

金城医药（300233）：烟碱获生产许可，行业龙头乘风而起

2021年11月17日

推荐/维持

金城医药 公司报告

事件：

公司全资子公司山东金城医药化工有限公司于2021年11月10日取得了由山东省应急管理厅下发的《安全生产许可证》，新取得的《安全生产许可证》在原有许可范围内增加了“烟碱[品名：(S)-3-(1-甲基吡咯烷-2-基)吡啶]200吨/年”的许可内容。金城医化取得《安全生产许可证》，即可在许可范围内从事相关业务，有利于公司烟碱项目生产和销售进度的推进，有利于进一步增强公司竞争力，对公司的发展具有积极意义。

点评：

合成尼古丁的重要用途之一是用于烟油的制作，而烟油是决定电子烟使用体验的重要环节，因此电子烟的发展使得市场对尼古丁有更大需求。近年来电子烟逐步兴起，市场规模持续扩大。

对比提取法尼古丁，公司生产的合成尼古丁优势明显。在应用于下游电子烟产品方面，天然尼古丁存在部分问题，而合成尼古丁能够较好的解决。1.当前合成尼古丁受到的监管比天然尼古丁更宽松。2.提取法提取尼古丁存在部分有害杂质，而合成法尼古丁不含亚硝酸胺等有害杂质，且纯度极高；3.合成尼古丁口感较提取法柔和度高。4.合成尼古丁质量相对稳定。

公司生产工艺优势明显，有望加速合成尼古丁对天然尼古丁的替代趋势。公司使用半发酵半化学合成法生产工艺，该工艺为金城医药独家拥有，可直接生产出高纯度左旋尼古丁，生产成本在美国NGL的基础上进一步降低。随着公司获批生产尼古丁，未来产能持续上升，叠加合成尼古丁自身特性优势，合成尼古丁有望更快推广，加速对天然尼古丁的替代趋势。

作为烟油的重要原材料之一，尼古丁市场前景广阔。结合尼古丁市场规模及报价，我们测算全球对尼古丁需求超过700吨。根据QYResearch报告显示，2020年全球尼古丁市场规模达到32亿元。以450万/吨的报价估算，全球对尼古丁的需求超过700吨。金城医药取得许可证后，年产量额度目前为200吨。公司规划产能目前为200吨，未来尼古丁生产额度和规划产能有望进一步上涨，成为公司重要盈利增长点。

公司头孢产业链延伸，已逐步成为全球最大的头孢类医药中间体产业基地和供应商，技术和成本优势明显。公司抗感染类主要品种有头孢侧链中间体和注射用粉针制剂两类。其中：头孢侧链中间体主要包括AE活性酯、头孢他啶活性酯、呋喃铵盐、头孢克肟活性酯、头孢地尼活性酯以及三嗪环等主要产品。

公司是全球生物原料药谷胱甘肽行业龙头，谷胱甘肽应用范围广。谷胱甘肽在医药、食品、饲料及其它行业具有重要用途。在护肤品领域，谷胱甘肽具有抗氧化功能，保护细胞的完整性；在对抗黑色素上，能阻断酪氨酸酶的活性，从根源上达到美白功效；对于受损细胞有着修复功效，改善皮肤的细腻

公司简介：

公司是国家高新技术企业、创业板上市公司。公司通过“实业+资本”双轮驱动发展模式，已构建形成独具金城特色的医药健康制药工业产业链，业务范围涉及生物制药、头孢类医药中间体、特色原料药、终端制剂、保健品、新材料、新兴高端医疗器械等产业领域。主营业务主要分为医药化工、生物制药和药品制剂三大领域。主导产品有谷胱甘肽（花青肽美）、硝呋太尔胶囊（朗依君）、硝呋太尔制霉素阴道软胶囊（朗依）、匹多莫德分散片（唯田）、富马酸比索洛尔胶囊（美降之）、复方木香铝镁片（德瑞夫）、牡蛎碳酸钙咀嚼片（金娃宁）、注射用头孢唑林钠（安斯夫 ANCEF）、AE-活性酯、呋喃铵盐等近百种。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

52周股价区间（元）	41.0-17.67
总市值（亿元）	129.11
流通市值（亿元）	121.32
总股本/流通A股（万股）	39,029/39,029
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	3.43

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

分析师：王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070006

度和平整度的作用。在医美领域，谷胱甘肽是医美产品“美白针”里的主要成分。在保健品领域，谷胱甘肽可以参与生物转化，排泄出机体内有害物质，帮助维持正常的免疫功能等多个功效；保护自身肝脏、心脏等。在医药领域，谷胱甘肽可用于肝胆辅助治疗、解毒等。

盈利预测及投资评级：长期来看，电子烟市场持续扩大是趋势，合成尼古丁凭借自身优势有望对提取尼古丁形成加速替代，公司尼古丁产能释放后能够较快成为新增长点。公司的中间体以及原料药板块业务预计保持平稳增长。尼古丁带来的收入及利润波动范围较大，本文在表 2 已经进行弹性分析测算。不考虑尼古丁板块，我们预计公司 2021-2023 年的收入有望达到 31.04、38.54、44.37 亿元、净利润有望达到 1.68、3.49、4.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.86、1.05 元。**看好公司经营持续向好，尼古丁板块贡献高营收，原有主营业务平稳增长，维持“推荐”评级。**

风险提示：创新药研发不及预期、医药产品销售不达预期、新药审批不达预期。

财务指标预测

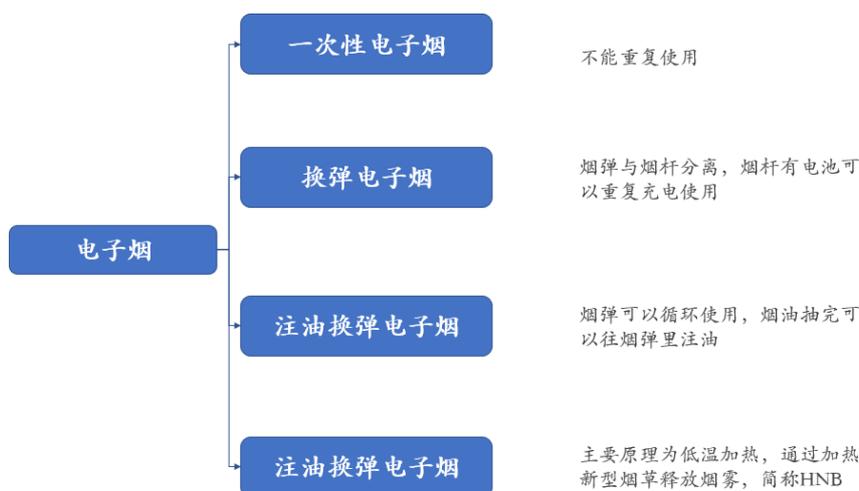
指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,794.82	2,961.94	3,104.18	3,853.61	4,437.44
增长率（%）	-7.09%	5.98%	4.80%	24.14%	15.15%
净利润（百万元）	214.01	(480.68)	167.66	349.00	421.82
增长率（%）	-24.19%	-324.61%	-134.88%	108.16%	20.87%
净资产收益率（%）	5.00%	-14.22%	4.31%	8.92%	10.21%
每股收益(元)	0.52	(1.26)	0.40	0.86	1.05
PE	63.62	(26.25)	83.45	38.26	31.48
PB	3.20	3.77	3.60	3.41	3.22

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

1. 合成尼古丁的重要用途之一是用于烟油的制作，而烟油是决定电子烟使用体验的重要环节，因此电子烟的发展使得市场对尼古丁有更大需求。

电子烟逐步兴起，市场规模持续扩大。电子烟主要由烟杆、雾化器、吸嘴、充电器、烟弹组成，通过使用大容量电池供电产生电流，将雾化器中的烟油雾化，模拟吸烟时产生的烟雾，将来源于烟草的尼古丁液体等变成蒸汽，让用户吸食。电子烟燃烧后的有害物质少于卷烟，属于卷烟的减害替代品。

图1：电子烟分类



资料来源：DAYE 电宴，东兴证券研究所

表1：电子烟和传统烟对比

比较项目	电子雾化烟	传统烟草制品
工作原理	雾化烟油	明火直接燃烧烟草
使用次数	一次或多次，可更换烟弹或烟油	一次
致癌物含量	较低	较高
尼古丁含量	取决于烟油	较高
焦油含量	无	较高
销售渠道	线下	线上和线下

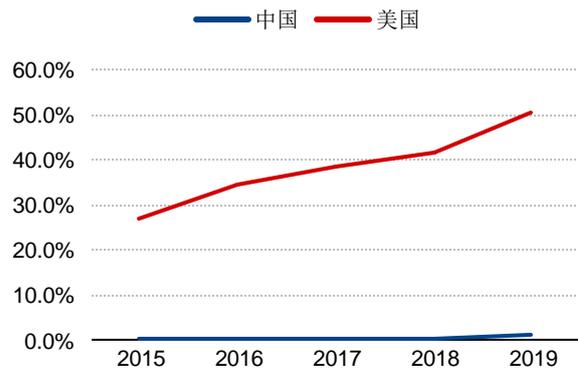
资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

从市场规模看，2020 年全球电子烟行业的市场销售额仍持续上升，达到 424 亿美元，同比增长 15.6%。2020 年中国市场规模增至 83.8 亿元，八年年均复合增长率达到了 72.5%，预计 2021 年有望超过 100 亿元。全球范围内，雾化电子烟增速快。2016-2020 年，全球可燃性烟草市场零售额年复合增长率为 2.7%，远小于雾化电子烟的 29.5%。

美国烟民的电子烟使用率较高。2019年, 50.4%的美国烟民已使用电子烟。中国的烟民比例较高, 但是对电子烟的接受程度仍处于较低水平, 2019年电子烟在中国烟民的渗透率仅为1.2%。随着相关品牌门店的铺开、品牌营销的力度增强, 中国电子烟市场有较大的发展潜力。

图2: 全球烟草产品零售额 (亿美元)


资料来源: 雾芯科技招股书, 东兴证券研究所

图3: 中国和美国烟民中电子烟使用者比例


资料来源: 雾芯科技招股书, 东兴证券研究所

对比提取法尼古丁, 公司生产的合成尼古丁优势明显。在应用于下游电子烟产品方面, 天然尼古丁存在部分问题, 而合成尼古丁能够较好的解决。1.天然尼古丁和传统烟草企业密切相关, 需要从烟草废弃物提取和分离, 而我国对烟叶的生产、加工、废料处理等过程进行高度管制, 烟草废料等供给受限且有不稳定因素, 制约企业提取天然尼古丁; 人工合成尼古丁是人工合成物, 无需使用烟草废弃物就能生产出尼古丁分子, 不属于烟草提取物, 从而科学地使合成尼古丁烟油规避了既定的 TPD 规则和指南。2.提取法提取尼古丁存在部分有害杂质, 而合成法尼古丁不含亚硝酸胺等有害杂质, 且纯度极高; 3. 合成尼古丁口感较提取法柔和度高 4. 合成尼古丁质量相对稳定。

公司生产工艺优势明显, 有望加速合成尼古丁对天然尼古丁的替代趋势。公司使用半发酵半化学合成法生产工艺, 该工艺为金城医药独家拥有, 可直接生产出高纯度左旋尼古丁, 生产成本在美国 NGL 公司的基础上进一步降低。随着公司获批生产尼古丁, 未来产能持续上升, 叠加合成尼古丁自身特性优势, 合成尼古丁有望更快推广, 加速对天然尼古丁的替代趋势。

作为烟油的重要原材料之一, 尼古丁市场前景广阔。结合尼古丁市场规模及报价, 我们测算全球对尼古丁需求超过 700 吨。根据 QYResearch 报告显示, 2020 年全球尼古丁市场规模达到 32 亿元。以 450 万/吨的报价估算, 全球对尼古丁的需求超过 700 吨。金城医药取得许可证后, 年产量额度目前为 200 吨。公司规划产能目前为 200 吨, 未来尼古丁生产额度和规划产能有望进一步上涨, 成为公司重要盈利增长点。我们假设合成尼古丁报价在 150-450 万/吨之间波动, 公司尼古丁产能在 50-300 吨区间, 生产成本约为 80 万/吨, 结合预估折旧对公司尼古丁带来的利润进行弹性分析。

表2: 尼古丁板块利润弹性分析 (万元)

	150 万/吨	200 万/吨	250 万/吨	300 万/吨	350 万/吨	400 万/吨	450 万/吨
50 吨	2676.46	4801.46	6926.46	9051.46	11176.46	13301.46	15426.46
100 吨	5651.46	9901.46	14151.46	18401.46	22651.46	26901.46	31151.46

150 吨	8626.46	15001.46	21376.46	27751.46	34126.46	40501.46	46876.46
200 吨	11601.46	20101.46	28601.46	37101.46	45601.46	54101.46	62601.46
250 吨	14576.46	25201.46	35826.46	46451.46	57076.46	67701.46	78326.46
300 吨	17551.46	30301.46	43051.46	55801.46	68551.46	81301.46	94051.46

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 公司头孢产业链延伸，已逐步成为全球最大的头孢类医药中间体产业基地和供应商，技术和成本优势明显。公司抗感染类主要品种有头孢侧链中间体和注射用粉针制剂两类。其中：头孢侧链中间体主要包括 AE 活性酯、头孢他啶活性酯、呋喃铵盐、头孢克肟活性酯、头孢地尼活性酯以及三嗪环等主要产品。公司拥有国内首个头孢类医药中间体国家科技进步二等奖——第三代头孢抗菌素中间体活性酯关键技术及产业化项目，技术和成本优势明显。公司生产的头孢侧链中间体下游主要用于合成头孢曲松、头孢噻肟、头孢呋辛、头孢他啶、头孢克肟等全球用量较大的头孢类抗生素。

在仿制药一致性评价方面，公司也取得积极进展，金城金素注射用头孢曲松钠、注射用头孢唑林钠、注射用头孢他啶、注射用头孢噻肟钠等品种多规格通过仿制药质量与疗效一致性评价，注射用头孢唑林钠、注射用头孢他啶中标第五批国家集采。

图4：公司头孢类产品



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 公司是全球生物原料药谷胱甘肽行业龙头，谷胱甘肽应用范围广。谷胱甘肽(glutathione, GSH)是由谷氨酸、半胱氨酸、甘氨酸结合，含有巯基的三肽。谷胱甘肽应用范围广泛，广泛分布于机体中，在生物体内具有多种重要的生理功能：1、参与细胞内的氧化还原反应；2、参与胞内代谢循环；3、维持细胞还原状态；4、参与 DNA 的合成、修复及蛋白质的合成。谷胱甘肽在医药、食品、饲料及其它行业具有重要用途。在护肤品领域，谷胱甘肽具有抗氧化功能，保护细胞的完整性；在对抗黑色素上，能阻断酪氨酸酶的活性，从根源上达到美白功效；对于受损细胞有着修复功效，改善皮肤的细腻度和平整度的作用。在医美领域，谷胱甘肽是医美产品“美白针”里的主要成分。在保健品领域，谷胱甘肽可以参与生物转化，排泄出机体内有害物质。

质, 帮助维持正常的免疫功能等多个功效; 保护自身肝脏、心脏等。在医药领域, 谷胱甘肽可用于肝胆辅助治疗、解毒等。

公司坚持从医药化工、特色原料药向终端制剂的发展方向, 经过十多年发展, 已成为全球最大的头孢类医药中间体产业基地和供应商、全球生物原料药谷胱甘肽行业龙头。谷胱甘肽的手性结构和合成技术复杂, 成本高导致其制备壁垒高, 公司龙头地位稳固。

4.盈利预测及投资评级: 长期来看, 电子烟市场持续扩大是趋势, 合成尼古丁凭借自身优势有望对提取尼古丁形成加速替代, 公司尼古丁产能释放后能够较快成为新增长点。公司的中间体以及原料药板块业务预计保持平稳增长。尼古丁带来的收入及利润波动范围较大, 本文在表 2 已经进行弹性分析测算。不考虑尼古丁板块, 我们预计公司 2021-2023 年的收入有望达到 31.04、38.54、44.37 亿元、净利润有望达到 1.68、3.49、4.22 亿元, 对应 EPS 分别为 0.40、0.86、1.05 元。看好公司经营持续向好, 尼古丁板块贡献高营收, 原有主营业务平稳增长, 维持“推荐”评级。

风险提示

监管政策风险、产品价格下跌风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	2190	2222	1180	1346	1465	营业收入	2795	2962	3104	3854	4437
货币资金	990	1075	0	0	0	营业成本	1161	1240	1463	1793	2051
应收账款	716	693	726	901	1025	营业税金及附加	36	34	40	50	58
其他应收款	10	9	9	11	13	营业费用	576	803	842	929	1070
预付款项	36	40	44	49	55	管理费用	303	336	352	437	503
存货	252	284	295	362	414	财务费用	6	28	0	0	0
其他流动资产	41	23	7	-77	-141	研发费用	264	192	192	192	192
非流动资产合计	3402	2778	2315	2172	2031	资产减值损失	-303.2	-750.19	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	23	23	23	23	23	公允价值变动收益	0.00	1.72	0.00	0.00	0.00
固定资产	1373	1477	1358	1240	1122	投资净收益	-0.09	0.32	0.39	0.21	0.30
无形资产	504	494	465	437	411	加: 其他收益	23.35	24.16	35.16	35.16	35.16
其他非流动资产	70	64	0	0	0	营业利润	155	-415	252	488	599
资产总计	5592	5000	3494	3518	3496	营业外收入	169.92	1.39	1.00	1.00	1.00
流动负债合计	1178	1149	1033	1102	1152	营业外支出	10.09	11.96	20.00	5.00	15.00
短期借款	316	154	0	0	0	利润总额	315	-425	233	484	585
应付账款	269	272	317	388	444	所得税	101	55	65	135	163
预收款项	37	0	-8	-18	-30	净利润	214	-481	168	349	422
一年内到期的非流动负债	99	179	179	179	179	少数股东损益	11	8	12	10	10
非流动负债合计	330	384	307	307	307	归属母公司净利润	203	-489	155	339	411
长期借款	206	255	255	255	255	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1508	1533	1340	1408	1459	成长能力					
少数股东权益	21	29	42	52	63	营业收入增长	-7.09%	5.98%	4.80%	24.14%	15.15%
实收资本(或股本)	393	392	392	392	392	营业利润增长	-57.78	-367.06	-160.64	94.03%	22.74%
资本公积	2503	2474	2474	2474	2474	归属于母公司净利润增长	-132%	118%	-132%	118%	22%
未分配利润	1100	533	622	816	1051	获利能力					
归属母公司股东权益合计	4064	3438	3600	3793	4029	毛利率(%)	58.47%	58.12%	52.88%	53.47%	53.77%
负债和所有者权益	5592	5000	4982	5254	5550	净利率(%)	7.66%	-16.23%	5.40%	9.06%	9.51%
现金流量表						偿债能力					
	5039	单位: 百万元				总资产净利润(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
经营活动现金流	578	546	245	401	500	营运能力					
净利润	214	-481	168	349	422	总资产周转率	0.51	0.56	0.62	0.75	0.82
折旧摊销	631.91	639.27	0.00	118.12	118.12	应收账款周转率	4	4	4	5	5
财务费用	6	28	0	0	0	应付账款周转率	10.99	10.94	10.54	10.94	10.66
应收帐款减少	0	0	-33	-175	-124	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	-8	-10	-12	每股收益(最新摊薄)	0.52	-1.26	0.40	0.86	1.05
投资活动现金流	-93	-451	314	-7	-7	每股净现金流(最新摊薄)	0.67	-0.25	1.05	3.57	4.11
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.34	8.78	9.19	9.69	10.29
长期投资减少	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	0	0	0	0	0	P/E	63.62	-26.25	83.45	38.26	31.48
筹资活动现金流	-221	-192	-147	1005	1117	P/B	3.20	3.77	3.60	3.41	3.22
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	15.93	49.44	33.52	21.11	18.01
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	-2	0	0	0						
资本公积增加	-68	-29	0	0	0						
现金净增加额	264	-97	412	1399	1610						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

胡博新

胡博新, 药学专业, 10 年证券行业医药研究经验, 曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

王敏杰

中央财经大学金融硕士, 中山大学医学学士。2019 年 7 月加入东兴证券, 从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526