

2020 年 4 月 21 日

森萱医药 (830946) : 优质原料药中间体生产企业

推荐 (首次)

医药生物

当前股价: 5.83 元

## 主要财务指标 (单位: 百万元)

|         | 2019A  | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 385    | 468   | 537   | 637   |
| (+/-)   | 109.1% | 21.5% | 14.9% | 18.5% |
| 营业利润    | 61     | 104   | 126   | 158   |
| (+/-)   | 628.0% | 71.0% | 21.6% | 25.2% |
| 归属母公司   | 47     | 84    | 103   | 130   |
| 净利润     |        |       |       |       |
| (+/-)   | 473.1% | 79.3% | 22.6% | 26.3% |
| EPS (元) | 0.26   | 0.46  | 0.56  | 0.71  |
| 市盈率     | 22.8   | 12.7  | 10.4  | 8.2   |

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 投资要点:

● **国内原料药中间体优质企业。**森萱医药成立于 2003 年, 2014 年挂牌全国中小企业股份转让系统。公司是一家原料药中间体、医药化工中间体的生产销售商, 主要产品包括苯巴比妥、扑米酮、保泰松等原料药以及利托那韦和含氧杂环等医药化工中间体。公司 2019Q3 实现营收 3.55 亿元, 归母净利润 7237 万元。2019Q3 公司销售毛利率为 44.46%, 净利率和 ROE 分别为 21.49% 和 14.17%, 盈利能力尚可。2019Q3 公司总资产为 7.56 亿元, 资产负债率为 27.98%。

● **原料药行业集中度不断提高。**我国是全球最大的原料药生产国, 可生产 1500 多种原料药和中间体。经过长期发展, 原料药行业从仅能生产维生素等低端大宗原料药的阶段发展到可以生产较为高端的特色原料药的阶段, 技术水平和产品质量不断提升。近年来, 国家对环保日趋重视, 环保压力的增加提高了医药制造企业的环保支出, 部分产能退出市场, 行业集中度不断提高。

● **公司业务重心逐步转向原料药。**公司于 2018 年进行资产重组, 南通森萱和南通森萱成为其全资子公司, 原料药业务占比达到 55%。公司原料药主要有苯巴比妥、扑米酮、保泰松, 市占率稳定; 中间体产品主要有巴比妥类、抗病毒类、抗艾滋病类药物中间体和含氧杂环类医药化工中间体。公司计划通过资产出售等方式进行资源整合、增加流动资金, 将发展重点逐步转向原料药, 在研发上加大推进原料药新品的路线设计和工艺研发, 致力于实现由化工向制药转变的战略转移。

● **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2019-2021 年实现归

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

 邮箱: [duyh@cfsc.com.cn](mailto:duyh@cfsc.com.cn)

联系人: 陈成

电话: 021-54967650

 邮箱: [chencheng@cfsc.com.cn](mailto:chencheng@cfsc.com.cn)

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

属于母公司净利润分别为 0.84 亿元、1.03 亿元、1.30 亿元，  
对应 EPS 分别为 0.46 元、0.56 元、0.71 元，当前股价对应 PE  
分别为 12.7/10.4/8.2 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**汇率浮动风险；原材料价格波动风险；市场竞争风险。

## 目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 一、公司介绍 .....          | 5  |
| 1.1 公司概况 .....        | 5  |
| 1.2. 公司主营构成 .....     | 5  |
| 1.3 公司财务分析 .....      | 6  |
| 二、公司所处行业及业务分析 .....   | 7  |
| 2.1 原料药行业集中度提升 .....  | 7  |
| 2.2 公司业务逐步转向原料药 ..... | 8  |
| 三、盈利预测与投资评级 .....     | 9  |
| 四、风险提示 .....          | 10 |



## 图表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图表 1: 公司股权结构.....              | 5 |
| 图表 3: 2018 年公司营业收入构成情况.....    | 6 |
| 图表 4: 近五年公司营业收入和归母净利润增长情况..... | 6 |
| 图表 5: 近五年公司盈利能力分析.....         | 7 |
| 图表 6: 近五年公司负债情况.....           | 7 |
| 图表 7: 公司主要产品一览.....            | 8 |
| 图表 8: 公司原料药市场竞争格局.....         | 9 |

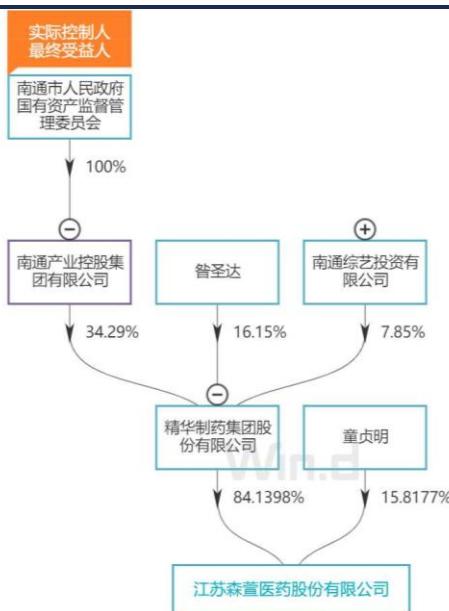


## 一、公司介绍

### 1.1 公司概况

江苏森萱医药股份有限公司（森萱医药，830946.0C）成立于2003年，于2014年挂牌全国中小企业股份转让系统，是一家原料药中间体、医药化工中间体的生产销售商。精华制药集团股份有限公司持有84%股份，系公司的控股股东。产控集团为精华制药的控股股东，南通市国资委持有产控集团100%的股权，系公司实际控制人。

图表 1：公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 1.2.公司主营构成

2018年，公司进行重大资产重组，将控股股东精华制药旗下优质的原料药企业及相关资源注入公司，将公司战略转型为一家主营化学原料药的企业。经过资产重组后，南通森萱药业有限公司和精华制药集团南通有限公司成为公司的全资子公司。目前公司旗下共有五家子公司和一家孙公司。

图表 2：公司旗下子公司

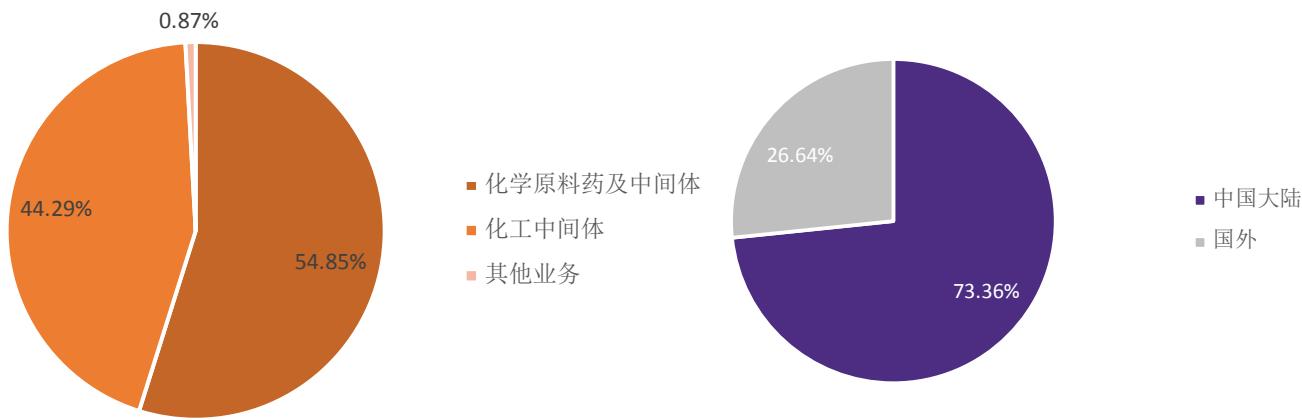
| 被参控公司          | 参控关系 | 直接持股比例（%） | 2018年营业收入（万元） | 2018年净利润（万元） |
|----------------|------|-----------|---------------|--------------|
| 南通森萱药业有限公司     | 子公司  | 100       | 11,689        | 118          |
| 山东鲁化森萱新材料有限公司  | 子公司  | 60        | 6,222         | 1,427        |
| 南通金盛昌化工有限公司    | 子公司  | 100       |               |              |
| 精华制药集团南通有限公司   | 子公司  | 100       | 22,430        | 4,889        |
| 宁夏森萱药业有限公司     | 子公司  | 51        |               |              |
| 精华制药集团如东药业有限公司 | 孙公司  |           |               |              |

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



资产重组后，原料药及中间体产品收入占总收入比例为 55%，化工中间体的收入占比为 44%。公司产品销售至国内外，国内业务占比为 73%，海外业务占比为 27%。公司逐步调整产品结构，淘汰低附加值、高能耗产品，将业务重心转向原料药。

图表 2：2018 年公司营业收入构成情况

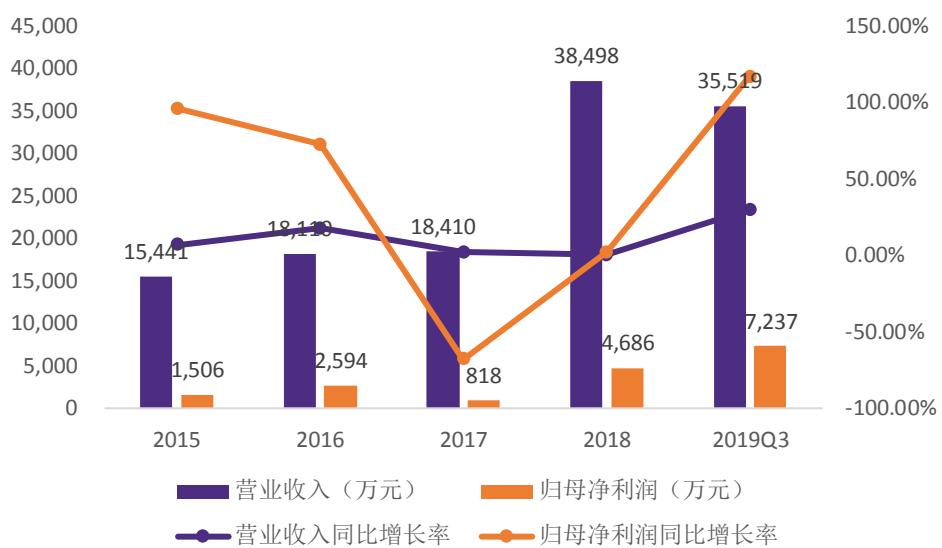


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 1.3 公司财务分析

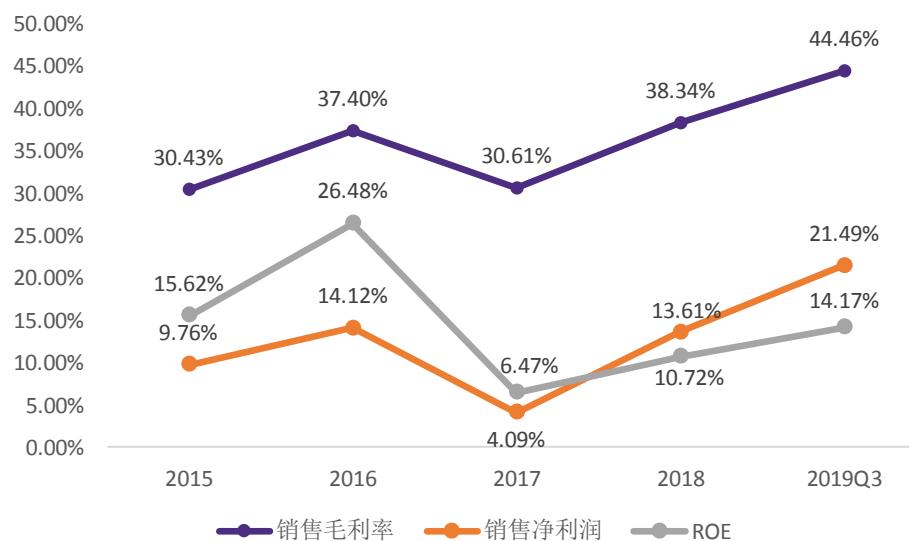
2018 年公司完成了重大资产重组，南通公司并表使得公司收入和利润都大幅提高。2019Q3 公司实现营业收入 35519 万元、归母净利润为 7237 万元。近三年公司产品的毛利率和净利率持续上升，2019Q3 公司销售毛利率为 44.46%，销售净利率为 21.49%，ROE 也稳步上升至 14.17%。总体来看，公司盈利能力尚可。2019 年公司总资产为 7.56 亿元，资产负债率为 27.98%。

图表 3：近五年公司营业收入和归母净利润增长情况



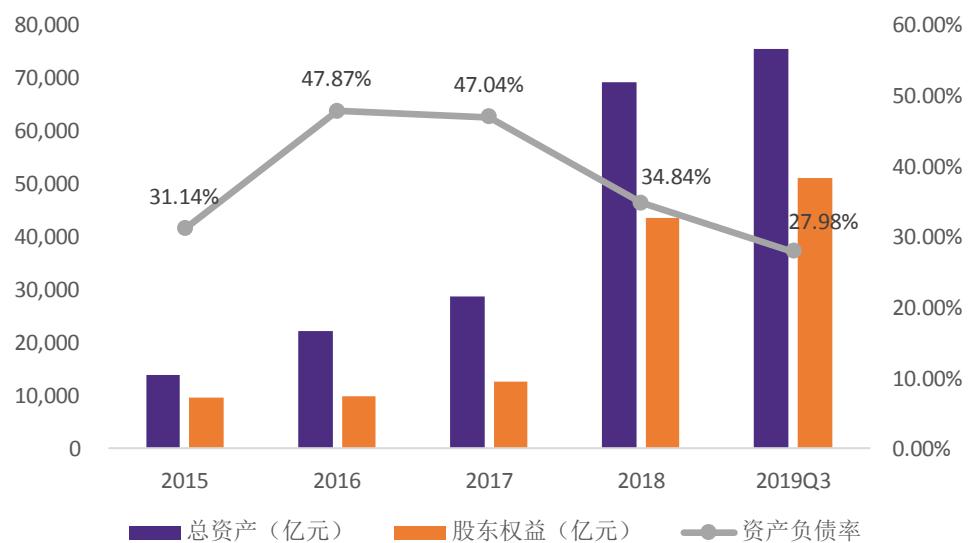
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4: 近五年公司盈利能力分析



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 5: 近五年公司负债情况



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 二、公司所处行业及业务分析

### 2.1 原料药行业集中度提升

我国是全球最大的原料药生产国, 可生产 1500 多种原料药和中间体。我国原料药行业经过长期发展, 已经从仅能生产维生素等低端大宗原料药的阶段发展到可以生产较为高端的特色原料药的阶段, 技术水平不断提升, 质量水平也不断提高, 部分原料



药品种通过美国 FDA 检查或获得欧盟 COS 证书，达到了欧美等发达国家的质量要求。2019 年我国化学原料药销量达 676 万吨。

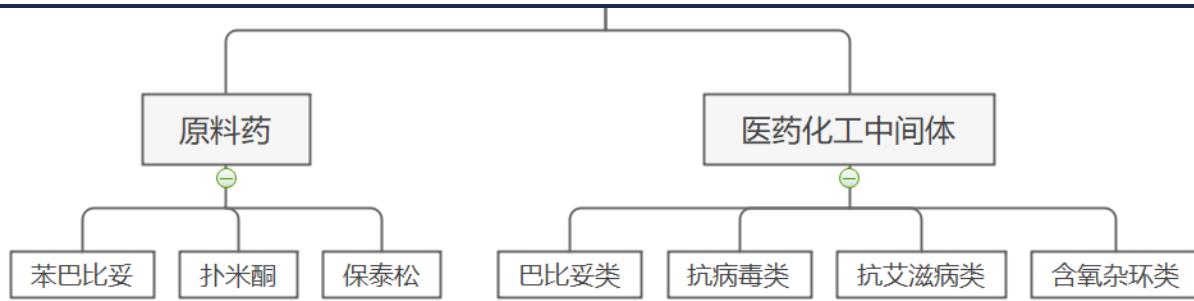
技术水平的提升降低了我国原料药的生产成本，我国人均工资低、生产规模大、配套设施齐全、原材料供应充足，原料药制造业依然有望保持成本优势，竞争力有望不断增强。近年来，国家对环保日趋重视，环保压力的增加提升了医药制造企业的环保支出，逼迫部分小产能退出市场，提升了行业集中度。原料药企业必须进行产业升级，改进工艺，提升污染处理能力，才能在未来发展中实现可持续发展。

## 2.2 公司业务逐步转向原料药

公司产品包含原料药和中间体两大部分。目前，公司原料药有苯巴比妥、扑米酮、保泰松等多个品种。从国内原料药生厂商来看，苯巴比妥共有 3 家生产商、扑米酮共有 2 家生产商、保泰松共有 5 家生产商。公司产品畅销国内外，产品市场占有率达到良好，客户稳定。

公司中间体产品经过多年发展已形成巴比妥类、抗病毒、抗艾滋病类药物中间体和含氧杂环医药化工中间体等系列产品。其中巴比妥类中间体多个品种为公司专有产品，国内独家生产经营；抗艾滋病利托那韦中间体 BDH 已做到国内最大，随着利托那韦等产品的专利到期，该系列中间体需求量将有较大幅度的增长；含氧杂环类产品工艺技术质量稳定，产品质量已达到进口水平，有望逐步实现替代进口，在大型材料工业企业有广阔的应用前景。

图表 6：公司主要产品一览



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 7：公司原料药市场竞争格局

| 药品名称 | 企业名称             |
|------|------------------|
| 苯巴比妥 | 山东新华制药股份有限公司     |
|      | 酒泉大得利制药股份有限公司    |
|      | 精华制药集团南通有限公司     |
| 扑米酮  | 酒泉大得利制药股份有限公司    |
|      | 精华制药集团南通有限公司     |
| 保泰松  | 酒泉大得利制药股份有限公司    |
|      | 精华制药集团南通有限公司     |
|      | 开封制药(集团)有限公司     |
|      | 上海现代哈森(商丘)药业有限公司 |
|      | 济南金达药化有限公司       |

资料来源：Wind 医药库，华鑫证券研发部

公司通过直销方式开拓业务，公司客户包括商丘市新先锋药业有限公司、上海迪赛诺药业有限公司、上海药明康德药业有限公司、印度 HONOURLAB 公司、美国 Gilead 公司、美国 Abbvie 公司、匈牙利 ALKALOIDA 公司、上海合全药业有限公司、精华制药集团股份有限公司等。

经过资产重组后，母公司森萱医药已转型为管理型公司，各项业务也已成功转移至各子公司。2019 年 8 月，公司拟处置本部土地使用权、房间及建筑物以及相关附属设施。2019 年底，公司拟出售全资子公司南通金盛昌化工有限公司 100% 股权，南通金盛昌化工主营业务为 1, 4-二氧六环产品的生产和销售。由于公司子公司南通森萱药业有限公司已完全具备二氧六环产品的生产条件和销售网络，因此出售南通金盛昌化工不会对公司整体生产和销售产生负面影响。

近两年来，公司通过资产重组、资产出售等方式，逐步整合资源、盘活资产、补充流动资金，将发展重点逐步转向原料药，将现有医药中间体品种向原料药升级，以进一步提高原料药销售比重。在研发方面，公司一方面加大推进原料药新品的路线设计和工艺研发，致力于实现由化工向制药转变的战略转移；另一方面也在进行现有原料药及中间体技术工艺的革新优化，未来公司的盈利能力和利润有望进一步提高。

### 三、盈利预测与投资评级

我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.84 亿元、1.03 亿元、1.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.46 元、0.56 元、0.71 元，当前股价对应 PE 分别为 12.7/10.4/8.2 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。



## 四、风险提示

- 1) 汇率浮动风险：公司产品销售至海外，汇率浮动会影响公司利润；
- 2) 原材料价格波动风险：化工产品的价格变化会影响公司的生产成本；
- 3) 市场竞争风险：国内原料药企业较多，面临一定的市场竞争风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

| 资产负债表(百万元)        | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 利润表(百万元)         | 2018A  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产：</b>      |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | 385    | 468   | 537   | 637   |
| 货币资金              | 74           | 108          | 150          | 199          | 营业成本             | 237    | 262   | 295   | 344   |
| 应收账款              | 61           | 73           | 82           | 96           | 营业税金及附加          | 7      | 7     | 7     | 7     |
| 存货                | 93           | 100          | 111          | 126          | 销售费用             | 15     | 19    | 22    | 27    |
| 其他流动资产            | 17           | 19           | 21           | 23           | 管理费用             | 44     | 53    | 60    | 71    |
| 流动资产合计            | 245          | 300          | 364          | 443          | 财务费用             | 3      | 2     | 2     | 2     |
| <b>非流动资产：</b>     |              |              |              |              | 费用合计             | 63     | 74    | 85    | 99    |
| 可供出售金融资产          | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失           | 5      | 6     | 6     | 6     |
| 固定资产+在建工程         | 359          | 399          | 440          | 482          | 公允价值变动           | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产+商誉           | 80           | 84           | 88           | 92           | 投资收益             | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产           | 10           | 11           | 12           | 13           | <b>营业利润</b>      | 61     | 104   | 126   | 158   |
| 非流动资产合计           | 449          | 493          | 539          | 587          | 加：营业外收入          | 1      | 1     | 1     | 1     |
| 资产总计              | 694          | 793          | 903          | 1,031        | 减：营业外支出          | 2      | 2     | 2     | 3     |
| <b>流动负债：</b>      |              |              |              |              | <b>利润总额</b>      | 60     | 103   | 125   | 157   |
| 短期借款              | 50           | 55           | 61           | 67           | 所得税费用            | 7      | 13    | 15    | 19    |
| 应付账款、票据           | 34           | 36           | 39           | 45           | <b>净利润</b>       | 52     | 90    | 110   | 137   |
| 其他流动负债            | 156          | 171          | 188          | 198          | 少数股东损益           | 6      | 6     | 7     | 7     |
| 流动负债合计            | 240          | 263          | 288          | 309          | <b>归母净利润</b>     | 47     | 84    | 103   | 130   |
| <b>非流动负债：</b>     |              |              |              |              |                  |        |       |       |       |
| 长期借款              | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |        |       |       |       |
| 其他非流动负债           | 2            | 2            | 2            | 2            | <b>主要财务指标</b>    | 2018A  | 2019E | 2020E | 2021E |
| 非流动负债合计           | 2            | 2            | 2            | 2            | <b>成长性</b>       |        |       |       |       |
| 负债合计              | 242          | 265          | 291          | 312          | 营业收入增长率          | 109.1% | 21.5% | 14.9% | 18.5% |
| <b>所有者权益</b>      |              |              |              |              | 营业利润增长率          | 628.0% | 71.0% | 21.6% | 25.2% |
| 股本                | 183          | 183          | 183          | 183          | 归母净利润增长率         | 473.1% | 79.3% | 22.6% | 26.3% |
| 资本公积金             | 163          | 163          | 163          | 163          | 总资产增长率           | 141.5% | 14.3% | 13.9% | 14.1% |
| 未分配利润             | 84           | 151          | 224          | 317          | <b>盈利能力</b>      |        |       |       |       |
| 少数股东权益            | 15           | 15           | 15           | 15           | 毛利率              | 38.3%  | 44.0% | 45.0% | 46.0% |
| 所有者权益合计           | 452          | 528          | 613          | 719          | 营业利润率            | 15.8%  | 22.2% | 23.5% | 24.8% |
| 负债和所有者权益          | 694          | 793          | 903          | 1,031        | 三项费用/营收          | 16.3%  | 15.9% | 15.7% | 15.5% |
|                   |              |              |              |              | EBIT/销售收入        | 0.0%   | 22.9% | 24.2% | 25.4% |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>净利润率</b>      | 13.6%  | 19.3% | 20.4% | 21.6% |
| 净利润               | 52           | 90           | 110          | 137          | <b>ROE</b>       | 11.6%  | 17.1% | 17.9% | 19.1% |
| 折旧与摊销             | 38           | 42           | 48           | 56           | <b>营运能力</b>      |        |       |       |       |
| 财务费用              | 6            | 2            | 2            | 2            | 总资产周转率           | 55.5%  | 59.0% | 59.5% | 61.8% |
| 存货的减少             | -11          | -8           | -10          | -15          | <b>资产结构</b>      |        |       |       |       |
| 营运资本变化            | 22           | -9           | -6           | -8           | 资产负债率            | 34.8%  | 33.4% | 32.2% | 30.2% |
| 其他非现金部分           | 0            | 9            | 10           | 2            | <b>现金流质量</b>     |        |       |       |       |
| 经营活动现金净流量         | 107          | 126          | 154          | 174          | 经营净现金流/净利润       | 2.04   | 1.40  | 1.40  | 1.26  |
| 投资活动现金净流量         | -71          | -81          | -89          | -98          | <b>每股数据(元/股)</b> |        |       |       |       |
| 筹资活动现金净流量         | -17          | -11          | -22          | -26          | 每股收益             | 0.26   | 0.46  | 0.56  | 0.71  |
| 现金流量净额            | 21           | 34           | 43           | 49           | 每股净资产            | 2.46   | 2.88  | 3.34  | 3.92  |

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

## 股票的投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐   | >15%              |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15%          |
| 3 | 中性   | (-) 5%--- (+) 5%  |
| 4 | 减持   | (-) 15%--- (-) 5% |
| 5 | 回避   | < (-) 15%         |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## 行业的投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持   | 明显强于沪深300指数       |
| 2 | 中性   | 基本与沪深300指数持平      |
| 3 | 减持   | 明显弱于沪深300指数       |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>