

奥翔药业 (603229.SH) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2024年09月02日

评级：买入（维持）

市场价格：7.22

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

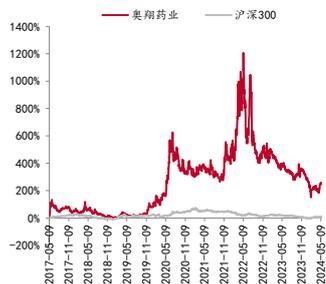
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	764.55	816.77	890.49	1034.00	1247.62
增长率 yoy%	34.20%	6.83%	9.03%	16.12%	20.66%
净利润 (百万元)	235.38	253.90	290.15	352.05	434.90
增长率 yoy%	61.29%	7.87%	14.28%	21.33%	23.53%
每股收益 (元)	0.28	0.31	0.35	0.42	0.52
每股现金流量	0.15	0.27	0.41	0.46	0.61
净资产收益率	16.11%	11.86%	12.32%	13.29%	14.43%
P/E	23.74	22.01	19.26	15.87	12.85
PEG	0.39	2.80	1.35	0.74	0.55
P/B	3.82	2.61	2.37	2.11	1.85

备注：数据截至 2024.08.30

基本状况

总股本(百万股)	830.30
流通股本(百万股)	830.30
市价(元)	7.22
市值(百万元)	5994.75
流通市值(百万元)	5994.75

股价与行业-市场走势对比



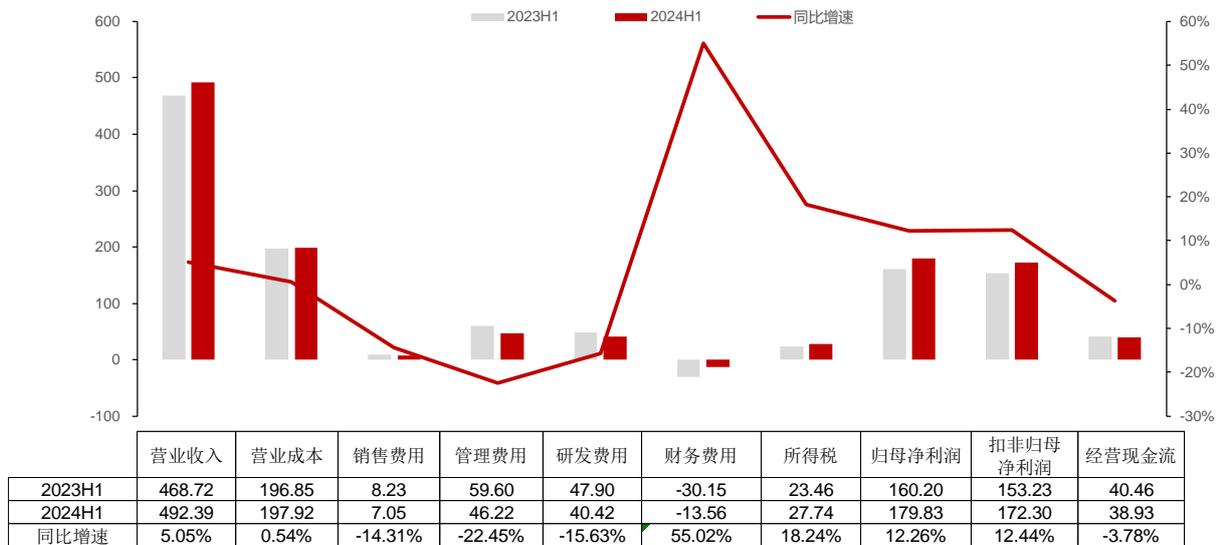
相关报告

1. 奥翔药业 (603229.SH)-2023 中报点评：业绩持续强劲、研发驱动增长，新业务即将收获 - 20230831
2. 奥翔药业 (603229.SH)-2023 年三季报点评：业绩符合预期，高毛利新品种持续拉动增长 - 20231030

投资要点

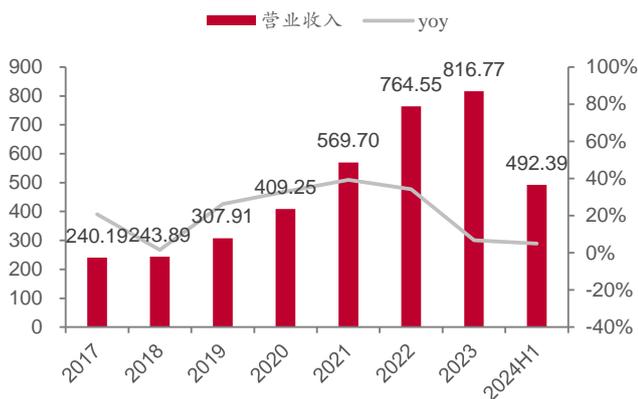
- **事件：公司发布 2024 半年报，实现营业收入 4.92 亿元，同比增长 5.05%，归母净利润 1.80 亿元，同比增长 12.26%，扣非净利润 1.72 亿元，同比增长 12.44%。**
- **降本增效显著，利润端增长稳健。**分季度看，2024Q2 实现营收 1.92 亿元，同比下降 7.12%，归母净利润 6735 万元，同比上升 1.24%。利润增速大于收入增速，主要系工艺优化改进成本降低和管理、研发费用支出减少。
- **分业务：1) 特色原料药及中间体：**公司成熟产品已有双环醇、恩替卡韦、西他沙星、泊沙康唑、非布司他、奈必洛尔、米格列醇，在国际市场占有率位居前列，预计未来提供稳定支撑。产能建设顺利，截止报告期，非公开发行募投项目 7 个车间均已完成厂房建设，3 个车间完成竣工验收、1 个车间试生产、1 个车间待试生产、2 个车间待设备安装。**2) CRO/CDMO/CMO：**进行项目数较去年同期基本持平，2024H1 年进行中的项目总数 24 个（2023H1 项目数 26 个），其中 CRO/CDMO 项目 16 个、CMO 项目 8 个；API 项目 9 个，高级中间体 15 个；临床阶段项目 12 个，商业化阶段 12 个。**3) 制剂：积极推进高端制剂国际化项目，持续开拓国内外市场。**公司凭借 API 多年积累的优势，构建“co-develop”的模式，开发特色制剂，并在国内、国际同时申报，实现同步发展、全球覆盖。公司第一个制剂产品获批在即，同时高活性靶向抗肿瘤片剂/胶囊、普通口服固体片剂/胶囊平稳推进，有望进一步提升制剂领域竞争力。**4) 创新药：**（1）投资新药公司，并拓展新药 CRO/CDMO/CMO 业务；（2）引进、开发新药，目前公司正在开发用于治疗缺血性脑卒中的 1.1 类新药布罗佐喷钠尚待进入 III 期临床。
- **费用率：毛利率、净利率稳中向上，费用率基本稳定，研发投入有所收缩。毛利率：**2024H1、24Q2 分别为 59.80%（同比+1.80pp，下同）、62.19%（同比+5.32pp，下同），24H1、24Q2 净利率分别为 36.52%（+2.34pp）、35.17%（+2.91pp）。其中收入占比较大的肝病类毛利率为 75.30%、抗菌类 49.84%、心脑血管类 51.57%、神经系统类 20.30%、前列腺素 83.10%。**费用率：**2024H1、24Q2 的三项费用率合计分别为 8.06%（+0.03pp）、12.10%（+3.67pp）。销售费用率分别为 1.43%（-0.32pp）、2.44%（-0.78pp）；管理费用率分别为 9.39%（-3.32pp）、13.69%（-5.84pp）；财务费用率分别为 -2.75%（+3.68pp）、-4.02%（-2.08pp）。财务费用率上升主要系汇兑损益减少所致。**研发费用：**2024H1、24Q2 研发费用为 4042 万元（-15.63%）、1717 万元（-35.08%），占收入比例分别为 8.21%（-2.01pp）、8.96%（-3.86pp），研发投入有所收缩。
- **盈利预测与投资建议：**根据 2024 半年报，考虑公司产能、产品节奏，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年收入 8.90、10.34 和 12.48 亿元（24-25 调整前 12.05、16.22 亿元），同比增长 9.03%、16.12%和 20.66%；归母净利润 2.90、3.52 和 4.35 亿元（24-25 年调整前 4.00、5.62 亿元），同比增长 14.28%、21.33%和 23.53%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 19/16/13 倍。考虑公司制剂稳健发展，API 中间体随品种、产能释放的催化有望持续放量，仿制药、创新药业务布局打造远期新增长点，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**产品研发和技术创新风险；国际贸易环境变化风险；环保与安全生产风险；汇率波动风险；公开资料信息滞后或更新不及时风险。

图表 1: 公司 2024H1 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 奥翔药业营收 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 奥翔药业归母净利润 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 奥翔药业分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q	2024-2Q
营业收入	144.03	140.02	205.11	176.25	196.55	186.63	262.55	206.17	202.95	145.10	300.91	191.48
营业收入同比	56.56%	30.39%	42.45%	24.42%	36.46%	33.30%	28.00%	16.98%	3.25%	-22.25%	14.61%	-7.12%
营业收入环比	1.68%	-2.79%	46.49%	-14.07%	11.52%	-5.05%	40.68%	-21.48%	-1.56%	-28.50%	107.38%	-36.37%
营业成本	74.15	62.71	90.99	95.45	98.74	85.61	107.93	88.92	87.44	82.86	125.52	72.39
毛利率	48.52%	55.21%	55.64%	45.84%	49.76%	54.13%	58.89%	56.87%	56.92%	42.89%	58.29%	62.19%
销售费用	1.61	3.19	1.38	2.65	7.53	9.20	1.58	6.64	2.24	7.67	2.38	4.67
管理费用	23.77	17.88	13.93	25.58	34.65	19.62	19.33	40.27	18.61	22.06	20.01	26.21
研发费用	16.03	19.50	10.60	18.17	23.83	14.48	21.46	26.44	25.78	4.37	23.25	17.17
财务费用	-2.76	7.74	1.92	-23.90	-21.69	1.42	-0.63	-29.52	-1.69	-1.82	-5.85	-7.71
营业利润	29.99	37.76	81.12	60.28	61.95	54.37	109.00	74.65	72.20	34.96	130.36	77.76
利润总额	29.99	37.45	81.05	60.15	61.77	52.89	109.00	74.65	72.63	34.48	130.01	77.56
所得税	2.36	1.84	10.33	7.85	7.71	-5.41	15.33	8.13	7.49	5.91	17.53	10.21
归母净利润	27.63	35.62	70.72	52.30	54.05	58.30	93.67	66.52	65.14	28.56	112.48	67.35
归母净利润同比	103.28%	72.50%	61.18%	34.77%	95.65%	63.68%	32.45%	27.19%	20.51%	-51.00%	20.08%	1.24%
净利率	19.18%	25.44%	34.48%	29.67%	27.50%	31.24%	35.68%	32.27%	32.10%	19.69%	37.38%	35.17%
扣非归母净利润	27.13	24.88	70.81	46.45	47.91	61.75	92.18	61.05	59.21	30.77	108.49	63.81
扣非归母净利润同比	85.87%	9.57%	63.54%	21.76%	76.61%	148.17%	30.18%	31.43%	23.58%	-50.17%	17.69%	4.52%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 分季度营收 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)



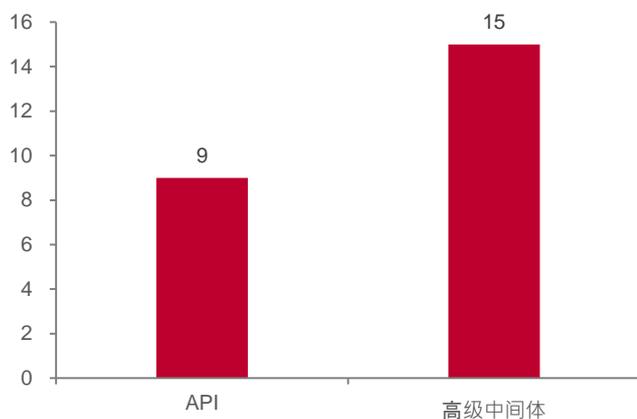
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 公司产能建设顺利推进 (2024 半年报)

项目	最新进度
定增募投项目	77个车间均已完成厂房建设, 其中3个车间已完成竣工验收、1个车间正在进行试生产、1个车间待试生产、2个车间待设备安装。
制剂项目	高活性制剂车间12654m ² 、口服固体制剂车间16809 m ² 都已完成厂房建设及设备安装, 各产品按项目时间表正常推进。

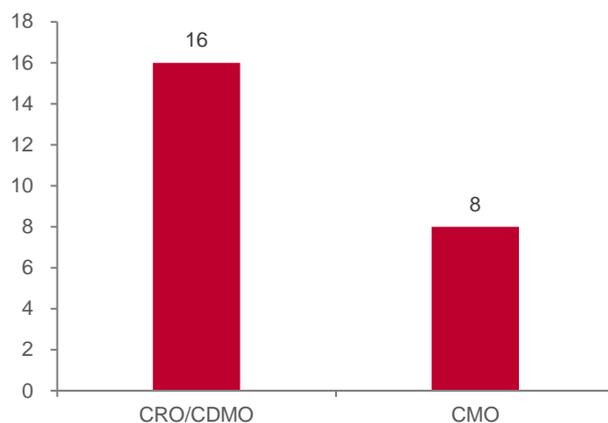
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 公司 CRO/CDMO/CMO 项目数 (个, 2024H1)

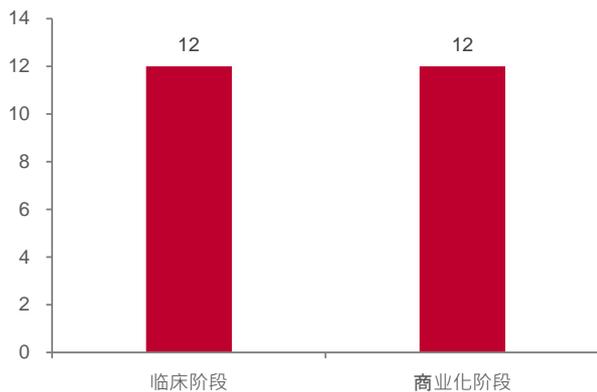


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

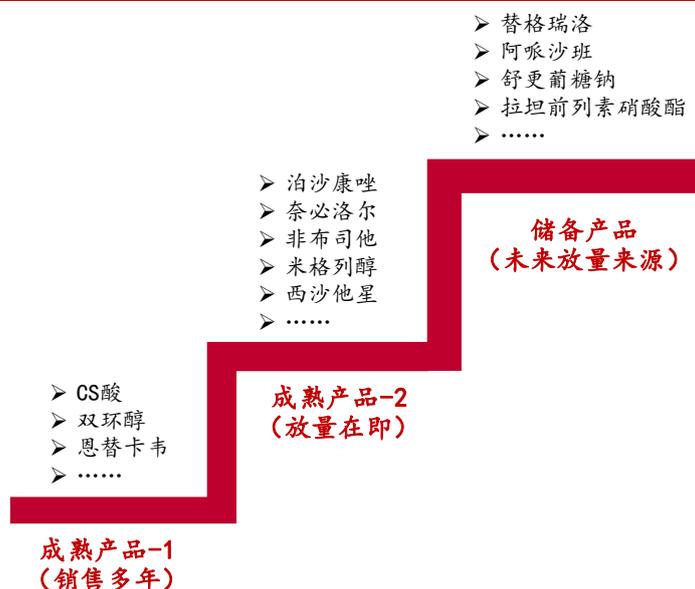
图表 9: 公司 CRO/CDMO/CMO 项目分类 (个, 2024H1)



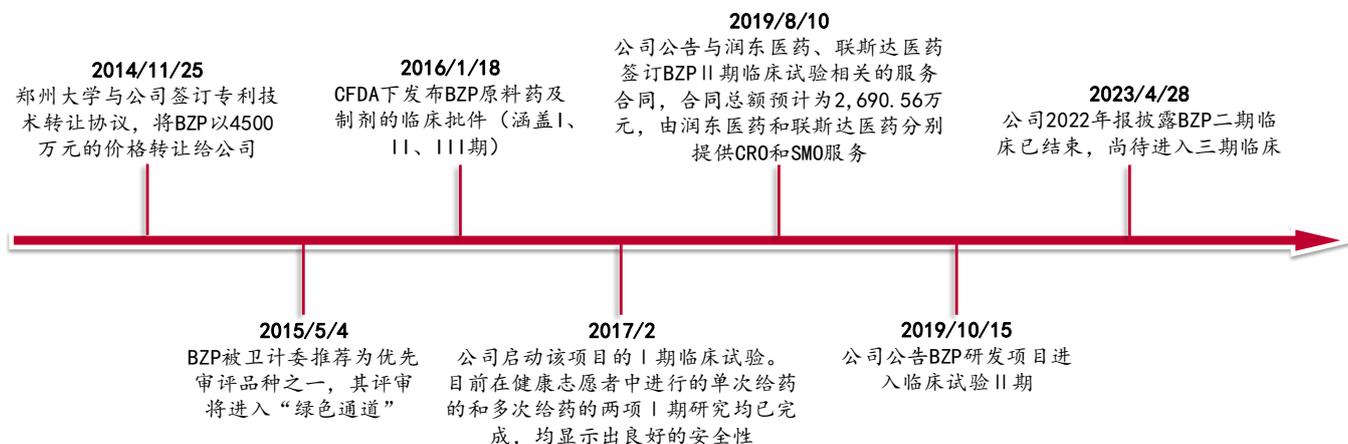
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 公司 CRO/CDMO/CMO 项目阶段 (个, 2024H1)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

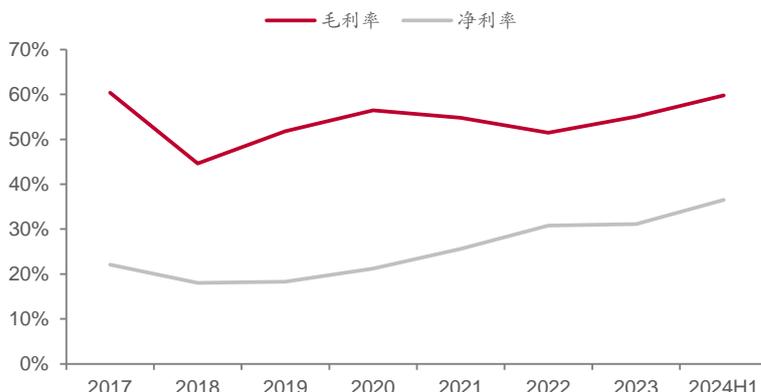
图表 11: 公司 API 中间体产品梯队


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 公司 1.1 类新药布罗佐喷钠 (BZP) 的临床进度


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (截至 2024 年中报)

图表 13: 奥翔药业历年毛利率和净利率 (%)



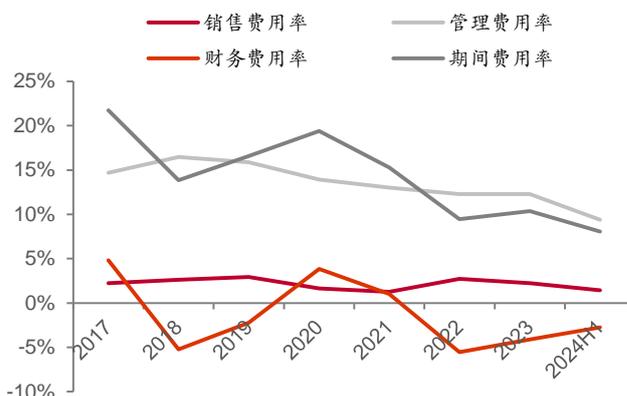
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 奥翔药业研发费用率 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 奥翔药业历年三项费用率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **产品研发和技术创新风险。**新产品和新工艺开发具有技术难度大、前期投资大、审批周期长的特点,公司以研发创新驱动,不断丰富产品种类,可能面临新产品研发或技术创新失败风险。
- **国际贸易环境变化风险。**公司境外收入占比较高。全球经济环境复杂多变,国际形势的复杂性和未知性可能会给公司经营带来不利影响,公司可能面临着一定的国际贸易环境变化风险。
- **环保与安全生产风险。**特色原料药及中间体在生产中会产生废水、废气、固体废物等污染性排放物,国家对环保的要求日趋严格,公司可能面临环保指标不达标风险。另外,生产过程中需要使用易燃、易爆、有毒物质等,公司可能面临因操作不当或设备老化导致的安全生产事故风险。
- **汇率波动风险。**公司出口业务占主营业务收入的比重较高,主要采用美

元等外币进行结算，因此，当汇率出现较大波动时，汇兑损益对公司的经营业绩会造成一定的影响。

- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料，可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

图表 15: 奥翔药业财务报表预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,674.73	1,550.59	1,864.61	2,372.81	营业收入	816.77	890.49	1,034.00	1,247.62
现金	1,124.23	1,000.00	1,223.75	1,616.66	营业成本	367.15	374.47	438.50	519.85
应收账款	132.75	141.91	168.79	201.90	营业税金及附加	6.56	10.69	10.34	12.48
其他应收款	2.82	5.14	5.89	6.65	营业费用	18.14	19.59	18.61	18.71
预付账款	3.80	4.41	4.84	5.81	管理费用	100.27	97.95	98.23	116.03
存货	365.18	353.18	415.39	495.84	财务费用	(33.66)	(21.38)	(15.06)	(13.34)
其他流动资产	45.95	45.95	45.95	45.95	资产减值损失	(5.26)	(3.84)	(3.97)	(4.14)
非流动资产	1,276.84	1,356.92	1,369.25	1,318.41	公允价值变动收益	(4.49)	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	5.19	5.19	5.19	5.19
固定资产	517.24	538.42	635.69	1,101.31	营业利润	290.82	335.71	405.79	501.21
无形资产	150.37	148.54	146.71	144.88	营业外收入	0.43	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	609.24	669.97	586.85	72.21	营业外支出	0.49	0.35	0.35	0.35
资产总计	2,951.57	2,907.52	3,233.86	3,691.21	利润总额	290.76	335.36	405.44	500.87
流动负债	770.97	523.89	551.37	643.36	所得税	36.86	45.21	53.40	65.96
短期借款	300.26	41.37	0.00	0.00	净利润	253.90	290.15	352.05	434.90
应付账款	301.09	307.10	359.61	426.32	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	169.61	175.42	191.76	217.05	归属母公司净利润	253.90	290.15	352.05	434.90
非流动负债	39.03	28.51	33.30	34.17	EBITDA	297.52	374.97	464.54	601.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.43	0.35	0.42	0.52
其他非流动负债	39.03	28.51	33.30	34.17					
负债合计	809.99	552.40	584.67	677.53					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
股本	593.07	830.30	830.30	830.30	成长能力				
资本公积	677.45	440.23	440.23	440.23	营业收入	6.8%	9.0%	16.1%	20.7%
留存收益	871.92	1,085.56	1,379.58	1,744.07	营业利润	12.8%	15.4%	20.9%	23.5%
归属母公司股东权益	2,141.58	2,355.12	2,649.19	3,013.68	归属于母公司净利润	7.9%	14.3%	21.3%	23.5%
负债和股东权益	2,951.57	2,907.52	3,233.86	3,691.21	获利能力				
					毛利率(%)	55.0%	57.9%	57.6%	58.3%
					净利率(%)	31.1%	32.6%	34.0%	34.9%
					ROE(%)	11.9%	12.3%	13.3%	14.4%
					ROIC(%)	17.6%	19.9%	24.4%	31.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	27.4%	19.0%	18.1%	18.4%
					净负债比率(%)	37.18%	8.12%	0.61%	0.46%
					流动比率	2.17	2.96	3.38	3.69
					速动比率	1.67	2.25	2.59	2.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.30	0.34	0.36
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	1.09	1.23	1.32	1.32
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.35	0.42	0.52
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.41	0.46	0.61
					每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.84	3.19	3.63
					估值比率				
					P/E	22.01	19.26	15.87	12.85
					P/B	2.61	2.37	2.11	1.85
					EV/EBITDA	16	13	10	8

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。