

2023年02月27日

宏源药业（301246.SZ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 本周四（3月2日）有一家创业板上市公司“宏源药业”询价。

◆ **宏源药业（301246）：**公司是一家集有机化学原料、医药中间体、原料药及医药制剂研发、生产和销售为一体的高新技术企业，此外公司还销售锂电池电解液的主要材料六氟磷酸锂。公司 2020-2022 年分别实现营业收入 13.03 亿元/15.78 亿元/20.64 亿元，YOY 依次为-17.24%/21.10%/30.79%，三年营业收入的年复合增速 8.81%；实现归母净利润 2.57 亿元/4.94 亿元/4.53 亿元，YOY 依次为-18.05%/92.02%/-8.22%，三年归母净利润的年复合增速 13.04%。公司预计 2023 年 1-3 月归属于母公司股东的净利润约为 12,800.00 万元至 15,300.00 万元，同比变动-27.60%至-13.46%。

- ① **投资亮点：**1、公司为化学原料乙二醛、乙醛酸、关键中间体 2-甲基-5-硝基咪唑、甲硝唑原料药及鸟嘌呤等产品的全球龙头。公司在硝基咪唑类抗菌药物上下游多个产品，包括乙二醛、乙醛酸、2-甲基-5-硝基咪唑、甲硝唑原料药，以及抗疱疹病毒类中间体药物鸟嘌呤上居全球龙头地位，据米内网数据，2021 年乙二醛、乙醛酸、2-甲基-5-硝基咪唑、甲硝唑原料药、鸟嘌呤全球市占率分别达到 40.06%、33.00%、60.19%、38.64%（公司甲硝唑原料药国内市占率达到 62.52%，排名第一；全球市占率根据公司产量及 2021 年全球需求量计算）、39.20%。2、依托于在中间体及原料药上的优势，公司在拓展原料药品种之外，积极向下游医药制剂进行延伸。公司积极开拓医药制剂产品，拟使用募投资金建设甲硝唑片、奥硝唑片、替硝唑片、阿昔洛韦片、盐酸伐昔洛韦片、维格列汀片、磷酸西格列汀片、他达拉非片、阿奇霉素胶囊、塞来昔布胶囊、人工牛黄甲硝唑胶囊年产能共 25 亿片（粒）。报告期内，公司已实现甲硝唑制剂的出口销售，募投项目将进一步扩大相应产能；目前公司正在进行替硝唑片、盐酸伐昔洛韦片仿制药、西格列汀制剂等产品的研发。
- ② **同行业上市公司对比：**公司产品包括有机化学原料、医药中间体及原料药、新能源电解液原材料，我们倾向于认为其归属于医药制造行业及新能源行业；目前尚未有与公司业务完全可比的 A 股上市公司，故分别选取主营产品为原料药及医药中间体的富祥药业、奥翔药业、东亚药业、新天地以及主营产品为六氟磷酸锂的天际股份为同行业可比上市公司。从可比公司来看，2021 年行业平均营业收入为 10.96 亿元，可比 PE-TTM（剔除负值以及近期业绩波动较大的天际股份/算术平均）为 36.56X，销售毛利率为 41.35%；相较而言，公司的营收规模高于行业平均，但销售毛利率低于行业平均。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	1,302.9	1,577.9	2,063.7

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	352.75
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsec.cn

相关报告

亚光股份-新股专题覆盖报告（亚光股份）
-2023 年 30 期-总第 227 期 2023.2.23
上海建科-新股专题覆盖报告（上海建科）-
2023 年第 29 期 - 总第 226 期 2023.2.22
通达创智-新股专题覆盖报告（通达创智）
-2023 年第 28 期-总第 225 期 2023.2.21
华塑科技-新股专题覆盖报告（华塑科技）-
2023 年第 27 期-总第 224 期 2023.2.18
苏能股份-新股专题覆盖报告（苏能股份）
-2023 年第 26 期-总第 223 期 2023.2.18



同比增长(%)	-18.65	21.10	30.79
营业利润(百万元)	324.2	548.4	501.4
同比增长(%)	-22.24	69.15	-8.58
净利润(百万元)	257.2	493.8	453.3
同比增长(%)	-18.05	92.02	-8.22
每股收益(元)	0.73	1.40	1.28

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、宏源药业	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	7
（四）募投项目投入	8
（五）同行业上市公司指标对比	8
（六）风险提示	9

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：全身抗菌药物制剂市场销售额（亿元）	6
图 6：2017-2021 年我国硝基咪唑类药物市场销售额	6
图 7：2015-2021 年我国抗疱疹病毒药物市场销售额（亿元）	7
图 8：2015-2021 年我国洛韦系列抗疱疹病毒药物市场销售额（亿元）	7
表 1：公司 IPO 募投项目概况	8
表 2：同行业上市公司指标对比	9

一、宏源药业

公司是一家集有机化学原料、医药中间体、原料药及医药制剂研发、生产和销售为一体的高新技术企业。公司目前主要产品包括乙二醇反应链条上的相关有机化学原料、医药中间体、原料药、医药制剂和氟乙酸甲酯、盐酸胍反应链条上的相关医药中间体等产品，以及锂电池电解液的主要材料六氟磷酸锂，产品销售范围覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲等几十个国家和地区。

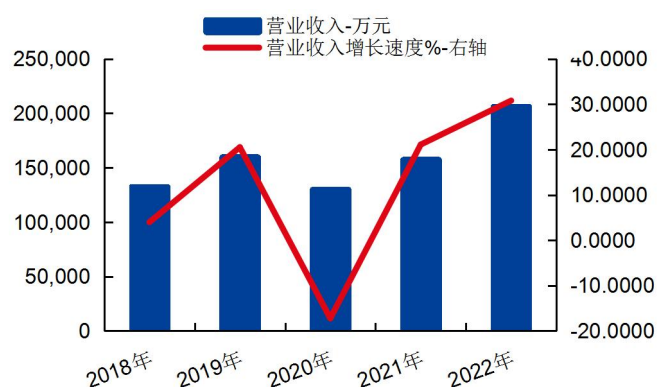
公司重视研发，已建立起完善的技术创新体系与规模化生产技术体系，拥有多项自主知识产权和技术。公司与复旦大学、武汉大学、四川大学、武汉工程大学和湖北中医药大学等知名高校保持密切交流和良好合作研发关系，目前在研项目 30 多个。公司核心技术覆盖基础化学原料、医药中间体、原料药到医药制剂领域，产品种类众多，多项技术达到国内领先或国际先进水平，并获得过多项省级科技进步奖；公司拥有专利 65 项，核心技术的销售收入占公司营业收入的 96% 以上。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 13.03 亿元/15.78 亿元/20.64 亿元，YOY 依次为 -17.24%/21.10%/30.79%，三年营业收入的年复合增速 8.81%；实现归母净利润 2.57 亿元/4.94 亿元/4.53 亿元，YOY 依次为 -18.05%/92.02%/-8.22%，三年归母净利润的年复合增速 13.04%。

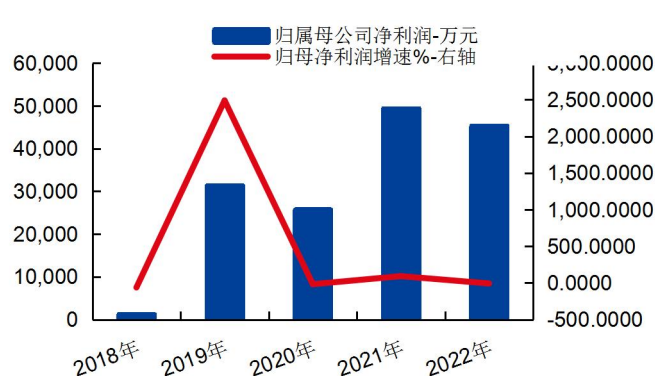
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为五大板块，分别为有机化学原料（3.23 亿元，20.58%）、原料药及医药中间体（7.93 亿元，50.54%）、医药制剂（0.85 亿元，5.45%）、新能源（3.59 亿元，22.90%）、其他（0.08 亿元，0.53%）。2019 年至 2022 年 1-6 月报告期间，原料药及医药中间体始终为公司的主要业务及收入来源，销售收入占比基本维持在 50% 以上；2021 年开始，新能源有关收入占比大幅提升，成为公司第二大收入来源。

图 1：公司收入规模及增速变化



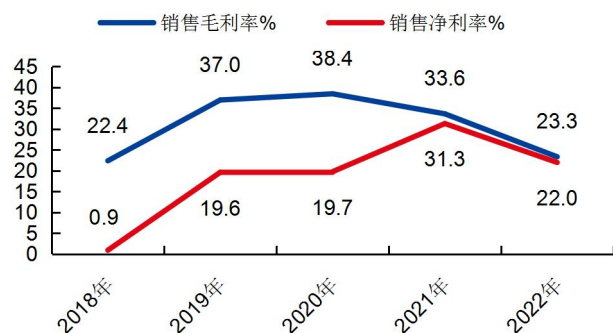
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



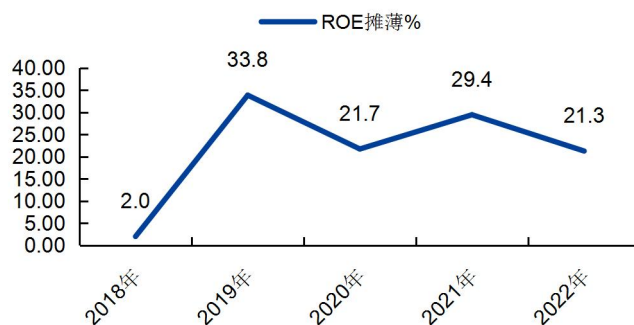
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司深耕于医药行业，主要从事有机化学原料、原料药及医药中间体的研发、生产和销售。其主要产品包含用于生产甲硝唑等硝基咪唑类的抗菌药物和生产阿昔洛韦等洛韦系列的抗疱疹病毒药物。抗菌药物方面，公司归属于抗菌类药物行业；抗疱疹病毒药物方面，公司归属于抗疱疹病毒药物行业。

随着我国社会经济的不断发展，人口结构也随之发生重大改变，我国的医药市场也迎来了发展的新时期。据预测，2018年至2023年，中国药品支出将保持3%至6%的年复合增长率，2023年将达到1,700亿美元左右规模。原料药及中间体行业处在医药产业链的中游，医药市场持续增长带动了原料药行业规模逐年上升，专利药到期后仿制药销量的增长导致对相应原料药需求的增长，因此推动了全球原料药市场呈现出较全球医药市场更快的增长。2019年全球原料药市场规模约1,822亿美元，预计到2024年达到2,452亿美元，年复合增长率为6.1%。

1. 抗菌类药物行业

近年来我国全身抗菌药物用药金额呈总体上升趋势，2015-2019年年复合增长率为2.86%，呈平稳增长趋势；2020年，受新冠疫情影响，我国全身抗菌药物市场的销售额出现下滑，2021年开始恢复增长。我国全身抗菌药物中，头孢类是第一大类别，2017-2021年占市场份额近50%；青霉素类是第二大类别，2017-2021年占市场份额16%以上；但两类的市场份额皆呈下降趋势。其他类别的全身抗菌药物市场份额均较低，其中硝基咪唑类在全身抗菌药物市场中的占比不断上升，2015-2021年由3.86%上升至4.90%。

图 5：全身抗细菌药物制剂市场销售额（亿元）



资料来源：米内网，华金证券研究所

2017-2019 年，我国硝基咪唑类药物销售额在 63 亿元以上，呈稳步上升趋势；2020 年，受新冠疫情影响，我国硝基咪唑类药物销售额首次出现下滑；2021 年，随着新冠疫情影响逐渐减小，我国硝基咪唑类药物销售额已恢复增长。目前市场上硝基咪唑类主要产品有甲硝唑、奥硝唑、替硝唑。2017-2021 年，我国甲硝唑药物销售额由 19.37 亿元增至 25.59 亿元，年复合增长率为 7.21%，增速明显快于全球市场的平均增速。2017-2019 年，我国奥硝唑药物市场销售额保持在 34 亿元以上，2020 年受疫情影响下滑，2021 年后下降速度缓和。硝基咪唑类原料药的上游主要有医药中间体 2-甲基咪唑、2-甲基-5-硝基咪唑，有机化学原料乙二醛。近年来乙二醛的市场需求不断增长，2017-2019 年全球乙二醛产量从 26.62 万吨增至 28.89 万吨；2020-2021 年，全球乙二醛市场产量因疫情下降，但依然保持在 27 万吨以上。我国是世界最主要的乙二醛生产国之一。

图 6：2017-2021 年我国硝基咪唑类药物市场销售额



资料来源：米内网，华金证券研究所

2. 抗疱疹病毒药物行业

2015 至 2019 年，我国抗疱疹病毒药物的市场销售额由 26.99 亿元增长到 31.92 亿元，年复合增长率为 4.29%，但增速逐年放缓，其主要原因是缺乏新产品上市、医院控制药占比及药品价格下降；2019 至 2021 年，除上述原因外，受到新冠疫情影响，我国抗疱疹病毒药的市场销售额出现下滑，2021 年销售额下降至 27.35 亿元。

图 7：2015-2021 年我国抗疱疹病毒药物市场销售额（亿元）



资料来源：米内网，华金证券研究所

抗疱疹病毒药物主要包括洛韦类药物和腺苷类药物，其中洛韦类药物有更昔洛韦、伐昔洛韦、阿昔洛韦、泛昔洛韦、喷昔洛韦、缬更昔洛韦 6 个品种。在原国家食品药品监督管理局 2016 年 4 月 20 日发布的药品不良反应信息通报中，提示抗病毒药注射用单磷酸阿糖腺苷存在安全风险，科室用药受到限制，销量逐年下滑。2015 至 2021 年，我国洛韦系列抗疱疹病毒药物的市场销售额保持增长，销售额由 14.90 亿元增长到 19.11 亿元，年复合增长率为 4.24%，高于抗疱疹病毒药物整体市场的平均水平。

图 8：2015-2021 年我国洛韦系列抗疱疹病毒药物市场销售额（亿元）



资料来源：米内网，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司为化学原料乙二醛、乙醛酸、关键中间体 2-甲基-5-硝基咪唑、甲硝唑原料药及鸟嘌呤等产品的全球龙头。公司在硝基咪唑类抗菌药物上下游多个产品，包括乙二醛、乙醛酸、2-甲基-5-硝基咪唑、甲硝唑原料药，以及抗疱疹病毒类中间体药物鸟嘌呤上居全球龙头地位，据米内网数据，2021 年乙二醛、乙醛酸、2-甲基-5-硝基咪唑、甲硝唑原料药、鸟嘌呤全球市占率分别达到 40.06%、33.00%、60.19%、38.64%（公司甲硝唑原料药国内市占率达到 62.52%，排名第一；全球市占率根据公司产量及 2021 年全球需求量计算）、39.20%。

2、依托于在中间体及原料药上的优势，公司在拓展原料药品种之外，积极向下游医药制剂进行延伸。公司积极开拓医药制剂产品，拟使用募投资金建设甲硝唑片、奥硝唑片、替硝唑片、阿昔洛韦片、盐酸伐昔洛韦片、维格列汀片、磷酸西格列汀片、他达拉非片、阿奇霉素胶囊、塞来昔布胶囊、人工牛黄甲硝唑胶囊年产能共 25 亿片（粒）。报告期内，公司已实现甲硝唑制剂的出口销售，募投项目将进一步扩大相应产能；目前公司正在进行替硝唑片、盐酸伐昔洛韦片仿制药、西格列汀制剂等产品的研发。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

1. **研发中心及多功能试验车间项目：**本项目拟在武穴新建研发中心及多功能试验车间项目，主要开展原料药、生物酶和氟化工的新产品研究与开发、对现有产品生产工艺进行技术改进、承担后续产品质检化验任务和加强与大专院校和产业优势企业合作等工作。
2. **抗病毒原料药及中间体项目：**本项目拟在武穴宏源生产基地上使用自有土地建设，预计达产后可形成年产 3,000 吨盐酸胍、100 吨 6-氯鸟嘌呤、1,300 吨双乙酰鸟嘌呤、1,500 吨双乙酰阿昔洛韦、20 吨盐酸伐昔洛韦和 30 吨更昔洛韦的生产规模。
3. **年产 25 亿片（粒）高端制剂车间项目：**本项目拟在宏源药业生产基地上使用公司自有土地建设，达产后可形成年产 25 亿片（粒）高端制剂的生产规模。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	研发中心及多功能试验车间项目	15,393.00	15,393.00	2 年
2	抗病毒原料药及中间体项目	20,680.00	20,680.00	2 年
3	年产 25 亿片（粒）高端制剂车间项目	29,000.00	29,000.00	2 年
	总计	65,073.00	65,073.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 20.64 亿元，同比增长 30.79%；实现归属于母公司净利润 4.53 亿元，同比下降 8.22%。公司预计 2023 年 1-3 月营业收入约为 60,000.00 万元至 70,000.00 万元，与上年同期相比增长幅度为 32.99%至 55.16%，归属于母公司股东的净利润约为 12,800.00 万元至 15,300.00 万元，同比变动-27.60%至-13.46%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润约为 12,600.00 万元至 15,100.00 万元，同比变动-28.24%至-14.00%。

公司产品包括有机化学原料、医药中间体及原料药、新能源电解液原材料，我们倾向于认为其归属于医药制造行业及新能源行业；目前尚未有与公司业务完全可比的 A 股上市公司，故分别选取主营产品为原料药及医药中间体的富祥药业、奥翔药业、东亚药业、新天地以及主营产品为六氟磷酸锂的天际股份为同行业可比上市公司。从可比公司来看，2021 年行业平均营业收入为

10.96 亿元，可比 PE-TTM（剔除负值以及近期业绩波动较大的天际股份/算术平均）为 36.56X，销售毛利率为 41.35%；相较而言，公司的营收规模高于行业平均，但销售毛利率低于行业平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
603229.SH	奥翔药业	106.96	50.29	5.70	39.21%	1.46	68.05%	54.79%	11.63%
300497.SZ	富祥药业	69.41	-104.62	14.30	-4.25%	0.49	-84.71%	30.50%	1.70%
605177.SH	东亚药业	28.01	26.98	7.12	-19.22%	0.68	-40.17%	28.23%	3.90%
301277.SZ	新天地	41.27	32.40	5.14	18.64%	1.15	-2.94%	40.09%	28.56%
002759.SZ	天际股份	79.99	9.51	22.53	203.24%	7.45	7011.34%	53.15%	21.83%
301246.SZ	宏源药业	/	/	15.78	21.10%	4.94	92.02%	33.64%	29.43%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

原材料价格波动风险、产品价格下滑风险、环保风险、安全生产风险、国际贸易环境变化及产品准入风险、存货规模较大的风险、自有新能源业务经营业绩及投资收益下滑的风险、核心人员和技术流失的风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn