

**评级: 买入 (首次)**

市场价格: 13.38

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

联系人: 李建

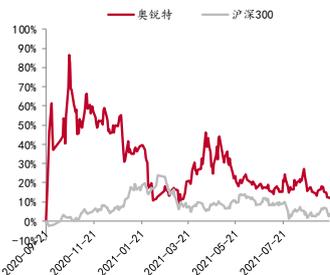
电话:

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	401.00
流通股本(百万股)	41.00
市价(元)	13.38
市值(百万元)	5,365.38
流通市值(百万元)	548.58

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	581.63	721.44	818.89	902.04	1113.35
增长率 yoy%	1.08%	24.04%	13.51%	10.15%	23.43%
净利润 (百万元)	186.13	157.23	185.36	215.98	278.22
增长率 yoy%	36.03%	-15.53%	17.89%	16.52%	28.82%
每股收益 (元)	0.46	0.39	0.46	0.54	0.69
每股现金流量	0.45	0.53	0.36	0.59	0.53
净资产收益率	19.05%	11.35%	12.20%	13.21%	15.51%
P/E	28.83	34.13	28.95	24.84	19.28
PEG	0.80	-2.20	1.62	1.50	0.67
P/B	5.49	3.87	3.53	3.28	2.99

备注:

**报告摘要**

- 专注于特色复杂原料药及制剂的持续创新企业。**奥锐特成立于1998年,专注于复杂特色原料药的开发、生产和销售,核心品种包括丙酸氟替卡松、依普利酮、醋酸阿比特龙、地屈孕酮等API及中间体,涵盖呼吸系统类、心血管类、抗感染类、神经系统类、抗肿瘤类和女性健康类药物等多个治疗领域。凭借差异化定位及持续技术创新,公司较早切入GSK、Sanofi、Teva等国际大型知名药企的供应链体系,建立了长期良好合作关系。公司现有重点品种陆续发力,后续项目储备充足,随着募投产能逐渐达产,以及在制剂、多肽、小核酸药物CRO/CDMO等领域的积极布局,有望不断打开成长空间。
- 产品差异化定位, API+制剂一体化发展, 重点品种放量在即。**产品差异化定位,在研项目丰富,募投项目稳步推进。公司选择市场前景良好的产品进行研发、生产和销售;坚持研发投入,丰富的在研项目有望带来长期成长性;募投项目“原料药生产线技改项目”和“特色原料药及配套设施建设项目”全部达产后,每年合计预计贡献销售收入5.63亿元,税后净利润1.36亿元,有望增厚公司业绩。**重点品种放量在即,逐渐进入收获期。1) 丙酸氟替卡松:**由中间体往原料药拓展,制剂强劲需求带动下,销量有望持续增长。公司API合成采用自有专利,是全球极少数能够从基本物料经20步左右的反应一直生产到API的企业,具有成本优势与供应链优势,随着国外合作客户增多以及国内企业制剂逐渐报批,销量有望持续增长。**2) 依普利酮** API市占率2018年已超过75%,竞争者少,公司同时拥有欧盟CEP证书和美国DMF,有望贡献稳定业绩。**3) 醋酸阿比特龙:**制剂专利已于2021年7月到期,公司经过跟国外客户多年的合作跟进,API放量在即。**4) 恩杂鲁胺:**制剂40亿美元大品种,国外专利2026、2027年到期,国内多家企业制剂申报中,公司是国内第一家激活DMF的API企业,伴随着国外制剂专利陆续到期以及国内企业制剂获批,API具有放量潜力。**5) 潜力重磅品种地屈孕酮:**API+制剂一体化发展,API利用自有专利技术突破商业化生产难题,有望快速抢占市场份额,制剂有望国内首仿上市,凭借API+制剂一体化优势有望与原研共享庞大市场,并借此陆续推出更多的女性健康类制剂产品。
- 拓展多肽、小核酸药物CRO/CDMO业务, 打造新增长点。**公司进行索马鲁肽API及制剂的研发,拓展多肽业务,目前公司索马鲁肽API在工艺验证阶段,注射液在小试阶段。同时,公司设立上海奥锐特生物科技有限公司,为全球的客户提供小核酸药物从实验室研发、工艺开发、临床阶段生产直至商业化的CRO/CDMO服务。
- 盈利预测与投资建议:**我们预计公司2021-2023年收入8.19、9.02、11.13亿元,同比增长13.5%、10.2%、23.4%;归母净利润1.85、2.16、2.78亿元,同比增长17.9%、16.5%、28.8%;对应EPS为0.46、0.54、0.69元。可比公司平均估值在2021年37×左右,目前公司股价对应2021/2022/2023年29/25/19倍PE,考虑公司技术扎实,重点品种持续发力,已申报大品种市场前景广阔,同时储备项目丰富,募投产能有望远期增厚业绩,并积极延伸至制剂、多肽、小核酸药物CRO/CDMO领域打开成长空间,首次覆盖,给予“买入”评级。

- **风险提示：**新产品和新工艺开发风险；国际贸易环境变化风险；环保与安全生产风险；汇率波动风险；公开资料信息滞后或更新不及时风险。

## 投资主题

### 报告亮点

本报告是全市场首篇关于奥锐特的深度报告，通过对其现有及潜力重点品种的梳理，探讨公司持续成长的确定性。我们从公司即将放量的重点品种着手，分析了丙酸氟替卡松、依普利酮、醋酸阿比特龙、恩杂鲁胺、地屈孕酮的市场空间及竞争格局，展望了其未来发展趋势。

### 投资逻辑

厚积薄发，重磅品种陆续发力，看好公司持续成长。公司凭借差异化定位及持续技术创新，较早切入 GSK、Sanofi、Teva 等国际大型知名药企的供应链体系，建立了长期良好合作关系。公司现有重点品种陆续发力，后续项目储备充足，随着募投产能逐渐达产，以及在制剂、多肽、小核酸药物 CRO/CDMO 等领域的积极布局，有望不断打开成长空间。

### 关键假设、估值与盈利预测

**(1) 呼吸系统类业务：**ICS/LABA 是治疗哮喘/COPD 首选用药，作为 ICS 中的优效品种，氟替卡松系列制剂需求有望持续强劲，带动相关 API 及中间体用量保持快速增长。我们假设丙酸氟替卡松 API 销量保持较快增长。

**(2) 心血管类业务：**依普利酮 API 全球消耗量稳定增长，奥锐特市占率超过 75%，竞争者少，同时切入附加值更高的制剂领域，未来 API+制剂有望贡献稳定业绩，我们假设依普利酮 API 及中间体销量保持稳定增长。

**(3) 女性健康类业务：**地屈孕酮选择性高，耐受性好，制剂未来有望成为孕激素领域主流的用药品种，带动 API 用量保持快速增长。

**(4) 制剂业务，**公司 2021 半年报披露，脱氢孕酮片剂 7 月份启动 BE 研究，争取国内首仿。我们预计公司脱氢孕酮片年底国内申报，有望 2023 年上市。我国公立医院终端单方地屈孕酮片销售额 2019 年已经突破 10 亿元（放大样本医院），公司具有 API 制剂一体化优势，有望与原研共享庞大的国内市场，实现销售的快速增长。

**(5) CRO/CDMO 业务，**主要是小核酸药物 CRO/CDMO。小核酸药物相比于传统药物具有靶向特异性强、高效、长效、药物设计简便、研发周期短、候选靶点丰富、适应证分布广等优势，未来有望成为继小分子、单抗后的第三大类药物，市场空间广阔，据 Frost & Sullivan 分析，2019 年全球小核酸药物销售额合计达到 27.34 亿美元。公司为客户提供小核酸药物一体化外包服务，该类业务有望随着小核酸药物市场的快速发展而保持快速增长。

根据上述假设，我们预计公司 2021-2023 年收入 8.19、9.02、11.13 亿元，同比增长 13.5%、10.2%、23.4%；归母净利润 1.85、2.16、2.78 亿元，同比增长 17.9%、16.5%、28.8%；对应 EPS 为 0.46、0.54、0.69 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 内容目录

专注于特色复杂原料药及制剂的持续创新企业 .....	- 6 -
特色研发布局，复杂 API 制剂一体化加速发展 .....	- 6 -
实控人客户资源丰富，员工激励到位 .....	- 9 -
产品差异化定位，API+制剂一体化发展，重点品种放量在即 .....	- 10 -
产品差异化定位，在研项目丰富，募投项目稳步推进 .....	- 10 -
重点品种放量在即，逐渐进入收获期 .....	- 13 -
拓展多肽、小核酸药物 CRO/CDMO 业务，打造新增长点 .....	- 24 -
盈利预测与估值 .....	- 26 -
盈利预测 .....	- 26 -
投资建议 .....	- 29 -
风险提示 .....	- 30 -

## 图表目录

图表 1: 奥锐特产品涵盖领域 .....	- 6 -
图表 2: 奥锐特主要客户 .....	- 7 -
图表 3: 奥锐特发展历程 .....	- 7 -
图表 4: 奥锐特生产和研发场地 .....	- 8 -
图表 5: 公司营收及增速 (单位: 百万元, %) .....	- 8 -
图表 6: 公司归母净利润及增速 (单位: 百万元, %) .....	- 8 -
图表 7: 公司主营业务拆分 (单位: 百万元) .....	- 9 -
图表 8: 公司毛利率情况 .....	- 9 -
图表 9: 奥锐特股权结构 (截至 2021 年中报) .....	- 9 -
图表 10: 奥锐特部分核心员工简介 .....	- 10 -
图表 11: 奥锐特主要药 (产) 品基本情况 .....	- 11 -
图表 12: 奥锐特五大技术平台 .....	- 11 -
图表 13: 奥锐特研发费用情况 (百万元, %) .....	- 12 -
图表 14: 奥锐特 API 在研项目 .....	- 12 -
图表 15: 奥锐特在研制剂产品情况 .....	- 13 -
图表 16: 奥锐特募投项目及其进度 (截至 2021 年中报) .....	- 13 -
图表 17: 丙酸氟替卡松常见剂型 .....	- 14 -
图表 18: 《支气管哮喘防治指南 2020》哮喘治疗药物推荐 .....	- 14 -
图表 19: ICS/LABA 在全球哮喘/COPD 药物市场中的销售额及占比 (亿美元, %) .....	- 15 -
图表 20: ICS/LABA 主要产品销售额 (亿美元) .....	- 15 -
图表 21: 丙酸氟替卡松制剂全球销售额 (亿美元, %) .....	- 15 -

图表 22: 2020 年丙酸氟替卡松北美市场销售规模 (亿美元, %)	- 15 -
图表 23: 丙酸氟替卡松 API 全球消耗量 (吨, %)	- 16 -
图表 24: 丙酸氟替卡松的合成工艺流程 (奥锐特专利)	- 16 -
图表 25: 奥锐特丙酸氟替卡松 API 全球市占率 (吨, %)	- 17 -
图表 26: 丙酸氟替卡松制剂 CDE 在审品种信息	- 17 -
图表 27: 全球依普利酮制剂销售情况 (亿美元)	- 18 -
图表 28: 全球依普利酮 API 消耗量 (吨, %)	- 18 -
图表 29: 依普利酮 API 美国 DMF 持证商情况	- 18 -
图表 30: 依普利酮 API 欧盟 CEP 持证商情况	- 19 -
图表 31: 奥锐特依普利酮 API 销量及全球市占率 (吨, %)	- 19 -
图表 32: 醋酸阿比特龙片全球销售额 (亿美元)	- 20 -
图表 33: 醋酸阿比特龙 API 全球消耗量 (吨)	- 20 -
图表 34: 恩杂鲁胺制剂全球销售额 (亿美元)	- 20 -
图表 35: 恩杂鲁胺 API 全球消耗量 (吨)	- 20 -
图表 36: 恩杂鲁胺制剂 CDE 受理情况	- 21 -
图表 37: 恩杂鲁胺 API 美国 DMF 持证商情况	- 21 -
图表 38: 地屈孕酮的合成过程	- 22 -
图表 39: 地屈孕酮原料药全球消耗量 (吨, %)	- 22 -
图表 40: 常用孕激素优缺点比较	- 23 -
图表 41: 地屈孕酮片 (达芙通) 和雌二醇片/雌二醇地屈孕酮片 (芬吗通) ...	- 23 -
图表 42: 地屈孕酮片全球销售额 (亿美元, %)	- 24 -
图表 43: 我国公立医院达芙通销售额 (放大样本医院)	- 24 -
图表 44: 我国公立医院芬吗通销售额 (放大样本医院)	- 24 -
图表 45: 奥锐特发展战略	- 25 -
图表 46: 诺和诺德索马鲁肽全球销售额 (亿丹麦克朗)	- 25 -
图表 47: 全球已上市小核酸药物情况	- 26 -
图表 48: 奥锐特业务分拆预测 (单位: 百万元)	- 28 -
图表 49: 奥锐特期间费用率和所得税率假设 (单位: 百万元, %)	- 29 -
图表 50: 可比公司估值 (百万元)	- 29 -
图表 51: 奥锐特财务报表预测	- 31 -

## 专注于特色复杂原料药及制剂的持续创新企业

### 特色研发布局，复杂 API 制剂一体化加速发展

- 特色产品布局，API 项目持续丰富，原料药制剂一体化加速发展。**奥锐特成立于 1998 年，主要从事特色复杂原料药和医药中间体的研发、生产和销售，产品主要涵盖呼吸系统类、心血管类、抗感染类、神经系统类、抗肿瘤类和女性健康类等领域，其中氟美松、丙酸氟替卡松、依普利酮为公司目前主力品种，2020 年收入占比达 49.66%，其他包括替诺福韦、普瑞巴林、醋酸阿比特龙等原料药和中间体。公司在美洲、欧洲、亚洲建立了完整的原料药销售体系，客户囊括葛兰素史克（GSK）、赛诺菲（Sanofi）、奥贝泰克（Apotex）、梯瓦（Teva）、西普拉（Cipla）、威林（Welding）、好利安（Hovione）、瑞迪博士实验室（Dr. Reddy's）、Sterling 等国际大型知名医药企业，以及恒瑞医药、长风药业、人福医药等国内优秀药企，产品通过了包括中国 NMPA、美国 FDA、WHO、德国 BGV 等监管机构的认证，建立了独具竞争力的自主品牌。公司同时积极研发地屈孕酮片、索马鲁肽注射剂等，拓展制剂业务，投资聚焦慢病领域原创新药自主研发的源道医药切入创新药业务。

图表 1：奥锐特产品涵盖领域

药品类别	主要产品（含已申报）	制剂适应证
呼吸系统类	氟替卡松系列等	用于哮喘、呼吸道病症、鼻炎的治疗
心血管类	依普利酮等	用于心血管疾病的治疗，降低血压、治疗心衰
抗感染类	富马酸替诺福韦、富马酸磷丙替诺福韦等	用于治疗艾滋病及乙肝
神经系统类	普瑞巴林、布瓦西坦等	用于抗癫痫、止痛及抗焦虑、神经痛
抗肿瘤类	醋酸阿比特龙、恩杂鲁胺等	用于前列腺癌的治疗
女性健康类	地屈孕酮等	用于治疗内源性孕酮不足引起的疾病，如痛经、孕激素缺乏所致先兆性流产或习惯性流产、黄体不足所致不孕症

来源：公司公告，公司招股书，中泰证券研究所

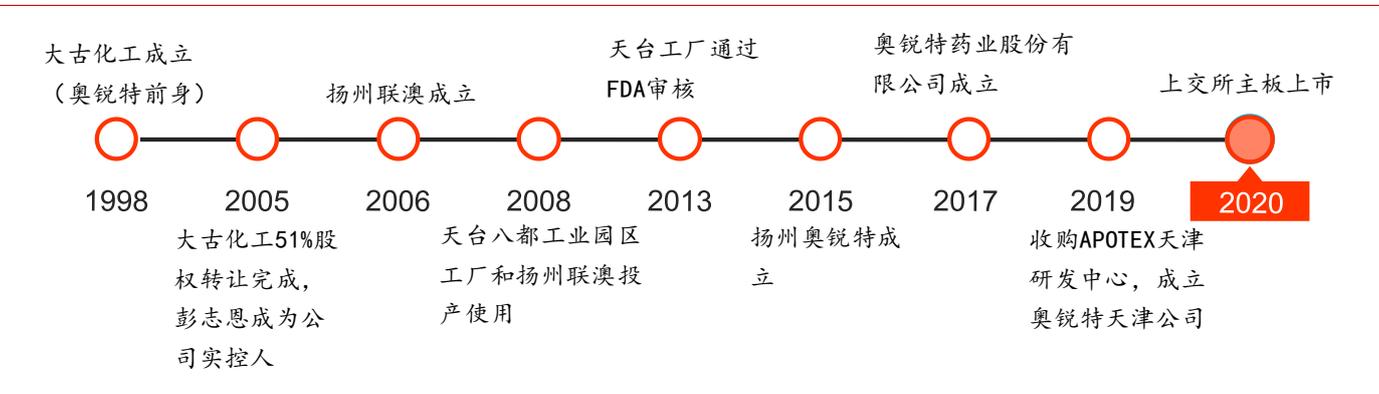
图表 2: 奥锐特主要客户



来源: 公开资料整理, 公司招股书, 中泰证券研究所

- 背靠台州原料药制造优势, 实控人海外产品经验丰富。公司前身为大古化工, 位于浙江省台州市。彭志恩看重台州地区原料药生产制造的集群优势, 而大古化工缺乏海外市场、产品及客户, 彭志恩知悉所积累的海外客户对优质特色原料药和中间体产品的具体需求, 熟悉海外原料药产品认证申请流程, 因此大古化工原实控人褚义舟愿意出让其控制权, 双方于 2005 年完成大古化工 51% 股权的转让, 彭志恩成为公司实控人。

图表 3: 奥锐特发展历程



来源: 公司官网, 公司招股书, 中泰证券研究所

- 公司目前有天津、杭州、天台和扬州 4 个研发中心; 天台、扬州 3 个生产场地。此外, 公司 7 月 8 日公告在上海成立上海奥锐特生物科技有限公司, 为全球的客户提供小核酸药物从实验室研发、工艺开发、临床阶段生产直至商业化的一站式服务。**1) 4 个研发中心:** 天津研发中心即公司 2019 年收购天津奥贝泰克 (加拿大 Apotex 在中国的研发中心) 成立的天津奥锐特, 经快速整合, 目前是规范高效的原料药研发平台和合成生物学研究平台; 杭州研发中心从事合成和晶体工程研发; 天台研发中心主要从事原料药的化学合成研发和微粉工程技术研究; 扬州研发中心主要从事发酵、合成、光化学及制剂产品研发。**2) 3 个生产场地:** 天台奥锐特主要从事原料药和中间体的生产; 扬州联澳主要从事发酵类产品

的研发生产；扬州奥锐特一期建设有 3 个原料药车间和一个制剂车间，目前已投入使用，预留的二期也会陆续建设。

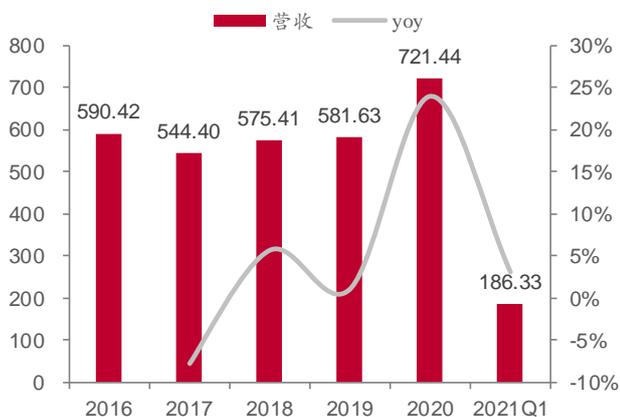
图表 4: 奥锐特生产和研发场地



来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

■ 汇兑损益及费用、在建工程转固等一过性因素影响业绩表现，后续重点品种放量及新增产能释放有望带动公司业绩进入快速增长阶段。公司 2020 年及 2021Q1 分别实现营业收入 7.21、1.86 亿元，同比增长 24.04%、3.11%，归母净利润 1.57、0.33 亿元，同比下降 15.53%、34.86%，利润增速与营收增速不匹配的原因主要在于汇兑损失、研发费用增长（包括 2019 年收购天津 Apotex）、扬州奥锐特拟投入运营带来的管理费用增长以及扬州奥锐特的在建工程陆续转固等因素的影响。随着扬州奥锐特开始投入运营以及公司对 Apotex 收购的完成，公司利润的负面影响因素有望逐渐减少，叠加后续重点品种上市放量及募投项目新增产能逐渐释放，公司业绩有望进入快速增长阶段。

图表 5: 公司营收及增速 (单位: 百万元, %)



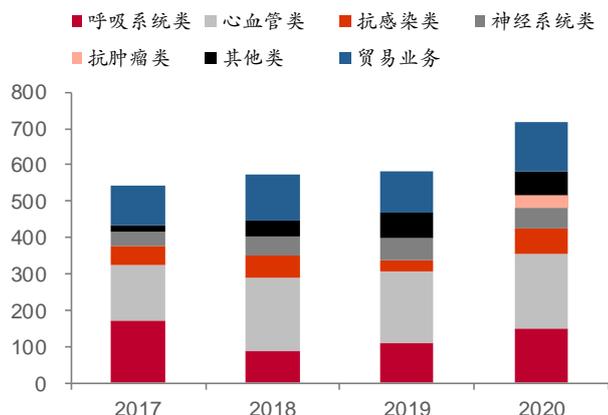
来源: 公司招股书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 公司归母净利润及增速 (单位: 百万元, %)



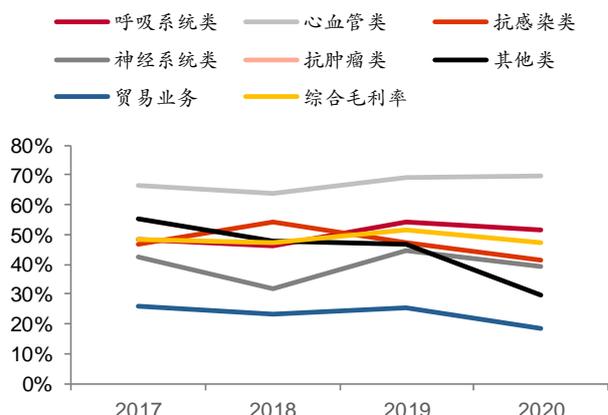
来源: 公司招股书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 公司主营业务拆分 (单位: 百万元)



来源: 公司招股书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 公司毛利率情况

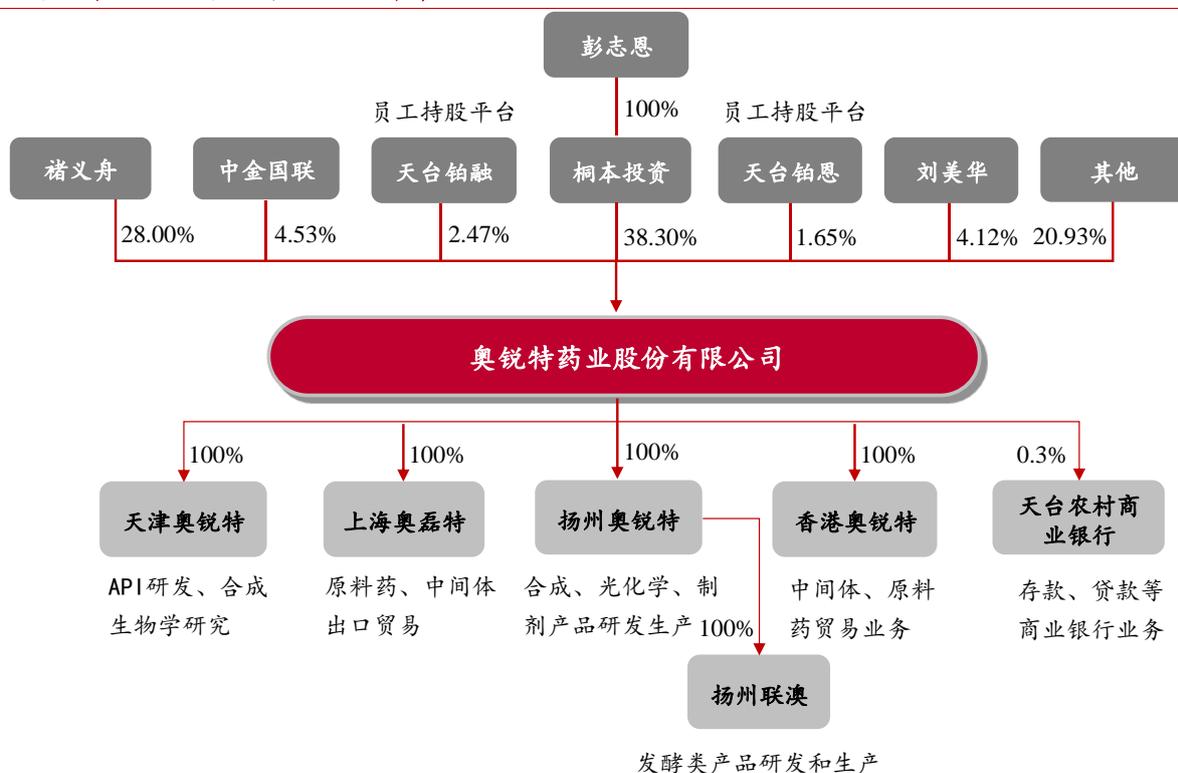


来源: 公司招股书, 公司公告, 中泰证券研究所

实控人客户资源丰富, 员工激励到位

- **股权集中, 实控人丰富的客户资源与行业经验为公司的研发品种布局打下重要基础。**公司实际控制人彭志恩通过桐本投资及员工持股平台天台铂融和天台铂恩共计直接和间接合计控制 47% 的股权。其毕业于南开大学化学系, 从 1998 年开始深耕医药行业, 积累了众多世界知名药企资源和技术资源。

图表 9: 奥锐特股权结构 (截至 2021 年中报)



来源: 公司招股书, 公司公告, 中泰证券研究所

- **员工激励到位，通过股权转让及员工持股平台绑定核心员工。**公司 2016 年对关键员工褚定军、邱培静、李建文、金平进行了股权激励，由控股股东桐本投资以 10.80 元/1 元注册资本的价格向其转让部分股权，并按照 38.83 元/1 元注册资本作为公允价值确认股份支付。此外，公司有天台铂恩和天台铂融两个员工持股平台，天台铂恩合伙人为公司重要高管彭志恩、褚定军和王国平，天台铂融合伙人则根据员工的工作年限、岗位贡献、工作表现、学历及技术能力等确定，包括了董事长、副总经理、生产部车间主任等 35 人。

**图表 10：奥锐特部分核心员工简介**

姓名	职务	主要负责业务	简介
彭志恩	董事长	公司战略、研发布局、市场	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 本科学历，毕业于南开大学</li> <li>• 创建奥锐特品牌</li> </ul>
褚定军	董事、总经理	天台奥锐特总经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 本科学历，毕业于浙江工业大学</li> <li>• 1998 年加入奥锐特</li> </ul>
王国平	董事、副总经理	研发； 扬州奥锐特总经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 博士学位，毕业于上海医药工业研究院</li> <li>• 2015 年加入奥锐特</li> </ul>
张丽琴	销售总监 兼副总经理	销售	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 本科学历，毕业于上海财经大学</li> <li>• 2005 年加入奥锐特</li> </ul>
邱培静	董事	规范市场销售	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 本科学历，毕业于上海工程技术大学</li> <li>• 2003 年加入奥锐特</li> </ul>
李建文	董事	上海公司人事行政副总	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 本科学历，毕业于华东政法大学</li> <li>• 2003 年加入奥锐特</li> </ul>
李芳芳	董事会秘书	董事会	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 香港大学 MBA</li> <li>• 2011 年加入奥锐特</li> </ul>
郭万成	天津奥锐特 总经理	天津奥锐特 总经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 博士学位，毕业于南开大学</li> <li>• 2019 年加入奥锐特</li> </ul>
熊志刚	奥锐特分公司 总经理	奥锐特分公司 总经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 博士学位，毕业于武汉大学</li> <li>• 2019 年加入奥锐特</li> </ul>

来源：公司公告，公司招股书，中泰证券研究所

## 产品差异化定位，API+制剂一体化发展，重点品种放量在即

### 产品差异化定位，在研项目丰富，募投项目稳步推进

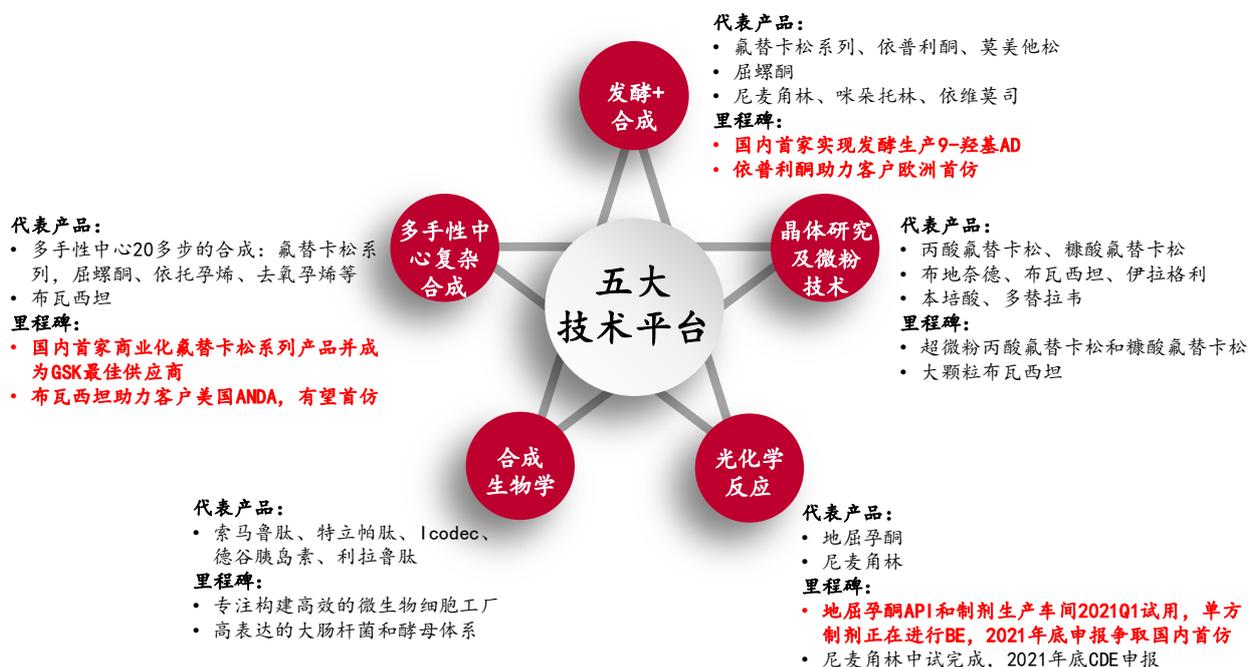
- **产品差异化定位，所选品种市场前景良好。**公司以客户需求为导向，选择市场前景良好的产品进行研发、生产和销售。依托多年积累起的五大技术平台，公司是国内较早研发并生产出丙酸氟替卡松、依普利酮、普瑞巴林等原料药和中间体的企业，此外还完成了醋酸阿比特龙、地屈孕酮、TAF 等数个系列原料药产品研发与工艺开发。

图表 11: 奥锐特主要药(产)品基本情况

细分行业	主要治疗领域	药(产)品名称	适应症或功能主治	注册情况	主要客户
原料药	心血管类	依普利酮	用于心血管疾病的治疗, 降低血压、治疗心衰	北美、欧洲、东南亚	Welding、Synthon、Apotex、Piramal
原料药	呼吸系统类	丙酸氟替卡松	用于哮喘、呼吸道疾病, 鼻炎的治疗	欧洲	GSK、Hovione、Cipla、Apotex、Sterling、HIKMA
原料药	抗感染类	替诺福韦	用于治疗艾滋病及乙肝	WHO	Cipla、NORTEC
原料药	神经系统类	普瑞巴林	用于抗癫痫、止痛及抗焦虑, 神经痛	欧洲、东南亚、南美	Sanofi、Welding、LAB PISA、ASOFARMA、ROEMMERS
原料药	抗肿瘤类	醋酸阿比特龙	用于前列腺癌的治疗	北美、欧洲	Welding、Synthon、Apotex、AET

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 奥锐特五大技术平台



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

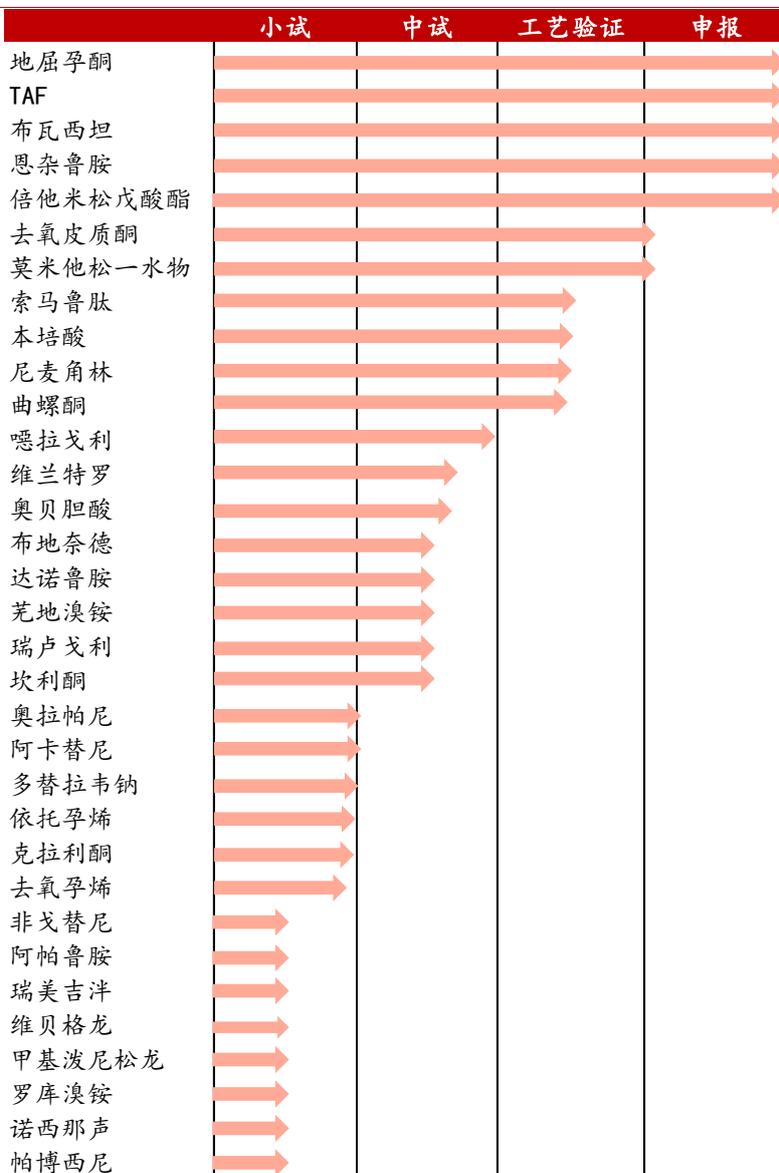
■ 坚持研发投入, 丰富的在研项目有望带来长期成长性。公司持续投入研发, 研发费用占营收比重逐年上升, 从 2016 年的 3.03% 增加到 2020 年的 6.56%, 2020 年研发费用达 4735 万元, 2016-2020 年 CAGR 为 27.53%。公司产品管线丰富, 目前 API 在研项目中地屈孕酮、TAF、布瓦西坦、恩杂鲁胺、倍他米松戊酸酯已完成申报, 去氧皮质酮、莫米他松一水物完成工艺验证, 索马鲁肽、本培酸、尼麦角林、曲螺酮处于工艺验证阶段, 布地奈德、依托孕烯、去氧孕烯等多个 API 项目处于中试或小试阶段; 制剂项目中除地屈孕酮片之外, 索马鲁肽注射液、依普利酮片、多替拉韦钠片等处于小试阶段, 并且都有对应的原料药。

图表 13: 奥锐特研发费用情况 (百万元, %)



来源: 公司公告, 公司招股书, 中泰证券研究所

图表 14: 奥锐特 API 在研项目



来源: 公司招股书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 奥锐特在研制剂产品情况

产品名称	类别	研发阶段					公司有无API
		小试	中试	工艺验证	BE/临床	申报	
地屈孕酮片	孕激素	→	→	→	→	→	有
复方地屈孕酮片	围绝经期综合征	→	→	→	→	→	有
索马鲁肽注射液	糖尿病、减肥	→	→	→	→	→	有
依普利酮片	降压、心衰	→	→	→	→	→	有
多替拉韦钠片	抗病毒	→	→	→	→	→	有

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 募投项目稳步推进, 有望远期增厚公司业绩。“原料药生产线技改项目”和“特色原料药及配套设施建设项目”全部达产后, 每年合计预计贡献销售收入 5.63 亿元, 税后净利润 1.36 亿元, 有望增厚公司业绩。

图表 16: 奥锐特募投项目及其进度 (截至 2021 年中报)

序号	拟使用募集资金建设项目	拟使用募集资金金额 (万元)	项目经济效益	目前进度
1	年产 15 吨醋酸阿比特龙、4 吨丙酸氟替卡松生产线技改项目	6, 272. 27	全部达产后预计每年贡献: • 销售收入 2.44 亿元 • 净利润 5169 万元 • 投资回收期: 4.33 年 • IRR: 46.58%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 年产 15 吨醋酸阿比特龙生产线已经完成一期建设, 形成 8 吨产能</li> <li>• 4 吨丙酸氟替卡松生产线技改项目设备正在安装中, 预计 2021 年 12 月完成安装</li> </ul>
2	年产 20 吨 TAF、10 吨倍他米松、3 吨布瓦西坦和 3 吨脱氢孕酮生产线建设项目	16, 649. 13	全部达产后预计每年贡献: • 销售收入 3.19 亿元 • 净利润 8443 万元 • 投资回收期: 4.71 年 • IRR: 32.75%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 3 吨脱氢孕酮生产线设备已于 2021 年 2 月完成设备安装及调试, 3 月进行试生产;</li> <li>• 10 吨倍他米松生产线已于 2021 年 3 月完成设备安装和调试;</li> <li>• 20 吨 TAF 和 3 吨布瓦西坦 2021 年 4 月完成设备调试, 布瓦西坦 5 月开始进行试生产。目前脱氢孕酮和布瓦西坦试生产正常, 产能质量达到设计要求, 符合预期, 计划在 2021 年 9 月中下旬进行项目的“三同时”(“同时设计、同时施工、同时投产使用”)验收工作</li> </ul>
3	扬州奥锐特药业有限公司新建中试实验中心项目	2, 482. 73		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中试实验中心项目设备安装及调试在今年一季度完成, 已于 2021 年 4 月投入试运行, 运行正常, 达到设计要求, 计划在 2021 年 9 月中下旬进行项目的“三同时”验收工作</li> </ul>
4	补充流动资金	3, 000. 00		
小计		28, 404. 13		

来源: 公司公告, 公司招股书, 中泰证券研究所

### 重点品种放量在即, 逐渐进入收获期

- 核心品种——丙酸氟替卡松: 由中间体往原料药拓展, 制剂强劲需求带动下, 销量有望持续增长。

(1) 制剂: 全球销售额维持在接近 90 亿美元, 作为哮喘控制药物, 需要长期服用, 市场需求有望持续强劲。

➢ ICS/LABA 是中重度哮喘的首选控制药物。丙酸氟替卡松是由 GSK 研发, 于 1993 年首次在英国上市的一种新型糖皮质激素, 临床应用用于治疗哮喘、过敏性鼻炎、慢性阻塞性肺炎 (COPD)、特应性皮炎等。其主要剂型有干粉、吸入剂、气雾剂、喷雾剂、滴鼻剂和乳

膏剂等,明星产品包括 GSK 的沙美特罗替卡松粉吸入剂(舒利迭)、沙美特罗替卡松气雾剂(舒利迭)、丙酸氟替卡松鼻喷雾剂(辅舒良)、丙酸氟替卡松粉雾剂(辅舒酮)等。我国《支气管哮喘防治指南 2020》指出,糖皮质激素是最有效的控制哮喘气道炎症的药物。慢性持续期哮喘主要通过吸入和口服途径给药,吸入为首选途径。吸入性糖皮质激素(ICS)局部抗炎作用强,药物直接作用于呼吸道,所需剂量较小,全身性不良反应较少。GINA(全球哮喘防治倡议)2019 指出,规律使用 ICS 是哮喘治疗的基石,ICS/LABA 是中重度哮喘的首选控制药物。由于控制药物需要长期服用,因此市场需求有望持续强劲。

图表 17: 丙酸氟替卡松常见剂型



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

图表 18: 《支气管哮喘防治指南 2020》哮喘治疗药物推荐

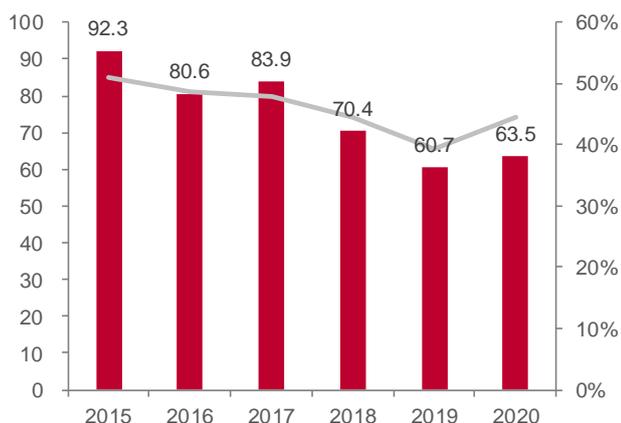
分类	所属类别	药物
控制药物	ICS	二丙酸倍氯米松、布地奈德、环索奈德、丙酸氟替卡松、糠酸莫米松、糠酸氟替卡松等
	LABA	福莫特罗、茚达特罗、维兰特罗、奥达特罗、沙美特罗等
	全身性激素	泼尼松等
	缓释茶碱	氨茶碱缓释片等
	色甘酸钠	色甘酸钠
	白三烯调节剂	白三烯受体拮抗剂(LTRA)、5-脂氧合酶抑制剂
缓解药物	甲磺司特	甲磺司特
	SABA	沙丁胺醇、特布他林、丙卡特罗、班布特罗等
	SAMA	异丙托溴铵
	LAMA	噻托溴铵
	短效茶碱	多索茶碱、氨茶碱、双羟丙茶碱等
重度哮喘的附加治疗药物	全身性激素	泼尼松等
	生物靶向药物	抗 IgE 单克隆抗体、 抗 IL-5 单克隆抗体(美泊利单抗(mepolizumab)等)、 抗 IL-5R 单克隆抗体(贝那利单抗(benralizumab)等)、 抗 IL-4R 单克隆抗体(度匹鲁单抗(Dupilumab)等)
	大环内酯类药物	阿奇霉素

来源:《支气管哮喘防治指南 2020》, 中华结核和呼吸杂志, 中泰证券研究所

- 尽管原研专利到期多年,丙酸氟替卡松制剂仍旧保持接近 90 亿美元的年销售额。根据医药魔方数据,目前全球哮喘/COPD 药物市场中,ICS/LABA(吸入性糖皮质激素/长效 $\beta$ 2受体激动剂)的二联用药占主要地位,在控制药物和缓解药物中的占比基本保持在 40% 以上,ICS/LABA 目前主要有 GSK 的 Advair Discus(舒利迭),丙酸

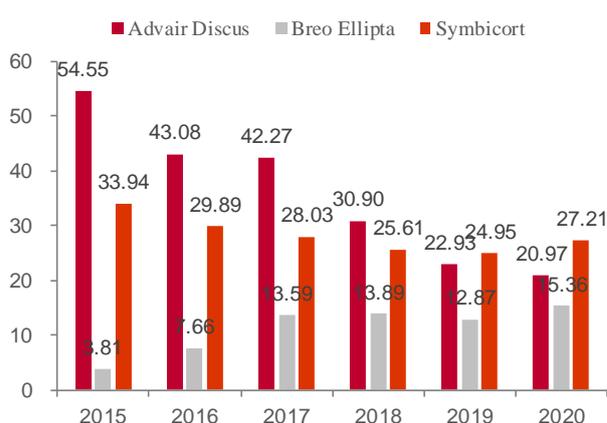
氟替卡松/沙美特罗)、Breo Ellipta(糠酸氟替卡松/维兰特罗)和阿斯利康的 Symbicort (福莫特罗/布地奈德), 舒利迭销售额几乎一直保持领先, 2020 年为 20.97 亿美元。尽管原研 GSK 的辅舒酮和舒利迭分别于 2011、2013 年到期, 但 NEWPORT PREMIUM 数据显示, 丙酸氟替卡松制剂年销售额仍维持在接近 90 亿美元, 2020 年为 88 亿美元。从 2020 年北美市场销售情况来看, 丙酸氟替卡松玩家主要有 GSK、HIKMA、APOTEX 等, 2020 年销售额分别为 24.91、4.33、2.97 亿美元, 占比分别为 72%、12%、9%, 合计占比 93%。

图表 19: ICS/LABA 在全球哮喘/COPD 药物市场中的销售额及占比 (亿美元, %)



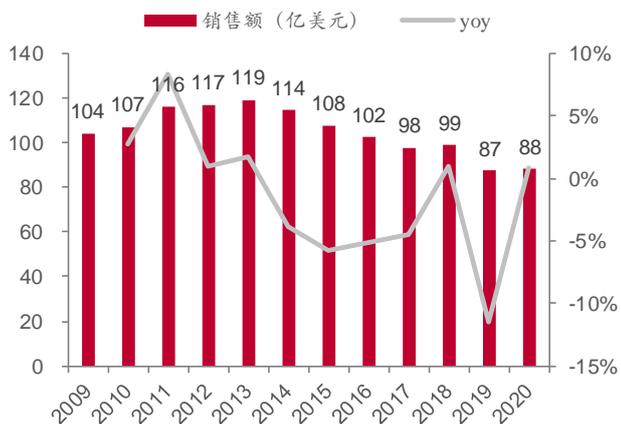
来源: 医药魔方, 中泰证券研究所

图表 20: ICS/LABA 主要产品销售额 (亿美元)



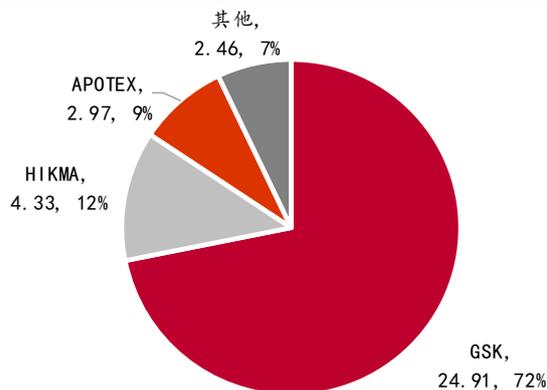
来源: 医药魔方, 中泰证券研究所

图表 21: 丙酸氟替卡松制剂全球销售额 (亿美元, %)



来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

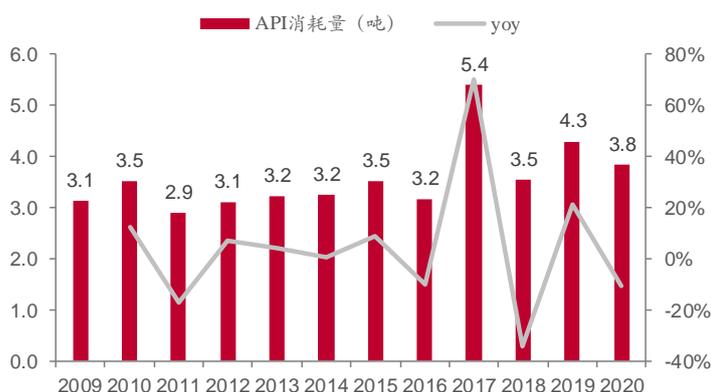
图表 22: 2020 年丙酸氟替卡松北美市场销售规模 (亿美元, %)



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

**(2) API 及中间体:** 全球每年消耗量约 4 吨, 生产厂家集中在国内和印度。NEWPORT PREMIUM 数据显示, 丙酸氟替卡松 API 全球消耗量保持在 4 吨左右, 2020 年为 3.8 吨。全球生产厂家众多, 根据奥锐特招股书披露, 丙酸氟替卡松原料药全球共有 15 家公司取得欧盟 CEP 证书, 共有 20 家公司持有“激活”状态的美国 DMF, 主要生产企业包括国外的 Cipla、AARTI、CORAL、Sterling、FRMABIOS、Hovione 等公司以及国内的奥锐特等。

**图表 23: 丙酸氟替卡松 API 全球消耗量 (吨, %)**



来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

(3) 奥锐特 API 合成采用自有专利, 是全球极少数能够从基本物料经 20 步左右的反应 (合成加多步发酵) 一直生产到 API 的公司, 具有成本优势与供应链优势, 随着国外合作客户增多以及国内企业制剂逐渐报批, 销量有望持续增长, 募投项目达产预计带来新增长点。公司自 2013 年开始丙酸氟替卡松原料药及中间体的研发, 以自产的氟美松为主要起始物料, 通过自有专利经多步反应生成丙酸氟替卡松, 工艺成熟稳定, 质量稳定, 满足国际主流医药市场的要求, 目前已获得中国 GMP 证书、欧盟 CEP 证书, 向 FDA 递交了 DMF 文件。公司的氟美松、丙酸氟替卡松 API 及中间体主要销往欧美地区, 招股书披露的主要客户包括 GSK、Hovione、Cipla、Apotex、Sterling 等国际知名大药企, 此外公司亦不断开拓如 HIKMA、SANDOZ 等国际客户。国内市场方面, CDE 官网显示, 目前长风药业、GSK 等申报的制剂在 CDE 审评中。公司的丙酸氟替卡松 2017、2018 年的全球市占率分别达到 38.25%、30.65%, 氟美松、丙酸氟替卡松原料药出口金额占国内同类产品总出口金额的比例分别在 70%和 90%以上。在不断开拓国际客户, 以及国内企业制剂逐渐报批之下, 公司丙酸氟替卡松 API 销量有望持续增长。同时, 公司募投项目之一的丙酸氟替卡松原料药生产线技改项目, 达产后将新增 4 吨/年的产能, 预计带来新增长点。

**图表 24: 丙酸氟替卡松的合成工艺流程 (奥锐特专利)**



来源: 公司招股书, 中泰证券研究所

**图表 25: 奥锐特丙酸氟替卡松 API 全球市占率 (吨, %)**


来源: IMS, 公司招股书, 中泰证券研究所

**图表 26: 丙酸氟替卡松制剂 CDE 在审品种信息**

序号	受理号	药品名称	药品类型	申请类型	注册分类	企业名称	CDE 承办日期
1	JYHZ2100618	丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液	化药	进口再注册		苏州亿腾药品销售有限公司	2021/9/7
2	CYHL2101020	丙酸氟替卡松吸入粉雾剂	化药	仿制	3	润生药业有限公司	2021/8/9
3	JYHB2101211	丙酸氟替卡松鼻喷雾剂	化药	补充申请		GlaxoSmithKline, S.A.; 中美天津史克制药有限公司; Glaxo Wellcome, S.A.	2021/6/25
4	CYHS2100131	盐酸氮卓斯汀丙酸氟替卡松鼻喷雾剂	化药	仿制	3	长风药业股份有限公司	2021/1/29
5	JYHB2100026	丙酸氟替卡松吸入气雾剂	化药	补充申请		GlaxoSmithKline Australia Pty Ltd.; Glaxo Wellcome SA; 葛兰素史克(中国)投资有限公司	2021/1/8
6	JYHB2100027	丙酸氟替卡松吸入气雾剂	化药	补充申请		GlaxoSmithKline Australia Pty Ltd.; Glaxo Wellcome SA; 葛兰素史克(中国)投资有限公司	2021/1/8

来源: CDE, 中泰证券研究所

- **核心品种二——依普利酮: 奥锐特市占率 2018 年已超过 75%, 未来有望贡献稳定业绩。**

**(1) 制剂: 全球每年销售额已接近 4 亿美元, 2009-2020 年 CAGR 6.1%。**

依普利酮由辉瑞研发, 2002 年获美国 FDA 批准上市, 商品名为 Inspra, 用于治疗轻中度原发性高血压、心肌梗塞引发的充血性心力衰竭患者和高血压。目前国内外广泛应用的抗高血压药物主要包括利尿剂、钙离子拮抗剂 (CCB)、血管紧张素转换酶抑制剂 (ACEI)、血管紧张素 II 受体拮抗剂 (ARB) 和  $\beta$  受体阻滞剂五大类, 以及由上述药物组成的固定配比复方制剂。依普利酮作为利尿剂类药物, 既无钙拮抗剂常见的踝部水肿、ACEI 常见的持久干咳等副作用, 亦无螺内酯常见的雌激素样不良反应, 可以增加高血压患者的治疗顺从性。其突出优点是对联用多种降压药未能控制的重度高血压, 加用依普利酮可使血压明显降低。对严重心力衰竭和心肌梗死病人, 依普利酮与 ACEI 和  $\beta$ -受体阻滞剂联用可提高生活质量和降低死亡率。NEWPORT PREMIUM 数据显示, 全球依普利酮制剂销售平稳增长, 从 2009 年的 1.8 亿美元增长到 2020 年的 3.5 亿美元, CAGR 为 6.1%。

**图表 27: 全球依普利酮制剂销售情况 (亿美元)**


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

**(2) API 及中间体:** 全球消耗量保持较快增长, 2020 年接近 20 吨, 玩家稀少。NEWPORT PREMIUM 数据显示, 全球依普利酮 API 消耗量从 2009 年的 4.1 吨增长到 2020 年的 19.0 吨, CAGR 达 15%。目前全球共有 5 家公司取得欧盟 CEP 证书, 共有 4 家公司持有“激活”状态的美国 DMF, 主要玩家包括奥锐特、MSN、Industriale Chimica 和 HETERO 等。

**图表 28: 全球依普利酮 API 消耗量 (吨, %)**


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

**图表 29: 依普利酮 API 美国 DMF 持证商情况**

DMF 文号	状态	类型	提交日期	持证商	品种名称
19715	A	II	2006/9/8	INDUSTRIALE CHIMICA SRL	EPLERENONE
23466	A	II	2010/1/20	MSN LABORATORIES PRIVATE LTD	EPLERENONE [ROUTE CODE: PL]
<b>27672</b>	<b>A</b>	<b>II</b>	<b>2013/12/25</b>	<b>AURISCO PHARMACEUTICAL CO LTD</b>	<b>EPLERENONE</b>
32998	A	II	2018/11/30	INDUSTRIALE CHIMICA SRL	EPLERENONE PH. EUR.
33832	A	II	2019/5/20	HETERO LABS LTD	EPLERENONE

来源: FDA, 中泰证券研究所

图表 30: 依普利酮 API 欧盟 CEP 持证商情况

物质编号	品种名称	持证商	登记号	登记日期	状态
2765	Eplerenone	ZHEJIANG PURE PHARMACEUTICAL CO., LTD. CN 317 306 Xianju	R0-CEP 2017-276-Rev 01	09/07/2021	VALID
2765	Eplerenone	MSN LABORATORIES PRIVATE LIMITED IN 502 329 Rudraram Village	R0-CEP 2015-312-Rev 02	09/07/2018	VALID
2765	Eplerenone	HETERO LABS LIMITED IN 500 018 Hyderabad	R0-CEP 2019-263-Rev 00	06/04/2021	VALID
2765	Eplerenone	AURISCO PHARMACEUTICAL CO., LTD. CN 317 200 Tiantai	R1-CEP 2015-268-Rev 00	06/01/2021	VALID
2765	Eplerenone Process code - EPLB	AURISCO PHARMACEUTICAL CO., LTD. CN 317 200 Tiantai	R0-CEP 2019-028-Rev 01	26/10/2020	VALID
2765	Eplerenone	Industriale Chimica S.R.L. IT 21047 Saronno	R0-CEP 2017-004-Rev 02	04/10/2019	VALID
2765	Eplerenone	ZHEJIANG XIANJU PHARMACEUTICAL CO., LTD. CN 317 300 Xianju	R0-CEP 2015-328-Rev 01	24/03/2021	VALID

来源: EDQM, 中泰证券研究所

(3) 奥锐特 API 市占率 2018 年已超过 75%，竞争者少，未来有望贡献稳定业绩。奥锐特是同时拥有欧盟 CEP 证书和美国 DMF 的厂家，其他主要玩家 MSN 和 Industriale Chimica 同时也向奥锐特采购关键中间体。据公司招股书及 NEWPORT PREMIUM 数据，2017、2018 年奥锐特依普利酮 API 销售量分别为 8.5、11.7 吨，同期全球 API 消耗量分别为 13.7、15.4 吨，奥锐特市占率分别为 61.6%、75.5%，是最主要玩家。奥锐特凭借先发优势进入主要客户供应链，竞争者较少。

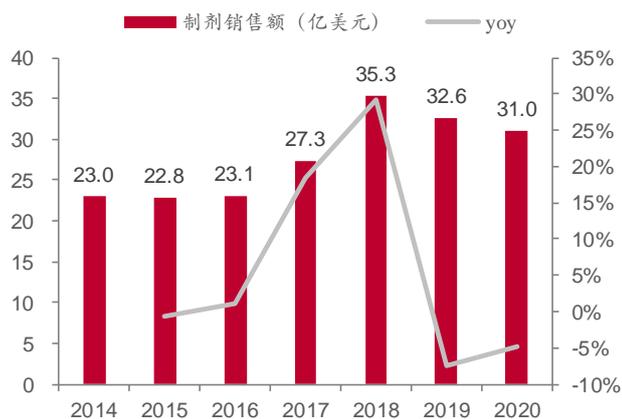
图表 31: 奥锐特依普利酮 API 销量及全球市占率 (吨, %)



来源: NEWPORT PREMIUM, 公司招股书, 中泰证券研究所

### ■ 已申报大品种醋酸阿比特龙、恩杂鲁胺 API 市场前景广阔。

- 1) 醋酸阿比特龙: 制剂专利已于 2021 年 7 月到期, API 放量在即。醋酸阿比特龙片由美国强生公司研发, 最早于 2011 年 4 月 28 日获美国 FDA 批准上市, 商品名 ZYTIGA, 用于治疗去势抵抗前列腺癌。NEWPORT PREMIUM 数据显示, 醋酸阿比特龙片全球销售额稳定上升, 以 CAGR 5.1% 由 2014 年的 23 亿美元增加到 2020 年的 31 亿美元, 对应 API 用量则以 CAGR 17.1% 由 2014 年的 14 吨增长到 2020 年的 36.1 吨。FDA 数据显示, 制剂已于 2021 年 7 月到期, 目前包括原研在内, 共有 APOTEX、DR REDDYS LABORATORIES、HIKMA、MSN、MYLAN、齐鲁制药等 13 家企业持有“激活”状态的批文, API 方面有奥锐特、STERLING、MSN、DR REDDYS、INDUSTRIALE CHIMICA 等近 20 家企业持有“激活”状态的美国 DMF。奥锐特经过跟国外客户多年的合作跟进, API 随制剂专利到期放量在即。

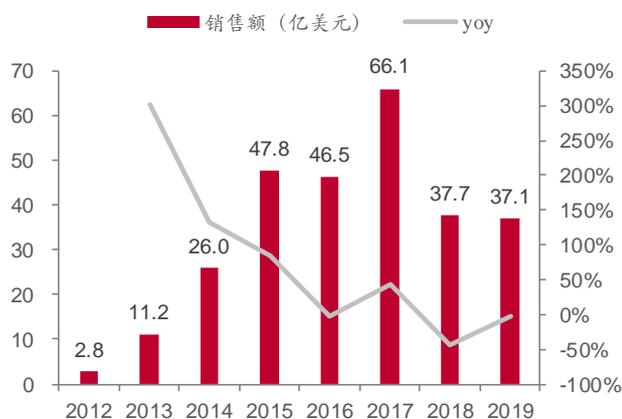
**图表 32: 醋酸阿比特龙片全球销售额 (亿美元)**


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

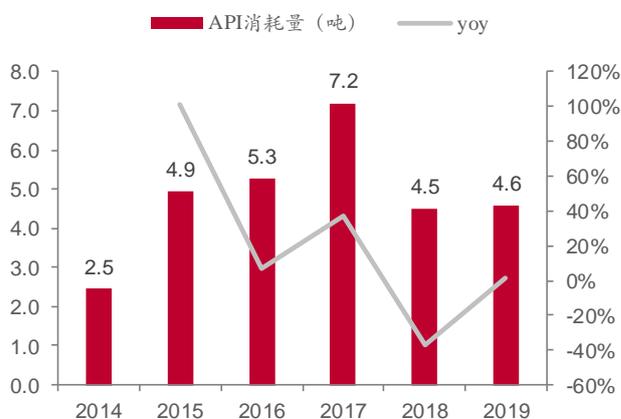
**图表 33: 醋酸阿比特龙 API 全球消耗量 (吨)**


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

- **2) 恩杂鲁胺: 制剂 40 亿美元大品种, 国外专利 2026、2027 年到期, 国内多家企业制剂申报中, API 具有放量潜力。**恩杂鲁胺由 Astellas 和 Medivation (2016 年被辉瑞收购) 研发, 2012 年 8 月获美国 FDA 批准上市, 商品名 Xtandi, 用于治疗去势抵抗前列腺癌。NEWPORT PREMIUM 数据显示, 恩杂鲁胺制剂全球销售额快速增长, 以 CAGR 44.7% 从 2012 年的 2.8 亿美元增长到 2019 年的 37.1 亿美元, 对应 API 消耗量以 CAGR 13.2% 从 2014 年的 2.5 吨增长到 2019 年的 4.6 吨。FDA 数据显示, 目前仅 Astellas 和 ACTAVIS 两家企业持有“激活”状态的制剂批文, 制剂专利在 2026、2027 年到期; 国内方面, CDE 官网显示多家企业的制剂已获受理。API 方面有 DR REDDYS、TEVA、MYLAN、SHILPA、MSN、CIPLA、奥锐特等 12 家企业持有“激活”状态的美国 DMF。奥锐特是国内第一家激活 DMF 的 API 企业, 伴随着国外制剂专利陆续到期以及国内企业制剂获批, 公司的恩杂鲁胺 API 具有放量潜力。

**图表 34: 恩杂鲁胺制剂全球销售额 (亿美元)**


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

**图表 35: 恩杂鲁胺 API 全球消耗量 (吨)**


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 36: 恩杂鲁胺制剂 CDE 受理情况

序号	受理号	药品名称	药品类型	申请类型	注册分类	企业名称	CDE 承办日期
1	JTH1800397	恩杂鲁胺	化药			Laurus Labs Limited; 沈阳红旗制药有限公司	2018/11/15
2	CXHL1501261	恩杂鲁胺软胶囊	化药	新药	3.1	山西振东制药股份有限公司; 北京振东光明药物研究院有限公司	2015/7/17
3	CXHL1501260	恩杂鲁胺	化药	新药	3.1	山西振东制药股份有限公司; 北京振东光明药物研究院有限公司	2015/7/17
4	CXHL1500933	恩杂鲁胺	化药	新药	3.1	江西青峰药业有限公司	2015/6/11
5	CXHL1500934	恩杂鲁胺软胶囊	化药	新药	3.1	江西青峰药业有限公司	2015/6/11
6	CXHL1500356	恩杂鲁胺软胶囊	化药	新药	3.1	上海星泰医药科技有限公司	2015/5/28
7	CXHL1500651	恩杂鲁胺	化药	新药	3.1	江苏豪森药业集团有限公司	2015/4/24
8	CXHL1500653	恩杂鲁胺软胶囊	化药	新药	3.1	江苏豪森药业集团有限公司	2015/4/24
9	CXHL1500115	恩杂鲁胺	化药	新药	3.1	桂林南药股份有限公司; 上海星泰医药科技有限公司	2015/3/6
10	CXHL1500217	恩杂鲁胺	化药	新药	3.1	连云港润众制药有限公司; 正大天晴药业集团股份有限公司	2015/2/26
11	CXHL1500218	恩杂鲁胺胶囊	化药	新药	3.1	正大天晴药业集团股份有限公司	2015/2/26
12	CXHL1500016	恩杂鲁胺	化药	新药	3.1	南京海纳医药科技有限公司	2015/1/27
13	CXHL1500017	恩杂鲁胺软胶囊	化药	新药	3.1	南京海纳医药科技有限公司	2015/1/27
14	CXHL1400305	恩杂鲁胺软胶囊	化药	新药	3.1	四川科伦药物研究院有限公司	2014/4/3
15	CXHL1400304	恩杂鲁胺	化药	新药	3.1	四川科伦药物研究院有限公司	2014/4/2

来源: CDE, 中泰证券研究所

图表 37: 恩杂鲁胺 API 美国 DMF 持证商情况

DMF 文号	状态	类型	提交日期	持证商	品种名称
29062	A	II	2015/3/23	SAI LIFE SCIENCES LTD	4-((2-CYANOPROPAN-2-YL) AMINO)- 2-FLUORO-N-METHYLBENZAMIDE (ENZALUTAMIDE INTERMEDIATE)
29117	A	II	2015/3/31	DR REDDYS LABORATORIES LTD	ENZALUTAMIDE
29872	A	II	2016/5/24	TEVA PHARMACEUTICAL INDUSTRIES LTD	ENZALUTAMIDE
30010	A	II	2015/11/28	MYLAN LABORATORIES LTD	ENZALUTAMIDE
30260	A	II	2016/3/17	SHILPA MEDICARE LTD	ENZALUTAMIDE
30279	A	II	2016/2/29	MSN LABORATORIES PRIVATE LTD	ENZALUTAMIDE [ROUTE CODE "EI"]
30304	A	II	2016/3/29	CADILA HEALTHCARE LTD	ENZALUTAMIDE
30644	A	II	2016/7/9	SCINOPHARM TAIWAN LTD	ENZALUTAMIDE
31196	A	II	2016/12/30	LAURUS LABS LTD	ENZALUTAMIDE
34489	A	II	2019/12/31	CADILA HEALTHCARE LTD	ENZALUTAMIDE (PROCESS II)
<b>34886</b>	<b>A</b>	<b>II</b>	<b>2020/6/24</b>	<b>AURISCO PHARMACEUTICAL CO LTD</b>	<b>ENZALUTAMIDE</b>
35143	A	II	2020/9/26	CIPLA LTD	ENZALUTAMIDE
35618	A	II	2021/4/28	AARTI INDUSTRIES LTD	ENZALUTAMIDE

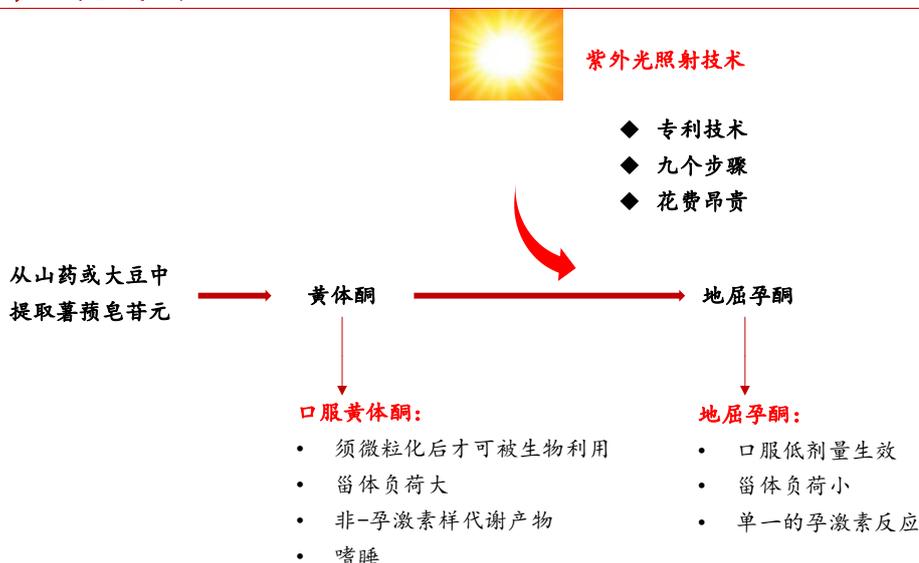
来源: FDA, 中泰证券研究所

- **潜力重磅品种地屈孕酮: API+制剂一体化发展, 制剂有望国内首仿上市, 与原研共享庞大市场。**

- **API:** 利用自有专利技术突破商业化生产难题, 有望快速抢占市场份额。地屈孕酮为多环甾体类化合物, 合成工艺复杂, 包括发酵、合成、光化学反应等, 副反应多, 目标产物产率低, 目前仅 Solvay Pharmaceuticals 公司 (已被雅培收购) 能够商

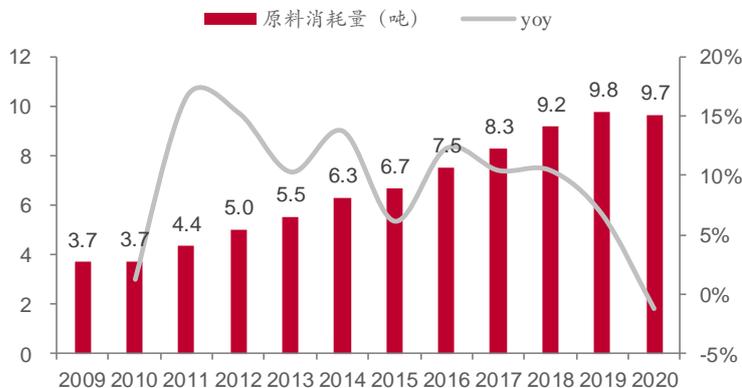
业化生产。NEWPORT PREMIUM 数据显示，2009-2020 年全球地屈孕酮 API 消耗量从 3.7 吨增长到 9.7 吨，CAGR 达 9.1%。奥锐特是目前为止全球极少数可以商业化生产地屈孕酮 API 的企业，2021 年 4 月已有一些销售。公司招股书披露的募投项目设计产能 3 吨/年。

图表 38: 地屈孕酮的合成过程



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 39: 地屈孕酮原料药全球消耗量 (吨, %)



来源：NEWPORT PREMIUM，中泰证券研究所

➢ **制剂:** 地屈孕酮选择性高，耐受性好，未来有望成为孕激素领域的主流用药品种，奥锐特地屈孕酮片有望国内首仿上市，凭借 API+制剂一体化优势有望与原研共享庞大市场，并借此陆续推出更多的女性健康类制剂产品。地屈孕酮片为孕激素类药，用于治疗内源性孕酮不足引起的疾病，如痛经、子宫内膜异位症、继发性闭经、月经周期不规则、功能失调性子宫出血、经前期综合征、孕激素缺乏所致先兆性流产或习惯性流产、黄体不足所致不孕症。相比于其他孕激素，地屈孕酮具有高选择性，不与雄激素、糖皮质激素和盐皮质受体结合而产生副作用，对

肝功能、血脂及凝血功能无不良影响，与阴道内用药相比更方便，耐受性更佳。地屈孕酮原研为 Solvay Pharmaceuticals (已被雅培收购)，于 1961 年首次入市以来，目前已在全球 100 多个国家上市，估计已累计用于超过 4000 万患者。其包括两款产品，分别是单方的地屈孕酮片（达芙通）和复方的雌二醇片/雌二醇地屈孕酮片（芬吗通）。NEWPORT PREMIUM 数据显示，达芙通 2009-2020 年全球销售额从 1.6 亿美元增长到 4.3 亿美元，CAGR 达 9.2%。我国公立医院终端达芙通销售额 2019 年销售额已经突破 10 亿元（放大样本医院），芬吗通销售额也稳步增加，2020 年达到 2.3 亿元（放大样本医院）。奥锐特地屈孕酮单方制剂正在进行 BE，计划 2021 年底递交国内注册，有望国内首仿上市，复方制剂计划 2022 年递交国内注册。

图表 40: 常用孕激素优缺点比较

孕激素	作用	不足
黄体酮	由卵巢黄体分泌的一种天然孕激素，临床用于先兆性流产、习惯性流产等闭经或闭经原因的反应性诊断等，与雌激素联合使用治疗更年期综合症	<ul style="list-style-type: none"> <li>口服在胃肠道及肝脏迅速破坏</li> <li>可有头晕、头痛、恶心、抑郁、乳房胀痛等</li> <li>长期应用可引起子宫内膜萎缩、月经量减少，并容易发生阴道霉菌感染</li> <li>肝病者不能口服</li> </ul>
醋酸甲地孕酮-妇宁片	用于治疗闭经、功能性出血、子宫内膜异位症、子宫内膜癌等	<ul style="list-style-type: none"> <li>可引起子宫内膜的腺体发育不良，从而影响胚胎正常的生长发育</li> </ul>
醋酸甲羟孕酮 (安宫黄体酮)	用于痛经、功能性闭经、功能性子宫出血、子宫内膜异位症、治疗晚期乳腺癌、子宫内膜腺癌及肾癌等	<ul style="list-style-type: none"> <li>可引起子宫内膜的腺体发育不良，从而影响胚胎正常的生长发育</li> <li>会引起一定程度体液滞留等</li> </ul>
醋酸环丙孕酮	是一种抗雄激素制剂，可抑制雄激素的作用，表现出孕激素和抗促性腺激素的作用，与戊酸雌二醇联合序贯应用激素替代治疗法	<ul style="list-style-type: none"> <li>治疗期间，卵巢功能被抑制</li> <li>使用较高剂量的醋酸环丙孕酮时，催乳素水平有轻度升高的倾向</li> </ul>
屈螺酮	一种高效、低毒、无副作用的新一代甾体类避孕药	<ul style="list-style-type: none"> <li>具有抗盐皮质激素和抗雄激素的作用</li> <li>近期被爆出有导致血栓和中风危险</li> </ul>
地屈孕酮	为逆转孕酮，只与孕激素受体结合，无雄激素或抗雄激素活性，被视为“中性孕激素”	<ul style="list-style-type: none"> <li>也可能发生其它发生在孕激素治疗中的不良反应，但都较轻</li> </ul>

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 41: 地屈孕酮片 (达芙通) 和雌二醇片/雌二醇地屈孕酮片 (芬吗通)



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 42: 地屈孕酮片全球销售额 (亿美元, %)



来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 43: 我国公立医院达芙通销售额 (放大样本医院)



来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 44: 我国公立医院芬吗通销售额 (放大样本医院)

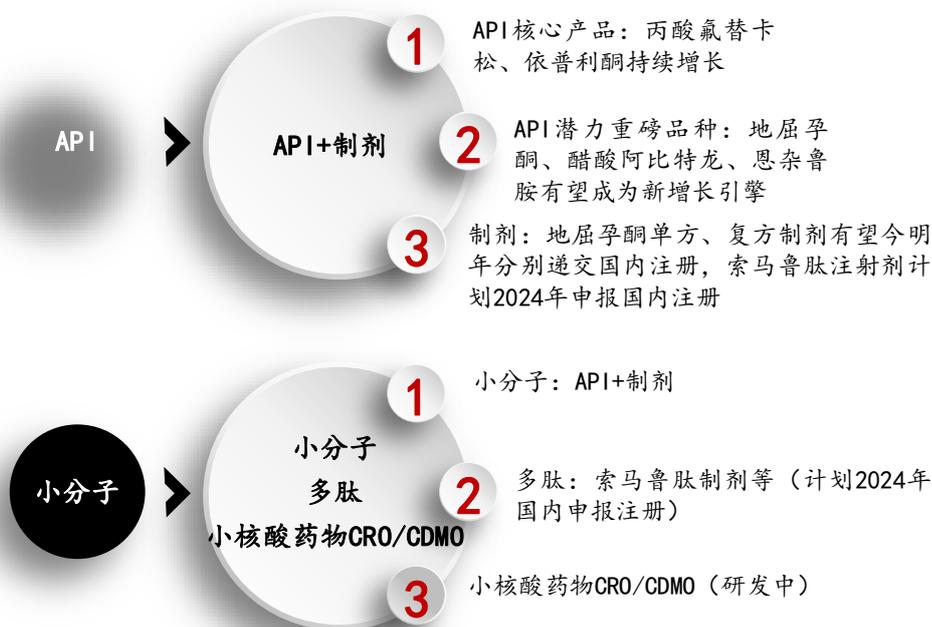


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

## 拓展多肽、小核酸药物 CRO/CDMO 业务, 打造新增长点

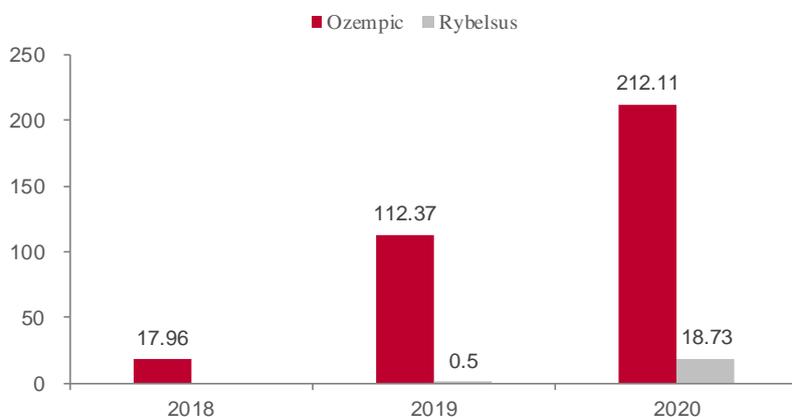
- 进行索马鲁肽 API 及制剂的研发, 拓展多肽业务。索马鲁肽由诺和诺德 (Novo Nordisk) 研发, 其适应症目前主要有降糖和减肥, 降糖产品包括注射液和口服片剂, 分别由 FDA 在 2017 年 12 月、2019 年 9 月批准用于成人 2 型糖尿病的血糖控制, 商品名分别为 Ozempic、Rybelsus, 主要专利 2026 年到期, 2020 年两个产品销售额分别为 212.11 亿丹麦克朗、18.73 亿丹麦克朗, 合计 230.84 亿丹麦克朗, 约合 36.47 亿美元 (按 1 丹麦克朗=0.1580 美元计算); 减肥产品为注射剂, 由 FDA 在 2021 年 6 月 4 日批准, 商品名 Wegovy, 专利陆续在 2026、2029、2033、2038 年到期。目前公司索马鲁肽 API 在工艺验证阶段, 注射液在小试阶段。

图表 45: 奥锐特发展战略



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 46: 诺和诺德索马鲁肽全球销售额 (亿丹麦克朗)



来源：诺和诺德年报，Bloomberg，中泰证券研究所

- **设立上海奥锐特生物科技有限公司，拓展小核酸 CRO/CDMO 业务。**公司 2021 年 7 月 8 日公告,以自有资金 6000 万元投资设立上海奥锐特生物科技有限公司,为全球的客户提供小核酸药物从实验室研发、工艺开发、临床阶段生产直至商业化的一站式服务。小核酸药物由核苷酸序列构成,其作用于 mRNA,通过干扰靶标基因的表达来实现疾病治疗,主要有 RNAi (RNA 干扰) 药物和 ASO (反义寡核苷酸) 药物两类。与传统药物相比,小核酸药物具有靶向特异性强、高效、长效、药物设计简便、研发周期短、候选靶点丰富、适应证分布广等优势。据 Frost &

Sullivan 分析, 截至目前, 全球共有 14 款广义范围内的小核酸药物获批上市, 包括 8 款 ASO 药物 (两款已退市)、4 款 siRNA 药物, 1 款核酸适配体药物 (已退市) 和 1 款寡核苷酸药物 (去纤维脱氧核苷酸), 涉及公司包括 IONIS、SAREPTA、NIPPON SHINYAKU、Alnylam、PFIZER、Jazz Pharmaceuticals 等, 2019 年销售额合计达到 27.34 亿美元。

图表 47: 全球已上市小核酸药物情况

公司	通用名	商品名	药物类型	靶点	适应症	获批时间	2019 年全球销售 (百万美元)
IONIS	Fomivirsen	Vitravene <sup>®</sup>	ASO	HCMV	巨细胞病毒视网膜炎	1998 (美国)	已退市
IONIS	Mipomersen	Kynamro <sup>®</sup>	ASO	APOB	纯合子家族性高胆固醇血症	2013 (美国)	已退市
IONIS	Nusinersen	Spinraza <sup>®</sup>	ASO	SMN2	脊髓性肌萎缩症	2016/12/23 (美国) 2019/2/22 (中国)	2,097.00
SAREPTA	Eteplirsen	Exondys 51 <sup>®</sup>	ASO	DMD (exon 51)	杜氏肌营养不良	2016/9/09 (美国)	380.7
IONIS	Inotersen	Tegsedi <sup>®</sup>	ASO	hATTR	遗传性转甲状腺素蛋白淀粉样变性多发性神经病变	2018/10/05 (美国)	42.3 (Tegsedi <sup>®</sup> +Waylivra <sup>®</sup> )
IONIS	Volanesorsen	Waylivra <sup>®</sup>	ASO	APOC3	家族性乳糜微粒血症综合征	2019/2/19 (欧洲)	42.3 (Tegsedi <sup>®</sup> +Waylivra <sup>®</sup> )
SAREPTA	Golodirsen	Vyondys 53 <sup>®</sup>	ASO	DMD (exon 53)	杜氏肌营养不良	2019/12/12 (美国)	0.13
NIPPON SHINYAKU	Viltolarsen	Viltepsos <sup>®</sup>	ASO	DMD (exon 53)	杜氏肌营养不良	2020/03/25 (日本) 2020/08/12 (美国)	NA
Alnylam	Patisiran	Onpattro <sup>®</sup>	siRNA	hATTR	遗传性转甲状腺素蛋白淀粉样变性多发性神经病变	2018/8/27 (欧洲)	166.4
Alnylam	Givosiran	GIVLAARI <sup>®</sup>	siRNA	ALAS1	急性肝卟啉症	2019/11/20 (美国)	0.15
Alnylam	lumasiran	Oxlumo <sup>®</sup>	siRNA	HAO1	1型原发性高草酸尿症 (PH1)	2020/11/24 (美国) 2020/11/19 (欧洲)	NA
Alnylam/NOVARTIS	Inclisiran	Leqvio <sup>®</sup>	siRNA	PCSK9	高胆固醇血症及混合性血脂异常	2020/12/11 (欧洲)	NA
EYETECH/PFIZER	Pegaptanib	Macugen <sup>®</sup>	核酸适配体	VEGF	w-AMD 湿性年龄相关黄斑变性	2004/12/17 (美国)	已退市
Jazz Pharmaceuticals	Defibrotide	Defitelio <sup>®</sup>	寡核苷酸药物	NA	HSCT 后肝静脉闭塞伴肾肺异常	2016/03/30 (美国)	47.8

来源: Frost &amp; Sullivan, 中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们预计公司 2021-2023 年收入 8.19、9.02、11.13 亿元, 同比增长 13.5%、10.2%、23.4%; 归母净利润 1.85、2.16、2.78 亿元, 同比增长 17.9%、16.5%、28.8%; 对应 EPS 为 0.46、0.54、0.69 元。
- 假设一: 公司营业税金及附加占营业收入百分比不变;
- 假设二: 呼吸系统类业务: ICS/LABA 是治疗哮喘/COPD 首选用药, 作为 ICS 中的优效品种, 氟替卡松系列制剂需求有望持续强劲, 带动相关 API 及中间体用量保持快速增长。我们假设丙酸氟替卡松 API 销量保持较快增长;
- 假设三: 心血管类业务: 依普利酮 API 全球消耗量稳定增长, 奥锐特市占率超过 75%, 竞争者少, 同时切入附加值更高的制剂领域, 未来 API+制剂有望贡献稳定业绩, 我们假设依普利酮 API 及中间体销量保持稳定增长;
- 假设四: 女性健康类业务: 地屈孕酮选择性高, 耐受性好, 制剂未来有望成为孕激素领域主流的用药品种, 带动 API 用量保持快速增长;
- 假设五: 制剂业务, 公司 2021 半年报披露, 脱氢孕酮片剂 7 月份启动 BE 研究, 争取国内首仿。我们预计公司脱氢孕酮片剂年底国内申报, 有望 2023 年上市。我国公立医院终端单方地屈孕酮片销售额 2019 年已经突破 10 亿元 (放大样本医院), 公司具有 API 制剂一体化优势, 有望与原研共享庞大的国内市场, 实现销售的快速增长;
- 假设六: CRO/CDMO 业务, 主要是小核酸药物 CRO/CDMO。小核酸药物相比于传统药物具有靶向特异性强、高效、长效、药物设计简便、研发周期短、候选靶点丰富、适应证分布广等优势, 未来有望成为继小

分子、单抗后的第三大类药物，市场空间广阔，据 Frost & Sullivan 分析，2019 年全球小核酸药物销售额合计达到 27.34 亿美元。公司为客户提供小核酸药物一体化外包服务，该类业务有望随着小核酸药物市场的快速发展而保持快速增长。

- 对期间费用和所得税的假设：
  - 销售费用率：随着公司 API 及制剂新产品的陆续上市，公司需要持续进行市场推广以扩大品牌影响力、带动产品销售，我们预计公司销售费用率保持稳定增长态势；
  - 管理费用率：公司持续进行人员扩充，从海内外引进人才，另外扬州奥锐特陆续转固带来折旧摊销费用增加，我们预计管理费用率保持较高水平。
- 所得税：我们认为未来三年将保持在 15.4% 左右。

图表 48: 奥锐特业务分拆预测 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>制剂</b>									
收入							100	200	300
YOY								100.00%	50.00%
%总收入							8.98%	15.06%	18.98%
毛利							40.00	79.00	117.00
%总毛利							6.85%	11.28%	13.95%
毛利率(%)							40.00%	39.50%	39.00%
<b>GRO/CDMO</b>									
收入						30	50	75	113
YOY							66.67%	50.00%	50.00%
%总收入						3.33%	4.49%	5.65%	7.12%
毛利						12.00	19.75	29.25	43.31
%总毛利						2.56%	3.38%	4.18%	5.16%
毛利率(%)						40.00%	39.50%	39.00%	38.50%
<b>呼吸系统类</b>									
收入	171.80	89.18	109.93	148.25	172.63	190.49	218.54	241.23	263.32
YOY		-48.09%	23.27%	34.85%	16.45%	10.34%	14.73%	10.39%	9.15%
%总收入	31.56%	15.50%	18.90%	20.55%	21.08%	21.12%	19.63%	18.16%	16.66%
毛利	82.89	41.28	59.62	76.62	96.93	112.02	134.76	152.98	170.49
%总毛利	31.38%	15.24%	19.98%	22.48%	23.30%	23.91%	23.06%	21.84%	20.32%
毛利率(%)	48.25%	46.28%	54.23%	51.68%	56.15%	58.81%	61.66%	63.42%	64.75%
<b>心血管类</b>									
收入	150.48	199.13	194.47	208.23	198	199	215	216	217
YOY		32.33%	-2.34%	7.07%	-4.97%	0.80%	8.02%	0.46%	0.47%
%总收入	27.64%	34.61%	33.44%	28.86%	24.16%	22.11%	19.35%	16.30%	13.76%
毛利	99.82	127.47	134.12	145.29	134.49	134.57	144.19	143.75	143.32
%总毛利	37.79%	47.07%	44.95%	42.62%	32.32%	28.72%	24.68%	20.52%	17.08%
毛利率(%)	66.34%	64.01%	68.96%	69.78%	67.96%	67.46%	66.92%	66.41%	65.90%
<b>抗感染类</b>									
收入	52.20	63.76	31.94	70.35	73.86	72.33	70.82	69.35	67.91
YOY		22.15%	-49.91%	120.25%	5.00%	-2.08%	-2.08%	-2.08%	-2.08%
%总收入	9.59%	11.08%	5.49%	9.75%	9.02%	8.02%	6.36%	5.22%	4.30%
毛利	24.33	34.50	15.04	29.27	30.37	29.37	28.41	27.47	26.56
%总毛利	9.21%	12.74%	5.04%	8.59%	7.30%	6.27%	4.86%	3.92%	3.17%
毛利率(%)	46.61%	54.11%	47.09%	41.61%	41.11%	40.61%	40.11%	39.61%	39.11%
<b>神经系统类</b>									
收入	40.15	50.52	62.13	55.03	54.00	53.00	52.02	51.06	50.12
YOY		25.82%	22.97%	-11.43%	-1.86%	-1.85%	-1.85%	-1.85%	-1.84%
%总收入	7.38%	8.78%	10.68%	7.63%	6.59%	5.88%	4.67%	3.84%	3.17%
毛利	16.95	15.99	27.61	21.57	20.91	20.27	19.65	19.04	18.45
%总毛利	6.42%	5.91%	9.26%	6.33%	5.03%	4.33%	3.36%	2.72%	2.20%
毛利率(%)	42.21%	31.65%	44.44%	39.19%	38.72%	38.24%	37.77%	37.29%	36.82%
<b>抗肿瘤类</b>									
收入			33.51	36.09	27	29	30	32	34
YOY				7.71%	-25.19%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%
%总收入			5.76%	5.00%	3.30%	3.16%	2.70%	2.39%	2.12%
毛利			16.60	22.40	16.63	17.41	18.24	19.10	20.00
%总毛利			5.56%	6.57%	4.00%	3.72%	3.12%	2.73%	2.38%
毛利率(%)			49.55%	62.08%	61.58%	61.08%	60.58%	60.08%	59.58%
<b>女性健康类</b>									
收入					90	125	173	240	332
YOY						38.60%	38.60%	38.60%	38.60%
%总收入					10.99%	13.83%	15.53%	18.04%	21.01%
毛利					72.00	99.17	136.58	188.11	259.05
%总毛利					17.31%	21.17%	23.38%	26.86%	30.88%
毛利率(%)					80.00%	79.50%	79.00%	78.50%	78.00%
<b>其他类</b>									
收入	19.62	44.91	71.69	63.32	63.32	63.32	63.32	63.32	63.32
YOY		128.87%	59.62%	-11.68%					
%总收入	3.60%	7.81%	12.33%	8.78%	7.73%	7.02%	5.69%	4.77%	4.01%
毛利	10.86	21.39	33.56	18.93	18.62	18.30	17.98	17.67	17.35
%总毛利	4.11%	7.90%	11.25%	5.55%	4.47%	3.91%	3.08%	2.52%	2.07%
毛利率(%)	55.35%	47.62%	46.81%	29.90%	29.40%	28.90%	28.40%	27.90%	27.40%
<b>贸易</b>									
收入	109.28	127.61	111.00	136.49	136.49	136.49	136.49	136.49	136.49
YOY		128.87%	59.62%	-11.68%					
%总收入	20.07%	22.18%	19.08%	18.92%	16.67%	15.13%	12.26%	10.28%	8.64%
毛利	28.58	29.87	27.95	25.39	24.70	24.02	23.34	22.66	21.97
%总毛利	10.82%	11.03%	9.37%	7.45%	5.94%	5.13%	3.99%	3.23%	2.62%
毛利率(%)	26.16%	23.41%	25.18%	18.60%	18.10%	17.60%	17.10%	16.60%	16.10%
<b>其他业务</b>									
收入	0.87	0.30	0.47	3.70	3.70	3.70	3.70	3.70	3.70
YOY		-65.72%	57.54%	685.93%					
%总收入	0.16%	0.05%	0.08%	0.51%	0.45%	0.41%	0.33%	0.28%	0.23%
毛利	0.71			1.43	1.41	1.39	1.37	1.36	1.34
%总毛利	0.27%			0.42%	0.34%	0.30%	0.24%	0.19%	0.16%
毛利率(%)	81.84%			38.67%	38.17%	37.67%	37.17%	36.67%	36.17%
<b>总计</b>									
总收入	544.40	575.41	581.63	721.44	818.89	902.04	1,113.35	1,328.04	1,580.53
YOY		5.70%	1.08%	24.04%	13.51%	10.15%	23.43%	19.28%	19.01%
总毛利	264.14	270.79	298.36	340.90	416.05	468.53	584.27	700.38	838.85
毛利率(%)	48.52%	47.06%	51.30%	47.25%	50.81%	51.94%	52.48%	52.74%	53.07%

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 49: 奥锐特期间费用率和所得税率假设 (单位: 百万元, %)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用	28.35	30.24	21.35	35.72	37.65	42.66
销售费用率%	4.93%	5.20%	2.96%	4.36%	4.17%	3.83%
管理费用	59.11	63.70	72.93	106.46	117.27	144.74
管理费用率%	10.27%	10.95%	10.11%	13.00%	13.00%	13.00%
财务费用	-5.48	-3.61	12.28	0.86	-5.87	-12.71
财务费用率%	-0.95%	-0.62%	1.70%	0.10%	-0.65%	-1.14%
所得税	27.35	20.18	28.51	33.61	39.16	50.45
所得税率%	16.66%	9.78%	15.35%	15.35%	15.35%	15.35%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 投资建议

- 我们选取作九洲药业、天宇股份、仙琚制药、司太立作为可比公司, 平均估值在 2021 年 37×左右, 目前公司股价对应 2021/2022/2023 年 29/25/19 倍 PE, 考虑公司技术扎实, 重点品种持续发力, 已申报大品种市场前景广阔, 同时储备项目丰富, 募投产能有望远期增厚业绩, 并积极延伸至制剂、多肽、小核酸药物 CRO/CDMO 领域打开成长空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表 50: 可比公司估值 (百万元)**

代码	简称	营收 (2020)	近3年营收 CAGR (%)	净利润 (2020)	近3年净利润 CAGR (%)	PE (2021)	PE (2022)	PE (2023)	总市值 (亿元)
603456.SH	九洲药业	2647.28	19.23%	380.58	55.62%	68.2	51.4	40.2	418.39
300702.SZ	天宇股份	2587.40	32.81%	667.06	101.89%	32.6	24.8	19.3	187.35
002332.SZ	仙琚制药	4018.87	5.34%	504.51	29.39%	17.3	14.1	11.4	110.00
603520.SH	司太立	1367.09	23.90%	238.73	59.64%	30.3	20.9	16.0	126.99
平均值						37.1	27.8	21.7	
605116.SH	奥锐特	721.44	11.97%	157.23	7.19%	28.9	24.8	19.3	53.65

来源: wind (截至 2021 年 9 月 19 日, 2021-2023 年估值取 wind 一致预期), 中泰证券研究所

## 风险提示

- **新产品和新工艺开发风险。**为保护竞争力、降低成本以及寻求新的盈利突破点，公司持续加大研发投入，不断进行新产品和新工艺开发。目前公司有 26 个在研产品，预计未来 3-5 年将有多产品进入注册申请阶段。新产品和新工艺开发技术难度大、前期投资高、审批周期长，公司可能面临因新产品和新工艺研发失败或未能通过注册审批从而导致的产品开发失败风险。
- **国际贸易环境变化风险。**公司收入主要来自于境外，2020 年境外收入占主营业务比例为 96%。全球经济环境复杂多变，国际形势的复杂性和未知性可能会给公司经营带来不利影响，公司可能面临着一定的国际贸易环境变化风险。
- **环保与安全生产风险。**特色原料药及中间体在生产中会产生废水、废气、固体废物等污染性排放物，国家对环保的要求日趋严格，公司可能面临环保指标不达标的风险。另外，生产过程中需要使用易燃、易爆、有毒物质等，公司可能面临因操作不当或设备老化导致的安全生产事故风险。
- **汇率波动风险。**公司产品以出口为主，可能面临因人民币汇率波动带来的汇兑损失风险。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料，可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

图表 51: 奥锐特财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	978	1163	1321	1548	<b>营业收入</b>	721	819	902	1113
现金	564	655	795	900	营业成本	381	403	434	529
应收账款	143	174	193	232	营业税金及附加	6	7	8	9
其他应收款	4	7	8	9	营业费用	21	36	38	43
预付账款	6	4	6	6	管理费用	73	106	117	145
存货	238	299	296	377	财务费用	12	1	-6	-13
其他流动资产	23	23	23	23	资产减值损失	-1	-0	-1	-0
<b>非流动资产</b>	555	509	472	429	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	400	368	334	299	<b>营业利润</b>	187	221	257	330
无形资产	42	45	45	47	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	114	96	92	83	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	1533	1672	1793	1976	<b>利润总额</b>	186	219	255	329
<b>流动负债</b>	142	149	154	178	所得税	29	34	39	50
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	157	185	216	278
应付账款	93	106	111	134	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	48	43	43	44	<b>归属母公司净利润</b>	157	185	216	278
<b>非流动负债</b>	6	4	4	4	EBITDA	232	264	294	362
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.39	0.46	0.54	0.69
其他非流动负债	6	4	4	4	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	148	153	158	182	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	401	401	401	401	营业收入	24.0%	13.5%	10.2%	23.4%
资本公积	490	490	490	490	营业利润	9.7%	17.7%	16.4%	28.6%
留存收益	472	609	723	883	归属于母公司净利润	-15.5%	17.9%	16.5%	28.8%
归属母公司股东权益	1385	1519	1635	1794	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1533	1672	1793	1976	毛利率(%)	47.3%	50.8%	51.9%	52.5%
					净利率(%)	21.8%	22.6%	23.9%	25.0%
					ROE(%)	11.4%	12.2%	13.2%	15.5%
					ROIC(%)	21.0%	21.9%	25.7%	30.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	9.7%	9.1%	8.8%	9.2%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.90	7.82	8.58	8.69
					速动比率	5.21	5.80	6.64	6.56
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.55	0.51	0.52	0.59
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	4.57	4.05	4.01	4.32
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.46	0.54	0.69
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.36	0.59	0.53
					每股净资产(最新摊薄)	3.45	3.79	4.08	4.47
					<b>估值比率</b>				
					P/E	34.13	28.95	24.84	19.28
					P/B	3.87	3.53	3.28	2.99
					EV/EBITDA	21	18	16	13

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。