

化学原料药

东亚药业（605177.SH）

买入-B(首次)

抗菌原料药中间体主流企业，产业链前、后向延伸拐点将至

2023年5月14日

公司研究/公司分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023年5月12日

收盘价（元）：	21.49
总股本（亿股）：	1.14
流通股本（亿股）：	0.56
流通市值（亿元）：	12.08

基础数据：2023年3月31日

每股净资产（元）：	16.40
每股资本公积（元）：	9.94
每股未分配利润（元）：	5.13

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

投资要点：

➢ 公司是国内抗菌药物原料药和中间体的重要供应商。主导产品涵盖抗细菌类药物（β-内酰胺类和喹诺酮类）、抗胆碱和合成解痉药物（马来酸曲美布汀）、皮肤用抗真菌药物等多个用药领域。现有三个原料药和医药中间体的生产基地，分别位于浙江省台州市三门县（东亚药业，以头孢外品种为主）、临海市（东邦药业，以头孢类品种为主）和江西省彭泽县（江西善渊，以中间体和侧链为主）。研发基地分别建在上海张江（上海右手）和杭州下沙（杭州善礼），三门县还同时在建大健康综合产业生产基地。

➢ 头孢类抗菌药物领域公司占据竞争优势。公司已掌握头孢克洛关键中间体 7-ACCA 的生产技术，是业内为数不多的可以从起始物料青霉素开始，全产业链合成头孢克洛原料药的公司之一。公司在国内头孢克洛原料药市场有着明显的竞争优势，市场份额占比 50%左右。此外，公司已掌握生物酶法催化法制备头孢克洛技术，具备成本优势，在日本、欧洲、韩国、巴基斯坦等国家实现了酶法催化技术产品的注册，有助于进一步拓展销售区域和客户群。

➢ 新品种拓展+产业链前向、后向延伸，目标国际一流药企。公司战略目标是在大健康领域，以原料药为基础，产业链向前布局中间体的延伸、材料化学、合成生物学等领域；产业链往后，涉足仿制制剂、改良型创新药、特医食品、化妆品等领域，目标是发展成为特色中间体、高端原料药、制剂一体化生产的国际一流药企。新产品方面，头孢妥仑匹酯、头孢美唑、非布司他、卢立康唑等新产品正在不断投产，带来持续的业绩增量。从中期的角度，可转债项目之一的制剂产能建设，将进一步延伸公司产业链，提高利润水平。

投资建议：预计公司 2023~2025 年归母公司净利润 1.37 亿元、1.74 亿元、2.36 亿元，同比增长 31.2%/27.1%/35.3%，对应 EPS 为 1.21、1.53、2.07 元，PE 为 17.8、14.0、10.4 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示：原材料价格持续上涨的风险；国内外市场竞争的风险；产能利用不足的风险；折旧摊销增加的风险；研发失败或进度不及预期的风险；产品质量和安全生产的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	712	1,180	1,379	1,594	2,190
YoY(%)	-19.2	65.6	16.9	15.6	37.4
净利润(百万元)	68	104	137	174	236
YoY(%)	-40.2	52.5	31.2	27.1	35.3
毛利率(%)	28.2	22.8	25.0	25.7	26.0
EPS(摊薄/元)	0.60	0.92	1.21	1.53	2.07

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



ROE(%)	3.9	5.7	6.9	8.1	9.9
P/E(倍)	35.6	23.4	17.8	14.0	10.4
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
净利率(%)	9.6	8.9	9.9	10.9	10.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 公司概况.....	5
1.1 公司主要产品.....	5
1.2 公司股权结构.....	6
1.3 疫情和原材料价格因素对业绩增长产生干扰.....	7
1.4 近年收入波动与疫情有关，预期国内市场快速复苏.....	9
2. 主要品种均具备竞争优势.....	11
2.1 头孢克洛具备产业链优势，并有提价预期.....	11
2.2 主要品种占据较高市场份额.....	11
3. 拟发行可转债，延伸制剂产业链+提升产能.....	13
4. 新品种拓展+产业链延伸，目标国际一流药企.....	16
5. 盈利预测及投资建议.....	17
6. 风险因素.....	17

图表目录

图 1： 公司股权结构.....	6
图 2： 公司近年各产品系列收入占比（左轴）和相应收入增速（右轴，%）.....	7
图 3： 公司近年各产品系列毛利占比（左轴）和相应毛利增速（右轴，%）.....	7
图 4： 公司近年收入及归母净利润概况.....	8
图 5： 公司近年各产品系列毛利率情况（%）.....	8
图 6： 公司近年毛利率和净利率水平.....	8
图 7： 公司近年的期间费用率水平.....	8
图 8： 近年公司原材料价格走势.....	8

图 9: 国内医疗机构总诊疗人次和病床使用率情况.....	9
图 10: 分区域销售额和对应增速.....	9
图 11: 国内样本医院近年全身用抗菌药物季度销售额同比增速 (%)	9
表 1: 公司主要产品.....	5
表 2: 公司近三年主要产品的产销情况.....	10
表 3: 拉氧头孢中间体、原料药供应链情况.....	11
表 4: 头孢唑肟钠原料药厂家情况.....	12
表 5: 头孢美唑钠原料药厂家情况.....	12
表 6: 马来酸曲美布汀原料药及制剂企业概况.....	13
表 7: 公司近三年主要产品的产能利用率情况.....	13
表 8: 近年公司重大固定资产投资项目概况.....	14
表 9: 制剂项目销售收入测算.....	15
表 10: 医药中间体、副产盐项目收入预测.....	15
表 11: 公司主要在研项目及所处阶段.....	16

1. 公司概况

公司主要从事化学原料药、医药中间体的研发、生产和销售，主导产品涵盖抗菌类药物（ β -内酰胺类和喹诺酮类）、抗胆碱和合成解痉药物（马来酸曲美布汀）、皮肤用抗真菌药物等多个用药领域。现有三个原料药和医药中间体的生产基地，分别位于浙江省台州市三门县（东亚药业，以头孢外品种为主）、临海市（东邦药业，以头孢类品种为主）和江西省彭泽县（江西善渊，以中间体和侧链为主）。研发基地分别建在上海张江（上海右手）和杭州下沙（杭州善礼），三门县还同时在建大健康综合产业生产基地。

1.1 公司主要产品

公司主要产品涉及抗菌药物（ β -内酰胺类和喹诺酮类）、抗胆碱和合成解痉药物（马来酸曲美布汀）、皮肤用抗真菌药物等领域。其中， β -内酰胺类抗菌药物为公司主要收入和利润来源，其产品包括头孢克洛、拉氧头孢、头孢美唑、头孢唑肟钠等头孢菌素类药物的原料药和中间体，以及美罗培南、法罗培南等碳青霉烯类药物的原料药和中间体。

表 1：公司主要产品

所属类别	产品名称	用途
β -内酰胺类抗菌药	头孢克洛原料药	第二代头孢类抗菌药物，可用于治疗敏感菌引起的多种呼吸道感染、泌尿道感染、耳鼻喉科感染和皮肤及软组织感染等。
	头孢克洛中间体	合成头孢克洛原料药的重要中间体
	拉氧头孢钠中间体	合成拉氧头孢钠药物的重要中间体。拉氧头孢钠是第三代头孢菌素药物，可用于治疗呼吸系统感染、消化系统感染、腹腔内感染等。
	头孢美唑钠中间体	合成头孢美唑钠的中间体，头孢美唑钠是第二代头孢类抗菌药物，可用于治疗肺炎、支气管炎、胆道感染、腹膜炎、泌尿系感染等。
	头孢唑肟钠中间体	合成头孢唑肟钠的重要中间体。头孢唑肟钠是第三代头孢类抗菌药物，可用于治疗下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染等。
	氧头孢烯母核	合成拉氧头孢钠和氟氧头孢钠的关键原材料。氟氧头孢钠可用于治疗呼吸系统感染、腹内感染、泌尿生殖系统感染等（氟氧头孢钠非公司产品）。
	法罗培南钠中间体	合成法罗培南钠的重要中间体。法罗培南属于抗菌谱广，抗菌活性强的碳青霉烯类抗菌药物，是治疗严重细菌感染主要的抗菌药物之一。
	美罗培南钠中间体	合成美罗培南钠的重要中间体。美罗培南属于抗菌谱广，抗菌活性强的碳青霉烯类抗菌药物，是治疗严重细菌感染主要的抗菌药物之一。
抗胆碱和合成解痉药	马来酸曲美布汀原料药和中间体	马来酸曲美布汀属于消化系统药物，具有促进胃动力不足或抑制胃动力过足的双重调节作用。可用于治疗胃肠道运动功能紊乱引起的食欲不振、恶心、呕吐、嗝气、腹胀、腹鸣、腹痛、腹泻便秘等症状。
喹诺酮类抗菌药	氧氟沙星原料药及中间体	喹诺酮类抗菌药物，可用于治疗泌尿生殖系统感染、呼吸道感染、胃肠道感染、皮肤软组织感染等。

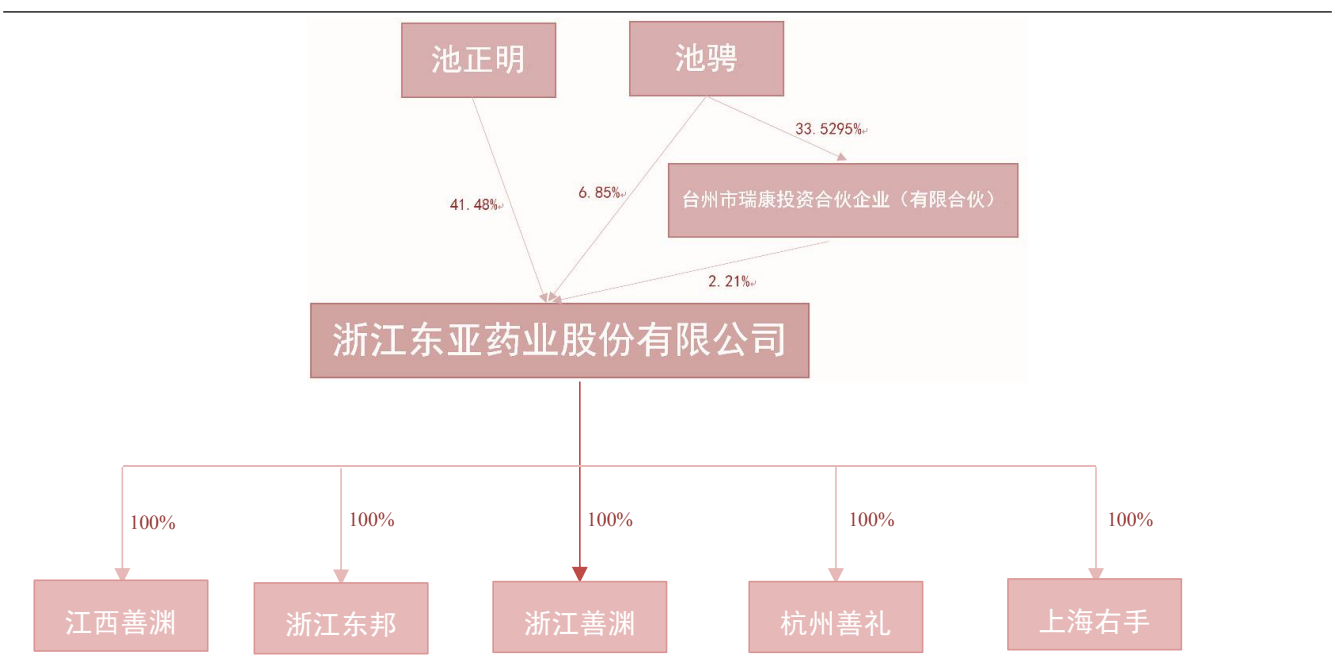
	左氧氟沙星原料药及中间体	喹诺酮类抗菌药物，抗菌谱广、抗菌作用较强。可用于治疗轻、中度呼吸系统、泌尿系统、消化系统、皮肤软组织以及口腔科、耳鼻喉科、眼科、皮肤科等感染，应用范围广。
	盐酸左氧氟沙星原料药	左氧氟沙星的盐酸盐，治疗作用与左氧氟沙星基本相同。
	那氟沙星原料药	喹诺酮类抗菌药物，抗菌谱广，适用于寻常性痤疮、毛囊炎、脓疱疮等。
皮肤用抗真菌药	酮康唑原料药	抗真菌药物，外用时可治疗皮肤浅表和深部真菌感染，如手癣、足癣、体癣、皮肤念珠菌感染等。
	噻康唑原料药	抗真菌药物，外用时可治疗表皮癣菌、白色念珠菌等引起的真菌感染。
	盐酸特比萘芬原料药	抗真菌药物，具有广谱抗真菌活性，主要用于治疗脚趾或指甲真菌病、花斑癣及皮肤念珠菌感染等。
其他产品	盐酸多奈哌齐原料药	用于治疗轻度至中度阿尔茨海默型痴呆症的一线用药。
	依帕司他原料药	用于预防、改善和治疗糖尿病并发的末梢神经障碍，如麻木感、疼痛感等。
	氯雷他定原料药	用于治疗过敏性鼻炎、急性慢性荨麻疹、过敏性结膜炎、花粉症等过敏症状。

资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

1.2 公司股权结构

截至 2022 年年报，公司实控人为池正明和池骋父子。池正明直接持有公司股份 4,711.6769 万股，占比 41.48%的股份；池骋直接持有公司股份 778.6875 万股，占公司 6.85%的股份，同时持有公司股东瑞康投资 33.5295%的份额，直接和间接合计控制 9.06%的表决权份额。

图 1：公司股权结构概况



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

1.3 疫情和原材料价格因素对业绩增长产生干扰

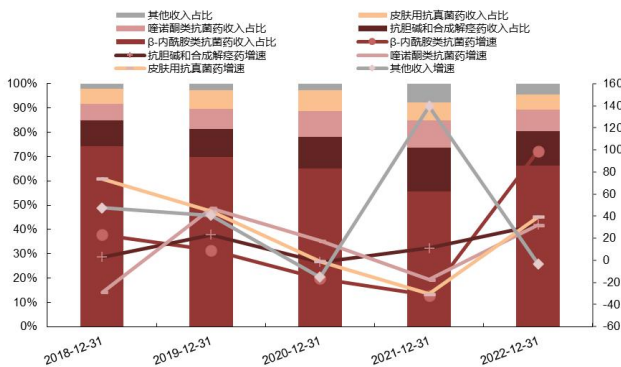
2022年，公司实现营业收入11.80亿元，同比增长65.62%；实现归母净利润1.04亿元，同比增长52.46%；实现扣非归母净利润9,374.91万元，同比大增96.55%。截至2022年12月31日，公司总资产为24.71亿元，同比增加9.79%；归属上市公司股东所有者权益18.40亿元，同比增加4.65%。

2023Q1，公司实现营业收入3.70亿元，同比增长45.00%；实现归母净利润2,322.00万元，同比增长3.38%；实现扣非归母净利润2,253.51万元，同比增长5.52%。截至2023年3月31日，公司总资产为25.10亿元，较上年末增长1.58%；归属于上市公司股东所有者权益为18.63亿元，较上年末增长1.26%。

收入结构上，β-内酰胺类抗菌药为公司收入的主要来源，2018~2022年占比分别为73.35%、69.37%、64.95%、54.96%、66.06%。从销售区域上看，2018~2022年海外销售占比分别为17.39%、20.28%、19.25%、22.80%、22.13%，海外市场占比整体呈现上升态势。

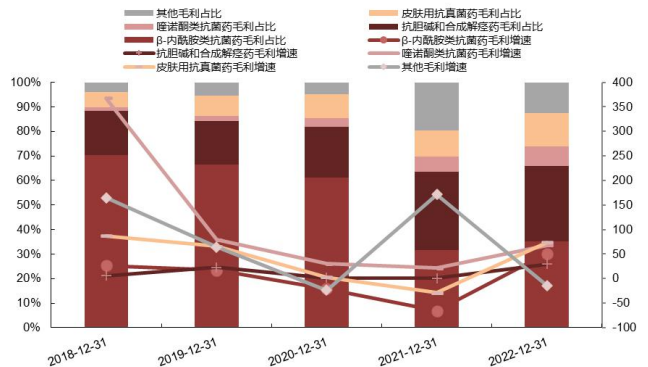
毛利结构上，β-内酰胺类抗菌药为公司利润主要来源，但占比下降，2018~2022年毛利占比分别为69.06%、66.06%、60.57%、30.72%、34.59%。抗胆碱和合成解痉类药物的毛利占比同期快速提升，分别为17.57%、17.66%、20.64%、31.01%、30.04%，为公司第二大利润来源。2022年，皮肤用抗真菌药物和喹诺酮类抗菌药分别提供了公司利润的13.38%和7.75%，均为公司利润的重要来源。从毛利额来看，β-内酰胺类抗菌药在2020~2021年整体下降较大，同比降幅为-20.58%、-65.95%，主要与原材料青霉素盐价格大幅上涨、印度竞品低价冲击、车间改造带来的产量下降以及疫情影响、终端需求下降等综合因素有关。2022年，印度竞品冲击减弱、车间改造完成实现全年正常生产，收入和毛利增长恢复。但是2022年原材料价格涨至历史高位水平，对利润的恢复产生了干扰，也使公司利润率水平有所下滑。

图2：公司近年各产品系列收入占比（左轴）和相应收入增速（右轴，%）



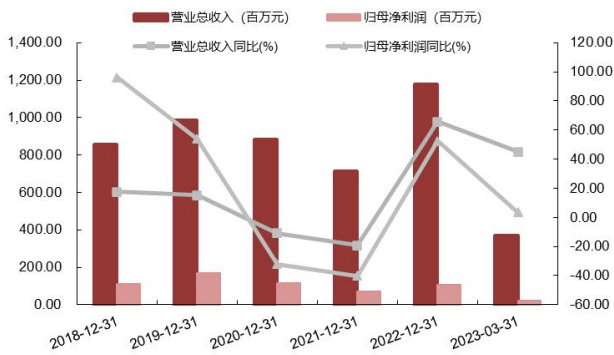
资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图3：公司近年各产品系列毛利占比（左轴）和相应毛利增速（右轴，%）



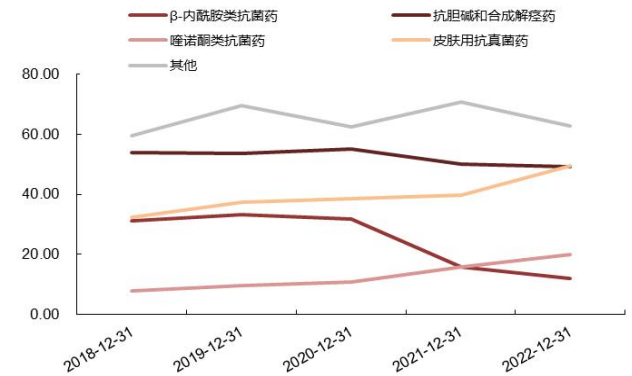
资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 4：公司近年收入及归母净利润概况



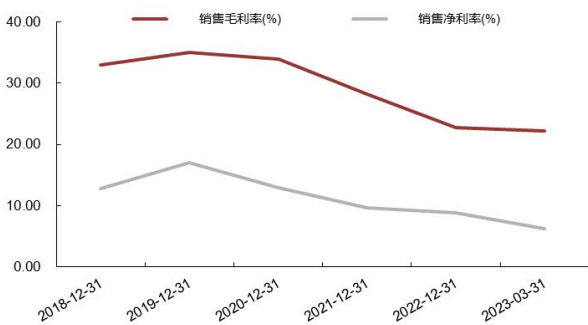
资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 5：公司近年各产品系列毛利率情况 (%)



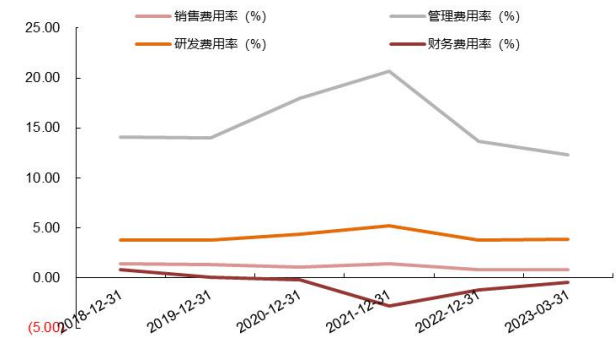
资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 6：公司近年毛利率和净利率水平



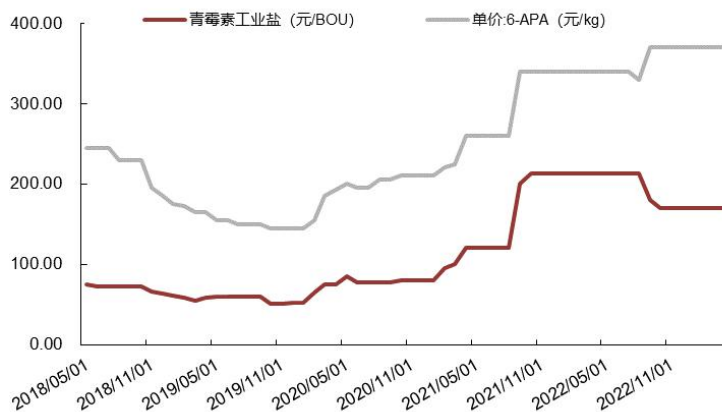
资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 7：公司近年的期间费用率水平



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 8：近年公司原材料价格走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.4 近年收入波动与疫情有关，预期国内市场快速复苏

由于受疫情影响，近3年国内医疗机构总诊疗人次出现明显回落，病床使用率也明显低于既往水平。2019年1~11月累计数据显示，医疗机构总诊疗人次数为77.45亿人次，病床使用率84.50%，2022年1~11月全国医疗卫生机构总诊疗人次58.6亿，病床使用率72.90%，两者差距明显。

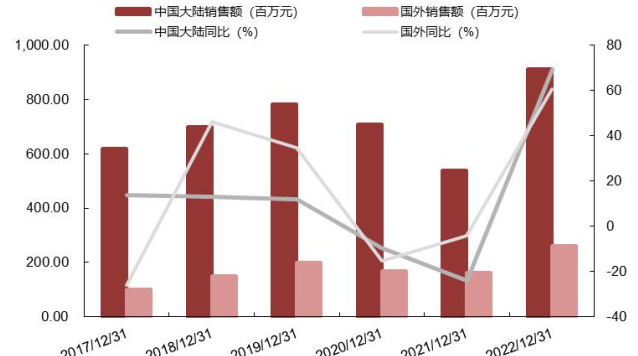
抗菌类药物的主要处方场景为医院，院内诊疗人次对抗菌类药物制剂的处方量影响显著，并进而影响上游原料药和中间体的销售。公司2020~2021年的国内样本医院抗菌药物的销售趋势与医院门诊数量的变化具备趋同性。公司头孢类抗菌药物的国内销售与样本医院抗菌药物的趋势趋同。

图9：国内医疗机构总诊疗人次和病床使用率情况



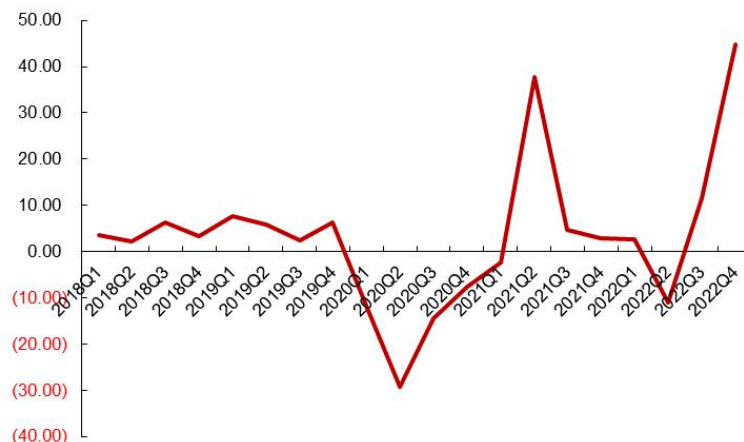
资料来源：Wind，国家卫健委，山西证券研究所

图10：分区域销售额和对应增速



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图11：国内样本医院近年全身用抗菌药物季度销售额同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

从 2022 年情况来看，随着下半年疫情防控优化，制剂客户逐步加大生产，公司的产品销量已经快速提升，例如头孢类药物的原料药和中间体、曲美布汀原料药和中间体，喹诺酮类抗菌药销量基本稳定。随着疫情防控的优化、院内诊疗活动的复苏，以及甲流等呼吸道疾病的流行，预计国内市场需求会持续复苏。

表 2：公司近三年主要产品的产销情况

类别	名称	指标	2020 年	2021 年	2022 年
β-内酰胺类抗菌药	头孢克洛原料药	产量（吨）	54.65	107.47	113.16
		销量（吨）	57.27	86.73	116.45
		产销率	105.07%	80.93%	103.13%
	头孢克洛中间体	产量（吨）	130.20	138.90	172.84
		销量（吨）	97.13	49.23	93.2
		自用量（吨）	39.20	79.94	82.08
		产销率	104.71%	92.99%	101.41%
	拉氧头孢钠中间体、氧头孢烯母核	产量（吨）	17.99	14.06	18.75
		销量（吨）	16.30	15.76	17.95
		产销率	90.77%	112.09%	95.73%
	头孢美唑钠中间体	产量（吨）	53.66	27.28	103.75
		销量（吨）	32.56	12.98	55.81
		自用量（吨）	34.41	19.03	44.37
		产销率	124.80%	117.34%	96.56%
	头孢唑肟钠中间体	产量（吨）	41.98	18.56	65.31
销量（吨）		42.64	12.57	45.93	
产销率		104.03%	67.73%	70.33%	
抗胆碱和合成解痉药	马来酸曲美布汀原料药及中间体	产量（吨）	174.47	226.70	252.18
		销量（吨）	163.19	192.86	243.66
		产销率	93.53%	85.07%	96.79%
喹诺酮类抗菌药	左氧氟沙星原料药	产量（吨）	224.79	275.77	256.42
		销量（吨）	271.82	219.56	247.07
		产销率	120.92%	79.63%	96.48%
	氧氟沙星原料药	产量（吨）	-	45.19	25.78
		销量（吨）	40.04	21.98	25.21
		产销率	-	48.64%	97.79%
皮肤用抗真菌	酮康唑原料药	产量（吨）	61.20	27.65	41.31
		销量（吨）	57.57	35.54	34.03
		产销率	94.07%	128.54%	82.38%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

2. 主要品种均具备竞争优势

2.1 头孢克洛具备产业链优势，并有提价预期

头孢克洛原料药和中间体：公司已掌握头孢克洛关键中间体 7-ACCA 的生产技术，是业内为数不多的可以从起始物料青霉素开始，全产业链合成头孢克洛原料药的公司之一。7-ACCA 也是公司经营多年的主导产品之一，公司头孢克洛及关键中间体 7-ACCA 项目被列为“2010 年国家火炬计划项目”。公司在国内头孢克洛原料药市场有着明显的竞争优势，市场份额占比 50%左右。

此外，公司已经掌握生物酶法催化法制备头孢克洛技术，生产过程减少溶剂，降低成本和减少污染物，在日本、欧洲、韩国、巴基斯坦等国家实现了生物酶法催化技术产品的注册。销售上根据客户自身对工艺路线的要求和成本考虑以及市场准入认证情况，销售到不同地域市场。2022 年度酶法的销量大概是 30 吨左右。2018~2020 年，头孢克洛原料药全球市场需求量均超过 1,100 吨，国内同期需求量也在 380 吨以上。

头孢克洛制剂市场份额较高的公司包括礼来苏州制药有限公司、江苏正大清江制药有限公司、广州南新制药有限公司、上海现代制药股份有限公司及浙江巨泰药业有限公司等企业，2018 年度上述 5 家公司合计占国内市场份额约 50%。除礼来之外，其余 4 家合计市场份额接近 30%，均为公司客户。公司在国内头孢克洛原料药市场有着明显的竞争优势，目前订单饱满，由于原材料的涨价，公司产品不排除适时提价。

2.2 主要品种占据较高市场份额

拉氧头孢钠中间体：根据公司招股说明书信息，国内拉氧头孢制剂生产企业包括海南海灵化学制药、浙江惠迪森药业和山东润泽药业三家，其中海灵化药占据了近 70%的市场份额。拉氧头孢原料药的企业有 4 家，分别为海南新合赛、山东睿鹰先锋制药、海南灵康制药和福安药业重庆博圣制药。海南新合赛、山东睿鹰是拉氧头孢钠原料药的主要生产厂家，占据了绝大部分市场份额，两者均是公司客户，购买拉氧头孢钠中间体。

表 3：拉氧头孢中间体、原料药供应链情况

品种	主要生产企业	是否公司客户
拉氧头孢原料药厂家	海南新合赛	是
	山东睿鹰先锋制药	是
	海南灵康制药	-
	福安药业重庆博圣制药	-
拉氧头孢制剂厂家	海南海灵化学制药	海南新合赛供货，市场份额约 70%
	浙江惠迪森药业	山东睿鹰先锋供货，市场份额约 30%
	山东润泽药业	2022 年 10 月获批

资料来源：NMPA，Wind，公司招股说明书，山西证券研究所

头孢唑肟钠中间体：哈药集团制药总厂和齐鲁安替制药是头孢唑肟钠原料药产销量较大的企业，其他企业包括山东罗欣药业、山东睿鹰制药、福安药业、重庆圣华曦药业、重庆天地药业、苏州盛达药业、国药集团威奇达药业、辽宁美亚制药等，前5家企业中，有4家曾先后采购公司头孢唑肟钠中间体产品。

表 4：头孢唑肟钠原料药厂家情况

原料药主要生产企业	是否公司客户	其他
哈药集团制药总厂、齐鲁安替	5 家中有 4 家曾先后采购	市场份额较大
山东罗欣药业、山东睿鹰制药、福安药业		-
重庆圣华曦药业、重庆天地药业、苏州盛达药业、国药集团威奇达药业、辽宁美亚制药	-	-

资料来源：NMPA，Wind，公司招股说明书，山西证券研究所

头孢美唑钠中间体：头孢美唑钠原料药产量较大的公司包括重庆药友制药、哈药集团制药总厂和福安药业重庆博圣制药等，均为公司中间体客户。其余原料药厂家包括重庆圣华曦药业、重庆吉斯瑞制药等。

表 5：头孢美唑钠原料药厂家情况

原料药主要生产企业	是否公司客户
重庆圣华曦药业、重庆吉斯瑞制药	-
重庆药友制药、哈药集团制药总厂、福安药业	是

资料来源：NMPA，Wind，公司招股说明书，山西证券研究所

碳青霉烯类抗菌药原料药：我国碳青霉烯（培南类）药物主要有包括美罗培南、亚胺培南、比阿培南等6个品种，公司主要产品涉及美罗培南钠中间体、法罗培南钠中间体2个品种。美罗培南是目前市场销售额最大的培南类药物，2018年已突破55亿元，法罗培南药物市场近年来增长迅速，2014年-2018年年均复合增长率达19.24%。我国美罗培南钠原料药市场包括深圳市海滨制药、齐鲁安替制药、浙江九洲药业以及浙江海翔药业9家企业。公司目前在美罗培南钠原料药领域市场占有率较低。法罗培南是碳青霉烯类中唯一可以口服给药的药物，且具有良好的吸收性。我国法罗培南钠原料药生产企业包括连云港润众制药、山东新时代药业以及山东辰龙药业等4家。公司目前在法罗培南钠原料药领域市场占有率较低。

喹诺酮类原料药：公司生产的品种包括氧氟沙星原料药及中间体、左氧氟沙星原料药及中间体、盐酸左氧氟沙星原料药、那氟沙星原料药等，公司左氧氟沙星原料药和氧氟沙星原料药产品以出口为主，具有完备的DMF文件，已经获得中、日、韩等国的注册证书并通过相关GMP检查。2021年，公司左氧氟沙星原料药占我国出口市场约30%份额，氧氟沙星原料药占我国出口市场约10%份额，具备较强的竞争实力。

马来酸曲美布汀原料药：制剂市场份额较高的公司包括信合援生制药、田边三菱制药株式会社、浙江昂利康制药、山西振东安特生物制药、海南普利制药等。其中，山西振东安特生物制药、海南普利制药两

家制剂企业在 2018 年占据了 25.24% 的制剂市场份额，两者均为公司客户。从竞争格局上看，信合援生、海南普利、山西新宝源制药均有原料药批文。此外，公司已获得马来酸曲美布汀原料药日、韩、欧盟的注册证书，并通过相关 GMP 检查，2021 年占据国内出口约 50% 的份额。

表 6：马来酸曲美布汀原料药及制剂企业概况

原料药/制剂	厂家	是否客户/竞争者
原料药生产企业	信合援生、海南普利、山西新宝源制药	主要竞争者
制剂生产企业	信合援生制药、田边三菱制药株式会社、浙江昂利康制药	-
	山西振东安特生物制药、海南普利制药	是，2018 年两者占据了 25.24% 的制剂市场份额

资料来源：NMPA，Wind，公司招股说明书，山西证券研究所

3. 拟发行可转债，延伸制剂产业链+提升产能

近 3 年，公司主要生产线的产能利用率均比较饱满，有继续增加产能的需求。

表 7：公司近三年主要产品的产能利用率情况

类别	名称	指标	2020 年	2021 年	2022 年
β-内酰胺类抗菌药	头孢克洛原料药	产能（吨）	80	120	120
		产量（吨）	54.65	107.47	113.16
		产能利用率	68.31%	89.56%	94.30%
	头孢克洛中间体	产能（吨）	160	160	160
		产量（吨）	130.20	138.90	172.84
		产能利用率	81.38%	86.81%	108.03%
	拉氧头孢钠中间体、氧头孢烯母核	产能（吨）	20	20	20
		产量（吨）	17.99	14.06	18.75
		产能利用率	89.95%	70.30%	93.75%
	头孢美唑钠中间体	产能（吨）	150	150	150
		产量（吨）	53.66	27.28	103.75
		产能利用率 1	35.77%	18.19%	75.13%
	头孢唑肟钠中间体	产能（吨）	40	20	60
		产量（吨）	41.98	18.56	65.31
		产能利用率	104.95%	92.80%	108.85%
抗胆碱和合成解痉药	马来酸曲美布汀原料药及中间体	产能（吨）	250	250	250
		产量（吨）	174.47	226.70	252.18
		产能利用率	69.79%	90.68%	100.87%
喹诺酮类抗菌药	左氧氟沙星原料药	产能（吨）	300	300	300
		产量（吨）	224.79	275.77	256.42
		产能利用率 2	84.57%	115.02%	107.85%

	氧氟沙星原料药	产量（吨）	-	45.19	25.78
		产能利用率 2	84.57%	115.02%	107.85%
皮肤用抗真菌	酮康唑原料药	产能（吨）	85	85	85
		产量（吨）	61.20	27.65	41.31
		产能利用率 3	97.82%	65.01%	103.64%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

注：1、头孢美唑钠中间体、头孢布烯中间体共用生产线，计算产能利用率含头孢布烯中间体产量 8.94 吨；2、氧氟沙星、左氧、盐酸左氧共线，产能利用率为合并统计数据；3、酮康唑原料药、盐酸特比奈芬原料药共用生产线，产能、产能利用率合并统计；4、因部分品种自用量占比小，上表忽略。

表 8：近年公司重大固定资产投资项目概况

项目名称	预算金额（万元）	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
年产头孢类药物关键中间体 7-ACCA200 吨、7-ANCA60 吨技术改造项目	19,690.00	94.93%	已完工	募集资金、金融机构贷款
年产 586 吨头孢类原料药产业升级项目二期工程	24,806.00	66.93%	在建	募集资金、金融机构贷款
年产头孢类母核 180 吨、年产氧头孢类母核 100 吨技术改造项目	16,870.00	55.76%	在建	募集资金
研发中心建设项目	7,624.00	33.34%	在建	募集资金、金融机构贷款
120 制剂项目 1	44,896.00	11.51%	在建	自有资金、金融机构贷款
年产 3,685 吨医药及中间体、4,320 吨副产盐项目（一期）	37,801.00	1.53%	在建	自有资金
车间提升改造工程	4,446.33	84.80%	在建	自有资金
合计	156,133.33			

资料来源：Wind，2022 年年报，山西证券研究所

注：“120 制剂项目”由全资子公司浙江善渊负责实施，预算数 44,896 万元中包含“特色新型药物制剂研发与生产基地建设项目（一期）”的投资总额 43,893 万元。

近日，公司可转债的发行申请已获上交所审核通过，拟募集资金总额不超过 6.9 亿元，用于特色新型药物制剂研发与生产基地建设项目（一期，预计 2025 年 8 月可以建成投产），以及年产 3,685 吨医药及中间体、4,320 吨副产盐项目（一期，预计 2024 年 12 月可以建成投产）的建设。

药物制剂研发与生产基地建设项目（一期）项目建成后，将形成年产固体制剂 9.2 亿片/粒/袋、冻干注射剂 1,000 万支、无菌分装注射剂 4,000 万支、乳膏剂 590 万支的生产能力。项目预计建设工期 3 年，自 2022 年 5 月开始实施，建成后 5 年达产。预计运营期第一年至第四年达产率分别为 40%、50%、60%、80%，第五年及以后达产率为 100%。稳定运营后可实现年销售收入 179,395 万元，税后内部收益率 25.45%。

表 9：制剂项目销售收入测算

产品名称（规格）	销量 （万片/粒/袋/瓶/支）	预计销售单价 （元/片、粒、袋、瓶、支）	销售收入 （万元）
头孢克洛缓释片（375mg）	10,000	3.40	34,000
头孢克洛胶囊（250mg）	15,000	0.70	10,500
头孢克洛干混悬剂（125mg）	2,000	1.24	2,480
头孢丙烯干混悬剂（125mg）	2,000	1.73	3,460
注射用拉氧头孢钠（250mg）	1,000	28.60	28,600
注射用头孢美唑钠（250mg）	2,000	13.24	26,480
注射用头孢唑肟钠（1g）	2,000	10.23	20,460
左氧氟沙星片（100mg）	30,000	0.17	5,100
依帕司他片（50mg）	1,000	3.36	3,360
马来酸曲美布汀片（100mg）	15,000	0.63	9,450
盐酸西那卡塞片（25mg）	2,000	2.72	5,440
枸橼酸莫沙必利片（5mg）	13,000	0.59	7,670
磷酸奥司他韦胶囊（75mg）	1,000	13.97	13,970
磷酸奥司他韦颗粒（30mg）	1,000	4.51	4,510
酮康唑乳膏（10g：0.2g）	200	1.88	376
盐酸特比萘芬乳膏（10g：0.1g）	350	8.11	2,839
萘替芬酮康唑乳膏（10g：100/25mg）	40	17.51	700
合计	-	-	179,395

资料来源：公司可转债募集说明书，Wind，山西证券研究所

年产 3,685 吨医药及中间体、4,320 吨副产盐项目（一期）的项目主要内容包括：年产 50 吨厄多司坦、年产 150 吨酮康唑、年产 100 吨新康唑、年产 30 吨富马酸伏诺拉生、年产 10 吨莫西沙星原料药生产线，以及年产 50 吨拉氧头孢侧链、年产 30 吨头孢美唑侧链、年产 50 吨美罗侧链中间体生产线，及相应辅助设施等。项目预计建设工期 3 年，自 2022 年 5 月开始实施。运营期第一年至第二年达产率分别为 60%、80%，第三年及以后达产率为 100%，预计建成后可实现年销售收入 39,790 万元，税后内部收益率 17.51%。

表 10：医药中间体、副产盐项目收入预测

产品名称	达产后生产规模 （吨/年）	预计销售单价 （万元/吨）	销售收入 （万元）
头孢美唑酸侧链	30	38.00	1,140
美罗侧链	50	73.00	3,650
拉氧头孢侧链	50	78.00	3,900
厄多司坦原料药	50	70.00	3,500
酮康唑原料药	150	80.00	12,000
新康唑原料药	100	70.00	7,000
富马酸伏诺拉生原料药	30	220.00	6,600
莫西沙星原料药	10	200.00	2,000

产品名称	达产后生产规模 (吨/年)	预计销售单价 (万元/吨)	销售收入 (万元)
合计	470	-	39,790

资料来源：公司可转债募集说明书，Wind，山西证券研究所

4. 新品种拓展+产业链延伸，目标国际一流药企

公司战略目标是在大健康领域，以原料药为基础，产业链向前布局中间体的延伸、材料化学、合成生物学等领域；产业链往后，涉足仿制制剂、改良型创新药、特医食品、化妆品等领域，目标是发展成为特色中间体、高端原料药、制剂一体化生产的国际一流药企。

根据投资者关系记录，公司 2023 年的经营目标是东亚工厂计划销售 587.9 吨，东邦工厂计划销售 331.1 吨，江西工厂计划销售 17 吨。推进东邦工厂头孢克洛中间体车间建设项目落地，启动江西工厂 3,685 吨项目建设，拟投建东亚工厂批产 100kg 工艺生产线项目，加快建设浙江善渊制剂工厂，坚决推动原料制剂一体化战略目标的具体实施。根据 2022 年年报披露的经营目标，2023 年公司目标实现营业收入 116,413.85 万元，净利润 12,155.52 万元。

从短期来看，公司优势产品头孢克洛的酶法产品（具备低成本优势）去年开始商业化供货，可以获得价格敏感性客户以及部分非规范市场的增量。江西工厂产能扩张之后，可以延伸产业链，减少外协需求，有助于供应链的稳定性和提高公司整体盈利能力。新产品方面，头孢妥仑匹酯、头孢美唑、非布司他、卢立康唑等新产品正在不断投产，带来持续的业绩增量。从中期的角度，制剂产能建设，将进一步延伸公司产业链，提高利润水平。

表 11：公司主要在研项目及所处阶段

序号	项目名称	目前所处阶段	拟达成研究目标
1	阿戈美拉汀	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
2	拉诺康唑	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
3	依托考昔	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
4	马来酸阿伐曲泊帕	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
5	头孢他啶	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
6	头孢唑肟钠	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
7	左氧氟沙星片	工艺验证	完成制剂注册并获得生产批件
8	依帕司他片	放大生产	完成制剂注册并获得生产批件
9	马来酸曲美布汀片	放大生产	完成制剂注册并获得生产批件
10	盐酸西那卡塞片	放大生产	完成制剂注册并获得生产批件
11	枸橼酸莫沙比利片	放大生产	完成制剂注册并获得生产批件
12	富马酸伏诺拉生片	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
13	厄多司坦胶囊	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件

序号	项目名称	目前所处阶段	拟达成研究目标
14	磷酸奥司他韦胶囊	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
15	磷酸奥司他韦颗粒	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
16	萘替芬酮康唑乳膏	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
17	替格瑞洛	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
18	盐酸曲唑酮	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
19	磷酸特地唑胺	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
20	克立硼罗	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
21	新康唑工艺开发	小试开发	实现商业化生产和销售
22	盐酸莫西沙星工艺开发	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
23	酶法合成头孢丙烯工艺优化研究	小试开发	减少污染物排放，提高收率
24	酶法合成盐酸头孢卡品匹酯的工艺研究	小试开发	减少污染物排放，提高收率
25	头孢妥仑匹酯合成工艺优化研究	小试开发	降低杂质，提高收率
26	酮康唑反式酯转构工艺开发	小试开发	降低杂质，提高收率

资料来源：公司可转债募集说明书，Wind，山西证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

假设前提：

- 1、上游原材料价格不再大幅上涨，保持稳定或者逐步下降；
- 2、可转债顺利募集，新产能顺利投建并按预期进度投产，运营期间按预期实现达产率；
- 3、市场竞争格局稳定，公司产品价格和毛利率能维持良好的水平。

我们预计公司 2023~2025 年实现营业收入 13.79 亿、15.94 亿、21.90 亿元，同比增长 16.90%、15.60%、37.40%；实现归母净利润 1.37 亿元、1.74 亿元、2.36 亿元，同比增长 31.20%、27.10%、35.30%，对应 EPS 为 1.21、1.53、2.07 元，PE 为 17.8、14.0、10.4 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

6. 风险因素

包括但不限于以下风险：

1、原材料价格持续上涨的风险：公司生产所需原材料主要为基础化工及精细化工产品，其价格受行业政策和经济周期影响较大。原材料占主营业务成本的比重约为 60%左右，原材料价格波动对公司盈利影响较大。如果上游行业受周期性波动、通货膨胀等不可预见因素导致原材料价格上升，则会对公司的生产成本带来较大压力，公司盈利能力会受到不利影响。

2、国内外市场竞争的风险：公司主要产品品种在国内外均有不同数量的企业生产和销售，存在市场竞争的风险，如果有竞争者通过降价或通过研发实现更低成本并进行降价销售，公司可能面临市场份额减少

或者被动降价从而影响业绩水平。

3、产能利用不足的风险：可转债项目对应较大新增产能，如果因为市场需求原因或者其他原因导致销售不及预期，有可能无法按照可转债募集说明书中预测数据实现产能的充分利用，会影响公司利润水平。

4、折旧摊销增加的风险：可转债项目建成后，公司固定资产和无形资产总额将大幅增加，预计年折旧摊销额将大幅增加。如果市场环境等因素发生变化，导致项目的新增收入不能弥补上述新增资产的折旧或摊销，将导致公司未来经营业绩的下滑。

5、研发失败或进度不及预期的风险：公司每年投入大量费用用于新产品开发和工艺改进，包括中间体、原料药和制剂项目，存在研发失败或者进度不及预期的风险。

6、产品质量和安全生产的风险等：在工艺路线改进中可能引入预期外的杂质从而影响产品质量，产品生产过程存在大量化学反应，如果管理不到位或者安全生产规程执行不到位，会存在安全生产的风险。

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1172	1189	1268	1346	1525
现金	556	502	539	548	463
应收票据及应收账款	78	99	85	102	128
预付账款	3	8	5	10	12
存货	419	483	541	587	822
其他流动资产	116	98	98	98	99
非流动资产	1079	1283	1381	1472	1899
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	717	839	982	1090	1494
无形资产	45	63	63	63	64
其他非流动资产	316	380	336	319	340
资产总计	2251	2471	2649	2818	3424
流动负债	449	570	613	611	982
短期借款	0	95	30	0	0
应付票据及应付账款	406	411	518	546	909
其他流动负债	43	64	65	64	73
非流动负债	44	62	59	57	55
长期借款	0	15	12	10	8
其他非流动负债	44	47	47	47	47
负债合计	493	632	672	667	1037
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	114	114	114	114	114
资本公积	1129	1129	1129	1129	1129
留存收益	516	598	735	909	1145
归属母公司股东权益	1758	1840	1977	2151	2386
负债和股东权益	2251	2471	2649	2818	3424

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-24	-70	282	224	471
净利润	68	104	137	174	236
折旧摊销	70	94	95	117	154
财务费用	-20	-14	-10	-18	-18
投资损失	-7	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	-168	-264	66	-41	107
其他经营现金流	34	18	1	-0	0
投资活动现金流	-334	-64	-186	-200	-574
筹资活动现金流	-54	88	-58	-15	17
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.92	1.21	1.53	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	-0.62	2.48	1.98	4.15
每股净资产(最新摊薄)	15.48	16.20	17.40	18.93	21.01

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	712	1180	1379	1594	2190
营业成本	511	910	1034	1185	1621
营业税金及附加	5	9	10	12	16
营业费用	10	10	15	16	22
管理费用	110	117	137	157	216
研发费用	37	45	52	61	83
财务费用	-20	-14	-10	-18	-18
资产减值损失	-6	-1	-1	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	8	8	8	8
营业利润	79	121	158	199	267
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	4	6	6	6	6
利润总额	77	115	153	194	262
所得税	9	11	16	20	26
税后利润	68	104	137	174	236
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	68	104	137	174	236
EBITDA	130	200	237	296	402

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-19.2	65.6	16.9	15.6	37.4
营业利润(%)	-41.0	52.8	31.3	25.8	34.2
归属于母公司净利润(%)	-40.2	52.5	31.2	27.1	35.3
获利能力					
毛利率(%)	28.2	22.8	25.0	25.7	26.0
净利率(%)	9.6	8.9	9.9	10.9	10.8
ROE(%)	3.9	5.7	6.9	8.1	9.9
ROIC(%)	3.0	4.8	6.1	7.3	9.1
偿债能力					
资产负债率(%)	21.9	25.6	25.4	23.7	30.3
流动比率	2.6	2.1	2.1	2.2	1.6
速动比率	1.5	1.1	1.1	1.1	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	8.1	13.3	15.0	17.0	19.0
应付账款周转率	1.5	2.2	2.2	2.2	2.2
估值比率					
P/E	35.6	23.4	17.8	14.0	10.4
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.4	10.3	8.3	6.5	5.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

