

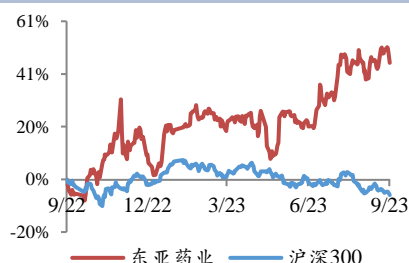
抗生素量价齐升，布局制剂注入新动力

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-09-21

收盘价（元）	28.17
近 12 个月最高/最低（元）	29.33/17.86
总股本（百万股）	114
流通股本（百万股）	56
流通股比例（%）	49.47
总市值（亿元）	32
流通市值（亿元）	16

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 抗菌药领域优秀企业，品类丰富，工艺领先

公司是国内 β -内酰胺类抗菌药、喹诺酮类抗菌药等领域的代表性企业。产品主要涵盖抗细菌类药、抗胆碱和合成解痉药物、皮肤用抗真菌药物等多个用药领域，并且成功开发出国内领先、环境友好、具有自主知识产权的新工艺，公司是为数不多的可以从起始物料青霉素开始，全产业链合成头孢克洛原料药的公司。

● 抗生素量价齐升，海外拓展蓄势待发

量：临床治疗对抗生素存在刚性需求，市场规模庞大并持续增长。常规诊疗恢复、流感爆发导致继发性细菌感染等事件带动抗生素需求提升。

价：如公司占比较高的头孢克洛系列自上半年主要原材料价格开始下行，同时受益于下游需求提升等因素产品价格上涨，价差改善带动毛利率提升。

品种拓展、技改、新产能释放将推动业务后续的稳定增长，同时公司也在积极注册海外市场药品批件，如头孢克洛原料药现已取得日本、韩国、土耳其、巴基斯坦等海外市场药品批件。随着后续海外市场拓展及技改推进将进一步提升公司盈利水平。

● 可转债募投项目开启新征程，制剂业务扬帆起航

2023 年 8 月公司的可转换公司债券上市，募集资金净额约 6.8 亿元。

主要投向 1）特色新型药物制剂研发与生产基地建设项目（一期）；2）年产 3,685 吨医药及中间体、4,320 吨副产盐项目（一期）。

项目共包含 19 个药品品种的制剂、原料药及医药中间体，治疗领域涵盖抗细菌药、皮肤用抗真菌药、抗病毒药、消化系统用药、呼吸系统用药、糖尿病用药、肾脏疾病用药等领域。

两项目预计建设工期 3 年，建成 5 年后达产，预计 2025 年将开始逐步贡献业绩增量。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 14.25/16.27/23.04 亿元，同比增长 20.8%/14.2%/41.6%。归母净利润分别为 1.46/1.82/2.43 亿元，同比增长 39.9%/24.6%/33.2%；对应 PE 分别为 23x/18x/14x。基于抗生素需求回暖，产品量价齐升，海外拓展蓄势待发，新产能释放在即，增长动力强劲，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

产能释放不及预期风险、研发进展不及预期风险、原材料价格波动风险、环保政策风险、汇兑损益风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1180	1425	1627	2304
收入同比 (%)	65.6%	20.8%	14.2%	41.6%
归属母公司净利润	104	146	182	243
净利润同比 (%)	52.5%	39.9%	24.6%	33.2%
毛利率 (%)	22.8%	26.5%	28.6%	28.1%
ROE (%)	5.7%	7.5%	8.6%	10.3%
每股收益 (元)	0.92	1.29	1.60	2.14
P/E	21.76	22.62	18.14	13.62
P/B	1.24	1.70	1.56	1.40
EV/EBITDA	9.71	10.71	10.18	7.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 抗菌药领域领先企业，需求回暖欣欣向荣	5
2 抗生素量价齐升，海外拓展蓄势待发	8
2.1 常规诊疗恢复等带动抗生素需求提升	8
2.2 存量品种奠定基本盘	10
2.2.1 头孢克洛：价差改善+出口放量，营收毛利双增长	10
2.2.2 头孢类中间体：产能释放，竞争优势显著	12
2.3 品种拓展+技改+新产能建设，推动业务稳定增长	13
3 可转债募投项目开启新征程，制剂业务扬帆起航	15
4 盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	19
风险提示：	20
财务报表与盈利预测	21

图表目录

图表 1 公司主要产品及国内外获批情况	5
图表 2 公司股权结构	7
图表 3 2016-1H23 公司营业收入及增速（百万元，%）	7
图表 4 2016-1H23 公司归母净利润及增速（百万元，%）	7
图表 5 2016-1H23 公司毛利率与净利率情况	8
图表 6 2016-1H23 公司收入结构（百万元）	8
图表 7 全球抗生素制剂市场规模（亿美元）	8
图表 8 中国抗生素市场规模（亿元）	8
图表 9 抗菌类药物分类及代表产品	9
图表 10 抗生素药物用药结构	9
图表 11 头孢菌素类药物特点	9
图表 12 中国头孢菌素类制剂不同代数分布情况（2018 年）	10
图表 13 青霉素工业盐价格（元/BOU）	11
图表 14 头孢克洛价格（元/千克）	11
图表 15 头孢克洛公司出口量与全国进口量	12
图表 16 公司目前主要在研项目及进展情况	13
图表 17 公司主要产品产能利用率及产销率	14
图表 18 公司目前主要在建工程项目（截至 2023 年 6 月）	15
图表 19 可转债募集资金投资项目投向情况	15
图表 20 可转债募投项目达产后测算收入情况	16
图表 21 收入拆分与盈利预测	18
图表 22 可比公司估值	19

1 抗菌药领域领先企业，需求回暖欣欣向荣

公司是国内β-内酰胺类抗菌药、喹诺酮类抗菌药等领域的代表性企业。公司前身浙江省三门正明化工有限公司成立于1998年，后于2007年吸收合并浙江省三门东亚药业有限公司并正式更名为浙江东亚药业有限公司，2020年在上交所主板上市。

公司产品主要涵盖抗菌类药物（β-内酰胺类和喹诺酮类）、抗胆碱和合成解痉药物（马来酸曲美布汀）、皮肤用抗真菌药物等多个用药领域。公司在浙江三门、浙江临海、江西九江建有一体化的制药基地，并在上海张江药谷和杭州下沙医药港小镇设有现代化的研发中心。公司面向全球市场，多个产品通过CGMP认证、EDQM认证、PMDA认证等国际药品规范市场认证，与欧美、东南亚等十多个国家和地区的客户建立了长期合作关系，产品销售网络遍及全球50多个国家和地区。

图表1 公司主要产品及国内外获批情况

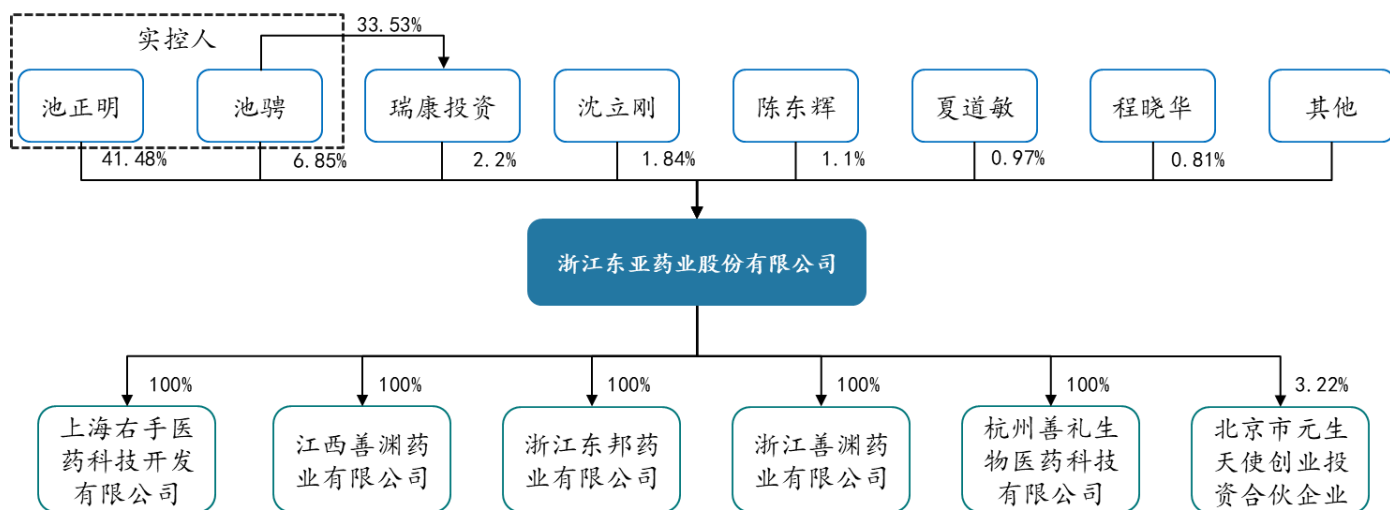
类别	产品	用途	国内外获批情况
β-内酰胺类抗菌药	头孢克洛原料药及中间体	头孢克洛为第二代头孢类抗菌药物，可用于治疗敏感菌引起的多种呼吸道感染、泌尿道感染、耳鼻喉科感染和皮肤及软组织感染等。	<ul style="list-style-type: none"> ●中国：头孢克洛（化学法）原辅包备案登记平台状态为A。 ●日本：MF登记 ●韩国：KDMF注册
	拉氧头孢钠中间体	拉氧头孢钠是第三代头孢菌素药物，可用于治疗呼吸系统感染、消化系统感染、腹腔内感染等。	
	头孢美唑钠中间体	头孢美唑钠是第二代头孢类抗菌药物，可用于治疗肺炎、支气管炎、胆道感染、腹膜炎、泌尿系感染等。	
	头孢唑肟钠中间体	头孢唑肟钠是第三代头孢类抗菌药物，可用于治疗下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染等。	
	氧头孢烯母核	合成拉氧头孢钠和氟氧头孢钠的关键原材料。氟氧头孢钠具有很强的抗菌性，可用于治疗呼吸系统感染、腹内感染、泌尿生殖系统感染等（氟氧头孢钠非公司产品）。	
	法罗培南钠中间体	法罗培南属于抗菌谱广，抗菌活性强的碳青霉烯类抗菌药物，是治疗严重细菌感染主要的抗菌药物之一。	
	美罗培南钠中间体	美罗培南属于抗菌谱广，抗菌活性强的碳青霉烯类抗菌药物，是治疗严重细菌感染主要的抗菌药物之一。	
抗胆碱和合成解痉药	马来酸曲美布汀原料药和中间体	马来酸曲美布汀属于消化系统药物，具有促进胃动力不足或抑制胃动力过足的双重调节作用。可用于治疗胃肠道运动功能紊乱引起的食欲不振、恶心、呕吐、嗝气、腹胀、腹鸣、腹痛、腹泻便秘等症状。	<ul style="list-style-type: none"> ●中国：原料药，原辅包备案登记平台状态为A ●欧洲：CEP获批 ●日本：MF登记 ●韩国：KDMF注册 ●加拿大：DMF注册 ●俄罗斯注册
喹诺酮类抗菌药	氧氟沙星原料药及中间体	可用于治疗泌尿生殖系统感染、呼吸道感染、胃肠道感染、皮肤软组织感染等。	<ul style="list-style-type: none"> ●中国：原料药，原辅包备案登记平台状态为A ●日本：MF登记 ●韩国：KDMF注册

		<ul style="list-style-type: none"> ●俄罗斯、乌克兰、印度注册
左氧氟沙星原料药及中间体	抗菌谱广、抗菌作用较强。可用于治疗轻、中度呼吸系 统、泌尿系统、消化系统、皮肤软组织以及口腔科、耳 鼻咽喉科、眼科、皮肤科等感染，应用范围广。	<ul style="list-style-type: none"> ●中国：原料药，原辅包备案登记平台状态为 A ●欧洲：CEP 获批 ●日本：MF 登记 ●韩国：KDMF 注册 ●俄罗斯、乌克兰、印度注册
盐酸左氧氟沙星原料药	左氧氟沙星的盐酸盐，治疗作用与左氧氟沙星基本相同。	<ul style="list-style-type: none"> ●中国：原辅包备案登记平台状态为 A
那氟沙星原料药	抗菌谱广，适用于寻常性痤疮、毛囊炎、脓疱疮等。	<ul style="list-style-type: none"> ●日本：MF 登记 ●韩国：KDMF 认证
酮康唑原料药	外用时可治疗皮肤浅表和深部真菌感染，如手癣、足癣、体癣、皮肤念珠菌感染等。	<ul style="list-style-type: none"> ●中国：原辅包备案登记平台状态为 A ●韩国：KDMF 认证
皮肤用抗真菌药	噻康唑原料药	外用时可治疗表皮癣菌、白色念珠菌等引起的真菌感染。 <ul style="list-style-type: none"> ●中国：原辅包备案登记平台状态为 A ●韩国：KDMF 认证
	盐酸特比萘芬原料药	具有广谱抗真菌活性，主要用于治疗脚趾或指甲真菌病、花斑癣及皮肤念珠菌感染等。 <ul style="list-style-type: none"> ●中国：原辅包备案登记平台状态为 A ●欧洲：CEP 认证 ●韩国：KDMF 认证
	盐酸多奈哌齐原料药	用于治疗轻度至中度阿尔茨海默型痴呆症的一线用药。 <ul style="list-style-type: none"> ●日本：MF 登记 ●韩国：KDMF 认证
其他产品	依帕司他原料药	用于预防、改善和治疗糖尿病并发的末梢神经障碍，如麻木感、疼痛感等。 <ul style="list-style-type: none"> ●中国：原辅包备案登记平台状态为 A ●日本：MF 登记
	氯雷他定原料药	用于治疗过敏性鼻炎、急性或慢性荨麻疹、过敏性结膜炎、花粉症等过敏症状。 <ul style="list-style-type: none"> ●中国：原辅包备案登记平台状态为 A

资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权结构整体较为稳定、集中。公司董事长池正明持股 41.48%，总经理池骋直接持股 6.85%，并通过瑞康投资间接持股 2.20%。池正明和池骋父子合计持股 51.03%。

图表 2 公司股权结构

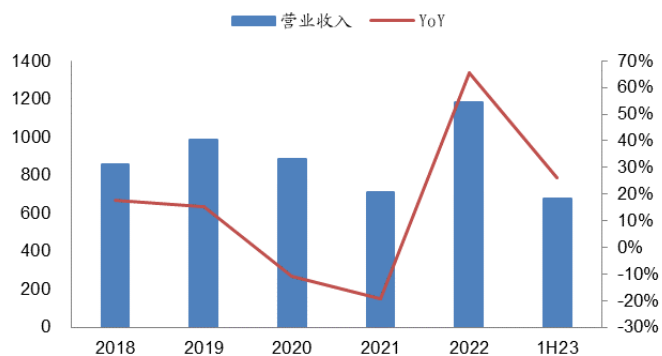


资料来源：Wind，华安证券研究所

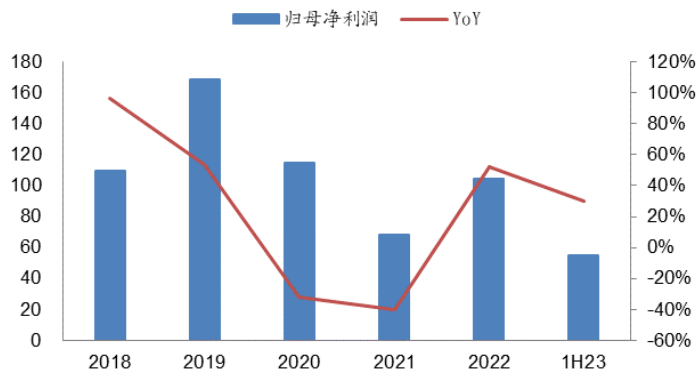
随着新车间投产及下游需求复苏，公司业绩取得较大改善与增长。公司 2020 年与 2021 年受疫情影响，下游需求端有所下降，叠加能源短缺导致工厂限电停产、原材料价格快速上涨等因素造成公司业绩出现大幅下滑。2022 年开始，公司经营业绩取得较大改善，实现营业收入 11.8 亿元，同比增长 65.62%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 52.46%。主要因为 1）公司头孢唑肟钠中间体新车间于 2021 年 9 月投入使用，2022 年全年产销量大幅增长；2）下游客户药品终端销售的逐步复苏。

图表 3 2016-1H23 公司营业收入及增速（百万元，%）

图表 4 2016-1H23 公司归母净利润及增速（百万元，%）



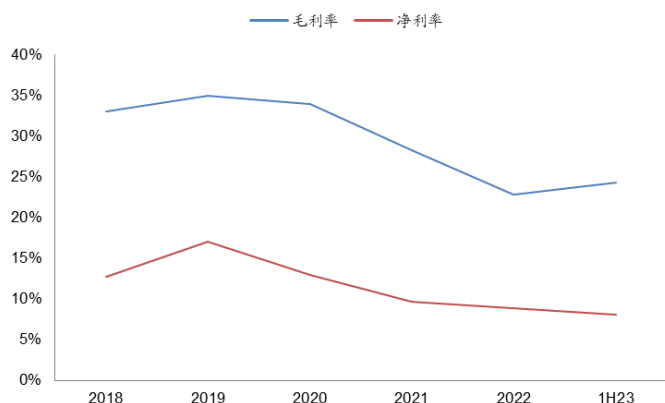
资料来源：wind，华安证券研究所



资料来源：wind，华安证券研究所

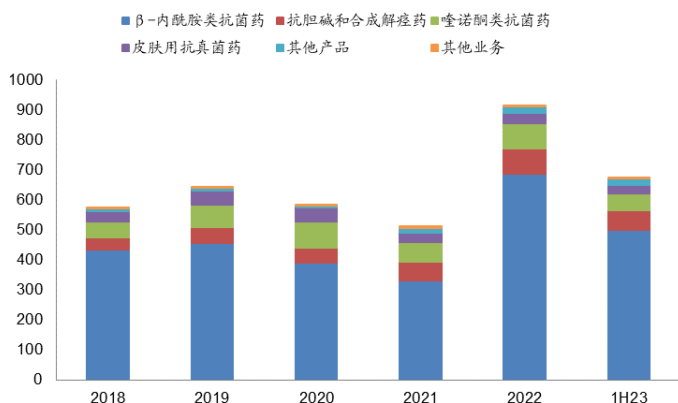
青霉素 G 钾盐等关键原材料价格逐步下行，公司盈利水平进入上行轨道。2023 上半年公司实现营业收入 6.74 亿元，同比增长 25.94%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 30.10%；毛利率为 24.28%，同比提升 2.67pp，主要因为关键原材料青霉素 G 钾盐、溴素等价格在过去两年持续攀升后开始下行，且通过精细化管理降本增效，成本改善明显。同时，公司持续进行工艺改进，扩大酶法工艺应用范围，能够较大地降低生产成本和环保压力，将进一步助力公司改善盈利水平。

图表 5 2016-1H23 公司毛利率与净利率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 2016-1H23 公司收入结构（百万元）



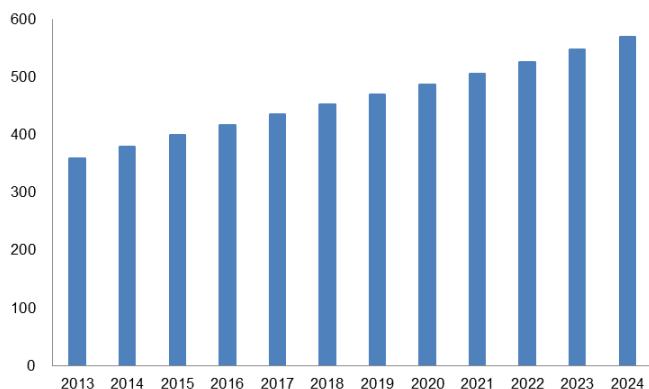
资料来源：wind，华安证券研究所

2 抗生素量价齐升，海外拓展蓄势待发

2.1 常规诊疗恢复等带动抗生素需求提升

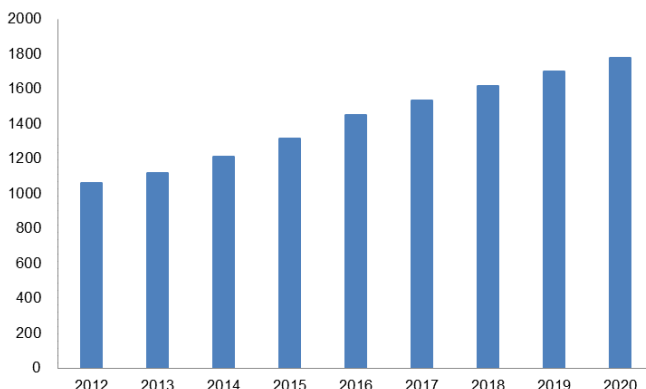
临床治疗对抗生素存在刚性需求，市场规模庞大并持续增长。抗生素是抗干扰药物类别中最主要的组成部分。抗感染药物是基础性用药，在细菌感染以及其他疾病或创伤、手术带来的感染性并发症治疗中均有广泛的应用，为临床用药中最主要的类别之一。抗感染类药物包括抗生素、抗病毒药物、抗真菌药物等，其中抗生素占整个抗感染药物的 90% 左右。根据川宁生物招股书，从终端市场来看，预计 2023 年全球抗生素制剂的市场规模超 500 亿美元，并持续增长。国内抗生素行业虽受限抗等管理措施影响增速有所下滑，但市场规模仍在持续增长，2020 年市场规模达到 1780 亿元。预计未来行业整体仍将维持较大需求。

图表 7 全球抗生素制剂市场规模（亿美元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 中国抗生素市场规模（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

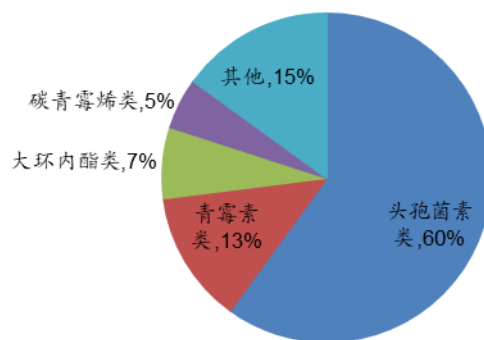
抗生素品种繁多，头孢菌素应用最为广泛。抗生素主要分为两大类： β -内酰胺类和非 β -内酰胺类，其中， β -内酰胺类抗菌药物是人类最早应用于临床的抗菌药物之一，又因其具有抑菌作用强，抗菌谱广的特点，而成为应用时间最长的、应用范围最广的里程碑式抗菌药物。头孢菌素类药物对细菌的选择作用强，而且对人几乎没有毒性，具有抗菌谱广、抗菌作用强、耐青霉素酶、过敏反应较青霉素类少等优点，是一类高效、低毒、临床应用广泛的重要抗细菌药物，已成为我国抗细菌用药中的最大类别，占比约 60%。

图表 9 抗菌类药物分类及代表产品

大类	细类	代表品种
β-内酰胺类	青霉素	青霉素钠、青霉素钾、替卡西林、磺苄西林、阿莫西林、哌拉西林、青霉素 V 钾等
	头孢菌素类	头孢克肟、头孢克洛、头孢拉定、头孢硫脒、头孢唑肟、头孢曲松、头孢美唑等
	单环 β-内酰胺类	氨曲南
	β-内酰胺酶抑制剂	克拉维酸、舒巴坦、他唑巴坦
	氧头孢烯类	拉氧头孢、氟氧头孢
	碳青霉烯类	亚胺培南、帕尼培南、美洛培南等
非 β-内酰胺类	氨基糖苷类	链霉素、庆大霉素、卡那霉素、阿米卡星、小诺米星等
	四环素类	四环素、土霉素、多西环素、米诺环素等
	大环内酯类	红霉素、琥乙红霉素、罗红霉素、麦迪霉素、乙酰螺旋霉素、吉他霉素等
	氯霉素类	氯霉素、琥珀氯霉素等
	林可霉素	林可霉素、克林霉素等
	其他	去甲万古霉素、磷霉素、卷曲霉素、利福平等

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 10 抗生素药物用药结构



资料来源：川宁生物招股书，华安证券研究所

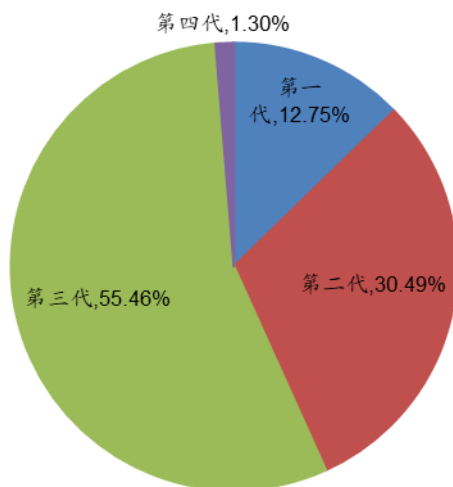
二、三代头孢菌素类药物占比最高，临床使用最为广泛。根据南方所，2018 年我国第二、三代头孢菌素类药物使用量占头孢菌素类药物整体市场份额分别为 30.49%、55.46%，是目前临床用药选取的最主要的头孢菌素类药物。

图表 11 头孢菌素类药物特点

代数	开发时间	主要代表品种	药品主要特点	中间体
一代	1962-1970	头孢噻啶、头孢氨苄、头孢拉定、头孢硫脒、头孢唑林等	抗革兰阳性菌作用强于二三代	7-ADCA、7-ACA、GCLE 等
二代	1970-1976	头孢西丁、头孢替安、头孢克洛、头孢美唑、头孢丙烯	抗酶性能较强	7-ACA
三代	1977-1984	头孢克肟、头孢他啶、头孢唑肟、拉氧头孢、头孢布烯等	抗菌谱扩大、耐酶性能强	7-ADCA、7-ACA、GCLE 等
四代	1985-now	头孢匹罗、头孢唑南等	抗菌谱更广、抗菌活性更强	GCLE

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 12 中国头孢菌素类制剂不同代数分布情况（2018 年）



资料来源：南方所，华安证券研究所

常规诊疗恢复、流感爆发导致继发性细菌感染等事件带动抗生素需求提升。随着疫情放开，医疗机构诊疗逐步恢复，抗生素制剂需求也有相应增长；同时，随着疫情管控的放松，公众出行频率增多，自 2023 年第一季度开始全国多地流感呈现高发态势，仅 3 月和 4 月全国合计报告流感发病数达到 539.84 万例，超过了新冠疫情前的 2019 年全年流感发病数 353.82 万例。流感病毒可通过多种途径和方式来削弱或抑制宿主的先天性免疫应答，增加细菌向下呼吸道侵袭的易感性并加快细菌性肺炎进展。以上多重因素仍有望继续带动抗生素销量增长。

2.2 存量品种奠定基本盘

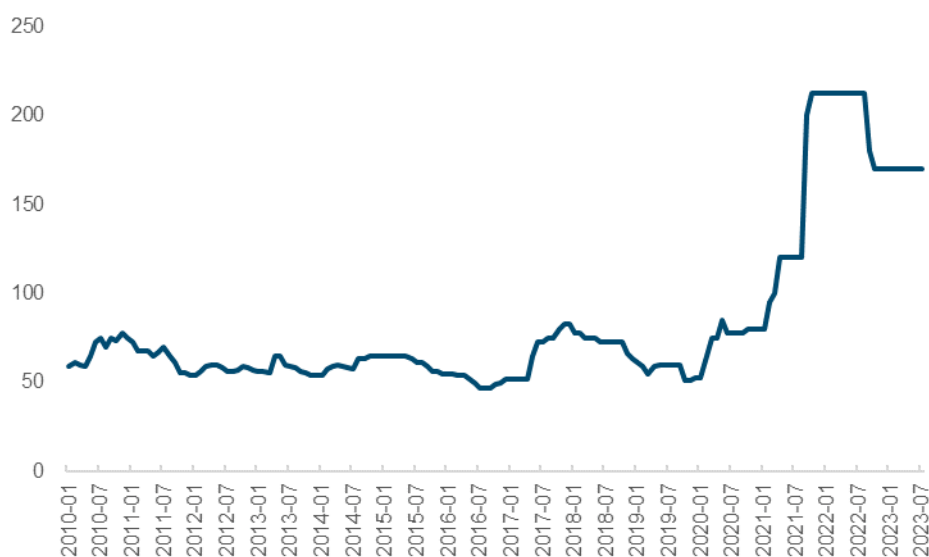
2.2.1 头孢克洛：价差改善+出口放量，营收毛利双增长

公司是为数不多的可以从起始物料青霉素开始，全产业链合成头孢克洛原料药的公司。在头孢克洛领域，公司已掌握头孢克洛原料药关键中间体 7-ACCA 的生产技术，在国内头孢克洛原料药市场有着明显的竞争优势。据南方所统计，2018 年度我国头孢克洛原料药产量约为 260 吨，公司产量约占 2018 年度国内总产量的 33%。

头孢克洛系列自上半年主要原材料价格开始下行，同时受益于下游需求提升等因素产品价格上涨，价差改善带动毛利率提升。

1) 成本端：青霉素工业盐价格在过去两年持续攀升后开始下行。青霉素工业盐又称青霉素 G 钾，上游原料主要为玉米，下游最主要用于生产青霉素类抗生素和部分头孢类抗生素，可用于生产 6-APA、7-ADCA 等中间体或直接生产青霉素钾、青霉素钠及克拉维酸钾等。根据 Wind 数据，截至 2023 年 7 月，国内青霉素工业盐报价为 170 元/BOU，相较于 2021 年 1 月的 80 元/BOU 上涨 112.50%，相较于高位 212.5 元/BOU 已开始下行。我们认为，青霉素工业盐未来仍有降价空间，利润端有望持续改善。

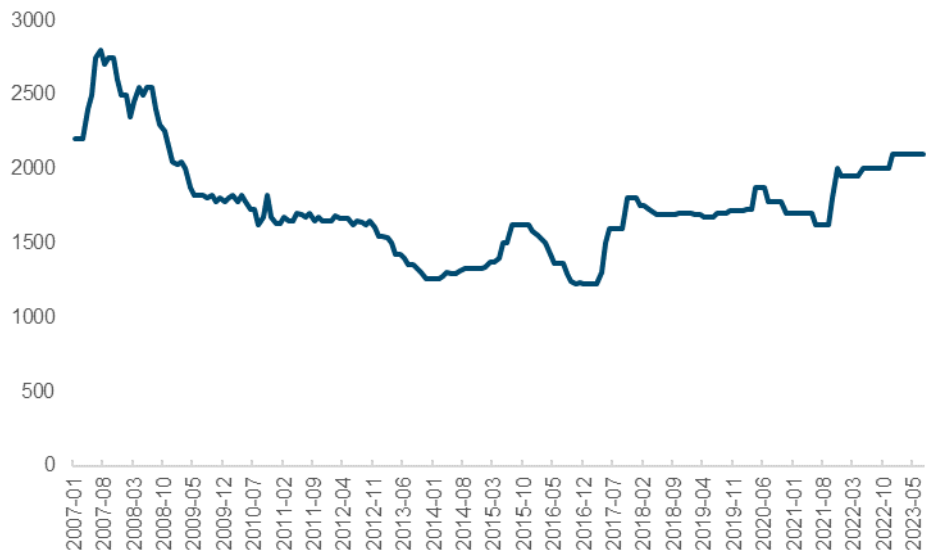
图表 13 青霉素工业盐价格（元/BOU）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 报价端：β-内酰胺类抗菌药 2023 年上半年价格有所上涨，价差持续优化。根据公司公告，由于主要原材料青霉素 G 钾盐价格的上涨以及市场需求的增长，β-内酰胺类抗菌药 2023 年上半年价格上涨 3% 左右。以公司关键品种头孢克洛为例，根据 Wind 统计，其单价自 2023 年 1 月以来持续稳定在高位 2100 元/千克，也是近十余年的最高价。

图表 14 头孢克洛价格（元/千克）

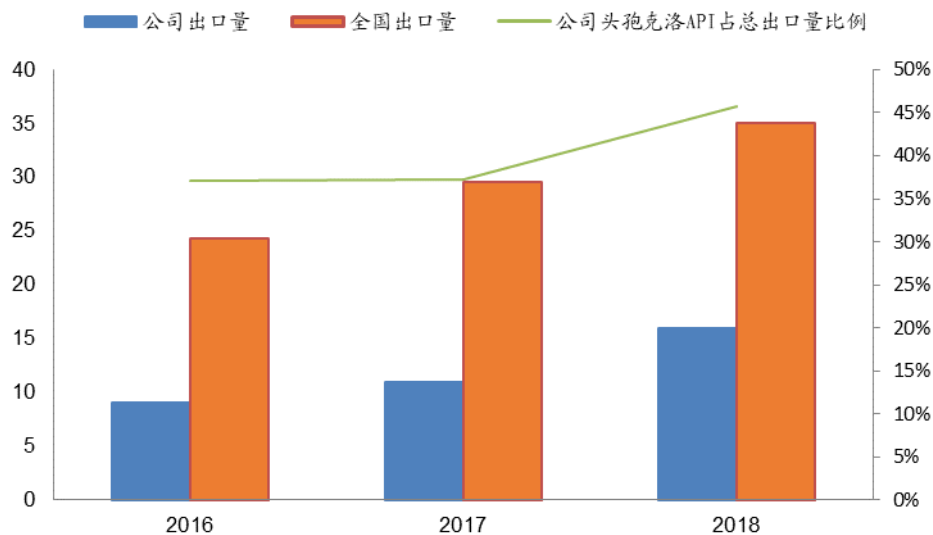


资料来源：Wind，华安证券研究所

头孢克洛原料药新建产能有序推进中，采用生物酶法技术将降低生产成本及环保压力，成本优势将更加突出。头孢克洛原料药方面，公司现有产能 120 吨/年，在建产能 200 吨/年；头孢克洛中间体方面，公司现有产能 360 吨/年，其中 200 吨/年的 7-ACCA 为 2022 年新投产产能。目前公司对头孢克洛原料药在采用生物酶法催化技术进行迭代，根据公司公告，头孢克洛的酶法工艺较化学合成法的工艺毛利率提升在 10%-20% 左右。

公司积极布局海外市场，叠加新产能释放将进一步推动头孢克洛原料药放量。公司头孢克洛原料药不仅取得了国内药品批件，同时已取得日本、韩国、土耳其、巴基斯坦等海外市场药品批件，产品出口量位居国内前列，2018 年公司头孢克洛原料药出口占我国头孢克洛原料药出口份额已超过 40%，在出口市场具有显著地位。

图表 15 头孢克洛公司出口量与全国进口量



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2.2 头孢类中间体：产能释放，竞争优势显著

● 拉氧头孢中间体：深度绑定原料药端龙头企业

根据公司招股说明书，在我国拉氧头孢制剂市场中，有包括海南海灵化学制药有限公司在内的两个厂家在生产销售，其中海南海灵化学制药有限公司占据了主要的市场份额，2018 年其市场占有率超过 70%。而海南海灵化学制药有限公司用于生产拉氧头孢钠制剂的原料药全部来自其同一控制的海南新合赛制药有限公司。公司也是海南新合赛拉氧头孢钠中间体的第一大供应商。

拉氧头孢钠是一种高端抗菌药物，主要用于敏感菌引起的各种感染症，具有毒副作用小，适用范围广，几乎无耐药性的优点。相比同样具有类似的抗菌谱广、抗菌性能强和几乎无耐药性特点的复方头孢菌素类制剂，如头孢曲松舒巴坦、孢哌酮他唑巴坦等，拉氧头孢制剂具有临床治疗费相对较低的优势，在降低药占比和医保控费的大背景下，医生更愿意使用治疗费用较低的拉氧头孢制剂，未来市场前景可期。

● 头孢美唑钠中间体：公司处于领先地位

截至 2019 年 9 月，我国头孢美唑钠原料药市场共有 8 个厂家获得了原料药批文。根据南方所统计，2018 年度我国头孢美唑钠原料药产量较大的公司包括重庆药友制药有限责任公司、哈药集团制药总厂和福安药业（集团）股份有限公司等企业。公司已成为上述三家公司头孢美唑钠中间体的合格供应商，在头孢美唑钠原料药领域具有一定的影响力。

● 头孢唑肟中间体：新车间投产，销量大幅增长

头孢唑肟作为进入我国市场较早的抗菌药物，其原料药生产技术已相对成熟，截至 2019 年 9 月，我国头孢唑肟钠原料药厂获批厂家有 13 家，其中哈药集团制药总厂和齐鲁安替制药有限公司率先获得了原料药批文，成为国内头孢唑肟钠原料药产销量较大的企业。根据南方所统计，2018 年度我国头孢唑肟钠原料药产量较高的

公司包括山东罗欣药业集团股份有限公司、山东睿鹰制药集团有限公司、齐鲁安替制药有限公司、哈药集团制药总厂、福安药业（集团）股份有限公司等企业。上述5家公司中的4家公司采购了公司生产的头孢唑肟钠中间体产品，可见公司在头孢唑肟钠原料药领域有着较为显著的地位。

公司2020年第四季度启动了对头孢唑肟钠中间体生产线的停产技改，60吨/年的7-ANCA技改项目于2021年完成投产，2022年全年头孢唑肟钠中间体产销量实现大幅增长。

2.3 品种拓展+技改+新产能建设，推动业务稳定增长

近年来，公司积极优化产品结构，不断丰富自身的产品线种类。公司优选头孢克洛、拉氧头孢钠、头孢美唑钠、头孢唑肟钠、左氧氟沙星等药效优良、副作用小、不易产生耐药性的抗菌药物品种，并且成功开发出国内领先、环境友好、具有自主知识产权的新工艺，确保所精选的品种占据高端市场的一定份额。截至2023年6月，公司主要在研项目达到39个。

图表 16 公司目前主要在研项目及进展情况

项目名称	目前所处阶段	拟达成研究目标
阿戈美拉汀	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
拉诺康唑	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
依托考昔	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
马来酸阿伐曲泊帕	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
头孢他啶	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
头孢唑肟钠	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
左氧氟沙星片	工艺验证	完成制剂注册并获得生产批件
依帕司他片	放大生产	完成制剂注册并获得生产批件
马来酸曲美布汀片	放大生产	完成制剂注册并获得生产批件
盐酸西那卡塞片	放大生产	完成制剂注册并获得生产批件
枸橼酸莫沙比利片	放大生产	完成制剂注册并获得生产批件
富马酸伏诺拉生片	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
厄多司坦胶囊	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
磷酸奥司他韦胶囊	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
磷酸奥司他韦颗粒	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
替替芬酮康唑乳膏	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
替格瑞洛	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
盐酸曲唑酮	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
磷酸特地唑胺	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
克立硼罗	小试开发	完成制剂注册并获得生产批件
新康唑工艺开发	小试开发	实现商业化生产和销售
盐酸莫西沙星工艺开发	小试开发	完成原料药注册并取得生产批件
酶法合成头孢丙烯工艺优化研究	小试开发	减少污染物排放,提高收率
酶法合成盐酸头孢卡品匹酯的工艺研究	小试开发	减少污染物排放,提高收率
头孢妥仑匹酯合成工艺优化研究	小试开发	降低杂质,提高收率
酮康唑反式酯转构工艺开发	小试开发	降低杂质,提高收率

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司引入环保型的生物酶法催化工艺进行降本增效。公司不断进行现有产品工艺路线的创新和改进，引入生物酶法催化等行业领先的工艺技术，使得生产过程更环保、更节能、更安全。根据公司公告，头孢克洛的酶法工艺较化学合成法的工艺毛利率提升在 10%-20% 左右。

公司产能利用率维持高位，新产能建设将推动公司进一步发展。我们列举公司的主要产品，可以发现头孢克洛原材料及中间体等产能利用率及产销率均处高位，下游产品需求旺盛。

图表 17 公司主要产品产能利用率及产销率

产品类别	产品名称	指标	2020	2021	2022
β-内酰胺类抗菌药	头孢克洛原料药	产能（吨）	80	120	120
		产量（吨）	54.65	107.47	113.16
		产能利用率	68.31%	89.56%	94.30%
		产销率	105.07%	80.93%	103.13%
	头孢克洛中间体	产能（吨）	160	160	160
		产量（吨）	130.2	138.9	172.84
		产能利用率	81.38%	86.81%	108.03%
		产销率	104.71%	92.99%	101.41%
	拉氧头孢钠中间 体、氧头孢烯母核	产能（吨）	20	20	20
		产量（吨）	17.99	14.06	18.75
		产能利用率	89.95%	70.30%	93.75%
		产销率	90.77%	112.09%	95.73%
	头孢美唑钠中间 体、头孢布烯中间 体	产能（吨）	150	150	150
		产量（吨）	53.66	27.28	112.69
		产能利用率	35.77%	18.19%	75.13%
		产销率（仅讨论头孢美唑钠 中间体）	124.80%	117.34%	96.56%
	头孢唑肟钠中间体	产能（吨）	40	20	60
		产量（吨）	41.98	18.56	65.31
		产能利用率	104.95%	92.80%	108.85%
		产销率	104.03%	67.73%	70.33%
抗胆碱和 合成解痉药	马来酸曲美布江原 料药及中间体	产能（吨）	250	250	250
		产量（吨）	174.47	226.7	252.18
		产能利用率	69.79%	90.68%	100.87%
		产销率	93.53%	85.07%	96.79%
喹诺酮类抗菌药	左氧氟沙星、盐酸 左氧氟沙星、氧氟 沙星原料药	产能（吨）	300	300	300
		产量（吨）	253.71	345.07	323.55
		产能利用率	84.57%	115.02%	107.85%
		产销率（仅讨论左氧氟沙星）	120.92%	79.63%	96.48%
皮肤用抗真菌	酮康唑原料药、盐 酸特比奈芬原料药	产能（吨）	85	85	85
		产量（吨）	83.14	55.26	88.09
		产能利用率	97.81%	65.01%	103.64%
		产销率（仅讨论酮康唑）	94.07%	128.54%	82.38%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司 IPO 建设项目已逐步进入尾声，即将迎来收获期。2020 年公司 IPO 募集资金 7.82 亿元，主要用于建设，1）年产头孢类药物关键中间体 7-ACCA 200 吨、7-ANCA 60 吨技术改造项目；2）年产 586 吨头孢类原料药产业升级项目二期工程；3）年产头孢类母核产品 180 吨、氧头孢类母核产品 100 吨技改项目；4）研发中心建设；5）补充流动资金。其中项目 1）已于 2022 年完工并投入使用；项目 2）、3）截至 2023 年 6 月工程累计投入占预算比例已超 85%，已进入建设尾声，完工在即。

图表 18 公司目前主要在建工程项目（截至 2023 年 6 月）

项目名称	项目内容	预算数 (亿元)	累计投入占 预算比例(%)	资金来源
年产 586 吨头孢类原料药 产业升级项目二期工程	年产 200 吨头孢克洛、20 吨头孢丙烯、 30 吨头孢妥仑匹酯、5 吨头孢布烯原料 药、年产 10 吨拉氧头孢钠中间体	2.48	86.85	募集资金、金 融机构贷款
年产头孢类母核产品 180 吨、 氧头孢类母核产品 100 吨技改项目	/	1.69	85.6	募集资金
研发中心建设项目	/	0.76	43.62	募集资金、金 融机构贷款
特色新型药物制剂研发与 生产基地建设项目（一期）	年产固体制剂 9.2 亿片/粒/袋、冻干注射 剂 1,000 万支、无菌分装注射剂 4,000 万支、乳膏剂 590 万支产能	3.73	32.32	自有资金、可 转债
年产 3,685 吨医药及中间体、 4,320 吨副产盐项目（一期）	年产 50 吨厄多司坦、年产 150 吨酮康唑、 年产 100 吨新康唑、年产 30 吨富马酸伏 诺拉生、年产 10 吨莫西沙星原料药生产 线，以及年产 50 吨拉氧头孢侧链、年产 30 吨头孢美唑侧链、年产 50 吨美罗侧 链中间体生产线，及相应辅助设施等。	3.65	7.16	自有资金、可 转债
车间提升改造工程	/	0.44	85.01	自有资金
杭州善礼实验室建设项目	/	0.20	0.2	自有资金

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 可转债募投项目开启新征程，制剂业务扬帆起航

2023 年 8 月 2 日公司可转换公司债券上市，发行的可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行；发行可转债的期限为自发行之日起六年。本次发行可转换公司债券募集资金总额为 6.9 亿元（含发行费用），募集资金净额约 6.8 亿元。主要投向 1.特色新型药物制剂研发与生产基地建设项目（一期）；2.年产 3,685 吨医药及中间体、4,320 吨副产盐项目（一期）。

图表 19 可转债募集资金投资项目投向情况

项目名称	总投资额（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
特色新型药物制剂研发与生产基地建设项目（一期）	4.39	3.5
年产 3,685 吨医药及中间体、4,320 吨副产盐项目（一期）	3.78	3.4
合计	8.17	6.9

资料来源：公司公告，华安证券研究所

本次可转债募投项目共包含 19 个药品品种的制剂、原料药及医药中间体，该等

药品品种的治疗领域涵盖抗细菌药、皮肤用抗真菌药、抗病毒药、消化系统用药、呼吸系统用药、糖尿病用药、肾脏疾病用药等领域。

1.特色新型药物制剂研发与生产基地建设项目（一期）

公司计划投资约 4.39 亿元建设“特色新型药物制剂研发与生产基地建设项目(一期)”，建设内容主要包括制剂大楼、质检研发楼及相关配套设施。本项目预计建设工期 3 年，建成 5 年后达产。

从选品角度看，多围绕公司现有的优势原料药及中间体品种进行。如主导产品头孢克洛、拉氧头孢钠中间体、头孢唑肟钠中间体、马来酸曲美布汀等。项目建成后将形成年产固体制剂 9.2 亿片/粒/袋、冻干注射剂 1,000 万支、无菌分装注射剂 4,000 万支、乳膏剂 590 万支的生产能力。预计项目建成后稳定运营期可实现年收入 17.94 亿元。

2.年产 3,685 吨医药及中间体、4,320 吨副产盐项目（一期）

公司计划投资约 3.78 亿元建设“年产 3,685 吨医药及中间体、4,320 吨副产盐项目（一期）”，建设内容主要包括年产 50 吨厄多司坦、年产 150 吨酮康唑、年产 100 吨新康唑、年产 30 吨富马酸伏诺拉生、年产 10 吨莫西沙星原料药生产线，以及年产 50 吨拉氧头孢侧链、年产 30 吨头孢美唑侧链、年产 50 吨美罗侧链中间体生产线，及相应辅助设施等。本项目预计建设工期 3 年，建成 5 年后达产。预计项目建成后稳定运营期可实现年收入 3.98 亿元。

图表 20 可转债募投项目达产后测算收入情况

项目	产品名称（规格）	产能（万）	预计销售单价（元）	销售收入（万元）
特色新型药物 制剂研发与生 产基地建设项 目（一期）	注射用头孢美唑钠(250mg)	2,000	13.24	26,480
	注射用头孢唑肟钠(1g)	2,000	10.23	20,460
	左氧氟沙星片(100mg)	30,000	0.17	5,100
	依帕司他片(50mg)	1,000	3.36	3,360
	马来酸曲美布汀片(100mg)	15,000	0.63	9,450
	盐酸西那卡塞片(25mg)	2,000	2.72	5,440
	枸橼酸莫沙必利片(5mg)	13,000	0.59	7,670
	磷酸奥司他韦胶囊(75mg)	1,000	13.97	13,970
	磷酸奥司他韦颗粒(30mg)	1,000	4.51	4,510
	酮康唑乳膏(10g: 0.2g)	200	1.88	376
	盐酸特比萘芬乳膏(10g:0.1g)	350	8.11	2,839
	茶替芬酮康唑乳膏(10g:100/25mg)	40	17.51	700
	合计			179,395
年产 3,685 吨 医药及中间 体、4,320 吨 副产盐项目 （一期）	头孢美唑酸侧链	30	38	1,140
	美罗侧链	50	73	3,650
	拉氧头孢侧链	50	78	3,900
	厄多司坦原料药	50	70	3,500
	酮康唑原料药	150	80	12,000
	新康唑原料药	100	70	7,000
	富马酸伏诺拉生原料药	30	220	6,600
	莫西沙星原料药	10	200	2,000
	合计	470		39,790
可转债募投项目达产后收入测算				219185

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

基于 1) 公司主要品种 β -内酰胺类抗菌药下游需求回暖；2) 公司进行技改，逐步扩大酶法应用范围；3) IPO 及可转债募投项目逐步落地投产及产能爬坡等因素，我们综合预计公司 2023-2025 年营业收入增速分别为 21%、14%、42%。

具体假设如下：

1) β -内酰胺类抗菌素，自 2023 年以来需求回暖，量价齐升，因此我们预计 β -内酰胺类抗菌素的收入与毛利率均将持续提升。2024 年公司头孢克洛等产品出海将取得新进展，我们认为随着产品出海占比提升，对整体毛利率水平也有一定改善。2025 年公司可转债募投产能逐步投产，头孢美唑酸侧链、美罗侧链、拉氧头孢侧链等产能释放将贡献新增量。因此，我们预计 2023-2025 年公司 β -内酰胺类抗菌素板块收入分别为 9.63 亿元、11.07 亿元、13.08 亿元，同比增长 24%、15%、18%；毛利率分别为 18%、22%、22%。

2) 抗胆碱和合成解痉药，马来酸曲美布汀原料药和中间体同样是公司的优势产品，目前以出口为主，已在日本、韩国等多国注册获批，具备较强的竞争实力。我们预计 2023-2025 年抗胆碱和合成解痉药板块收入为 1.93 亿元、2.22 亿元、2.48 亿元，同比增长 17%、15%、12%；2023 年上半年公司马来酸曲美布汀原料药和中间体售价上升，板块整体毛利率有所提升。假设 2024、2025 年价格回归，我们预计毛利率分别为 51%、50%、48%。

3) 喹诺酮类抗菌药，上半年公司因和原研厂家合作订单增长，同时叠加需求改善，我们预计喹诺酮类抗菌药有望实现快速增长。我们预计 2023-2025 年喹诺酮类抗菌药板块收入为 1.31 亿元、1.53 亿元、1.88 亿元，同比增长 25%、17%、23%；毛利率分别为 22%、20%、18%。

4) 皮肤类抗真菌药，因产品结构变化等原因，上半年该板块毛利率略有下降。我们预计 2023-2025 年皮肤类抗菌药板块收入为 0.76 亿元、0.80 亿元、1.32 亿元，同比增长 5%、5%、57%；毛利率分别为 49%、48%、47%。

5) 其他产品，我们预计 2023-2025 年收入为 0.56 亿元、0.58 亿元、0.61 亿元，同比增长 5%、5%、5%；毛利率分别为 62%、60%、57%。

6) 其他业务，2024 年随着可转债募投产能的投产与释放，制剂业务将成为公司的新一增长极，结合达产后销售预期，我们预计 2023-2025 年收入为 0.06 亿元、0.07 亿元、3.67 亿元，同比增长 20%、10%、5161%；因 2025 年制剂业务仍处于产能爬坡期，利润端短期承压，因此我们预计 2023-2025 年毛利率分别为 90%、90%、30%。

图表 21 收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	712.22	1179.56	1424.85	1627.40	2304.47
营业收入YoY	-19%	66%	21%	14%	42%
营业成本	511.16	910.4	1047.27	1162.65	1656.65
毛利润	201.06	269.16	377.58	464.75	647.83
毛利率	28%	23%	26%	29%	28%
β-内酰胺类抗菌药					
收入	391.47	779.27	963.05	1107.22	1308.13
YoY	-32%	99%	24%	15%	18%
营收占比	55%	66%	68%	68%	57%
成本	329.71	686.17	789.70	863.63	1020.34
毛利润	61.76	93.1	173.35	243.59	287.79
毛利率	16%	12%	18%	22%	22%
抗胆碱和合成解痉药					
收入	124.55	164.68	192.68	221.58	248.17
YoY	11%	32%	17%	15%	12%
营收占比	17%	14%	14%	14%	11%
成本	62.2	83.83	94.41	110.79	129.05
毛利润	62.35	80.85	98.26	110.79	119.12
毛利率	50%	49%	51%	50%	48%
喹诺酮类抗菌药					
收入	79.33	104.75	130.94	153.20	187.84
YoY	-17%	32%	25%	17%	23%
营收占比	11%	9%	9%	9%	8%
成本	66.91	83.88	102.13	122.56	154.03
毛利润	12.42	20.87	28.81	30.64	33.81
毛利率	16%	20%	22%	20%	18%
皮肤用抗真菌药					
收入	52.09	72.61	76.24	80.05	132.06
YoY	-31%	39%	5%	5%	57%
营收占比	7%	6%	5%	5%	6%
成本	31.41	36.6	39.26	41.63	69.99
毛利润	20.68	36.01	36.98	38.43	62.07
毛利率	40%	50%	49%	48%	47%
其他产品收入					
收入	54.62	52.96	55.61	58.39	61.31
YoY	140%	-3%	5%	5%	5%
营收占比	8%	4%	4%	4%	3%
成本	15.98	19.67	21.13	23.36	26.36
毛利润	38.64	33.29	34.48	35.03	34.95
毛利率	71%	63%	62%	60%	57%
其他业务					
收入	10.16	5.28	6.34	6.97	366.97
YoY	236%	-48%	20%	10%	5161%
营收占比	1%	0%	0%	0%	16%
成本	4.96	0.25	0.63	0.70	256.88
毛利润	5.2	5.03	5.70	6.27	110.09
毛利率	51%	95%	90%	90%	30%

资料来源：Wind，华安证券研究所

基于公司主要产品及业务结构，我们选取 4 家同属于原料药行业的公司：川宁生物、普洛药业、金城医药、同和药业。具体选择依据如下：

1) 川宁生物，是抗生素中间体领域规模较大、产品类型较为齐全的领先企业。公司的主要产品包括硫氰酸红霉素、头孢类中间体（7-ACA、7-ADCA、D-7ACA）、青霉素中间体（6-APA、青霉素 G 钾盐）、熊去氧胆酸粗品、辅酶 Q10 菌丝体等。与公司产品具有相似性。

2) 普洛药业，公司抗菌抗病毒类原料药包括头孢克肟、头孢地尼、阿莫西林、盐酸金刚乙胺、盐酸金刚烷胺等，制剂包括头孢系列、盐酸金刚乙胺系列、左氧氟沙星片等。与公司产品具有相似性。

3) 金城医药，公司医药中间体板块主要产品为头孢侧链医药中间体，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产品。与公司产品具有相似性。

4) 同和药业，主要从事特色原料药、中间体的研发、生产和销售。与公司规模体量相近，同属原料药行业，估值较具参考性。

图表 22 可比公司估值

公司简称	总市值 (亿元)	EPS				23-25 CAGR	PE			
		2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
川宁生物	196.94	0.19	0.28	0.33	0.39	18%	48.34	32.50	27.59	23.41
普洛药业	207.30	0.84	1.04	1.27	1.53	21%	25.66	17.25	14.12	11.70
金城医药	69.20	0.71	0.56	0.66	0.80	20%	32.27	32.64	27.65	22.89
同和药业	47.52	0.29	0.4	0.57	0.82	43%	51.52	28.95	20.24	13.93
平均值							39.45	27.84	22.40	17.98
东亚药业	32.80	0.92	1.29	1.60	2.14	29%	21.76	22.62	18.14	13.62

资料来源：Wind，华安证券研究所

注：数据截至 2023 年 9 月 20 日收盘。除东亚药业盈利预测来自华安证券研究所测算，其余均来自 Wind 一致预期。

4.2 投资建议

抗菌药领域优秀企业，品类丰富，工艺领先。

公司是国内 β -内酰胺类抗菌药、喹诺酮类抗菌药等领域的代表性企业。产品主要涵盖抗细菌类药、抗胆碱和合成解痉药物、皮肤用抗真菌药物等多个用药领域，并且成功开发出国内领先、环境友好、具有自主知识产权的新工艺，公司是为数不多的可以从起始物料青霉素开始，全产业链合成头孢克洛原料药的公司。

抗生素量价齐升，海外拓展蓄势待发。

1) **量：**临床治疗对抗生素存在刚性需求，市场规模庞大并持续增长。常规诊疗恢复、流感爆发导致继发性细菌感染等事件带动抗生素需求提升。

2) **价：**如公司占比较高的头孢克洛系列自上半年主要原材料价格开始下行，同时受益于下游需求提升等因素产品价格上涨，价差改善带动毛利率提升。

品种拓展、技改、新产能释放将推动业务稳定增长，同时公司也在积极注册海外市场药品批件，如头孢克洛原料药现已取得日本、韩国、土耳其、巴基斯坦等海外市场药品批件。随着后续海外市场拓展及技改推进将进一步提升公司盈利水平。

可转债募投项目开启新征程，制剂业务扬帆起航。

2023 年 8 月公司的可转换公司债券上市，募集资金净额约 6.8 亿元。主要投向 1) 特色新型药物制剂研发与生产基地建设项目（一期）；2) 年产 3,685 吨医药及中

中间体、4,320 吨副产盐项目（一期）。

项目共包含 19 个药品品种的制剂、原料药及医药中间体，治疗领域涵盖抗细菌药、皮肤用抗真菌药、抗病毒药、消化系统用药、呼吸系统用药、糖尿病用药、肾脏疾病用药等领域。两项目预计建设工期 3 年，建成 5 年后达产，预计 2025 开始将逐步贡献业绩增量。

投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 14.25/16.27/23.04 亿元，同比增长 20.8%/14.2%/41.6%。归母净利润分别为 1.46/1.82/2.43 亿元，同比增长 39.9%/24.6%/33.2%；对应 PE 分别为 23x/18x/14x。基于抗生素需求回暖，产品量价齐升，海外拓展蓄势待发，新产能释放在即，增长动力强劲，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

- 1) **产能释放不及预期风险：**若公司可转债募投建设项目产能释放不及预期，将影响公司后续业务拓展。
- 2) **研发进展不及预期风险：**截至 2023 年 6 月，公司主要在研项目达到 39 个。研发项目涵盖原料药、制剂及新工艺优化与开发。若研发不及预期，将影响公司后续产能规划。
- 3) **原材料价格波动风险：**公司主要原材料如青霉素工业盐等目前仍处历史高位，若公司未能有效将原材料价格波动传导至对下游客户的产品销售价格中，公司盈利能力及财务状况将受到不利影响。
- 4) **环保政策风险：**随着环保新政策的颁布实施，环保标准也日趋提升，对公司环保要求剔除更高要求。
- 5) **汇兑损益风险：**随着后续公司产品出海的有序推进，海外收入逐步提升，汇率波动对公司业绩影响会有所加大。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1189	1881	1490	1803	营业收入	1180	1425	1627	2304
现金	502	1160	758	832	营业成本	910	1047	1163	1657
应收账款	98	119	136	224	营业税金及附加	9	11	12	17
其他应收款	1	2	2	3	销售费用	10	16	24	35
预付账款	8	9	10	17	管理费用	117	142	179	277
存货	483	495	484	598	财务费用	-14	-6	-22	-14
其他流动资产	97	97	100	129	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	1283	1569	2102	2267	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	7	7	8
固定资产	839	1062	1246	1369	营业利润	121	166	206	274
无形资产	63	80	98	117	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	380	427	758	782	营业外支出	6	4	4	4
资产总计	2471	3449	3592	4070	利润总额	115	162	202	270
流动负债	570	752	718	953	所得税	11	16	20	27
短期借款	95	162	62	12	净利润	104	146	182	243
应付账款	277	349	388	552	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	198	241	269	389	归属母公司净利润	104	146	182	243
非流动负债	62	759	754	754	EBITDA	195	282	325	416
长期借款	15	5	0	0	EPS (元)	0.92	1.29	1.60	2.14
其他非流动负债	47	754	754	754	主要财务比率				
负债合计	632	1511	1472	1707	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	114	114	114	114	营业收入	65.6%	20.8%	14.2%	41.6%
资本公积	1129	1129	1129	1129	营业利润	52.8%	37.9%	24.1%	32.6%
留存收益	598	696	878	1120	归属于母公司净利	52.5%	39.9%	24.6%	33.2%
归属母公司股东权	1840	1938	2120	2363	获利能力				
负债和股东权益	2471	3449	3592	4070	毛利率(%)	22.8%	26.5%	28.6%	28.1%
现金流量表					净利率(%)	8.9%	10.3%	11.2%	10.5%
单位:百万元					ROE(%)	5.7%	7.5%	8.6%	10.3%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC(%)	4.6%	5.0%	5.6%	7.5%
经营活动现金流	-70	348	379	445	偿债能力				
净利润	104	146	182	243	资产负债率(%)	25.6%	43.8%	41.0%	41.9%
折旧摊销	96	126	145	161	净负债比率(%)	34.3%	78.0%	69.4%	72.3%
财务费用	1	7	7	5	流动比率	2.09	2.50	2.08	1.89
投资损失	-8	-7	-7	-8	速动比率	1.22	1.83	1.38	1.24
营运资金变动	-268	72	49	41	营运能力				
其他经营现金流	377	78	136	204	总资产周转率	0.50	0.48	0.46	0.60
投资活动现金流	-64	-399	-669	-316	应收账款周转率	13.35	13.12	12.80	12.81
资本支出	-85	-584	-681	-329	应付账款周转率	3.92	3.35	3.16	3.53
长期投资	20	10	5	5	每股指标(元)				
其他投资现金流	2	175	7	8	每股收益	0.92	1.29	1.60	2.14
筹资活动现金流	88	710	-112	-55	每股经营现金流薄)	-0.62	3.06	3.34	3.92
短期借款	95	67	-100	-50	每股净资产	16.20	17.06	18.66	20.80
长期借款	15	-10	-5	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	21.76	22.62	18.14	13.62
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	1.24	1.70	1.56	1.40
其他筹资现金流	-22	653	-7	-5	EV/EBITDA	9.71	10.71	10.18	7.66
现金净增加额	-46	658	-402	74					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

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 15%；
- 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。