

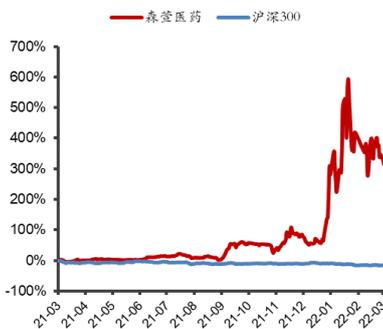
# 原料药细分赛道龙头，政策支持产业加速发展

投资评级：无评级（首次）

报告日期：2022-03-02

收盘价(元)	19.57
近12个月最高/最低(元)	38.78/4.35
总股本(百万股)	426.92
流通股本(百万股)	426.92
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	81.63
流通市值(亿元)	81.63

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

## 相关报告

无。

## 主要观点：

### ● 原料药细分行业领军企业，高毛利中间体收入增长带动业绩

森萱医药主要从事化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体的研发、生产及销售。原料药方面，公司是国内取得氟尿嘧啶(抗肿瘤原料药)、苯巴比妥(抗癫痫类原料药)GMP认证的2家企业之一，是国内取得保泰松、吡罗昔康(解热镇痛抗炎类原料药)GMP认证的4家企业之一，并且是独家通过扑米酮(抗癫痫类原料药)GMP认证的企业。医药中间体方面，公司生产的中间体包括抗艾滋病类中间体以及列入《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第四版)》的抗病毒治疗药物。化工中间体方面，公司系国内最大的二氧五环及二氧六环供应商之一。

### ● 原料药内外格局良好，加速产业发展

我国目前是全球最大的原料药生产国，原料药制造企业呈现良好的盈利态势。经过多年的发展，我国原料药技术水平不断提升，质量也不断提高，原料药行业的竞争力不断增强。未来几年，全球将有大批原研药专利到期。国内药品审批提速，同时药品监管要求日趋严格。这为优秀原料药企业带来重要发展机遇。

### ● 关注热门疾病，公司加大研发应对需求

公司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。目前公司共拥有77项专利，其中11项发明专利、66项实用新型专利，另有多项专利正在申请中；公司共拥有软件著作权10项。2021年上半年，森萱医药研发投入1351.39万元，占公司总营收5.13%，同比增长8.2%。

### ● 风险提示

环保政策风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、新冠疫情冲击。

# 正文目录

<b>1 原料药细分行业领军企业，高毛利中间体收入增长带动业绩</b> .....	<b>4</b>
1.1 深度研发原料药品，获多项全球标准认证 .....	4
1.2 中间体新材料齐发展，扩大公司收入窗口 .....	7
1.3 业绩稳定增长，发展形势较好 .....	8
<b>2 原料药内外格局良好，加速产业发展</b> .....	<b>10</b>
2.1 原料药行业竞争格局尚未明晰，公司发展优势明显.....	10
2.2 特色原料药持续创新，未来市场发展可期 .....	12
2.3 锂电池发力新材料，抓住动力电池产业机遇.....	13
<b>3 关注热门疾病，公司研发应对需求</b> .....	<b>14</b>
3.1.1 新冠肺炎遥遥无期，利托那韦原料药帮助应对 .....	14
3.1.2 抗艾滋病类药物市场持续增长 .....	14
3.1.3 血栓性疾病市场空间仍有较大空间 .....	15
3.2 公司重组后产业链一体化，上下游促进原料药生产 .....	16
3.3 公司研发支出递增，专利壁垒在行业内领先.....	17
<b>风险提示：</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图表 1 公司获得多项资质证书 .....	4
图表 2 公司主要经营构成 (单位: %)	5
图表 3 公司发展历程 .....	5
图表 4 公司前十名股东持股情况 (截至 2021 年 9 月 30 日) .....	5
图表 5 公司股权结构 .....	6
图表 6 2018-2020 年公司主营业务收入 (按产品分) (单位: 万元) .....	7
图表 7 公司主要产品及介绍 .....	8
图表 8 2018-2020 年公司主营业务收入及增速 (亿元) .....	9
图表 9 2018-2020 年公司归母净利润及增速 (亿元) .....	9
图表 10 2018-2020 年公司综合毛利率及增速 (%) .....	10
图表 11 主营业务按产品或服务分类的毛利率情况 (%) .....	10
图表 12 我国医药市场规模及预测 (单位: 亿元) .....	11
图表 13 2017-2021 年我国医药制造业情况 (单位: 亿元、家) .....	12
图表 14 公司特色原料药市场竞争格局 (截至 2021 年 9 月 30 日) .....	12
图表 15 我国动力电池市场规模 (单位: 亿元) .....	13
图表 16 中国抗 HIV 病毒药物市场规模 (单位: 亿美元) .....	15
图表 17 2015-2019 年我国公立医院抗血栓形成药销售额 (单位: 亿元) .....	16
图表 18 收购前后公司业务构成情况对比 .....	17
图表 19 医药中间体、原料药及制剂药的产业链关系 .....	17
图表 20 公司研发投入及占比 (单位: 万元) .....	18
图表 21 公司主要研发项目情况 .....	18

# 1 原料药细分行业领军企业，高毛利中间体收入增长带动业绩

## 1.1 深度研发原料药，获多项全球标准认证

公司致力于化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体的研发、生产及销售。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；含氧杂环类化工中间体主要包括二氧五环、二氧六环。目前，公司多种原料药品种已获得国内 GMP 认证资质、欧盟 CEP 认证资质、澳大利亚 GMP 认证资质、美国 DMF 注册文件、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。

图 1 公司获得多项资质证书

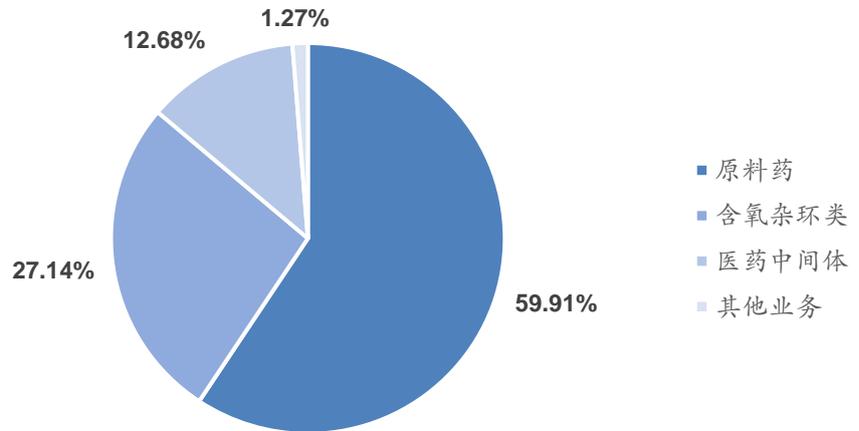


资料来源：公司官网，华安证券研究所

森萱医药的产品结构相当丰富，目前有 19 种原料药产品，3 大类医药中间体产品及 2 种化工中间体产品，涵盖抗肿瘤类、解热镇痛抗炎类、抗甲亢类、抗癫痫类、抗菌类、抗高血压类、抗艾滋病类、抗血小板凝聚类、治疗心血管类、治疗肝炎、治疗疟疾、治疗帕金森等众多领域。

森萱医药公司主要的经营范围为原料药，含氧杂环类药品，医药中间体等，其中，原料药经营占比最多，高达 59%，含氧杂环类占据 27%，医药中间体占比 13%，可见，公司主要收入来源仍为原料药。

图表 2 公司主要经营构成 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

森萱医药成立于 2003 年, 专注于原料药领域, 产品体系完成了从医药中间体、化工中间体向医药原料药、医药中间体、化工中间体上下游一体化产业链的转变。期间, 公司完成收购, 重大资产重组等活动, 并完成了原料药品种再注册, 发展情况可观。

图表 3 公司发展历程

时间	事件
2003	公司成立。
2012	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	在全国股转系统挂牌并进入创新层。
2016	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	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公司共同设立控股子公司宁夏森萱, 确保原料供应。
2020.07	公司在全国股转系统向不特定合格投资者公开发行普通股 6000 万股并进入精选层, 共募集资金 3.24 亿元, 成为全国首批精选层企业之一。
2020.06	公司完成第三届董事会、监事会、高级管理人员换届, 公司治理进一步完善。
2020.04	公司向控股子公司宁夏森萱同比例增资 1530 万元, 宁夏森萱于 2020 年 11 月建成试产。
2020.11	公司子公司南通公司、南通森萱完成 19 个原料药品种的再注册。
2020.12	公司子公司南通公司获得江苏省小巨人企业称号、南通森萱通过高新技术企业认定并于 2021 年 3 月收到证书。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 4 公司前十名股东持股情况 (截至 2021 年 9 月 30 日)

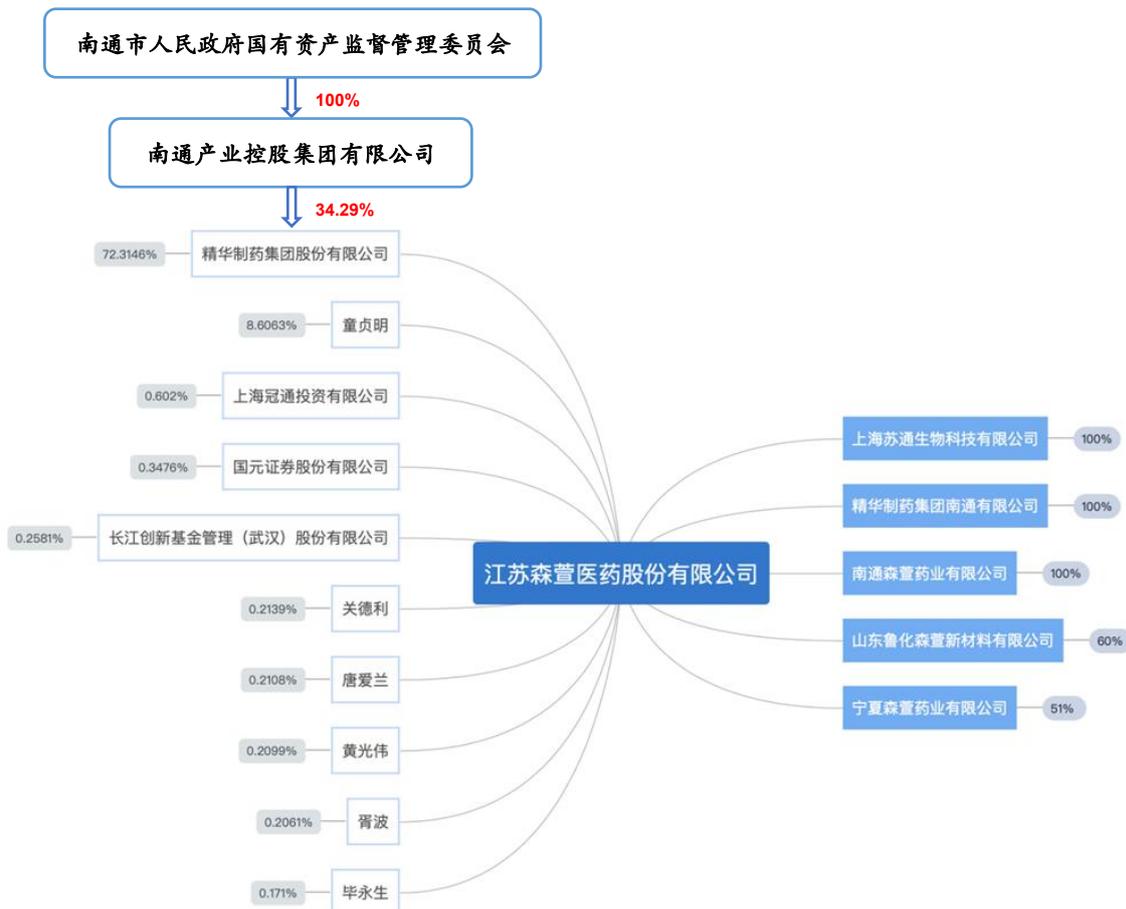
序号	持有人名称	数量 (万股)	占比 (%)	股份性质
1	精华制药	30,872.43	72.31	限售流通 A 股

2	童贞明	3,674.18	8.61	限售流通 A 股
3	贯通投资	257.00	0.60	A 股流通股
4	国元证券	148.41	0.35	A 股流通股
5	长江创新基金管理	110.20	0.26	A 股流通股
6	关德利	91.30	0.21	A 股流通股
7	唐爱兰	90.00	0.21	A 股流通股
8	黄光伟	89.62	0.21	A 股流通股
9	胥波	88.00	0.21	A 股流通股
10	毕永生	73.00	0.17	A 股流通股
合计		35,494.15	83.14	——

资料来源: wind, 华安证券研究所

公司的实际控制人为南通市国资委。根据 2021 年中期财报显示, 公司第一大股东为精华制药集团股份有限公司, 持股比例高达 72.31%, 而精华制药集团股份有限公司第一大股东为南通产业控股有限公司, 南通产业控股有限公司为南通市国资委全资子公司。因此, 公司的实际控制人为南通市国资委, 截止至 2021 年 9 月 30 日, 公司前十名股东合计持股占比 83.14%。

图表 5 公司股权结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

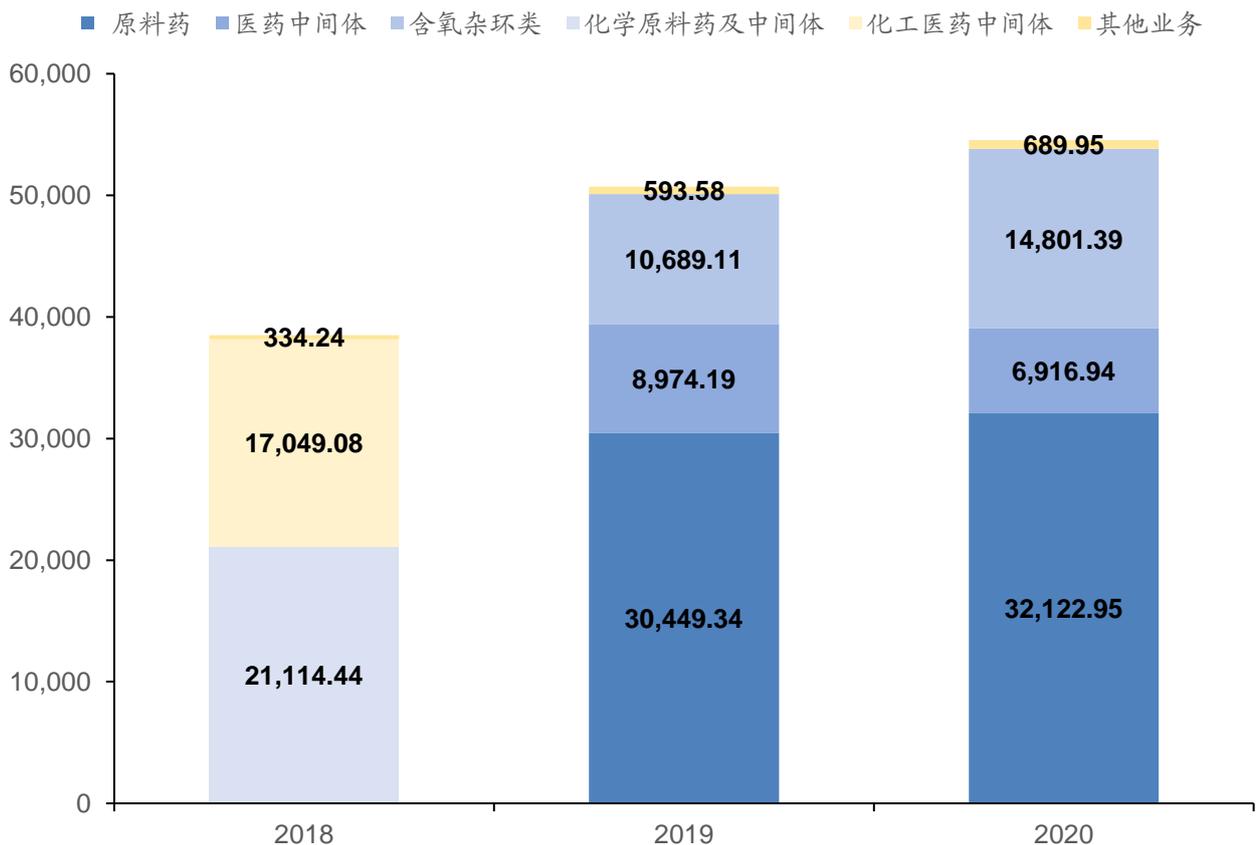
## 1.2 中间体新材料齐发展，扩大公司收入窗口

公司主要产品为抗肿瘤类原料药、解热镇痛抗炎类原料药、抗癫痫类原料药、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、二氧五环、二氧六环等。

公司 2018 年主营业务收入主要来自化工原料药及中间体，营业收入为 2.11 亿元人民币，其次为化工医药中间体，营业收入为 1.7 亿元人民币。2019 年主营业务收入主要来自原料药，含氧杂环类以及医药中间体，三者的营业收入分别为 3.04 亿元人民币，1.07 亿元人民币以及 0.89 亿元人民币。2020 年主营业务收入主要来自原料药，含氧杂环类以及医药中间体，三者的营业收入分别为 3.21 亿元人民币，1.48 亿元人民币以及 0.69 亿元人民币。

可见，自从 2019 年以后，公司的主要营业收入来源为原料药，但原料药收入占比由 2019 年的 60.06% 降到 2020 年的 58.91%，含氧杂环类收入占比由 2019 年的 21.08% 上升到 2020 年的 27.14%，可以看到公司也积极发展除原料药以外的其他产业，从而提高公司的总收入。

图表 6 2018-2020 年公司主营业务收入（按产品分）（单位：万元）



资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 7 公司主要产品及介绍**

化学原料药	产品名称	产品说明
解热镇痛抗炎类原料药	保泰松	保泰松是一种作用于中枢神经系统的药物,属吡唑酮类衍生物,解热镇痛作用较弱而抗炎作用较强,对炎性疼痛效果好,并能促进尿酸的排泄
抗肿瘤原料药	氟尿嘧啶	氟尿嘧啶是通过干扰细胞内的代谢发挥抗肿瘤作用,能够抑制肿瘤细胞 DNA 和 RNA 的合成。
抗癫痫类原料药	苯巴比妥	苯巴比妥是一种巴比妥类的镇静剂及安眠药。
抗癫痫类原料药	扑米酮	扑米酮为抗癫痫药,临床上主要用于癫痫强直阵挛性发作(大发作),单纯部分性发作和复杂部分性发作的单药或联合用药治疗。
解热镇痛抗炎类原料药	吡罗昔康	吡罗昔康用于治疗风湿性及类风湿性关节炎,有明显的镇痛、抗炎及一定的消肿作用

二氧六环	产品名称	产品说明
含氧杂环类化工中间体	1,4-二氧六环	1,4-二氧六环(1,4-Dioxane),是一种有机物,分子式为 C <sub>4</sub> H <sub>8</sub> O <sub>2</sub> ,分子量为 88.11,无色透明液体。是醋酸纤维素、树脂、植物油、矿物油、油溶染料等的溶剂,也用于制喷漆、清漆、增塑剂、润湿剂等。
含氧杂环类化工中间体	二氧六环	二氧六环、1,4-二氧己环,无色液体,稍有香味。属微毒类,对皮肤、眼部和呼吸系统有刺激性,并且可能对肝、肾和神经系统造成损害,急性中毒时可能导致死亡。主要用作溶剂、乳化剂、去垢剂等。

二氧五环	产品名称	产品说明
含氧杂环类化工中间体	1,3-二氧五环	1,3-二氧五环是一种优良的有机溶剂,用途广泛,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。
含氧杂环类化工中间体	1,3-二氧杂戊烷	1,3-二氧杂环戊烷,一种化学品,无色透明液体,略有香气。主要用作溶剂。

医药中间体	产品名称	CAS NO.
抗艾滋病类医药中间体	利托那韦类医药中间体	用于利托那韦的合成。利托那韦为人免疫缺陷病毒-1(HIV-1)和人免疫缺陷病毒-2(HIV-2)天冬氨酸蛋白酶的口服有效抑制剂,阻断该酶促使产生形态学上成熟 HIV 颗粒所需的聚蛋白,使 HIV 颗粒因而保持在未成熟的状态,从而减慢 HIV 在细胞中的蔓延,以防止新一轮感染的发生和延迟疾病的发展。利托那韦对齐多夫定敏感的和齐多夫定与沙喹那韦耐药的 HIV 株一般均有效。
抗癫痫类医药中间体	苯巴比妥类医药中间体	苯巴比妥为长效巴比妥类药物,其中枢性抑制作用随剂量而异。具有镇静、催眠、抗惊厥作用。

资料来源:公司官网,华安证券研究所

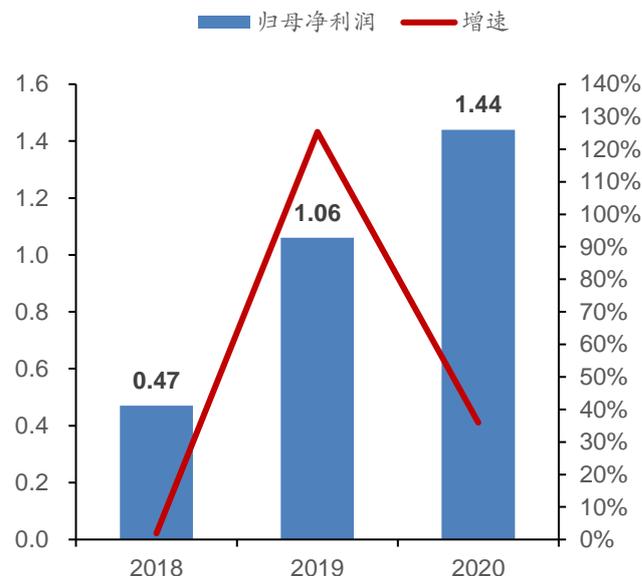
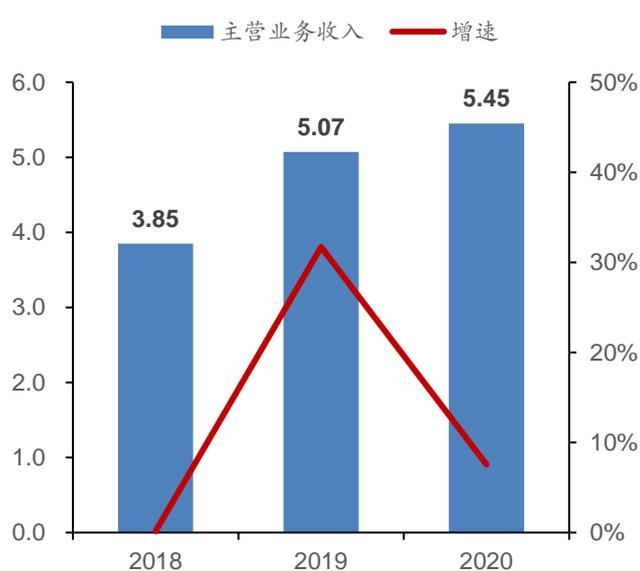
### 1.3 业绩稳定增长,发展形势较好

2018 年、2019 年和 2020 年,公司主营业务收入分别为 3.85 亿元、5.07 亿元和

5.45 亿元。2018 年、2019 年、和 2020 年，公司归母净利润分别为 0.47 亿元、1.06 亿元、1.44 亿元，增速分别为 1.9%、125.32%、35.96%。公司 2018 年完成重大资产重组注入原料药业务，所以公司 2019 年增速达到最高。公司的年复合增长率由 2018 年的 19.02% 增长到 2020 年的 70.03%。同时，在规模化和精细化的推动下，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%。

图表 8 2018-2020 公司主营业务收入及增速 (亿元)

图表 9 2018-2020 公司归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

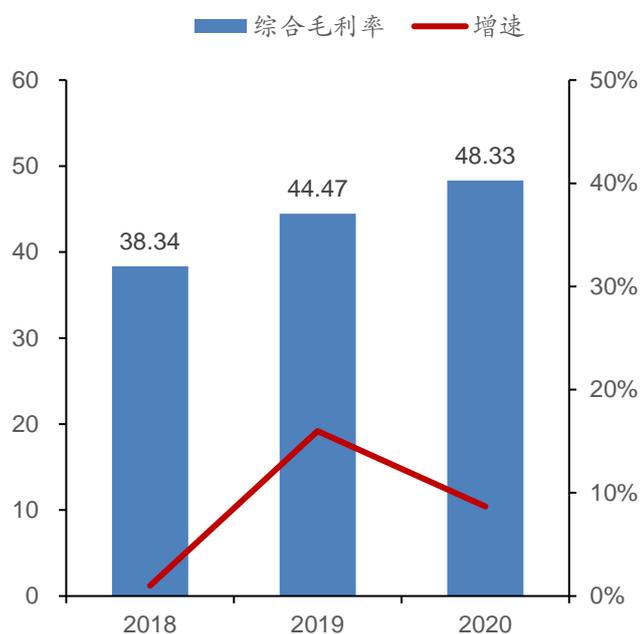
资料来源: wind, 华安证券研究所

2018 年、2019 年和 2020 年，公司综合毛利率分别为 38.34%、44.47% 和 48.44%，增速分别为 1%、15.99% 和 8.68%。

公司各类产品对综合毛利率的影响程度主要取决于各类产品的销售状况，销量越大、销售收入占比越高的产品种类对综合毛利率的贡献越大。2017 年至 2019 年间，各类产品对综合毛利率贡献总体由大到小依次为：抗肿瘤类原料药、含氧杂环类化工中间体、抗癫痫类原料药、其他类医药中间体、解热镇痛抗炎类原料药、抗癫痫类医药中间体、其他类医药原料药、抗艾滋病类医药中间体。

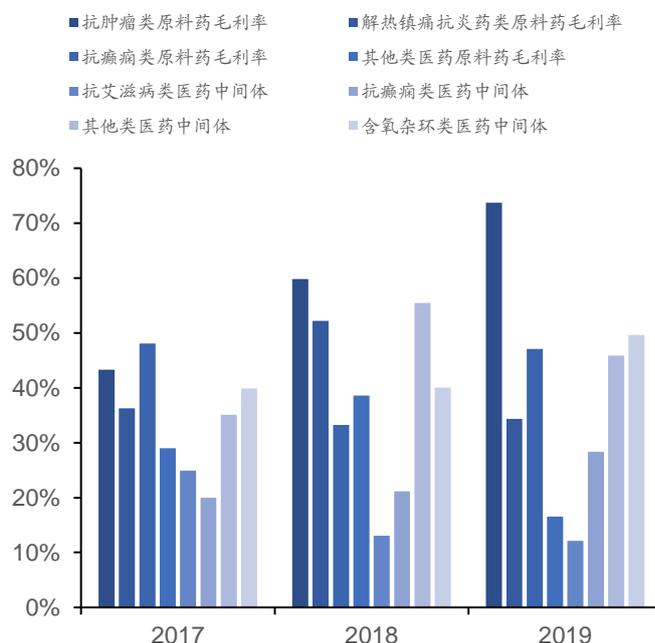
抗肿瘤类原料药、含氧杂环类化工中间体和抗癫痫类原料药在公司产品销售构成中占比最大，报告期内毛利率贡献比重平均为 43.20%，使公司主营业务综合毛利率的变动趋势与抗肿瘤类原料药、含氧杂环类化工中间体和抗癫痫类原料药毛利率的变动趋势基本一致。公司抗肿瘤类原料药、含氧杂环类化工中间体和抗癫痫类原料药的销售在行业内处于领先地位，也是公司所专注的特色原料药细分市场和化工中间体的细分市场。

图表 10 2018-2020 公司综合毛利率及增速 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 主营业务按产品或服务分类的毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 原料药内外格局良好，加速产业发展

### 2.1 原料药行业竞争格局尚未明晰，公司发展优势明显

原料药指用于药品制造中的任何一种物质或物质的混合物，而且在用于制药时，是作为药品的一种活性成分，该物质在疾病的诊断、治疗、症状缓解和预防中具有一定的药理活性或其他直接的药效作用，但只有在经过加工成为药物制剂后才能成为供临床应用的药品。

**全球医药行业持续增长。**随着世界经济的发展、人口总量的增长、社会老龄化程度的提高以及民众健康意识的不断增强，全球医药行业保持持续增长。据 IQVIA 研究所发布的《The Global Use of Medicine in 2019 and Outlook to 2023》数据显示，2018 年全球药品支出达到 1.20 万亿美元，未来五年增长的主要驱动力是美国市场和新兴医药市场，年复合增长率分别为 4%至 7%和 5%至 8%，预计到 2023 年，全球药品总支出将超过 1.50 万亿美元。

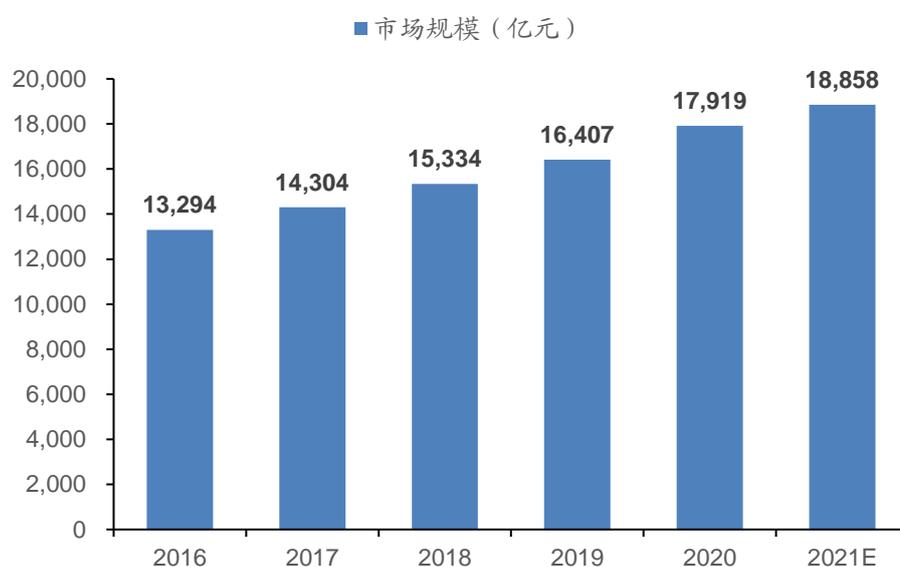
**医药行业在国内发展高速。**医药行业是我国经济发展中的重要产业，是《中国制造 2025》和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。随着我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度不断加快以及医疗服务便利性的提高，我国医药行业经历了一段快速发展时期，成为仅次于美国的第二大医药市场。2020 年我国医药行业市场规模达到 17,919 亿元，预测 2021 年将达 18,858 亿元。

**原料药专利到期，监管呈现严格趋势。**有研究显示，我国目前是全球最大的原料药生产国，原料药制造企业呈现良好的盈利态势。经过多年的发展，我国原料药技术水

平不断提升，质量也不断提高，原料药行业的竞争力不断增强。未来几年，全球将有大批原料药专利到期。国内药品审批提速，同时药品监管要求日趋严格。这为优秀原料药企业带来重要发展机遇。

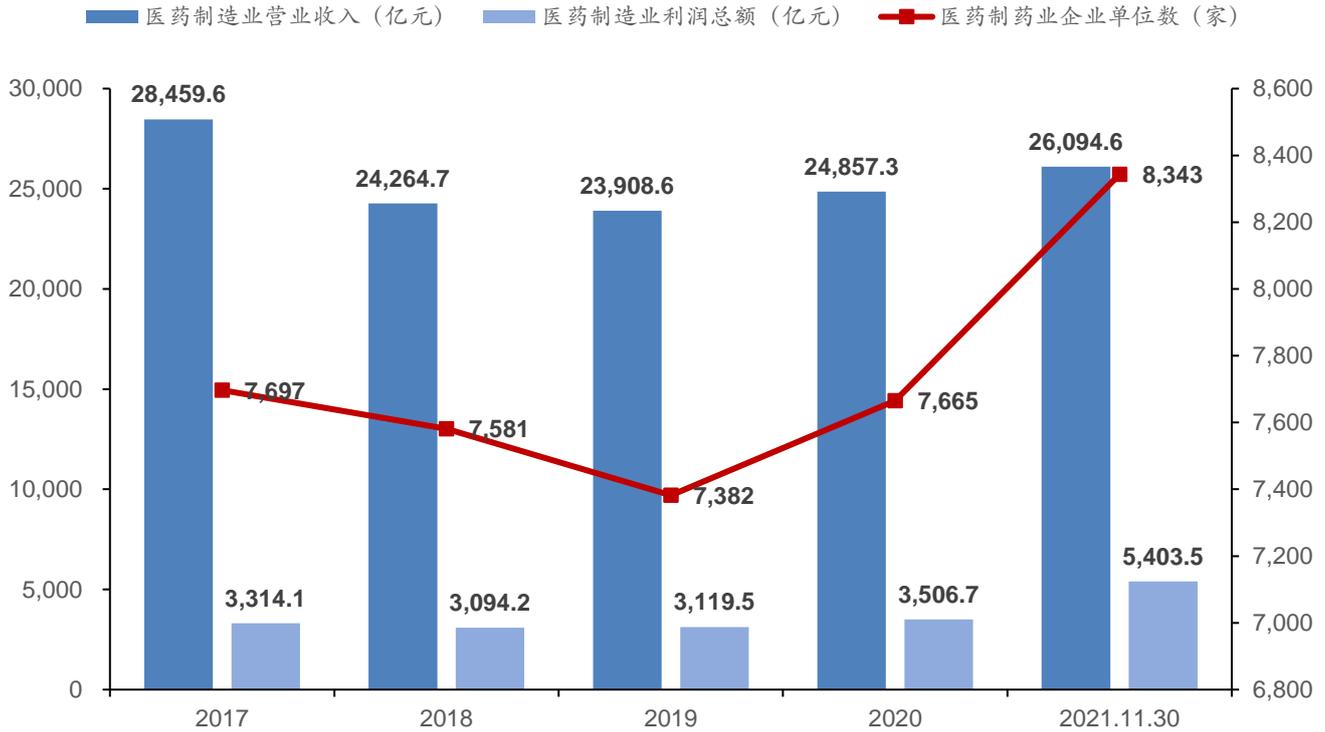
**国家加强监管，改善竞争格局。**2020年1月2日，工业和信息化部、生态环境部、国家卫生健康委和国家药监局联合发布《推动原料药产业绿色发展的指导意见》，要求促进产业结构更加合理，采用绿色工艺生产的原料药比重进一步提高；产业布局更加优化，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地。未来，我国原料药企业将不断加大环保投资力度，进行产业升级，改进工艺，随着实力较弱的中小原料药企业的退出，大型原料药企业利用将资本及规模优势进行整合，在扩大产能的同时，也改善了竞争格局。

图表 12 我国医药市场规模及预测 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 2017-2021 年我国医药制造业情况 (单位: 亿元、家)



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2.2 特色原料药持续创新, 未来市场发展可期

**特色原料药发展空间巨大。**我国原料药产业市场化程度较高,截至 2018 年 11 月底,全国共有原料药和制剂生产企业 4441 家,但主要集中于生产技术含量较低的大宗原料药,未来随着大量专利药的到期,特色原料药存在巨大的发展空间。

**公司特色原料药科研成果显著。**公司自成立以来一直专注于特色原料药及医药中间体的研发、生产和销售,对特色原料药和医药中间体持续投入研发,对现有产品的工艺技术不断进行优化,对原料药及医药中间体按照最先进的路线设计并研发,多项产品技术指标已达到国际先进水平,为公司在新领域的拓展打下坚实基础。

**国内特色原料药行业存在竞争机会。**特色原料药行业竞争主要有准入资质、竞争速度、技术竞争、质量竞争和价格竞争五大特点。2010 年至 2024 年,每年面临专利悬崖而损失的药品销售额均在 100 亿美元以上,为仿制药企业带来替代机会。在新品种拓展方面,国内特色原料药企业加速丰富产品管线,提高国际市场竞争力;在政策方面,带量采购背景下,特色原料药企业快速切入下游制剂市场实现“原料药+制剂”一体化,部分原料药企业还可参与下游制剂权益分成;在新业务模式方面,部分特色原料药企业逐步向 CMO/CDMO 拓展。

图表 14 公司特色原料药市场竞争格局 (截至 2021 年 9 月 30 日)

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

扑米酮	精华制药集团南通有限公司
	酒泉大得利制药股份有限公司
保泰松	精华制药集团南通有限公司
	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
	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, 华安证券研究所

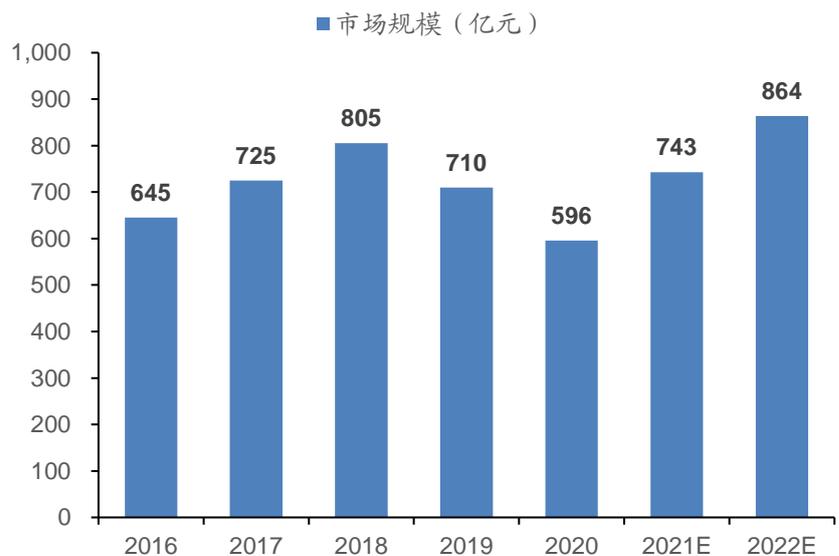
### 2.3 锂电池发力新材料, 抓住动力电池产业机遇

除了原料药外, 森萱医药在化工中间体领域的地位也不容小觑。公司生产的二氧五环、二氧六环产能分别为 3000 吨/年、5000 吨/年, 均是国内较大的生产供应商之一, 其中二氧五环产品属于锂电池电解液上游溶剂, 市场前景十分广阔。公司特色原料药科研成果显著。

随着新能源汽车市场渗透率不断提升, 动力电池的市场规模越来越大。数据显示, 2016 年中国动力电池出货量为 31GWh, 2020 年快速增长至 80GWh。新能源汽车的普及带动了动力电池出货量的不断增长, 预计 2021 全年其出货量达到 96GWh。动力电池市场大幅增加的同时, 锂电池产业链迎来发展机遇。

森萱医药的化工中间体产品二氧五环产品, 是锂电池电解液的溶剂, 目前主要应用于磷酸铁锂路线的一次电池领域; 公司已有二氧五环年产能 3000 吨, 扩产后年产能将达到 6000 吨, 目前该扩厂项目已经进入局部调试阶段。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增长。

图表 15 我国动力电池市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 招商银行, 华安证券研究所

## 3 关注热门疾病，公司研发应对需求

### 3.1.1 新冠肺炎遥遥无期，利托那韦原料药帮助应对

**利托那韦原料药应对新冠。**新型冠状病毒与 HIV 一样，都属于 RNA 病毒，而 RNA 是核酸链，需要有蛋白外壳才能生存，生成蛋白外壳需要利用宿主细胞，进行翻译机制制造蛋白外壳，如此病毒才能组装出自己的结构。因此，从作用机理上洛匹那韦/利托那韦等针对 HIV 的蛋白酶抑制剂有希望和冠状病毒蛋白酶结合从而抑制其正常功能，则存在发挥抗冠状病毒作用的机理可能。

**国家治疗方案明晰。**2020 年 1 月 27 日国家卫生健康委办公厅颁布的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行第四版）》中已明确将洛匹那韦/利托那韦作为治疗新冠肺炎的主要抗病毒方法之一。截至目前，国内关于利托那韦应用于新型肺炎临床试验共有 15 种。

**国内利托那韦企业空缺。**抗艾滋病药物洛匹那韦/利托那韦原研厂商是艾伯维，国内暂无首仿药。原料药洛匹那韦国内暂无生产批件，而另一原料利托那韦的国产药企有 2 家分别是上海迪赛诺化学制药有限公司、万全万特制药（厦门）有限公司。目前国内制药公司歌礼制药首仿药利托那韦片的上市申请目前正在审评中，另一款 1 类创新药艾滋病病毒蛋白酶抑制剂 ASC09 复方制剂片的临床试验申请也正在审评中。

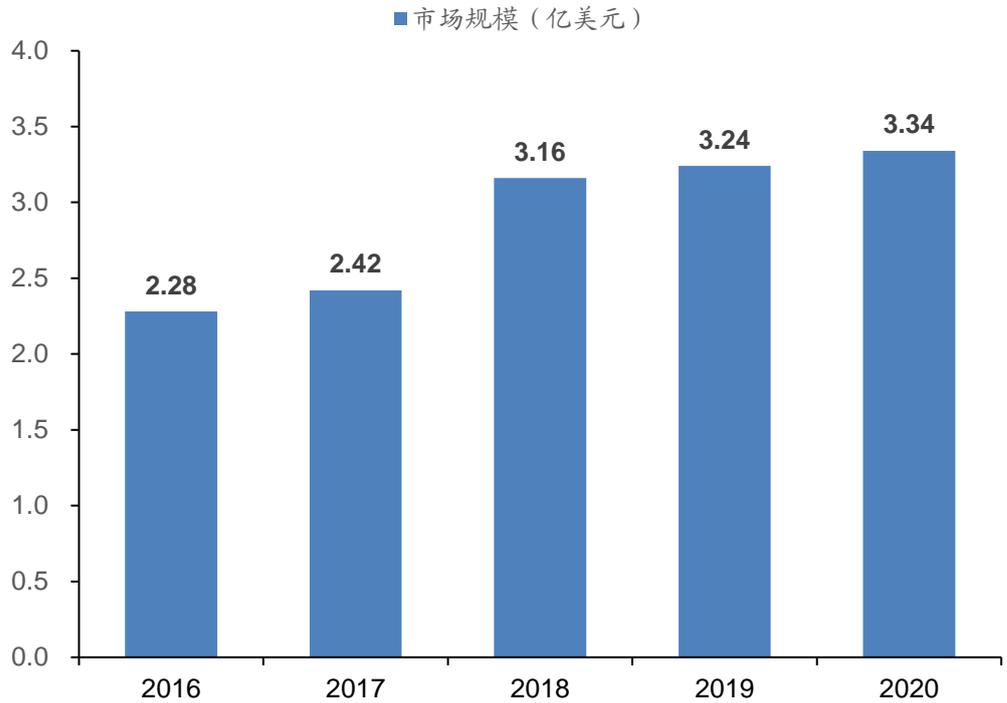
目前，国内利托那韦仿制药及原料药批件获取家数不多，未来市场空间可期，公司在利托那韦类药物领域经营多年，具有研发并抢占利托那韦原料药市场空间的潜力。

### 3.1.2 抗艾滋病类药物市场持续增长

目前，我国抗 HIV 病毒药物市场以国家免费药物为主导，国家免费药物包含 20 种 HIV 药物中的 8 种，在联合用药、相互作用、患者特异性等层面已较难全面满足患者需求。届时，随着新型药物的出现、居民收入的增长，自费抗 HIV 病毒药物市场将迎来较快发展。

就国内对抗 HIV 病毒药物的需求情况来看，近年来，随着艾滋病药物被列入 2018 年版基本药物目录，艾滋病新药注册被纳入优先审评，《中国艾滋病诊疗指南》发布等，我国艾滋病治疗市场正进入良性循环阶段，市场机遇很大。中国的抗 HIV 病毒药物市场规模从 2013 年的 7.9 亿元增加到 2018 年的 20.2 亿元，年均复合增长率 20.7%，预计至 2023 年，中国的抗 HIV 病毒药物市场规模将达 49.6 亿元。

图表 16 中国抗 HIV 病毒药物市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

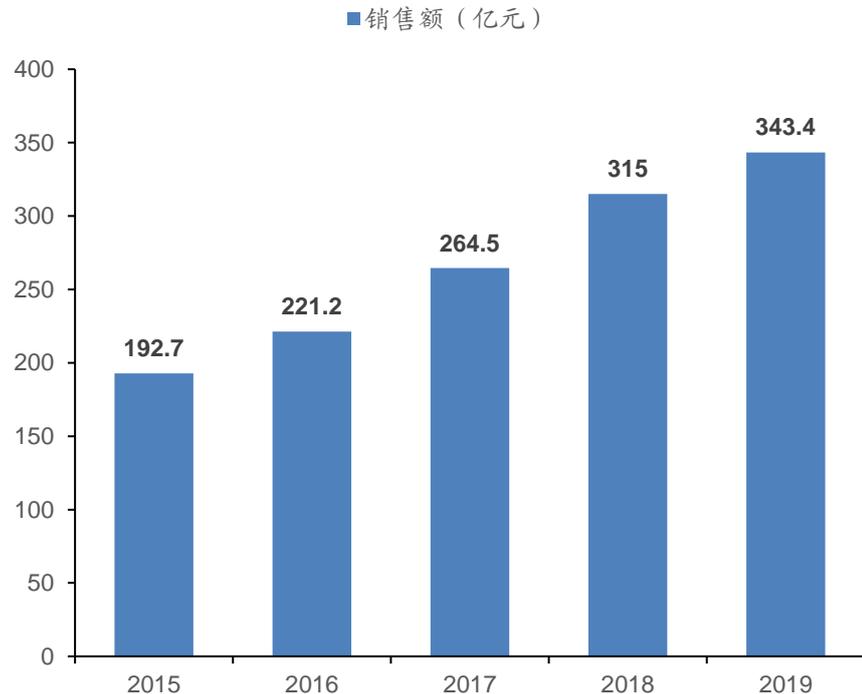
### 3.1.3 血栓性疾病市场空间仍有较大空间

血栓栓塞是血栓由形成部位脱落, 在随血流移动的过程中部分或全部堵塞某些血管, 引起相应组织器官缺血、缺氧、坏死或者淤血、水肿的病理过程。以上 2 种过程所引起的疾病, 称为血栓性疾病。

除了血栓性疾病, 还有许多疾病与血栓相关, 如: 心肌梗死、肺栓塞、心房颤动、脑梗死等, 尤其是以栓塞和梗塞为主要诱因的心梗和脑梗仍然是居民主要的死亡原因。全球每年因脑血栓、脑梗塞、心肌梗塞、冠心病、动脉粥样硬化等心脑血管疾病死亡人数达 1200 万人, 接近世界总死亡人数的四分之一。中国每年死于心脑血管疾病的人数达到 260 万人以上, 存活的患者 75% 致残, 其中 40% 以上重残, 国内抗血栓药物的市场规模稳步增长。

双嘧达莫是一种扩张冠脉及抗血栓形成的药物, 主要用于缺血性心脏病及中风, 也少量用于其他疾病的治疗。公司于 2019 年 11 月已完成了双嘧达莫的 GMP 认证, 国内已完成双嘧达莫 GMP 认证的家数不多, 公司在上述产品领域已取得了较为良好的技术储备及生产优势。

图表 17 2015-2019 年我国公立医院抗血栓形成药销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 米内网, 华安证券研究所

### 3.2 公司重组后产业链一体化, 上下游促进原料药生产

**公司重组形成同一产业链上下游。**公司 2020 年重组前公司及南通森萱子公司主要产品为医药中间体及含氧杂环化工中间体, 南通公司主要产品为原料药, 重组后公司、南通森萱及南通公司属于同一产业链上下游, 这为公司原料药生产提供了优势。

**提高公司整体盈利能力, 最大化股东利益。**本次收购南通森萱 (少数股东权益)、南通公司, 将有利于公司产业上下游整合, 丰富公司产品线, 优化产业结构, 实现公司“多元化、外延式”的发展策略, 进一步增强公司未来整体盈利能力和发展潜力, 进而提升公司价值, 更好地回报股东。

**利用资本市场, 实现业务快速发展。**经过本次重组, 森萱医药的核心竞争力和盈利能力将得到大幅提升, 投资者对公司的认可度也将进一步提高, 使公司在资本市场更具吸引力。公司可以有效地通过资本市场拓宽融资渠道, 优化资本结构, 完善公司治理, 从而有助于公司完成业务升级, 提高市场占有率, 增强公司的融资能力, 为公司后续业务的扩张提供支持, 使得公司实现跨越式发展。

**避免潜在的同业竞争。**为适应国家产业政策发展及市场环境的变化, 森萱医药决定逐步向原料药领域转型拓展。尽管由于医药行业的资质壁垒等原因, 森萱医药及其子公司尚未与控股股东精华制药及其控股公司发生实质同业竞争, 但基于森萱医药的前述战略转型计划, 本次重组将有利于避免森萱医药与控股股东精华制药及其控股子公司南通公司之间的潜在竞争关系。

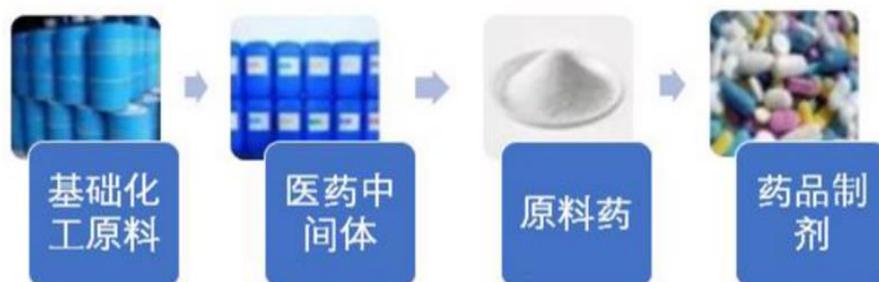
从下表可知, 通过本次重组, 发行人公司产品体系已经完成了从医药中间体、化工中间体向医药原料药、医药中间体、化工中间体上下游一体化产业链的转变。

图表 18 收购前后公司业务构成情况对比

主营业务分类	2017 年度 (重组前)	占主营业务比重	2018 年度 (重组后)	占主营业务比重
原料药			20,878.66	54.71%
医药中间体	9,863.18	55.29%	7,345.80	19.25%
化工中间体	7,976.84	44.71%	9,939.06	26.04%
合计	17,840.02	100%	38,163.52	100%

资料来源: 森萱医药公开发行说明书, 华安证券研究所

图表 19 医药中间体、原料药及制剂药的产业链关系



资料来源: 森萱医药公开发行说明书, 华安证券研究所

### 3.3 公司研发支出递增, 专利壁垒在行业内领先

公司非常重视产品的研究分析开发, 培养建立了一支高素质、跨领域的研发团队, 主要负责公司新工艺、新产品的研究、开发和实验, 负责工艺技术研究及改进工作, 解决工艺与技术难题, 保证研发的速度、质量, 确保工业放大生产安全、高效、可控, 第一时间完成产品在规范市场的申报和注册。公司为提升新产品、新技术研发水平, 实施行业共性技术攻关, 组建了三大省级研发平台, 即江苏省抗肿瘤药物工程技术中心、江苏省企业技术中心及江苏省研究生工作站, 形成了化学原料药从实验研发、小试、中试到小批量生产各环节研发能力, 同时一定程度上具备了从事基础性研究能力。

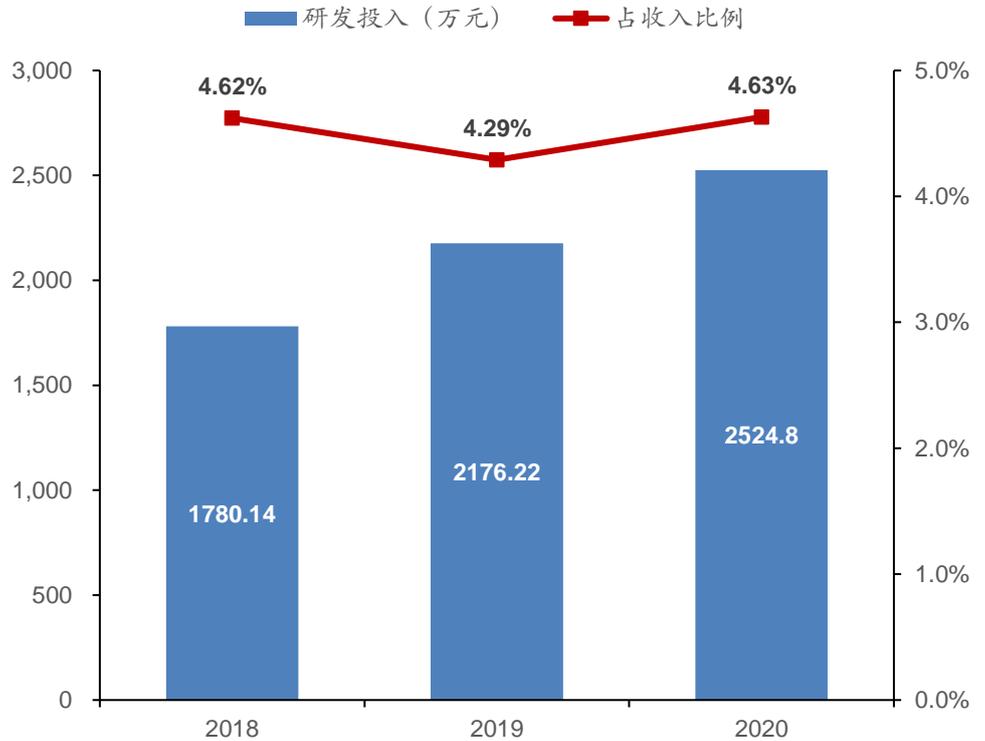
**产学研方面。**为提高研发效率, 公司在坚持自主研发的同时, 与上海交通大学建立了合作研发关系。通过与上述机构合作, 不仅加强了公司自身科研实力, 同时公司借助外部专家团队的资源, 确保了产品研发投入与市场需求始终保持着一致性。

**研发投入方面。**2018 年至 2020 年, 公司研发投入分别为 1,780.14 万元、2,176.22 万元和 2,524.80 万元, 占营业收入比例分别为 4.62%、4.29%和 4.63%。2018-2020 年, 公司研发投入持续增长, 公司始终将研发创新作为企业发展的原动力, 致力于成为一家国内领先、国际先进的原料药及医药中间体优质供应商。

**研发成果方面。**目前公司共拥有 77 项专利, 其中 11 项发明专利、66 项实用新型专利, 另有多项专利正在申请中; 公司共拥有软件著作权 10 项。2021 年上半年, 森萱医药研发投入 1351.39 万元, 占公司总营收 5.13%, 同比增长 8.2%。公司曾承担江苏省双创人才科技项目 2 项、南通市市级科技项目 1 项, 主持并参与 1 项目产品标准制定。2016 年 11 月 8 日, 国家食品药品监督管理局向公司南通公司颁发

了盐酸莫索尼定的《国家药品标准颁布件》(受理号: CYHB106859 苏, 批件号: (2003) 国药标字 X-069-4-2016 号), 上述药品标准的实施日期为 2017 年 5 月 8 日。上述标准发布, 也明确了公司作为上述药品标准制定者市场地位。凭借其雄厚的资本实力和强大的研发力量, 不断加大新药的开发投入, 通过推出新药获得专利药的垄断收益。

图表 20 公司研发投入及占比 (单位: 万元)



资料来源: 森萱医药公开发行说明书, 华安证券研究所

图表 21 公司主要研发项目情况

产品类别	项目	研发目的	研发方式
抗肿瘤类原料药	5-氟尿嘧啶及前体药物	对 5-氟尿嘧啶进行修饰工作, 形成 5-氟尿嘧啶前体药物。让药物本身无细胞毒性, 但可转化为具有细胞毒性的 5-氟尿嘧啶, 其结构通过肿瘤相关性血管因子胸苷磷酸化酶在肿瘤所在部位转化而成, 从而最大程度的降低了 5-氟尿嘧啶对正常人体细胞的损害, 同时能发挥抑制肿瘤的作用且抗肿瘤作用具有靶向性。	自主研发
解热镇痛抗炎类原料药	保泰松及其衍生物产品保泰松钙	目前 USP、EP 药典中保泰松的质量要求是最高的, 主要表现在有关物质, 氯化物、硫酸盐的控制上, 国内和其他国家有关的物质, 氯化物, 硫酸盐不作为控制指标, 而 USP、EP 药典中要求更高。研究保泰松缩合反应杂质的形成集控制等问题, 从技术层面降低保泰松原料药的单个杂质。	自主研发

抗癫痫类原料药	苯巴比妥的工业研究	国家有关的物质标准：单个杂质小于 0.5%，总杂质小于等于 1.0%，而欧洲药典中要求更高。研究苯巴比妥缩合反应杂质的形成集控制等问题，从技术层面降低苯巴比妥原料药的单个杂质，提高苯巴比妥原料药的国家质量标准。	自主研发
抗癫痫类原料药	扑米酮制备工艺去除工艺研究项目	国内外对药物中间体金属含量的限制越来越严格，业界已提出对原料药中金属含量不能超过 5ppm。该项目主要研究如何进一步去除残留痕量金属，降低资源消耗量。	自主研发
含氧杂环类化工中间体	二氧六环高效能连续化合成技术	为解决传统 1,4 二氧六环产品纯度低，水分含量偏高等问题，引进新的连续化生产工艺，新上全 DCS 控制系统，连续化生产，解决了能耗高、工艺用水和溶剂循环套用的问题。	自主研发
含氧杂环类化工中间体	二氧戊环碱液萃取脱水技术的研究与开发	乙二醇和浓甲醛反应生成二氧戊环和水，由于水和二氧戊环形成共沸物，共沸组成二氧戊环 93.1%和水 6.9%，所以用蒸馏的方式很难将二氧戊环中的水除去，需要提出用碱液萃取方式除去二氧戊环中的水，并进行项目的研发。	自主研发
利托那韦类医药中间体	BDH 高纯度、高收率合成技术	利托那韦是一种疗效高、可替代性强的治疗艾滋病蛋白酶抑制剂。因此，开发利托那韦药物以及用全合成利托那韦的中间体具有重要的理论和实际意义。在原有工艺的基础上，对关键控制点，路线以及细节进行优化，提高反应纯度和收率。	自主研发
苯巴比妥类医药中间体	苯基乙基丙二酸二乙酯高纯度高收率合成技术	为解决传统苯基丙二酸二乙酯的工艺缺陷，国内外均在研发苯基丙二酸二乙酯的高新纯化方法，但是有效且能工业化生产的方法还未有报告。该项目针对传统苯基丙二酸二乙酯纯化方法的不足之处，自主研发一种新型纯化方法制备高纯度高收率的苯基丙二酸二乙酯。	自主研发

资料来源：森萱医药公开发行说明书，华安证券研究所

## 风险提示：

环保政策风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、新冠疫情冲击。

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。