

泽达易盛 (688555)

公司研究/深度报告

中药智能制造龙头，剑指产业信息化未来

—泽达易盛 (688555) 公司深度报告

深度研究报告/计算机

2021 年 12 月 24 日

报告摘要：

● 深耕智能制造，具备华丽管理团队

公司成立于 2013 年，整体业务涵盖制造、流通等医药相关全生命周期解决方案。公司董事、实际控制人刘雪松为浙江大学求是特聘教授、药学院现代中药研究所常务副所长。公司核心团队长期深耕医药领域，对行业 know-how 具备深刻理解，并具备充分的产学研结合背景。

● 医药制造业利润丰厚，合规及集采等行业变化进一步催生智能制造升级相关诉求

根据国家统计局数据，医药工业规模以上企业 2020 年主营业务收入达 27960.3 亿元，利润总额达 4122.9 亿元，各细分药品领域利润率水平均在 10% 以上。我们认为，相比于其他制造业，医药工业相对丰厚的利润为智能制造升级付费提供足够的基础。另一方面，药品强监管对药品生产流程信息化提出了具备刚性特征的需求。同时，自 2019 年以来，国家已进行了多轮药品集中招标采购。我们认为，药企整体受到集采影响面临行业洗牌变革，利用智能制造降本增效或因药企面对市场竞争强化而产生更为强烈的诉求。

● 投资建议

公司是深耕医药智能制造领域的优质企业，有望充分享受下游行业“长坡厚雪”带来的持续增长潜力，并在中药产业相关政策红利下进一步做大，其股权激励计划充分展现其发展智能制造业务的决心与信心。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 0.62/0.85/1.25 亿元，EPS 分别为 0.74/1.02/1.51 元，对应 PE 分别为 39X、28X、19X。参考公司智能制造业务特性，我们选取中控技术、赛意信息、鼎捷软件作为可比公司，相关公司 2021 年平均 PE (Wind 一致预期) 为 51X，2022 年平均 PE (Wind 一致预期) 为 38X，公司具有一定估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

公司产品研发进展不及预期，行业竞争加剧导致毛利润率下降

推荐

首次评级

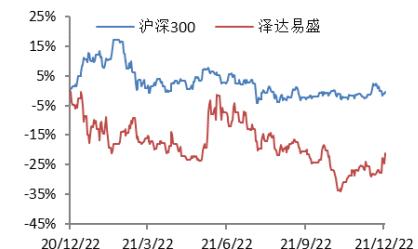
当前价格： 28.67 元

交易数据

2021-12-23

近 12 个月最高/最低(元)	36.66/24.05
总股本 (百万股)	83
流通股本 (百万股)	41
流通股比例 (%)	49.10
总市值 (亿元)	24
流通市值 (亿元)	12

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

分析师：吕伟

执业证号： S0100521110003

电话： 021-80508288

邮箱： lvwei_yj@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	256	315	436	648
增长率 (%)	15.5	23.1	38.6	48.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	81	62	85	125
增长率 (%)	-3.4	-23.4	37.3	47.5
每股收益 (元)	1.11	0.74	1.02	1.51
PE (现价)	25.83	38.52	28.05	19.02
PB	3.57	2.67	2.44	2.16

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

1 深耕医药行业，前瞻布局智能制造	3
1.1 立足医药领域信息化业务，行业背景深厚	3
1.2 财务表现稳健，盈利能力强劲	4
1.3 打通医药生产-流通全环节脉络，智能制造业务看点十足	5
2 医药智能制造：不容小觑的蓝海市场	7
2.1 医药制造业：规模庞大、利润丰厚、有爆发力的“特殊制造业”	7
2.2 智能制造：医药制造业发展的必然诉求	9
2.3 医药领域智能制造解决方案有何行业特性	10
3 传统业务稳健发展，智能制造业务腾飞在即	12
3.1 整体业务稳步发展，智能制造第二曲线曙光初现	12
3.2 中药配方颗粒全面放开，公司工艺研发业务有望与智能制造业务共振驱动成长	14
3.3 推出股权激励计划，全力打造医药智能制造龙头企业	15
4 盈利预测及投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议	16
5 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 深耕医药行业，前瞻布局智能制造

1.1 立足医药领域信息化业务，行业背景深厚

长期深耕医药领域信息化业务，内生外延双轮驱动。公司成立于 2013 年，秉承“创新、开放、协同、融合”的发展理念，专注于新一代信息技术与医药健康产业的全方位创新融合，致力于为医药产业提供包括定制软件、系统集成及技术服务在内的信息化服务。公司以从事医药流通信息化业务的经验，多方面分析客户需求，并结合信息技术优势，已将信息化业务的应用行业拓展至医疗、农业等行业。公司通过收购苏州泽达 100% 股权，将信息化业务延伸至医药生产信息化领域，从而将公司整体业务陆续拓展到为上游药品生产企业提供质量控制信息技术服务，为下游医药流通企业提供溯源追踪、远程问诊、电子处方等系统集成整体解决方案，进而拓展到以云中心数据资源为基础面向公众提供信息技术及大数据服务。

图1：公司发展历程



资料来源：泽达易盛，民生证券研究院

核心团队具备高度专业性，具备医药信息化领域“IP 效应”。公司核心团队主要来自浙大系，具备较为深厚的技术背景。浙江大学药学院具有悠久的历史和学术传承，其前身浙江公立医药专门学校药科和国立浙江大学药学系分别成立于 1913 年和 1944 年，是国人最早创办的现代药学教育和高等药学教育院系之一，为中国现代药学和制药科技的发展培养了大量领军人物和专门人才。其中，公司董事、实际控制人、技术团队负责人刘雪松为浙江大学求是特聘教授、药学院现代中药研究所常务副所长、国家制药装备产业技术创新战略联盟副理事长，曾入选万人计划、国家创新人才推进计划等高层次人才称号。公司核心技术人员李页瑞、张宸宇、郭贝贝、朱莉均有过浙江大学药学及计算机技术相关教育背景，并从事医药生产信息化及药物工艺研究等非信息化业务技术工作。公司核心团队长期深耕医药领域，对行业 know-how 具备深刻理解，并具备充分的产学研结合背景。

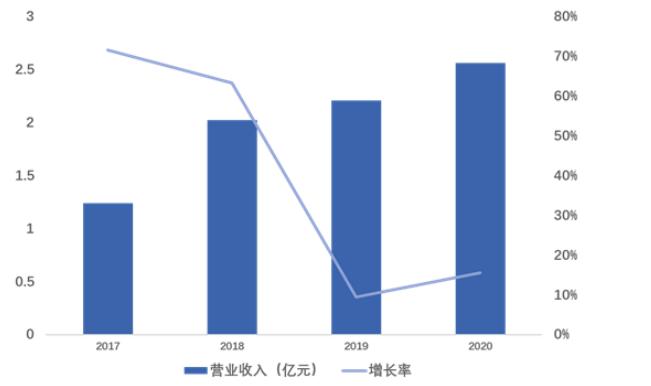
表1：公司核心技术团队

姓名	教育及职业背景	团队定位	专业工作背景
林应	浙江大学计算机科学与技术专业硕士、浙江大学经济学博士	技术团队负责人，从事行业信息化领域技术工作	擅长机器学习、数据分析、神经网络算法、在网络模型和算法研究基础上利用人工神经网络做支撑构建专家系统等实际应用系统等方向
刘雪松	浙江大学工业自动化专业硕士、浙江大学药物分析学博士	技术团队负责人，从事医药生产信息化及药物工艺研究等非信息化业务技术工作	擅长医药先进制造与新技术多科交叉领域的研究工作，包括医药先进制造关键技术研究（高效节能制药装备、工艺优化、在线检测及过程质量控制技术、现代药物分析和医药智能制造等），新一代医药信息技术及智慧制药技术（现代控制理论及产业化应用、医药大数据处理、人工智能智能药物研制、医药过程知识系统等）、标准化研究及新药创制和大健康产品研发等方向
李页瑞	浙江大学药物分析学硕士、博士	核心技术人员，从事医药生产信息化及药物工艺研究等非信息化业务技术工作	擅长中药制药工程关键技术研究，涉及中药新型装备与工艺、中药生产过程自动化控制技术、中药生产过程质量控制技术、中药生产信息化管理以及中药智能制造等方向
张宸宇	浙江大学软件工程专业硕士、中级工程师	核心技术人员，从事医药流通、医疗信息化及其他信息化业务技术工作	擅长机器学习、数据挖掘、系统软件、基础架构、安全及工程效率等计算机技术方向
郭贝贝	浙江大学药物分析学硕士、中级工程师	核心技术人员，从事医药生产信息化及药物工艺研究等非信息化业务技术工作	擅长中药新药开发，涉及中药配方颗粒开发、中药经典名方开发、中药生产工艺优化、中药质量标准提高、植物提取物开发等方向
朱莉	浙江大学计算机科学与技术专业硕士、高级工程师、高级信息系统项目管理师	核心技术人员，从事医药流通、医疗、农业信息化及其他信息化业务技术工作	擅长机器学习、流式数据计算、数据分析、工业互联网智能制造解决方案设计、企业智能制造蓝图设计、系统需求分析及方案设计、系统安全及保障体系设计等计算机技术方向

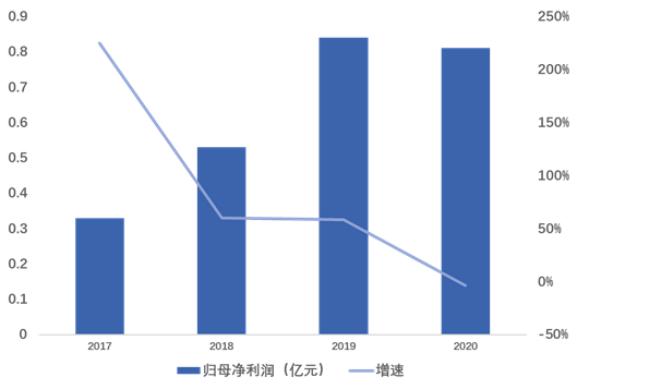
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.2 财务表现稳健，盈利能力强劲

公司营收持续增长，整体财务表现稳健。公司 2017-2020 年营业收入分别为 1.24/2.02/2.21/2.56 亿元，年复合增长率 27.33%。公司 2017-2020 年归母净利润分别为 0.33/0.53/0.84/0.81 亿元，年复合增长率 34.89%。受疫情影响，公司营收和利润增长在 2020 年有一定放缓。另一方面，因公司尚处于业务高投入期，盈利能力尚未完全释放。

图2：公司 2017-2020 年营收规模及增速


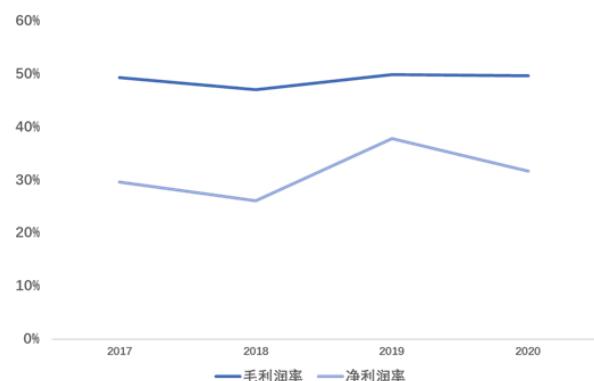
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：公司 2017-2020 年归母净利润规模及增速


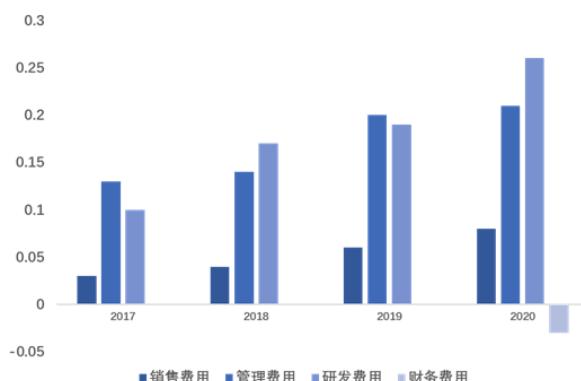
资料来源：Wind，民生证券研究院

公司保持较高的盈利水平，整体费用支出合理。根据公司公告，公司 2017-2020 年毛利润率分别为 49.25%/46.99%/49.84%/49.54%，净利润率分别为 29.54%/26.07%/37.77%/31.57%，公司

较高的毛利润率及净利润率水平表明其产品在市场中具备一定的竞争力。2020年，公司净利润率约有下滑，与其针对新产品的投入有关。从费用上看，公司目前主要开销来自管理费用和研发费用，其中研发费用整体增速较快，自2017年至2020年由0.1亿元增长至0.26亿元，主要由于针对医药智能制造等新兴业务的投入加大导致。

图4：公司2017-2020年毛利润率及净利润率


资料来源：Wind, 民生证券研究院

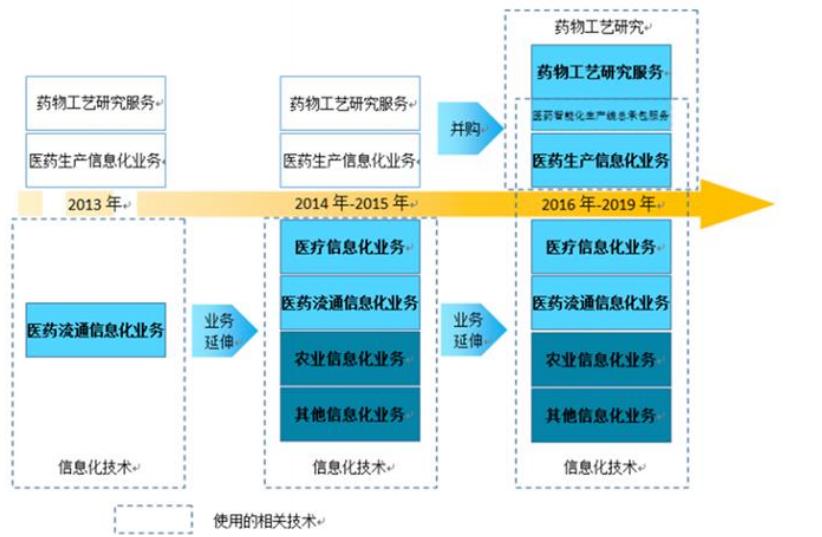
图5：公司2017-2020年费用情况（单位：亿元）


资料来源：Wind, 民生证券研究院

1.3 打通医药生产-流通全环节脉络，智能制造业务看点十足

收购苏州泽达，完成医药“流通+制造”两大领域战略布局。2016年3月，在与苏州泽达各股东进行友好协商后，公司发行1,000万股，按评估价格向其收购持有的苏州泽达100%股权。苏州泽达原系公司实控人刘雪松等共同参与设立的面向医药智能制造领域的创新企业。通过收购苏州泽达，公司将业务延伸至医药生产领域，为药厂提供MES制造执行系统，过程知识管理系统等产品和服务，公司的信息化系统从医药流通、原材料种植领域打通到医药生产领域，建立起了医药健康领域从种植、生产到流通的信息化服务。

图6：公司业务变迁史：由流通变为“制造-流通”双轮驱动



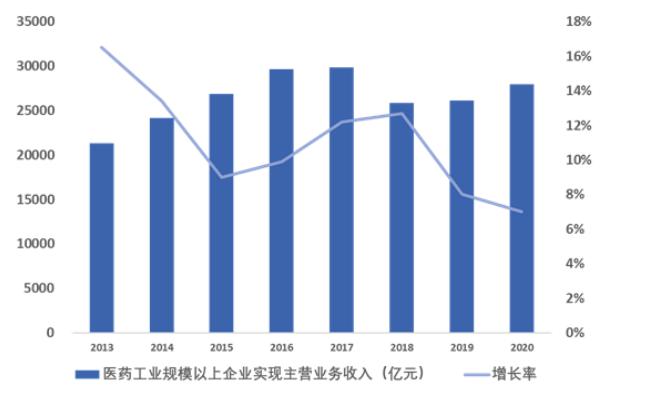
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2 医药智能制造：不容小觑的蓝海市场

2.1 医药制造业：规模庞大、利润丰厚、有爆发力的“特殊制造业”

医药工业规模持续扩大，盈利能力持续提升。根据国家统计局数据，医药工业规模以上企业2020年主营业务收入达27960.3亿元，近7年增速均值约在10%的水平；医药工业规模以上企业2020年利润总额达4122.9亿元，近7年增速均值约在15%的水平。由以上数据可以推算，医药工业规模以上企业近7年利润率持续提升，2020年已接近15%。

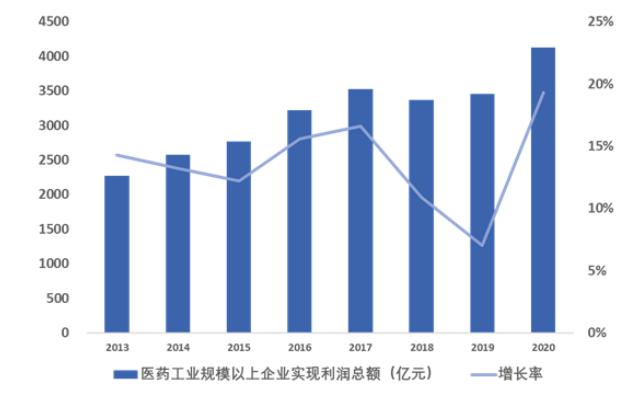
图7：2013-2020年医药工业规模以上企业收入及增长率



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

(注：2018年因统计口径差异造成规模变动)

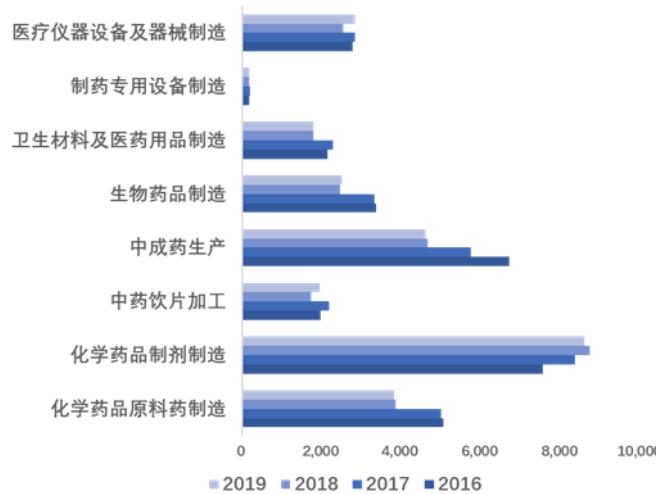
图8：2013-2020年医药工业规模以上企业利润总额及增长率



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

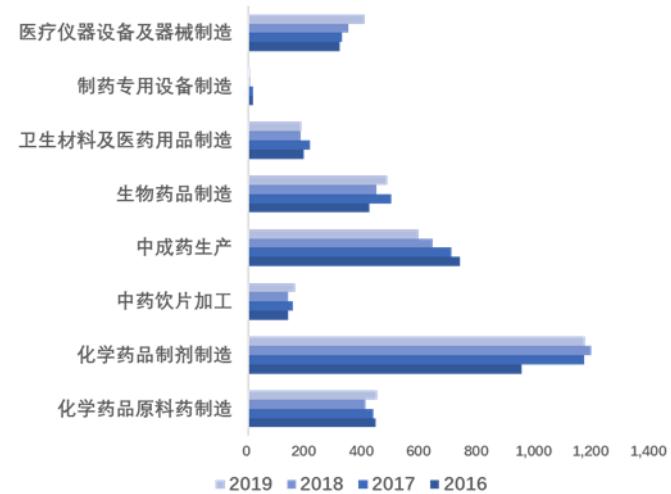
(注：2018年因统计口径差异造成规模变动)

多个下游行业规模增长迅速，并保持较强盈利能力。根据国家统计局相关统计，医药行业各细分领域均保持良好增长态势。其中，化学药、中药和生物药的相关生产制备是营收贡献的主体来源，化学药品原料药与制剂2019年合计规模超过13000亿元，中药饮片与中成药2019年合计规模超过6000亿元，生物药2019年规模约2500亿元。从盈利能力上看，化学药与中药2019年利润率均超过10%，而生物药2019年利润率接近20%，并且整体呈现逐年上升趋势。

图9: 医药行业细分领域主营业务收入 (单位: 亿元)


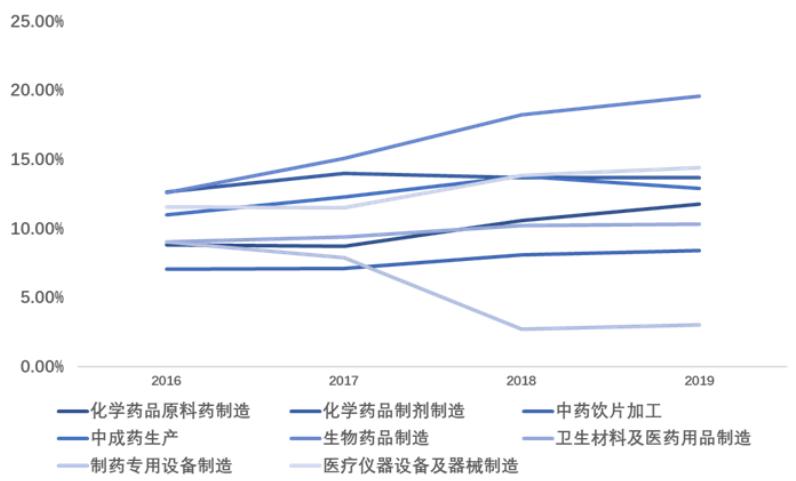
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

(注：2018年因统计口径差异造成规模变动)

图10: 医药行业细分领域利润总额 (单位: 亿元)


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

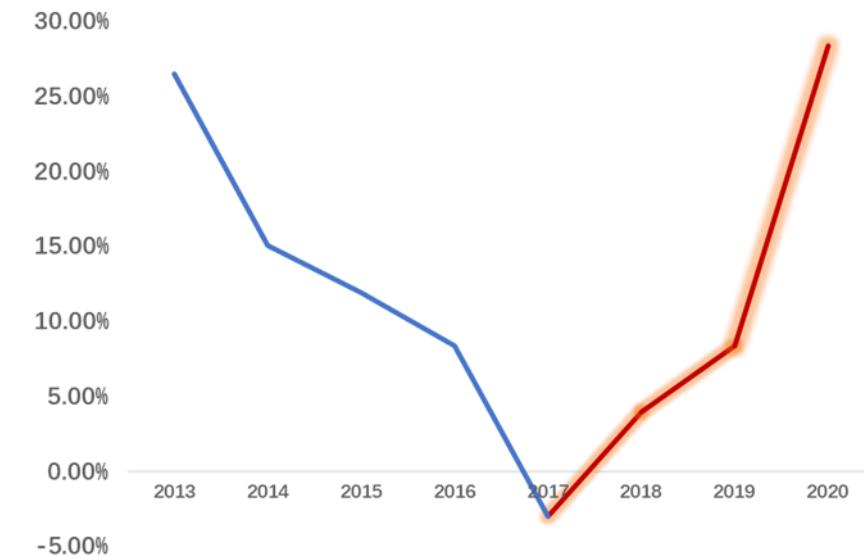
(注：2018年因统计口径差异造成规模变动)

图11: 医药行业细分领域利润率变化统计


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

固定资产投资增长率明显加速，上扬势头有望持续。根据国家统计局相关统计，我国医药产业固定资产投资在2013-2015年连续高增之后，在2015-2017年经历了短暂的增速下滑，目前已在2018-2020年重拾涨势。2020年，医药行业固定资产投资增长率达到28.4%，为近7年新高。在疫情催化与药品集采等多重因素催化下，我们认为这一上扬势头有望持续。

图12：医药行业固定资产投资增长率



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2.2 智能制造：医药制造业发展的必然诉求

结合医药产业特性，我们认为医药产业要发展智能制造，也能发展智能制造：

要发展：药品生产智能化符合我国医药产业发展规划。近年来，国家大力倡导智能制造升级，工业和信息化部自 2015 年起积极开展智能制造试点示范工作。截至目前，在医药领域支持建设的智能制造试点示范项目近 50 个，部分省市区也开展了智能制造试点建设。在医药生产信息化领域，大数据、物联网、人工智能等技术的发展使得智能制造成为可能，符合《医药工业发展规划指南》中关于“提高生产过程自动化和信息化水平。改进制药设备的自动化、数字化、智能化水平，增强信息上传下控和网通互联功能。采用工业互联网、物联网、大数据和云计算等信息化技术，广泛获取和挖掘生产过程的数据和信息，为生产过程的自动优化和决策提供支撑”的要求。

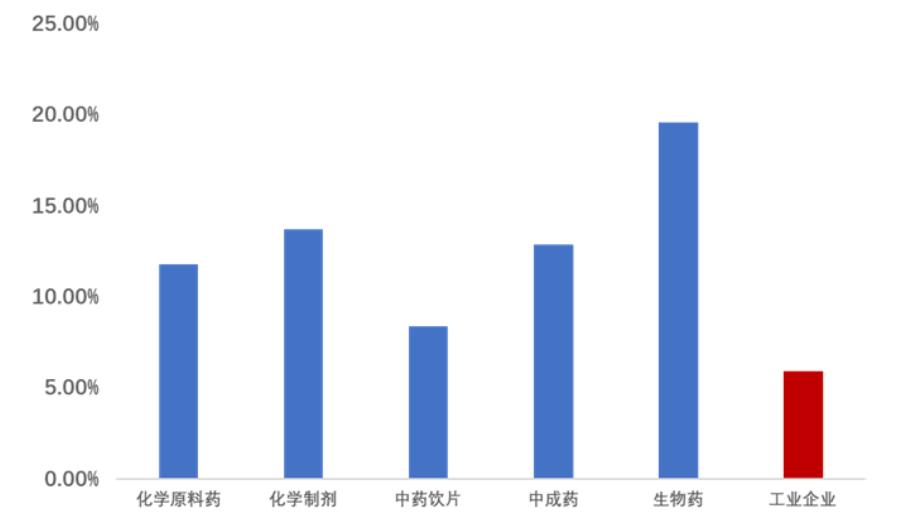
具体而言，以下因素决定了医药行业进行智能制造升级符合其产业特性：

(1) 质量监管加强和质量要求提升，智能制造升级日趋刚性化。2015 年以来，国家药品监督管理局组织实施了一系列监管理制改革，按照“四个最严”的要求加强药品全生命周期质量监管。2017 年 3 月，原国家食品药品监督管理总局正式加入国际人用药品 注册技术协调会(ICH)，旨在积极推进 ICH 指导原则在中国的转化实施。2019 年新修订的《药品管理法》正式施行，对药品研发和生产质量管理提出了更高的要求。随着质量监管加强和质量要求提升，企业质量责任更加明确，需要不断健全质量体系，严格执行质量管理规范，持续改进和努力提高产品质量，有效控制各种质量风险。

(2) 集采成为行业格局改变潜在推动力，生产效率提升的需求日益迫切。自 2019 年以来，国家已进行了多轮药品集中招标采购，对制药行业的影响在广度和深度上不断提升。根据公司招股书披露，进入采购范围的药品利润空间大幅压缩，部分中标品种采购价格降幅超过 90%。对于采购范围外的产品，由于同品种生产企业数量较多，成本竞争压力仍然存在。比如，国内已有 10 余个 PD-1/PD-L1 产品上市，后续还有近百个类似产品处于临床试验研发管线后端，除了适应症上的差异化之外，价格和成本成为 PD-1/PD-L1 竞争的主要方式。在降价压力下，通过实施智能制造建设实现换道超车，是整个制药行业的重要选项。

能发展：医药产业盈利能力强，具备足够的智能制造升级付费能力。参考国家统计局发布的医药产业相关数据，我们认为医药制造业相比于传统制造业具备更为强大的盈利能力。从盈利能力上看，化学药原料药的利润率约 12%，化学药制剂的利润率约 14%，中药饮片的利润率约 8%，中成药的利润率约 13%，生物药的利润率约 19%。根据国家统计局数据，全国规模以上工业企业 2019 年净利润率仅为 5.9%。同时，参考各类药品过千亿的营收体量，针对信息化软硬件系统的投入完全在其可承受范围之内。

图13： 2019年医药行业细分领域利润率与工业企业利润率对比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2.3 医药领域智能制造解决方案有何行业特性

我国制药工业整体智能制造程度尚处于较低水平。制药工业 2020 年整体规模接近 3 万亿，是国民经济的重要组成部分。参考《中国制药工业智能制造白皮书》，制药工业与汽车制造、电子制造、冶金、石化等行业相比平均自动化水平不高，运用信息化管理的理念和管理水平相对较低。

制药工业智能架构大体遵从 ISA-95 标准，以打通 OT-IT 连接为核心目的。制药工业参考 ISA-95 标准同样可以划分为由设备层至企业管理应用层的 5 级架构。参考《中国制药工业智能制造白皮书》，将其分解为设备层、控制层、业务管理层、经营管理层四大部分。智能制造涉及企

业资源管理系统(ERP)、制造执行系统(MES)、实验室信息管理系统(LIMS)、仓储管理系统(WMS)、集散基于指令的自动化操作设备、仪表及传感器等软硬件产品。作为具备流程行业特征的细分制造业领域，制药工业在硬件方面存在对DCS等流程控制系统的需求，而软件层面除MOM体系中基本的MES、APS、QMS及WMS等模块，在质量管理和数据管理方面提出了更高的要求。

图14：制药工业智能制造架构



资料来源：《中国制药工业智能制造白皮书》，民生证券研究院

结合相关产业调研，我们认为制药工业的智能制造解决方案相比于常规方面存在以下的不同特点：

(1) 与药品全生命周期其他环节衔接更为紧密。药品全生命周期可粗略分为研发、生产、流通三大环节。不同于传统制造业领域，制药行业往往不需要传统意义上的针对工件设计为核心的PLM系统，却需要取而代之的面向实验室信息化的LIMS系统。另一方面，药品的流通环节与生产环节的连通也更为紧密，表现为医药智能制造架构与部分细分模块与传统制造业略有不同。

(2) 合规等因素对质量控制环节提出更高要求。制药企业产品应用于消费者强身健体、挽救生命，及人身生命安全。因而其产品质量必须达到最优，充分满足客户对产品安全性和效用的需求。基于以上原因，制药企业面临着日益严苛的政府管规要求及监督管理，从而对以QMS模块为代表的质量管理相关软件提出更高的需求，包括主动避免缺陷和不合格品产生、确保行业合规及文件编制等相关功能的实现。

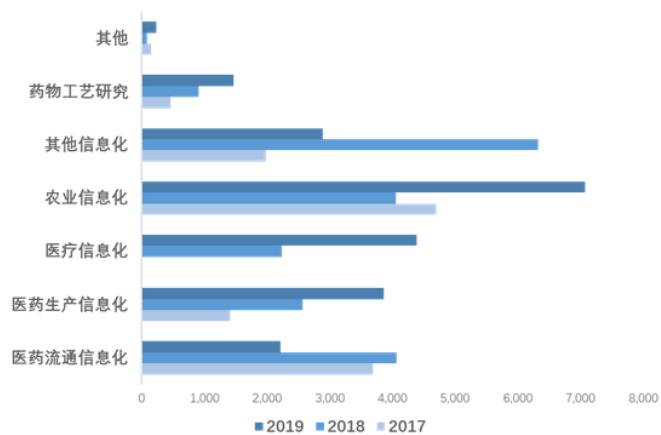
(3) 药品溯源要求对生产流程标记归档提出新增需求。由药品服用而带来的安全问题往往形成较为严重的社会影响，因而药品整体流通的反向溯源是制药行业相比于其他传统制造业相对独特的特性之一。反应在药企智能制造环节，则对WMS及MES等模块在仓储物流及制造环节的标记提出诉求。

3 传统业务稳健发展，智能制造业务腾飞在即

3.1 整体业务稳步发展，智能制造第二曲线曙光初现

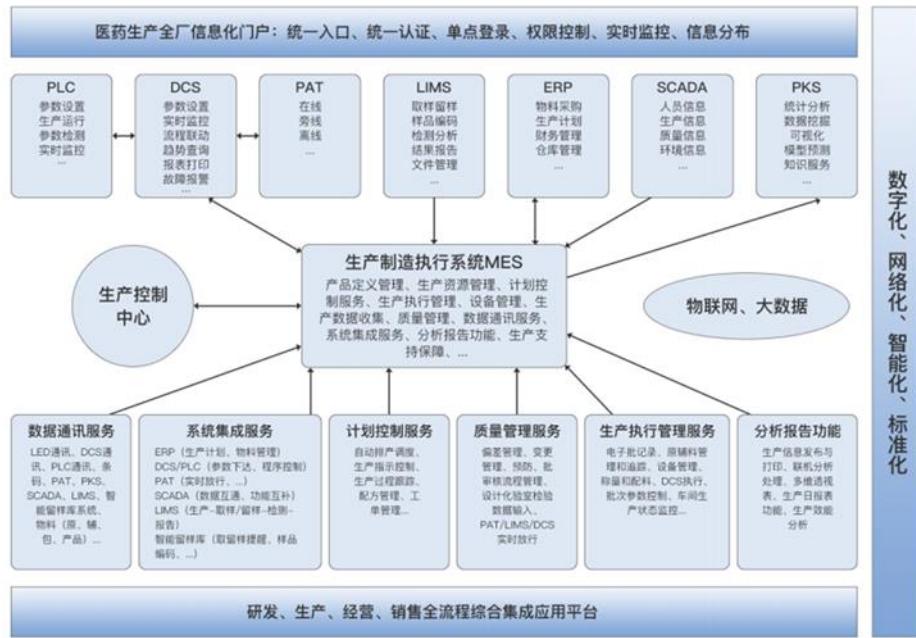
各项业务稳步发展，智能制造相关业务增长显著。从公司具体产品线来看，可将其划分为面向医药流通领域的医药流通信息化业务、医疗信息化业务以及面向医药制造领域的医药生产信息化业务、农业信息化业务。其中，医药流通相关的核心业务医药流通信息化在2017-2019年的营收贡献分别为0.37/0.41/0.22亿元，医药制造相关的核心业务医药生产信息化业务在2017-2019年的营收贡献分别为0.14/0.26/0.39亿元。整体来看，公司医药流通环节相关业务较为稳健，而医药制造环节相关业务保持逐年高速增长态势。

图15：公司2017-2019年营收按产品线分拆（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

外延并购拓展医药智能制造业务，覆盖药品生产端全环节。医药生产信息化业务主要系公司全资子公司苏州泽达为药厂提供MES制造执行系统、过程知识管理系统（PKS）等产品，苏州泽达以中药生产企业为主要客户，将生产工艺中关键工艺和质量控制参数，融入到严格管控的医药生产过程中，研制构建了中药数字化智能化管控体系，有效地帮助客户实现了高质优效且质量可控的信息化、智能化生产。同时通过对生产过程质量数据的抽取和挖掘，实现全流程质量追溯。

图16：公司医药智能制造解决方案架构


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表2：公司医药生产信息化业务的主要产品

主要产品	产品功能介绍
过程知识管理系统 PKS	过程知识管理系统是一个集数据集中、存储、读取、计算、分析为一体的技术，利用大数据、云计算、物联网等先进技术对工厂生产数据进行挖掘，从各种各样的数据中，快速获得有价值信息的能力，也正是这一点促使该技术具备走向众多企业的潜力。系统提供数据抽取、统计引擎、数据挖掘引擎、数据可视化、模式评估、知识库管理、决策支持等模块，挖掘并形成知识存入知识库。并以网络访问方式，提供统计分析、数据抽取、数据挖掘、生产质量监控反馈等应用服务。
数据采集与监控系统	数据采集与监控系统是以分布式区域实时数据库为核心，分布式实时数据库技术可以保证生产数据精确输出并完成可视化，实时数据库无限的分层结构可使大型企业信息尽收眼底。融合了现场通信技术、数据库技术、HMI技术、C/S技术等的一体化的数据采集监视系统方案，被广泛应用于制药企业生产车间，可提供完整信息，帮助高效、正确地掌握系统运行状态，快速诊断出系统故障状态，加快决策。该系统方案是为企业用户的工业信息化应用提供的一个基础软件平台，平台的设计涵盖从现场监控站到调度中心，为企业提供从下到上的完整的生产信息采集与集成服务，从而为企业综合自动化、工厂数字化及完整的“管控一体化”的解决方案提供支撑。主要功能模块包括：生产监控、数据展示、报表管理、报警管理、数据集成、数据存储、用户管理等。
制造执行系统 (MES)	制造执行系统 MES 系统设计了批记录管理、配方管理、物料管理等管理模块，此外根据客户需求定制开发了多个选配模块，可为制药企业打造一个扎实、可靠、全面、可行的制造协同生产管理平台，从而实现健民车间无纸化生产，提高产品批次质量均一性和生产效率。包含如下功能模块：物料管理、配方管理、称重和配送管理、电子批记录管理、批次复核及执行管理、生产任务管理、工艺参数管理、设备管理、仓库管理、系统集成
生产智能化管理系统	生产智能化管理系统是一套面向车间数据、信息管理的系统，包括电子报表、电子批记录、数据分析与展示、质量管理、用户管理等功能模块。
全流程质量追溯系统	生产过程质量追溯模块作为整个质量追溯系统的核心模块，主要实现如下内容： <ul style="list-style-type: none"> ■ 原料入库、前处理、原料、制剂、成品入库生产全过程、质量检验数据集成管理 ■ 生产全过程操作记录审计追踪管理 ■ 生产全过程电子批记录与电子签名管理 ■ 工艺生产数据统计分析查询管理 ■ 生产指令执行情况追踪管理 ■ 质量检验数据汇总采集管理 ■ 电子批生产记录管理 ■ 产品追溯管理服务器与客户端管理

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

完成多个药企项目，有望形成示范效应。根据招股书说明书披露，在工信部公布的 2017 年中国医药百强榜中的 50 家中药企业中，已有 12 家企业应用了公司产品和技术服务，公司也是工信部装备工业司 2019 年智能制造系统解决方案供应商“智能工厂集成—医药”项目第一中标人。鉴于医药制造行业的信息化工作需要建立在自动化的基础上，与医药生产企业的规模和实施条件高度相关，具备较大规模和设施设备基础条件的药企有望率先完成升级。除了以百强药企为代表的率先完成智能生产的第一梯队企业外，中小规模的医药生产企业也将逐步分梯队分阶段完成信息化及智能生产过程。公司通过与大型中药企业共同承担国家级科研项目，帮助其进行智能生产试点，并将成功经验复制到其他客户，有望在行业内形成示范效应。

协同医药流通业务形成一体两翼，打通药品“制造-流通”溯源全环节。公司在医药流通信息化领域布局多年，目前其食药监管平台类产品已服务河北省、四川省、湖南省、贵州省、内蒙古自治区等省级，沈阳市、宁波市、拉萨市、威海市、盐城市、天津滨海新区等市区级食药监管部门，覆盖的食药监部门所监管的多家零售药店。我们认为，公司的医药流通业务与未来重点布局的医药智能制造业务并不孤立。通过整合已有业务及旗下子公司资产，公司的信息系统从医药流通、原材料种植领域打通到医药生产领域，建立起了医药健康领域从种植、生产到流通的信息化服务。

3.2 中药配方颗粒全面放开，公司工艺研发业务有望与智能制造业务共振驱动成长

中药配方颗粒试点结束，将正式全面放开。自 1994 年 3 月广东一方制药被国家中医药管理局科技司确定为“中药配方颗粒研究开发试点单位”以来，中药配方颗粒试点已达 27 年。根据 2021 年 2 月 10 日发布的《国家药监局国家中医药局国家卫生健康委国家医保局关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》相关规定，11 月 1 日起所有符合条件的中药企业只需备案即可生产中药配方颗粒，不再需要申请批准。我们认为，中药配方颗粒正式全面放开，有望令工艺研发相关厂商充分受益，并进一步提升中药产业景气度。

公司在中药配方颗粒工艺研发领域具备先期储备，“守株待兔”有望充分受益于政策。公司主营业务中包含药物工艺及质量标准研究服务，包括中药配方颗粒、经典名方及其他药物的工艺及质量标准研究服务，该项业务为针对中药制药企业客户提供的每一味药材的提取、浓缩、干燥等关键工艺环节开展系统性研究，从而积累科学的工艺数据，并确定工艺及质量标准。根据招股书说明书披露，公司曾长期与江苏康缘药业在中药配方颗粒标准研究业务上进行合作。

中药配方颗粒工艺研发有望与医药智能制造业务形成协同，共振驱动公司业绩增长。公司的中药配方颗粒研究业务为针对中药制药企业客户提供的每一味药材的提取、浓缩、干燥等关键工艺环节开展系统性研究，从而积累科学的工艺数据，并确定工艺及质量标准。通过相关工艺流程研究，公司有望充分积累相关药品生产相关 know-how，并在其中积累关键工艺数据，为公司在同类药厂进行智能制造解决方案推广提供支撑。公司的先期布局，有望充分把握行业风口，形成“滚雪球”效应做大。

3.3 推出股权激励计划，全力打造医药智能制造龙头企业

推出 2021 年限制性股票激励计划，广角覆盖核心技术团队。2021 年 10 月 8 日，公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案）。本激励计划拟授予的限制性股票数量 332.00 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 8,311.00 万股的 3.99%，授予价格为每股 20.00 元。其中，首次授予 266.00 万股，占本激励计划公布时公司股本总额 8,311.00 万股的 3.20%，占本次授予权益总额的 80.12%；预留 66.00 万股，占本激励计划公布时公司股本总额 8,311.00 万股的 0.79%，预留部分占本次授予权益总额的 19.88%。本激励计划首次授予限制性股票的激励对象共计 58 人，其中 29.22% 授予核心技术团队，其他 50.90% 授予其他技术人员及员工。

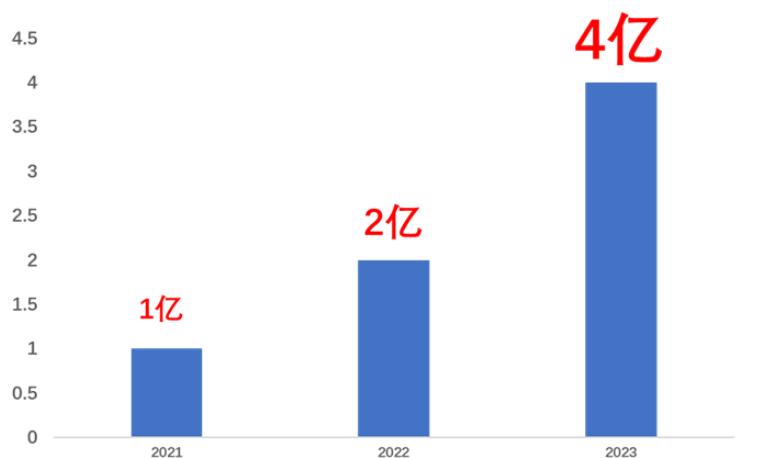
表3：激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数 的比例	占本激励计划公告时股 本总额的比例
林应	董事长、总经理	26.00	7.83%	0.31%
应岚	董事、副总经理、财务总 监、董秘	26.00	7.83%	0.31%
刘雪松	董事	26.00	7.83%	0.31%
李页瑞	核心技术人员	6.00	1.81%	0.07%
朱莉	核心技术人员	10.00	3.01%	0.12%
郭贝贝	核心技术人员	3.00	0.90%	0.04%
其他人员 (52 人)		169.00	50.90%	2.03%
预留部分		66.00	19.88%	0.79%
合计		332.00	100.00%	3.99%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

设立明确智能制造业绩目标，剑指医药智能制造龙头宝座。根据公司公告，公司 2021-2023 年三个授予期的授予比例分别为 30%/30%/40%，对应的业绩考核目标特别突出针对医药智能制造解决方案的要求，2021-2023 年具体营收目标为 1/2/4 亿，即实现逐年翻倍。我们认为，公司股权激励目标以医药智能制造解决方案为核心考核点，充分表明公司立足未来，重点发展医药智能制造业务，向行业龙头企业发展的决心。

图17：公司 2021 年股权激励计划医药智能制造解决方案营收目标



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

收入假设：根据国家统计局数据，医药制造业整体产业规模超过万亿。我们认为在下游需求旺盛的大背景下，公司医药智能制造业务有望快速发展，结合公司股权激励目标，假设公司医药智能制造业务 2021–2023 年增长率分别为 30%/100%/100%，对应营收规模分别为 1.00/2.00/4.00 亿元；考虑到公司大力发展医药智能制造业务，假设公司非智能制造业务整体保持平稳增长，参考公司过往的增长情况，假设保持自然增长趋势，则对应 2021–2023 年增长率为 20%/10%/5%，对应营收规模分别为 2.15/2.37/2.48 亿元。基于以上假设，公司 2021–2023 年营收规模分别为 3.15/4.37/6.48 亿元，对应增长率分别为 23%/39%/49%。

毛利润率假设：公司的医药智能制造业务作为软硬一体化解决方案，毛利润率或将略低于传统业务。考虑到公司智能制造业务规模快速增长，有望在毛利润率上表现出规模效应，实现稳步回升，参考过往表现，假设对应 2021–2023 年的水平分别为 41%/42%/43%；假设公司非智能制造业务整体保持平稳增长，毛利润率整体保持稳定，参考过往表现，假设对应 2021–2023 年的水平分别为 50%/50%/50%。基于以上假设，公司 2021–2023 年对应毛利润率分别为 47%/46%/46%。

费用假设：1) 销售费用率：公司未来三年计划大力开展医药智能制造业务，新兴业务拓展将在一定程度提升销售费用，预计 2021–2023 年销售费用率为 5%、4.5%、4%。2) 管理费用率：公司处于业务快速发展期，人员投入保持一定水平，并进行了管权激励，预计 2021–2023 年管理费用率为 9.5%、9%、8.5%。3) 研发费用率：公司针对医药智能制造业务将加大研发投入，因而研发费用将有一定提升，预计 2021–2023 年研发费用率为 15%、14.5%、14%。

表4：公司未来三年业绩预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
医药智能制造业务（亿元）	0.26	0.39	0.77	1.00	2.00	4.00
增长率	81.65%	50.95%	98.55%	30.21%	100.00%	100.00%
毛利润率	36.98%	27.83%	40.00%	41.00%	42.00%	43.00%
医药非智能制造业务（亿元）	1.02	1.29	1.79	2.15	2.37	2.48
增长率	64.76%	26.71%	38.97%	20.00%	10.00%	5.00%
毛利润率	49.73%	46.63%	53.66%	50.00%	50.00%	50.00%
合计（亿元）	2.02	2.21	2.56	3.15	4.37	6.48
增长率	63.34%	9.40%	15.55%	23.06%	38.57%	48.52%
毛利润率	46.99%	49.84%	49.56%	47.14%	46.33%	45.68%

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2020 年营收拆分基于公司各项业务过往表现假设得出

4.2 投资建议

公司是深耕医药智能制造领域的优质企业，有望充分享受下游行业“长坡厚雪”带来的持续增长潜力，并在中药产业相关政策红利下进一步做大，其股权激励计划充分展现其发展智能制造业务的决心与信心。预计公司 2021–2023 年归母净利润为 0.62/0.85/1.25 亿元，EPS 分别为 0.74/1.02/1.51 元，对应 PE 分别为 39X、28X、19X。

参考公司智能制造业务特性，我们选取中控技术、赛意信息、鼎捷软件作为可比公司，，相关公司 2021 年平均 PE (Wind 一致预期) 为 51X，2022 年平均 PE (Wind 一致预期) 为 38X，公司具有一定估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：公司及可比公司估值对比情况

代码	公司简称	现价 (12月23日)	EPS			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
688777.SH	中控技术	72.64	0.86	1.13	1.45	116	64	50
300687.SZ	赛意信息	29.11	0.81	0.64	0.91	28	45	32
300378.SZ	鼎捷软件	23.38	0.46	0.53	0.72	60	44	33
平均值						68	51	38
688555.SH	泽达易盛	28.67	1.11	0.74	1.02	25	39	28

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：可比公司数据取自 wind 一致预期

5 风险提示

公司产品研发进展不及预期。公司计划在未来三年大力发展医药智能制造业务。面对药厂在生产信息化层面提出的需求，公司如不能持续迭代产品进行满足，则面对产品竞争力不足的风险。

行业竞争加剧导致毛利润率下降。医药智能制造行业作为蓝海市场，其高盈利特性或将吸引其他厂商进入该领域。如果行业竞争因此加剧，则相关业务存在毛利润率下滑风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	256	315	436	648
营业成本	129	166	234	352
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	8	16	20	26
管理费用	21	30	39	55
研发费用	26	47	63	91
EBIT	88	54	78	122
财务费用	-3	-9	-10	-12
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	6	1	3	4
营业利润	93	71	98	144
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	93	71	98	144
所得税	12	9	13	19
净利润	81	62	85	125
归属于母公司净利润	81	62	85	125
EBITDA	98	88	129	190
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	297	345	377	445
应收账款及票据	66	76	105	158
预付款项	60	42	68	108
存货	21	39	53	77
其他流动资产	228	225	229	236
流动资产合计	672	726	831	1,023
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	64	67	58	34
无形资产	56	73	92	113
非流动资产合计	274	307	332	344
资产合计	947	1,033	1,163	1,367
短期借款	10	9	9	9
应付账款及票据	20	36	48	71
其他流动负债	71	82	114	170
流动负债合计	102	127	172	250
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	14	14	14	14
负债合计	115	140	185	264
股本	83	83	83	83
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	831	893	978	1,103
负债和股东权益合计	947	1,033	1,163	1,367

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	15.5	23.1	38.6	48.5
EBIT 增长率	20.4	-38.5	44.2	55.6
净利润增长率	-3.4	-23.4	37.3	47.5
盈利能力				
毛利率	49.6	47.1	46.3	45.7
净利润率	31.6	19.7	19.5	19.3
总资产收益率 ROA	8.5	6.0	7.3	9.2
净资产收益率 ROE	9.7	6.9	8.7	11.4
偿债能力				
流动比率	6.61	5.73	4.84	4.09
速动比率	5.75	5.06	4.11	3.31
现金比率	2.92	2.72	2.20	1.78
资产负债率	12.2	13.6	15.9	19.3
经营效率				
应收账款周转天数	91.31	85.08	85.22	86.19
存货周转天数	60.39	85.93	82.07	79.74
总资产周转率	0.27	0.30	0.37	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	1.11	0.74	1.02	1.51
每股净资产	10.00	10.75	11.77	13.28
每股经营现金流	0.47	1.37	1.27	1.75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	25.83	38.52	28.05	19.02
PB	3.57	2.67	2.44	2.16
EV/EBITDA	27.27	23.30	15.66	10.24
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
<hr/>				
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	81	62	85	125
折旧和摊销	10	34	50	68
营运资金变动	-46	19	-28	-45
经营活动现金流	39	114	105	145
资本开支	-133	-66	-75	-81
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-314	-65	-73	-77
股权募资	362	0	0	0
债务募资	5	-1	0	0
筹资活动现金流	340	-2	-1	-1
现金净流量	65	47	32	68

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司 2017-2020 年营收规模及增速.....	4
图 3: 公司 2017-2020 年归母净利润规模及增速.....	4
图 4: 公司 2017-2020 年毛利润率及净利润率.....	5
图 5: 公司 2017-2020 年费用情况 (单位: 亿元)	5
图 6: 公司业务变迁史: 由流通变为“制造-流通”双轮驱动	5
图 7: 2013-2020 年医药工业规模以上企业收入及增长率.....	7
图 8: 2013-2020 年医药工业规模以上企业利润总额及增长率.....	7
图 9: 医药行业细分领域主营业务收入 (单位: 亿元)	8
图 10: 医药行业细分领域利润总额 (单位: 亿元)	8
图 11: 医药行业细分领域利润率变化统计.....	8
图 12: 医药行业固定资产投资增长率	9
图 13: 2019 年医药行业细分领域利润率与工业企业利润率对比	10
图 14: 制药工业智能制造架构.....	11
图 15: 公司 2017-2019 年营收按产品线分拆 (单位: 万元)	12
图 16: 公司医药智能制造解决方案架构.....	13
图 17: 公司 2021 年股权激励计划医药智能制造解决方案营收目标	15

表格目录

表 1: 公司核心技术团队	4
表 2: 公司医药生产信息化业务的主要产品	13
表 3: 激励对象获授的限制性股票分配情况	15
表 4: 公司未来三年业绩预测	16
表 5: 公司及可比公司估值对比情况	17

分析师简介

吕伟，民生证券计算机行业首席分析师，北京大学理学硕士，2021年加入民生证券研究院。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。