



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

立足当下，谋划长远

——九洲药业深度报告

买入（首次）

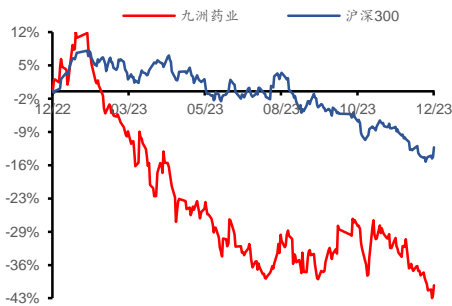
行业：医药生物
日期：2023年12月28日

分析师：邓周宇
Tel: 0755-23603292
E-mail: dengzhouyu@shzq.com
SAC 编号: S0870523040002
联系人：尤靖宜
Tel: 021-53686160
E-mail: youjingyi@shzq.com
SAC 编号: S0870122080015

基本数据

最新收盘价（元） 24.18
12mth A 股价格区间（元） 23.07-46.52
总股本（百万股） 899.49
无限售 A 股/总股本 99.85%
流通市值（亿元） 217.16

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

利润端表现出色，客户服务兼具广度及深度。公司作为 CDMO 行业领先企业，依托自身高技术附加值工艺研发能力和规模化生产能力，积极把握行业增长机遇，业务遍及全球 90+ 国家及地区，合作伙伴超 800 家，与 Novartis、Zoetis、Roche 等国际大型制药企业建立长期合作关系。近年来，公司业务快速扩张，2018-2022 年归母净利润 CAGR 超 50%；2023Q1-3，公司实现归母净利润 9.67 亿元，同比增长 30.08%，销售净利率增长至 21.07%。

丰富合理的 CDMO 项目结构助推业绩长期稳定增长，多肽、ADC 等新技术研发平台建设加速。公司持续推进“做深”大客户和“做广”新兴客户的战略，订单和项目稳步增长；截至 2023H1，已上市项目 29 个，III 期临床项目 66 个，I 期/II 期临床试验的有 839 个。公司多肽平台已承接并交付多个定制肽和多肽新药 IND 委托研发业务，助力客户多个项目的国内外申报；未来瑞博苏州多肽 GMP 车间建成，公司将构建多肽药物从研发到商业化生产一站式服务平台。在 XDC 业务方面，公司已完成研发平台搭建，PDC、SMDC 等可完成整个分子研发及生产，ADC 和 RDC 可以完成对应链接子、小分子毒素等研发及生产（抗体和核素除外）；OEB5 级车间已投入使用，开始承接业务订单。

原料药+制剂一体化，实现产品价值新提升。公司是全球卡马西平、奥卡西平、酮洛芬和格列齐特等原料药的主要供应商之一，并且在稳固行业领先地位的同时不断开拓新的战略客户、新产品线。此外，近几年公司通过“收购+自建”，基本完成对制剂的全产业链布局。中山工厂已开始承接多个创新药制剂项目，包括海外的 III 期项目；通过充分利用康川济医药的仿制药一致性评价能力及中山工厂中试和商业化生产能力，公司加快仿制药 CRO 业务的承接；同时，23 年上半年公司取得了卡马西平缓释片、格列齐特缓释片的批件。

■ 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.02/14.99/18.35 亿元，同比增长 30.51%/24.68%/22.45%，EPS 分别为 1.34/1.67/2.04 元，对应 PE 分别为 18/15/12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

市场竞争风险；汇率波动风险；服务的主要创新药退市或者被大规模召回的风险；服务的主要创新药上市销售低于预期的风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5445	5947	7257	8784
年增长率	34.0%	9.2%	22.0%	21.0%
归母净利润	921	1202	1499	1835
年增长率	45.3%	30.5%	24.7%	22.5%
每股收益（元）	1.02	1.34	1.67	2.04
市盈率（X）	23.62	18.10	14.51	11.85
市净率（X）	4.11	2.52	2.30	1.97

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 12 月 28 日收盘价）

目 录

1.全球知名 CDMO 企业，持续高质量发展	4
1.1 原料药成功转型 CDMO，达全球领先水平	4
1.2 蹄疾而步稳，经营整体向上	5
2.厉兵秣马，展翅腾飞	7
2.1 丰富合理的 CDMO 项目结构助推业绩长期稳定增长	7
2.2 持续加强与客户合作的深度与广度，大单品诺欣妥终端销量增速显著	8
2.3 制剂 CDMO 箭在弦上，多肽、偶联新技术蓄势待发	10
2.4 研发、扩产双管齐下，产能利用率维持合理水平	11
3.传统原料药业务扎实，“原料药+制剂”一体化初见雏形	12
4.盈利预测与估值	15
5.风险提示	16

图：

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司前十大股东控股情况（截至 2023Q3）	5
图 3：2018~2023Q3 公司营业收入及增速（单位：亿元、%）	5
图 4：2018~2023Q3 公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）	5
图 5：2018~2023H1 公司 CDMO 收入及增速（单位：亿元、%）	6
图 6：2019~2023H1 公司各细分板块收入占比（单位：%）	6
图 7：2018~2023Q3 公司销售毛利率及净利率（单位：%）	6
图 8：2018~2023Q3 公司三项费用率（单位：%）	6
图 9：2019~2025E 中国 CDMO 市场规模及增速（单位：亿元，%）	7
图 10：2021 年中国生物医药 CDMO 细分市场占比（单位：%）	7
图 11：不同药物研发阶段对应 CDMO 订单的量级	8
图 12：2016~2023H1 公司 CDMO 业务承接项目数量情况（单位：个）	8
图 13：沙库巴曲缬沙坦较依那普利进一步降低主要终点风险	10
图 14：2018~2023H1 诺欣妥全球销售额（单位：亿美元）	10
图 15：2016~2023E 全球肽类药物市场规模及增速（单位：十亿美元，%）	11

图 16: 2021~2030E 全球 ADC 药物市场规模 (单位: 亿美元)	11
图 17: 2018~2023Q3 公司研发费用及增速 (单位: 亿元, %)	12
图 18: 2018~2023Q3 公司在建工程、固定资产及固定资产周转率 (单位: 亿元, 次)	12
图 19: API 生产企业商业模式介绍.....	13
图 20: 2018~2022 年公司特色原料药及中间体营收, 分产品 (单位: 亿元)	14
图 21: 2017~2021 年公司主要特色原料药及中间体销售量 (单位: 吨)	14
图 22: 公司生产基地布局.....	14

表:

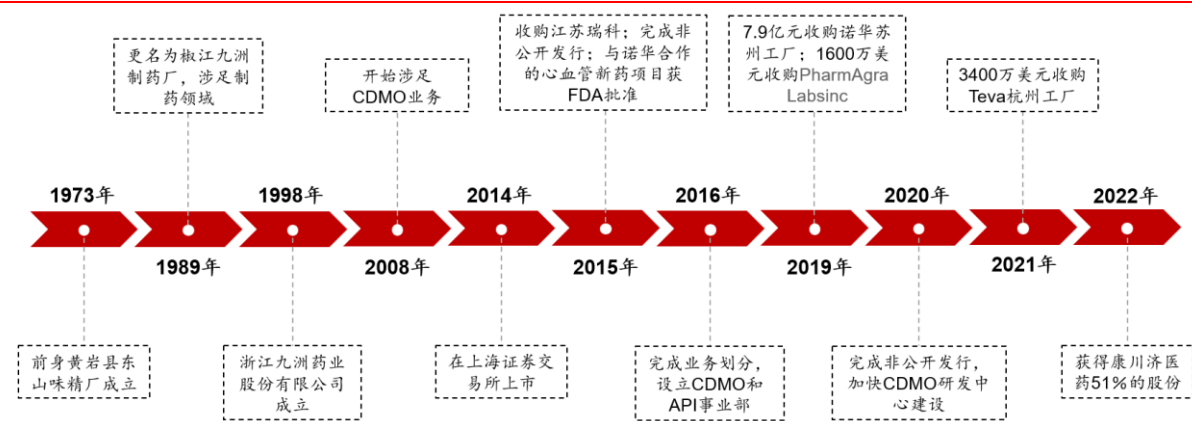
表 1: 2020~2022 年公司限制性股票激励计划	4
表 2: 2020 年公司非公开募投项目为公司向下游延伸 CDMO 制剂业务提供坚实基础.....	11
表 3: 2019~2022H1 公司 CDMO 产能利用率、产销率情况	12
表 4: 盈利预测	15

1.全球知名 CDMO 企业，持续高质量发展

1.1原料药成功转型 CDMO，达全球领先水平

九洲药业成立于 1998 年，早期专业从事特色原料药及中间体的生产，是全球卡马西平、奥卡西平、酮洛芬和格列齐特等原料药的主要供应商之一。公司在持续巩固特色原料药占据全球医药市场优势的基础上，于 2008 年涉足创新药 CDMO 领域，为全球药企提供新药临床前 CMC，临床 I、II、III 期，NDA 至上市全产业链的一站式优质服务；近年来公司积极拓展业务布局，并通过“自建+并购”结合的方式，加快 CDMO 产能建设，实现业务的快速扩张和战略转型。公司荣获 2022 年中国医药工业最具投资价值企业、2022 年最具影响力 CXO 企业 TOP20、2022 年度浙江省科技领军企业、2022 年度国家知识产权优势企业等多项荣誉。

图 1：公司历史沿革



资料来源：立鼎产业研究网，上海证券研究所

股权较为集中，三年连续激励增强公司凝聚力。截至 2023Q3，大股东浙江中贝九洲集团有限公司直接持股占比 31.52%，实际控制人花轩德、花莉蓉、花晓慧三人合计持有公司 39.58% 的股份，股权较为集中，决策效率较高。自 2020 年起公司连续 3 年实行股权激励计划，2022 年向 286 名高层、中层管理人员及核心骨干授予 178.60 万股限制性股票，同时设立业绩考核标准，以 2020 年净利润为基数，2022/2023/2024 年净利润增长率不低于 115%/180%/260%。我们认为该股权激励计划奠定了公司未来经营目标，充分调动、提高员工的积极性和创造性。

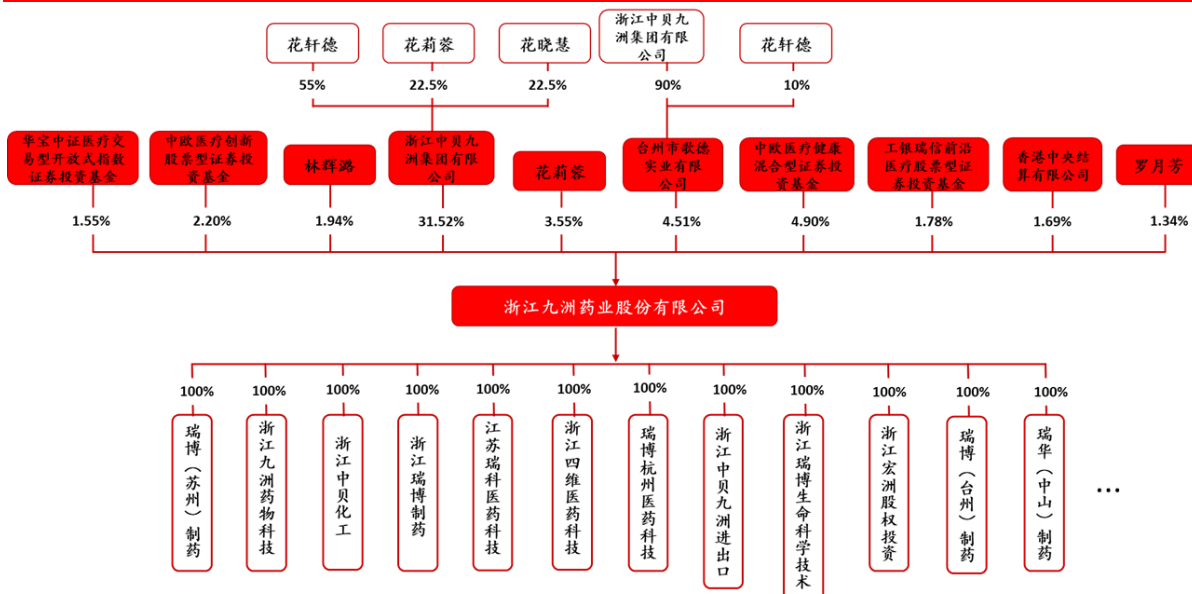
表 1：2020~2022 年公司限制性股票激励计划

授予日	授予数量	授予人数	授予价格	业绩考核目标
2022 年 3 月	178.60 万股	286 人	23.82 元/股	以 2020 年净利润为基数，2022/2023/2024 年净利润增长率不低于 115%/180%/260%
2021 年 6 月	128.70 万股	176 人	21.60 元/股	以 2019 年净利润为基数，2021/2022/2023 年净利润增长率不低于 70%/120%/185%

2020年9月 192.70万股 91人 15.91元/股 以2019年净利润为基数，2020/2021/2022年净利润增长率不低于30%/70%/120%

资料来源：公司历年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告，上海证券研究所

图 2：公司前十大股东控股情况（截至 2023Q3）

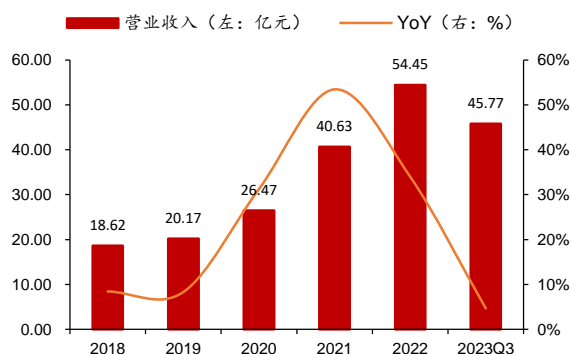


资料来源：公司 2023 年三季报，Wind，企查查，上海证券研究所

1.2 蹄疾而步稳，经营整体向上

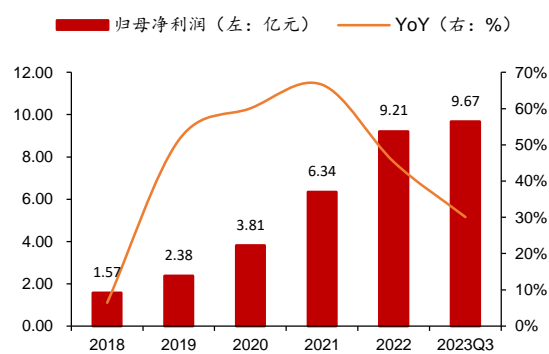
步履稳健，业绩增长动力强劲。得益于公司大力拓展 CDMO 业务布局，实现高质量发展，近年来业绩呈现快速增长势头；2018-2022 年公司营业收入及归母净利润的 CAGR 分别为 30.77% 和 55.59%，表现亮眼。2023Q1-3，公司发展势头不减，实现营业收入 45.77 亿元，同比增长 4.66%；实现归母净利润 9.67 亿元，同比增长 30.08%。CDMO 业务板块保持稳健增长，占比进一步提升；2023Q3 特色原料药板块受个别品种影响，营收仍有所下滑，但相比 Q2 下滑幅度收窄。

图 3：2018~2023Q3 公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

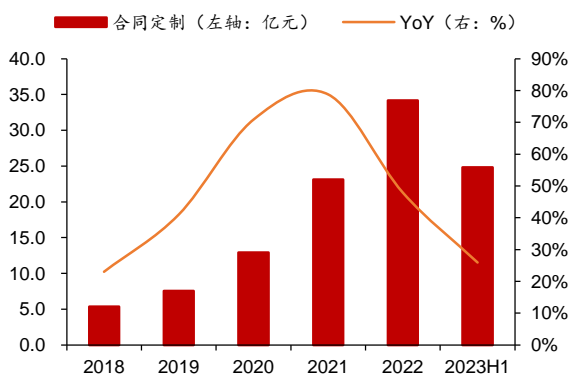
图 4：2018~2023Q3 公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

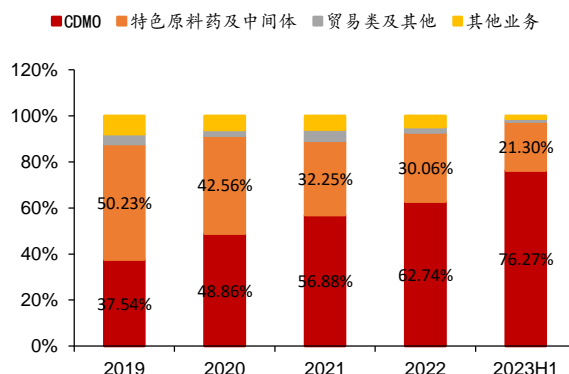
CDMO业务高歌猛进，收入占比持续提升。依托多个核心技术平台以及国际领先的质量和EHS管理体系，公司已成为CDMO领域领先厂商，积累了丰富的客户服务经验，CDMO业务规模也持续高速增长，2018-2022年营收CAGR达58.82%；其占总收入的比重也由2019年的37.5%快速增长至2022年的62.7%，成为公司发展的第一大支柱。传统特色原料药与中间体生产及销售业务，公司在稳固行业内的领先地位的同时，不断开拓新的战略客户；2018-2022年其营收CAGR为9.4%，且近三年每年的营收同比增速呈现加速趋势。从毛利率角度看，CDMO业务最高，2022年近40%；特色原料药与中间体业务次之，为30.5%。

图 5：2018~2023H1 公司 CDMO 收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

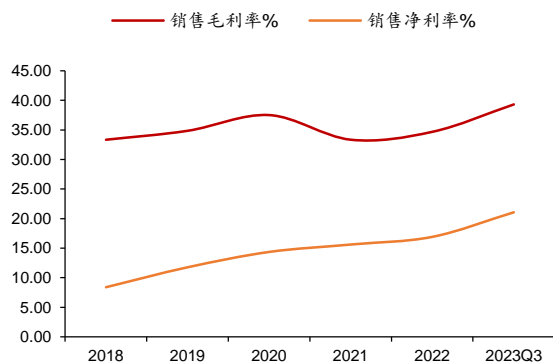
图 6：2019~2023H1 公司各细分板块收入占比（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

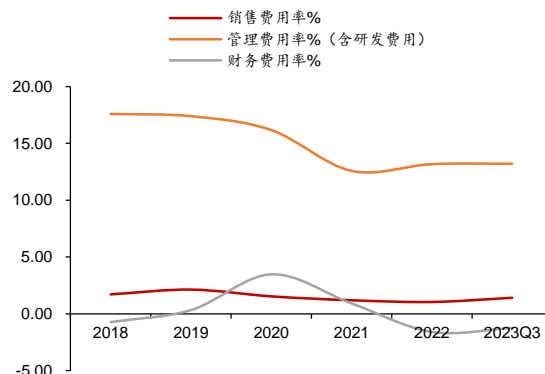
盈利能力不断增强，净利率向上趋势明显。近年来，受益于高毛利 CDMO 业务占比连年提升，公司毛利率整体呈现上升趋势，2023Q3 达 39.31%；2021 年有所下滑，主要系汇率波动、部分原材料价格上涨、部分产品交付时间及结构调整等因素。在费用管控方面，公司销售费用率波动较小，管理费用率（含研发费用）下滑明显，2023Q3 达 13.20%，较 2018 年下滑 4.37pct。

图 7：2018~2023Q3 公司销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：2018~2023Q3 公司三项费用率（单位：%）



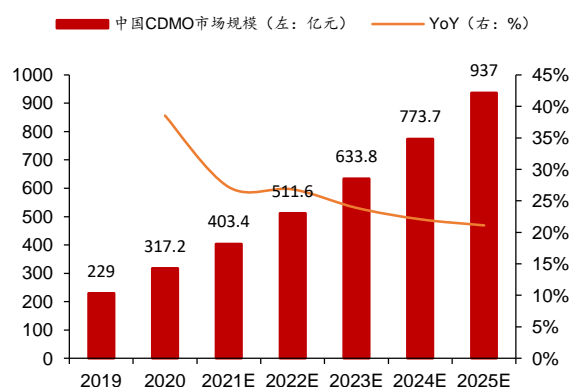
资料来源：Wind，上海证券研究所

2. 厉兵秣马，展翅腾飞

2.1 丰富合理的 CDMO 项目结构助推业绩长期稳定增长

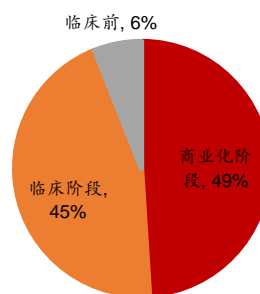
大型制药公司与中小创新药公司将部分研发和生产环节外包的意愿强烈，CDMO 行业高度景气。据 Frost&Sullivan 预测，2022-2026 年全球医药行业研发投入 CAGR 约 7.8%；据 Pharma Intelligence 统计数据，2022 年全球新药在研管线数量达 20,109 种药物，较 2021 年相比增加了 8.22%，增长率接近上年的两倍；持续的高研发投入与充足的 Pipeline 数量为医药外包服务企业提供了广阔的市场空间。以中国为代表的新兴市场国家正处于医药外包行业的快速发展期，已成功切入全球创新药企 cGMP 供应链体系，逐渐挤占欧美 CMO/CDMO 市场空间，并处于中间体 CDMO 向 API 和制剂 CDMO 过渡阶段。据头豹研究院，预计到 2025 年我国 CDMO 市场规模将达到 937.0 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 24.2%。

图 9：2019~2025E 中国 CDMO 市场规模及增速
(单位：亿元，%)



资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

图 10：2021 年中国生物医药 CDMO 细分市场占比
(单位：%)



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

国内小分子 CDMO 市场集中度相对较高，行业具有一定的客户合作黏性。据中国化工信息中心咨询事业部数据显示，CR5 约达 75%；其中第一梯队的合全药业和凯莱英拿到国内将近一半的订单；第二梯队的企业包括康龙化成、博腾股份、九洲药业。若 CDMO 企业能在药企前期研发阶段提供小规模生产服务，未来在商业化阶段的订单竞争中具有显著优势。在初期合作达成后，为保证药物合成工艺的稳定性，以及出于对工艺技术、知识产权等方面考虑，研创药企客户倾向于与 CDMO 企业维持长期稳定的合作关系。根据客户药物研发进度，伴随相关创新药物从临床前 CMC、临床 I、II、III 期到注册上市申请及上市的推进，对应 CDMO 订单的量级不断提升；商业化规模生产会带来相对量级较

大且稳定持续的订单需求。

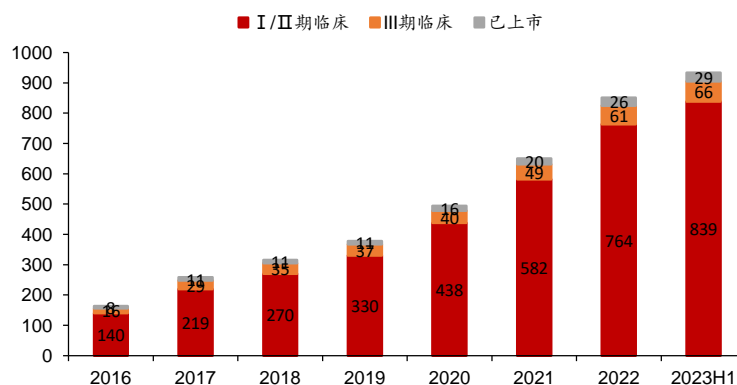
图 11：不同药物研发阶段对应 CDMO 订单的量级



资料来源：和华泰联合证券关于《关于公司非公开发行股票申请文件的反馈意见》之回复报告，上海证券研究所

公司 CDMO 项目管线丰富，已经形成了可持续的临床前/临床 I、II、III 期的漏斗型项目结构。近年来，基于多年对全球市场战略开发布局，公司对大型制药公司的项目管线渗透率进一步提升，合作不断深入，订单和项目稳步增长；客户已上市项目持续稳定放量，商业化阶段项目收入亦稳步提升。截至 2023H1，公司承接的项目中，已上市项目 29 个，处于 III 期临床项目 66 个，处于 I 期和 II 期临床的有 839 个，项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经和心脑血管等治疗领域；已递交 NDA 的新药项目数明显增加，所服务的客户项目中最优项目占比越来越大，持续助推公司业务快速增长。

图 12：2016~2023H1 公司 CDMO 业务承接项目数量情况（单位：个）



资料来源：公司 2022 年非公开发行 A 股股票预案，公司 2022 年报，公司 2023 年中报，上海证券研究所

2.2 持续加强与客户合作的深度与广度，大单品诺欣妥终端销量增速显著

优质、丰富的客户群体构筑了项目储备的“蓄水池”。公司拥有丰富的国内外大型制药企业项目经验，业务覆盖了 Novartis、Roche、Zoetis、Gilead、第一三共等国际知名药企，以及贝达药业、和记黄埔、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等国内知名研创药企。基于多年向海内外大客户提供临床研究至 NDA 上市的成功经验，公司积累了深厚的行业洞察力、成熟的工艺研发

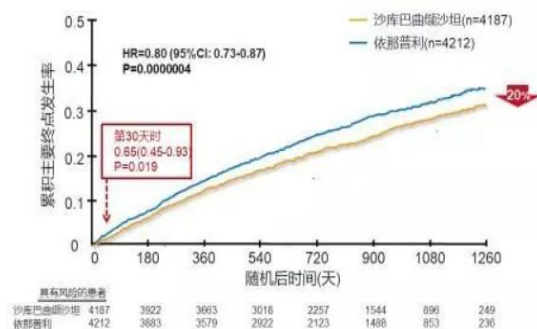
和规模化生产能力，获得了良好的客户口碑。

公司系 Novartis 的战略供应商，具有深厚合作关系。公司自上世纪 90 年代与 Novartis 开始建立合作关系，合作广度和深度持续增强，订单和项目稳步增长，已成为其全球供应链中的战略供应商之一。2019 年，公司收购苏州诺华制药 100% 股权，并就向诺华爱尔兰供应诺华集团的三种药物产品（该等产品的适应症分别为抗心衰治疗、乳腺癌治疗以及白血病治疗）的原料药或中间体达成一致。公司每年承接诺华数量较多的不同阶段创新药项目，其中诺欣妥项目原料药供应占大比例份额，**诺欣妥也是公司近年来原料药交付量最大的产品。**诺华的沙库巴曲缬沙坦（诺欣妥®）是全球首个血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂（ARNI），于 2015 年获得 FDA 批准上市，是全球首款心衰治疗领域的突破性创新药物。2017 年，诺欣妥®首次获批进入国内市场，2019 年通过谈判纳入全国医保乙类目录，2021 年成功续签，并新增原发性高血压适应症。

沙库巴曲缬沙坦开创了心衰治疗新局面。心力衰竭是各种心脏疾病的严重和终末阶段，5 年死亡率可达 50%；据弗若斯特沙利文预计，2030 年全球心力衰竭患病数将增加到 3,870 万。而 PARADIGM-HF 研究结果表明，在射血分数降低的心衰患者中，与依那普利相比，沙库巴曲缬沙坦显著降低心血管死亡、心衰住院、全因死亡的风险分别达 20%/21%/16%。此外，诺欣妥®在华新批高血压适应症，也是突破我国 10 年来高血压无新药的困境。《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》显示，我国 18 岁及以上居民高血压患病率为 27.5%，成人高血压患病人数估计为 2.45 亿。一项由中国心血管健康联盟副主席，北京大学第一医院霍勇教授牵头进行的 III 期临床研究结果显示：治疗 8 周后，沙库巴曲缬沙坦的降压效果显著优于 ARB 类药物中降压效果最好的奥美沙坦（对照药），且能明显提高患者的血压达标率。

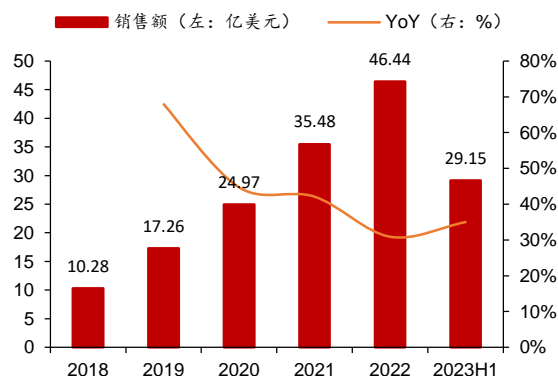
诺欣妥终端销量增速显著，拉动上游原料药需求。2018-2022 年，诺欣妥全球销售额 CAGR 超 45%；2023H1，诺欣妥在所有地区都实现了强劲的两位数增幅，销售总额达到 29.15 亿美元（yoy+35%）。据米内网数据，在中国三大终端六大市场，2020 年诺欣妥的销售额同比增长 134%，2021 年首次突破 20 亿元，同比增长 127.62%。我们认为，未来随着诺欣妥市场规模持续扩大，公司对诺华的原料药交付量也将随之增长。此外，诺华治疗乳腺癌的药物终端开始放量，白血病等其他治疗药物的原料药生产转移工作完成，预计 23-24 年进入正常商业化生产，届时公司和诺华合作规模有望进一步扩大。

图 13：沙库巴曲缬沙坦较依那普利进一步降低主要终点风险



资料来源：PARADIGM-HF，国际循环，上海证券研究所

图 14：2018~2023H1 诺欣妥全球销售额（单位：亿美元）



资料来源：诺华历年年报，医药魔方 Info，上海证券研究所

2.3 制剂 CDMO 箭在弦上，多肽、偶联新技术蓄势待发

公司在产业链中的服务价值逐步提高，并具备开展制剂 CDMO 业务的技术研发储备及项目储备。一般而言，在 CDMO 行业中，中间体、原料药到制剂 CDMO 业务的附加值逐步增加；公司已由中间体、原料药服务模式转向以原料药为核心的服务模式，在产业链中的服务价值逐步提高。在制剂技术平台方面，公司已完成小分子制剂 CDMO 一站式服务平台的搭建，拥有包括缓控释平台、软胶囊平台、栓剂平台等在内的众多制剂剂型研究平台。此外，公司与中国药科大学共建联合实验室，助力制剂改良型新药开发及缓控释制剂平台建设；新增热熔挤出技术平台在 2022 年投入使用，可用于难溶性药物的开发，以及制剂改良型新药的开发。2022 年，康川济医药获得盐酸多巴胺注射液的药品生产许可；四维医药制剂生产平台承接来自日本、英国、中国多个制剂项目的定制生产。

内部新建+外部并购，加快制剂 CDMO 产能建设。2022 年上半年，公司收购康川济医药 51% 股权，同年康川济医药完成 2,600 平方的研发场地扩建工作，持续提升公司 CDMO 制剂研发的承接能力。2023 年 4 月，公司收购山德士（中国）所属中山制剂工厂 100% 股权并对其增资，中山制剂工厂主要生产设备均处于国际先进水平，并拥有先进的生产工艺和制造技术，该生产基地符合中国 GMP 标准，同时严格执行结合了欧盟、FDA 等国际 GMP 标准的诺华集团全球统一的质量标准。此外，公司 2020 年非公开发行人项目之一“四维医药百亿片制剂项目”已建设完毕，取得《药品生产许可证》C 证，22 年承接多个客户的制剂委托生产服务；23 年公司预计将在四维医药新增多个剂型的小规模生产线，在瑞华中山扩充多条生产线。

表 2：2020 年公司非公开募投项目为公司向下游延伸 CDMO 制剂业务提供坚实基础

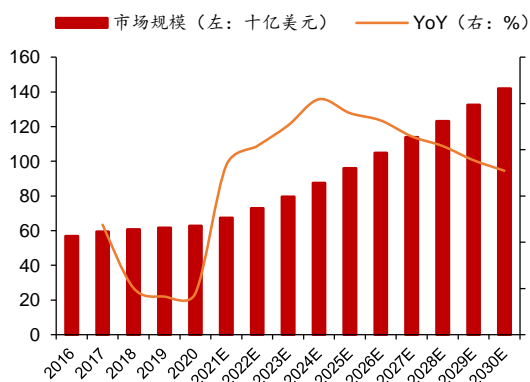
募投项目/业务内容	服务药物研发阶段	主要服务能力	客户定位
瑞博（杭州）研发中心项目	小分子药物药学研究及 CDMO 制剂研发服务	完善公司小分子药物药学研发体系，提高公司 CDMO 制剂项目承接能力	公司所有研创药企客户，立足于这些创新药企相关药物管线研发进程，致力于公司“原料药+制剂”一体化平台战略
四维医药制剂 CDMO 项目/收购山德士（中国）收购所属中山制剂工厂 100% 股权并对其增资	临床 III 期至商业化阶段的制剂 CDMO 业务	提供制剂 CDMO 服务	公司所有研创药企客户，致力于公司“原料药+制剂”一体化平台战略
四维医药百亿片制剂项目	制剂的商业化生产阶段	制剂的商业化生产	公司现有的药企客户，推进公司从原料药向更高附加值的制剂拓展

资料来源：和华泰联合证券关于《关于公司非公开发行股票申请文件的反馈意见》之回复报告，上海证券研究所

通过癌细胞表面表达的分子选择性结合并发挥作用的靶向治疗是癌症治疗的一个重大进展，此治疗方式具备更高的疗效和更好的耐受性。随着多肽药物分子设计技术和多肽给药技术的不断革新，多肽和偶联药物在治疗癌症的新领域表现突出。据弗若斯特沙利文预计，2030 年全球肽类药物市场规模将增长至 1419 亿美元，2020-2030 年 CAGR 达 8.5%。对于抗体药物来说，虽然单抗药物主导市场，但 ADC 药物成长性较大；据弗若斯特沙利文预计，全球 ADC 药物份额约占抗体药物市场的比例将由 2021 年的 3% 增长至 2030 年的 14%。

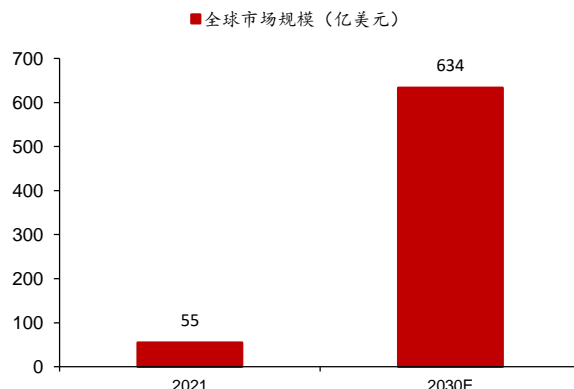
多肽、偶联等新技术平台储备完善。公司已建成多肽药物、偶联药物研发技术平台，团队核心成员具备超过 15 年的多肽研发和管理经验。多肽平台已承接并交付多个新药研创公司的定制肽和多肽新药 IND 委托研发业务，具备从定制肽到注册申报，以及法规条件下生产多肽药物的一站式服务能力；此外，公司同时承接了客户高活性偶联药物的研发和生产。

图 15：2016~2023E 全球肽类药物市场规模及增速（单位：十亿美元，%）



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

图 16：2021~2030E 全球 ADC 药物市场规模（单位：亿美元）



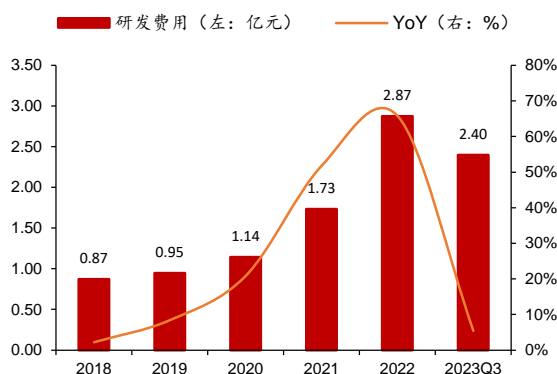
资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

2.4 研发、扩产双管齐下，产能利用率维持合理水平

公司在浙江、江苏、广东、北美拥有多个研发和生产基地，

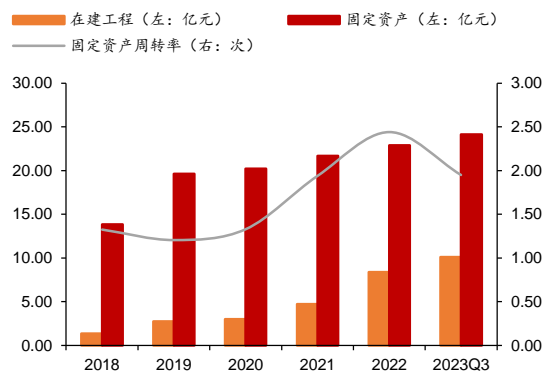
并始终将研发创新视为驱动发展的核心动力，2018-2022 年研发费用 CAGR 达 34.76%；2023Q3 研发费用为 2.40 亿元。公司先进产能布局也有条不紊推进中，在建工程逐年增长，2023Q3 超 10 亿元。据公司投资者关系活动记录表，瑞博台州一期按计划推进中，目前正在安装设备，预计将在 2024 年上半年开始陆续投入使用；瑞博美国二期中试车间扩建中，可进一步提升创新药早期及临床期业务承接能力。

图 17：2018~2023Q3 公司研发费用及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 18：2018~2023Q3 公司在建工程、固定资产及固定资产周转率（单位：亿元，次）



资料来源：Wind，上海证券研究所

CDMO 行业需要根据客户合同定制要求生产多种类别的产品，不同产品切换时，需投入一定时间进行产线转换和生产准备，70%左右的产能利用率代表了 CDMO 业务的较高水平；2019-2022H1，公司 CDMO 产能利用率呈现上升趋势，22 年上半年达 74%。此外，公司 CDMO 产品的产销率也一直处于较高水平，有望较好消化未来新增产能。

表 3：2019~2022H1 公司 CDMO 产能利用率、产销率情况

产品类型	2022H1	2021年	2020年	2019年
产能利用率	73.96%	69.48%	65.41%	64.21%
产销率	88.51%	83.26%	83.21%	109.67%

资料来源：和华泰联合证券关于《关于公司非公开发行股票申请文件的反馈意见》之回复报告，上海证券研究所

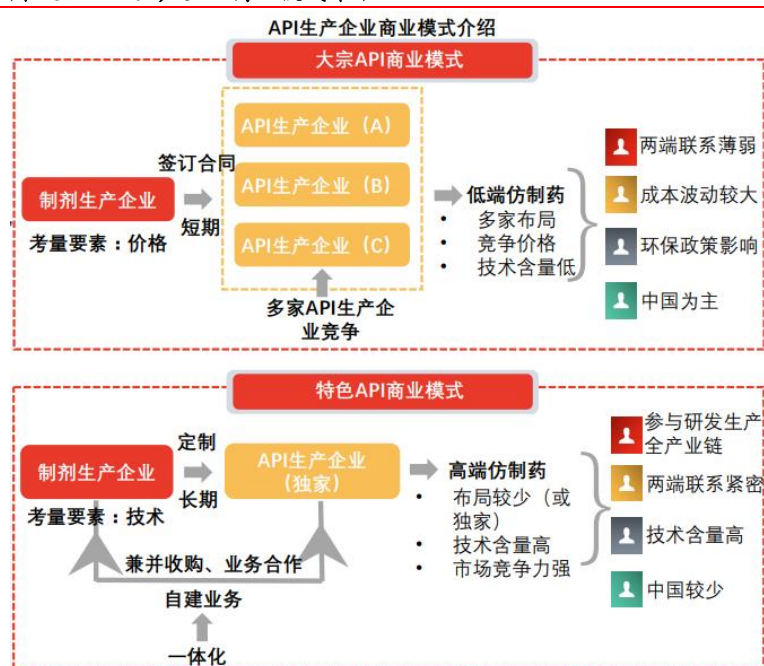
3. 传统原料药业务扎实，“原料药+制剂”一体化初见雏形

特色原料药附加值高，慢病高发推动其市场持续扩容。特色 API 技术含量高，与制剂行业联动效应明显；制剂企业为保证 API 质量通常与 API 生产企业签订长期合作协议，以定制的方式参与其中，上游 API 企业议价能力强，产品附加值较高。世卫组织 2022 年发布报告显示，心脏病、癌症、糖尿病等非传染性疾病已超过传染病，成为“全球头号杀手”；慢性疾病高发，对应的特色

API 需求也存在持续增长空间。

我国原料药产业正处于从大宗原料药向特色原料药和专利原料药升级的转型期。中印依靠成本优势在原料药市场中占据举足轻重的地位；我国以大宗原料药为主，印度则是以仿制药产业拉动特色原料药生产，欧美在专利原料药领域占优。根据 Clarivate 数据，中国能够生产约 1650 个品种的原料药、产能占全球约 30%，其中抗生素类、解热镇痛类、维生素类、皮质激素类等产品市占率世界领先。但大宗原料药技术成熟、毛利较低、产品同质化问题严重，价格容易受到供给、产能、原材料价格变动影响而呈现周期性波动。国内头部企业正加速在特色原料药和专利原料药领域布局，积极向价值链更高端迈进。

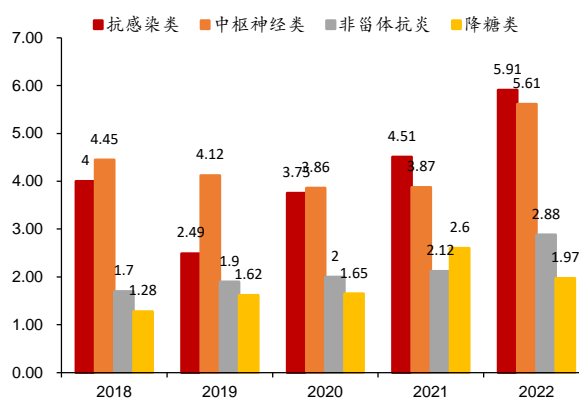
图 19：API 生产企业商业模式介绍



资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

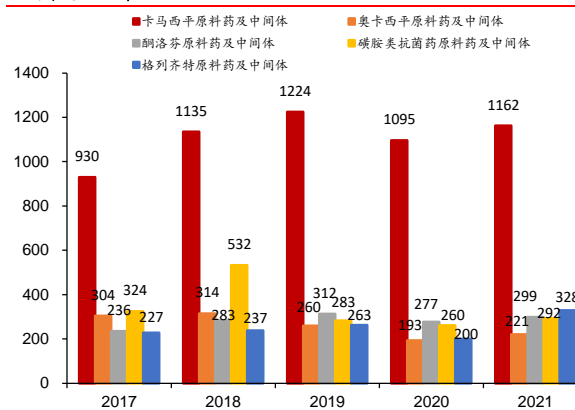
多款拳头产品全球市占率领先，增速稳健。公司特色原料药主要产品包括中枢神经类、降血糖类、心血管类、磺胺类抗菌药、非甾体类抗炎药等。经过多年深耕，公司卡马西平、格列齐特、酮洛芬、柳氮磺胺吡啶等原料药及中间体，在全球单品种特色原料药及中间体细分市场份额中稳居前列；其中卡马西平在全球市场份额占比较高，为国家工信部第四批制造业单项冠军产品，2021 年销售量达到 1162 吨。抗感染类及中枢神经类产品占比较高，2022 年两者营收均超 5 亿元。非甾体抗炎、降糖类产品营收增速略快，2018-2022 年 CAGR 分别为 14.1% 和 11.4%。

图 20：2018~2022 年公司特色原料药及中间体营收，分产品（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 21：2017~2021 年公司主要特色原料药及中间体销售量（单位：吨）



资料来源：公司历年年报，上海证券研究所

先进的生产技术，丰富的产能布局。公司拥有300+DMF撰写经验，提供从中间体到原料药及制剂一体化的全产业链服务，产品海外出口90+国家。在研发布局上，公司拥有领先的研发技术服务平台，包括手性催化技术、连续流反应技术、氟化学技术研究平台在内的多个领先技术平台。公司多地布局优势产能，拥有50多条生产线，含大型专用车间、多功能车间以及中试车间，满足公斤级到吨级不同规模的产品生产需求。此外，还配备符合CGMP要求的先进原料药生产设备，能够承接多种反应类型，包括高压脱氢反应、深冷反应等，已建立高活性生产设施，包括2条OEB-5生产线、6条OEB-4级生产线。

图 22：公司生产基地布局



资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司利用自有原料药平台的优势，充分发挥上下游协同效应，加快原料药与制剂一体化产业链布局。一方面，公司继续拓展及布局目标临床细分领域产品线；另一方面，快速推进在研制剂项目的注册申报。2023H1，公司已有 18 个仿制药制剂项目处于不同研发报批阶段，其中 1 个项目已获得 ANDA 批文，3 个项

目已视同通过一致性评价，1个项目处于FDA审批中，4个制剂项目目前分别处于CDE审评审批不同阶段。2023年6月，公司格列齐特缓释片、卡马西平缓释片（II）获得药品注册证书。

4. 盈利预测与估值

CDMO业务：基于公司多年对全球市场战略开发布局，CDMO项目管线日益丰富，已经形成了可持续向下转换的漏斗型项目结构。叠加已递交NDA的新药项目数明显增加及新建生产车间陆续投入使用，未来将持续助推CDMO业务快速增长；我们预计2023-2025年公司CDMO业务的收入增速分别为21.42%/22.83%/23.66%。

特色原料药及中间体业务：公司在稳固行业内的领先地位的同时不断开拓新的战略客户，并进一步拓宽原料药产品线，积极布局抗炎类、抗感染类领域。同时，公司加快原料药、制剂一体化进程，有望实现原料药及中间体产品价值新提升。我们预计2023-2025年公司特色原料药与中间体业务收入增速分别为-8.9%/19.3%/15.2%。

毛利率：近年来，公司盈利能力整体稳中有升，未来随着新产能陆续落地带来规模化效应，毛利率有进一步上升空间。我们预计2023-2025年公司毛利率分别为38.90%/38.65%/38.70%。

营收&利润：我们预计公司2023-2025年的营收分别59.47/72.57/87.84亿元，同比增长9.21%/22.04%/21.04%；归母净利润分别为12.02/14.99/18.35亿元，同比增长30.51%/24.68%/22.45%，EPS分别为1.34/1.67/2.04元，对应PE分别为18/15/12倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	26.47	40.63	54.45	59.47	72.57	87.84
yoy（%）	31.26%	53.48%	34.01%	9.21%	22.04%	21.04%
毛利率（%）	37.51%	33.33%	34.66%	38.90%	38.65%	38.70%
成本（亿元）	16.54	27.09	35.58	36.33	44.52	53.84
CDMO 营收（亿元）	12.93	23.11	34.17	41.49	50.96	63.02
yoy（%）	70.8%	78.7%	47.8%	21.42%	22.83%	23.66%
毛利率（%）	41.34%	38.58%	39.69%	43.5%	43.00%	42.75%
成本（亿元）	7.59	14.19	20.61	23.44	29.05	36.08
特色原料药营收（亿元）	11.27	13.10	16.37	14.91	17.78	20.48
yoy（%）	11.2%	16.3%	24.9%	-8.9%	19.3%	15.2%

毛利率 (%)	38.02%	32.51%	30.49%	32.5%	33.0%	33.0%
成本 (亿元)	6.98	8.84	11.38	10.06	11.92	13.72
贸易类及其它营收 (亿元)	0.66	2.01	1.28	1.09	1.25	1.38
yoy (%)	-24.7%	203.1%	-36.6%	-15.0%	15.0%	10.0%
毛利率 (%)	38.08%	14.48%	18.35%	15.5%	15.0%	15.0%
成本 (亿元)	0.41	1.72	1.04	0.92	1.06	1.17
其他业务营收 (亿元)	1.61	2.41	2.64	1.98	2.57	2.96
yoy (%)	1.53%	49.63%	9.89%	-25.0%	30.0%	15.0%
毛利率 (%)	2.82%	3.04%	3.38%	3.5%	3.0%	3.0%
成本 (亿元)	1.56	2.33	2.55	1.91	2.50	2.87

资料来源: Wind, 上海证券研究所

5. 风险提示

市场竞争风险: 随着近两年国内新的竞争者加入以及欧美医药定制研发生产企业加速在国内投资设厂, 公司面临市场竞争加剧的风险。欧美和印度等国家鼓励产业链回流, 这些对公司的外销可能产生不利影响。

汇率波动风险: 公司海外业务占比较高, 美元和欧元为主要结算货币, 部分合同涉及当地小币种结算, 面临较大的汇率波动风险。

服务的主要创新药退市或者被大规模召回的风险: 药品的安全性、质量可控性直接关系人类的健康和生命安全。如果药品的安全性出现问题, 客户创新药品可能退市; 如果药品的质量可控性出现问题, 客户的药品可能被召回, 进而减少对公司产品和研发服务的定制需求。

服务的主要创新药上市销售低于预期的风险: 创新药上市后由于市场推广、医患用药惯性等各种因素导致销售量不达临床期预计, 以及专利到期或被仿制药公司实施专利挑战成功, 客户将面临来自仿制药企业的激烈竞争, 均会导致药品价格下降以及利润下滑, 进而可能导致公司医药原料药、中间体的销售价格及毛利率下降。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1095	3123	3537	4737
应收票据及应收账款	671	1219	1074	1175
存货	2021	2170	2393	2592
其他流动资产	205	270	305	379
流动资产合计	3993	6783	7309	8883
长期股权投资	63	85	109	125
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2291	2532	2720	2907
在建工程	839	1338	1570	1646
无形资产	454	605	729	834
其他非流动资产	273	319	351	395
非流动资产合计	3920	4879	5478	5907
资产总计	7913	11662	12787	14790
短期借款	50	150	200	250
应付票据及应付账款	1245	1363	1521	1750
合同负债	83	80	97	114
其他流动负债	836	925	998	1103
流动负债合计	2214	2518	2816	3217
长期借款	84	124	154	174
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	244	303	302	299
非流动负债合计	328	427	456	473
负债合计	2542	2945	3272	3690
股本	834	899	899	899
资本公积	2058	4495	4495	4495
留存收益	2515	3347	4145	5730
归属母公司股东权益	5297	8642	9441	11026
少数股东权益	75	74	74	73
股东权益合计	5371	8717	9515	11099
负债和股东权益合计	7913	11662	12787	14790

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	1226	1176	2062	2280
净利润	921	1201	1498	1834
折旧摊销	350	386	401	435
营运资金变动	-73	-517	109	-37
其他	28	106	54	47
投资活动现金流量	-738	-1350	-1009	-878
资本支出	-705	-1313	-988	-865
投资变动	-27	-21	-24	-17
其他	-6	-16	3	3
筹资活动现金流量	-609	2212	-239	-202
债权融资	-362	56	76	66
股权融资	42	2501	0	0
其他	-289	-345	-315	-268
现金净流量	-64	2060	814	1199

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5445	5947	7257	8784
营业成本	3558	3633	4452	5384
营业税金及附加	36	39	47	57
销售费用	58	83	91	105
管理费用	429	449	526	615
研发费用	287	318	381	457
财务费用	-86	-48	-29	-8
资产减值损失	-59	-50	-23	-15
投资收益	2	3	4	4
公允价值变动损益	-35	5	15	15
营业利润	1108	1440	1799	2203
营业外收支净额	-4	-6	-5	-6
利润总额	1104	1434	1794	2197
所得税	183	232	296	362
净利润	921	1201	1498	1834
少数股东损益	0	0	0	-1
归属母公司股东净利润	921	1202	1499	1835

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	34.7%	38.9%	38.6%	38.7%
净利率	16.9%	20.2%	20.6%	20.9%
净资产收益率	17.4%	13.9%	15.9%	16.6%
资产回报率	11.6%	10.3%	11.7%	12.4%
投资回报率	15.5%	12.8%	14.8%	15.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	34.0%	9.2%	22.0%	21.0%
EBIT 增长率	40.4%	30.7%	27.4%	24.0%
归母净利润增长率	45.3%	30.5%	24.7%	22.5%
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.34	1.67	2.04
每股净资产	5.89	9.61	10.50	12.26
每股经营现金流	1.36	1.31	2.29	2.53
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.73	0.61	0.59	0.64
应收账款周转率	7.57	6.29	6.33	7.81
存货周转率	1.92	1.73	1.95	2.16
偿债能力指标				
资产负债率	32.1%	25.3%	25.6%	25.0%
流动比率	1.80	2.69	2.60	2.76
速动比率	0.84	1.78	1.69	1.90
估值指标				
P/E	23.62	18.10	14.51	11.85
P/B	4.11	2.52	2.30	1.97
EV/EBITDA	24.57	10.73	8.62	6.69

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。