

战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中

九洲药业(603456)

► 战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中

公司 2008 年成立浙江瑞博，正式开始向药企提供 CDMO 业务，2019 年并购苏州诺华加速战略转型 CDMO 业务，成为国内准一线的 CDMO 业务。近年来公司持续通过并购美国研发中心、以及建设杭州、台州等强化研发能力布局，以及成立 CDMO 业务服务平台（瑞博生命科学），加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中。公司 CDMO 业务在 2020 年实现营业收入 12.9 亿元，同比增长 70.8%，占整体收入比重达到 48.9%，且 2021 年上半年实现收入 10.2 亿元，同比增长 134.8%，占整体收入比重达到 54.8%，CDMO 业务占收入比重首次超过 50%，也表明公司战略转型的成功。考虑到未来 2~3 年诺华大客户将继续为公司贡献核心业绩增量和其他客户的核心管线的持续增长带来业绩增量，我们判断未来公司 CDMO 业务继续呈现高速增长的趋势。

► 特色原料药业务具有国际竞争力，展望未来将呈现稳健增长

公司特色原料药业务（包括中间体）拥有 30 多年发展历史，主要聚焦抗感染类、中枢神经类、非甾体类、降血糖类等，即核心产品卡马西平、奥卡西平、酮洛芬类、格列齐特、培南类等特色原料药直接参与全球竞争、并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，与 Sandoz、Mylan、Teva、Meiji、Sun 等建立了紧密的合作关系，为全球客户持续提供专业化服务。在国内日益紧迫的环保政策下，且考虑到增长的环保支出将导致中小企业出清，利好公司等头部特色原料药企业，展望未来，随着江苏瑞科复产以及后续潜在仿制药品种持续增长，特色原料药业务将保持稳健增长。

► 连续 2 年对核心员工实施股权激励，健全长效激励机制

公司在 2020 年和 2021 年连续 2 年实施规划激励计划，健全长效激励机制、吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心骨干的积极性，实现股东利益、公司利益、与核心骨干团队的利益结合起来，共同促进公司业绩稳健快速增长

► 业绩预测及投资建议

公司作为战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中，另外特色原料药业务在国内环保政策趋严的大背景下保持稳健增长。调整前期盈利预测，即 21-23 年营收从 39.73/51.12/65.63 亿元上调为 40.22/52.89/68.09 亿元，EPS 从 0.78/1.06/1.38 元调整为 0.80/1.05/1.41 元，对应 2021 年 11 月 19 日 54.10 元/股收盘价，PE 分别为 67.62/51.18/38.05。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	63.0
最新收盘价：	54.1
股票代码：	603456
52 周最高价/最低价：	58.4/28.03
总市值(亿)	450.43
自由流通市值(亿)	449.15
自由流通股数(百万)	830.23



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

助理研究员：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

1. 九洲药业（603456.SH）：业绩超市场预期，CDMO 业务继续呈现超高速增长

2021.07.20

公司作为准一线的 CDMO 企业，且可比公司 2022 年平均 PE 为 62 倍，给予公司 2022 年 PE 60 倍，对应目标价为 63.00 元/股，相对 2021 年 11 月 19 日收盘价 54.10 元/股有 16.5% 的上涨空间，上调投资评级、即由“增持”评级上调为“买入”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、核心技术人员流失风险、汇率波动风险、新型冠状病毒疫情影响国内外业务的拓展。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,017	2,647	4,022	5,289	6,809
YoY (%)	8.3%	31.3%	51.9%	31.5%	28.7%
归母净利润(百万元)	238	381	662	875	1,177
YoY (%)	51.3%	60.0%	74.0%	32.1%	34.5%
毛利率 (%)	34.8%	37.5%	34.0%	34.8%	35.3%
每股收益 (元)	0.30	0.47	0.80	1.05	1.41
ROE	8.3%	12.3%	17.6%	18.8%	20.2%
市盈率	179.27	114.43	67.62	51.18	38.05

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 战略转型的双主业“CDMO+特色原料药”的全球核心供应商	5
2. 战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中	7
2.1. CDMO 行业：具有成本和工程师红利优势的国内 CDMO 企业将继续呈现产业链转移趋势	7
2.2. 并购苏州诺华，切入诺华 CDMO 核心供应链	8
2.3. 战略布局中美研发中心布局，持续推进客户结构多元化	11
2.4. 战略转型中的准一线 CDMO 企业，多举措强化公司竞争力	12
3. 特色原料药业务具有国际竞争力，展望未来将呈现稳健增长	13
4. 连续 2 年对核心员工实施股权激励，健全长效激励机制	15
5. 盈利预测和估值	16
5.1. 盈利预测	16
5.2. 投资建议	17
6. 风险提示	17

表目录

表 1：与诺华战略协议供应的三种药物情况	9
表 2：公司特色原料药及中间体情况	14
表 3：2020-2021 年公司股权激励计划情况	15
表 4：公司业绩拆分情况（百万元）	16
表 5：公司盈利预测及估值	17
表 6：可比公司估值情况（20211119）	17

图目录

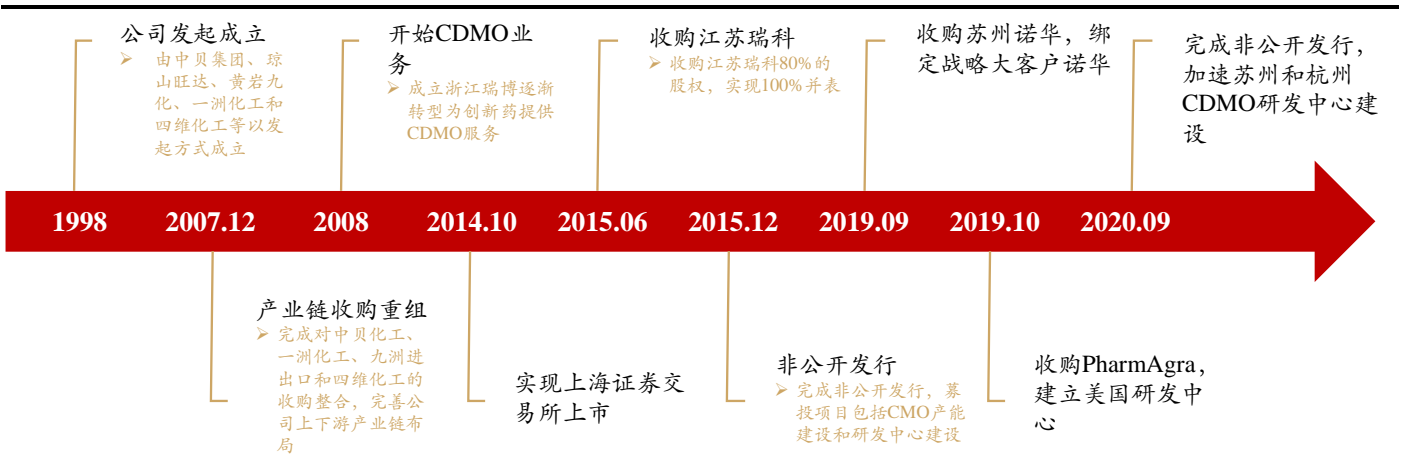
图 1：九州药业重大发展历程	5
图 2：公司股权结构及业务情况（截止 2021 年中报）	6
图 3：公司营业收入及其增长情况	6
图 4：公司扣非净利润及其增长情况	6
图 5：公司营业收入分业务占比情况	7
图 6：公司分业务毛利率情况（%）	7
图 7：公司毛利率和净利率变化情况	7
图 8：公司费用率变化情况	7
图 9：全球化学药市场规模及其增长（亿美元）	8
图 10：全球化学药 CDMO 行业市场规模情况（亿美元）	8
图 11：小分子 CDMO 行业分梯队分布情况	8
图 12：战略供应的三种药物终端销售情况	9
图 13：诺华 Entresto 销售额及增速（亿美元）	10
图 14：诺华 Kisqali 销售额及增速（亿美元）	10
图 15：诺华 Tasigna 销售额及增速（亿美元）	10
图 16：诺华在研管线变化情况	11
图 17：诺华研发投入变化情况（亿美元）	11
图 18：公司 CDMO 业务营业收入和毛利占比近几年上升趋势明显	11
图 19：公司 CDMO 业务营业收入和毛利占比近几年上升趋势明显	12
图 20：公司 CDMO 业务覆盖项目数量情况（个）	12
图 21：公司 CDMO 业务发展历史	13

图 22: 公司 CDMO 业务营业收入及其增速	13
图 23: 公司 CDMO 业务毛利率变化情况	13
图 24: 公司特色原料药业务营业收入及其增速	14
图 25: 公司特色原料药业务毛利率变化情况	14
图 26: 公司特色原料药业务业务占比情况 (亿元)	14
图 27: 公司特色原料药业务分业务毛利率变化情况	14

1. 战略转型的双主业“CDMO+特色原料药”的全球核心供应商

公司于 1998 年由中贝集团、琼山旺达、黄岩九化、一洲化工和四维化工等以发起方式成立，最初主要从事特色原料药的研发、生产和销售，于 2008 年成立浙江瑞博逐渐转型为创新药提供 CDMO 服务，目前拥有两大事业部即 CDMO 事业部和 API 事业部。公司自 2008 年以来持续深耕小分子 CDMO 市场、多举措强化公司核心竞争力，并于 2019 年并购苏州诺华工厂深度绑定诺华大客户、以及通过并购美国 CMC 公司 PharmAgra Labs，以及 2020 年定增 10 亿元建设苏州、杭州研发中心，以及浙江 CDMO 产能等，强化公司研发能力和产能建设。展望未来，公司将继续深耕大客户（诺华、吉利德、罗氏等），同时强化服务海外 Biotech 企业，以及加速赋能国内创新药企（贝达药业、绿叶制药、海和生物等），成为战略转型的双主业“CDMO+特色原料药”的全球核心供应商。

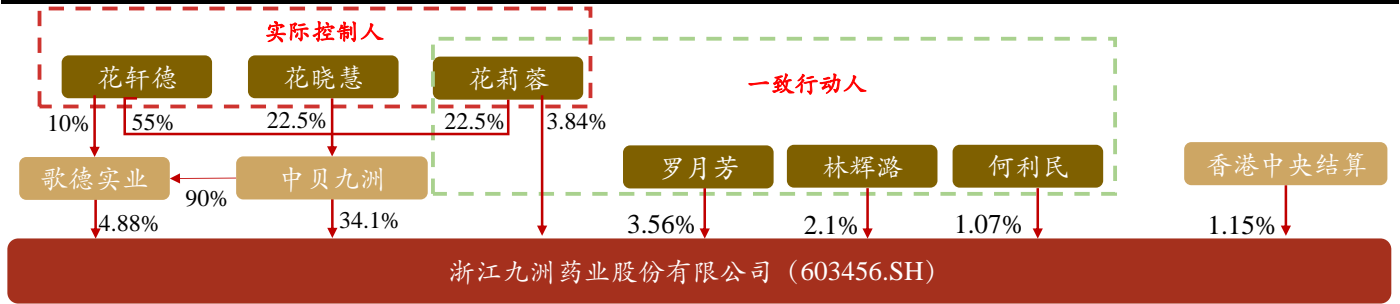
图 1：九洲药业重大发展历程



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

公司实际控制人为花轩德、花莉蓉、花晓慧，通过中贝九洲、歌德实业以及花莉蓉直接持股等合计持有上市公司 42.82%；另外花莉蓉与罗月芳、林辉璐、何利民之间存在关联关系，属于一致行动人。

图 2：公司股权结构及业务情况（截止 2021 年中报）



CDMO 事业部

生产基地

- 瑞博苏州：原苏州诺华制药，于 2019 年 12 月收购并表
- 瑞博台州：GMP 生产车间 13+、2500 立方反应釜
- 核心客户：诺华、罗氏、吉利德、硕腾，以及贝达药业、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等

研发中心

- 瑞博台州
- 瑞博杭州
- 瑞博美国 (2019 年并购)

API 事业部

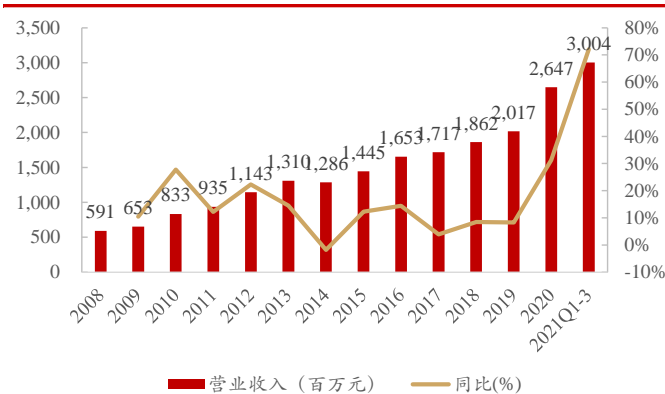
2016 年公司成立 API 事业部

- 浙江台州基地 (原料药+制剂一体化)
- 江苏盐城基地 (江苏瑞科, 2015 年收购)
- 核心产品：卡马西平、格列齐特、酮洛芬、柳氮磺胺吡啶等
- 核心客户：Sandoz、Apotex、Viartis、Teva、Meiji、Sun、齐鲁药业、石药集团等

资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

公司 2021 年前三季度实现营业收入 30.04 亿元，同比增长 72.1%、扣非净利润 4.37 亿元，同比增长 106.9%，继续呈现高速增长的趋势，其中 2016-2020 年营业收入复合增速为 12.5%、扣非净利润复合增速为 35.6%。展望未来，伴随高毛利率业务 CDMO 占比持续提升，我们判断公司营业收入和盈利能力呈现双升趋势。

图 3：公司营业收入及其增长情况



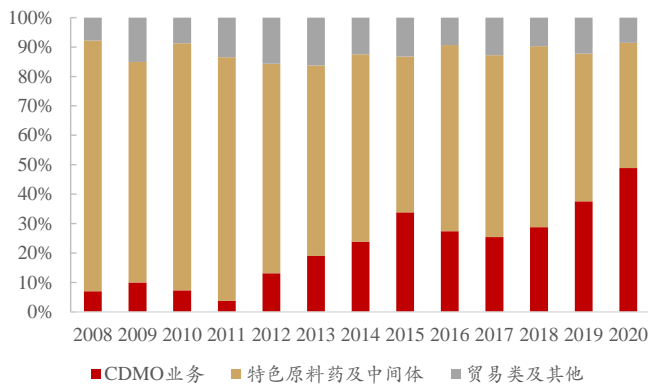
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4：公司扣非净利润及其增长情况



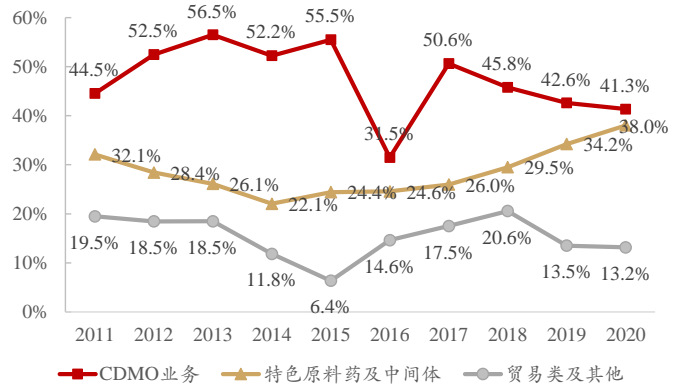
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5：公司营业收入分业务占比情况



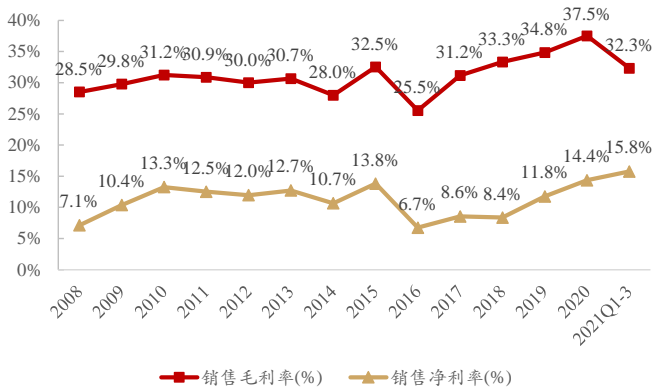
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6：公司分业务毛利率情况 (%)



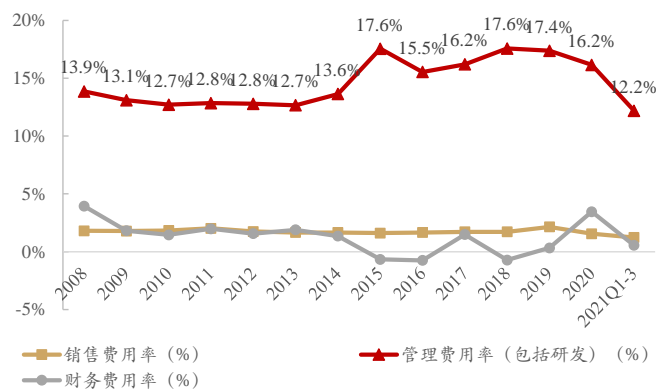
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7：公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中

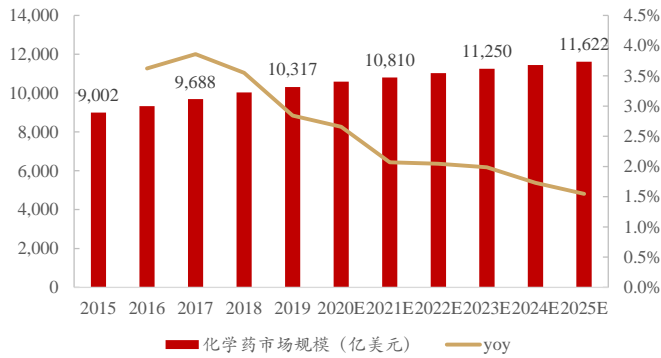
2.1.CDMO 行业：具有成本和工程师红利优势的国内 CDMO 企业将继续呈现产业链转移趋势

华西医药团队在 2021 年 2 月 28 日发布 CDMO 行业深度报告《基于工程师红利和高固定资产产出比，中长期战略性看好国内 CDMO 行业》，报告中基于系统性的对全球医药产业的结构变化研究，以及国内 CDMO 依托于“工程师红利引流+高固定资产投入产出比承接”的模式，且国内 CDMO 企业依然只占据较小的市场，我们整体判断国内 CDMO 企业在未来 5~10 年将能持续呈现高速增长、且能在全球医药产业链占据重要的市场份额。

小分子 CDMO 行业渗透率仍有较大提升空间，预期到 2025 年市场规模将达到 1389 亿美元：根据弗若斯特沙利文报告，全球 2019 年小分子 CDMO 市场规模为 725 亿美元，考虑到 2019 年化学药市场规模达到 1.03 万亿美元，小分子 CDMO 行

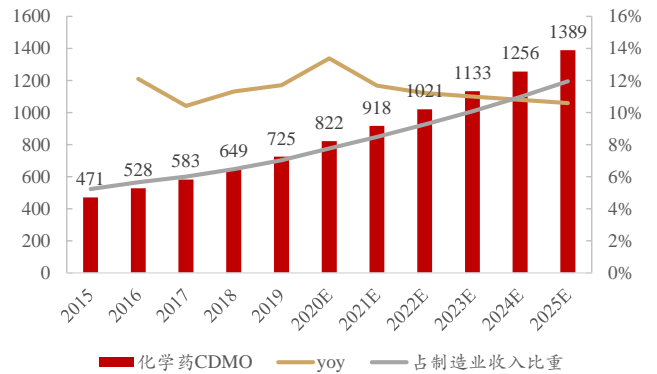
业/化学药市场规模为 7.03%，相对行业完全外包水平的 20%尚有比较大的提升空间。展望未来受益于跨国药企剥离生产职能和 Biotech 企业管线占比逐渐提升而带来外包率持续提升，即小分子 CDMO 行业/化学药市场规模比例将呈现逐渐提升，我们判断到 2025 年整体比例将达到 11.95%、小分子 CDMO 市场空间达到 1389 亿美元，期间复合增长率为 11.44%。

图 9：全球化学药市场规模及其增长（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

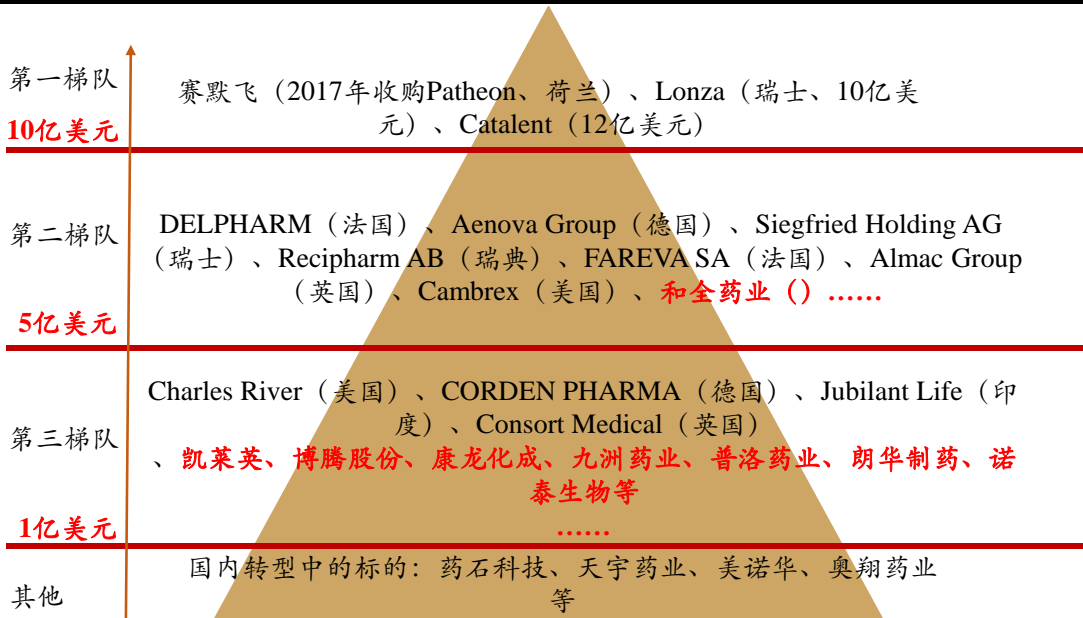
图 10：全球化学药 CDMO 行业市场规模情况（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

小分子 CDMO 市场竞争格局相对分散，对具有成本优势和工程师红利的中国 CDMO 企业具有重大利好。从全球来看，全球最大的小分子 CDMO 公司收入规模在 10~12 亿美元，其中技术和细节领域布局最完善的是 Lonza、另外制剂领域业务比较突出的是 Catalent。从市场竞争格局来看，市场参与者相对分散，国内最大的小分子 CDMO 企业 2020 年实现收入 52.8 亿元（8.095 亿美元），占全球市场仅为 0.98%，尚具有巨大的提升空间。

图 11：小分子 CDMO 行业分梯队分布情况



资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

2.2. 并购苏州诺华，切入诺华 CDMO 核心供应链

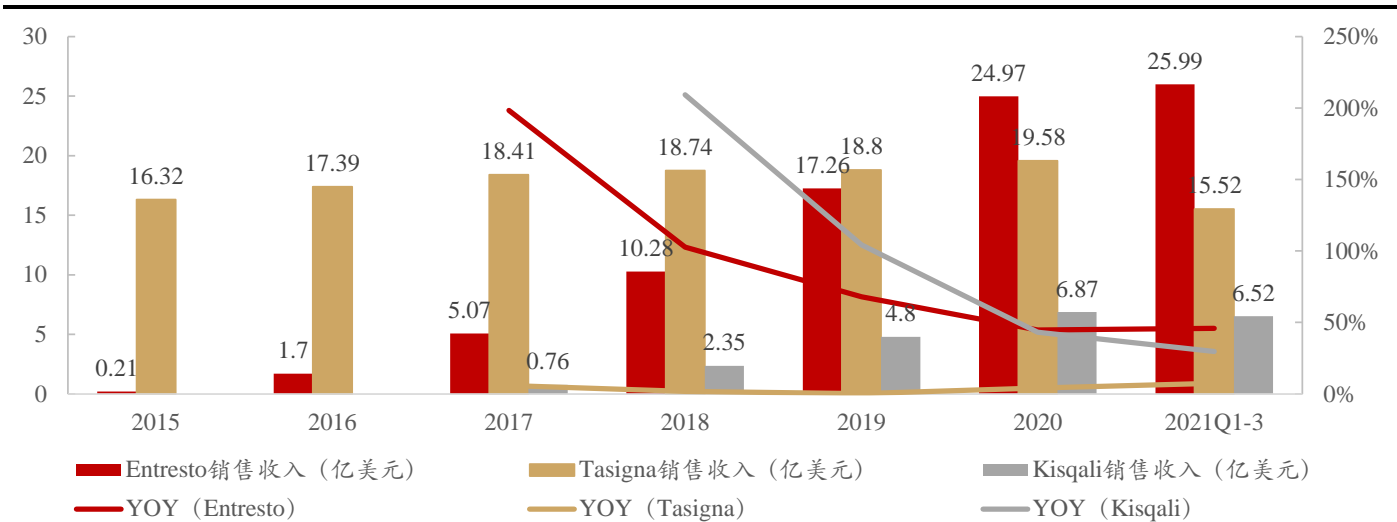
2019年9月，公司公告拟以约7.9亿元并购苏州诺华100%股权，且于2019年12月完成。此次战略并购，进一步提升公司作为诺华的CDMO战略供应商的地位，且通过供应三种药物（Entresto、Tasigna、Kisqali）的原料药或中间体保证未来3~5年CDMO业务的高速增长。

表 1：与诺华战略协议供应的三种药物情况

通用名	商品名	上市时间 (FDA)	适应症	专利到期
沙库巴曲缬沙坦钠片 (sacubitril/valsartan)	诺欣妥 (Entresto)	2015年	慢性心力衰竭	2023年 (组合专利)、2026年 (晶型专利)
尼洛替尼 (nilotinib)	Tasigna	2007年	用于对既往治疗 (包括伊马替尼) 耐药或不耐受的费城染色体阳性的慢性髓性白血病 (Ph+CML) 慢性期或加速期成人患者。	2023年 (化合物专利)
ribociclib	Kisqali	2017年	一线治疗绝经后激素受体阳性、人类表皮生长因子受体-2阴性 (HR+/HER2-) 的晚期或转移性乳腺癌女性患者	2028年 (化合物专利)

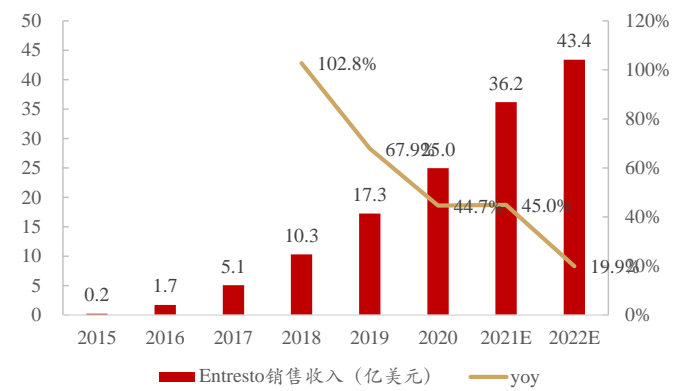
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12：战略供应的三种药物终端销售情况



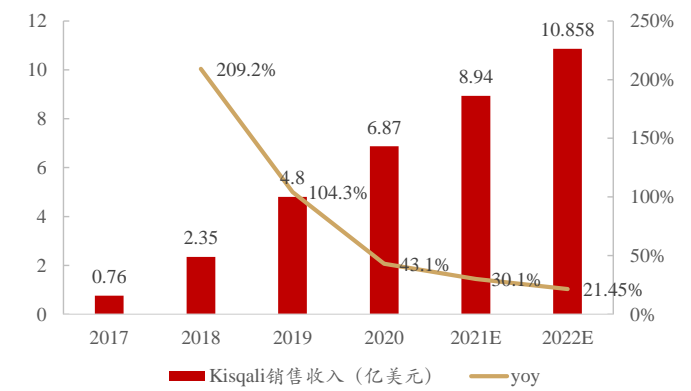
资料来源：彭博，华西证券研究所

图 13: 诺华 Entresto 销售额及增速 (亿美元)



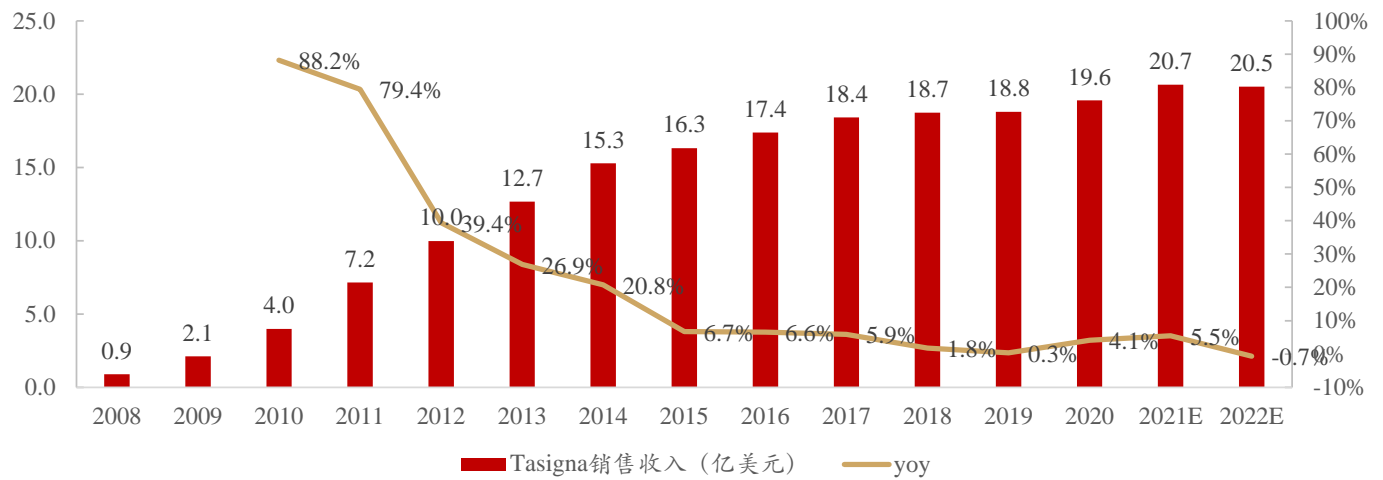
资料来源: 彭博, 华西证券研究所

图 14: 诺华 Kisqali 销售额及增速 (亿美元)



资料来源: 彭博, 华西证券研究所

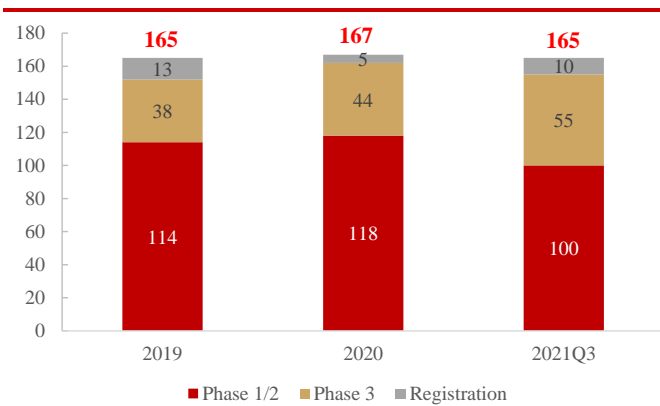
图 15: 诺华 Tassigna 销售额及增速 (亿美元)



资料来源: 彭博, 华西证券研究所

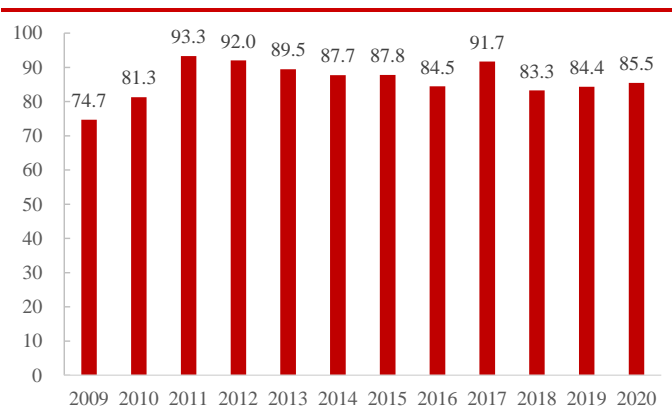
2019 年底实现瑞博 (苏州) (原称苏州诺华) 并表以来, 伴随 2020 年以来三种战略产品供应以来, 公司 CDMO 业务呈现明显提升的趋势, 同时瑞博 (苏州) 高质量层次工厂为公司质量背书, 持续开拓新客户。考虑到诺华核心供应产品终端仍然处于高速放量期以及战略合作下其他诺华新产品的合作供应, 我们判断未来 3 年, 诺华作为公司大客户, 将持续驱动公司业绩呈现高速增长。

图 16：诺华在研管线变化情况



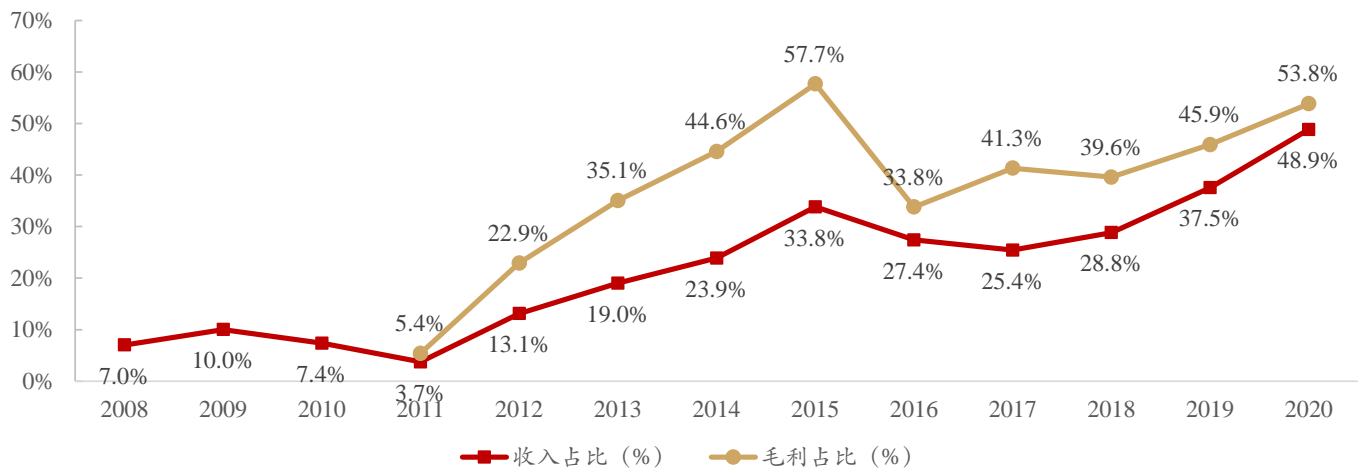
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17：诺华研发投入变化情况（亿美元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18：公司 CDMO 业务营业收入和毛利占比近几年上升趋势明显



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.3.战略布局中美研发中心布局，持续推进客户结构多元化

伴随收购苏州诺华工厂，公司于 2019 年 9 月以 1600 万美元收购 PharmAgra Labs，战略布局美国研发中心，同时加速公司台州、杭州等研发中心能力建设，实现中美两地研发中心的布局。公司目前拥有由 400 多人构成的研发团队，已建立手性合成、氟化学、连续性反应和生物催化等技术平台，能为全球医药企业客户实现赋能。

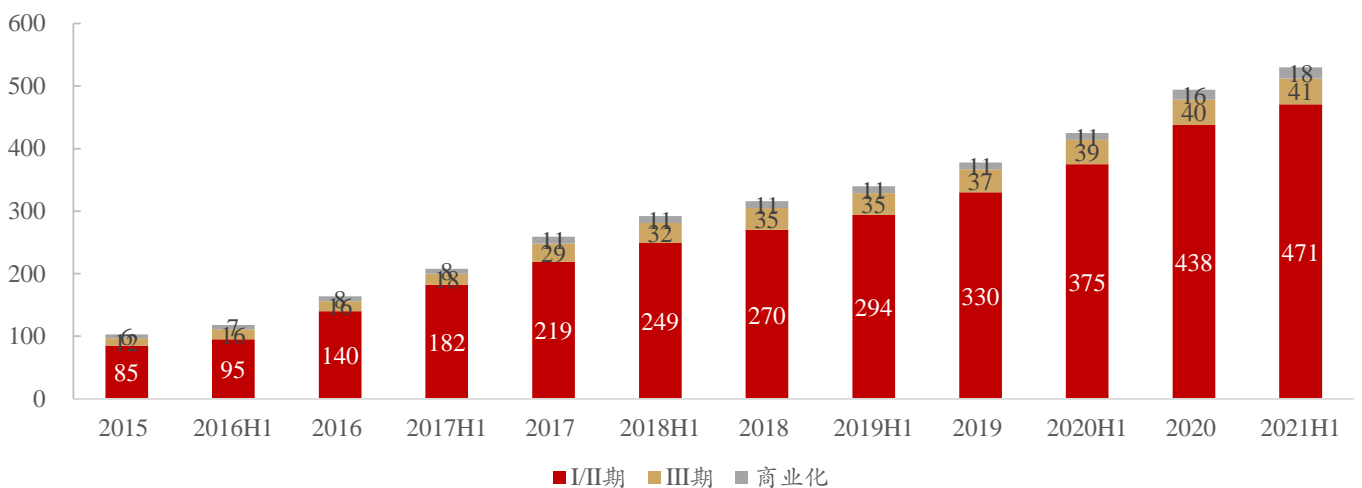
图 19：公司 CDMO 业务营业收入和毛利占比近几年上升趋势明显



资料来源：公司官网，华西证券研究所

截止 2021 年中报，公司 CDMO 业务客户群覆盖 Novartis、Roche、Zoetis、GSK、Gilead、第一三共等跨国制药巨头，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创新药公司，覆盖项目数量达到 530 个，同比增长 24.7%，延续高速增长的趋势。考虑到公司拥有高质量层次的生产基地（苏州、台州）以及加速前端研发能力布局，公司 CDMO 业务服务管线数量呈现高速增长的趋势，实现公司客户结构的持续多元化，CDMO 业务将继续呈现高速增长的趋势。

图 20：公司 CDMO 业务覆盖项目数量情况（个）



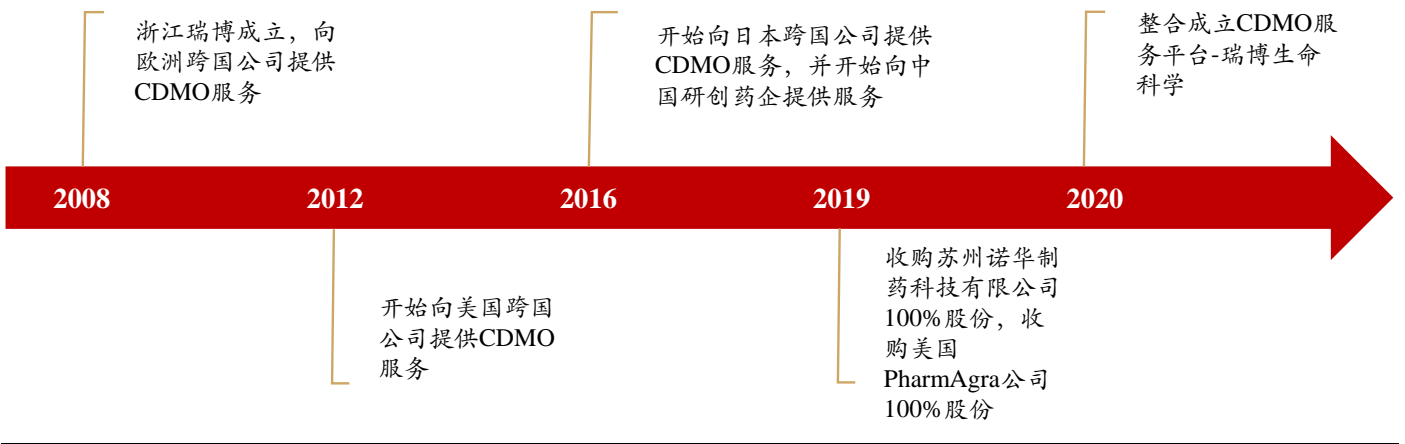
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.4. 战略转型中的准一线 CDMO 企业，多举措强化公司竞争力

公司 2008 年成立浙江瑞博，正式开始向药企提供 CDMO 业务，2019 年并购苏州诺华加速战略转型 CDMO 业务，成为国内准一线的 CDMO 业务。近年来公司持

续通过并购美国研发中心、以及建设杭州、台州等强化研发能力布局，以及成立 CDMO 业务服务平台（瑞博生命科学），更好的为国内外客户实现业务赋能。

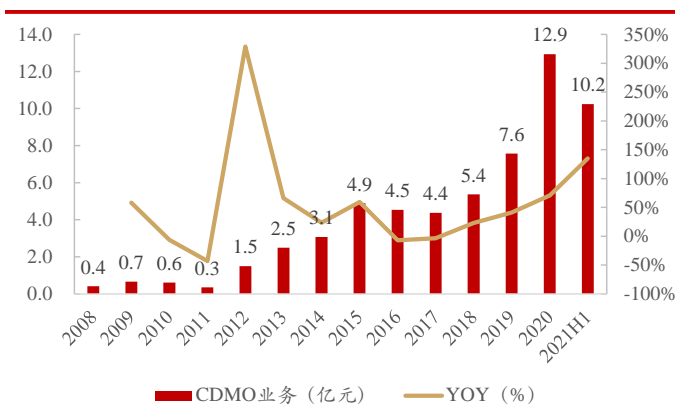
图 21：公司 CDMO 业务发展历史



资料来源：公司官网，华西证券研究所

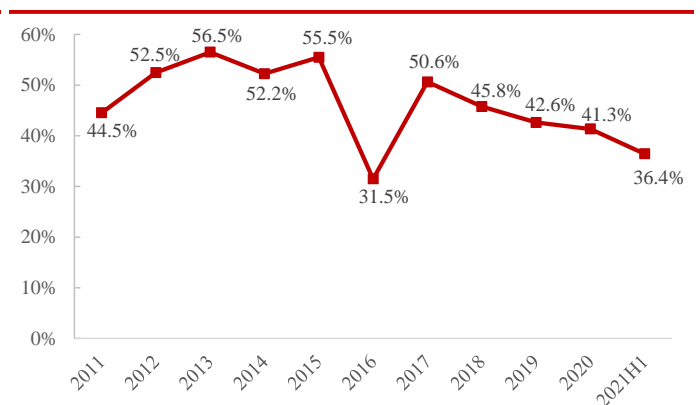
考虑并购苏州诺华后诺华三大产品贡献核心增量的基础上，公司 CDMO 业务在 2020 年实现营业收入 12.9 亿元，同比增长 70.8%，占整体收入比重达到 48.9%，且 2021 年上半年实现收入 10.2 亿元，同比增长 134.8%，占整体收入比重达到 54.8%，CDMO 业务占收入比重首次超过 50%，也表明公司战略转型的成功。考虑到未来 2~3 年诺华大客户将继续为公司贡献核心业绩增量和其他客户的核心管线的持续增长带来业绩增量，我们判断未来公司 CDMO 业务继续呈现高速增长的趋势。

图 22：公司 CDMO 业务营业收入及其增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23：公司 CDMO 业务毛利率变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

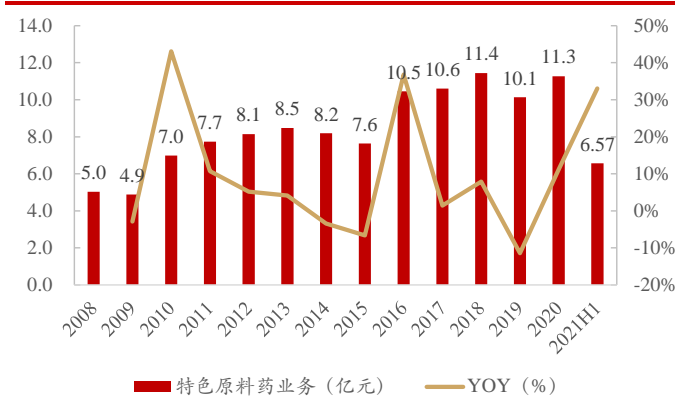
3. 特色原料药业务具有国际竞争力，展望未来将呈现稳健增长

公司特色原料药业务（包括中间体）拥有 30 多年发展历史，主要聚焦抗感染类、中枢神经类、非甾体类、降血糖类等，即核心产品卡马西平、奥卡西平、酮洛芬类、格列齐特、培南类等特色原料药直接参与全球竞争、并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，与 Sandoz、Mylan、Teva、Meiji、Sun 等建立了紧密的合作关系，为全球客户持续提供专业化服务。在国内日益紧迫的环保政策下，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

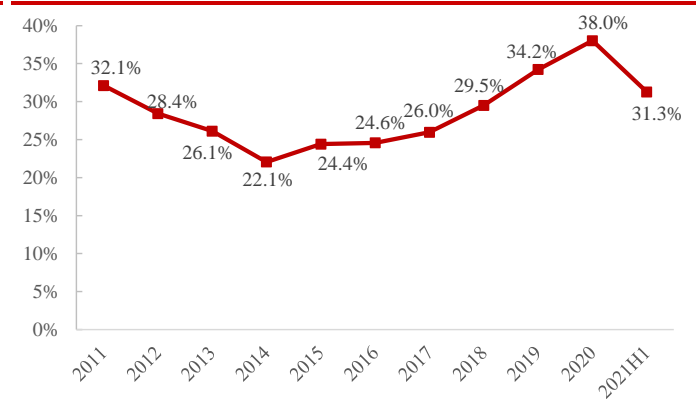
且考虑到增长的环保支出将导致中小企业出清，利好公司等头部特色原料药企业，展望未来，随着江苏瑞科复产以及后续潜在仿制药品种持续增长，特色原料药业务将保持稳健增长。

图 24：公司特色原料药业务营业收入及其增速



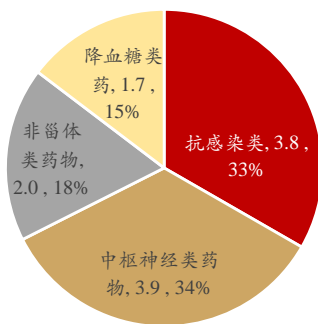
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 25：公司特色原料药业务毛利率变化情况



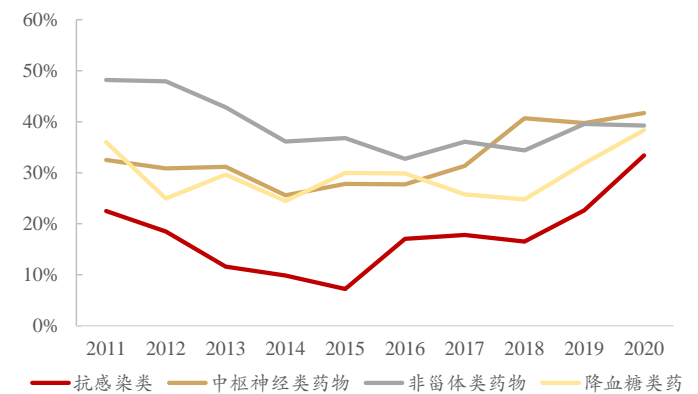
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 26：公司特色原料药业务业务占比情况（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27：公司特色原料药业务分业务毛利率变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2：公司特色原料药及中间体情况

大类	药品 (中文)	药品 (英文)	原料药	中间体
中枢神经类	卡马西平	Carbamazepine	✓	✓
	奥马西平	Oxcarbazepine	✓	✓
	帕罗西汀	Paroxetine	✓	✓
	文拉法辛	Venlafaxine	✓	✓
	度洛西汀	Duloxetine	✓	✓
	利培酮	Risperidone		✓
	奥氮平	Olanzapine		✓
	/	rivastigmine		✓
	/	Pregabalin		✓
	/	Paliperidone		✓

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	阿立哌唑	Aripiprazole	✓
	氯米帕明	Chlorimipramine	✓
	去甲文拉法辛	Desvenlafaxine	✓
磺胺类抗菌药	磺胺类抗菌药	Sulphadimethoxine	✓
非甾体类抗炎药	酮洛芬	Ketoprofen	✓
	替米沙坦	Telmisartan	✓
心血管类	苯扎贝特	Bezafibrate	✓
	雷诺嗪	Ranolazine	✓
	氯吡格雷	Clopidogrel Bisulfate	✓
降血糖类	格列齐特	Gliclazide	✓
	/	Sitagliptin	✓
抗病毒药物	/	navir	✓
	/	atazanavir	✓
碳青霉烯类抗生素	青霉烯	Penem	✓
	亚胺培南	Imipenem	✓
	碳青霉烯类	Meropenem	✓
	伊马替尼	Imatinib	✓
	吉非替尼	Gefitinib	✓
	厄洛替尼	Erlotinib	✓
抗肿瘤药	索拉非尼	Sorafenib	✓
	尼洛替尼	Nilotinib	✓
	舒尼替尼	Sunitinib	✓
	达沙替尼	Dasatinib	✓
	拉帕替尼	Lapatinib	✓
其他	索非那新	Solifenacin	✓
	/	darifenacin	✓

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 连续 2 年对核心员工实施股权激励，健全长效激励机制

公司在 2020 年和 2021 年连续 2 年实施规划激励计划，健全长效激励机制、吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心骨干的积极性，实现股东利益、公司利益、与核心骨干团队的利益结合起来，共同促进公司业绩稳健快速增长。

表 3：2020-2021 年公司股权激励计划情况

方案	2020 年限制性股票激励计划	2021 年限制性股票激励计划
分类	限制性股票	限制性股票
权益登记日	2020/9/11	2021/7/29
授予价格	15.91 元/股	21.40 元/股
涉及标的股票	A 股（定向增发）	A 股（定向增发）
授予对象	包括王斌、梅义将、李原强、戴云友 4 名高管以及另外 87 名中层管理人员和核心技术人员	169 名中层管理人员和核心技术人员
授予数量（万）	192.70 万股（占股本 0.2399%）	123.40 万股（占股本 0.1484%）

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

业绩解锁条件	相对于 2019 年, 2020-2022 年净利润增速不低于 30%/70%/120%	相对于 2019 年, 2021-2023 年净利润增速不低于 70%/120%/185%
解禁安排 (分三年)	40%/30%/30%	40%/30%/30%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测

核心假设:

- (1) **CDMO 业务:** 伴随诺华核心产品持续放量以及新增管线持续贡献增量, 预测 2021-2023 年增速分别为 80.4%/44.9%/37.5%; 预测 2021-2023 年毛利率分别为 38.5%/38.5%/38.5%。
- (2) **特色原料药业务:** 考虑到国内环保政策趋严以及新品种的持续上市, 预测 2021-2023 年增速分别为 20.0%/15.0%/15.0%; 预测 2021-2023 年毛利率分别为 31.0%/31.0%/31.0%。
- (3) **其他业务:** 考虑其他业务主要由贸易业务组成且与整体业务保持一定的正相关, 预测 2021-2023 年增速分别为 60.0%/2.0%/2.0%; 预测 2021-2023 年毛利率分别为 10.0%/10.0%/10.0%。

表 4: 公司业绩拆分情况 (百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
CDMO 业务						
营业收入	537	757	1293	2333	3380	4648
yoy	22.9%	41.0%	70.8%	80.4%	44.9%	37.5%
毛利	246	323	535	898	1301	1789
毛利率	45.8%	42.6%	41.3%	38.5%	38.5%	38.5%
特色原料药业务						
营业收入	1223	1101	1193	1432	1646	1893
yoy	5.4%	-10.0%	8.3%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利	377	375	454	444	510	587
毛利率	30.8%	34.0%	38.0%	31.0%	31.0%	31.0%
其他业务						
营业收入	102	158	161	257	262	268
yoy	-14.8%	55.0%	1.5%	60.0%	2.0%	2.0%
毛利	-2	5	5	26	26	27
毛利率	-1.7%	3.4%	2.9%	10.0%	10.0%	10.0%
合计						
营业收入	1862	2017	2647	4022	5289	6809
yoy	8.4%	8.3%	31.3%	51.9%	31.5%	28.7%
毛利	620	703	993	1368	1838	2403
毛利率	33.3%	34.8%	37.5%	34.0%	34.8%	35.3%

资料来源: 公司官网资料和公告, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

5.2.投资建议

公司作为战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中，另外特色原料药业务在国内环保政策趋严的大背景下保持稳健增长。调整前期盈利预测，即 21-23 年营收从 39.73/51.12/65.63 亿元上调为 40.22/52.89/68.09 亿元，EPS 从 0.78/1.06/1.38 元调整为 0.80/1.05/1.41 元，对应 2021 年 11 月 19 日 54.10 元/股收盘价，PE 分别为 67.62/51.18/38.05。公司作为准一线的 CDMO 企业，且可比公司 2022 年平均 PE 为 62 倍，给予公司 2022 年 PE 60 倍，对应目标价为 63.00 元/股，相对 2021 年 11 月 19 日收盘价 54.10 元/股有 16.5% 的上涨空间，上调投资评级、即由“增持”评级上调为“买入”评级。

表 5：公司盈利预测及估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,017	2,647	4,022	5,289	6,809
YoY (%)	8.3%	31.3%	51.9%	31.5%	28.7%
归母净利润(百万元)	238	381	662	875	1,177
YoY (%)	51.3%	60.0%	74.0%	32.1%	34.5%
毛利率 (%)	34.8%	37.5%	34.0%	34.8%	35.3%
每股收益 (元)	0.30	0.47	0.80	1.05	1.41
ROE	8.3%	12.3%	17.6%	18.8%	20.2%
市盈率	179.27	114.43	67.62	51.18	38.05

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 6：可比公司估值情况 (20211119)

代码	公司	股价 (元/股)	2020EPS	2021EPS	2022EPS	2020PE	2021PE	2022PE
603259.SH	药明康德	130.30	1.21	1.51	2.01	108	86	65
300363.SZ	博腾股份	86.33	0.60	0.86	1.16	144	100	74
002821.SZ	凯莱英	441.20	2.98	4.10	5.99	148	108	74
000739.SZ	普洛药业	39.33	0.69	0.90	1.17	57	44	34
平均						114	84	62
603456.SH	九洲药业	54.10	0.47	0.80	1.05	115	68	52

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：可比公司药明康德、博腾股份、凯莱英、普洛药业、天宇股份数据来自于 Wind 一致性预期）

6.风险提示

- 核心技术骨干及管理层流失风险：**CRO 行业作为人力密集型行业，商业模式高度依赖核心技术股东及管理层，若出现核心人员的流失，公司未必能及时招募、培训合适的替代人员，有可能会对公司业务造成不利影响；
- 大客户订单波动风险：**考虑到诺华作为公司 CDMO 业务大客户，且核心产品诺欣妥等有专利到期仿制药上市的风险，未来大客户订单有波动的风险；
- 核心技术人才流失风险：**随着医药行业的不断发展，行业内的人才竞争将日趋激烈，如果公司未来在发展前景、薪酬福利、工作环境等方面无法保持持续的竞争力，可能存在公司核心技术人才流失，进而对公司长期发展造成不利的风险。

- (4) **汇率波动风险：**考虑到公司业务主要来源于海外，且以美元等外币计价，汇率波动对公司盈利能力有一定程度的影响。
- (5) **新型冠状病毒疫情影响：**新型冠状病毒疫情未来蔓延趋势具有不确定性，或对公司的正常经营活动造成影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,647	4,022	5,289	6,809	净利润	380	664	877	1,179
YoY (%)	31.3%	51.9%	31.5%	28.7%	折旧和摊销	253	212	208	225
营业成本	1,654	2,654	3,451	4,406	营运资金变动	-345	-377	-592	-489
营业税金及附加	29	26	32	43	经营活动现金流	400	494	534	963
销售费用	41	48	63	82	资本开支	-273	-357	-305	-332
管理费用	313	382	492	613	投资	-11	0	-1	-1
财务费用	92	16	20	23	投资活动现金流	-211	-317	-306	-333
资产减值损失	-22	-4	-1	-3	股权募资	31	27	0	0
投资收益	5	40	0	0	债务募资	65	-200	0	0
营业利润	456	790	1,042	1,400	筹资活动现金流	-116	-197	-30	-35
营业外收支	-6	-5	-5	-5	现金净流量	22	-20	198	595
利润总额	450	785	1,037	1,395	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	70	122	161	216	成长能力				
净利润	380	664	877	1,179	营业收入增长率	31.3%	51.9%	31.5%	28.7%
归属于母公司净利润	381	662	875	1,177	净利润增长率	60.0%	74.0%	32.1%	34.5%
YoY (%)	60.0%	74.0%	32.1%	34.5%	盈利能力				
每股收益	0.47	0.80	1.05	1.41	毛利率	37.5%	34.0%	34.8%	35.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	14.4%	16.5%	16.6%	17.3%
货币资金	325	305	502	1,098	总资产收益率 ROA	7.6%	10.8%	11.9%	12.9%
预付款项	36	46	68	82	净资产收益率 ROE	12.3%	17.6%	18.8%	20.2%
存货	1,170	1,775	2,374	2,988	偿债能力				
其他流动资产	765	1,169	1,490	1,917	流动比率	1.41	1.59	1.83	2.03
流动资产合计	2,295	3,295	4,434	6,085	速动比率	0.67	0.71	0.82	1.01
长期股权投资	13	13	14	15	现金比率	0.20	0.15	0.21	0.37
固定资产	2,021	2,017	2,042	2,037	资产负债率	38.3%	38.4%	36.8%	35.9%
无形资产	236	254	242	245	经营效率				
非流动资产合计	2,706	2,840	2,927	3,022	总资产周转率	0.53	0.66	0.72	0.75
资产合计	5,002	6,135	7,361	9,107	每股指标 (元)				
短期借款	788	588	588	588	每股收益	0.47	0.80	1.05	1.41
应付账款及票据	530	778	1,059	1,322	每股净资产	3.83	4.53	5.58	7.00
其他流动负债	315	709	778	1,081	每股经营现金流	0.50	0.59	0.64	1.16
流动负债合计	1,633	2,075	2,425	2,991	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	140	140	140	140	估值分析				
其他长期负债	142	142	142	142	PE	114.43	67.62	51.18	38.05
非流动负债合计	283	283	283	283	PB	9.35	11.87	9.63	7.69
负债合计	1,916	2,357	2,707	3,274					
股本	805	833	833	833					
少数股东权益	3	4	6	8					
股东权益合计	3,086	3,777	4,654	5,833					
负债和股东权益合计	5,002	6,135	7,361	9,107					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。