

# 金城医药（300233）：烟草专卖许可证落地，公司迎来新增长点

2022年6月15日

推荐/维持

金城医药

公司报告

## 事件：

金城医药全资子公司金城医化收到国家烟草专卖局下发的烟草专卖许可证准予许可决定书。根据该决定书，金城医化提出的(新办)烟草专卖生产企业许可证的申请经国家烟草专卖局依法审查，认为其符合法定条件，决定准予(新办)。

## 点评：

公司主要从事医药中间体、原料药、药物制剂、大健康产品的研发、生产与销售，在中间体、原料药板块的主打产品长期在市场上占据优势地位，同时积极进军烟碱生产领域。公司是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；原料药板块主打产品为谷胱甘肽，公司是全球谷胱甘肽原料药行业龙头，市占率超过60%。当前，公司在中间体、原料药板块持续巩固自身优势地位，实现收入平稳增长。同时，公司凭借自身技术优势进军烟碱生产领域，创新性实现了生物酶催化和化工合成技术的有效结合，可直接生产出高纯度左旋尼古丁。烟碱产品广泛用于电子烟、医药等领域，近年来在国内外市场需求不断增加，发展前景广阔。公司烟碱项目建成投产后，将为公司的增长提供新的动力。

**电子烟用烟碱（尼古丁）生产企业必须取得烟草专卖生产企业许可证。**根据2022年3月发布的《电子烟管理办法》，设立电子烟生产企业（含产品生产、代加工、品牌持有企业等）、雾化物生产企业和电子烟用烟碱生产企业等，必须取得烟草专卖生产企业许可证。这一规定实际上是通过烟草专卖许可证，将电子烟纳入传统烟草进行统一监管，而不再单独设置电子烟专卖许可证。本次取得许可证后，公司可在许可范围内从事合成尼古丁相关生产业务并向海外电子烟下游市场等提供相应的尼古丁。

公司生产工艺具备优势，同时海外市场对尼古丁需求较大，公司产能释放后尼古丁板块将成为公司重要增长点。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，且生产成本与美国合成尼古丁龙头公司NGL的成本相比进一步降低。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。此外，公司2021年11月10日取得的《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，相关生产设备也已部署到位；同时公司尼古丁产品海外收入占比接近90%，而尼古丁在海外市场的需求较大，此次获得烟草专卖生产企业许可证后公司产能可以快速释放。公司目前规划年产能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。

国内电子烟市场逐步规范，公司作为生产端龙头有望享受先发优势。全国统一电子烟交易管理平台主体功能已经建成，在部分区域和企业采用试点方式完成验证，将于6月15日正式运行。随着全国统一电子烟交易管理平台上线运行，近期一批电子烟相关生产企业将会陆续收到烟草专卖许可证准予许可

## 公司简介：

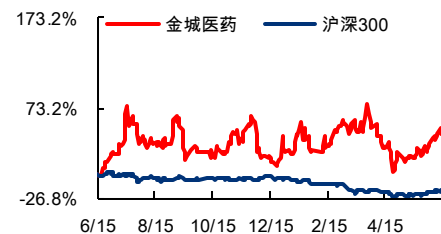
公司是国家高新技术企业、创业板上市公司。公司通过“实业+资本”双轮驱动发展模式，已构建形成独具金城特色的医药健康制药工业产业链，业务范围涉及生物制药、头孢类医药中间体、特色原料药、终端制剂、保健品、新材料、新兴高端医疗器械等产业领域。主营业务主要分为医药化工、生物制药和药品制剂三大领域。主导产品有谷胱甘肽（花青肽美）、硝呋太尔胶囊（朗依君）、硝呋太尔制霉素阴道软胶囊（朗依）、匹多莫德分散片（唯田）、富马酸比索洛尔胶囊（美降之）、复方木香铝镁片（德瑞夫）、牡蛎碳酸钙咀嚼片（金娃宁）、注射用头孢唑林钠（安斯夫 ANCEF）、AE-活性酯、咪喹胺盐等近百种。

资料来源：公司公告、WIND

## 交易数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间（元）   | 41.8-22.94    |
| 总市值（亿元）      | 130.56        |
| 流通市值（亿元）     | 121.76        |
| 总股本/流通A股（万股） | 38,741/38,741 |
| 流通B股/H股（万股）  | -/-           |
| 52周日均换手率     | 3.92          |

## 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

## 研究助理：林志臻

0755-82832295

linzhzh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121070074

决定书。监管规则的逐步落地将推动国内电子烟市场稳步向前发展，加速出清不合格产品，促进市场份额集中，反过来对电子烟生产端企业提出更高要求，有利于以公司为代表的龙头企业。虽然目前国内尚未批准合成尼古丁用于电子烟生产，但是金城医药作为首批获得烟草专卖许可证的电子烟生产端企业之一，未来若政策放开则将享受先发优势。

**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。我们预计公司 2022-2024 年的收入有望达到 39.61、46.91、53.09 亿元、净利润有望达到 4.09、5.50、6.27 亿元，对应 EPS 分别为 1.03、1.39、1.59 元，**维持“推荐”评级。**

风险提示：监管政策风险、产品价格下跌风险、产品销售不及预期风险。

财务指标预测

| 指标        | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 2,961.94 | 3,138.45 | 3,960.72 | 4,690.52 | 5,309.43 |
| 增长率（%）    | 5.98%    | 5.96%    | 26.20%   | 18.43%   | 13.19%   |
| 净利润（百万元）  | (480.68) | 123.08   | 409.48   | 549.91   | 627.35   |
| 增长率（%）    | -324.61% | -125.61% | 232.68%  | 34.29%   | 14.08%   |
| 净资产收益率（%） | -14.22%  | 3.18%    | 10.40%   | 12.50%   | 12.67%   |
| 每股收益(元)   | (1.26)   | 0.28     | 1.03     | 1.39     | 1.59     |
| PE        | (26.75)  | 120.36   | 32.79    | 24.25    | 21.24    |
| PB        | 3.84     | 3.85     | 3.41     | 3.03     | 2.69     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 风险提示

监管政策风险、产品价格下跌风险、产品销售不及预期风险。

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  |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
|                 | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |                | 2020A  | 2021A   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 2222   | 2139   | 1388   | 1673   | 1882   | <b>营业收入</b>    | 2962   | 3138    | 3961    | 4691   | 5309   |
| 货币资金            | 1075   | 981    | 0      | 0      | 0      | <b>营业成本</b>    | 1240   | 1487    | 1757    | 2182   | 2461   |
| 应收账款            | 693    | 598    | 755    | 894    | 997    | 营业税金及附加        | 34     | 31      | 46      | 55     | 62     |
| 其他应收款           | 9      | 8      | 11     | 13     | 14     | 营业费用           | 803    | 828     | 1045    | 1097   | 1242   |
| 预付款项            | 40     | 41     | 43     | 45     | 48     | 管理费用           | 336    | 368     | 465     | 551    | 623    |
| 存货              | 284    | 391    | 414    | 514    | 580    | 财务费用           | 28     | 26      | 0       | 0      | 0      |
| 其他流动资产          | 23     | 33     | 79     | 120    | 156    | 研发费用           | 192    | 178     | 196     | 216    | 237    |
| <b>非流动资产合计</b>  | 2778   | 3136   | 2648   | 2492   | 2340   | 资产减值损失         | -750.1 | -57.82  | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资          | 23     | 22     | 22     | 22     | 22     | 公允价值变动收益       | 1.72   | -1.13   | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产            | 1477   | 1695   | 1560   | 1424   | 1289   | 投资净收益          | 0.32   | 12.50   | 4.24    | 5.69   | 7.48   |
| 无形资产            | 494    | 450    | 423    | 397    | 374    | 加：其他收益         | 24.16  | 35.15   | 15.16   | 15.16  | 15.16  |
| 其他非流动资产         | 64     | 90     | 75     | 76     | 80     | <b>营业利润</b>    | -415   | 210     | 472     | 612    | 708    |
| <b>资产总计</b>     | 5000   | 5275   | 4036   | 4166   | 4222   | 营业外收入          | 1.39   | 1.46    | 1.00    | 1.00   | 1.00   |
| <b>流动负债合计</b>   | 1149   | 1416   | 1314   | 1507   | 1655   | 营业外支出          | 11.96  | 14.96   | 20.00   | 5.00   | 15.00  |
| 短期借款            | 154    | 223    | 0      | 0      | 0      | <b>利润总额</b>    | -425   | 197     | 453     | 608    | 694    |
| 应付账款            | 272    | 434    | 505    | 628    | 708    | 所得税            | 55     | 73      | 43      | 58     | 66     |
| 预收款项            | 0      | 0      | 40     | 87     | 140    | <b>净利润</b>     | -481   | 123     | 409     | 550    | 627    |
| 一年内到期的非流动负债     | 179    | 158    | 158    | 158    | 158    | 少数股东损益         | 8      | 15      | 11      | 12     | 13     |
| <b>非流动负债合计</b>  | 384    | 419    | 340    | 348    | 348    | 归属母公司净利润       | -489   | 108     | 398     | 538    | 615    |
| 长期借款            | 255    | 208    | 208    | 208    | 208    | <b>主要财务比率</b>  |        |         |         |        |        |
| 应付债券            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |                | 2020A  | 2021A   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| <b>负债合计</b>     | 1533   | 1836   | 1655   | 1855   | 2003   | <b>成长能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 少数股东权益          | 29     | 45     | 56     | 68     | 80     | 营业收入增长         | 5.98%  | 5.96%   | 26.20%  | 18.43% | 13.19% |
| 实收资本（或股本）       | 392    | 387    | 387    | 387    | 387    | 营业利润增长         | -367.0 | -150.64 | 124.57% | 29.73% | 15.62% |
| 资本公积            | 2474   | 2404   | 2404   | 2404   | 2404   | 归属于母公司净利润增长    | 268.71 | 35.22%  | 268.71% | 35.22% | 14.18% |
| 未分配利润           | 533    | 555    | 874    | 1304   | 1795   | <b>获利能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 3438   | 3394   | 3828   | 4306   | 4851   | 毛利率(%)         | 58.12% | 52.62%  | 55.64%  | 53.47% | 53.65% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 5000   | 5275   | 5540   | 6230   | 6936   | 净利率(%)         | -16.23 | 3.92%   | 10.34%  | 11.72% | 11.82% |
| <b>现金流量表</b>    |        |        | 单位：百万元 |        |        | 总资产净利润(%)      | -9.78% | 2.05%   | 9.86%   | 12.92% | 14.56% |
|                 | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | ROE(%)         | -14.22 | 3.18%   | 10.40%  | 12.50% | 12.67% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 546    | 437    | 445    | 623    | 723    | <b>偿债能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 净利润             | -481   | 123    | 409    | 550    | 627    | 资产负债率(%)       | 31%    | 35%     | 30%     | 30%    | 、      |
| 折旧摊销            | 639.27 | 612.06 | 0.00   | 135.64 | 135.64 | 流动比率           | 1.93   | 1.51    | 1.06    | 1.11   | 1.14   |
| 财务费用            | 28     | 26     | 0      | 0      | 0      | 速动比率           | 1.69   | 1.23    | 0.74    | 0.77   | 0.79   |
| 应收账款减少          | 0      | 0      | -157   | -139   | -103   | <b>营运能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 预收账款增加          | 0      | 0      | 40     | 47     | 53     | 总资产周转率         | 0.56   | 0.61    | 0.73    | 0.80   | 0.81   |
| <b>投资活动现金流</b>  | -451   | -232   | 269    | 2      | 2      | 应收账款周转率        | 4      | 5       | 6       | 6      | 6      |
| 公允价值变动收益        | 2      | -1     | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率        | 10.94  | 8.89    | 8.44    | 8.28   | 7.95   |
| 长期投资减少          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>每股指标(元)</b> |        |         |         |        |        |
| 投资收益            | 0      | 13     | 4      | 6      | 7      | 每股收益(最新摊薄)     | -1.26  | 0.28    | 1.03    | 1.39   | 1.59   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -192   | -192   | -192   | 841    | 935    | 每股净现金流(最新摊薄)   | -0.25  | 0.04    | 1.35    | 3.78   | 4.28   |
| 应付债券增加          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股净资产(最新摊薄)    | 8.78   | 8.76    | 9.88    | 11.12  | 12.52  |
| 长期借款增加          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>估值比率</b>    |        |         |         |        |        |
| 普通股增加           | -2     | -4     | 0      | 0      | 0      | P/E            | -26.75 | 120.36  | 32.79   | 24.25  | 21.24  |
| 资本公积增加          | -29    | -69    | 0      | 0      | 0      | P/B            | 3.84   | 3.85    | 3.41    | 3.03   | 2.69   |
| <b>现金净增加额</b>   | -97    | 14     | 523    | 1466   | 1660   | EV/EBITDA      | 50.41  | 14.94   | 21.16   | 17.36  | 15.48  |

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。

## 研究助理简介

### 林志臻

林志臻，对外经济贸易大学金融硕士，2021 年 7 月加入东兴证券。

## 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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

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

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

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: 010-66554008

传真: 021-25102881

传真: 0755-23824526