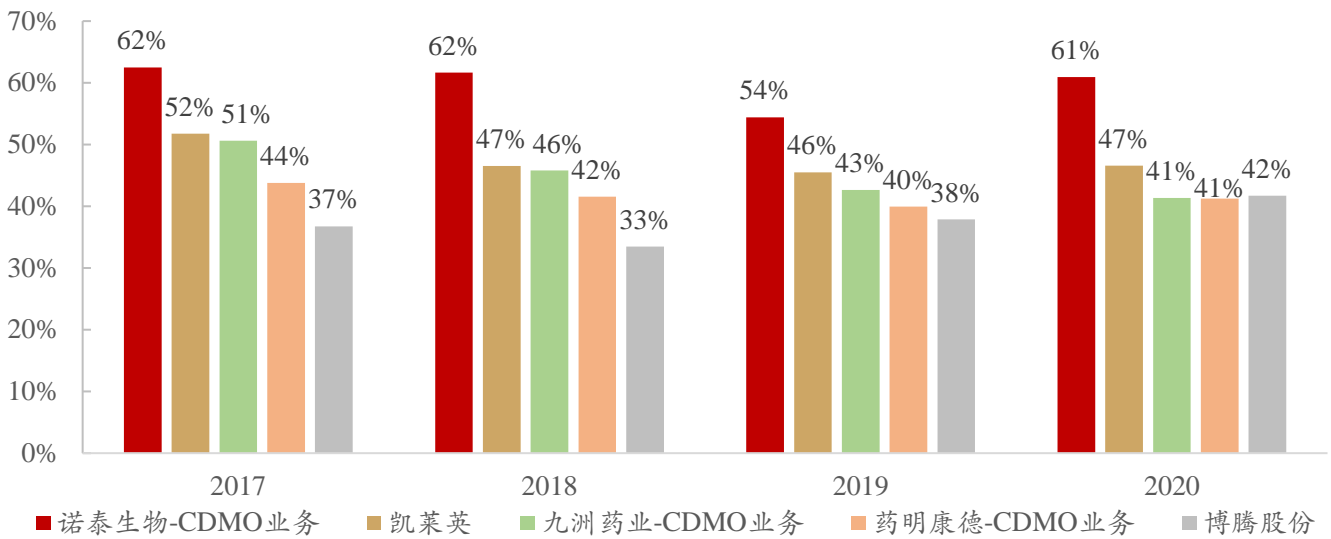
表 3：公司核心 CDMO 产品使用技术创新情况

公司产品	下游药品	公司的技术创新	下游药品所处阶段
APC137 系列	吉利德创新药 Biktarvy	公司创造性的开发了合成路线，自主开发了关键原料廉价绿色合成工艺，攻克了避免脱氧杂质的产生的关键技术，并使其生产更具规模化、经济性	商业化
APC037 APC039	Incyte 的鲁索替尼	支持原研药鲁索替尼首次商业化生产，将其原先采用的难以规模化生产的碘化物前体改为溴化物，突破了商业化生产的技术瓶颈	商业化
APC220	小分子肿瘤 PD-1	借助公司手性合成技术平台，开发了工艺独特的合成杂环手性羧酸衍生物，并以此作为关键物料，通过简单步骤和巧妙的成盐分离提纯手段，较好的控制了手性纯度，并避免了昂贵试剂的使用和低效繁琐的分离过程	临床 II 期
APC202	KRAS 抑制剂	设计了颠覆性的合成路线，通过天然氨基酸改造引进手性源，有效控制了手性中心的消旋，还避免了剧毒无机氯化物引入合成路线，使合成工艺高效、绿色，具有极高的技术难度	临床 II 期
APC214	小分子肿瘤 PD-1 免疫抑制剂	利用金属有机合成技术，直接在杂环分子中引入目标产物中的官能团，避免了既昂贵又剧毒的高价稀有金属氧化物的和剧毒氯化物的使用	临床 I 期
APC158	PI3K 抑制剂	规模化生产高手性纯度的手性内酰胺片段一直困扰原研药企临床试验的推进，公司通过手性金属催化平台筛选了一种适用于该特殊底物的高选择性手性镍催化剂，生产的手性内酰胺的手性及化学纯度远高于原研药企预期	临床 III 期
APC136	囊性纤维化	采用廉价易得的起始物料，开发了以金属有机化学构建碳-碳键为核心反应的简短工艺，应用分子蒸馏/精馏技术，产品质量大幅提高	商业化
APC 172	精氨酸酶抑制剂	多手性中心复杂化合物，原合成路线达 27 步，公司重新设计合成路线，减少至 14 步，利用金属有机低温反应技术直接从天然产物引入手性，降低了生产成本和周期，收率大大提高	临床 III 期
APC 201	KRAS 抑制剂	从廉价易得的起始物料出发，利用均相和非均相条件下，定向铜催化重氮盐的分解技术，成功开发了仅用三步反应就能高效生产这一产品的规模化工艺路线	临床 II 期

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

对照国内头部 CDMO 公司毛利率水平及考虑到国内生产成本基本在同一水平上，我们判断公司为客户解决核心技术难题的能力是其高毛利率的核心原因之一。展望未来，在公司核心技术能力的支撑下，公司毛利率水平有望继续保持较高的水平。

图 15：公司 CDMO 业务毛利率较高

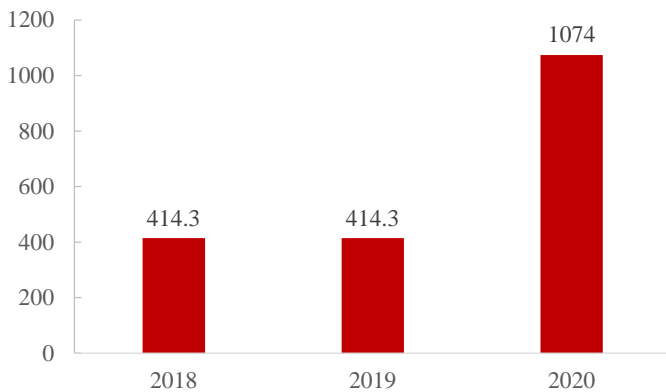


资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

2.4. “小而美” CDMO 供应商，展望未来 3~5 年将继续保持高速增长

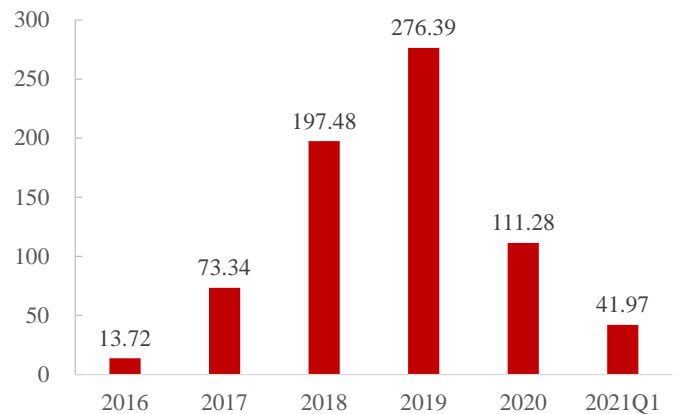
公司核心 CDMO 主体澳赛诺成立于 2007 年，于 2017 年被并购装入上市公司，成为公司核心收入和利润来源。公司 2020 年初建德 CDMO 产能实现搬迁，整体产能从之前的 414.3 立方，提升到 1074 立方，展望未来，公司资本开支继续保持高强度，未来 3~5 年将持续有新产能投产，为 CDMO 业务的增长奠定基础。展望未来，随着核心客户的管线逐渐推进以及核心商业化产品持续放量，展望未来 3 年，CDMO 业务有望保持高速增长。

图 16：公司 CDMO 业务产能变化情况（反应釜、立方米）



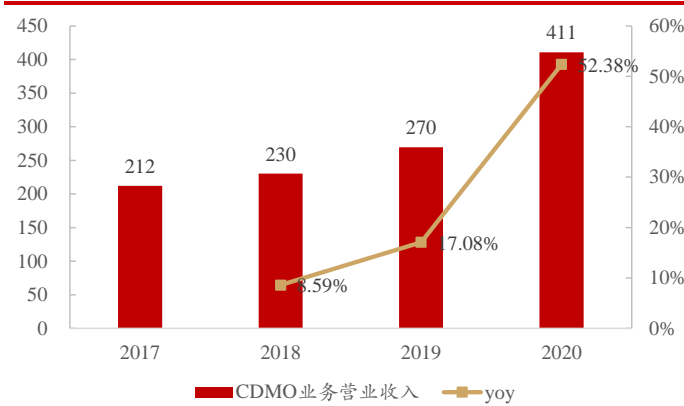
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17：公司资本开支情况变化（百万元）



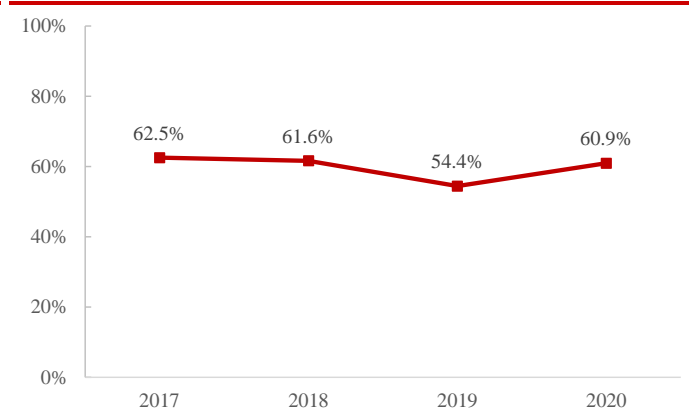
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18：公司 CDMO 业务营业收入及增长（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19：公司 CDMO 业务毛利率变化情况 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 自主选择产品已处于战略性放量期，未来 3 年将逐渐减亏为盈

在自主选择产品方面，公司以多肽药物为主、以小分子化药为辅，自主选择具有较高技术壁垒和良好市场前景的仿制药药品（包括原料药及制剂），积极组织研发、生产、注册申报和销售，自主开发的原料药已销往韩国大熊制药 (Daewoong)、印度西普拉 (Cipla)、印度卡迪拉 (Cadila)、以色列梯瓦制药 (Teva)、印度雷迪博士实验室 (Dr.Reddy)、普利制药、齐鲁制药、健友股份等数十家国内外知名制药公司。公司自主研发产品已搭建了丰富的产品管线，完成了 18 种仿制药原料药及制剂的研发布局，产品管线涵盖利拉鲁肽、索玛鲁肽、苯甲酸阿格列汀、依替巴肽、醋酸兰瑞肽、磷酸奥司他韦、胸腺法新等知名品种。

图 20：公司自主选择产品原料药开发进展

治疗领域	原料药产品名称	原料药类别	原料药产品进程							
			立项及工艺研究	小试	中试	工艺验证	稳定性研究	国内外原料药登记	支持制剂注册申报	通过与制剂的关联审评
糖尿病	利拉鲁肽	多肽	→							
	苯甲酸阿格列汀	小分子化药	→							
心血管疾病	比伐芦定	多肽	→							
	依替巴肽	多肽	→							
肿瘤	醋酸兰瑞肽	多肽	→							
	醋酸奥曲肽	多肽	→							
	氟维司群	小分子化药	→							
其他领域及相关产品	胸腺法新	多肽	→							
	磷酸奥司他韦	小分子化药	→							
	醋酸西曲瑞克	多肽	→							

资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

图 21：公司自主选择产品制剂开发进展

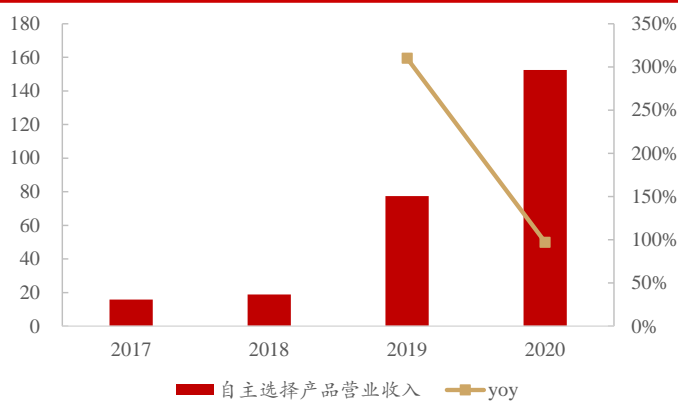
治疗领域	制剂产品名称	制剂类别	制剂产品进程								
			立项及工艺研究	小试	中试	工艺验证	稳定性研究	BE试验/临床试验	CDE审评	现场检查	药品注册批件
糖尿病	利拉鲁肽注射液	多肽	█	█	█	█	█	█	█	█	█
	苯甲酸阿格列汀片	小分子化药	█	█	█	█	█	█	█	█	█
心血管疾病	注射用比伐芦定	多肽	█	█	█	█	█	█	█	█	█
	依替巴肽注射液	多肽	█	█	█	█	█	█	█	█	█
其他领域及相关品种	注射用胸腺法新	多肽	█	█	█	█	█	█	█	█	█
	磷酸奥司他韦胶囊	小分子化药	█	█	█	█	█	█	█	█	█
	醋酸西曲瑞克干混悬剂	多肽	█	█	█	█	█	█	█	█	█

资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

公司已有 8 个原料药品种获得 FDA DMF 备案、8 个原料药获得国内原料药备案以及 3 个制剂产品的上市销售。随着海外备案原料药品种数量和相关终端制剂的上市、以及国内原料药和制剂上市销售，展望未来 3~5 年公司自主选择产品业务将呈现高速增长、为公司贡献利润弹性。

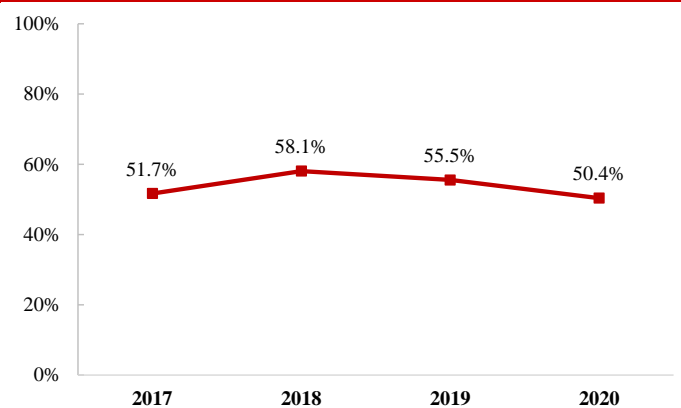
另外公司也在多肽类创新药领域积极进行研发布局，目前已有一个 GLP-1 降血糖类新药，目前已处于临床前研究阶段。

图 22：公司自主选择产品业务营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23：公司自主选择产品业务毛利率变化情况 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4：公司核心自主选择产品销售收入情况（万元）

核心项目	2017	2018	2019	2020
利拉鲁肽系列	8.18	13.51	2,474.97	1,842.93
醋酸兰瑞肽系列	506.08	634.05	772.52	1,702.02
氟维司群系列	189.74	421.16	1,297.34	2,678.16
依替巴肽系列	155.12	336.42	645.71	794.83

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

磷酸奥司他韦		-	1,072.81	2,370.81
比伐芦定系列	543.59	6.4	86.93	1,426.73
碘海醇中间体		-	611.58	1,748.63
缩宫素中间体		160.26	197.33	307.28
注射用胸腺法新				793.3

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

核心假设：

(1) CDMO 业务：随着核心客户的管线逐渐推进以及核心商业化产品持续放量，预期 2021-2023 年分别同比增长 41.03%/40%/37%；考虑到公司规模持续扩大和同类 CDMO 行业毛利率水平为 40%~45%，预期 2021-2023 年毛利率分别为 59.01%/58%/57%

(2) 自主选择产品业务：随着海外备案原料药品种数量和相关终端制剂的上市、以及国内原料药和制剂上市销售，预期 2021-2023 年分别同比增长 52%/45%/40%；考虑到公司在自主选择产品成本能力的控制，预期 2021-2023 年毛利率为 50.5%/50.5%/50.5%。

表 5：公司核心自主选择产品销售收入情况（百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
CDMO 业务						
营业收入	230.23	269.56	410.75	579.28	810.99	1111.05
yoy		17.08%	52.38%	41.03%	40.00%	37.00%
毛利	141.88	146.68	250.29	341.84	470.37	633.30
毛利率	61.63%	54.41%	60.94%	59.01%	58.00%	57.00%
自主选择产品						
营业收入	18.87	77.37	152.50	231.81	336.12	470.57
yoy		310.01%	97.12%	52.00%	45.00%	40.00%
毛利	10.96	42.95	76.80	117.06	169.74	242.34
毛利率	58.08%	55.52%	50.36%	50.50%	50.50%	51.50%

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

4.2. 投资建议

公司作为“小而美的”CDMO 供应商，展望未来，伴随客户和相关管线的持续拓展以及 CDMO 产能的释放，我们预期未来 3~5 年将继续保持高速增长；另外公司持续强化布局的多肽等特色原料药业务，未来 3 年将迎来产品的持续放量，为公司增添业绩弹性。我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 8.13/11.50/15.85 亿元，同比增长 43.5%/41.4%/37.8%；归母净利润分别为 1.75/2.52/3.64 亿元，分别同比增长 41.5%/44.3%/44.5%；考虑公司所在行业的快速成长以及自身阶段性业绩增长的确定性且参考同类公司估值情况，分业务估值来看，我们预期 2022 年 CDMO 业务净利润

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

为 2.68 亿元，给予其 60 倍估值，即对应市值为 160.58 亿元；自主选择产品业务 2022 年实现收入 3.39 亿元，给予其 8 倍 PS，即对应 27.11 亿元。综上合计给予其目标市值 187.68 亿元、对应目标价 88.04 元/股，相对现价有 47.24% 的上升空间，首次覆盖、给予“买入”评级。

表 6：公司盈利预测及估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	372	567	813	1,150	1,585
YoY (%)	45.4%	52.6%	43.5%	41.4%	37.8%
归母净利润(百万元)	49	123	175	252	364
YoY (%)	10.7%	153.9%	41.5%	44.3%	44.5%
毛利率 (%)	53.4%	58.2%	56.6%	55.8%	55.4%
每股收益 (元)	0.23	0.58	0.82	1.18	1.71
ROE	5.8%	12.8%	8.8%	11.1%	13.7%
市盈率	262.21	103.26	72.99	50.58	35.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 7：公司分业务利润拆分

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
CDMO 业务					
营业收入 (亿元)	2.70	4.11	5.79	8.11	11.11
YOY	17.08%	52.38%	41.03%	40.00%	37.00%
毛利率	54.41%	60.94%	59.01%	58.00%	57.00%
净利润	0.81	1.5	1.97	2.68	3.56
YOY			31.3%	35.9%	32.8%
净利率	30.1%	36.5%	34%	33.00%	32%
自主选择产品及其他					
营业收入 (亿元)	1.02	1.56	2.34	3.39	4.74
YOY		53.11%	49.93%	44.76%	39.84%
净利润	(0.32)	(0.27)	(0.22)	(0.16)	0.09
净利率	-31.85%	-17.01%	-9.54%	-4.61%	1.82%
合计					
营业收入 (亿元)	3.72	5.67	8.13	11.50	15.85
YOY	45.40%	52.58%	43.48%	41.37%	37.84%
净利润	0.49	1.23	1.75	2.52	3.64
YOY	10.71%	153.94%	41.46%	44.32%	44.50%
净利率	13.08%	21.78%	21.47%	21.92%	22.98%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 8：可比公司估值情况 (20210806)

代码	公司	股价 (元/股)	2020EPS	2021EPS	2022EPS	2020PE	2021PE	2022PE
603259.SH	药明康德	147.2	1.21	1.43	1.89	122	103	78
002821.SZ	凯莱英	422.48	2.98	4.08	5.44	142	104	78
300363.SZ	博腾股份	101.06	0.6	0.83	1.13	168	122	89
603456.SH	九洲药业	48.34	0.47	0.74	0.98	103	65	49

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：Wind，华西证券研究所

5.风险提示

- (1) **CDMO 业务未来发展的不确定性：**朗华制药作为国内二线 CDMO 企业，未来发展过程中面临客户拓展不及预期和研发技术能力构建不及预期等不确定性，进而有可能会带来未来业绩增长的不确定性。
- (2) **自主选择产品研发风险及销售的不确定性：**考虑到自主选择产品是属于难仿或者多肽类的药物，研究开发具有一定的挑战，未来是否能成功研发和规模化生产具有一定的不确定性；另外考虑到医药产品终端市场和竞争格局的变化，公司自主选择产品原料药及制剂销售具有一定的不确定性。
- (3) **核心技术人员流失风险：**随着医药行业的不断发展，行业内的人才竞争将日趋激烈，如果公司未来在发展前景、薪酬福利、工作环境等方面无法保持持续的竞争力，可能存在公司核心技术人员流失，进而对公司长期发展造成不利的风险。
- (4) **汇率波动风险：**考虑到公司业务主要来源于海外，且以美元等外币计价，汇率波动对公司盈利能力有一定程度的影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	567	813	1,150	1,585	净利润	120	170	247	359
YoY (%)	52.6%	43.5%	41.4%	37.8%	折旧和摊销	77	48	53	51
营业成本	237	353	508	708	营运资金变动	-69	16	-114	-52
营业税金及附加	4	6	8	11	经营活动现金流	141	233	187	357
销售费用	12	16	22	30	资本开支	-100	-253	-300	-279
管理费用	113	163	224	293	投资	-64	0	0	0
财务费用	20	-1	-11	-10	投资活动现金流	-163	-248	-294	-271
资产减值损失	-8	0	0	0	股权募资	0	53	0	0
投资收益	6	5	6	8	债务募资	291	0	0	0
营业利润	144	206	300	434	筹资活动现金流	40	830	0	0
营业外收支	3	0	0	0	现金净流量	10	815	-107	86
利润总额	147	206	300	434					
所得税	27	35	53	75	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	120	170	247	359	成长能力				
归属于母公司净利润	123	175	252	364	营业收入增长率	52.6%	43.5%	41.4%	37.8%
YoY (%)	153.9%	41.5%	44.3%	44.5%	净利润增长率	153.9%	41.5%	44.3%	44.5%
每股收益	0.58	0.82	1.18	1.71	盈利能力				
					毛利率	58.2%	56.6%	55.8%	55.4%
					净利率	21.2%	20.9%	21.5%	22.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	8.8%	6.8%	8.6%	10.4%
货币资金	70	884	777	863	净资产收益率 ROE	12.8%	8.8%	11.1%	13.7%
预付款项	11	13	21	28	偿债能力				
存货	185	255	382	522	流动比率	1.28	2.71	2.48	2.30
其他流动资产	222	281	345	439	速动比率	0.76	2.20	1.82	1.62
流动资产合计	488	1,434	1,525	1,852	现金比率	0.18	1.67	1.26	1.07
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	30.8%	22.6%	22.7%	24.3%
固定资产	604	767	981	1,189	经营效率				
无形资产	87	92	95	99	总资产周转率	0.41	0.32	0.39	0.45
非流动资产合计	908	1,124	1,393	1,654	每股指标 (元)				
资产合计	1,396	2,558	2,918	3,505	每股收益	0.58	0.82	1.18	1.71
短期借款	178	178	178	178	每股净资产	4.52	9.30	10.61	12.51
应付账款及票据	107	230	280	426	每股经营现金流	0.66	1.09	0.88	1.67
其他流动负债	97	121	157	200	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	382	530	615	803	估值分析				
长期借款	32	32	32	32	PE	103.26	72.99	50.58	35.00
其他长期负债	15	15	15	15	PB	0.00	6.43	5.63	4.78
非流动负债合计	47	47	47	47					
负债合计	430	577	662	851					
股本	160	213	213	213					
少数股东权益	3	-2	-7	-12					
股东权益合计	966	1,981	2,256	2,654					
负债和股东权益合计	1,396	2,558	2,918	3,505					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。