

原料药制剂一体化发展，创新药助力腾飞

——润都股份(002923.SZ)首次覆盖报告

报告要点:

● 冠心病诊断市场空间广阔，核素心肌灌注显像渗透率提升空间大

我国冠状动脉性心脏病患者基数庞大，超过1100万，预计未来随着人口的老齡化，患者数量仍将持续增长。冠心病的诊断有多种方式，负荷核素心肌灌注显像是其中一种无创诊断，用于评估心肌缺血情况，在美国有着广泛的应用，每年诊断人次超过800万。目前我国诊断冠心病的金标准仍然是冠状动脉造影，负荷核素心肌灌注显像应用的比例仍然较低，相关负荷药物的销售也比较小，预计随着负荷核素心肌灌注显像渗透率的逐步提升，负荷药物也有望迎来快速增长，长期市场空间有望超过40亿。

● 盐酸去甲乌药碱蓄势待发，有望成为新增长点

目前国内用于核素心肌灌注的负荷药物相对较少，常用的药物包括腺苷、多巴酚丁胺、双嘧达莫和瑞加诺生，其中瑞加诺生由南京海融医药首仿，并通过谈判的方式进入到医保目录，仍处于快速放量的阶段。盐酸去甲乌药碱是公司最核心的在研创新药，用于负荷核素心肌灌注显像，研发时间超过二十年，目前补充三期临床试验结束，已经在上市申报，市场空间超过10亿。

● 原料药制剂一体化发展，传统业务有望继续稳健增长

原料药是公司的传统业务，经过多年发展，目前已形成了以抗高血压沙坦、抗消化性溃疡质子泵抑制剂拉唑类等药物用原料药及中间体、CMO、CDMO等多元化发展的业务格局，目前在公司在湖北荆门建设生产基地，一期工程已经完工，多个项目于2022年12月通过安全条件审查和安全设施设计审查并获批，预计未来有望持续贡献收入。公司主要在售化学制剂产品为涉及抗感染类、消化系统类、心脑血管系统类、麻醉类、解热镇痛类等治疗领域，超过20个品种，未来有望通过集采，快速实现销售量增长。

● 盈利预测与投资建议

预计2023-2025年，公司实现营业收入分别为13.05亿元、14.42亿元和15.76亿元，归母净利润分别为0.71亿元、1.20亿元和1.60亿元，对应EPS分别为0.21元/股、0.36元/股和0.48元/股，对应PE分别为53倍、31倍和23倍。公司仿制药产品线丰富，荆门原料药生产基地推进中，仿制药和原料药有望持续为公司贡献业绩。公司创新药盐酸去甲乌药碱已经申报上市，作为公司的首个创新药，有望成为新的业绩增长点。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

研发不及预期风险，产品降价风险，医药行业政策风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1189.93	1372.23	1304.58	1441.98	1575.52
收入同比(%)	-5.01	15.32	-4.93	10.53	9.26
归母净利润(百万元)	139.77	155.48	71.32	120.22	160.46
归母净利润同比(%)	2.87	11.24	-54.13	68.55	33.48
ROE(%)	12.57	13.00	6.03	9.50	11.79
每股收益(元)	0.42	0.46	0.21	0.36	0.48
市盈率(P/E)	26.88	24.17	52.68	31.26	23.42

资料来源：Wind, 国元证券研究所

买入|首次推荐

当前价/目标价：10.90元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：20.02/7.22

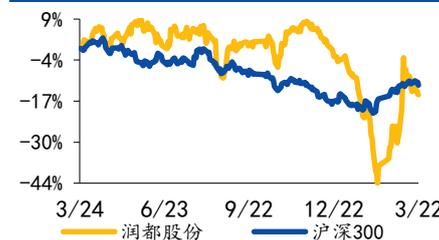
A股流通股(百万股)：257.44

A股总股本(百万股)：334.89

流通市值(百万元)：2806.05

总市值(百万元)：3650.34

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

分析师 朱仕平

执业证书编号 S0020524010001

电话 021-51097188

邮箱 zhushiping@gyzq.com.cn

目 录

1.原料药制剂一体发展，创新引领新成长	4
1.1 原料药制剂一体发展，创新引领新成长	4
1.2 业绩稳步增长，盈利能力保持稳定	5
2.创新药盐酸去甲乌药碱蓄势待发，有望成为新增长点	6
2.1 心血管疾病是当前全球死亡主要原因之一，患者基数庞大	6
2.2 核素心肌灌注显像（MPI）在国内渗透率较低，未来仍有巨大提升空间	7
2.3 盐酸去甲乌药碱蓄势待发，有望成为新增长点	11
3.原料药制剂一体化持续推进，湖北原料药基地值得期待	12
3.1 原料药业务平稳增长，湖北原料药基地值得期待	12
3.2 制剂业务受益集采，仿制药研发持续推进	14
4.盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	18
5.风险提示	19

图表目录

图 1：润都股份发展历史	4
图 2：润都股份股权结构	4
图 3：公司营业收入及增速（亿元）	5
图 4：公司归母净利润及增速（亿元）	5
图 5：公司营业收入构成	5
图 6：公司主营业务毛利率	5
图 7：公司毛利率和净利率	6
图 8：公司四项费用率情况	6
图 9：2021 中国心血管健康患病人数（万人）	6
图 10：2019 全球心血管疾病死亡人数	7
图 11：我国冠心病诊疗路径图示	7
图 12：瑞加诺生原研产品销售额（亿美元）	10
图 13：盐酸去甲乌药碱分子结构	11
图 14：公司原料药业务收入情况（亿元）	13
图 15：公司原料药业务毛利率	13
图 16：公司制剂业务收入情况	15
图 17：公司制剂业务毛利率情况	15
图 18：公司历年研发投入情况（亿元）	16
图 19：公司研发人员情况	16
表 1：有稳定性胸痛症状患者的临床验前概率（PTP，%）	8
表 2：根据 PTP 决定后续诊断路径	8

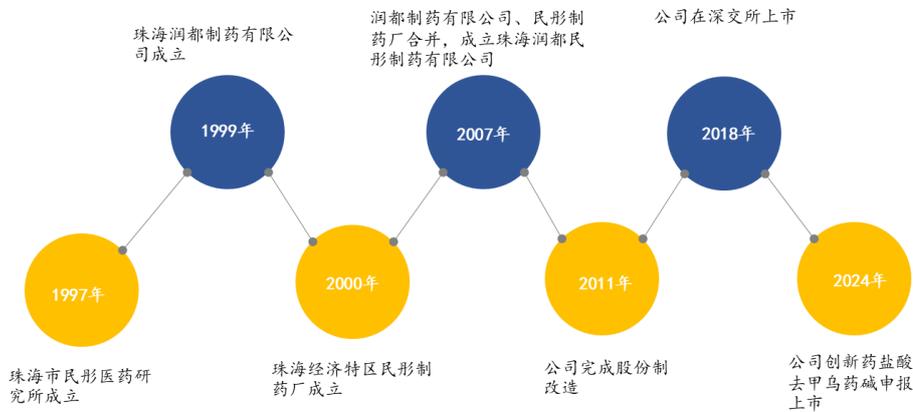
表 3: 运动或药物负荷影像学检查推荐.....	9
表 4: 瑞加诺生国内注册受理情况.....	10
表 5: 盐酸去甲乌药碱销售预测.....	12
表 6: 主要原料药产品目录.....	13
表 7: 公司主要化学制剂.....	14
表 8: 公司在研项目梳理.....	16
表 9: 润都股份收入拆分.....	18
表 10: 可比公司估值对比.....	19

1.原料药制剂一体发展，创新引领新成长

1.1 原料药制剂一体发展，创新引领新成长

润都股份是一家从事于原料药、化学药、医药中间体和化学药制剂的高新技术企业，公司集研发、生产、销售一体，产品主要方向为治疗消化性溃疡疾病药物、抗高血压类药物的制剂和原料药。公司以技术研发为核心竞争力，获得“国家高新技术企业”、“广东省创新性企业”等资质，技术中心被认定为“国家企业技术中心”，同时不断加强与国内知名研究所、高校合作，并以此为基础，建立研究中心和专业化研发团队，研发实力不断加强。目前公司的创新药盐酸去甲乌药碱注射液三期临床已经结束，已经进入申报上市阶段，未来有望成为公司发展的新动力。

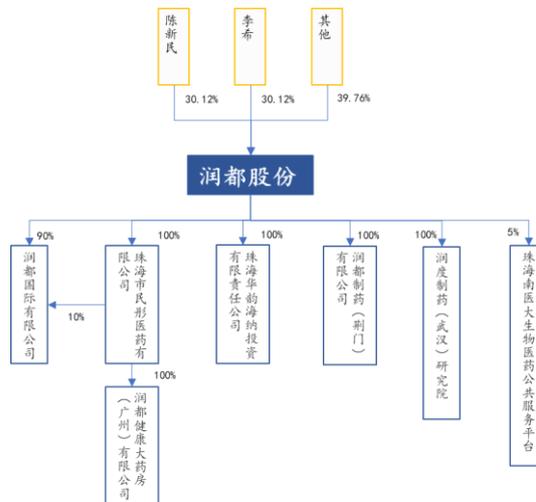
图 1：润都股份发展历史



资料来源：iFind，公司官网，国元证券研究所

公司实际控制人陈新民和李希各自控股 30.12%，董事长陈新民同时兼任核心技术人员，两位控制人从业多年，具备丰富的管理经验。

图 2：润都股份股权结构（截至 2024 年 3 月 19 日）

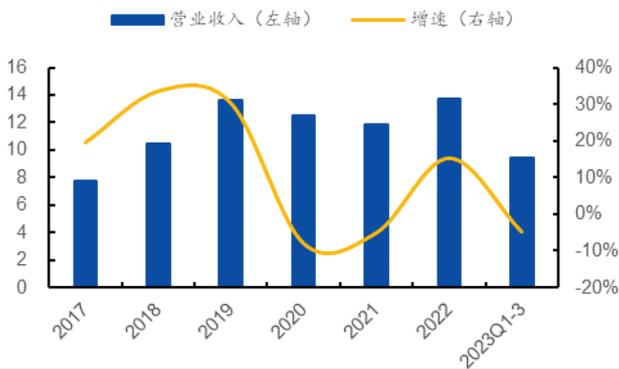


资料来源：iFind，国元证券研究所

1.2 业绩稳步增长，盈利能力保持稳定

公司 2017 年至 2019 年营收稳定增长，2019 年营收增长率达 30%，营收总额增至近 13.6 亿元。2020 年和 2021 年受全球新冠疫情影响，营收小幅度下降，但归母净利润仍然保持小幅增长。2022 年公司收入达到 13.72 亿元，归母净利润达到 1.55 亿元，仍然保持稳健增长。2023Q1-3 公司实现收入 9.45 亿，同比下降 4.7%；实现归母净利润 0.66 亿，同比下降 35.49%，前三季度业绩同比下滑主要与公司新建高端原料药、中间体生产基地——润都制药（荆门）有限公司多个生产车间在 2022 年底及 2023 年初转入固定资产，致使润都荆门公司本期折旧摊销同比增长较大；加之相关产品逐步进入试生产和/或商业化阶段，但产能利用率仍较低，导致生产成本提高，企业综合盈利水平下降。此外，公司加大对产品研发的投入，研发投入增速快于收入增速，也同样为利润端增长带来压力。

图 3：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFind, 国元证券研究所

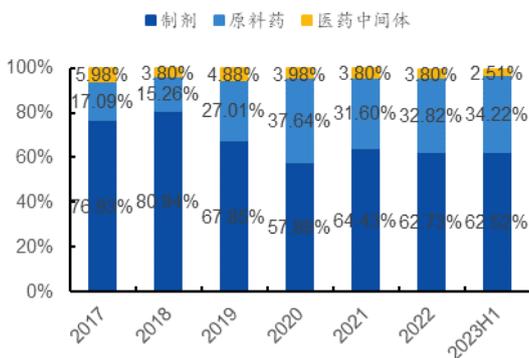
图 4：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFind, 国元证券研究所

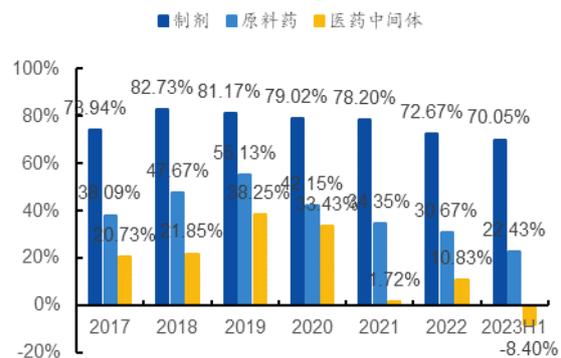
公司主营收入以化学制剂为主，2022 年占比达 62.73%，其他还分为原料药和医药中间体，分别占比 32.82%和 3.80%。公司主营项目毛利率近年来略有下滑，2022 年化学制剂、原料药、医药中间体毛利率分别为 72.67%、30.67%和 10.83%。

图 5：公司营业收入构成



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 6：公司主营业务毛利率

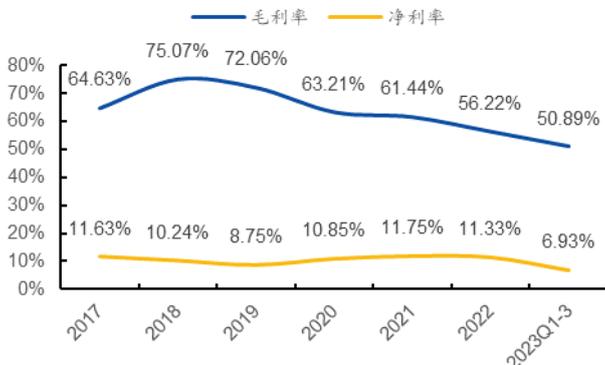


资料来源：iFind, 国元证券研究所

公司近几年总的毛利率逐渐下降，从 2017 年的 64.63%下降到 2022 年的 56.22%，毛利率下降主要与公司毛利率较低的原料药业务占比提升有关。公司销售费用率下降明显，从 2018 年的 54.01%的占比下降到 2022 年的 28.39%，其他各项费用率整

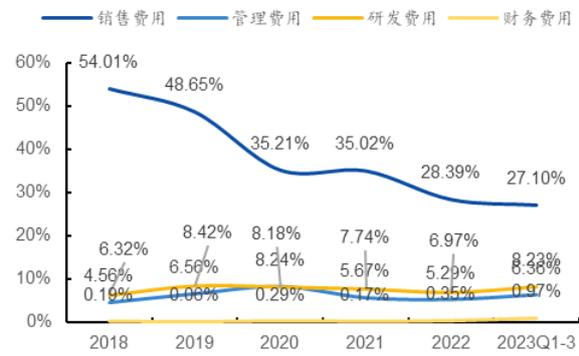
体保持稳定。公司净利率整体保持稳定，最近两年一直维持在 11%-12%。

图 7：公司毛利率和净利率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 8：公司四项费用率情况



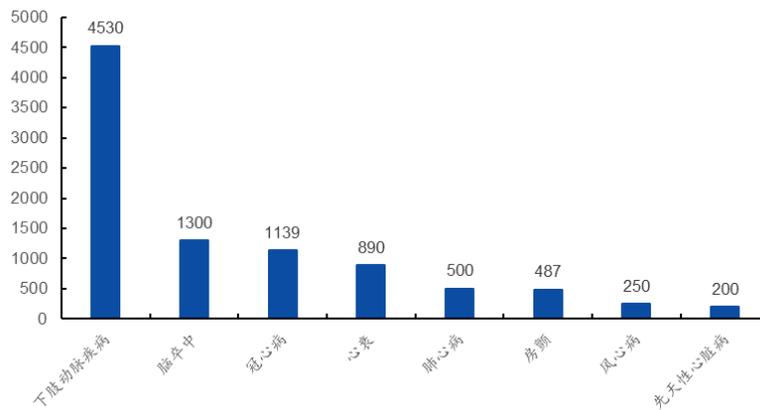
资料来源：iFind, 国元证券研究所

2. 创新药盐酸去甲乌药碱蓄势待发，有望成为新增长点

2.1 心血管疾病是当前全球死亡主要原因之一，患者基数庞大

冠心病是冠状动脉性心脏病的简称，是一种最常见的心脏病，是指因冠状动脉狭窄、供血不足而引起的心肌机能障碍和（或）器质性病变，故又称缺血性心肌病。根据 2021 年中国心血管健康与疾病报告，我国当前冠心病患病人数 1139 万。在 60 岁以上的人群，患冠心病的概率大大增加，随我国人口老龄化进程加快，冠心病患者数量将持续上升。

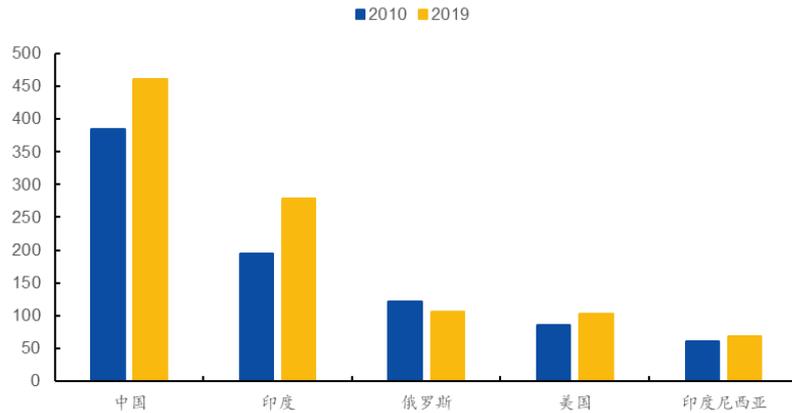
图 9：2021 中国心血管健康患病人数（万人）



资料来源：中国心血管健康与疾病报告 2021, 国元证券研究所

从全球范围来看，我国是目前因心血管疾病死亡人数最多的国家，2019 年死亡人数超过 400 万人。

图 10：全球心血管死亡人数前五名国家（万人）

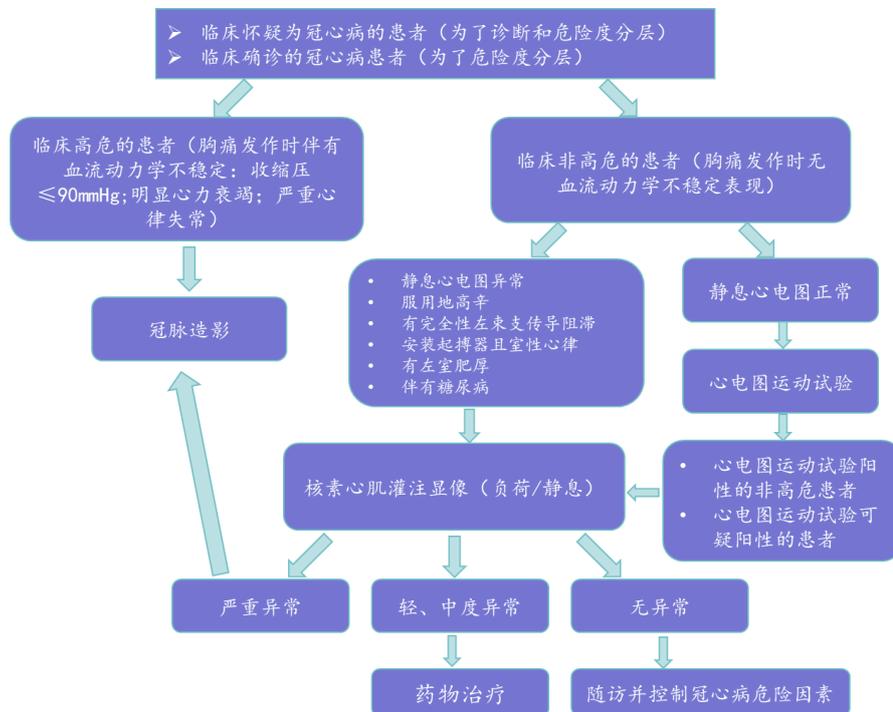


资料来源：药融汇，国元证券研究所

2.2 核素心肌灌注显像 (MPI) 在国内渗透率较低，未来仍有巨大提升空间

根据不同发病特点和治疗原则，冠心病分为慢性冠状疾病（也称作稳定性冠心病）和急性动脉综合征。稳定性冠心病包括慢性稳定性劳力型心绞痛、缺血性心肌病和急性冠状动脉综合征之后稳定的病程阶段。

图 11：我国冠心病诊疗路径图示



资料来源：稳定性冠心病诊疗与治疗指南，国元证券研究所

冠心病作为一个患者基数庞大的病种，诊疗路径完善。根据稳定性冠心病诊疗与治疗指南，在实际诊疗中，可通过胸痛性质、性别、年龄综合推断 SCAD（稳定性冠心病）

的 PTP（验前概率）从而确定患者的诊疗路径。对于左心室射血分数 LVEF 低于百分之五十且胸痛典型的患者建议直接进行冠状动脉造影，对于 LVEF \geq 50%的患者，可根据 PTP 决定后续诊断路径。当患者处于 15% \leq PTP \leq 85%且在诊疗条件允许进行无创性影像学检查时，优先选择无创性影像学检查。

表 1：有稳定性胸痛症状患者的临床验前概率（PTP，%）

年龄	典型心绞痛		非典型心绞痛		非心绞痛性质的胸痛	
	男性	女性	男性	女性	男性	女性
30~39	59	28	29	10	18	5
40~49	69	37	38	14	25	8
50~59	77	47	49	20	34	12
60~69	84	58	59	28	44	17
70~79	89	68	69	37	54	24
>80	93	76	78	47	65	32

资料来源：稳定性冠心病诊疗与治疗指南，国元证券研究所

表 2：根据 PTP 决定后续诊断路径

PTP	后续诊疗
PTP<15%（低概率）	基本可排除心绞痛。
15% \leq PTP \leq 65%（中低概率）	建议行运动负荷心电图作为初步检查，若诊疗条件允许进行无创性影像学检查（超声或 MPI），优先选择后者。
66% \leq PTP \leq 85%（中高概率）	建议行无创性影像学检查以确诊 SCAD。
PTP>85%（高概率）	可确诊 SCAD，对症状明显者或冠状动脉病变解剖呈高风险者应启动药物治疗或有创性检查和治疗。

资料来源：稳定性冠心病诊疗与治疗指南，国元证券研究所

稳定性冠心病的影像检查包括胸部 X 线检查、超声检查、影像检查、冠状动脉 CT 血管成像和冠状动脉造影检查（CAG）等多种检查手段，其中影像检查包括超声心动图、核素心肌灌注显像（SPECT/PET）两种。冠状动脉造影是进行 PCI 手术前的最后一步检查，但因其有创性且有辐射，在国外临床诊断中，前期的检查以无创检查为主。无创检查对冠心病的诊断非常重要，无创检查主要包括心电图、超声心动图、冠状动脉 CT 血管造影（CTA）和核素心肌灌注显像（MPI）等等。其中心电图是最常见的无创检查，但其诊断冠心病的敏感性及特异性均较低。

冠状动脉 CT 血管造影（CTA）可评估冠脉狭窄程度，但无法评价相应供血区心肌血流灌注状态，并且具有放射损害、费用较高。超声心动图主要检查心脏结构及功能，通过超声心动图可以测量心房大小、心室大小以及主动脉内径，观察主动脉形态及是

否有主动脉瓣的畸形，但是同样也无法评价相应供血区心肌血流灌注状态。核素心肌灌注显像是以放射性核素标记的心肌灌注显像剂在心肌组织上的分布而成像的，反映了注射显像剂即刻的心肌血流灌注状况。整体来看，超声心动图和CTA可以评价心脏结构及功能以及冠脉狭窄情况，核素心肌灌注显像可以评价供血区心肌血流灌注状态，三者互为补充，可以更好的诊断冠心病。

超声心动图和核素心肌灌注又可以分为静息状态和负荷状态，通常静息状态下，即使严重狭窄，仍可维持静息状态下的心肌供血、供氧，此时很难检测出心肌缺血。但在负荷状态下，正常冠脉会明显扩张（约为平时的3-5倍），而病变血管则扩张有限或不能扩张，造成心肌内血液重新分布，病变血管区域血流流向正常区域，从而产生“窃血”现象，使有病变区域与正常区域显像剂分布产生明显差别，进而诊断心肌缺血。此时负荷显像能直观显示出有无心肌缺血及其部位、范围和程度。因此，负荷状态的显像能明显提高冠心病心肌缺血诊断的灵敏度和准确性，并且联合静息显像能准确对心肌缺血进行分类，协助明确冠心病危险程度。

表 3：运动或药物负荷影像学检查推荐

推荐内容
对 PTP 为 66%-85%或 LVEF<50%无典型症状的患者，为确诊 SCAD，建议首先行负荷影像学检查
对静息心电图异常，可能影响正常解读负荷心电图波形改变的患者，建议行负荷影像学检查
只要条件允许，建议行运行负荷试验，而非药物负荷试验
既往进行过血运重建（PCI 或 CABG）有缺血症状的患者，应考虑行负荷影像学检查
如需评估 CTA 显示的临界病变缺血的严重程度，应考虑行负荷影像学检查

资料来源：稳定性冠心病诊疗与治疗指南，国元证券研究所

增加负荷的方式有两种，分别是运动和药物，运动负荷包括平板运动试验、踏车运动负荷等，对于可以运动的患者，推荐采用运动负荷。当患者无法充分运动时，需使用药物增加负荷。用于增加负荷的药物种类不多，包括腺苷、多巴酚丁胺、双嘧达莫和瑞加诺生等。

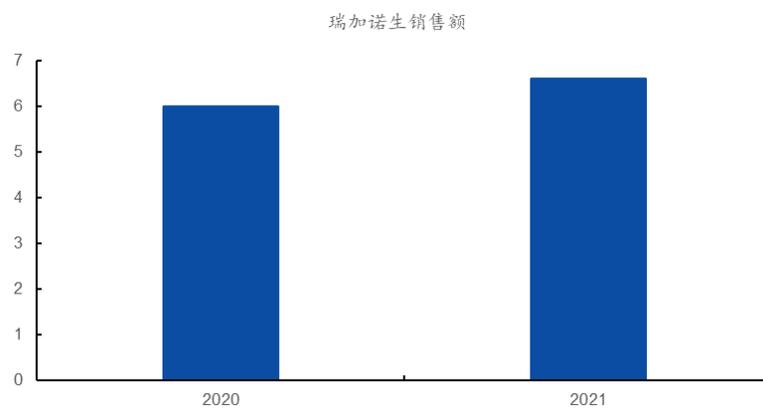
腺苷是由 King Pharmaceuticals 研发并于 1989 年 10 月 30 日获 FDA 批准上市，北美地区由安斯泰来公司推广销售，治疗型产品商品名为 Adenocard 和诊断型产品商品名为 Adenoscan，随后于 1997 年和 2005 年获得欧盟 EMA 和日本 PMDA 批准上市，原研产品在 2008 年达到销售峰值 3.5 亿美金，随后逐步下降，2019 年为 5124.3 万美元。腺苷通过激活 A2A 受体，可使心肌达到最大充血状态，而诱发缺血，但腺苷同时作用于 A1、A2A、A2B 和 A3 受体，可能诱发气管痉挛、支气管扩张等副作用，因此多巴酚丁胺、双嘧达莫可作为其替代用药。如果没有以上两种药物时，可考虑使用三磷酸腺苷替代。

目前，国内企业的腺苷产品较少，2020 年，中美华东通过出资现金 5000 万元人民币及销售分成的方式，获得蓬莱诺康拥有的腺苷注射液（供治疗用，2ml:6mg）和腺苷注射液（供诊断用，30ml:90mg），其中诊断适应症为用于超声心动图药物负荷试验。2023 年一月份，先通医药的腺苷注射液上市，用于心肌灌注显像和超声心动图

药物负荷试验，是国内唯一兼具两个适应症的负荷药物。整体来看，腺苷在国内销售额不大，且布局企业较少。

安斯泰来原研的产品瑞加诺生是一种 A2A 腺苷受体激动剂，是一种冠状血管扩张剂，作为放射性核素心肌灌注显像（MPI）中使用的一种负荷药物，适用于不能接受运动负荷试验而需进行药物负荷试验的患者，且相对于腺苷有更小的副作用，所以瑞加诺生上市后，快速取代腺苷，成为了主要的增加负荷的药物。该药品于 2008 年 4 月 10 日获得美国食品和药物管理局批准，于 2010 年 9 月在欧盟被批准使用。瑞加诺生 2020 年销售额达到 6 亿美元，2021 年销售额达到 6.6 亿美元，整体已经进入平稳增长的状态。

图 12：瑞加诺生原研产品销售额（亿美元）



资料来源：健友股份公告,医药经济报, 国元证券研究所

南京海融制药有限公司的首仿药瑞加诺生注射液（海诺生®）于 2021 年底获国家药品监督管理局（NMPA）批准上市，用于药物负荷试验心肌灌注显像（MPI）诊断心肌缺血。2021 年，海诺生通过医保谈判的方式进入医保目录，价格从之前的 1590 元/支下降到 798 元/支，目前销售额较小，仍处于快速增长的状态。从竞争格局来看，美国创新药瑞加诺生此前未进入中国大陆市场，除了南京海融外，还有三家企业的仿制药已经获批，另外有几家企业在审评审批中。

表 4：瑞加诺生国内注册受理情况

申请企业	申请类型	状态
GLAND PHARMA LIMITED	一次性进口	批准上市
Sionc Pharmaceuticals	一次性进口	批准上市
力邦制药	仿制化药 3 类	批准上市
博瑞制药	仿制化药 3 类	审评审批
健友制药	仿制化药 3 类	审评审批
通用电气药业	仿制化药 3 类	审评审批
润都股份	原料药	审评审批

资料来源：药智数据, 国元证券研究所

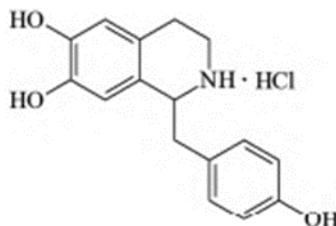
国内医院主要习惯于使用冠状动脉造影和冠状动脉 CTA 诊断稳定性冠心病，核素心

肌灌注显像检测尚需时间普及，美国平均每年有 800 万人次通过核素心肌灌注显像诊断冠心病，我国的渗透率仍然很低，未来提升空间巨大。

2.3 盐酸去甲乌药碱蓄势待发，有望成为新增长点

盐酸去甲乌药碱是公司目前最核心的在研创新药，研发时间超过二十年，目前三期临床已经完成，处于上市申报阶段。盐酸去甲乌药碱是在发现中药附子有效成分的基础上，用化学方法合成（相比植物提取，更容易获得稳定的质量和收率），为肾上腺β受体部分激动剂，其可以使心率加快、心肌收缩力增强，同时可增加心输出量、冠脉血流量，可作为心脏负荷试验药物用于核素心肌灌注显像，以辅助诊断和评估心肌缺血。目前盐酸去甲乌药碱三期临床已经完成，处于申报上市阶段。

图 13：盐酸去甲乌药碱分子结构



资料来源：盐酸去甲乌药碱晶型 A 制备与固态表征，国元证券研究所

假设：

- (1) 假设盐酸去甲乌药碱在 2025 年下半年上市，2026 年为第一个完整销售年度；
- (2) 2020 年，我国冠心病患者为 1139 万人，假设每年以 2% 的速度增长；
- (3) 美国冠心病患者数量约为 2000 万人，每年负荷 MPI 检测例数在 800 万，渗透率为 40%，基本保持稳定；
- (4) 目前我国每年心肌灌注显像例数在 10 万例左右，负荷心肌灌注显像则更低，2020 年我国冠心病患者为 1139 万人，诊断的渗透率不到 1%。随着国内对 MPI 检测的重视程度不断提升，参考美国情况，假设 MPI 成为冠心病诊疗推荐的标准诊断方式，MPI 使用比例快速提升，2036 年预计达到 30%；
- (5) 负荷 MPI 药物研发格局较好，盐酸去甲乌药碱具备一定独特性，预计 2036 年，市占率达到 30%；
- (6) 海融制药首仿药瑞加诺生在 2021 年底上市，医保谈判后其销售价 798 元/支，盐酸去甲乌药碱作为创新药，议价能力更强，假设进入医保后为 1200 元/支。

表 5: 盐酸去甲乌药碱销售预测

项目名称	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国冠心病患者数量(万人)	1282.70	1308.35	1334.52	1361.21	1388.43	1416.20	1444.53	1473.42	1502.89	1532.94	1563.60
患者增速	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
预测中国冠心病患者使用 MPI 检测比例	1.00%	2.00%	3.50%	5.50%	8.00%	11.00%	14.50%	18.50%	23.00%	28.00%	30.00%
中国 MPI 年检测数(万人)	12.58	25.65	45.79	73.40	108.90	152.73	205.35	267.24	338.89	420.81	459.88
药物价格(元)	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
盐酸去甲乌药碱市占率	1.00%	2.00%	4.00%	7.00%	11.00%	16.00%	22.00%	29.00%	30.00%	30.00%	30.00%
市场空间预测(亿元)	0.02	0.06	0.22	0.62	1.44	2.93	5.42	9.30	12.20	15.15	16.56

资料来源: 中国心血管健康与疾病报告摘要, 国元证券研究所

3. 原料药制剂一体化持续推进, 湖北原料药基地值得期待

3.1 原料药业务平稳增长, 湖北原料药基地值得期待

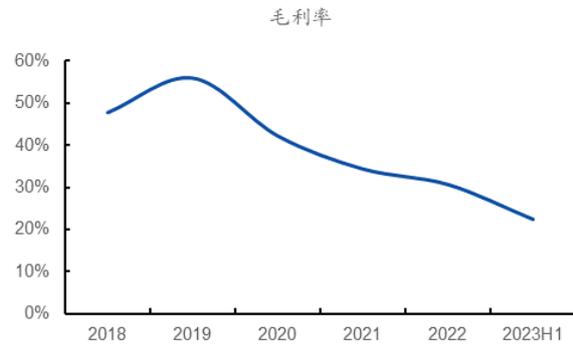
原料药是公司的传统业务, 经过多年发展, 目前已形成了以抗高血压沙坦、抗消化性溃疡质子泵抑制剂拉唑类等药物用原料药及中间体、CMO、CDMO 等多元化发展的业务格局, 其中抗高血压沙坦类原料药及中间体的生产规模和品种在全球生产企业中处于中上水平, 国内处于领先地位。2022 年公司原料药业务实现收入 5.02 亿元, 同比增长 19.25%。2023H1 公司原料药业务实现收入 2.24 亿元, 同比下降 4.09%。

图 14：公司原料药业务收入情况（亿元）



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 15：公司原料药业务毛利率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

表 6：主要原料药产品目录

序号	产品	序号	产品
1	缬沙坦	11	伏立康唑
2	厄贝沙坦	12	泛酸钠
3	坎地沙坦酯	13	盐酸伊托必利
4	奥美沙坦酯	14	盐酸左布比卡因
5	替米沙坦	15	硫酸奎尼丁
6	沙库巴曲缬沙坦钠	16	盐酸莫西沙星
7	兰索拉唑	17	盐酸度洛西汀
8	雷贝拉唑钠	18	双氯芬酸钠
9	磷酸哌喹	19	布洛芬
10	阿奇沙坦	20	单硝酸异山梨酯

资料来源：公司公告, 国元证券研究所

2018年，公司在湖北省荆门市投资建设“高端原料药生产基地”——润都荆门公司。公司规划该项目主要为优化研发及生产，并打造出具有承接 CMO/CDMO 的能力综合化生产基地，同时致力于原料药到制剂一体化纵向发展战略的实现，调整产品结构和业务布局。目前公司湖北子公司一期工程已经完工，进入试生产阶段，其中咪唑盐酸盐、溴联苯、替米沙坦、生物碱等多个项目于 2022 年 12 月通过安全条件审查和安全设施设计审查并获批。

3.2 制剂业务受益集采，仿制药研发持续推进

公司主要在售化学制剂产品涉及抗感染类、消化系统类、心脑血管系统类、麻醉类、解热镇痛类等治疗领域，其中肠溶、缓释、控释微丸剂是公司的特色剂型产品。目前公司产品超过 20 个，未来仍将持续丰富。

表 7：公司主要化学制剂

序号	产品名	适应症
1	雨田青雷贝拉唑钠肠溶胶囊	胃溃疡、十二指肠溃疡、吻合口溃疡、反流性食管炎、卓 - 艾氏 (Zollinger-Ellison) 综合征、辅助用于胃溃疡或十二指肠溃疡患者根除 幽门螺旋杆菌。
2	伊天盐酸伊托必利胶囊	适用于功能性消化不良引起的各种症状，如：上腹不适、餐后饱胀、食欲不振、恶心、呕吐等
3	众捷奥美拉唑肠溶胶囊	适用于胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎
4	润都盐酸伊托必利片	本品适用于因胃肠动力减慢（如功能性消化不良、慢性胃炎等所致）引起的消化不良症状，包括上腹部饱胀感、上腹痛、食欲不振、恶心和呕吐等
5	伊泰青厄贝沙坦胶囊	高血压病
6	润都单硝酸异山梨酯缓释胶囊	1、冠心病的长期治疗。2、心绞痛（包括心肌梗死后）的长期治疗和预防。3、与洋地黄及/或利尿剂合用治疗慢性充血性心力衰竭
7	安泰达吲达帕胺胶囊	原发性高血压
8	伊泰青厄贝沙坦氢氯噻嗪片	用于治疗原发性高血压
9	润都奥美奥美沙坦酯片	本品适用于高血压的治疗
10	润都缬沙坦片	治疗轻、中度原发性高血压
11	伊泰青厄贝沙坦片	治疗原发性高血压。合并高血压的 2 型糖尿病肾病的治疗
12	伊捷卡盐酸左布比卡因注射液	主要用于外科硬膜外腔阻滞麻醉
13	伊捷利碳酸利多卡因注射液	用于低位硬膜外麻醉、臂丛神经阻滞麻醉、齿槽神经阻滞麻醉
14	伊众捷盐酸二甲双胍肠溶胶囊	1、本品首选用于单纯饮食控制及体育锻炼治疗无效的 2 型糖尿病，特别是肥胖的 2 型糖尿病。2、对于 1 型或 2 型糖尿病，本品与胰岛素合用，可增加胰岛素的降血糖作用，减少胰岛素用量，防止低血糖发生。3、本品也可与磺酰脲类口服降血糖药合用，具协同作用
15	伊泰生阿奇霉素肠溶胶囊	(1) 化脓性链球菌引起的急性咽炎、急性扁桃体炎。(2) 敏感细菌引起的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作。(3) 肺炎链球菌、流感嗜血杆菌以及肺炎支原体所致的肺炎。(4) 沙眼衣原体及非多种耐药淋病奈瑟菌所致的尿道炎和宫颈炎。(5) 敏感细菌引起的皮肤软组织感染
16	润都盐酸伐昔洛韦片	用于治疗水痘带状疱疹及 I 型、II 型单纯疱疹病毒感染，包括初发和复发的生殖

器疱疹病毒感染

17	润都奥芬布洛芬缓释胶囊	用于缓解轻至中度疼痛如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛、痛经。也用于普通感冒或流行性感冒引起的发热
18	欣泰青双氯芬酸钠缓释胶囊	用于：①缓解类风湿关节炎、骨关节炎、脊柱关节病、痛风性关节炎、风湿性关节炎等各种慢性关节炎的急性发作期或持续性的关节肿痛症状；②各种软组织风湿性疼痛，如肩痛、腱鞘炎、滑囊炎、肌痛及运动后损伤性疼痛等；③急性的轻、中度疼痛如：手术、创伤、劳损后等的疼痛，原发性痛经，牙痛，头痛等
19	奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	单用奥美沙坦酯或氢氯噻嗪未充分控制血压的患者
20	伏立康唑干混悬剂	侵袭性曲霉病；非中性粒细胞减少患者的念珠菌血症；对氟康唑耐药的念珠菌引起的严重侵袭性感染(包括克柔念珠菌)；由足放线病菌属和镰刀菌属引起的严重感染
21	润都茶碱缓释片	适用于支气管哮喘、喘息型支气管炎、阻塞性肺气肿等缓解喘息症状；也可用于心力衰竭时喘息

资料来源：公司 2022 年年报，国元证券研究所

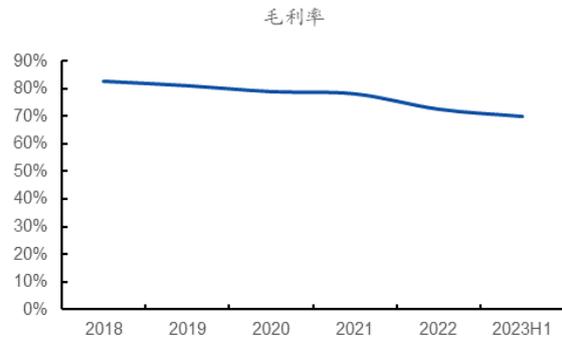
公司制剂产品主要通过全资子公司民彤医药进行市场推广及销售，采取代理商合作推广、商业分销、品牌合作、终端零售等相结合的全渠道、全产品、全终端、全覆盖的销售模式开展制剂销售。2022 年，公司实现制剂营业收入 8.61 亿元，同比增长 12.28%，占公司营业收入的比重为 62.73%。2023H1 公司制剂业务实现收入 4.1 亿元，同比增长 5.11%。受集采等因素影响，公司制剂业务毛利率持续下降，2023H1 为 70.05%。

图 16：公司制剂业务收入情况（亿元）



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 17：公司制剂业务毛利率情况



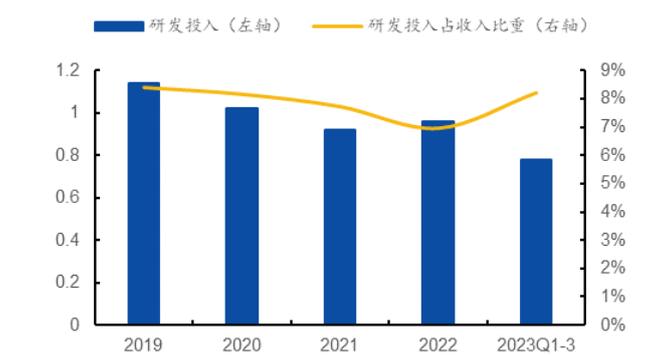
资料来源：iFind，国元证券研究所

目前仿制药带量采购快速推进，截至 2022 年，公司产品润都奥芬布洛芬缓释胶囊在第三批、润都单硝酸异山梨酯缓释胶囊在第五批国家集中带量采购供货期内；伊泰青厄贝沙坦氢氯噻嗪片在广东联盟、重庆联盟、北京市带量采购中选；雨田青雷贝拉唑钠肠溶胶囊、伊捷利碳酸利多卡因注射液在广东联盟中选。此外，伊泰青厄贝沙坦片、润都奥美沙坦酯片、润都盐酸伊托必利片、润都缬沙坦片、伊捷卡盐酸左布比卡因注射液等新过评产品，未来也都有可能参加集采。公司部分产品前期销售额较小，有望通过集采，快速销售量实现增长。此外，公司还在不断申报新的产品，例如 2024 年获

批的伏立康唑干混悬剂，是国内第二个通过化药 4 类仿制申报取得药品注册证书的产品，伏立康唑是抗真菌用药的大品种，定价也相对较高，有望公司带来业绩增量。

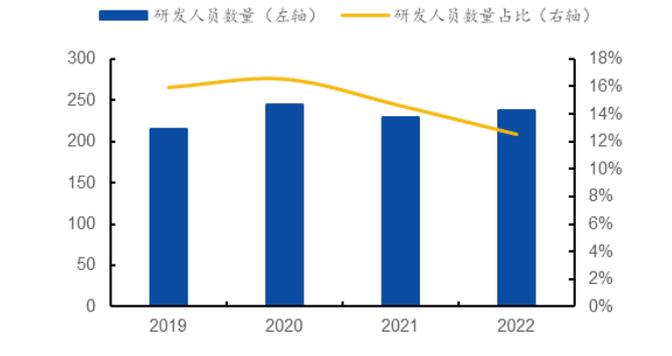
在研发方面，公司以临床价值为导向，长期致力于原料药及药物新剂型研发，组建了一支由化学合成、药物制剂研发、临床试验研究等学术带头人引领的博士、硕士等高层次科研团队，其中本科及以上学历的高级技术人员占比 80%以上，博士、硕士及具有高级技术职称的人员占比约 11.81%。

图 18：公司历年研发投入情况（亿元）



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 19：公司研发人员情况



资料来源：iFind，国元证券研究所

截至 2022 年末，公司共拥有 47 个制剂（含制剂中间体）药品注册批件、22 个原料药产品、4 个国家重点新产品，128 项专利（其中发明专利 55 项）。公司的在研产品集中在沙坦类和拉唑类药物，进一步在心脑血管和消化领域布局，形成丰富的产品线，有望为公司的长期稳健发展助力。

表 8：公司在研项目梳理

项目名称	项目进展	项目目标	预计对公司影响
盐酸去甲乌药碱注射液	申报上市	取得药品注册证书并实现商业化	取得药品注册证书并实现商业化
奥美沙坦酯片 20mg	取得药品注册证书	取得药品注册证书并实现商业化	扩充沙坦类制剂产品线
缬沙坦氢氯噻嗪片 80mg/12.5mg	审评中	取得药品注册证书并实现商业化	扩充沙坦类制剂产品线
10 个沙坦类单方和（或）复方口服固体制剂	在研	取得药品注册证书并实现商业化	扩充沙坦类制剂产品线
3 个非沙坦类口服固体缓释制剂	在研	取得药品注册证书并实现商业化	扩充制剂产品线
4 个非沙坦类普通口服固体制剂	在研	取得药品注册证书并实现商业化	扩充制剂产品线
硫酸羟氯喹	审评中	上市销售	扩充产品线
艾司奥美拉唑镁	审评中	上市销售	扩充产品线
美阿沙坦钾	审评中	上市销售	扩充产品线
瑞加诺生	审评中	上市销售	扩充产品线
沙库巴曲缬沙坦钠	审评中	上市销售	扩充产品线

阿齐沙坦	审评中	上市销售	扩充产品线
硫酸氨基葡萄糖、氯沙坦钾、碳酸铜等 16 个原料药产品	在研	上市销售	扩充产品线
咪唑盐酸盐、溴联苯、生物碱等 10 余个高级中间体产品	在研或试产	自用及上市销售	扩充产品线

资料来源：公司 2022 年报，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

关键假设：

- 1、制剂：心血管、消化类疾病市场前景广阔，公司产品线丰富，预计 2023-2025 年公司化学制剂收入增速分别为-2%、12%和 10%。
- 2、原料药：公司荆门高端原料药生产基地建设稳步推进中，目前已实现部分区域试生产，形成初具规模的生产基地，随建设进度加深，公司原料药及中间体产能和业务量将持续快速增长。预计 2023-2025 年公司原料药收入合计增速分别为-10%、8%和 8%。

表 9：润都股份收入拆分

收入拆分 (亿元)		2022	2023E	2024E	2025E
化学制剂	收入	8.61	8.44	9.45	10.40
	增速	12.26%	-2.00%	12.00%	10.00%
	成本	2.35	2.62	2.74	2.91
	毛利	6.26	5.82	6.71	7.48
	毛利率	72.71%	69.00%	71.00%	72.00%
原料药	收入	5.02	4.52	4.88	5.27
	增速	19.24%	-10.00%	8.00%	8.00%
	成本	3.59	3.61	3.85	4.11
	毛利	1.43	0.90	1.02	1.16
	毛利率	28.49%	20.00%	21.00%	22.00%
其他	收入	0.09	0.09	0.09	0.09
	增速	350.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	0.07	0.07	0.07	0.07
	毛利	0.02	0.02	0.02	0.02
	毛利率	22.22%	20.00%	20.00%	20.00%
汇总	营业收入	13.72	13.05	14.42	15.76
	增速	15.29%	-4.91%	10.53%	9.26%
	营业成本	6.01	6.30	6.67	7.09
	毛利	7.71	6.74	7.75	8.66
	毛利率	56.20%	51.69%	53.76%	54.98%

资料来源：iFind，国元证券研究所

预计 2023-2025 年，公司实现营业收入分别为 13.05 亿元、14.42 亿元和 15.76 亿元，归母净利润分别为 0.71 亿元、1.20 亿元和 1.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.21 元/股、0.36 元/股和 0.48 元/股，对应 PE 分别为 53 倍、31 倍和 23 倍。

4.2 投资建议

公司仿制药产品线丰富，荆门原料药生产基地推进中，仿制药和原料药有望持续为公司贡献业绩。公司创新药盐酸去甲乌药碱临床三期结束，已经申报上市，作为公司的首个创新药，市场空间广阔，有望成为新的业绩增长点。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价（元）	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002294.SZ	信立泰	29.26	0.58	0.67	0.81	50	44	36
688566.SH	吉贝尔	27.29	1.12	1.39	1.75	24	20	16
002020.SZ	京新药业	11.32	0.78	0.89	1.04	15	13	11
		平均值				30	25	21
002923.SZ	润都股份	11.22	0.21	0.36	0.48	53	31	23

资料来源：iFind，国元证券研究所

备注：可比公司 EPS 来自 iFind 一致预期（2024 年 3 月 18 日）

5.风险提示

- 1、产品降价风险：公司仿制药产品有集采风险，可能会面临降价，对业绩造成一定影响；
- 2、研发不及预期风险：公司创新药研发存在一定不确定性，如果进度放缓，则会对未来长期业绩造成负面影响；
- 3、投产不及预期风险：公司湖北的原料药生产基地目前仍出去产能爬坡阶段，如果投产进度放缓，会对公司原料药业务造成一定影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	808.14	946.25	875.72	1020.87	1247.11
现金	250.30	221.03	200.00	290.61	469.29
应收账款	114.54	137.70	124.32	140.07	152.91
其他应收款	3.09	4.03	3.64	3.95	4.47
预付账款	23.02	20.62	23.29	25.52	26.37
存货	335.53	440.86	454.31	484.87	515.19
其他流动资产	81.66	122.01	70.16	75.84	78.87
非流动资产	1101.30	1340.10	1241.55	1118.40	992.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	518.68	925.44	973.00	935.47	855.41
无形资产	69.00	67.62	69.15	69.26	69.33
其他非流动资产	513.63	347.05	199.41	113.67	68.23
资产总计	1909.44	2286.35	2117.27	2139.27	2240.08
流动负债	422.87	589.74	436.75	375.81	380.81
短期借款	33.00	62.94	74.52	0.00	0.00
应付账款	152.50	175.72	94.53	100.01	106.40
其他流动负债	237.37	351.08	267.70	275.80	274.42
非流动负债	374.41	500.62	496.94	498.00	497.89
长期借款	250.00	377.49	377.49	377.49	377.49
其他非流动负债	124.41	123.14	119.46	120.52	120.40
负债合计	797.28	1090.37	933.69	873.81	878.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	185.71	239.21	334.89	334.89	334.89
资本公积	346.23	278.87	183.18	183.18	183.18
留存收益	594.08	677.91	665.51	747.38	843.30
归属母公司股东权益	1112.16	1195.98	1183.58	1265.46	1361.37
负债和股东权益	1909.44	2286.35	2117.27	2139.27	2240.08

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	205.91	135.01	69.49	236.26	267.56
净利润	139.77	155.48	71.32	120.22	160.46
折旧摊销	68.86	75.28	109.63	120.34	125.81
财务费用	2.07	4.77	28.09	24.30	15.94
投资损失	-0.43	-0.13	-0.81	-0.52	-0.55
营运资金变动	-9.32	-136.51	-101.51	-41.21	-36.75
其他经营现金流	4.95	36.12	-37.24	13.13	2.65
投资活动现金流	-332.06	-251.56	-9.97	-8.24	-8.33
资本支出	376.48	251.75	0.00	0.00	0.00
长期投资	-44.00	0.00	-0.50	0.00	0.00
其他投资现金流	0.43	0.20	-10.47	-8.24	-8.33
筹资活动现金流	155.01	73.20	-80.56	-137.40	-80.56
短期借款	-25.03	29.94	11.58	-74.52	0.00
长期借款	247.77	127.49	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.20	53.50	95.68	0.00	0.00
资本公积增加	-8.16	-67.36	-95.68	0.00	0.00
其他筹资现金流	-59.37	-70.36	-92.14	-62.88	-80.56
现金净增加额	28.27	-41.98	-21.03	90.61	178.68

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1189.93	1372.23	1304.58	1441.98	1575.52
营业成本	458.84	600.79	630.21	666.74	709.31
营业税金及附加	12.00	15.43	13.77	15.44	16.93
营业费用	416.65	389.55	371.81	408.08	437.99
管理费用	67.47	72.59	71.75	76.42	75.62
研发费用	92.14	95.59	110.00	115.00	138.00
财务费用	2.07	4.77	28.09	24.30	15.94
资产减值损失	-3.85	-29.88	-17.32	-19.26	-20.38
公允价值变动收益	-0.02	-0.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.43	0.13	0.81	0.52	0.55
营业利润	153.78	181.35	81.22	135.26	180.08
营业外收入	0.78	1.06	0.90	0.93	0.94
营业外支出	2.83	1.47	2.58	2.25	2.23
利润总额	151.74	180.94	79.54	133.94	178.79
所得税	11.97	25.46	8.22	13.72	18.33
净利润	139.77	155.48	71.32	120.22	160.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	139.77	155.48	71.32	120.22	160.46
EBITDA	224.71	261.40	218.95	279.90	321.83
EPS (元)	0.75	0.65	0.21	0.36	0.48

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	-5.01	15.32	-4.93	10.53	9.26
营业利润 (%)	0.13	17.93	-55.21	66.54	33.13
归属母公司净利润 (%)	2.87	11.24	-54.13	68.55	33.48
获利能力					
毛利率 (%)	61.44	56.22	51.69	53.76	54.98
净利率 (%)	11.75	11.33	5.47	8.34	10.18
ROE (%)	12.57	13.00	6.03	9.50	11.79
ROIC (%)	11.67	10.35	6.31	9.75	12.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.75	47.69	44.10	40.85	39.23
净负债比率 (%)	35.81	42.87	49.00	43.83	43.59
流动比率	1.91	1.60	2.01	2.72	3.27
速动比率	1.10	0.79	0.91	1.35	1.84
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.65	0.59	0.68	0.72
应收账款周转率	10.49	10.24	9.37	10.26	10.12
应付账款周转率	3.76	3.66	4.66	6.85	6.87
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.46	0.21	0.36	0.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	0.40	0.21	0.71	0.80
每股净资产 (最新摊薄)	3.32	3.57	3.53	3.78	4.07
估值比率					
P/E	26.88	24.17	52.68	31.26	23.42
P/B	3.38	3.14	3.17	2.97	2.76
EV/EBITDA	17.70	15.22	18.17	14.21	12.36

资料来源: iFind, 国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

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执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188