

从产能变化看九洲药业

——从产能看医药先进制造系列研究

行业评级：看好

2022年7月26日

姓名 孙建
邮箱 sunjian@stocke.com.cn
电话 17521256261
证书编号 S1230520080006

姓名 毛雅婷
邮箱 maoyating@stocke.com.cn
电话 15038304564
证书编号 S1230120080071

目录

C O N T E N T S

01

行业：

小分子CDMO：分散市场，全球竞争，后来居上

财务复盘：资产扩张，营运提升，“二线”也有竞争力

估值复盘：提升→分化的背后，是景气赛道的选择差异

制造能力是评估中国小分子CDMO增长的核心

02

公司：

发展复盘：营运能力提升窗口期，资本开支加速

边际变化①：新厂区产能投资加速、项目结构优化

边际变化②：制剂业务从加速布局到逐步兑现

边际变化③：原料药新项目商业化，支撑稳健增长

总结：供给能力升级是持续增长的主逻辑

03

风险提示

生产安全事故风险；环保事件导致停产风险；CDMO业务

订单波动性风险；新药上市审评进度不及预期风险；重大

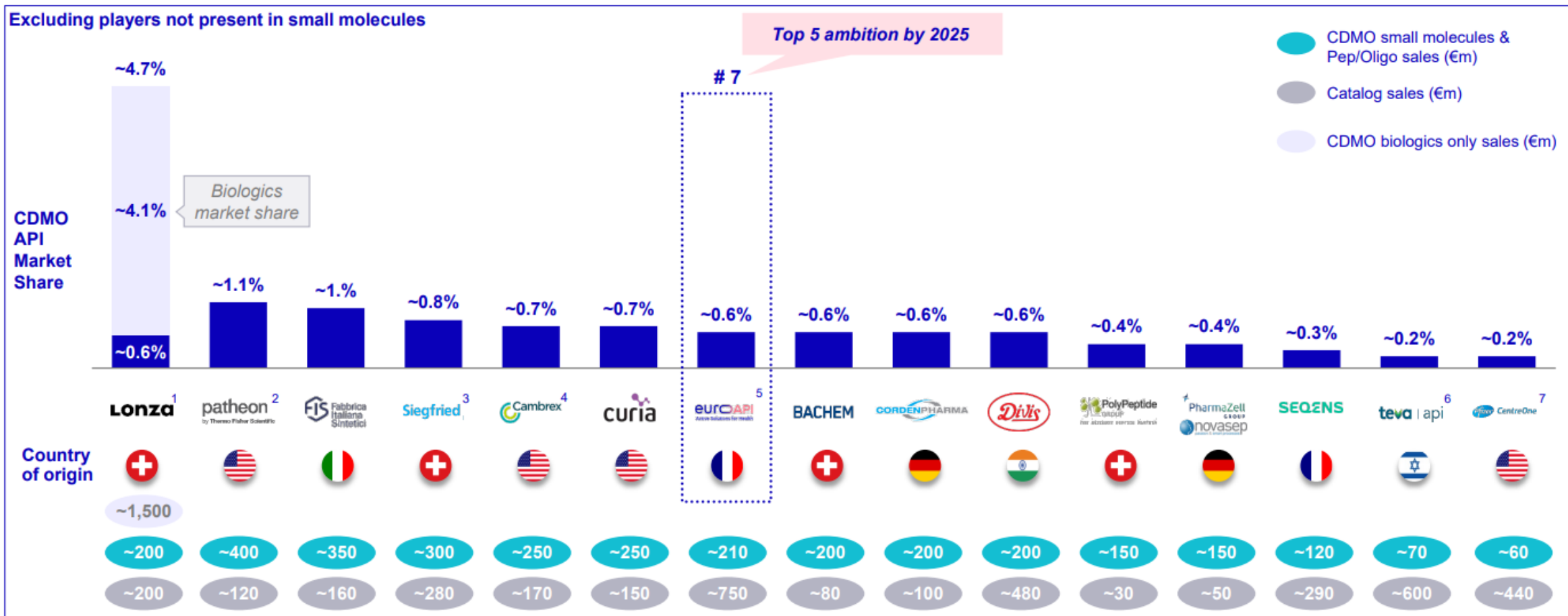
客户流失风险等

01

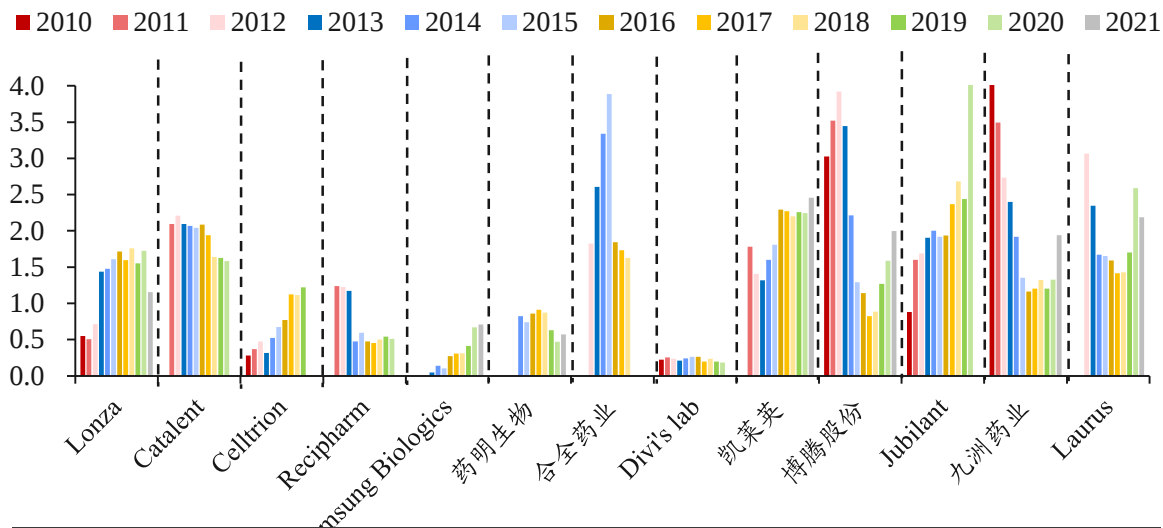
行业

- 小分子CDMO：分散市场，全球竞争，后来居上
- 财务复盘：资产扩张，营运提升，“二线”也有竞争力
- 估值复盘：提升→分化的背后，是景气赛道的选择差异
- 制造能力是评估中国小分子CDMO增长的核心

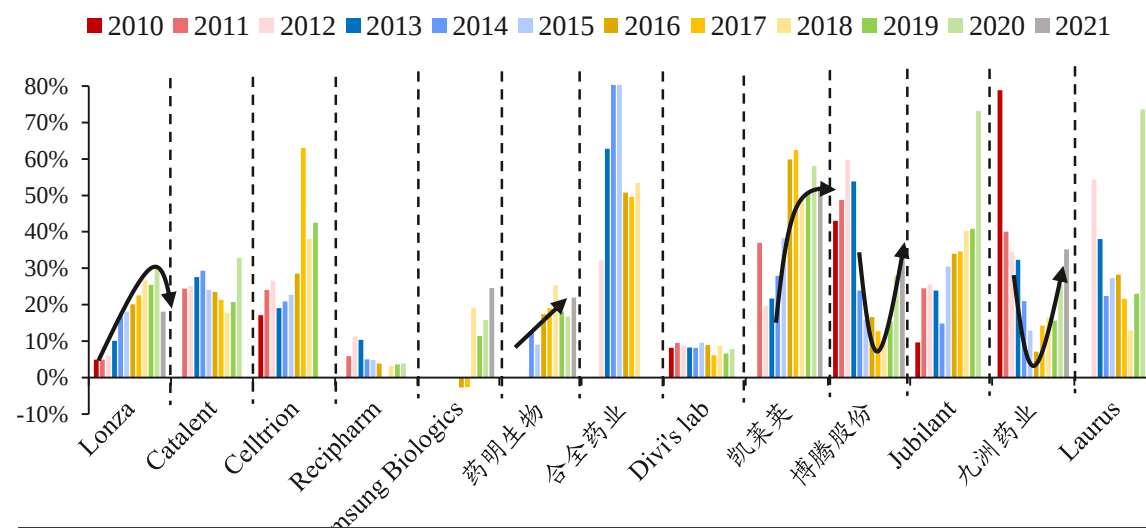
- 小分子CDMO领域，欧美仍有较多有竞争力的分散产能，但服务侧重点明显不同（例如：Lonza的Potent API、ADC payload、Inhalation等侧重；EuroAPI的Prostaglandins、Linkers / Payload等）。
- 同一个世界，不同的需求端增速：Lonza展望行业小分子CDMO行业增速在4-5%，中国公司平均增速预期远高于此→中国公司在全球加速赶超，但和欧美CDMO供应商差异化竞争。



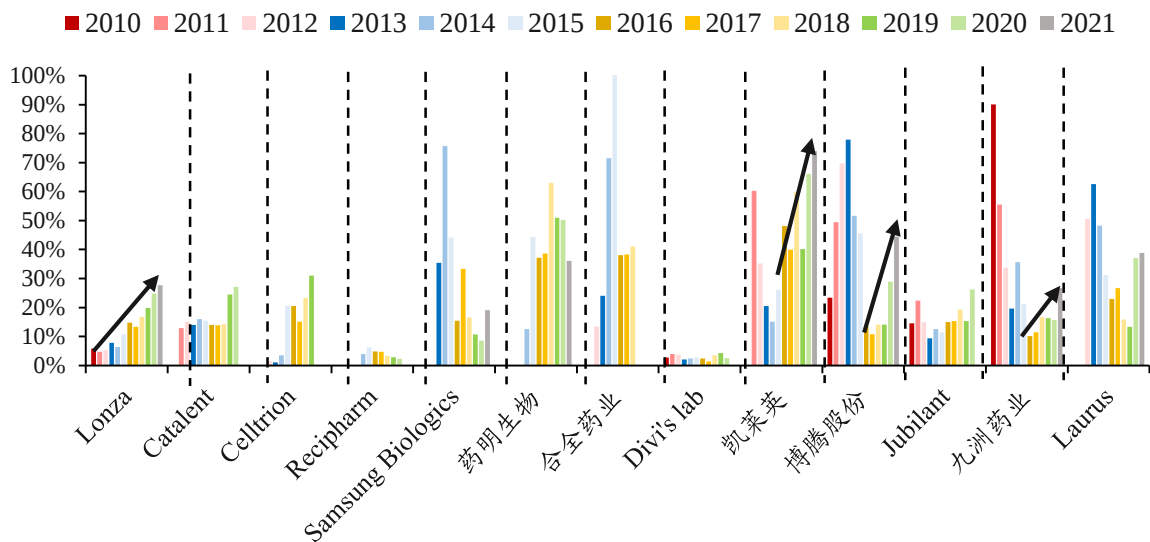
运营效率：固定资产周转率（创收能力）



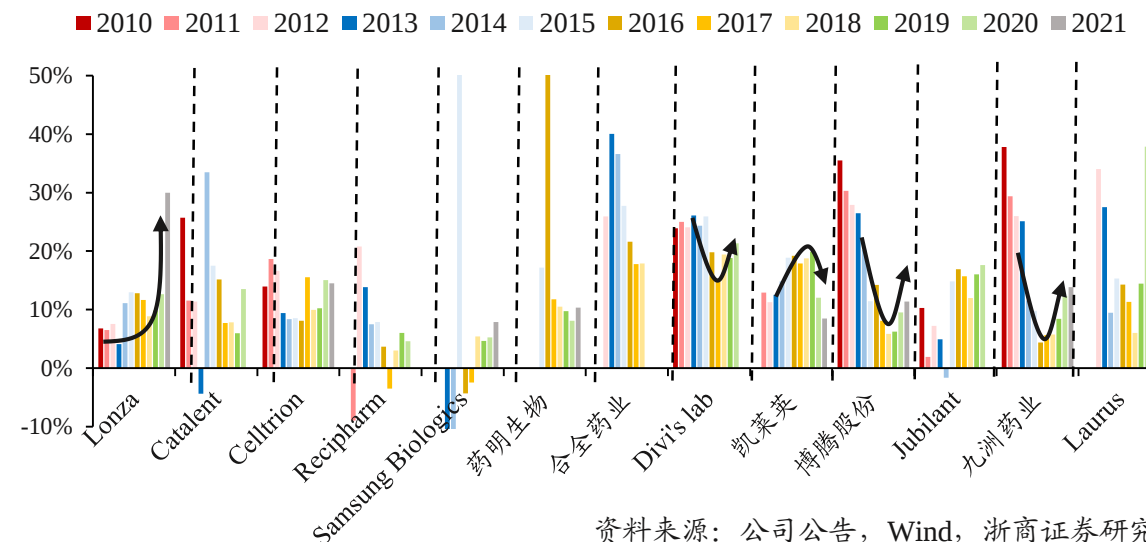
运营效率：EBIT/PP&E（创利能力）



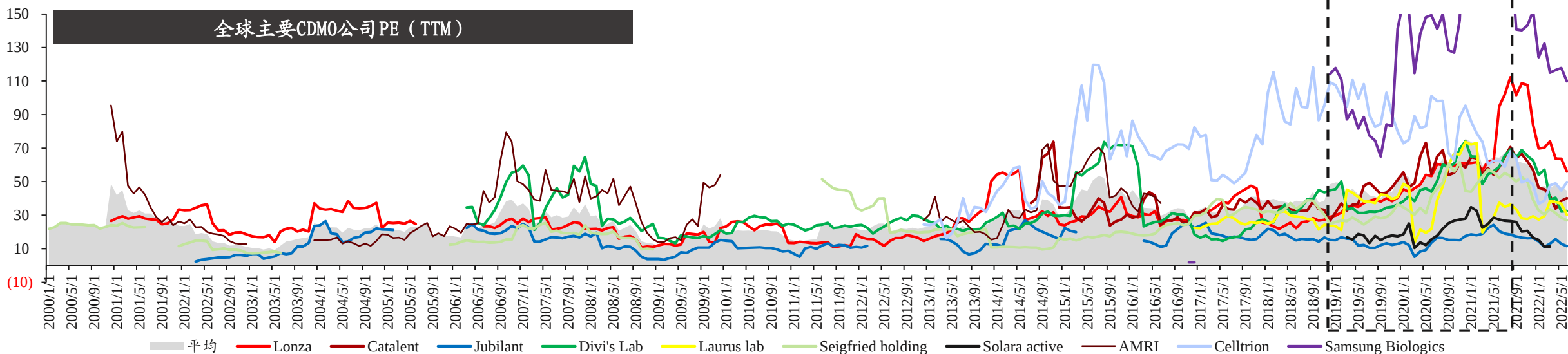
投资强度：资本开支/PP&E



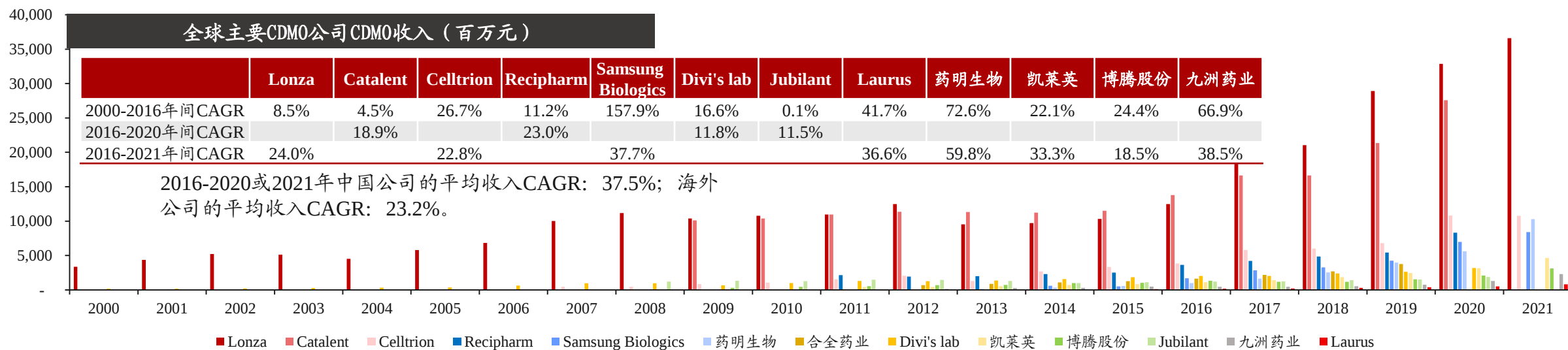
综合回报率：ROE



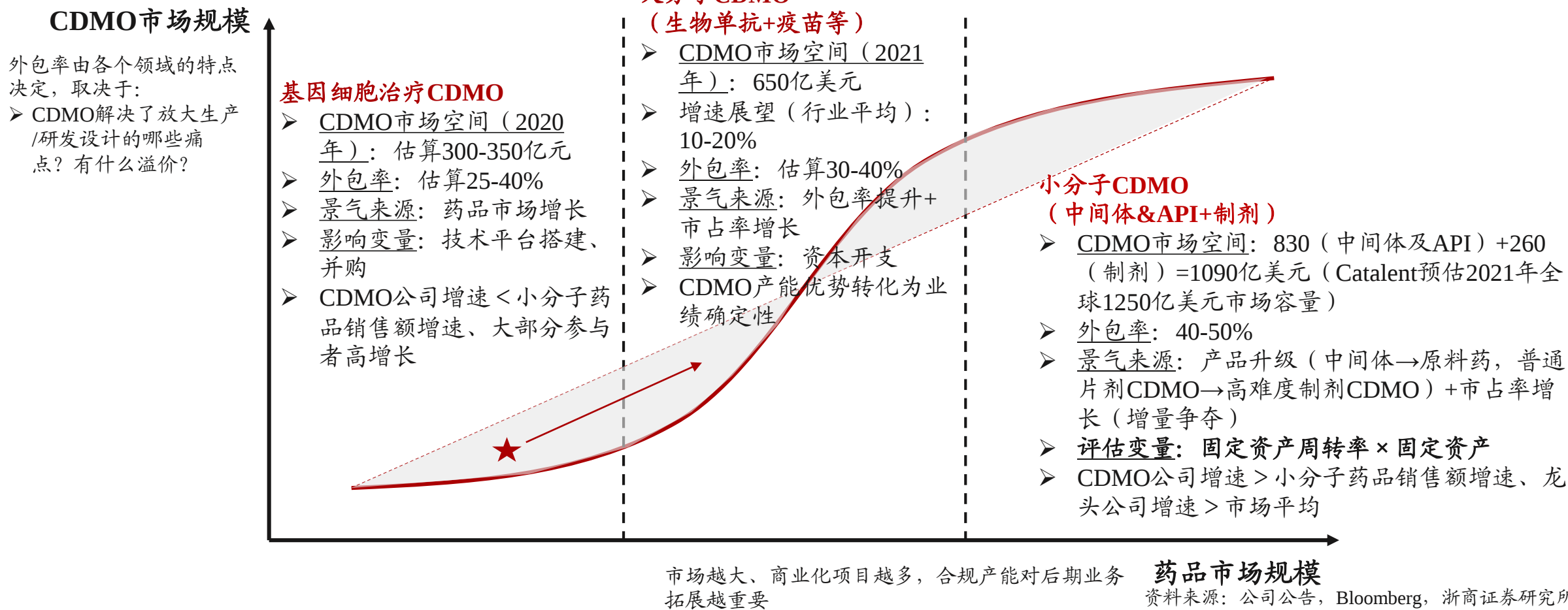
全球主要CDMO公司PE (TTM)



全球主要CDMO公司CDMO收入 (百万元)



- 景气增长三阶段：药品市场增长（在研分子数影响CDMO、上市销售额影响CMO）→外包率增长&产品升级→市占率增长（增量→存量）。
- 中国公司小分子CDMO公司业务增长评估的核心：营运能力（固定资产周转率反映技术平台决定的平均项目结构）、产能扩张（资本开支反映公司对客户&项目结构的景气预期）。核心是中国医药制造优势，而非简单的工程师红利。

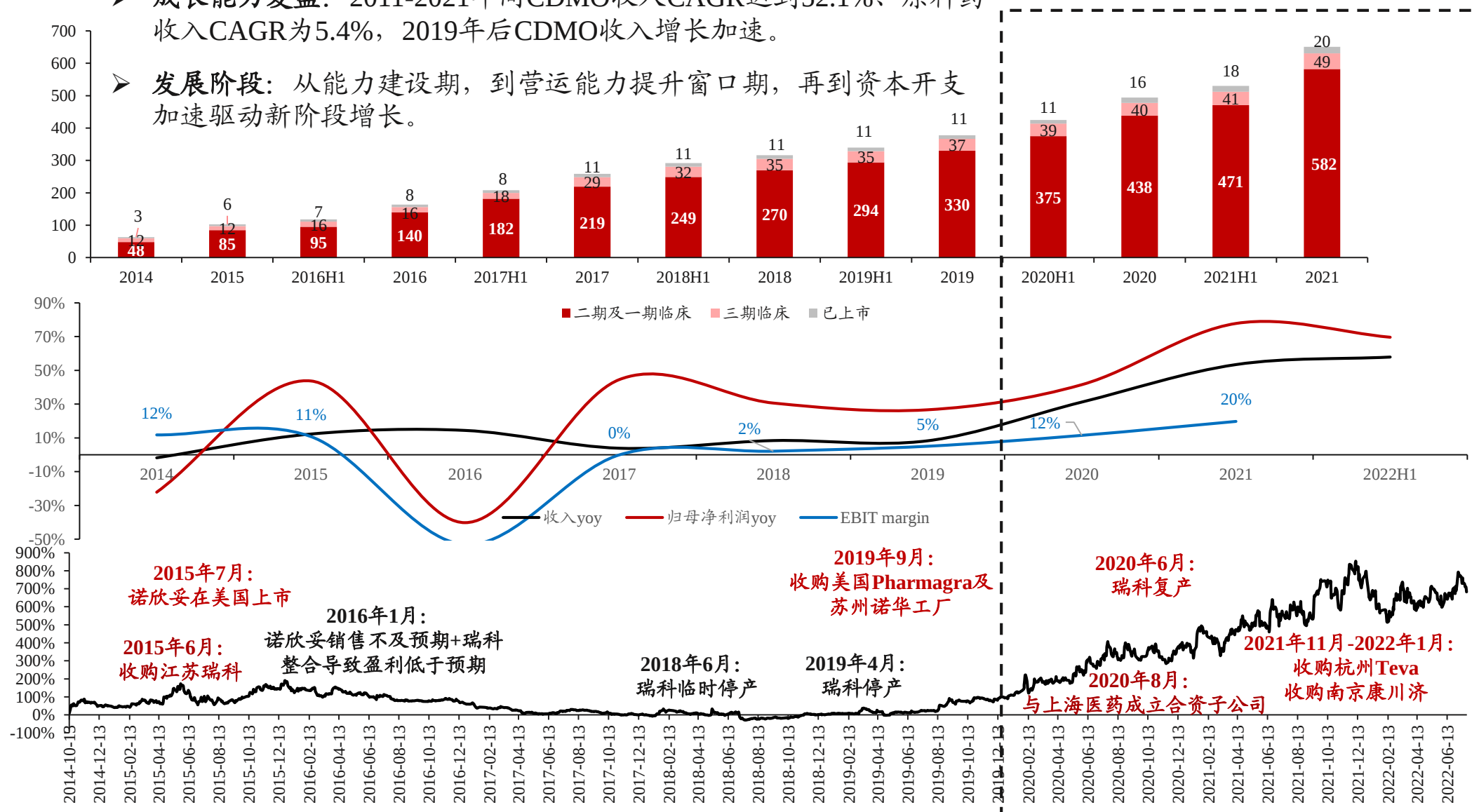


02

公司

- 公司复盘：营运能力提升窗口期，资本开支加速
- 边际变化①：新厂区产能投资加速、项目结构优化
- 边际变化②：制剂业务从加速布局到逐步兑现
- 边际变化③：原料药新项目商业化，支撑稳健增长
- 总结：供给能力升级是持续增长的主逻辑

- 成长能力复盘：2011-2021年间CDMO收入CAGR达到52.1%、原料药收入CAGR为5.4%，2019年后CDMO收入增长加速。
- 发展阶段：从能力建设期，到营运能力提升窗口期，再到资本开支加速驱动新阶段增长。

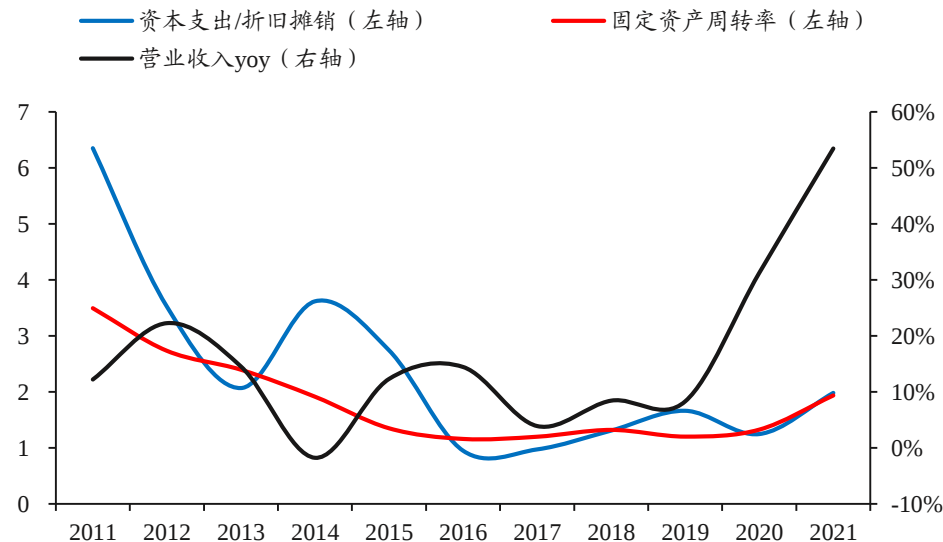


- **变量相关性：**2011-2018年经历了资本开支强度&固定资产运营效率下降的过渡期（背后是瑞科停产与整合提效、CDMO大项目放量前期&国内项目培育期）。
- 我们认为2019-2021年收入加速增长更多来自于固定资产运营效率提升（从2016年的1.16提升至2021年的1.94）；展望2022-2025年公司收入增长，我们认为可能更多来自于资本开支强度提升下产能释放，背后的变量来自于CDMO项目结构变化（战略客户新项目导入、国内商业化项目增多、中早期管线延展）。

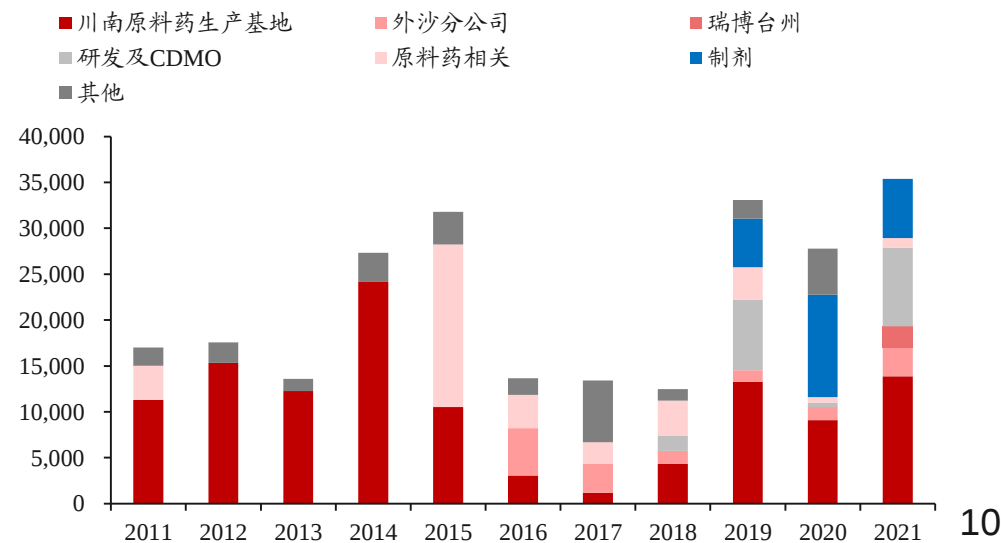
九洲药业国内外产能及公司布局



九洲药业资本开支、营运能力与收入增速



九洲药业在建工程新增额构成



资料来源：公司公告，公司环评，Wind，浙商证券研究所

厂区	2021年总资产 (万元)	2021年在建工程 预算额(万元)	2021年收入 (万元)	投产及扩产情况	主要业务及品种介绍	地址
浙江瑞博 (原川南基地)	276,631	59,853	192,017	自动化改造及技改 (2022年4月新增技改3000万)	原料药包括美罗培南、卡马西平、奥卡西平等, CDMO包括C8、伊马替尼等, 2022年4月技改新增国内创新药CDMO和诺华达拉非尼等	浙江省化学原料药基地临海园区
苏州瑞博	164,261	30,000	115,651	2020年9月环评新增诺欣妥原料药250吨产能(技改金额1390万), 我们预计该项目在2021H2投产。 2021年提及苏州瑞博新增3亿预算投资额(2021年新增在建工程2126万元), 公司2022年4月投资者交流记录表“瑞博苏州中试研发车间已于2022年初完成主体建设, 目前正在推进设备安装工作, 另外已启动2栋新商业化车间的前期环评安评工作, 预计年底开工建设”。	诺华+国内外创新药CDMO项目	苏州常熟经济技术开发区
台州瑞博		136,693		2021年报显示新增13.7亿投资额项目, 2022年6月环评公示显示台州瑞博一期项目新增356吨创新药原料药及中间体生产能力, 对应投资额为12.83亿元, 我们预计该项目可能为年报提及的项目。 公司2022年4月投资者交流记录表“瑞博台州新基地2021年10月开工按计划推进建设, 预计2023年完成一期建设, 包含4栋生产车间及配套设施, 预计2024年初投入使用”。	EMC、HMPA、NIR80、C8、诺欣妥等	浙江省临海市头门港经济开发区
杭州瑞博		15,000		2020年11月公告总投资16亿元, 1期用地30亩、投资10亿元; 2期用地40亩、投资6亿元	现有早期项目研发大楼, 计划有小分子及大分子创新药CDMO建设	浙江省杭州钱塘新区医药港小镇
杭州泰华(Teva)	26,498			2021年12月收购完成, 2022年起承接CMO及CDMO项目; 公司2022年4月投资者交流记录表“目前产能利用率在30%左右”。	Teva三个CMO(高血压治疗、心血管治疗)项目及其他	浙江省杭州钱塘新区临江工业园区经六路1889号
江苏瑞科	62,944	15,647	54,048		原料药为主(奥卡西平、酮洛芬、柳氮磺吡啶等)+部分CDMO项目	江苏省盐城市大丰区的大丰石化新材料产业园
四维医药	32,979	23,660	339	投资4.33亿建设百亿片剂项目, 2022年4月投资3.3亿元建设奥卡西平、西格列汀、诺欣妥中间体等原料药项目	制剂为主+部分仿制药原料药及CMO项目	浙江省台州市椒江区海门街道滨海路59号

- 资本开支趋势展望：**我们从在建工程、环评等估算新增投资额：台州瑞博13-15亿元、苏州瑞博3-5亿元，假设2024-2026年陆续投产、总投资额中85%为固定资产、固定资产周转率在1.9-2.1，对应2023-2025年释放产能对应产值潜力在35-40亿元，对应2021-2025年4年CDMO收入的CAGR在25-30%。如果再考虑杭州瑞博项目投资、浙江瑞博等地技改带来的收入增量（2022年4月环评技改3000万，预计2023年5月起投产、投产后收入6亿元），我们预计增长潜力更大。
- 从资本开支结构看CDMO客户&项目结构的边际变化：**战略客户新项目导入、国内服务项目陆续进入商业化放量期。

以浙江瑞博2022年4月技改环评项目为例看九洲药业CDMO商业化项目结构变化

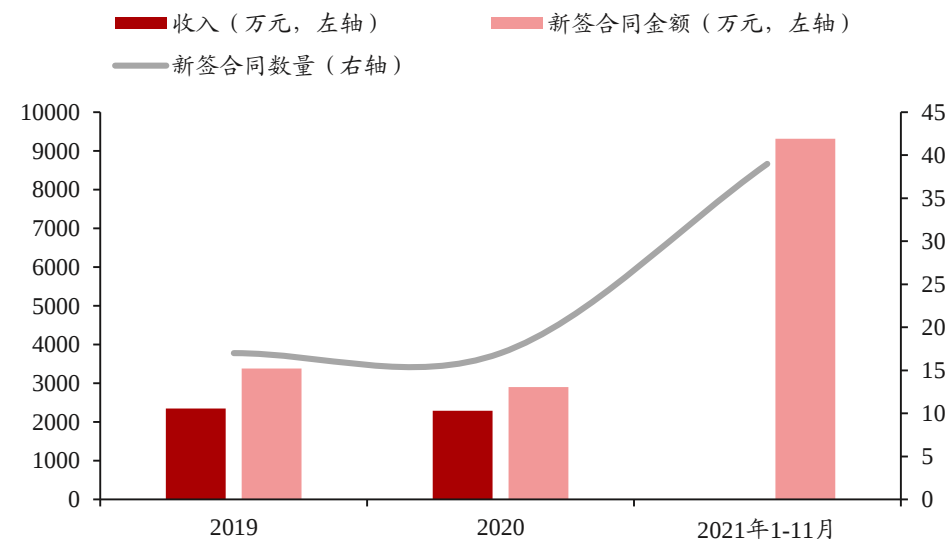
类型	项目	报批产量 (t/a)	生产车间	备注
中间体	抗心衰药物中间体 AHU377 B1	150	车间2	与现有氟内酯、N0701-52 共用生产线
	抗心衰药物中间体 AHU377 B3	400	车间2	单独生产线
	恩沙替尼中间体 ENA	2	车间7	与现有盐酸度洛西汀共用生产线
	索凡替尼中间体 HMPA	2	车间7	单独生产线
	抗肿瘤药物中间体 ENB40	9	车间9	与现有A4共用生产线
	阿利克仑中间体 ALR40	15	车间10	共用生产线，且与现有硫酸阿扎那韦共用生产线
原料药	达拉菲尼 (NFA)	3	车间10	
	尼罗替尼 (DNC)	20	车间10	
	文拉法辛苯磺酸盐一水合物 (VEB)	20	车间11	共用生产线，且与环泊酚HPF40制备工序共用生产线
	伏美替尼 (AFU)	2	车间11	
	罗替戈汀 (ROT)	1	车间11	
	谷美替尼 (KHS)	1	车间2、11	共用生产线，且与罗替戈汀游离精制工序共用生产线（其中谷美替尼合成工序位于车间2）
	德立替尼 (JAL)	1	车间11	
	苯胺洛芬 (FBT)	3	车间2	与谷美替尼合成工序及现有NFL共用生产线
	环泊酚 (HPF)	2	车间11、12	车间11（HPF40制备工序）；车间12（其它工序）与现有EMC共用生产线
医药中间体		578		
原料药		53		

- 资本开支趋势展望：**根据2020年定增项目可行性分析报告，四维医药“制剂CDMO项目”投资额约2亿元、IRR 15.9%；“百亿片制剂工程项目（一期）”项目投资额约2.3亿元、IRR 15.2%；从2022年4月环评进度可推算公司制剂业务及制剂CDMO弹性有望在未来3年左右持续兑现。
- 战略定位：**小分子CDMO服务粘性增强&价值链延伸，优势原料药价值链延展。我们认为在建产能及资本开支可能不是衡量自有制剂及制剂CDMO增速最好的指标，并购及合作也很重要：①2022年收购南京康川济公司，有望加速制剂CDMO业务的推进；②MAH方式下通过合作开发、申报等方式加速自有制剂上市销售；③与上药合资成立公司，九洲供应原料药、上药指定关联方提供制剂生产和销售服务，放大公司原料药优势。

以四维医药2022年4月技改环评项目为例看九洲药业制剂CDMO产能扩张

项目名称	产品	审批规模	验收情况	生产车间
百亿片制剂工程项目 (一期)	奥卡西平片	7200万片	在建	制剂生产车间1
	盐酸帕罗西汀片	10000万片		
	草酸艾司西酞普兰片	6000万片		
	卡培他滨片	5000万片		
	右旋酮洛芬安定三醇片	5000万片		
	伊潘立酮片	3000万片		
	卡马西平缓释片	5000万片		
	西格列汀二甲双胍缓释片	8000万片		
	比卡鲁胺片	3000万片		
	片剂小计	5.22亿片		
	度洛西汀肠溶胶囊	5000万粒		
	普瑞巴林胶囊	7000万粒		
	盐酸文拉法辛缓释胶囊	7000万粒		
	酮洛芬缓释胶囊	5000万粒		
CDMO制剂项目	胶囊小计	2.4亿粒	未建	制剂生产车间2
	抗肿瘤类	4.5亿片		
	抗病毒类			
	抗高血压类			
	中枢神经类			
	免疫系统类			

南京康川济2019-2021年底收入及新签订单



资料来源：公司公告，公司环评，Wind，浙商证券研究所

- 资本开支及增长驱动展望：**我们预计公司原料药主要生产厂区在江苏瑞科和台州椒江厂区，四维医药也有部分产能和产品布局。从在建工程增量看，2017年以来原料药业务资本开支投入强度相对下降，我们认为并不代表公司原料药业务增长降速：①江苏瑞科复产后，产能利用率仍有提升空间；②新项目角度看，我们关注到2021年年报显示降糖类原料药进入商业化阶段、四维医药等厂区新增西格列汀等原料药产能，我们认为新产品有望支撑2022-2025年原料药业务复合稳健增长。
- 存量原料药产品：**我们认为，公司优势品种（卡马西平等）竞争格局相对稳定，我们假设2022-2024年存量原料药品种量价略增，在新产品产能释放及产品商业化下，原料药业务整体收入增速在10-20%。

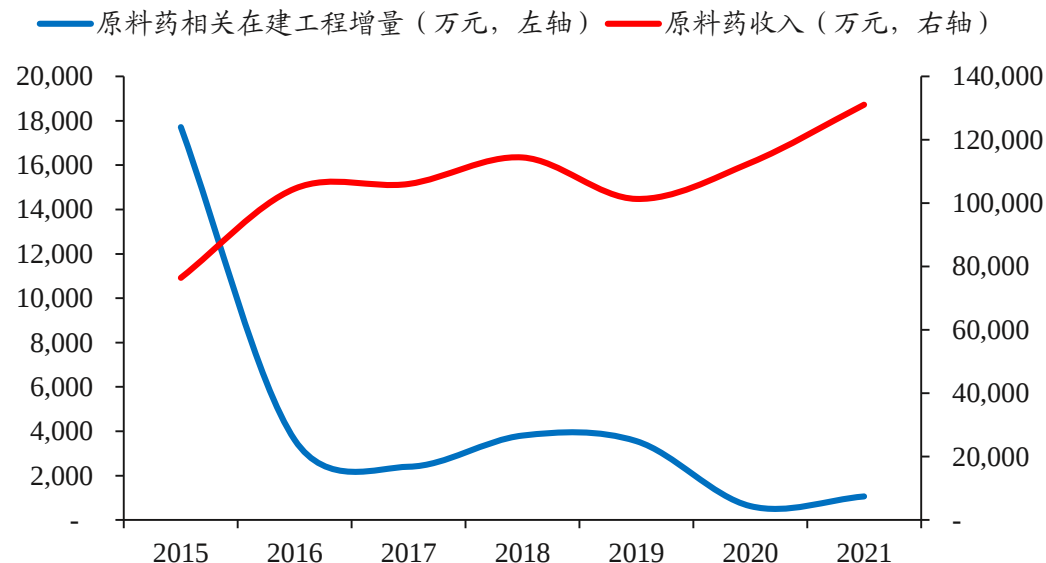
以四维医药2022年4月技改环评项目为例看九洲药业API新产能

- 建设单位：浙江四维医药科技有限公司
- 建设地址：浙江省台州市椒江区海门街道滨海路 59 号
- 投资概况：项目总投资 32831 万元。
- 劳动定员：新增员工 240 人，年工作日 300 天，三班制。
- 生产车间：本次项目在四维医药厂区内实施，车间布置情况见表 4.1-1。

表 4.1-1 本次项目车间布置情况

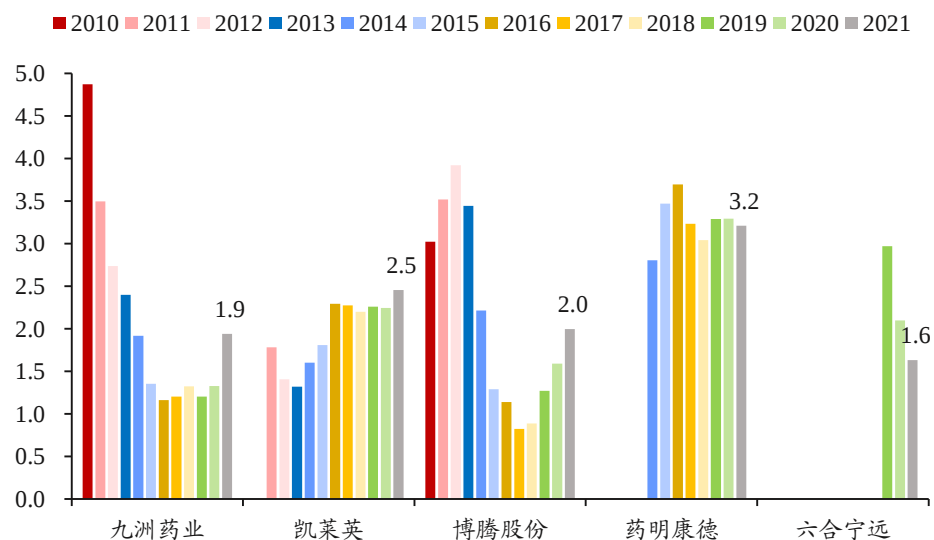
序号	名称	设计产量 (t/a)	车间	类别
1	奥卡西平	100	2#合成车间	抗癫痫药物
2	西格列汀	100	2#合成车间	糖尿病药物
3	AHU377B1	300	2#合成车间	合成抗心衰药物 Entresto 的中间体
4	格列齐特	450	1#合成车间	降血糖药物
5	联产氢氧化锌	750	1#合成车间	来自格列齐特
合计		1700		

原料药收入及在建工程投入

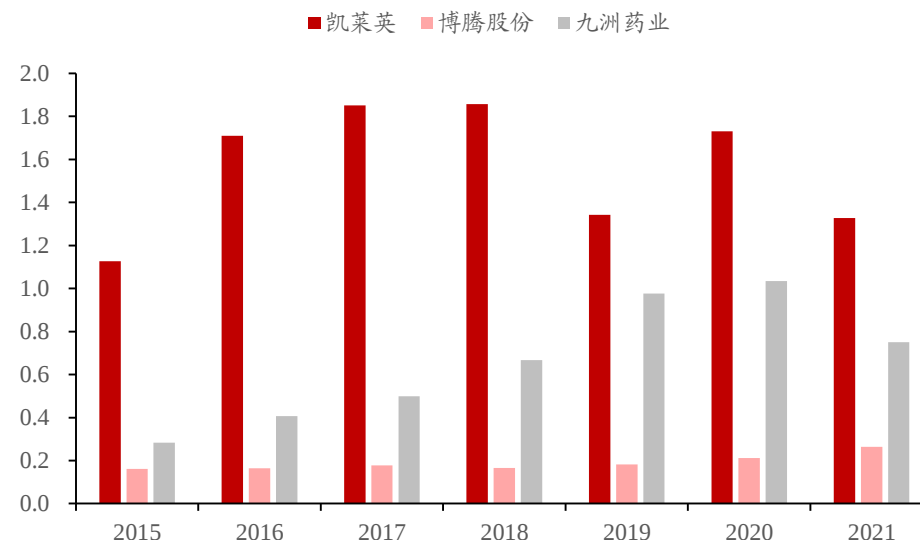


- **现有产能：**主要生产厂区包括苏州瑞博、浙江瑞博、台州椒江、杭州Teva、江苏瑞科等。根据公司官网，瑞博生命科学13个生产车间、476个反应釜、总反应能力3200m³，已建立2条OEB-5生产线、6条OEB-4级生产线。
- **产能增量：**我们预计2022-2024年产能增量来自于杭州Teva、台州瑞博、杭州瑞博等新产能投资和建设，浙江瑞博、苏州瑞博仍有技改和新车间释放潜力，江苏瑞科及四维医药有产能利用率提升空间。综合考虑释放节奏、技改空间等，我们预计2022-2025年公司收入端CAGR有望达到30%左右（注：考虑到公司部分厂区CDMO及原料药业务都有涉及，此处从总产能释放和运营效率的角度估算总收入端增长潜力），若制剂CDMO及多肽CDMO项目进展更快，也可能在此处估算的基础上增加收入弹性。
- **从产能规划看边际变化：**创新药研发中心等产能投入倾斜、新工艺&前沿技术产能投资增加（如连续流、微粉化新设备投资等），CDMO规划项目中诺华新项目增加、其他跨国药企合作增加、国内创新药进入商业化放量期，我们认为在公司CDMO项目结构优化下，新增产能的利用率有望维持在较高水平，驱动收入端增长。

2010-2021年CDMO公司固定资产周转率变化



CDMO业务单位销售量创收（万元/kg）



资料来源：公司公告，公司环评，Wind，浙商证券研究所

- 投资建议：我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.06、1.47、1.96元/股，2022年7月25日收盘价对应2022年46倍PE。我们认为，大客户、大项目管理经验是公司下一个阶段的基础，我们看好公司供给能力的边际变化，及新领域（多肽类、核酸类等）、新业务（制剂类CDMO等）的拓展。综合考虑到公司在收入结构切换窗口期内CDMO业务增长弹性&持续性的预期差，维持“买入”评级。

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4063	5697	7884	10087
同比	53.48%	40.21%	38.39%	27.94%
归属母公司净利润	634	884	1227	1632
同比	60.05%	39.50%	38.77%	32.98%
毛利率	33.33%	34.97%	35.80%	36.07%
ROE	16.54%	17.54%	20.05%	21.62%
每股收益(元)	0.76	1.06	1.47	1.96
P/E	64.29	46.09	33.21	24.97

代码	重点公司	现价	EPS				PE		评级
		2022/7/25	2021A	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E	
300363.SZ	博腾股份	67.9	0.96	2.31	3.26	45.2	29.4	20.8	买入
002821.SZ	凯莱英	180.2	2.89	10.54	10.69	47.1	23.2	22.9	买入
603259.SH	药明康德	100.9	1.72	2.97	3.32	57.0	33.3	29.8	买入
300725.SZ	药石科技	96.6	2.44	1.91	2.55	39.5	50.6	37.8	买入
300759.SZ	康龙化成	84.4	1.39	2.76	3.60	60.4	50.1	36.9	买入
平均						49.8	37.3	29.6	

注：博腾股份、凯莱英、药明康德、药石科技、康龙化成等公司2022-2024年EPS来自于浙商证券研究所估算
资料来源：公司公告，公司环评，Wind，浙商证券研究所

03

风险提示

- 生产安全事故风险;
- 环保事件导致停产风险;
- CDMO业务订单波动性风险;
- 新药上市审评进度不及预期风险;
- 重大客户流失风险等

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>