

雅本化学 (300261)

聚焦农药+医药中间体, 新项目落地助成长 买入 (首次)

2023年07月07日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,001	1,896	2,225	2,638
同比	-3%	-5%	17%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	203	177	232	297
同比	12%	-13%	31%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.21	0.18	0.24	0.31
P/E (现价&最新股本摊薄)	42.34	48.58	37.07	28.90

关键词: #产能扩张 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **围绕“2+X”战略开启高质量发展新征程:** 公司专注于植物保护产品、医药中间体及营养保健品的研发和生产,在国内精细化工行业处于领先地位,在国际市场上也逐步树立起了“雅本智造”的品牌。公司拥有八大生产基地及三大研发中心。八大生产基地: 1) 农药生产基地: 如东、滨海、兰州、襄阳基地; 2) 医药生产基地: 太仓、上虞、马耳他、阜新基地。三大研发中心: 张江、松江和湖州研发中心。2023年,公司明确提出“2+X”战略: 大力发展“创新农药”和“创新医药”两大核心业务,在现有多元业务发展基础上,探索产业链纵向深化发展。
- **农药板块: 康宽中间体产品优势显著,业绩贡献较稳定:** 公司农药高级中间体产品包括BPP (溴代吡唑酸) 和四唑吡唑酸等,均在早期的工艺开发阶段就与客户建立了合作关系。康宽是目前国际杀虫剂市场龙头之一,而公司是康宽上游中间体的重要生产商之一,市场占有率约为50-60%。未来康宽专利到期,公司凭借生产其中间体的多年项目管理经验、技术优势和供应链优势,依然具备优异的市场竞争力。
- **医药板块: 拓展国内外生产线:** 公司医药板块的业务主要为医药中间体及原料药的工业化生产。2022年,公司医药中间体业务实现营业收入4.4亿元,同比增长29.6%。在疫情期间,公司凭借过硬的技术实力和迅速的市场反应能力,将管线内的抗病毒药物中间体产品快速规模化,实现良好经济效益的同时拓展了客户关系,为后续合作打下坚实基础。
- **探索精细化工其他细分领域,业务多点开花:** 1) **颐辉生物:** 国内生物酶研发和生产的领先企业,酶库中有1000多种酶,在酶基因克隆、表达、改造、发酵、分离提取、酶反应以及固定化工作上有丰富的技术研发和产业化经验,可根据客户需求提供酶定制化服务。2) **保健品板块:** 公司保健品板块的主要产品为酶制剂保健品和营养补充剂。公司运用其领先的生物酶技术,深入挖掘产品细分市场,开发了一系列针对年长者、女性、儿童等特定人群及年龄层的优质产品。3) **建农植保:** 覆盖农药全产业链,拥有农药定点生产资质,具备生产农药中间体、原药和制剂的能力; 配备化学合成车间,满足客户的常规和特殊化定制需求。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023-2025年归母净利润分别1.8、2.3、3.0亿元,同比增速分别-13%、31%、28%,按2023年7月6日收盘价计算,对应PE为49、37、29倍。考虑到公司在康宽中间体领域的先发优势和成本优势,以及公司大力推进兰州基地建设,积极开拓医药+大健康领域,我们看好公司的成长性,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动; 原材料价格波动; 项目投产进度不及预期; 股东减持影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.92
一年最低/最高价	8.66/15.54
市净率(倍)	3.51
流通 A 股市值(百万元)	8,358.75
总市值(百万元)	8,592.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.54
资产负债率(% ,LF)	37.69
总股本(百万股)	963.31
流通 A 股(百万股)	937.08

相关研究

内容目录

1. 雅本化学：业内领先的高端化学产品定制商	5
1.1. 围绕“2+X”战略开启高质量发展新征程	5
1.2. 技术+供应链+绿碳：致力于产品开发与生产全过程	8
1.3. 产能结构调整优化，生产基地海外布局初见成效	10
1.4. 盈利能力稳健，利润率提升	12
2. 农作物播种面积增加叠加国际局势动荡，农药需求上升	15
2.1. 全球农作物播种率不断扩大，公司农药板块业绩稳中向好	15
2.2. 康宽中间体生产经验丰富，市占率达 50-60%	17
2.3. 公司较早布局 CDMO，未来业绩增长潜力大	20
3. 医药市场迎来新机遇，公司医药产能不断攀升	21
3.1. 医药市场规模增长稳定，化学药物收入维持高占比	21
3.2. 成本压力叠加政策支持，助力医药 CDMO 快速发展	22
3.3. 拓展国内外生产线，布局国际医药市场	23
4. 探索精细化工其他细分领域，业务多点开花	25
4.1. 颐辉生物：国内生物酶研发和生产的领先企业	25
4.2. NMN：基于生物酶技术的营养补充剂	26
4.3. 建农植保：产品种类丰富，为客户提供定制化产品	28
5. 盈利预测、估值与投资评级	29
5.1. 盈利预测及假设	29
5.2. 估值与投资评级	31
6. 风险因素	32

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 7 月)	6
图 3: 公司各板块产业链.....	7
图 4: 公司研发支出情况 (亿元; %)	8
图 5: 公司的特色技术.....	9
图 6: 公司化工行业生产量情况.....	10
图 7: 公司国内生产基地&研发中心分布	11
图 8: 公司营业收入情况 (亿元, %)	12
图 9: 公司归母净利润情况 (亿元, %)	12
图 10: 公司各板块营收占比 (%)	13
图 11: 公司各板块毛利占比 (%)	13
图 12: 公司整体毛利率、净利率 (%)	13
图 13: 公司各板块毛利率 (%)	13
图 14: 公司 ROE 水平.....	14
图 15: 公司资产负债率 (%)	14
图 16: 世界主要国家人均耕地面积 (公顷/人)	15
图 17: 世界主要农作物播种面积 (亿公顷)	15
图 18: 世界主要作物期货结算价走势 (美分/蒲式耳)	15
图 19: 美国农药行业 PPI.....	16
图 20: 美国农药产量指数.....	16
图 21: 公司农药板块营业收入 (亿元, %)	16
图 22: 农药板块毛利情况 (亿元, %)	16
图 23: 杜邦康宽与富美实康宽.....	18
图 24: 2019 年双酰胺类杀虫剂销售情况 (亿美元)	18
图 25: 2019 年双酰胺类杀虫剂市场构成情况 (%)	18
图 26: 全球 CDMO 市场规模 (十亿美元)	20
图 27: 中国 CDMO 市场占全球比重 (%)	20
图 28: 公司 CDMO 业务模式.....	20
图 29: 公司部分国际客户.....	20
图 30: 全球医药市场规模 (亿美元)	21
图 31: 中国医药市场规模 (亿元)	21
图 32: 中国医药中间体市场 (亿元)	21
图 33: 医药类 CDMO 企业的服务内容.....	22
图 34: 公司医药中间体营业收入 (亿元, %)	23
图 35: 公司医药中间体毛利及毛利率 (亿元, %)	23
图 36: 公司马耳他基地.....	24
图 37: 阿扎那韦抗病毒药.....	25
图 38: 中国保健食品行业市场规模 (亿元)	26
图 39: 公司保健品板块主要产品.....	26
图 40: 公司 NMN 系列产品	27
图 41: 建农植保的原药产品.....	28
图 42: 建农植保工厂.....	28

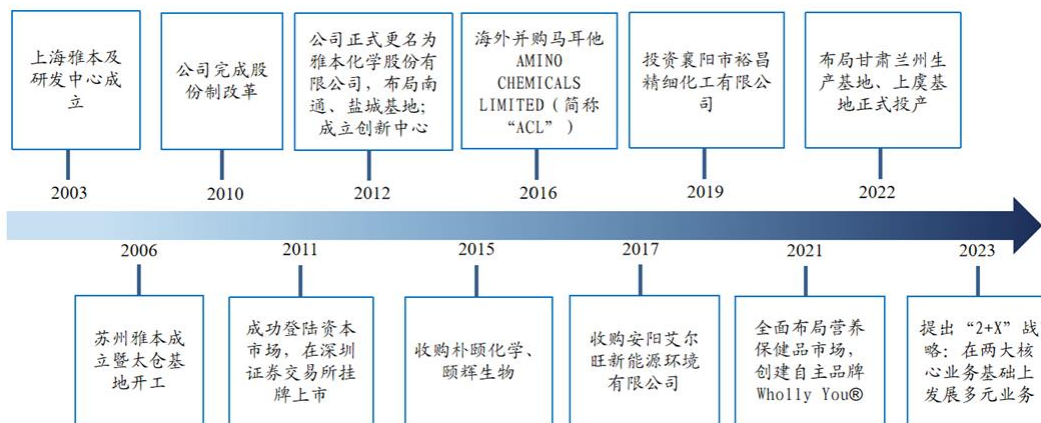
表 1: 公司各板块主要产品 (部分)	7
表 2: 公司农药高级中间体产品情况.....	17
表 3: 国内氯虫苯甲酰胺原药登记情况.....	19
表 4: 国内医药中间体行业主要企业.....	22
表 5: 国内医药行业相关制度.....	23
表 6: 公司盈利预测拆分.....	30
表 7: 可比上市公司相对估值 (参考 2023 年 7 月 6 日收盘价)	31

1. 雅本化学：业内领先的高端化学产品定制商

1.1. 围绕“2+X”战略开启高质量发展新征程

雅本化学股份有限公司（简称“雅本化学”）于 2003 年成立，2011 年在深交所上市。公司专注于植物保护产品、医药中间体及营养保健品的研发和生产。早期公司的研发基地位于上海，生产基地位于江苏省太仓市。2012 年，公司建设了南通如东基地，并购了盐城滨海基地。2015 年，公司收购朴颐化学、颐辉生物，次年又布局了欧洲马耳他基地。2022 年，公司最新成立了甘肃兰州基地，上虞基地首个厂房也已完成设备安装调试，并于 2022 年 8 月开始生产。目前，公司是国内医药、农药中间体行业中的高端产品定制商，在国内精细化工行业处于领先地位，在国际市场上也逐步树立起了“雅本智造”的品牌。2023 年，在公司成立 20 周年之际，公司明确提出“2+X”战略：大力发展“创新农药”和“创新医药”两大核心业务，在现有多元业务发展基础上，探索产业链纵向深化发展机会，并重点关注生命健康和精细化工其他细分领域的横向拓展机会。

图1：公司发展历程



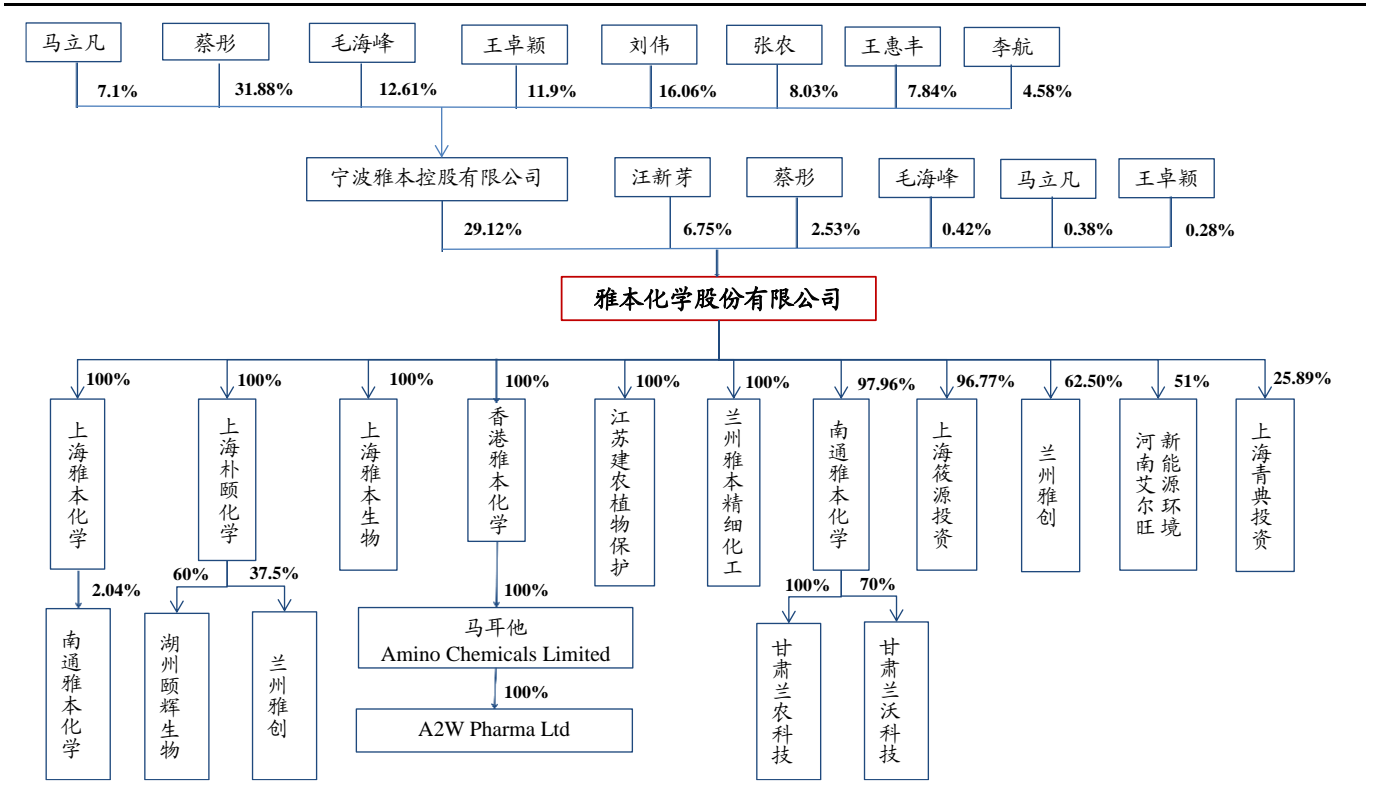
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司实控人具备技术背景。公司实控人为蔡彤、毛海峰、马立凡、王卓颖和汪新芽，截至 2022 年末，董事长蔡彤先生总计持有公司约 11.81% 股权，其中直接持股 2.53%，通过宁波雅本控股有限公司间接控股 9.28%。蔡彤先生毕业于复旦大学化学系，历任广东省石油化学工业总公司科员，东方国际集团科长，上海荣恒医药有限公司副总经理，拥有深厚的技术功底和丰富的管理经验。公司董事兼副总王卓颖女士、毛海峰先生、马立凡先生分别持有公司 3.75%、4.09%、2.48% 股权，均从业超过 20 年，具备技术、业务背景及相关管理经验。

此外，公司控股子公司河南艾尔旺新能源环境股份有限公司与参股子公司江西宇能制药股份有限公司于 2022 年在新三板挂牌上市，控股子公司上海雅本化学有限公司、

南通雅本化学有限公司、上海朴颐化学科技有限公司和河南艾尔旺新能源环境股份有限公司均被认定为高新技术企业。

图2: 公司股权结构 (截至 2023 年 7 月)

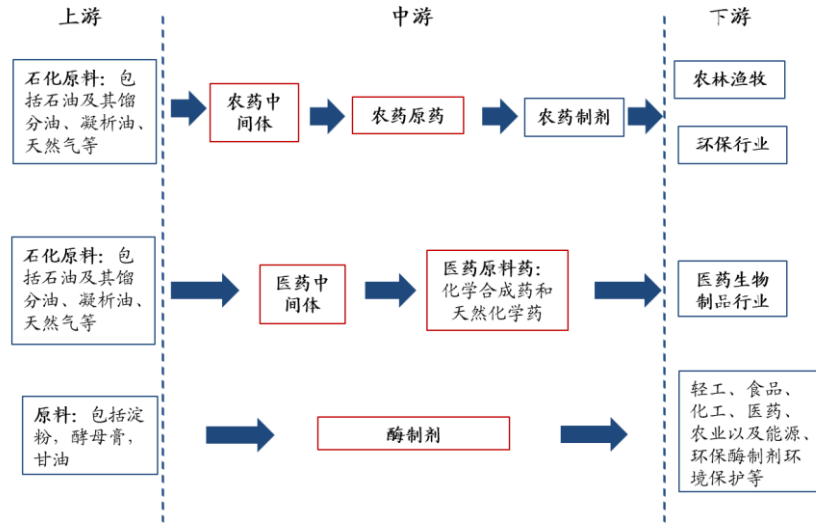


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司研发生产的农药中间体和原药处于农化产业链中游，上游是石化行业，下游是农林牧渔行业。上游行业与宏观经济密切相关，具有明显的周期性，而下游行业存在一定的刚性需求。在农药板块，公司覆盖的产品为杀虫剂、植物生长调节剂、杀菌剂和除草剂的中间体以及部分原料药，公司主打产品是杀虫剂氯虫苯甲酰胺的上游产品 BPP (溴代吡唑酸)，此外还有三氟苯嘧啶中间体、四唑虫酰胺中间体、茚虫威中间体以及虱螨脲原药。

公司的医药和酶产品也分别位于各自产业链的中游。医药中间体和原药上游为石化行业，下游是医药生物制品行业，而酶产品上游为淀粉，酵母膏，甘油等原料行业，下游为轻工、食品、化工、医药、农业以及能源行业。在医药方面，公司主要的产品为含氮杂环衍生物系列的抗肿瘤药物中间体 BAZI、CAZI，此外还有抗病毒药物中间体卡龙酸酐、核糖及其衍生产品、抗病毒药物中间体杜鲁特韦、治疗糖尿病药物盐酸西他列汀中间体、治疗高磷血症药物司维拉姆中间体、治疗高血压药物奈必洛尔中间体、治疗抗癫痫药物左乙拉西坦原料药等。公司主要的酶产品为酶制剂和 NMN。

图3: 公司各板块产业链



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所。注: 红框为公司生产的产品

表1: 公司各板块主要产品 (部分)

分类	主要产品	产品用途
农药高级中间体及原药	氯虫苯甲酰胺中间体	用于加工成新型杀虫剂
	三氟苯嘧啶中间体	用于加工成新型杀虫剂
	四唑虫酰胺中间体	用于加工成新型杀虫剂
	茚虫威中间体	用于加工成杀虫剂
	虱螨脲原药	用于加工成杀虫剂
	三氟咪啶酰胺中间体	用于加工成新型杀线虫剂
医药中间体及原料药	BAZI 中间体	用于加工成抗癌药物
	CAZI 中间体	用于加工成抗癌药物
	卡龙酸酐、核糖及其衍生产品	用于加工成抗病毒药物
	杜鲁特韦中间体	用于加工成抗病毒药物
	盐酸西他列汀中间体	用于加工成治疗糖尿病药
	司维拉姆中间体	用于加工成治疗高磷血症药物
	奈必洛尔中间体	用于加工成治疗高血压药物
酶产品	酶制剂	应用于轻工、食品、化工、医药、农业以及能源、环保酶制剂环境保护等方面
	NMN	用于加工成一种膳食添加剂

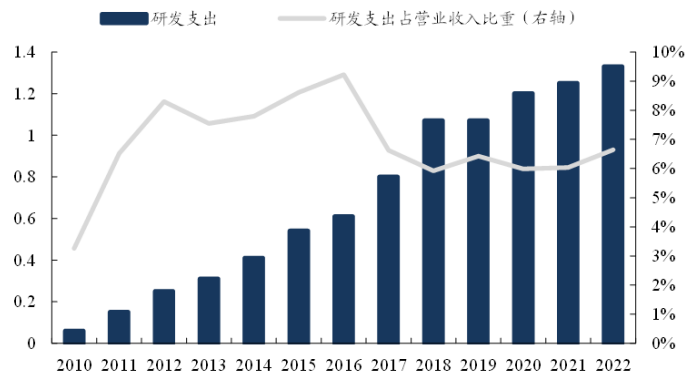
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

1.2. 技术+供应链+绿碳：致力于产品开发与生产全过程

公司定位于生命健康领域内专业的科技型企业，既提供高端定制研发生产服务（Contract Development Manufacture Organization, CDMO），也提供高质量的绿色健康产品。公司的定制服务主要围绕农药中间体和原药、医药中间体和原药的创新研发生产，同时公司也在自主研制酶制剂及保健品。近年来公司研发投入占营业收入比重一直在6%左右，在同行业中处于较高水平。

在人才培养方面，公司重视人才梯队建设和科创体系建设，逆势加强人员招聘，引进具有国际视野、知识、能力和思维的高端技术和管理人才。此外，公司与复旦大学、上海交通大学、中南大学、兰州大学等高等院校建立产学研合作关系。公司将充分发挥上市公司资源优势，构建兼顾短期与中长期激励机制，通过现金与股权结合的方式加强核心人员的长效激励，提高核心队伍的稳定性和工作积极性，保障公司战略目标实现。

图4：公司研发支出情况（亿元；%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司的生产工艺精细，拥有多项特色技术。公司的技术优势主要集中在四个方面：含氮杂环的合成技术、药物手性分子的合成技术、多糖合成技术和生物酶技术。在生物酶技术方面，公司收购了上海朴颐化学科技有限公司，其子公司颐辉生物拥有1000多种酶的酶库，是生物酶催化工业生产服务提供商，专注于制药工业用酶的研发和产业化应用，在酶基因克隆、表达、改造、发酵、分离提取、酶反应以及固定化工作上积累了丰富的技术研发和产业化经验。

图5: 公司的特色技术



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

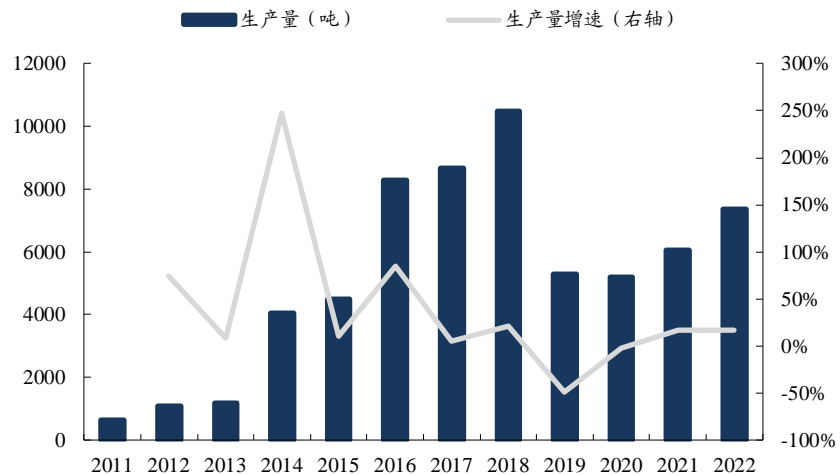
在产品供应方面, 公司及时追踪重要原材料市场供求和价格变动, 通过提前锁价采购、合理控制原材料库存等措施保障原材料供应及优化采购成本。公司将拓展供应渠道, 并探索新兴采购模式, 保障供应链安全及稳定。此外, 公司客户主要为跨国农药、医药集团, 该等客户在行业中占据主导地位, 具有规模大、弱周期、信誉良好、发展稳定、支付能力强等优势, 为公司经营业绩稳中向好提供了重要保障。

在绿碳建设方面, 公司 2023 年正式启动 ESG 建设, 参与拜耳的科学碳全球体系 (SBTi) 建设, 持续在绿色化学和双碳经济领域进行有益探索, 切实履行社会责任, 为公司可持续发展奠定基础。

1.3. 产能结构调整优化，生产基地海外布局初见成效

2022 年公司化工行业产品总生产量同比增长 16.7%。分产品看，2022 年公司农药中间体及原药产能 6205 吨，同比增加 43%；农药制剂产能 3000 吨，同比增加 111%；医药中间体及原料药产能 65 吨，同比减少 76%；酶制品产能 45 吨，同比增加 21%。

图6：公司化工行业生产量情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司拥有八大生产基地及三大研发中心，形成了以核心基地为主、协同工厂为辅，拳头产品多点开花的新格局。

在自有的核心生产基地方面：

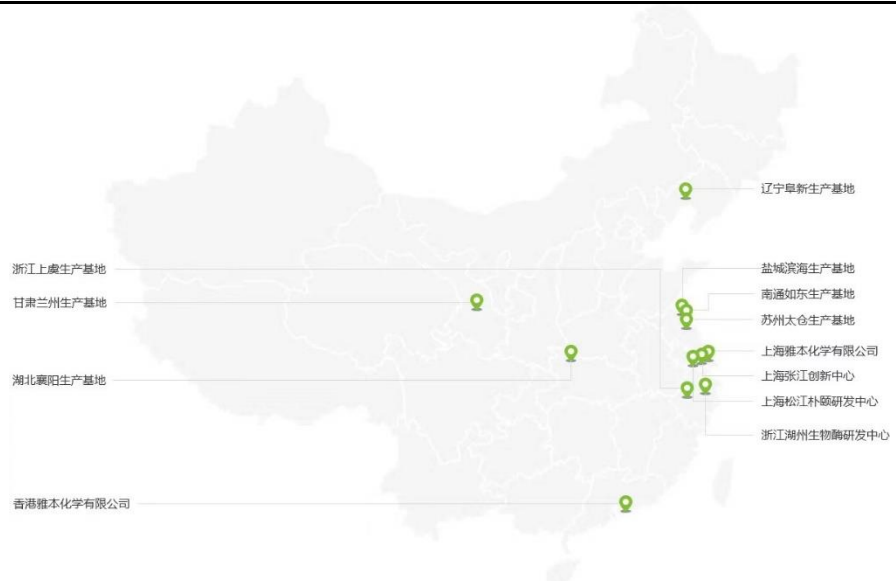
1) 公司现有农药生产基地：如东、滨海、兰州、襄阳基地。如东基地成立于2010年，是溴代吡啶酸和左乙拉西坦等产品的规模化生产厂家。滨海基地即全资子公司江苏建农植物保护有限公司，主要从事绿色农药原药制剂的研发、生产和销售，“建农”商标为江苏省著名商标。公司新增兰州基地：兰州具有政策优势、土地资源、能源优势、交通优势，在“一带一路”建设引领下发展前景良好。公司目前正快速推进兰州基地建设，设立有包括兰州雅本精细化工有限公司、甘肃兰沃科技有限公司、甘肃兰农科技有限公司、兰州雅本药物创制科技有限公司等3个现代化生产基地及1个高端创新基地。兰州基地的设立是公司“走出长三角、融入大西北、参与大西北开发”战略的重要部分，公司将在兰州基地布局专利期的产品，同时也有市场化产品。未来兰州雅本和甘肃兰农将更高效、及时地为客户提供高品质的产品和服务，进一步拓宽公司产品线。襄阳基地主要从事农药及医药中间体的商业化生产。

2) 公司现有医药生产基地：太仓、上虞、马耳他、阜新基地。太仓基地是高级医药中间体原料药的GMP生产基地，目前正在进行转型升级，计划逐步剥离中间体业务，

将用较小规模的投入，构建以抗病毒系列为主的医药产品及大健康产品。**上虞基地**已部分建成投产，未来将开展酶溶液、固定化酶及酶粉的规模化生产。公司在 2017 年全资收购位于**马耳他**的 Amino Chemicals Limited（简称“ACL”），并成立 A2W Pharma Ltd（正在申请 GMP 认证，取得后将作为公司医药大麻原料和制品的生产基地）。马耳他基地是公司在欧盟重要的生产基地，拥有首仿药创新中心，未来将专注于生产医药原料药与医用大麻。**阜新基地**主要从事医药中间体的中试及商业化生产。

在研发中心方面，公司目前建设有上海张江创新中心、朴颐化学、颐辉生物三大研发中心。其中，张江基地侧重管道产品的研发创新和工艺改进；朴颐化学侧重医药中间体的研发；颐辉生物侧重生物酶技术及酶产品的开发。

图7：公司国内生产基地&研发中心分布

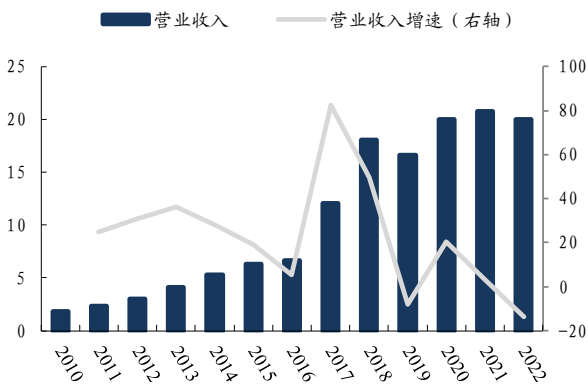


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.4. 盈利能力稳健，利润率提升

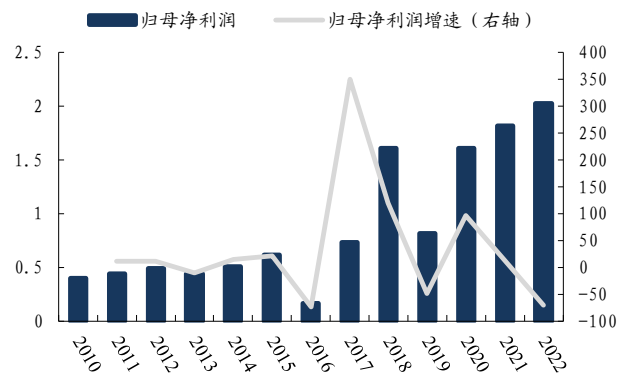
公司营业收入水平相对稳健。公司自成立以来不断拓展产品线和产能，随着业务结构优化以及新增项目落地，公司营业收入实现稳步增长。2010-2022 年间，公司营业收入从 1.8 亿元增长至 20.0 亿元，年复合增长率高达 22.0%；归母净利润从 0.4 亿元上升至 2.0 亿元，年复合增长率为 14.6%。2022 年在世界经济复苏动力不足、俄乌战争等国内外错综复杂形势下，公司持续聚焦农药中间体业务，努力克服物流不畅、原材料涨价及汇率波动等困难，继续保持了稳定发展的良好态势。

图8：公司营业收入情况（亿元，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图9：公司归母净利润情况（亿元，%）

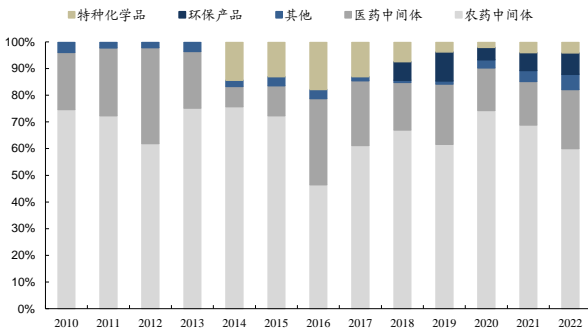


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

农药中间体营收占比最大，医药中间体营收占比提升。2022 年公司农药中间体板块营业收入占总收入 60.1%，占比同比减少 9pct；农药中间体板块毛利占总毛利 61.3%，占比同比减少 13pct。医药中间体板块营业收入同比增加 30.1%，占比同比增加 6 pct；医药中间体板块毛利占总毛利 24.2%，占比同比增加 12pct。

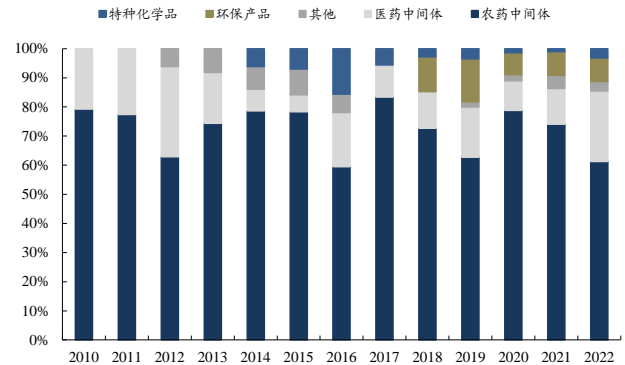
医药板块盈利能力显著提升，这是由于公司积极响应市场变化，及时对产业结构做出了调整。2022 年初逐步放量的抗病毒药物中间体产品，是公司多年前开发的产品，因为市场变化沉寂多年，却因疫情遇到新的机遇得以恢复生产和销售，为公司增加营收贡献。这得益于公司在抗病毒类中间体方面所作的长达 10 余年的技术储备和市场拓展；公司的生产基地、市场销售部门以及技术团队会根据客户需求和抗病毒类药物市场的变化情况，针对阶段性的需求作出快速反应。公司计划在夯实存量业务的基础之上，挖掘客户新需求，把握市场新动向，力争将抗病毒类药物中间体研发管线内的丰富产品储备转化为新订单，以增厚公司业绩。需要说明的是，此类业务拓展具有不确定性。

图10: 公司各板块营收占比 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

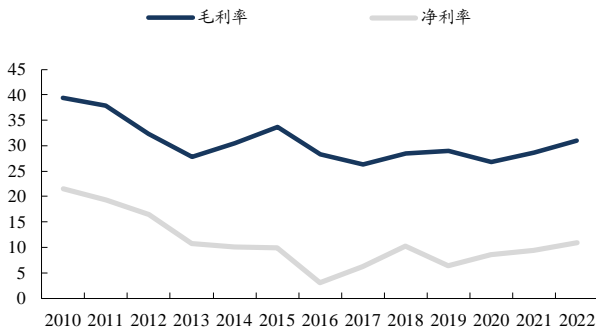
图11: 公司各板块毛利占比 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

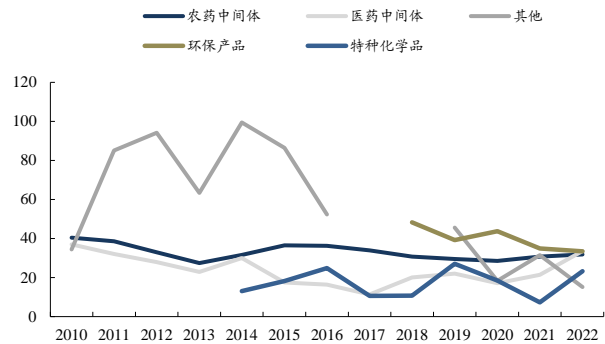
公司近三年毛利率与净利率均有所提升。2022 年公司毛利为 6.2 亿元, 同比增长 5.1%, 毛利率则为 31.0%, 同比增长 2pct, 净利率为 11.0%, 同比增长 2pct。分板块看, 公司医药中间体和环保产品的毛利率最高, 在 2022 年分别达到了 33.6%和 33.4%。农药中间体板块的毛利率相对稳定, 基本保持在 30%左右。

图12: 公司整体毛利率、净利率 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

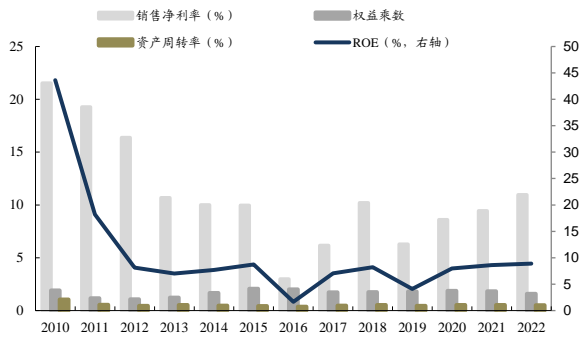
图13: 公司各板块毛利率 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

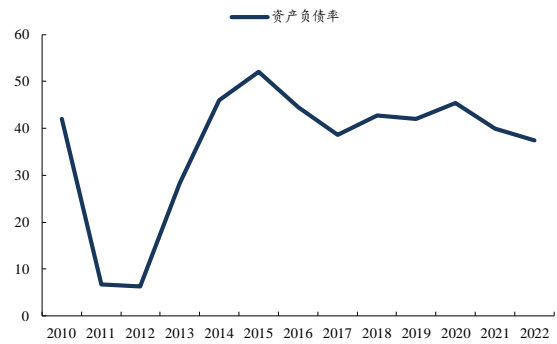
公司近三年的 ROE 有所回升, 资产负债率管控优异。2016-2020 年, 国内农药行业经历了规模收缩与结构调整后, 行业落后产能大量淘汰, 农药原药产量大幅下降。公司 ROE 水平仅在 2016、2019 年有所下滑, 其余年份均高于 4%, 展现出了一定的抗风险能力。2022 年, 随着农药行业重回景气周期, 公司的 ROE 达到了 9%, 资产负债率下降至 37%, 财务状况较为稳健。

图14: 公司 ROE 水平



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图15: 公司资产负债率 (%)



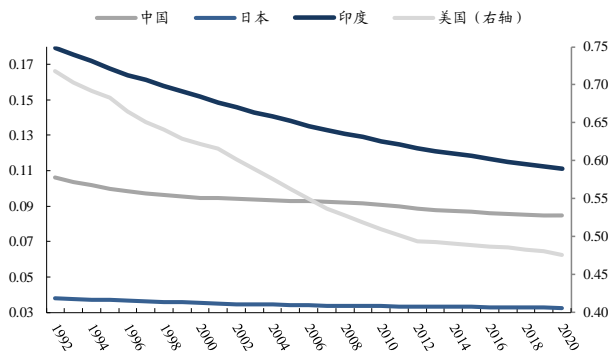
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2. 农作物播种面积增加叠加国际局势动荡，农药需求上升

2.1. 全球农作物播种率不断扩大，公司农药板块业绩稳中向好

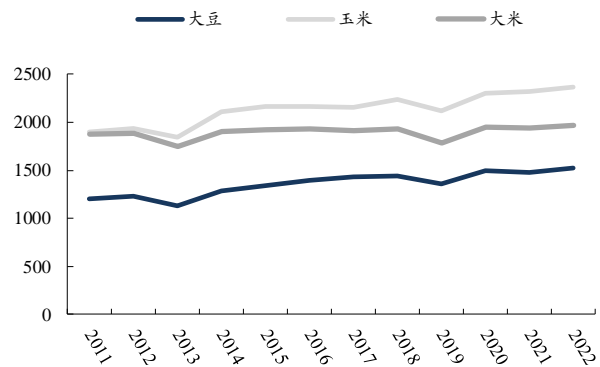
世界主要农作物播种面积扩大。近年来，全球总人口快速增长，全球耕地面积增速远低于人口增速，这导致了人均耕地面积的持续减少。1992年，中国、日本、印度和美国的人均耕地面积为0.11、0.04、0.18和0.72公顷，而2020年已下降至0.08、0.03、0.11和0.48公顷。为解决人口增长与耕地面积的不适配问题，近年来，主要农作物的播种率正不断扩大，2010年至2022年，大豆、玉米和大米的全球播种面积分别上升了34.2%、24.2%和4.6%，这将持续拉动农药产品的需求上升。

图16: 世界主要国家人均耕地面积 (公顷/人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

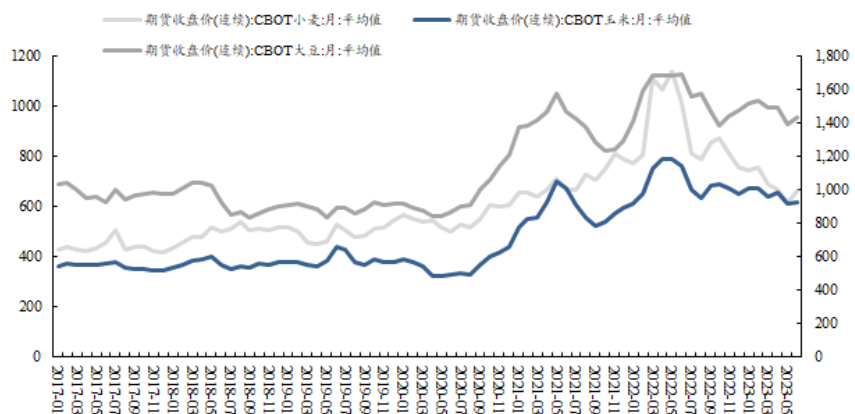
图17: 世界主要农作物播种面积 (亿公顷)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国际局势波动，粮食安全问题愈发凸显。截至2023年6月，芝加哥期货交易所(CBOT)小麦、玉米、大豆的期货结算价较2019年年初分别上涨28%、58%和62%。近年来国际粮食价格走高的主要原因是全球极端气候频繁，整体粮食库存量偏低，此外俄罗斯还宣布无限制暂停参与执行黑海粮食出口倡议，引发了全球粮食供应偏紧的市场预期。

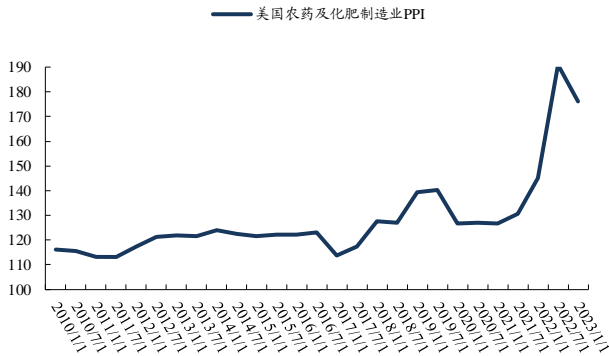
图18: 世界主要作物期货结算价走势 (美分/蒲式耳)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

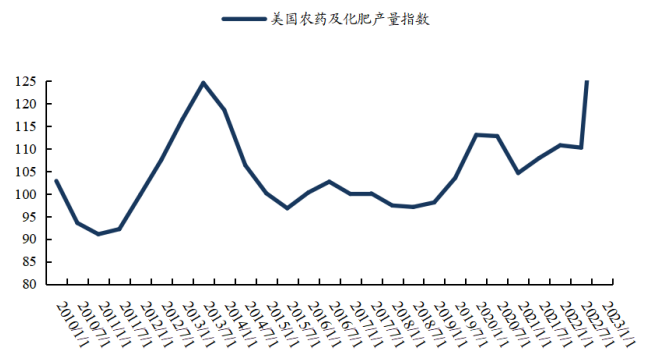
在高粮价的市场背景下，全球粮食种植积极性提高，这将带动全球农药需求上升。根据美国统计局数据显示，2023年1月美国农药及化肥制造业PPI为176.2，较2022年1月上升21.4%；在产量方面，2023年1月美国农药及化肥产量指数为164.4，较2022年1月增长了48.6%，达到近十年来最高位。

图19: 美国农药行业 PPI



数据来源: 美国统计局, 东吴证券研究所

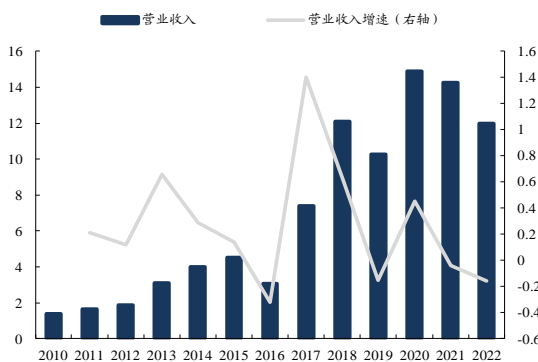
图20: 美国农药产量指数



数据来源: 美国统计局, 东吴证券研究所

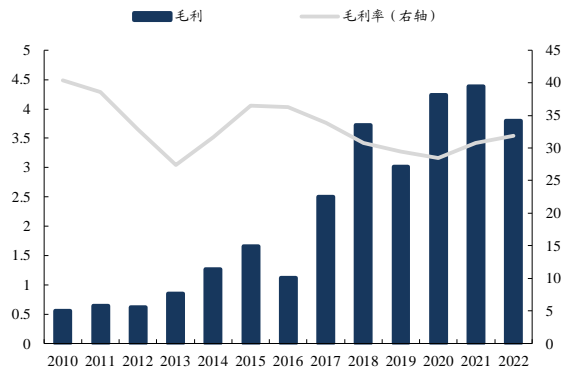
公司农药板块营收和毛利较为稳定。公司自2018年起，公司农药板块的年营业收入均超过10亿元，2020年农药板块营业收入达到14.89亿元，较2019年同比增长45.1%，创历史新高。2021、2022年由于公司业务结构调整，部分产能转移至医药板块，公司农药板块营收略有下降，但仍分别保持在14亿元、12亿元等历史较高水平。

图21: 公司农药板块营业收入 (亿元, %)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图22: 农药板块毛利情况 (亿元, %)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.2. 康宽中间体生产经验丰富，市占率达 50-60%

公司农药中间体产品具有多年商业化生产经验，部分主营产品为溴代吡唑酸（BPP）、吡啶胺嘧啶、三氟咪啶酸和四唑吡唑酸等，公司均在早期的工艺开发阶段就与客户建立了合作关系，拥有较强的技术及成本优势，市场占有率领先。

表2: 公司农药高级中间体产品情况

产品品种	产品用途	竞争优势	市场占有率
溴代吡唑酸	是国际上高效、安全、环境友好的最新型的农药杀虫剂氯虫苯甲酰胺的专用化学品。	(1) 产品目前在国内外同类产品市场中竞争力度大，需求量大，价格高，利润率高。 (2) 公司供应链稳定；技术成熟。	50-60%
吡啶胺嘧啶	是三氟苯嘧啶的中间体。原药主要防治水稻飞虱、叶蝉等。	(1) 专利期产品，2016 年在中国获得临时登记。 (2) 经过多年大量的研发投入，工艺优化，拥有较强的技术优势。 (3) 最早的生产企业，多年的商业化生产经验，拥有较高的成本优势。 (4) 2020 年新建并投入使用第二条商业化规模的专有生产线。	>60%
三氟咪啶酸	是三氟咪啶酰胺的中间体。原药对根结线虫、肾形线虫等均具有极好的生物活性。	(1) 专利期产品。 (2) 从早期的工艺开发介入，到中试验证，及商业化生产，拥有较强的技术及成本优势。 (3) 已建设并投入使用商业化规模的专有生产线。	50-60%
四唑吡唑酸	是四唑虫酰胺的中间体。原药是邻甲酰氨基苯甲酰胺类杀虫剂，其用于防治鳞翅目、鞘翅目和双翅目害虫。	(1) 专利期产品，2020 年已在中国登记。 (2) 从产品开发初期即与客户建立了紧密的合作关系，技术具有较大优势。 (3) 全产业链模式，从初期的原料，经过至少 12 步化学反应，成本具有较大优势。 (4) 成功的中试验证，2020 年已开启商业化生产。	40-50%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司农药中间体溴代吡唑酸主要用于生产氯虫苯甲酰胺，其下游制剂即为康宽。康宽是基于氯虫苯甲酰胺的新型杀虫剂，作用于水稻、玉米、甘蔗、菜用大豆、棉花等作物。康宽施药后能够让害虫立即停止取食，从而迅速保护作物。其杀虫谱广，针对稻纵卷叶螟、二化螟、和稻水象甲等稻田害虫，玉米螟、小地老虎等玉米田害虫，蔗螟、小地老虎等甘蔗害虫，豆荚螟等菜用大豆害虫和棉铃虫等棉花害虫均能高效防除。康宽作为一款内吸性杀虫剂，与其他农药相比，更加能有效保护全株作物，特别是新生叶片，因此持效期较长，帮助减少施药次数，且具耐雨水冲刷，能够为种植者提供极大的施药灵活性。此外，康宽与其他杀虫剂无交互抗性，也就是说康宽可以与其他杀虫产品进行复配，不但可以提高杀虫效果，而且可减缓抗性的产生。

图23: 杜邦康宽与富美实康宽

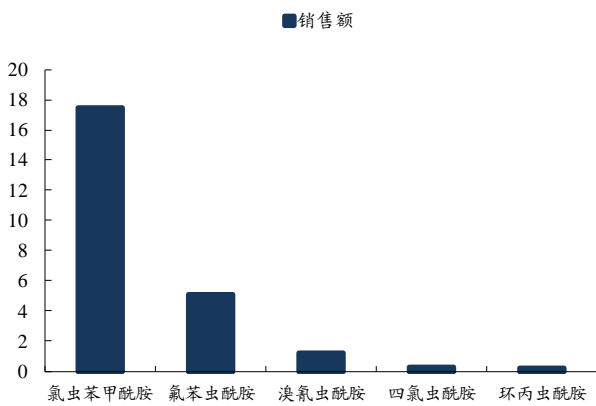


数据来源: 淘宝网, 东吴证券研究所

氯虫苯甲酰胺由美国杜邦公司专利开发, 2017 年又被富美实公司收购, 相关知识产权均被转移到富美实公司。氯虫苯甲酰胺属于双酰胺类杀虫剂, 长期领军双酰胺类杀虫剂市场, 2019 年以 17.50 亿美元的销售额占据了双酰胺类杀虫剂市场 72% 的份额。

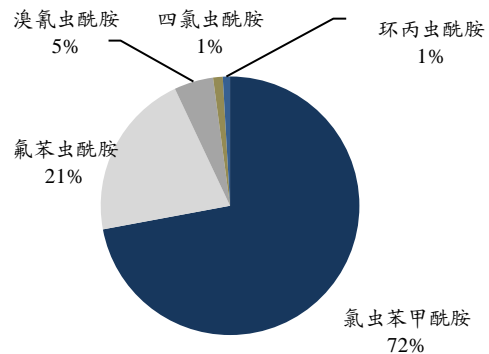
公司是氯虫苯甲酰胺上游中间体的重要生产商之一, 市场占有率约为 50-60%。在生产方面, 公司生产线达到国家工业 4.0 标准, 供应链稳定、技术成熟, 处于国内先进水平; 在销售方面, 公司与客户有着较好的合作关系和稳定的业务往来, 是客户优选的定制合同商 (CDMO), 因此销售渠道相对稳定。

图24: 2019 年双酰胺类杀虫剂销售情况 (亿美元)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图25: 2019 年双酰胺类杀虫剂市场构成情况 (%)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

康宽专利于 2022 年 8 月到期。然而富美实公司还保留有一项氯虫苯甲酰胺的合成专利，有效期至 2025 年，也就是氯虫苯甲酰胺的中间体专利仍在保护期。目前国内企业正纷纷布局产能，国内已有多家公司获得了氯虫苯甲酰胺原药产品的生产登记证。据各司年报显示，红太阳预计 2025 年将建成氯虫苯甲酰胺产业链产能 3.5 万吨/年。长青股份全资子公司长青（湖北）生物科技有限公司项目建设完成投产后可年产 1000 吨氯虫苯甲酰胺原药。

表3: 国内氯虫苯甲酰胺原药登记情况

登记证持有人	剂型	总含量	有效期至
山东潍坊润丰化工股份有限公司	原药	98%	2028-4-17
青岛恒宁生物科技有限公司	原药	96%	2028-4-2
山东奥坤作物科学股份有限公司	原药	96%	2027-12-29
内蒙古灵圣作物科技有限公司	原药	95.3%	2027-10-17
山东友道化学有限公司	原药	98%	2027-10-8
利尔化学股份有限公司	原药	96.5%	2027-10-8
重庆华歌生物化学有限公司	原药	97%	2027-12-29
顺毅宜昌化工有限公司	原药	97%	2027-4-23
响水中山生物科技有限公司	原药	95.3%	2027-3-24
富美实(上海)农业科技有限公司	原药	95.3%	2025-9-21
美国富美实公司	原药	95.3%	2025-1-15

数据来源：中国农药信息网，东吴证券研究所

随着原药产能的逐步释放、登记证件的登记并喷以及渠道的聚焦推广，未来的氯虫苯甲酰胺势必用量大增。专利期后，预计氯虫苯甲酰胺国产原药量产后价格较进口原药将具有明显优势，在制剂终端市场性价比愈发突出，并大概率抢占其他杀虫剂的市场份额。根据一个产品的生命周期来看，目前氯虫苯甲酰胺正逐步进入成熟阶段，所以尽管市场上有些同类竞争产品，但目前来看其它产品都不足以在未来 5 年挑战氯虫苯甲酰胺在全球杀虫剂市场龙头的地位。

公司主要产品氯虫苯甲酰胺高级中间体的商业化生产已超过 10 年，具备技术优势和成本优势。公司是富美实氯虫苯甲酰胺中间体产品的定制加工公司，经过十几年的合作，已经拥有成熟的技术以及稳定的交付能力。公司凭借生产中间体的多年经验和技術优势，将进一步提高生产效率、控制生产成本，以“技术+服务”优势为上下游连续生产提供强有力的支持。此外，国内同行业公司康宽中间体领域的商业化仍需经过客户验证，并且产能爬坡也需要一定时间。因此，若未来氯虫苯甲酰胺市场快速扩大需求，公司依然具备明显的市场竞争优势。

2.3. 公司较早布局 CDMO，未来业绩增长潜力大

CDMO 市场空间广阔，公司农药板块持续收益。公司农药板块的业务主要分为 CDMO 和部分自主研发药物。近年来，国际大型农药品牌为降低经营成本，开始将生产部门外包给中小型企业，以实现专业化、高效化的分工。2017 年至 2021 年，全球 CDMO 市场规模从 394 亿美元增长至 632 亿美元，年复合增长率为 12.5%，预计 2030 年将达到 2310 亿美元。其中，中国 CDMO 市场在 2021 年占全球市场的 13.2%，预计于 2030 年将增长至 22.0%。目前我国 CDMO 市场正处于持续放量的状态，叠加农药行业的产量复苏，预计农药 CDMO 板块未来将继续保持高景气度。

图26: 全球 CDMO 市场规模 (十亿美元)



数据来源:《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》, 东吴证券研究所

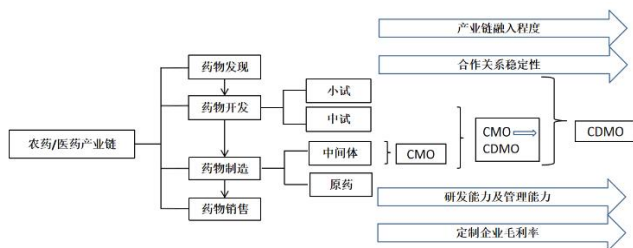
图27: 中国 CDMO 市场占全球比重 (%)



数据来源:《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》, 东吴证券研究所

公司与多家国际龙头企业保持良好的合作关系。公司的 CDMO 业务专注于为客户提供从研发到生产的一体化解决方案，及大规模商业化生产等定制生产服务。目前，公司已与富美实、科迪华、拜耳等农药龙头企业建立了战略合作关系，在专利农药产品研发期即进行介入并联合研发，待后续产品推出时实现销售绑定。此外，多年来公司先后与罗氏制药、雅培制药、诺华制药、日本第一三共制药、UCB 公司等国际医药龙头企业建立过合作关系。

图28: 公司 CDMO 业务模式



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图29: 公司部分国际客户



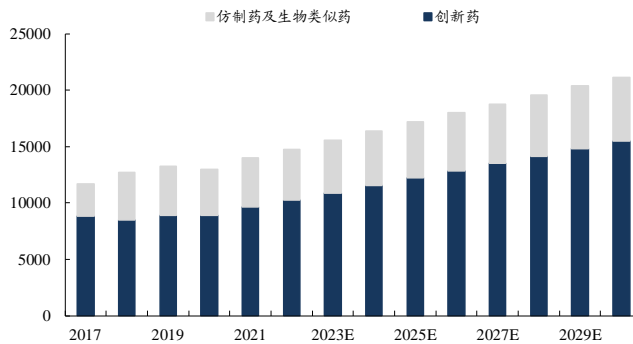
数据来源: 各公司官网, 企查查, 东吴证券研究所

3. 医药市场迎来新机遇，公司医药产能不断攀升

3.1. 医药市场规模增长稳定，化学药物收入维持高占比

全球医药市场规模不断增长。随着全球人均可支配收入增加，人口老龄化加剧等影响，2017年至2021年，全球医药市场整体规模从1.2万亿美元扩大至1.4万亿美元，年复合增长率为4.6%。其中，2022年全球创新药市场收入预期为1.0万亿美元，同比增长6.0%；2022年全球仿制药市场收入预期为4492亿美元，同比增长3.5%。未来全球医药市场将继续保持增长趋势，根据IOVIA Institute预测，2030年全球医药市场将达到2.1万亿美元。

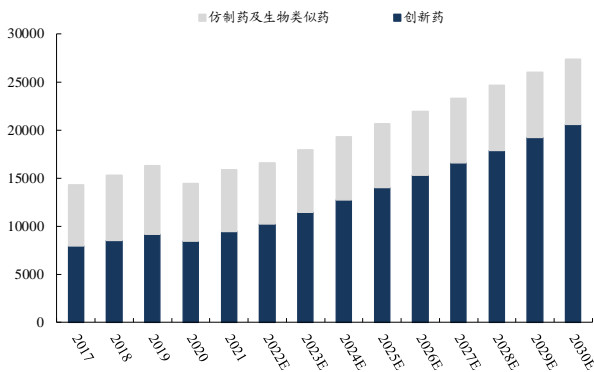
图30：全球医药市场规模（亿美元）



数据来源：《The Global Use of Medicines 2023》，东吴证券研究所

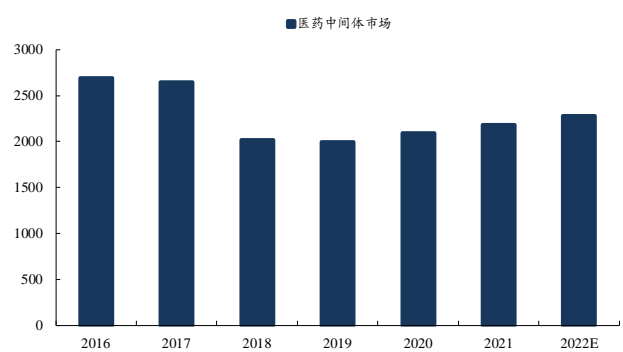
中国医药市场规模增速将超全球。2017年至2021年，中国医药市场规模从1.4万亿元增长至1.6万亿元，年复合增长率达到2.7%，其中2020年受到新冠疫情影响出现小幅下滑，IQVIA Institute预计未来中国医药市场规模的增长速度将超过全球市场，市场规模将于2025年和2030年分别增至2.1万亿元和2.7万亿元。

图31：中国医药市场规模（亿元）



数据来源：《The Global Use of Medicines 2023》，东吴证券研究所

图32：中国医药中间体市场（亿元）



数据来源：《The Global Use of Medicines 2023》，东吴证券研究所

医药市场增长将带动公司医药中间体板块的发展。2021 年我国医药中间体市场规模同比增长 4.5%，达 2184 亿元。目前我国医药生产所需的基础化学原料、医药中间体基本实现自给自足，仅有少数高端中间体需要依赖进口。同时，我国已经成为全球主要的医药中间体出口大国，总体来说我国医药中间体的供给能力不断提高。目前我国医药中间体行业具有代表性的公司有森萱医药、天宇股份、富祥股份、联化科技等。

表4: 国内医药中间体行业主要企业

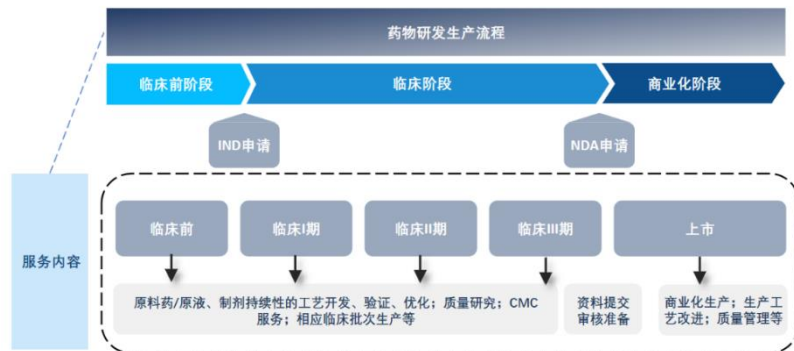
主要企业	主要产品
森萱医药	抗艾滋、抗癫痫、抗肿瘤类医药中间体等
天宇股份	沙坦类药物中间体等
富祥股份	特色抗菌药中间体、抑制剂原料药及中间体、碳青霉烯类抗菌原料药及中间体、洛韦类抗病毒药物中间体产品等
联化科技	自身免疫、抗真菌类药物、降血糖类药物、心血管类药物、抗肿瘤类药物、抗癌毒类药物、神经类药物中间体及有关老年疾病药物的中间体等
普洛股份	口服头孢系列、口服青霉素系列、精神类系列、心脑血管类系列原料药中间体等
合佳医药	头孢类原料药和医药中间体等
美诺华	心血管和中枢神经等慢性病中间体等
九洲药业	卡马西平原料药及中间体、奥卡西平原料药及中间体、培南类原料药及中间体等

数据来源：各公司年报，东吴证券研究所

3.2. 成本压力叠加政策支持，助力医药 CDMO 快速发展

药品价格下降，CDMO 成最新解决方案。在医药市场规模不断扩大的背景下，部分国家政府的医药保障系统开始压低药品价格，同时药物专利到期后，市场上不断涌现出低价仿制药，这推动药品价格出现下降趋势。2021 年底，中国《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2021 年）》公布，新版医保目录已于 2022 年 1 月 1 日起在全国范围内正式启用，新版国家医保药品目录新增 74 个药品，谈判和竞价新准入的药品平均价格有较大降幅。在较高的成本压力下，CDMO 可以参与药物临床以及商业化的阶段，通过工艺优化降低企业生产成本，同时保障产品质量和供应稳定性。

图33: 医药类 CDMO 企业的服务内容



数据来源：《CDMO 行业现状与发展趋势研究报告》，东吴证券研究所

此外，我国医药行业的最新制度也为 CDMO 的发展提供了机遇。相关政策的出台明确了上市许可持有人和生产许可持有人的责任范围，为我国 CDMO 行业的发展奠定了基础。

表5: 国内医药行业相关制度

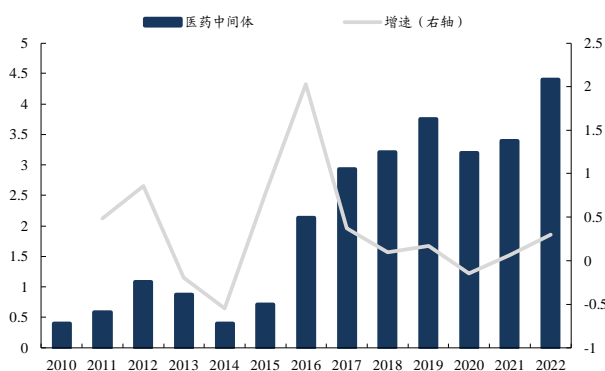
发布时间	文件名称	发布单位	内容
2016年6月	《药品上市许可持有人制度》	中国食品药品监督总局	在该制度下，上市许可持有人和生产许可持有人可以是同一主体，也可以是两个相互独立的主体。
2019年8月	《中华人民共和国药品管理法（修订版）》	第十三届全国人大会议	明确了国内医药企业可采取药品上市许可与生产许可分离的管理模式。生产与研发的解绑有利于促进研发企业与 CDMO 机构的合作。
2021年10月	《十四五国家临床专科能力建设规划》	国家卫生健康委员会	坚持技术创新的发展思路，加强临床诊疗技术创新、应用研究和成果转化，特别是再生医学、精准医疗、生物医学新技术等前沿热点领域的研究，争取在关键领域实现重大突破。
2022年12月	《药品上市许可持有人落实药品质量安全主体责任监督管理规定》	国家药监局	再次明确了上市许可持有人和生产许可持有人的责任范围。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

3.3. 拓展国内外生产线，布局国际医药市场

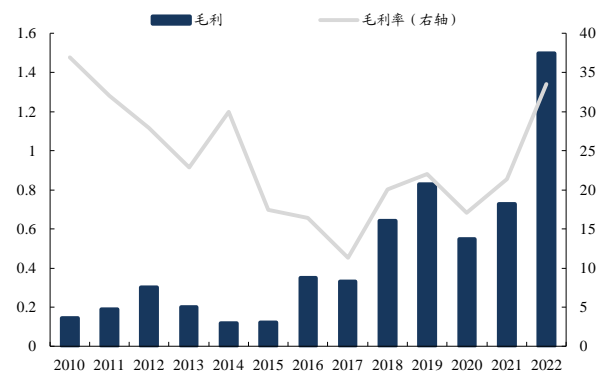
公司医药板块的业务主要为医药中间体及原料药的工业化生产。在疫情期间，公司凭借过硬的技术实力和迅速的市场反应能力，将管线内的抗病毒药物中间体产品快速规模化，实现良好经济效益的同时拓展了客户关系，为后续更多的合作打下坚实基础。2022年，公司医药中间体业务实现营业收入 4.4 亿元，同比增长 30%，毛利达到 1.53 亿元，同比增加 106.5%；毛利率为 34%，同比增加 12pct。

图34: 公司医药中间体营业收入（亿元，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图35: 公司医药中间体毛利及毛利率（亿元，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

积极筹建其他医药业务的生产线。2022年上半年，公司通过向江西宇能制药股份有限公司增资 2500 万元取得其 11.11% 股权。江西宇能是一家致力于甾体原料药和医药中间体研发、生产和销售为一体的高新技术企业，具备 20 多种皮质激素和孕激素规模化生产能力，是国内规模较大、品种较为齐全的甾体药物综合生产企业。此外，公司新筹建的上虞基地也于 2022 年 8 月开始生产。上虞基地是公司第一个生物制造基地，产品主要用于制备各类手性化合物中间体和活性成分，涉及医药、大健康等领域。

布局国际医药市场获国家政策鼓励。公司的马耳他子公司是具备 FDA 认证的国际领先原料药制造和原料药定制服务供应商，拥有近 30 年首仿药申请经验。2021 年，公司在马耳他设立的首仿药创新中心，获得了江苏省政策引导类计划（国际合作/港澳台科技合作）专项的立项。公司是国内比较早在生物医药领域方面走向国际的公司。马耳他子公司的医药生产线能增加公司的特色原料药品种，加速公司在国际医药定制和原料药市场的布局，帮助公司更多产品通过欧美规范、成熟市场的认证。马耳他制药公司 A2W Pharma Ltd 的新建制药工厂已封顶竣工，主营大麻二酚（CBD）等管制药物的研发、生产和销售。A2W Pharma Ltd 工厂的 CBD 医用产品设计产能为年产 700 千克大麻二酚（CBD）和四氢大麻酚（THC）萃取物及 40 万瓶 30ml 规格的制剂产品。目前 A2W Pharma Ltd 工厂正在做 GMP（Good Manufacturing Practice of Medical Products）的认证，一旦拿到 GMP 认证就具备产品规模化生产和销售的条件。

图36: 公司马耳他基地



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 探索精细化工其他细分领域，业务多点开花

4.1. 颐辉生物：国内生物酶研发和生产的领先企业

颐辉生物是国内生物酶研发和生产的领先企业。朴颐化学成立于2008年，2010年通过了上海市高新技术企业认定，2012年获得上海市创新型企业、松江区技术中心和上海市小巨人培育企业称号，是技术驱动的化学品供应商，致力为全球制药工业和保健品行业提供安全优质的产品和服务。颐辉生物是朴颐化学的控股子公司，颐辉生物拥有1000多个酶的酶库，曾获上海市科技进步一等奖。2016年2月，公司收购上海朴颐化学科技有限公司100%的股权。颐辉生物也成为了公司生物酶板块的重要子公司之一。

颐辉生物拥有一支精干、专业的生物酶催化研究团队。颐辉生物在酶基因克隆、表达、改造、发酵、分离提取、酶反应以及固定化工作上具有丰富的技术研发和产业化经验，颐辉生物的生物催化酶在产品工艺开发过程中的成本优势和绿色优势。目前已经积累了200余种（覆盖78类）生物催化酶生产技术，构成了覆盖通用酶以外大部分酶促反应的酶制剂库，这些酶可以根据客户的需要提供酶定制生产。目前朴颐化学是国内阿扎那韦中间体主要的供应商之一，另外，主要产品还包括达鲁那韦中间体等医药中间体，L-叔亮氨酸、L-正缬氨酸等氨基酸以及多种生物催化酶。

图37：阿扎那韦抗病毒药

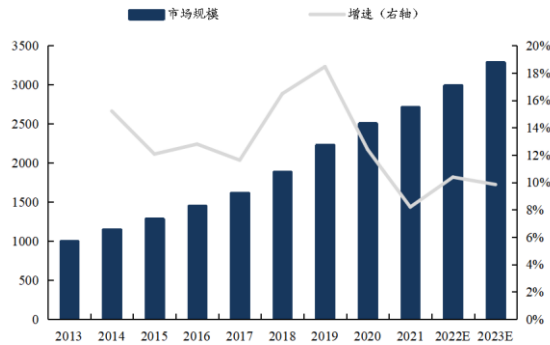


数据来源：Chemical Book，东吴证券研究所

4.2. NMN：基于生物酶技术的营养补充剂

近年来，随着我国老龄人口增多，居民的保健养生意识增强，且消费意愿与消费能力同步提高的背景下，中国保健食品市场规模正不断扩大，2019年市场增速达到18.5%。2020年起，新冠疫情导致市场增速有所下降。但2021年同比增长仍达8.2%。市场规模达2708亿元，预计到2023年中国保健品市场规模将达到3283亿元，同比增长9.8%。

图38：中国保健食品行业市场规模（亿元）



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

在保健品市场向好的同时，公司积极拓展保健产品矩阵，分别有多种产品对应跨境电商及国内销售渠道。公司保健品板块的主要产品为酶制剂保健品和营养补充剂。公司运用其领先的生物酶技术，深入挖掘产品细分市场，开发了一系列针对年长者、女性、儿童等特定人群及年龄层的优质产品。目前，公司大健康业务已在跨境电商平台实现良性运营，公司自主品牌“Wholly you”旗下的NMN、PQQ、AKG、儿童复合维生素软糖等十多款产品已经上线销售。

图39：公司保健品板块主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

NMN 是公司第一个在电子商务平台上架销售的产品。NMN 全称" β -烟酰胺单核苷酸", 它可以用来补充辅酶 I (NAD⁺)。随着人年龄的增长, 辅酶 I 在体内的含量将急剧下降, 而且食物中的辅酶 I 含量很低, 服用 NMN 有助于提高人体内辅酶 I 的含量水平, 因此 NMN 保健品在国际市场上也被称为“不老药”。2022 年 5 月, 公司与美国子公司 Abinopharm 合作, 联合第三方机构完成了基于雅本生产的 NMN 原料的人体有效性实验。试验结果初步证明公司生产的 NMN 原料药可提高人体辅酶 I 的含量, 有助于增强人体体能、改善人的总体健康水平、改善人的生物年龄。

目前, 公司生产的 Wholly You®NMN 产品已经在京东等跨境平台上销售。该产品由旗下子公司美国 Abinopharm 公司出品, 香港雅本化学有限公司作为中国区总代理。公司子公司颐辉生物拥有一种制备 NMN 方法的发明专利, 并已形成 NMN、NMN PLUS、NMN PRO 的产品矩阵。

图40: 公司 NMN 系列产品



数据来源: 公司官网, 京东网, 东吴证券研究所

4.3. 建农植保：产品种类丰富，为客户提供定制化产品

建农植保曾是江苏建农的全资子公司。江苏建农是国内大型三唑系列化合物生产企业之一，其核心产品植物生长调节剂“多效唑”、广谱杀菌剂“氟硅唑”等拥有较强的品牌知名度与市场竞争力。公司于2012年开始与江苏建农进行农药业务的合作。截至2022年末，公司持有建农植保100%的股权。

建农植保主要生产杀菌剂：氟硅唑、烯唑醇、三唑酮等；杀虫剂：氟吡啶脲、虱螨脲、吡虫啉等；植物生长调节剂：多效唑、抗倒酯；除草剂：灭草松等绿色、高效、低毒、安全的合成农药及复配农药。

图41：建农植保的原药产品

产品名称	CAS NO.	分子式
氟吡啶脲	150062-67-0	$C_9H_6F_3N_3O$
虱螨脲	173584-44-6	$C_{22}H_{17}ClF_3N_3O_2$
螺虫乙酯	203313-25-1	$C_{21}H_{27}NO_5$
吡虫啉	103055-07-8	$C_{12}H_{10}Cl_2F_2N_2O_3$
氟硅唑	116714-46-6	$C_{17}H_9ClF_2N_2O_4$
抗倒酯	95266-40-3	$C_{13}H_{16}O_5$
除虫脲	314-40-9	$C_8H_{13}BN_2O_2$
双苯唑嘧啶	163520-33-0	$C_{18}H_{17}NO_3$
灭草松	25057-89-0	$C_{10}H_{12}N_2O_3S$
异噁草松	81777-89-1	$C_{12}H_{14}ClNO_2$
杀螺胺	50-65-7	$C_{13}H_{16}ClN_2O_4$
啶虫脒	160430-64-8	$C_{10}H_{11}ClN_4$
啶虫啉	138261-41-3	$C_8H_{10}ClN_2O_2$
多效唑	76738-62-0	$C_{15}H_{20}ClN_4O$
戊唑醇	107534-96-3	$C_{16}H_{22}ClN_4O$
粉唑醇	76674-21-0	$C_{18}H_{13}F_2N_3O$
三唑酮	43121-43-3	$C_{14}H_{16}ClN_3O_2$
烯唑醇	83657-24-3	$C_{16}H_{17}Cl_2N_3O$
氟硅唑	85509-19-9	$C_{16}H_{15}F_2N_3Si$

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图42：建农植保工厂



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

建农植保生产能力优异。依托母公司的强大研发能力和特色反应技术，建农植保目前拥有不同级别和材质的反应釜以支持从中试验证到商业化规模的生产。此外，建农植保还配备了7间化学合成车间，既可以满足客户的常规需求，也可以在较短的时间内对生产线进行调整，以迎合客户的特殊化定制需求。

5. 盈利预测、估值与投资评级

5.1. 盈利预测及假设

1. 收入端：我们预计各基地生产进度有序推进。

- **农药中间体：南通基地：**是公司农药中间体主要的生产基地，未来以稳定生产和交付为发展要务，同时探索新产品的规划落地。由于公司与客户签订的订单周期较长，我们根据前期的订单交付情况来预计剩余订单金额，进而判断公司农药中间体板块的业绩情况。**兰州基地：**目前处于建设周期中，公司在兰州基地拥有 3 个现代化生产基地及 1 个高端创新基地，未来将布局专利期产品，同时也有市场化产品，多条生产线将增厚公司业绩。
- **医药中间体：太仓基地：**是高级医药中间体原料药的 GMP 生产基地，根据公司公开披露的信息，太仓基地预计将进行 2-3 年的转型升级，逐步剥离中间体业务，将用较小规模的投入，构建以抗病毒系列为主的医药产品及大健康产品。**马耳他基地：**A2W 拿到 GMP 证书后，将对外销售 CBD 产品，提振公司医药中间体板块业绩。
- **环保产品：**公司按照环保建造类施工项目履约进度，在合同期内确认收入。由于部分环保项目周期较长，因此每年的环保营收变动幅度不大。此外，公司控股子公司河南艾尔旺已在新三板挂牌，于 2023 年 6 月在新三板进行定增，我们预计未来将有多个新项目投入运营，将提高公司环保产品板块的业绩。
- **特种化学品：**我们预计公司特种化学品业务继续稳定发展，产品生产装置稳定运行。

- #### 2. 成本端：1) 我们预计公司稳健投入资金进行基地建设。未来 2-3 年，公司将在现金流健康的情况下，对基地进行改造升级以及投入新产线。2) 我们预计公司将继续扩大研发力度，增加研发投入。公司与复旦大学、上海交通大学、中南大学、兰州大学等高等院校建立产学研合作关系，支持基地项目的建设，为研发团队招收更多技术人才。

表6: 公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
农药中间体	营业收入(亿元)	14.9	14.3	12.0	10.2	12.3	14.7
	毛利率	28%	31%	32%	32%	33%	34%
医药中间体	营业收入(亿元)	3.2	3.4	4.4	5.0	6.0	7.5
	毛利率	17%	21%	34%	34%	34%	34%
环保产品	营业收入(亿元)	0.9	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9
	毛利率	44%	35%	33%	33%	33%	33%
特种化学品	营业收入(亿元)	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
	毛利率	18%	7%	23%	23%	23%	23%
其他	营业收入(亿元)	0.6	0.8	1.1	1.2	1.3	1.5
	毛利率	18%	31%	15%	15%	15%	15%
合计	营业收入(亿元)	20.0	20.7	20.0	19.0	22.2	26.4
	毛利率	27%	29%	31%	31%	32%	33%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们根据公司订单情况进行判断,综合各基地的改造升级和生产项目进度,预计公司 2023 年业绩略有下滑。2024-2025 年,我们预计公司各大基地将继续新增产品布局,扩大生产能力,其中兰州基地生产线将逐步投产,马耳他基地 CBD 项目有序推进,将增厚公司业绩。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 19.0、22.2、26.4 亿元,同比增速分别为-5%、17%、19%。2023-2025 年归母净利润分别为 1.8、2.3、3.0 亿元,同比增速分别为-13%、31%、28%,EPS(摊薄)分别为 0.18、0.24 和 0.31 元/股。

5.2. 估值与投资评级

我们选取 3 家国内行业的代表企业作为可比公司：联化科技、凯赛生物、亿帆医药。

联化科技是一家领先的化学和技术解决方案提供商，致力于服务全球农药、医药、功能化学品以及设备与工程技术等领域。联化科技的主要产品包括：除草剂及中间体、杀虫剂及中间体、杀菌剂及中间体、医药中间体等。**凯赛生物**是一家以合成生物学等学科为基础，利用生物制造技术，从事新型生物基材料的研发、生产及销售的高新技术企业。**亿帆医药**主要从事医药产品、医药原药及中间体和高分子材料的研发、生产、销售及药品推广服务。

公司与富美实合作十余年，为富美实生产质量优异的康宽中间体，是国内少有的能够与富美实达成长期稳定合作的供应商。公司的技术来源于十余年的项目积累，商业化程度高，同业公司在短时间内很难实现大规模的产业化验证，因此我们认为公司当前的技术优势短时间内难以被超越，具有高壁垒。其次，公司是少有的实行国际化战略的农药+医药中间体公司。公司积极推进国内、国外的各大基地建设，推进新老基地协同发展。**国内方面**，公司不仅在江苏布局多个基地，也向西北拓展业务，大力建设兰州基地，在公司现金流稳健的前提下进行产品品类、产能的扩张。**国外方面**，公司较早布局马耳他基地，深化与欧洲客户的关系，积极寻求海外合作机会，提升国际竞争力。根据 Wind 一致预期，以 2023 年 7 月 6 日收盘价计算，2023-2025 年可比公司平均市盈率分别 38.33、28.13 和 20.46 倍，我们预测公司 2023-2025 年市盈率分别 48.58、37.07 和 28.90 倍。

公司估值水平高于可比公司，我们认为主要系公司和富美实保持着长期稳定的合作，在康宽中间体领域属于国内领先的企业，产品极具竞争力，下游客户稳定。即使未来康宽专利到期，公司仍有望凭借其产品质量优势和成本优势抢占市场份额。其次，公司多个基地处于改造升级、布局新产品的阶段，产能在未来三年有望继续放量，公司具备高成长性。最后，公司积极推进医药中间体的研发，将继续开发以抗病毒为主的产品，继续在大健康产品领域发力。**考虑到公司在康宽中间体领域的先发优势和成本优势，以及公司大力推进兰州基地建设，积极开拓医药+大健康领域，我们看好公司的成长性，首次覆盖给予“买入”评级。**

表7：可比上市公司相对估值（参考 2023 年 7 月 6 日收盘价）

代码	公司名称	股价 (人民币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)				PB (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002250.SZ	联化科技	10.28	94.91	6.97	6.43	8.97	11.24	13.62	14.76	10.58	8.44	1.37	1.26	1.14	1.01
688065.SH	凯赛生物	64.28	374.93	5.53	6.40	8.73	12.17	67.77	58.55	42.95	30.80	3.42	3.02	2.83	2.60
002019.SZ	亿帆医药	14.35	175.93	1.91	4.22	5.70	7.94	91.98	41.69	30.85	22.15	2.00	1.79	1.69	1.56
行业平均								57.79	38.33	28.13	20.46	2.26	2.02	1.89	1.72
300261.SZ	雅本化学*	8.92	85.93	2.03	1.77	2.32	2.97	42.34	48.58	37.07	28.90	3.60	3.41	3.18	2.92

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：标*为自行预测，其他为万得一致预期

6. 风险因素

宏观经济波动：全球经济大环境未发生根本性好转，地缘政治冲突使各国发展面临重要威胁。若全球经济增长放缓、宏观经济出现较大波动，将可能对公司的经营业绩和财务状况产生不利影响。

原材料价格波动：公司原材料主要为大宗化学品，价格受市场供需关系影响，存在一定波动。未来如果原材料价格出现大幅上涨，将会对公司毛利率水平产生负面影响，并导致公司经营业绩的下滑和盈利能力的下降。

项目投产进度不及预期：未来几年，公司将加快各生产基地的新项目建设及审批。在项目新建过程中，将导致持续较大金额的资本性支出，从而增加折旧费用、资金利息以及相应的其他运营成本。项目周期一般较长，同时叠加政策变动、市场环境等一系列因素的变化，可能对新项目建设和落地产生不利影响。

股东减持影响：公司于2023年6月7日发布《关于控股股东减持计划预披露的公告》。公司控股股东宁波雅本将根据市场情况、公司股价情况等因素，决定是否实施本次股份减持计划，因此是否实施存在不确定性。本次控股股东减持计划预披露公告可能影响市场对公司的信心，或对公司股价产生一定负面影响。

雅本化学三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,772	1,622	1,924	1,996	营业总收入	2,001	1,896	2,225	2,638
货币资金及交易性金融资产	452	577	433	418	营业成本(含金融类)	1,380	1,307	1,517	1,778
经营性应收款项	660	533	787	801	税金及附加	14	17	20	22
存货	498	373	542	586	销售费用	19	19	22	26
合同资产	100	74	91	114	管理费用	182	178	206	244
其他流动资产	62	65	71	76	研发费用	133	133	156	185
非流动资产	2,236	2,342	2,380	2,434	财务费用	(16)	20	15	14
长期股权投资	61	81	101	127	加:其他收益	10	7	9	12
固定资产及使用权资产	1,003	1,043	1,049	1,047	投资净收益	(17)	0	0	0
在建工程	149	124	107	94	公允价值变动	(9)	0	0	0
无形资产	205	273	300	341	减值损失	(22)	(3)	(2)	(2)
商誉	369	371	373	374	资产处置收益	1	0	0	1
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	252	227	296	380
其他非流动资产	450	450	450	450	营业外净收支	(8)	(3)	(3)	(3)
资产总计	4,008	3,964	4,303	4,430	利润总额	245	224	293	377
流动负债	1,188	959	1,076	917	减:所得税	25	33	44	56
短期借款及一年内到期的非流动负债	634	481	328	254	净利润	220	190	250	321
经营性应付款项	479	392	665	565	减:少数股东损益	17	13	18	23
合同负债	8	20	20	21	归属母公司净利润	203	177	232	297
其他流动负债	66	66	63	78	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	0.18	0.24	0.31
非流动负债	311	353	375	397	EBIT	264	251	315	397
长期借款	222	262	282	302	EBITDA	405	373	460	544
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.04	31.03	31.80	32.60
租赁负债	15	17	19	21	归母净利率(%)	10.14	9.33	10.42	11.27
其他非流动负债	73	73	73	73	收入增长率(%)	(3.42)	(5.26)	17.36	18.60
负债合计	1,499	1,311	1,450	1,314	归母净利润增长率(%)	11.60	(12.84)	31.06	28.26
归属母公司股东权益	2,388	2,517	2,699	2,939					
少数股东权益	122	136	154	177					
所有者权益合计	2,510	2,653	2,853	3,116					
负债和股东权益	4,008	3,964	4,303	4,430					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	81	541	245	319	每股净资产(元)	2.48	2.61	2.80	3.05
投资活动现金流	(231)	(231)	(185)	(204)	最新发行在外股份(百万股)	963	963	963	963
筹资活动现金流	(33)	(185)	(204)	(130)	ROIC(%)	7.28	6.30	7.77	9.42
现金净增加额	(135)	125	(144)	(15)	ROE-摊薄(%)	8.50	7.03	8.59	10.12
折旧和摊销	140	122	145	147	资产负债率(%)	37.39	33.08	33.71	29.67
资本开支	(187)	(211)	(165)	(178)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.34	48.58	37.07	28.90
营运资本变动	(328)	197	(178)	(173)	P/B(现价)	3.60	3.41	3.18	2.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>