

# 森萱医药 (830946.OC) 特色原料药领先企业，锂电驱动含氧杂环业务快速增长

2021 年 09 月 06 日

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2021/9/3
当前股价(元)	5.36
一年最高最低(元)	6.82/4.23
总市值(亿元)	22.88
流通市值(亿元)	4.35
总股本(亿股)	4.27
流通股本(亿股)	0.81
近 3 个月换手率(%)	72.23

## 股价走势图



数据来源：聚源

任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）

sunjinju@kysec.cn

证书编号：S0790519110002

### ● 国内特色原料药领先企业，并购重组助力加速成长

森萱医药是国内特色原料药的领先企业，通过并购重组完成了产业链上下游一体化和细分领域的拓展，目前已经形成了中间体和原料药的协同布局。在带量采购、老龄化和专利药到期的推动下，特色原料药行业前景可期，公司将受益于产业政策支持和行业发展红利。同时在下游锂电需求快速增长的驱动下，公司含氧杂环业务将迎来加速发展。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.50/1.76/2.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.41/0.50 元/股，当前股价对应 PE 分别为 15.2/13.0/10.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 特色原料药前景可期，政策支持产业加速整合升级

在人口老龄化、带量采购推动仿制药（特色原料药下游）快速放量以及未来大量专利药专利即将到期的推动下，特色原料药市场需求放量可期。我国是全球最大的原料药生产国，但以大宗原料药为主，在特色原料药和专利原料药生产上与国外先进水平仍有较大差距。2015 年以来我国不断出台环保监管政策，加速推动原料药市场中小产能出清，提升行业集中度。同时政策持续支持技术升级，逐步由大宗原料药向高端特色原料药方向转型升级。

### ● 特色原料药产能加码，锂电驱动含氧杂环业务加速发展

公司各类原料药产能利用率不断提升推动毛利率持续提升。同时，公司继续加码利托那韦（抗艾滋病）、双嘧达莫（治疗心血管疾病）等特色原料药产能，将带来新的增长动力。公司含氧杂环类产品的下游主要是药物中间体、锂电和共聚甲醛。目前公司含氧杂环整体产能 8000 吨/年，是国内主要供应商之一，产能优势显著。我国是全球最大的锂离子电池制造国，受益于新能源汽车渗透率的加速提升，锂电行业将迎来持续高景气。下游的持续高景气也将推动公司含氧杂环业务迎来加速发展。

### ● 风险提示：新冠疫情冲击、原材料价格上涨风险等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	507	545	569	669	801
YOY(%)	31.7	7.5	4.4	17.5	19.8
归母净利润(百万元)	106	144	150	176	213
YOY(%)	125.3	36.0	4.6	17.0	21.3
毛利率(%)	44.5	48.3	49.2	49.4	50.1
净利率(%)	22.2	27.8	28.5	28.3	28.7
ROE(%)	20.4	15.3	14.4	15.1	16.2
EPS(摊薄/元)	0.25	0.34	0.35	0.41	0.50
P/E(倍)	21.7	15.9	15.2	13.0	10.7
P/B(倍)	4.4	2.4	2.2	2.0	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 中间体原料药协同布局，并购助力加速发展 .....	4
1.1、 并购注入原料药业务，实控人为南通国资委 .....	4
1.2、 并购后整合效果显著，降本增效推动业绩快速提升 .....	5
1.3、 中间体原料药协同布局，客户关系稳定结构多元 .....	5
2、 特色原料药前景可期，政策支持产业加速升级 .....	7
2.1、 带量采购、老龄化、专利药到期三轮驱动，特色原料药前景可期 .....	7
2.2、 国内以大宗原料药为主，政策推动行业加速整合升级 .....	10
3、 特色原料药产能加码，锂电驱动含氧杂环需求拐点向上 .....	12
3.1、 产能利用率不断上行，募投加码特色原料药 .....	12
3.2、 公司含氧杂环收入快速增长，下游锂电驱动加速发展 .....	13
4、 盈利预测与投资建议 .....	14
5、 风险提示 .....	15
附：财务预测摘要 .....	16

## 图表目录

图 1： 公司实控人为南通市国资委 .....	4
图 2： 公司近 3 年收入平稳增长 .....	5
图 3： 公司近 3 年净利润快速增长 .....	5
图 4： 公司近 3 年毛利率稳步提升 .....	5
图 5： 公司近 3 年期间费用率稳步下降 .....	5
图 6： 原料药占公司 2020 年收入的 60% .....	6
图 7： 公司含氧杂环类产品营收增长显著 .....	6
图 8： 原料药处于药品制造产业链中游 .....	8
图 9： 全球原料药市场规模预测 CAGR 为 6% .....	8
图 10： 全球原料药需求集中于美、欧、日等发达地区 .....	8
图 11： 2017-2018 年我国原料药出口金额呈上升趋势 .....	9
图 12： 国家级带量采购后仿制药价格大幅下降 .....	9
图 13： 我国人口老龄化趋势明显 .....	10
图 14： 大量仿制药专利预将到期 .....	10
图 15： 2019 年中国是全球最大的大宗原料药供应国 .....	11
图 16： 2019 年美国在专利原料药领域占据主导地位 .....	11
图 17： 我国原料药产量 2018 年后出现下滑 .....	11
图 18： 2015 年以来原料药和制剂企业数量明显减少（单位：个） .....	12
图 19： 我国锂电池产量高速增长 .....	14
图 20： 我国共聚甲醛消费量稳健增长 .....	14
图 21： 公司含氧杂环类中间体收入迎来快速增长 .....	14
表 1： 公司通过并购重组加快细分领域拓展和产业链一体化布局 .....	4
表 2： 公司主要产品包括原料药和中间体 .....	6
表 3： 公司具备行业多项权威认证资格 .....	7
表 4： 公司客户关系稳定、结构多元化 .....	7

表 5: 原料药包括专利原料药、特色原料药和大宗原料药三类 .....	8
表 6: 政策支持提升生产技术水平和发展高端特色原料药方向 .....	12
表 7: 公司各类原料药产能利用率持续提升 .....	13
表 8: 公司投资 1 亿元加码特色原料药产能扩张 .....	13
表 9: 可比公司估值参考（亿元、元/股） .....	15

## 1、中间体原料药协同布局，并购助力加速发展

森萱医药是国内特色原料药和中间体的领先企业。公司主要从事原料药、医药中间体、高新材料的研发、生产和销售，主要客户为国内外知名大型医药和化工企业。公司多项原料药产品通过 GMP 和 FDA 认证，并已通过 ISO 各项质量管理体系和环境管理体系认证，同时拥有多项发明专利、实用新型专利、非专利技术，是国内特色原料药生产制造的领先企业。

### 1.1、并购注入原料药业务，实控人为南通国资委

外延并购整合产业链，上下游布局协同发展。公司 2012 年至 2018 年先后完成对产业链上下游和同业公司的并购，不断加快一体化布局进程，在中间体和原料药细分领域上协同发展，助力公司市场竞争力不断提升。

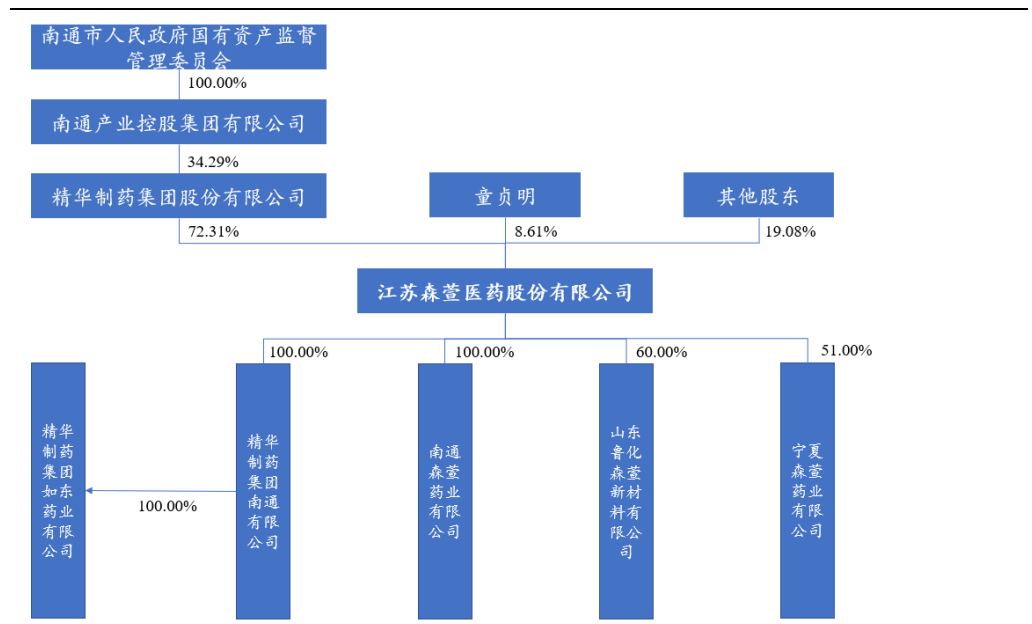
表1：公司通过并购重组加快细分领域拓展和产业链一体化布局

时间	发展大事记
2003 年	公司成立
2012 年	公司与下游客户精华制药集团股份有限公司完成资产重组，完成产品的上下游整合
2014 年	在全国股转系统挂牌并进入创新层
2016 年	与下游客户共同投资设立控股子公司鲁化森萱；收购二氧六环主要竞争对手南通金盛昌
2018 年	重大资产重组收购控股股东持有的南通公司 100%股权和南通森萱 35.18%股权；与南通公司上游供应商共同投资设立控股子公司宁夏森萱，确保原料供应

资料来源：公开发行说明书、开源证券研究所

公司实际控制人为南通市国资委。根据公司 2021 年中报数据显示，公司第一大股东为精华制药集团，持有公司 72.31%股份，而精华制药集团第一大股东为南通产业控股有限公司，该公司为南通市国资委全资子公司。因此，公司实际控制人系南通市国资委，截至 2021 年 6 月末前 10 大股东持股占比合计 83.31%。

图1：公司实控人为南通市国资委

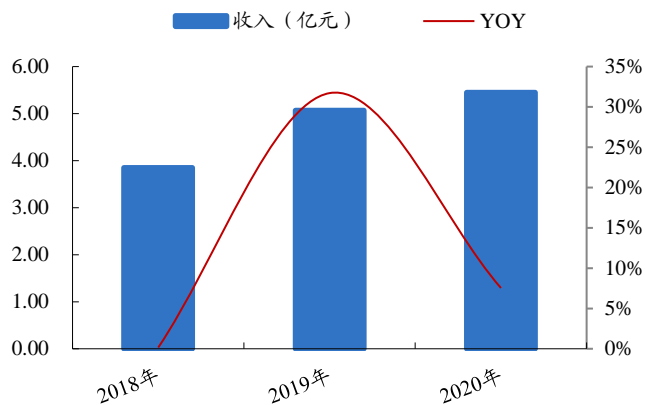


资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、并购后整合效果显著，降本增效推动业绩快速提升

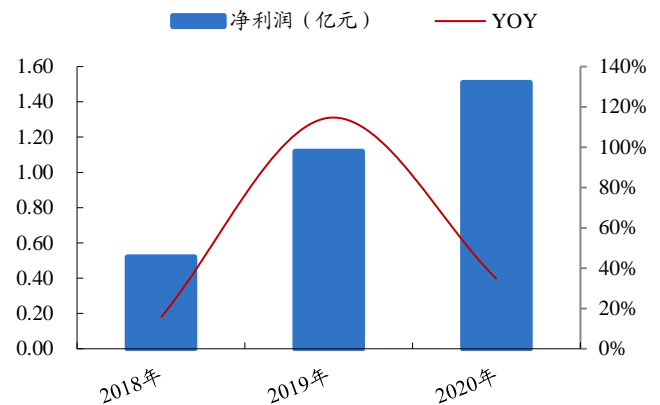
重组完成后公司整体业绩显著增长。公司2018年完成重大资产重组注入原料药业务，2018-2020年，公司营业收入和净利润保持稳健增长，收入从2018年的3.85亿元稳步增长到2020年的5.45亿元，CAGR为19.02%，净利润则是从5239万元快速提升至1.51亿元，CAGR达70.03%。随着重组后协同效用的提升，公司利润率同样持续提升，毛利率由2018年的38.34%逐步提升至2020年的48.33%。同时，在规模化和精细化管理的推动下，公司期间费用率不断下降，推动净利率由2018年的13.61%大幅提升至2020年的27.78%。

图2：公司近3年收入平稳增长



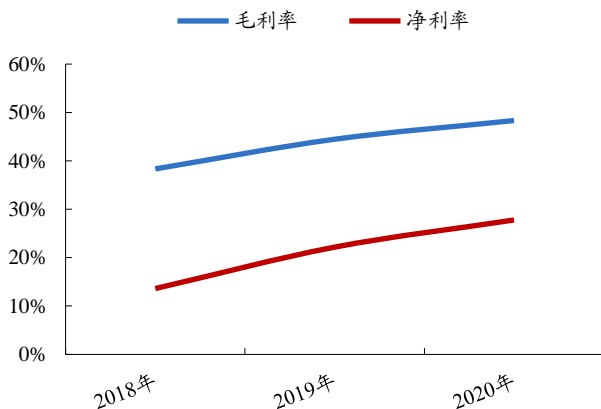
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：公司近3年净利润快速增长



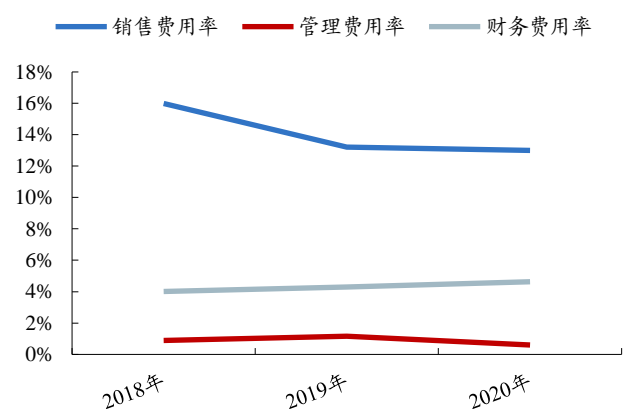
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司近3年毛利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司近3年期间费用率稳步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3、中间体原料药协同布局，客户关系稳定结构多元

公司主营产品包括化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体。其中原料药主要涵盖抗肿瘤类原料药、解热镇痛抗炎类原料药、抗癫痫类原料药等；医药中间体产品主要涵盖抗艾滋病类医药中间体、抗癫痫类医药中间体、抗肿瘤类医药中间体等。公司已建立了以南通森萱为医药中间体，以南通公司为原料药的一体化产业链模式，同时具备医药中间体与原料药生产、研发及销售的实力，以增强核心竞争力。

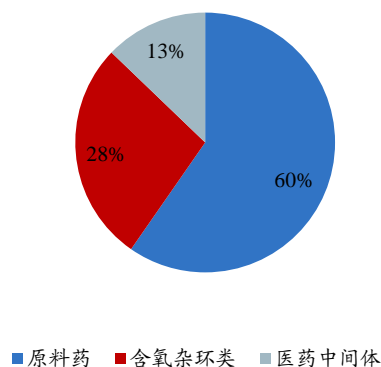
其中原料药贡献主要营收，含氧杂环中间体增长迅速。2020 年公司原料药业务营收贡献占比达 60%，含氧杂环和医药中间体合计贡献 40%，其中含氧杂环类产品同比增长高达 38.32%。

表2: 公司主要产品包括原料药和中间体

产品类别	产品名称	主要功效
原料药	抗肿瘤原料药	氟尿嘧啶是最常用的嘧啶类代谢药，属于抗代谢抗肿瘤药，对多种实体瘤有效，特别是在治疗消化道肿瘤方面。
	保泰松	保泰松是解热镇痛抗炎药，用于治疗风湿性关节炎及痛风。
	吡罗昔康	吡罗昔康为临床上常用的非甾体类抗炎药，具有镇痛、抗炎及解热作用，用于治疗风湿性关节炎，各种软组织病变的疼痛和肿胀；可以抑制血小板的聚集。
	苯巴比妥	苯巴比妥又名鲁米那，属于广谱抗癫痫药物。该药物具有高效的催眠、镇静、抗惊厥及抗癫痫等功效，可迅速、有效地控制癫痫的发作，减少癫痫发作的次数。
	扑米酮	扑米酮是一种去氧巴比妥类抗癫痫药，适用于癫痫大发作和局限性发作。
	利托那韦类医药中间体	利托那韦医药中间体，用于利托那韦的合成。利托那韦是一种 HIV 蛋白酶抑制剂，具有抗人免疫缺陷病毒（HIV）的活性，由生物制药企业艾伯维公司研发上市，用作抗病毒药。
医药中间体	抗癫痫类医药中间体	苯巴比妥又名鲁米那，属于广谱抗癫痫药物。该药物具有高效的催眠、镇静、抗惊厥及抗癫痫等功效，可迅速、有效地控制癫痫的发作，减少癫痫发作的次数。
化工中间体	含氧杂环类化工中间体	二氧五环，也称 1,3 二氧五环，是一种优良的有机溶剂，主要用作油和脂肪的溶剂、提取剂，锂电池的电解溶剂、氯基溶剂稳定剂，药物中间体等。
		二氧六环，是一种优良的有机溶剂，用途广泛，主要用于药物合成工艺中的反应介质及药物提纯过程中的萃取剂。

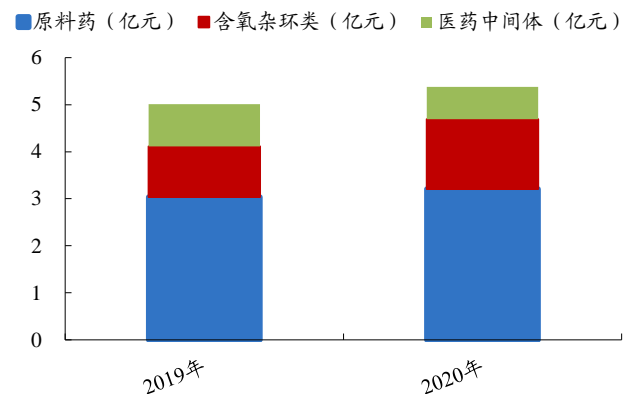
资料来源：公开发行说明书、开源证券研究所

图6: 原料药占公司 2020 年收入的 60%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7: 公司含氧杂环类产品营收增长显著



数据来源：Wind、开源证券研究所



**公司具备行业多项权威认证资格。**截至公开发行说明书发布日期，公司 10 项原料药品种已获得国内 GMP 认证资质、5 项原料药品种已获得欧盟 CEP 认证资质，2 项原料药品种已获得澳大利亚 GMP 认证资质，4 项原料药产品已获得美国 DMF 注册文件，1 项原料药产品已获得美国 VMF 注册文件，且公司已通过了美国 FDA 现场核查 (Establishment Inspection Report)，公司产品拥有较强的海外市场竞争实力。

**表3: 公司具备行业多项权威认证资格**

认证类别	产品名称
中国 GMP 认证	氟尿嘧啶、苯巴比妥、保泰松、扑米酮、吡罗昔康、氟胞嘧啶、丙硫氧嘧啶、盐酸莫索尼定、非那西丁、双嘧达莫
澳大利亚 GMP 认证	氟尿嘧啶、扑米酮
欧洲 CEP 认证	苯巴比妥、氟胞嘧啶、氟尿嘧啶、保泰松、扑米酮
美国 DMF 注册	苯巴比妥、氟尿嘧啶、氟胞嘧啶、扑米酮
美国 VMF 注册	保泰松

资料来源：公开发行说明书、开源证券研究所

**客户关系稳定，客户结构多元。**一般情况下，由于 GMP 法规等因素，国内下游客户变更原料药供应商时程序较为复杂，同时国内药品进入国外市场需要符合不同国家卫生部门的法规要求，并在当地药监局进行注册，合格供应商认证程序非常繁琐且耗费时间，一旦双方确立合作关系，客户通常不会轻易变更原料药供应商，因此公司与客户的合作关系较为稳定。

**表4: 公司客户关系稳定、结构多元化**

国内客户	国外客户
商丘市新先锋药业有限公司	Honour Lab Limited
上海现代哈森（商丘）药业有限公司	Welding GmbH & Co. KG
上海合全药业股份有限公司	P.T. TDP
山东鲁抗医药股份有限公司	ZETA PHARMACEUTICALS LLC
海南卓泰制药有限公司	Alkaloida Chemical Co. Zrt

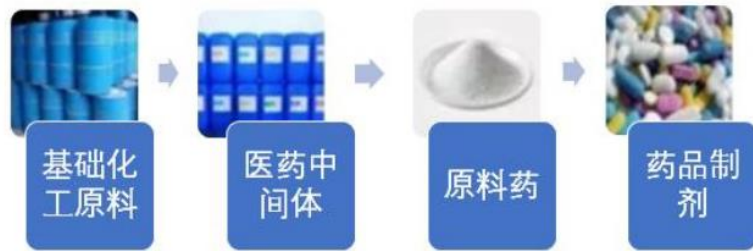
资料来源：公开发行说明书、开源证券研究所

## 2、特色原料药前景可期，政策支持产业加速升级

### 2.1、带量采购、老龄化、专利药到期三轮驱动，特色原料药前景可期

从下游制剂所处生命周期来看，原料药可以分为专利原料药、特色原料药和大宗原料药三类。专利原料药主要对应专利保护期内药品，由制剂厂家自行生产或以合同定制方式委托专业原料药公司进行生产，产品利润率高，研发能力强并获得客户认可的原料药企业通常自临床前或临床阶段即介入；特色原料药主要对应专利保护期过后药品，利润率仍可维持在较高水平，仅少数企业可进行生产，特色原料药的研发通常在专利到期前 5 年至 6 年即开始；大宗原料药主要对应专利保护期过后较长时间药品，产品利润率低，但需求量较大，市场竞争激烈。

图8：原料药处于药品制造产业链中游



资料来源：公开发行说明书

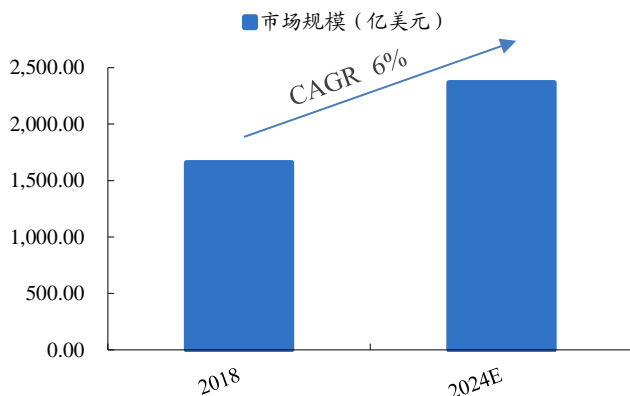
表5：原料药包括专利原料药、特色原料药和大宗原料药三类

	专利原料药	特色原料药	大宗原料药
销售放量时间段	导入市场 3-8 年间	专利期后前 2 年	专利期后 20 年
销售量变化趋势	平稳增长	快速增长	稳定
毛利率变化趋势	略微下降	快速下降	稳定
驱动因素	技术管控	技术+成本	成本管控
下游制剂	创新药/专利药	“新”仿制药	“老”仿制药

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

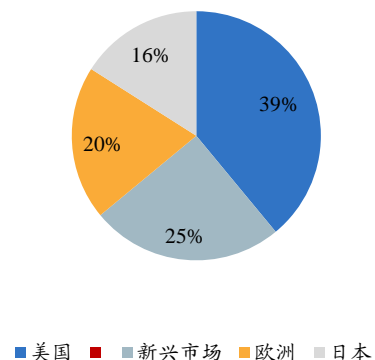
全球原料药市场规模预期保持年均 6% 增长，海外市场需求大。根据 Mordor Intelligence 数据预测，2018 至 2024 年全球原料药市场将保持 6% 的年均增长水平，整体市场规模将由 2018 年的 1657 亿美元增长至 2024 年的 2367 亿美元。原料药行业已相对成熟，已经出现全球化供应格局。由于全球大型制药企业多分布在美、欧、日等发达地区，因此这三个地区需求合计占比高达 75%，整体需求量大。供给端来看，2017 年开始我国原料药出口金额即呈上涨趋势。2017 年我国原料药出口金额 291 亿美元，同比增长 14%。2018 年，出口金额 300.48 亿美元，同比继续增长 3.20%，其中对美国、欧盟、印度等主要市场分别增长 8.87%、3.56%、1.71%。

图9：全球原料药市场规模预测 CAGR 为 6%



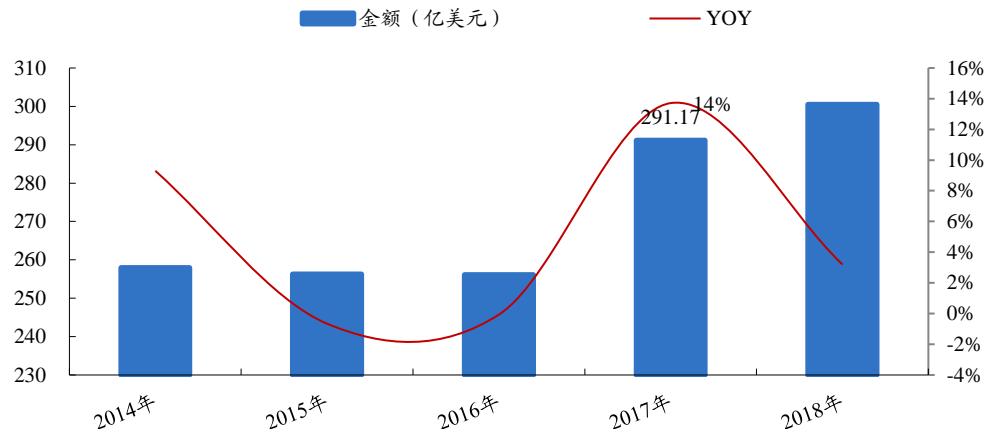
数据来源：Mordor Intelligence、开源证券研究所

图10：全球原料药需求集中于美、欧、日等发达地区



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所



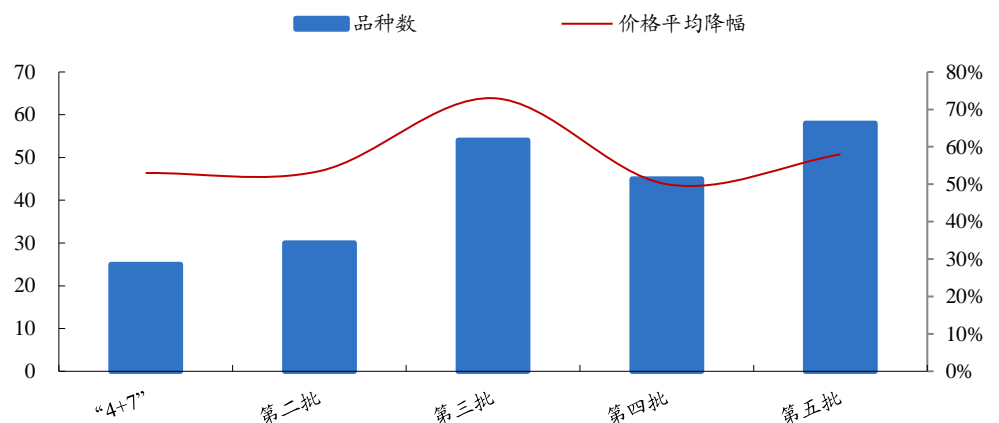
**图11: 2017-2018 年我国原料药出口金额呈上升趋势**


数据来源：中国医药保健品进出口商会、开源证券研究所

展望行业未来发展空间，我们认为有三大因素驱动原料药行业需求不断抬升：（1）带量采购；（2）人口老龄化；（3）大量仿制药专利将到期，具体来看：

#### 驱动因素 1：带量采购打通销售渠道，仿制药价跌量升推动特色原料药需求增长。

2018 年以前，国内仿制药行业毛利率较高，呈现出较大的吸引力。为了提高医保经费利用率，降低仿制药和已过专利期的原研药的暴利，挤压传统商业模式带来的高比例营销费用，我国 2018 年开始推动带量采购模式。目前带量采购主要针对下游制剂中的“新”仿制药，平均降价幅度超过 60%，但销售量也同时得到保证，仿制药处于价跌量升局面。随着仿制药集采推进，药物价格的进一步下降和民众对于疾病的知晓率和治疗率的不断提升，特色原料药的用量会由于仿制药的价跌量升而快速提高。同时，原料药企业由于上游供应的稀缺性，议价权较强，受降价影响较小，将显著受益于仿制药用量的提升。

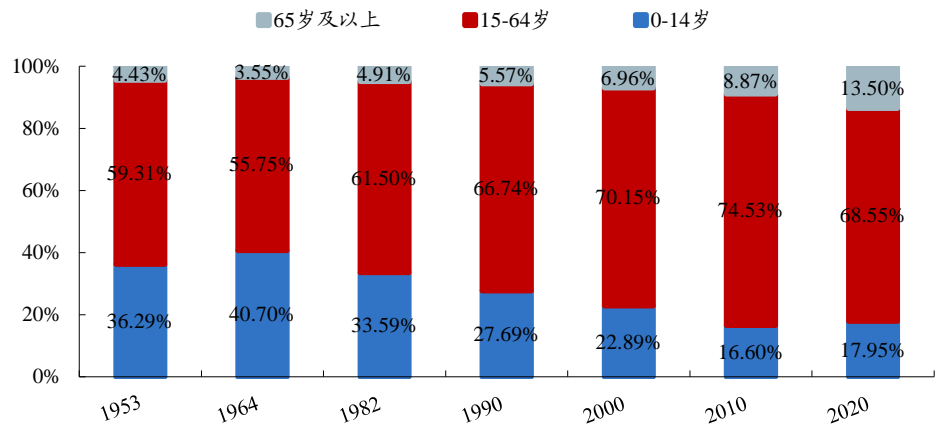
**图12: 国家级带量采购后仿制药价格大幅下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**驱动因素 2：人口老龄化趋势明显，将催生医药市场需求。**根据国家统计局历次人口普查数据来看，自从 1964 年全国第二次人口普查以来，我国 65 岁及以上人口占比连续增加，已从 1964 年的 3.55% 增加至 2020 年的 13.50%，老龄化趋势明显，同时近期公布的三胎政策也从侧面印证未来老龄化趋势可能进一步加剧，预计将不断催

生物医药市场的用药需求。

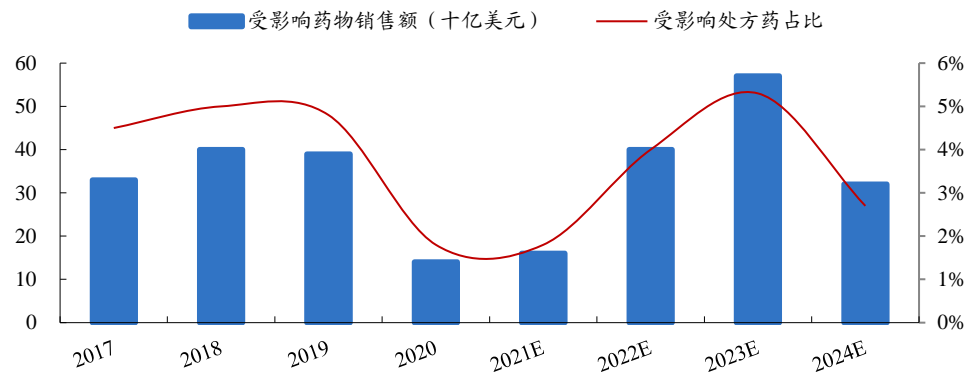
图13: 我国人口老龄化趋势明显



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

**驱动因素 3: 大量专利药专利即将到期，特色原料药市场需求放量可期。**原料药行业是药品制剂行业上游行业，其发展状况与药品制剂行业的发展保持一致。根据 Evaluate Pharma 发布的报告显示，预计 2021-2024 年合计预将有 1450 亿美元销售额的专利药到期，由于仿制药价格一般约为专利药的 10%-20%，因此初步估计仿制药的市场替代空间预将达 145-290 亿美元。未来伴随大批专利药到期，仿制药市场将迎来新一轮增长动力，同时将带动特色原料药和医药中间体行业市场持续扩张。

图14: 大量仿制药专利预将到期



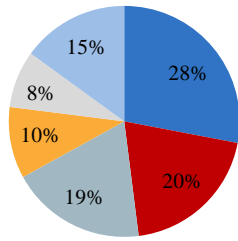
数据来源：Evaluate Pharma、开源证券研究所

## 2.2、国内以大宗原料药为主，政策推动行业加速整合升级

**原料药产业向亚太转移，特色原料药研发仍有差距。**随着欧美环保要求不断提升和亚太国家成本优势显现，全球原料药产业正逐步向亚太地区迁移。其中，中国原料药供应以大宗原料药为主，印度以技术壁垒稍高的特色原料药为主。从全球原料药供给分布地区来看，2019 年中国是世界最大的原料药供应国，占比达到 28%，但更多则是依靠人力成本优势、原材料优势及仿制药研发与工艺配套优势进行大宗原料药生产。美国、欧洲等发达国家凭借研究开发、生产工艺及知识产权保护等多方面的优势，在附加值较高的专利原料药领域占据主导地位。我国特色原料药生产与国外先进水平相比仍存在一定的差距。展望未来，我国原料药产业还需不断加强原料药设

备新技术的应用，提高生产标准，向世界一流生产技术水平看齐。

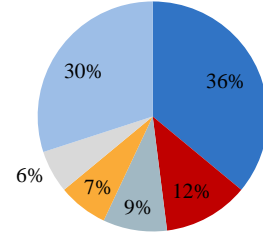
图15：2019年中国是全球最大的大宗原料药供应国



■ 中国 ■ 意大利 ■ 印度 ■ 美国 ■ 欧洲（除意大利） ■ 其他地区

数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图16：2019年美国在专利原料药领域占据主导地位

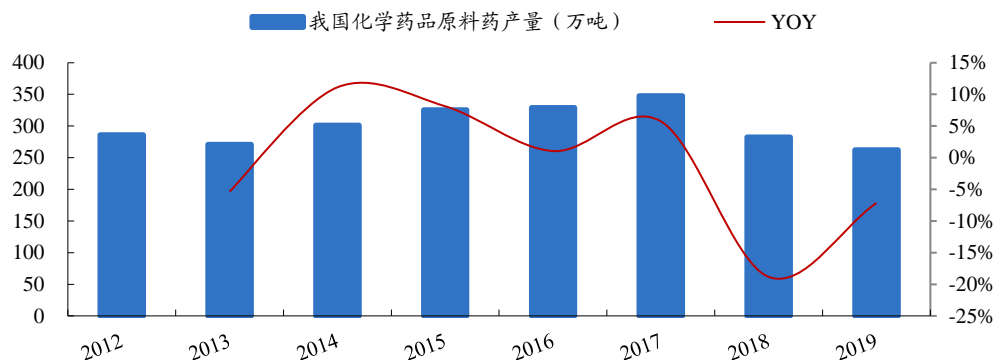


■ 美国 ■ 印度 ■ 中国 ■ 意大利 ■ 日本 ■ 其他地区

数据来源：科睿唯安、开源证券研究所

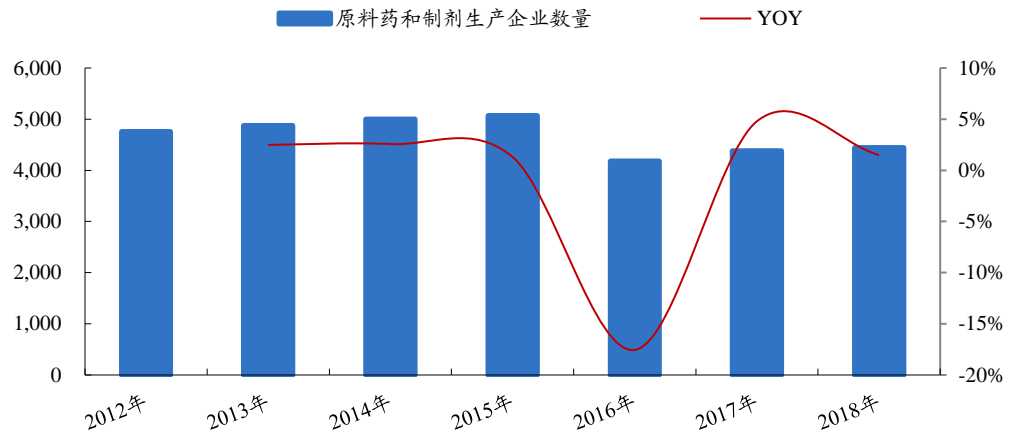
我国原料药产量2018年后出现下滑。从生产能力来看，2012-2017年，我国化学药品原料药产量整体呈增长趋势，从286.24万吨增长至347.80万吨，年复合增长率3.97%；2018-2019年受环保压力等因素的影响，我国化学药品原料药产量开始出现下滑，2018年产量为282.30万吨，2019年产量为262.10万吨，分别同比下降18.83%和7.16%。

图17：我国原料药产量2018年后出现下滑



数据来源：公开发行说明书、开源证券研究所

环保高压政策加速行业整合，市场集中度有望进一步提高。伴随产业转移过程，我国大宗原料药部分细分市场早已出现产能过剩情况，伴随产品价格下滑和生产成本提高，部分中小生产企业开始陆续退出市场。同时，2015年史上最严环保法、水污染防治法出台实施，要求对于部分高污染的原料药企业采取排污许可、环保改造等一系列措施，2018年环保税出台实施，特别是2019年响水“3.21”爆炸事故后安全生产监管政策更加严格，企业落后产能陆续关停，我国原料药和制剂企业数量已由2015年的5065家降低至2018年的4441家。伴随中小产能出清，我国原料药市场集中度有望进一步提高，行业竞争格局未来也将得到持续优化。

**图18：2015 年以来原料药和制剂企业数量明显减少（单位：个）**


数据来源：公开发行说明书、开源证券研究所

**政策驱动行业技术提升，发展高端特色原料药大势所趋。**在发展初期，原料药行业呈现粗放型增长态势，技术、资金设备的落后以及较高利润水平的吸引导致高污染、高能耗、技术壁垒低的大宗原料药取得快速发展，部分品种甚至存在一定的产能过剩问题。为了支持技术壁垒和毛利率更高的特色原料药的发展，国家自 2016 年开始相继出台了一系列相关政策，明确强调要坚持技术导向，发展高端特色原料药。

**表6：政策支持提升生产技术水平和发展高端特色原料药方向**

时间	政策	主要内容
2020	国家药监局综合司关于新修订《药品管理法》原料药认定及有关法律使用问题的复函	原料药仍按药品管理，按照药品的功效，重新界定假药、劣药；监督检查中发现未经审评审批的原料药的，对供应商、制剂生产商进行综合判定
2020	《药品生产监督管理办法》	对“原料药”的生产许可、直性质量管理规范、委托生产、接受检查做出规定；对原料药企业实行生产许可管理
2019	《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	提升绿色工艺生产的原料药比重；提升高端特色原料药市场份额；原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地；降低主要污染物排放量
2019	《产业结构调整指导目录》	鼓励原料药生产节能降耗减排技术，新型药物制剂技术开发与应用；淘汰职业健康和安全不能达到国家标准的原料药生产装置
2016	《医药工业发展规划指南》	巩固化学原料药国际竞争地位，增加精深加工产品出口，提高化学原料药绿色生产水平

资料来源：国家发改委、国家药监局、生态环境部、开源证券研究所

### 3、特色原料药产能加码，锂电驱动含氧杂环需求拐点向上

#### 3.1、产能利用率不断上行，募投加码特色原料药

**公司各类原料药产能利用率持续提升。**2017-2019 年，公司抗肿瘤类原料药的产能利用率分别为 22.14%、33.62%、52.68%，年均复合增长率达 54.25%；解热镇痛抗炎类原料药的产能利用率分别为 38.32%、53.65%、57.76%，年均复合增长率达 22.77%；抗癫痫类原料药的产能利用率分别为 33.56%、40.94%、52.62%，年均复合增长率达 25.22%；虽然公司近 3 年产能利用率有明显提升，但整体利用率水平仍然相对有限，未来还有进一步提升空间。

**表7：公司各类原料药产能利用率持续提升**

项目		2017 年	2018 年	2019 年
抗肿瘤类原料药	产量（吨）	13.28	20.17	31.61
	产能（吨）	60.00	60.00	60.00
	产能利用率	22.14%	33.62%	52.68%
解热镇痛抗炎类原料药	产量（吨）	188.90	264.49	284.74
	产能（吨）	493.00	493.00	493.00
	产能利用率	38.32%	53.65%	57.76%
抗癫痫类原料药	产量（吨）	114.09	139.2	178.89
	产能（吨）	340.00	340.00	340.00
	产能利用率	33.56%	40.94%	52.62%

数据来源：公开发行说明书、开源证券研究所

**募投加码特色原料药，补充产能注入新活力。**根据公开发行说明书显示，公司拟募集资金 2 亿元，分别用于投资“特色原料药新、改、扩建设项目”和“补充流动资金”。其中，“特色原料药新、改、扩建设项目”拟使用募集资金 1 亿元，主要建设利托那韦、双嘧达莫生产车间、液体危险品库、固体原料库、污水处理站，建设周期为 2 年，项目建成后年产利托那韦 20 吨/年、双嘧达莫 30 吨/年。利托那韦医药中间体为抗艾滋病药物的产品，双嘧达莫主要治疗心血管疾病，基于我国艾滋病感染人数增速有所提升和人口老龄化导致心血管疾病发病率提升等背景，预期公司投产项目市场前景相对较好，将为公司发展注入全新活力。

**表8：公司投资 1 亿元加码特色原料药产能扩张**

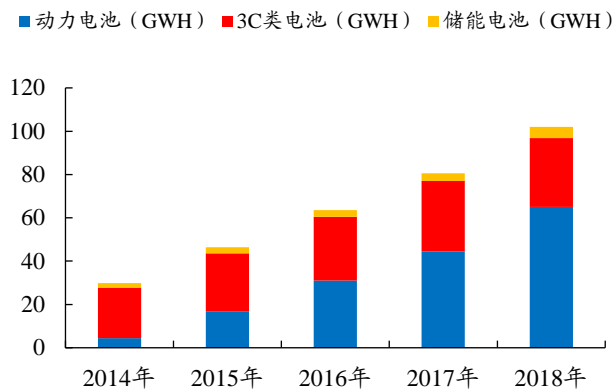
序号	投资项目	投资总额 (万元)	拟用募集资金投 资金额(万元)	占比
1	特色原料药新、改、扩建设项目	10926.12	10000.00	50%
2	补充流动资金	10000.00	10000.00	50%
	合计	20926.12	20000.00	100.00%

数据来源：公开发行说明书、开源证券研究所

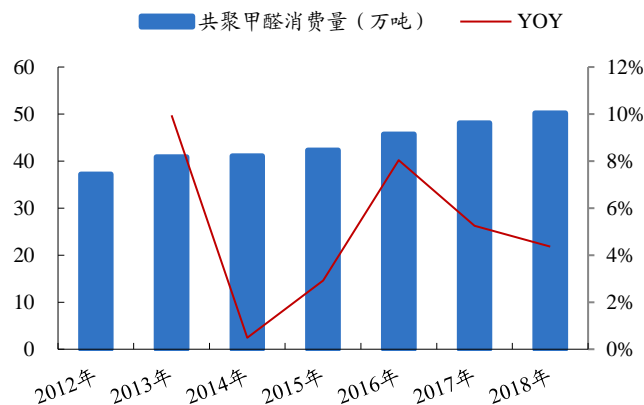
### 3.2、公司含氧杂环收入快速增长，下游锂电驱动加速发展

**含氧杂环类中间体用途广泛，下游锂电需求迅猛增长。**公司含氧杂环类化工中间体产品为二氧五环和二氧六环。二氧五环是一种优良的有机溶剂，主要用作油和脂肪的溶剂、提取剂、锂电池的电解溶剂，氯基溶剂稳定剂，药物中间体以及共聚甲醛的原料，还可用作丝调整理剂及封口胶原料。二氧六环同样是一种优良的有机溶剂，主要用于药物合成工艺中反应介质及药物提纯过程中的萃取剂。含氧杂环类中间体主要下游应用市场为锂电池和共聚甲醛市场。我国目前已经成为全球最大的锂离子电池制造国，受益于新能源行业发展红利，我国动力电池和储能电池产量快速增长。同时我国共聚甲醛市场消耗量同样呈逐步上升趋势，2012-2018 年均复合增长率为 5.12%。下游市场需求的高景气，将推动含氧杂环类中间体市场需求的快速增长。



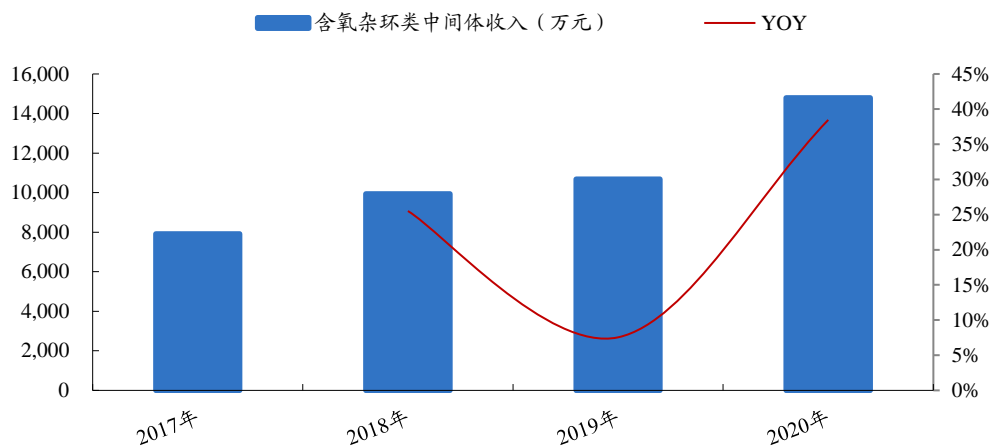
**图19：我国锂电池产量高速增长**


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

**图20：我国共聚甲醛消费量稳健增长**


数据来源：公开发行说明书、开源证券研究所

公司是国内含氧杂环产品的主要供应厂家，产品销量拐点已至。公司二氧五环产能为 3000 吨/年，国内竞争对手为四川之江高新材料股份有限公司，其产能为 1200 吨/年，公司二氧六环产能为 5000 吨/年，是国内二氧六环主要供应厂家之一。公司含氧杂环中间体产能在业内具有较大的领先优势。2020 年公司含氧杂环类化工中间体收入同比上升 38.47%。一方面由于新冠疫情影响，公司二氧六环产品供应给瑞德西韦原料药的销量、收入上升；另一方面由于公司客户共聚甲醛二期项目上线，对其原料二氧五环的需求量上升，导致二氧五环销量、销售收入快速上升。未来伴随着我国新能源汽车渗透率的加速提升，锂电池需求将带动公司含氧杂环业务继续快速增长。

**图21：公司含氧杂环类中间体收入迎来快速增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

森萱医药是国内特色原料药的领先企业，产业链上下游一体化优势显著，实现了中间体和原料药的协同布局。在人口老龄化、带量采购推动仿制药（特色原料药下游）快速放量以及未来大量专利药专利即将到期的推动下，特色原料药市场需求放量可期。产业政策同样支持有技术优势的领先企业整合行业并逐步向高端特色原料药方向转型升级。公司将充分受益于政策支持和行业红利，同时利托那韦（抗艾滋病）和双嘧达莫（治疗心血管疾病）等特色原料药产能的释放也将为公司带来新的增长动



力。此外，在下游锂电的驱动下，公司含氧杂环业务将迎来加速发展。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.50/1.76 /2.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.41/0.50 元/股，当前股价对应 PE 分别为 15.2/13.0/10.7 倍，公司估值水平较可比公司估值均值比较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表9：可比公司估值参考（亿元、元/股）**

股票代码	公司简称	最新收盘价	总市值	EPS			P/E		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603229.SH	奥翔药业	27.41	79	0.54	0.75	1.04	50.44	36.6	26.31
300363.SZ	博腾股份	76.94	419	0.83	1.14	1.51	92.3	67.8	51.1
000739.SZ	普洛药业	33.20	391	0.91	1.17	1.48	36.5	28.4	22.4
603538.SH	美诺华	31.49	47	1.46	1.96	2.62	21.5	16.0	12.0
603456.SH	九洲药业	41.55	346	0.74	0.98	1.25	56.4	42.5	33.2
平均				0.90	1.20	1.58	51.43	38.26	29.01
830946.NQ	森萱医药	5.36	23	0.35	0.41	0.50	15.24	13.03	10.74

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测除普洛药业外均来自 Wind 一致预测，收盘日期 2021 年 9 月 3 日）

## 5、风险提示

原料价格上涨风险、新冠疫情对行业影响的风险、部分产品尚未大批量投产风险、行业监管政策变化风险

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	267	593	817	1,050	1,321
现金	79	305	521	717	941
应收票据及应收账款	77	73	82	96	115
其他应收款	4	12	8	10	12
预付账款	6	4	9	10	12
存货	98	108	108	127	150
其他流动资产	2	90	88	89	91
<b>非流动资产</b>	505	512	441	370	298
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	287	405	344	282	221
无形资产	68	40	34	27	20
其他非流动资产	54	49	49	49	49
<b>资产总计</b>	771	1,105	1,258	1,420	1,620
<b>流动负债</b>	210	99	136	160	189
短期借款	140	0	0	0	0
应付票据及应付账款	28	55	42	49	58
其他流动负债	2	1	1	1	1
<b>非流动负债</b>	2	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	212	101	138	161	190
少数股东权益	42	64	76	89	106
股本	367	427	427	427	427
资本公积	-20	221	221	221	221
留存收益	171	292	396	517	664
<b>归属母公司股东权益</b>	518	941	1,044	1,166	1,313
负债和股东权益	771	1,105	1,258	1,416	1,609

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	131	182	255	243	281
净利润	112	151	162	189	230
折旧摊销	39	39	71	71	72
财务费用	6	3	-1	2	4
投资损失	0	-7	0	0	0
营运资金变动	-37	-14	29	-14	-18
其他经营现金流	11	9	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-83	-97	6	6	6
资本支出	83	63	0	0	0
长期投资	0	-80	0	0	0
其他投资现金流	-167	-81	6	6	6
<b>筹资活动现金流</b>	-34	150	-45	-52	-63
短期借款	90	-140	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	183	60	0	0	0
资本公积增加	-183	241	0	0	0
其他筹资现金流	-124	-12	-45	-52	-63
<b>现金净增加额</b>	14	229	216	196	223

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	507	545	569	669	801
营业成本	282	282	289	338	400
营业税金及附加	7	7	8	9	11
营业费用	16	14	13	16	19
管理费用	45	46	47	55	66
研发费用	22	25	27	31	36
财务费用	6	3	-1	2	4
资产减值损失	-4	-6	-6	-7	-9
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	7	0	0	0
资产处置收益	9	3	4	4	4
<b>营业利润</b>	136	174	186	218	264
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	3	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	134	174	186	218	264
所得税	21	22	24	28	34
<b>净利润</b>	112	151	162	189	230
少数股东损益	7	8	12	14	17
<b>归母净利润</b>	106	144	150	176	213
EBITDA	178	216	256	291	339
EPS(元)	0.25	0.34	0.35	0.41	0.50

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.7	7.5	4.4	17.5	19.8
营业利润(%)	124.1	27.7	7.1	17.0	21.3
归属于母公司净利润(%)	125.3	36.0	4.6	17.0	21.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.5	48.3	49.2	49.4	50.1
净利率(%)	22.2	27.8	28.5	28.3	28.7
ROE(%)	20.4	15.3	14.4	15.1	16.2
ROIC(%)	24.1	22.5	23.4	32.6	43.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	27.4	9.1	11.0	11.3	11.8
净负债比率(%)	10.9	-30.4	-46.5	-57.2	-66.3
流动比率	1.3	6.0	6.0	6.6	7.0
速动比率	0.8	4.8	5.1	5.7	6.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	8.5	9.0	8.0	8.0	8.0
应付账款周转率	10.1	5.6	7.1	7.1	7.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.34	0.35	0.41	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.43	0.60	0.57	0.66
每股净资产(最新摊薄)	1.21	2.20	2.45	2.73	3.07
<b>估值比率</b>					
P/E	21.7	15.9	15.2	13.0	10.7
P/B	4.4	2.4	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.9	9.4	7.1	5.7	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn