

原料药业务稳健增长，地屈孕酮片开启制剂新篇章

奥锐特(605116)

推荐 (首次)

核心观点:

- 事件:** 2024 年 4 月 29 日, 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 12.63 亿元, 同比增长 25.24%, 归母净利润 2.89 亿元, 同比增长 37.19%, 扣非归母净利润 2.61 亿元, 同比增长 26.38%。2024Q1, 公司实现营业收入 3.36 亿元, 同比增长 11.08%, 归母净利润 0.82 亿元, 同比增长 79.14%, 扣非归母净利润 0.82 亿元, 同比增长 87.43%。
- 高毛利制剂&原料药产品占比提升, 利润率呈上升趋势。**2023 年公司整体毛利率为 55.92%, 同比上升 4.3pct, 主要因为公司开展制剂销售业务, 制剂板块的毛利率达 87.74%, 拉高了整体毛利率; 净利率为 22.90%, 同比上升 1.35pct; 扣非后净利率为 20.71%, 同比上升 0.2pct。2024Q1 公司整体毛利率为 53.68%, 净利率为 24.49%, 扣非后净利率为 24.48%, 较去年同期均有较大提升, 推测主要是由于制剂产品放量以及高毛利原料药产品占比提升。费用率方面, 2023 年公司销售费用率 7.98%, 同比上升 4.03pct, 主要因为公司首个制剂产品开始销售, 相关销售费用增加; 管理费用率 13.44%, 同比基本持平; 研发费用率 10.84%, 同比下降 0.79pct; 财务费用率为 -1.30%, 同比上升 1.44pct, 主要因为汇率变动导致汇兑收益减少; 2024Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.19%、11.13%、8.62%、-3.47%, 相比于 2023 全年均有所下降。
- 主营业务增长稳健, 心血管类和抗肿瘤类产品增长迅速。**2023 年公司原料药及中间体业务销售收入 10.59 亿元, 同比增长 16.06%。其中心血管类产品营业收入 3.00 亿元, 同比增长 26.94%, 主要因为依普利酮和贝派度酸销售良好, 市场份额进一步扩大; 抗肿瘤类产品营业收入 2.44 亿元, 同比增长 73.63%, 主要因为醋酸阿比特龙等原料药销售的增长, 经过多年的市场培育, 随着新老客户仿制药商业化加速, 醋酸阿比特龙销售增长迅速; 女性健康类产品在 2021 年开始上市销售, 2023 年实现营业收入 1.89 亿元, 同比基本持平; 呼吸系统类实现营业收入 1.63 亿元, 同比增长 7.48%; 神经系统类产品营业收入 0.74 亿元, 同比减少 26.74%, 主要因为竞争对手降价对公司欧洲市场销售造成一定冲击; 抗感染类产品营业收入 0.18 亿元, 同比减少 60.32%, 主要因为巴西 HIV 治疗一线用药变化导致订单减少; 贸易类产品实现营业收入 1.05 亿元, 同比增长 18.88%; 制剂产品地屈孕酮片于 2023 年 6 月上市, 在上市首年实现销售收入 0.90 亿元。
- 地屈孕酮片国内首仿获批, 原料药+制剂一体化进程取得重大突破。**2023 年 6 月, 公司地屈孕酮片作为国内首仿获得 NMPA 批准上市, 这是公司首个获批的制剂产品, 标志着公司“原料药+制剂”一体化战略取得重大突破。为配合地屈孕酮片上市, 公司组建了一个将近 20 人的制剂营销团队, 负责产品全国市场推广工作, 截至 2023 年末, 地屈孕酮片已经在 24 个省市挂网, 进院 1058 家(含社区门诊), 2023 年实现销售收入 8985 万元。根据药智网的数据, 近年来雅培制药的地屈孕酮片在我国公立医院的销售额总体呈增长趋势, 2023 年达到 14.04 亿元。庞大的市场规模, 加上公司在该产品上的原料药-制剂一体化优势(目前全球掌握地屈孕酮原料药大规模生产的企业仅有奥锐特和原研企业 2 家), 地屈孕酮片有望在后续为公司带来可观的收入和利润贡献。

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

孙怡

✉: sunyi_yj@chinastock.com.cn

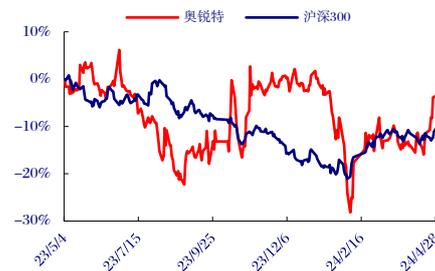
分析师登记编码: S0130524010001

市场数据

2024-04-29

股票代码	605116
A 股收盘价(元)	24.76
上证指数	3,113.04
总股本(万股)	40,620
实际流通 A 股(万股)	39,543
流通 A 股市值(亿元)	98

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- **投资建议：**公司特色高壁垒原料药及中间体品种商业化有望支撑利润稳健增长，公司在小核酸&多肽领域的技术&产品布局有望打开中长期增长空间。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 16.24、20.20、24.25 亿元，同比增长 28.62%、24.42%、20.01%，归母净利润为 3.94、5.15、6.59 亿元，同比增长 36.2%、30.65%、27.92%，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 25/19/15 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**市场竞争的风险，市场推广不及预期的风险，新品研发不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1262.53	1623.86	2020.39	2424.64
收入增长率%	25.24	28.62	24.42	20.01
归母净利润(百万元)	289.42	394.20	515.00	658.77
利润增速%	37.19	36.20	30.65	27.92
毛利率%	55.92	57.86	57.60	56.09
摊薄 EPS(元)	0.71	0.97	1.27	1.62
PE	34.26	25.15	19.25	15.05
PB	5.04	4.18	3.43	2.79
PS	7.85	6.11	4.91	4.09

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目 录

一、奥锐特：原料药业务增长稳健，地屈孕酮开启制剂新篇章	4
二、盈利预测与投资建议	9
（一）盈利预测假设与业务拆分	9
（二）估值分析	10
（三）投资建议	10
三、风险提示	11
附录：	13

一、奥锐特：原料药业务增长稳健，地屈孕酮开启制剂新篇章

奥锐特药业股份有限公司专注于复杂原料药、制剂的研发生产销售以及寡核苷酸药物的CRO/CDMO，是一家持续创新的国际化制药企业。公司前身为浙江省天台县大古化工有限公司，成立于1998年3月；2006年，扬州联澳成立；2019年收购 APOTEX 天津研发中心，成立奥锐特天津；2020年公司在上交所上市；2021年，上海奥锐特成立。公司注册于浙江台州，运营中心在上海，在美国、欧洲、印度、南美以及国内扬州、天津和杭州等地设有子公司。公司的原料药和中间体产品涉及呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康类；公司的制剂产品为地屈孕酮片（奥欣桐®）。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

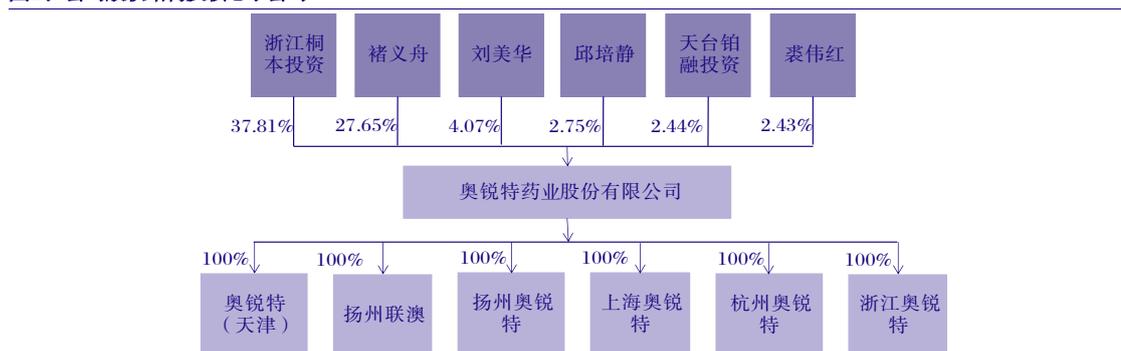
表1：公司主要产品情况

所属类别	产品名称	制剂适应症
呼吸系统	氟美松	皮肤病
	丙酸氟替卡松	哮喘、过敏性鼻炎
	糠酸氟替卡松	哮喘、过敏性鼻炎、慢性阻塞性肺病（COPD）
心血管	依普利酮	高血压、心力衰竭
	贝派度酸	高胆固醇血症或动脉粥样硬化性心血管疾病
抗感染	替诺福韦	HIV-1 感染、慢性乙肝
神经系统	普瑞巴林	神经性疼痛、纤维肌痛、癫痫等
	布瓦西坦	癫痫
抗肿瘤	醋酸阿比特龙	前列腺癌
	恩扎卢胺	前列腺癌
女性健康	地屈孕酮	痛经、子宫内膜异位症、月经周期不规则等
	地屈孕酮片-奥欣桐®	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、月经周期不规律、功能失调性子宫出血、经前期综合症、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；用于辅助生殖技术中的黄体支持。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司第一大股东为浙江桐本投资有限公司（持股比例为 37.81%），实际控制人为公司董事长彭志恩先生。公司旗下有众多全资子公司，主要包括奥锐特（天津）、扬州联澳、扬州奥锐特、上海奥锐特、杭州奥锐特、浙江奥锐特。

图2：公司股权结构及核心子公司

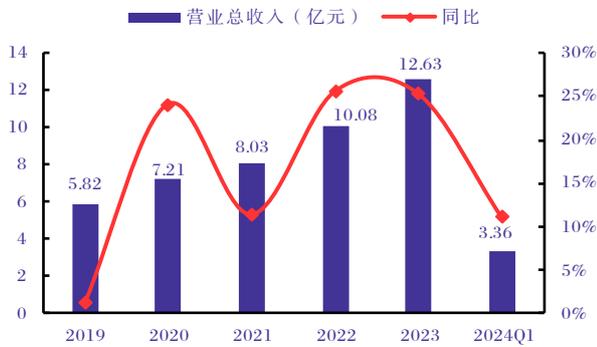


资料来源：wind，中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

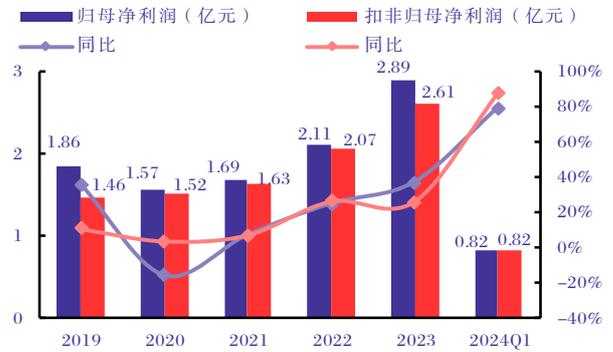
业绩增长强劲,营收和利润均稳步提高。得益于原料药业务的稳健增长以及制剂业务新的增长点,2023年公司实现营业收入12.63亿元,同比增长25.24%,归母净利润2.89亿元,同比增长37.19%,扣非归母净利润2.61亿元,同比增长26.38%。2024Q1,公司实现营业收入3.36亿元,同比增长11.08%,归母净利润0.82亿元,同比增长79.14%,扣非归母净利润0.82亿元,同比增长87.43%。

图3: 2019-2024Q1 公司营收和同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图4: 2019-2024Q1 公司归母净利润、扣非归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

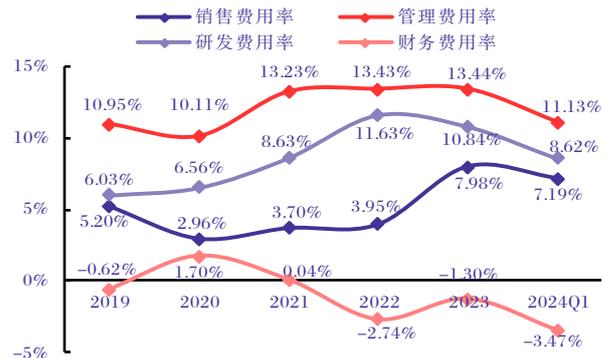
公司毛利率和净利率总体呈上升趋势,管理、研发费用率维持稳定,销售、财务费用率有所上升。2023年公司整体毛利率为55.92%,同比上升4.3pct,主要因为公司开始开展制剂销售业务,制剂板块的毛利率达87.74%,拉高了整体毛利率;净利率为22.90%,同比上升1.35pct;扣非后净利率为20.71%,同比上升0.2pct;2024Q1公司整体毛利率为53.68%,净利率为24.49%,扣非后净利率为24.48%。费用率方面,2023年公司销售费用率为7.98%,同比上升4.03pct,主要因为公司首个制剂产品开始销售,相关销售费用增加;管理费用率13.44%,同比基本持平;研发费用率10.84%,同比下降0.79pct;财务费用率为-1.30%,同比上升1.44pct,主要因为汇率变动导致汇兑收益减少;2024Q1公司销售、管理、研发、财务费用率分别为7.19%、11.13%、8.62%、-3.47%,相比于2023全年的数字,四大费用率在24Q1均有所下降。

图5: 2019-2024Q1 公司毛利率和净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图6: 2019-2024Q1 公司各项费用率

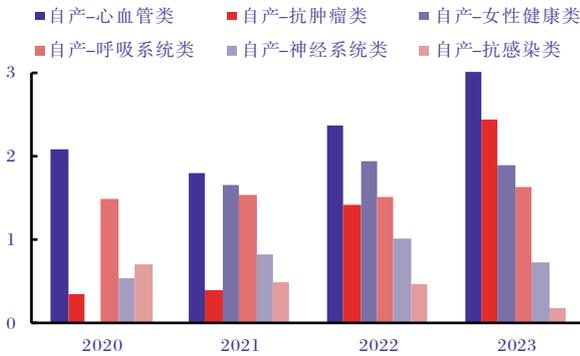


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

主营业务增长稳健,心血管类和抗肿瘤类产品增长迅速。2023年公司原料药及中间体业务销售收入10.59亿元,同比增长16.06%。其中心血管类产品营业收入3.00亿元,同比增长26.94%,主要因为依普利酮和贝派度酸销售良好,市场份额进一步扩大;抗肿瘤类产品营业收入2.44亿元,同比增长73.63%,主要因为醋酸阿比特龙等原料药销售的增长,经过多年的市场培育,随着新老客户仿制药商业化加速,醋酸阿比特龙销售增长迅速;女性健康类产品在2021年开始上市销售,2023年实现营业收入1.89亿元,同比基本持平;呼吸系统类实现营业收入1.63亿元,同比增长7.48%;神经系统类产品营业收入0.74亿元,同比减少26.74%,主要因为竞争对手降价对公司欧洲市场销售造成一定冲击;请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

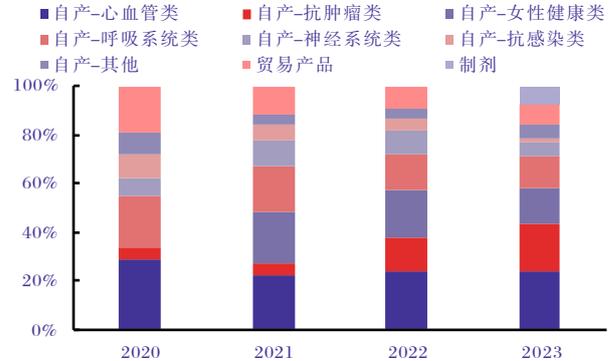
抗感染类产品营业收入 0.18 亿元，同比减少 60.32%，主要因为巴西 HIV 治疗一线用药变化导致订单减少；贸易类产品实现营业收入 1.05 亿元，同比增长 18.88%；制剂产品地屈孕酮片于 2023 年 6 月上市，在上市首年实现销售收入 0.90 亿元。

图7：2020-2023 公司原料药和中间体六大领域销售收入（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：2020-2023 公司收入结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司原料药产品储备丰富，全球注册持续推进。2023 年，公司递交了 1 个 API 在美国 FDA 的注册，1 个 API 在国内的注册；1 个产品通过欧盟 EDQM 审评，2 个产品通过了日本的审评，4 个产品通过了国内 CDE 审评。截至 2023 年末，公司共提交了 15 个原料药品种的国内备案和 1 个制剂的上市申请，其中有 9 个原料药和 1 个制剂产品通过国内 GMP 符合性检查；13 个产品获得出口欧盟原料药证明；7 个原料药产品取得欧盟 CEP 证书，3 个原料药产品通过欧洲官方（BGV）检查；26 个原料药及中间体已经提交了美国 DMF 注册，其中 6 个产品通过美国 FDA 的审评；2 个产品取得印度注册；3 个产品获得了台湾的注册。另外，2023 年 8 月，扬州奥锐特成功通过了 FDA 的 cGMP 现场检查。

表2：公司原料药产品全球注册情况

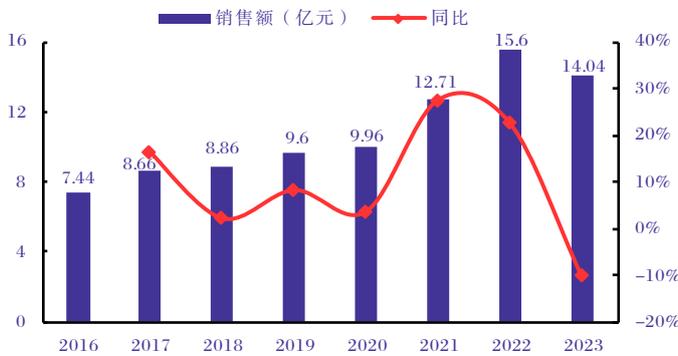
原料药产品	EDMF	CEP	USA DMF	CANADA DMF	WHO	JAPAN	BRAZIL	CHINA CDE
依普利酮	✓	✓	✓	✓		✓		
地屈孕酮	✓	✓	✓					✓
醋酸阿比特龙	✓		✓	✓		✓	✓	✓
布立西坦	✓		✓	✓				✓
普瑞巴林	✓	✓	✓					✓
丙酸氟替卡松	✓	✓	✓					✓
糠酸氟替卡松	✓	✓	✓					✓
糠酸莫美他松	✓	✓	✓					✓
贝派度酸	✓		✓					✓
戊酸倍他米松	✓	✓		✓				
艾拉戈克	✓		✓					
恩扎卢胺	✓		✓					✓
富马酸替诺福韦二吡啶酯	✓		✓		✓			✓
替诺福韦艾拉酚胺富马酸盐	✓		✓					✓
替诺福韦艾拉酚胺单富马酸盐	✓		✓					✓
索马鲁肽			✓					
诺西那生(ASO, 寡核苷酸)	2024Q1		2024Q1					
阿帕他胺	2024Q1		2024Q1					
布地奈德	2024Q2		2024Q2					
瑞卢戈利	2024Q2		2024Q2					
维贝格龙	2024Q2		2024Q2					

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

地屈孕酮片国内首仿获批，原料药+制剂一体化进程取得重大突破。2023年6月，公司地屈孕酮片获得NMPA批准上市，这是中国首个上市的地屈孕酮片仿制药，也是公司首个获批的制剂产品，标志着公司“原料药+制剂”一体化战略取得重大突破。地屈孕酮片的获批上市不仅为公司带来新的收入增长点，也为公司后续其他制剂开发、营销积累了宝贵的经验。为了配合地屈孕酮片上市，公司组建了一个将近20人的制剂营销团队，负责产品全国市场推广工作，截至2023年末，地屈孕酮片已经在24个省市挂网，进院1058家（含社区门诊），2023年实现销售收入8985万元。

地屈孕酮片又名脱氢孕酮，用于治疗内源性孕酮不足引起的疾病，是一种性激素及生殖系统调节剂，原研厂商为Solvay Pharmaceuticals（已被雅培制药收购），于1961年首次面世，1982年首次在美国批准上市，2002年在我国申请进口药物上市并获批。根据药智网的数据，近年来雅培制药的地屈孕酮片在我国公立医院的销售额总体呈增长趋势，2023年达到14.04亿元。庞大的市场规模，加上奥锐特在该产品上的原料药-制剂一体化优势（目前全球掌握地屈孕酮原料药大规模生产的企业仅有奥锐特和原研企业2家），地屈孕酮片有望在后续为公司带来可观的收入和利润贡献。

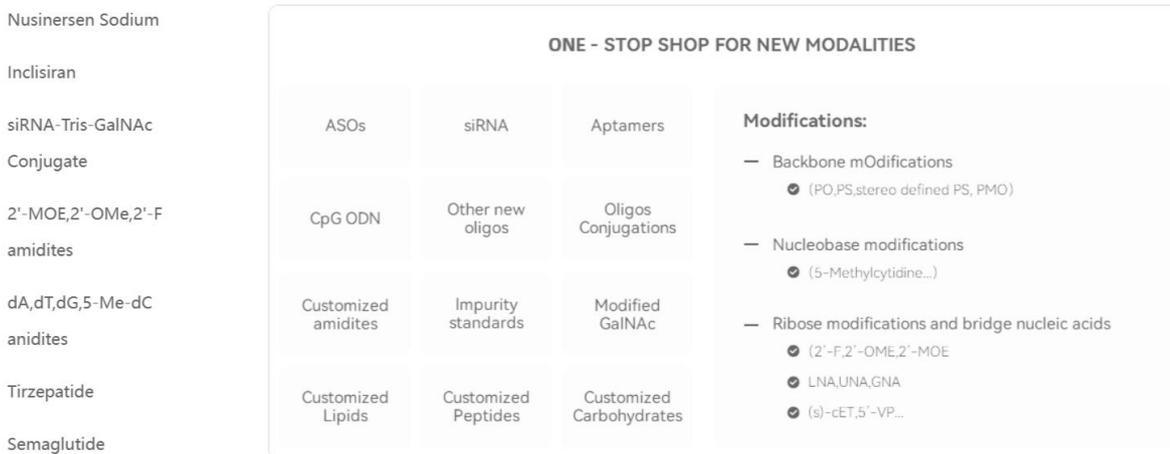
图9：2016-2023 雅培地屈孕酮片中国医院销售额



资料来源：药智网，中国银河证券研究院

维持高研发投入，各研发项目有序推进。2023年，公司研发费用投入1.37亿元，同比增长16.73%，共有8个原料药项目完成研发，36个产品正处于研发阶段，在研产品覆盖小分子原料药、多肽类和寡核苷酸类原料药以及制剂。公司新提交发明专利申请22项；提交PCT发明专利申请4项；进入国外国家阶段发明专利申请2项。截至2023年末，公司共有研发人员248名，占公司员工比例为16.31%。稳定且持续的研发投入为公司的长远发展提供了澎湃动力。

图10：公司在研管线-复合分子



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

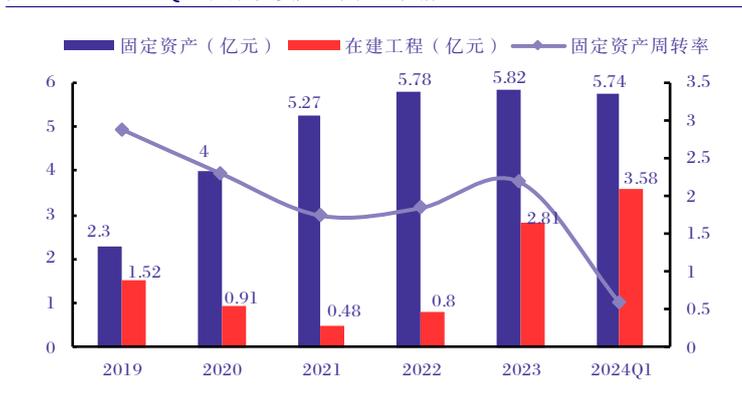
表3：公司在研管线-小分子

在研原料药产品	治疗领域	研发状态
达罗他胺	抗癌	已研发
艾拉司群	抗癌	研发中
依西美坦	抗癌	研发中
奥希替尼	抗癌	研发中
Resmetiron	非酒精性脂肪肝	研发中
依维莫司	抗癌	已研发
乌美溴铵	慢性肺阻塞	研发中
维兰特罗	慢性肺阻塞	研发中
瑞美吉泮	偏头痛	中试
维贝格隆	膀胱多动症	中试
司美格鲁肽	抗糖尿病	中试
尔泊肽	抗糖尿病	研发中
Vosortide	软骨发育不全	研发中
因利司然	高血脂	研发中
利司扑兰	脊髓性肌萎缩症	研发中
非戈替尼	类风湿性关节炎(JAK1)	已研发
乌帕替尼	类风湿性关节炎(JAK1)	研发中
非奈利酮	慢性肾脏病	中试
雌四醇	雌激素	研发中
黄体酮	孕激素	中试
甲泼尼龙	抗炎	研发中
Zuranolone	重度抑郁&产后抑郁	研发中

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

推动生产线项目建设，扩充产品品类、提升产能。2023年，公司各项目建设不断推进中。①公司年产308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂生产线项目：自2022年开始动工建设，该项目共包括7个原料药和4个制剂产品，截至2023年末，办公楼和部分车间土建工程已完工，部分车间已进场安装。②扬州奥锐特年产300公斤司美格鲁肽原料药等生产线及其配套设施建设项目、年产3亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片项目：截至2023年末，司美格鲁肽原料药发酵车间厂房和合成车间厂房建设已完成；雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片项目已完成工艺验证批次生产。

图11：2019-2024Q1公司固定资产和在建工程情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

二、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2024–2026 年整体营业收入 CAGR 约 25%，其中：

1) 自营类：主要为公司的自营原料药产品，包括心血管类、女性健康系列、呼吸系统类、神经系统类以及抗肿瘤类，其中女性健康类原料药产品主要为地屈孕酮原料药，合成壁垒相对较高，未来仍将处于快速放量状态，肿瘤类主要为醋酸阿比特龙原料药，预计恩杂鲁胺原料药 25 年上市销售，也将处于快速放量的状态。另外，考虑到其他类产品伴随专利过期逐渐贡献业绩增量以及叠加新业务（多肽、寡核苷酸）等业务布局，预期 24–26 年增长也将处于较快的阶段。

2) 制剂业务：地屈孕酮制剂已于 2023 年 H1 上市，考虑到地屈孕酮药智网数据 23 年国内市场规模超 14 亿元，且竞争格局较好，预期 24–26 年将快速放量，毛利率预计在 80% 以上。

3) 贸易类：考虑到贸易业务非公司核心业务，预期贸易业务呈现稳定较慢增长。

表4：奥锐特业务拆分及盈利预测（万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	80,045.98	100,084.84	125,393.63	162,386.25	202,039.14	242,463.89
yoy	12%	25%	25.29%	29.50%	24.42%	20.01%
毛利率	39,318.97	51,540.18	69,963.70	93,953.45	116,374.01	136,004.03
毛利润	49.1%	51.5%	55.8%	57.9%	57.6%	56.1%
自产业务	70,562.00	91,228.86	105,881.01	127,003.09	156,879.35	197,272.14
yoy	21%	29%	16.06%	19.95%	23.52%	25.75%
毛利率	37,912.49	49,848.68	60,074.75	72,209.34	88,586.07	110,938.51
毛利润	53.7%	54.6%	56.7%	56.9%	56.5%	56.2%
心血管类	18,039.69	23,665.60	30,041.39	33,045.53	38,002.36	43,702.71
yoy	-13%	31%	26.94%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利润	11717.52	15187.21	19617.03	21810.05	25195.56	29062.30
毛利率	65.0%	64.2%	65.30%	66.00%	66.30%	66.50%
女性健康类	16,566.39	19,440.39	18,885.12	24,550.66	30,688.33	38,360.41
yoy	470%	17%	-2.86%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利润	10241.58	14585.26	13202.59	16939.96	20868.06	26085.08
毛利率	61.8%	75.0%	69.91%	69.00%	68.00%	68.00%
呼吸系统类	15,331.32	15,192.56	16,328.60	19,594.32	23,513.19	28,215.82
yoy	3%	-1%	7.48%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利润	8417.93	8814.84	8408.17	9797.16	11521.46	13543.60
毛利率	54.9%	58.0%	51.49%	50.00%	49.00%	48.00%
抗肿瘤类	4,037.32	14,066.64	24,424.54	31,751.90	44,452.66	62,233.72
yoy	12%	248%	73.63%	30.00%	40.00%	40.00%
毛利润	1622.64	4373.90	10583.88	14288.35	20225.96	28627.51
毛利率	40.2%	31.1%	43.33%	45.00%	45.50%	46.00%
神经系统类	8,346.94	10,043.95	7,357.71	7,725.60	8,111.88	8,517.47
yoy	52%	20%	-26.74%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利润	3186.99	4080.85	3258.47	3476.52	3731.46	4003.21

毛利率	38.2%	40.6%	44.29%	45.00%	46.00%	47.00%
抗感染类	4,936.44	4,659.26	1848.58	1,941.01	2,038.06	2,139.96
yoy	-30%	-6%	-60.32%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利润	1741.12	1948.99	971.26	1028.74	1100.55	1155.58
毛利率	35.3%	41.8%	52.54%	53.00%	54.00%	54.00%
其他类	3,303.90	4,160.46	6,995.06	8394.07	10072.89	14102.04
毛利润	984.71	857.63	4033.35	4868.56	5943.00	8461.23
毛利率	29.8%	20.6%	57.66%	58.00%	59.00%	60.00%
制剂业务			8,985.00	22750	30000	27000
yoy				153%	32%	-10%
毛利润			7883.44	19337.50	24900.00	21600.00
毛利率			88%	85%	83%	80%
贸易业务	9,483.98	8,855.98	10,527.63	12633.15	15159.79	18191.74
毛利润	1406.48	1691.5	2005.51	2406.62	2887.94	3465.53
毛利率	14.8%	19.1%	19%	19%	19%	19%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）估值分析

我们预计 2024–2026 年，公司营业收入分别为 16.24/20.20/24.25 亿元，预计 2024–2026 年公司归母净利润分别为 3.94/5.15/6.59 亿元，当前股价对应 2024–2026 年 PE 为 25/19/15 倍。

采用相对估值法进行估值：

公司主要业务为特色原料药，包括甾体激素类原料药、多肽、小核酸等原料药，制剂产品主要为难仿制剂，参考可比公司诺泰生物、仙琚制药、博瑞医药、同和药业，2024 年平均市盈率为 35 倍，公司 24–25 年利润 CAGR 超过 30%，因此给予公司 2024 年整体 30–35 倍市盈率，对应市值 118–138 亿元。

表5：可比公司对应估值数据

可比公司	收盘价(元)	总市值(亿元)	PE			EPS	
			2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
诺泰生物 (688076)	56.03	119.45	52.40	37.34	0.68	1.07	1.50
博瑞医药 (688166)	30.99	130.92	44.23	34.64	0.64	0.70	0.89
同和药业 (300636)	10.74	45.44	26.85	18.90	0.25	0.40	0.57
仙琚制药 (002332)	11.75	116.23	16.38	13.47	0.63	0.72	0.87
均值			34.96	26.09	0.55	0.72	0.96

资料来源：wind，收盘价日期为 2024/04/30，中国银河证券研究院

（三）投资建议

公司特色高壁垒原料药及中间体品种商业化有望支撑利润稳健增长，公司在小核酸&多肽领域的技术&产品布局有望打开中长期增长空间。我们预计公司 2024–2026 年收入分别为 16.24、20.20、24.25 亿元，同比增长 28.62%、24.42%、20.01%，归母净利润为 3.94、5.15、6.59 亿元，同比增长 36.2%、30.65%、27.92%，当前股价对应 2024–2026 年 PE 为 25/19/15 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示

- 1) 市场竞争的风险；
- 2) 市场推广不及预期的风险；
- 3) 新品研发不及预期的风险。

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构及核心子公司.....	4
图 3: 2019–2024Q1 公司营收和同比增速.....	5
图 4: 2019–2024Q1 公司归母净利润、扣非归母净利润及同比增速.....	5
图 5: 2019–2024Q1 公司毛利率和净利率.....	5
图 6: 2019–2024Q1 公司各项费用率.....	5
图 7: 2020–2023 公司原料药和中间体六大领域销售收入（亿元）.....	6
图 8: 2020–2023 公司收入结构.....	6
图 9: 2016–2023 雅培地屈孕酮片中国医院销售额.....	7
图 10: 公司在研管线–复合分子.....	7
图 11: 2019–2024Q1 公司固定资产和在建工程情况.....	8

表格目录

表 1: 公司主要产品情况.....	4
表 2: 公司原料药产品全球注册情况.....	6
表 3: 公司在研管线–小分子.....	8
表 4: 奥锐特业务拆分及盈利预测（万元）.....	9
表 5: 可比公司对应估值数据.....	10

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1366.04	1675.11	2159.83	2820.56	营业收入	1262.53	1623.86	2020.39	2424.64
现金	545.84	593.90	809.13	1164.57	营业成本	556.56	684.33	856.65	1064.60
应收账款	287.21	383.41	477.04	572.48	营业税金及附加	9.84	12.99	16.16	19.40
其它应收款	8.31	11.28	14.03	16.84	营业费用	100.78	129.91	151.53	169.72
预付账款	3.46	5.47	6.85	8.52	管理费用	169.71	227.34	272.75	290.96
存货	509.80	665.32	832.86	1035.03	财务费用	-16.47	-14.00	-20.00	-22.00
其他	11.43	15.73	19.92	23.13	资产减值损失	-7.66	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1208.57	1492.19	1715.96	1935.13	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	31.72	40.60	50.51	60.62
固定资产	581.96	580.33	575.09	566.26	营业利润	330.73	454.20	592.78	757.70
无形资产	121.40	121.40	121.40	121.40	营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
其他	505.21	790.47	1019.47	1247.47	营业外支出	1.66	2.00	2.00	2.00
资产总计	2574.61	3167.31	3875.79	4755.69	利润总额	329.08	452.20	590.78	755.70
流动负债	501.02	656.05	820.56	1013.01	所得税	40.01	58.79	76.80	98.24
短期借款	40.04	55.04	70.04	85.04	净利润	289.07	393.41	513.97	657.46
应付账款	173.58	228.11	285.55	354.87	少数股东损益	-0.35	-0.79	-1.03	-1.31
其他	287.40	372.90	464.97	573.10	归属母公司净利润	289.42	394.20	515.00	658.77
非流动负债	106.00	138.08	168.08	198.08	EBITDA	365.72	508.83	645.01	811.53
长期借款	60.46	90.46	120.46	150.46	EPS (元)	0.71	0.97	1.27	1.62
其他	45.54	47.62	47.62	47.62					
负债合计	607.03	794.13	988.64	1211.09	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	-0.79	-1.81	-3.13	营业收入	25.24%	28.62%	24.42%	20.01%
归属母公司股东权益	1967.59	2373.96	2888.96	3547.73	营业利润	37.07%	37.33%	30.51%	27.82%
负债和股东权益	2574.61	3167.31	3875.79	4755.69	归属母公司净利润	37.19%	36.20%	30.65%	27.92%
					毛利率	55.92%	57.86%	57.60%	56.09%
					净利率	22.92%	24.28%	25.49%	27.17%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE	14.71%	16.61%	17.83%	18.57%
经营活动现金流	385.61	305.30	422.75	552.45	ROIC	11.97%	15.04%	16.05%	16.81%
净利润	289.07	393.41	513.97	657.46	资产负债率	23.58%	25.07%	25.51%	25.47%
折旧摊销	81.65	70.63	74.23	77.83	净负债比率	-21.80%	-18.20%	-20.86%	-25.75%
财务费用	-2.02	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.73	2.55	2.63	2.78
投资损失	-31.72	-40.60	-50.51	-60.62	速动比率	1.69	1.51	1.59	1.74
营运资金变动	38.13	-121.08	-119.98	-127.86	总资产周转率	0.55	0.57	0.57	0.56
其它	10.50	2.93	5.03	5.64	应收帐款周转率	4.97	4.84	4.70	4.62
投资活动现金流	-365.27	-316.88	-252.52	-242.02	应付帐款周转率	3.85	3.41	3.34	3.32
资本支出	-304.96	-272.44	-273.03	-273.64	每股收益	0.71	0.97	1.27	1.62
长期投资	59.66	-25.00	-25.00	-25.00	每股经营现金	0.95	0.75	1.04	1.36
其他	-119.97	-19.44	45.51	56.62	每股净资产	4.84	5.84	7.11	8.73
筹资活动现金流	49.02	55.12	45.00	45.00	P/E	34.26	25.15	19.25	15.05
短期借款	10.05	15.00	15.00	15.00	P/B	5.04	4.18	3.43	2.79
长期借款	56.24	30.00	30.00	30.00	EV/EBITDA	27.51	18.64	14.44	11.09
其他	-17.26	10.12	0.00	0.00	PS	7.85	6.11	4.91	4.09
现金净增加额	75.47	48.06	215.23	355.43					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

孙怡，南京大学制药工程/新南威尔士大学商业分析双硕士，2021年就职于民生证券，2023年加入银河证券研究院，主要从事医药行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn