

信义山证 汇通天下

证券研究报告

生物医药Ⅲ

赛托生物（300583.SZ）

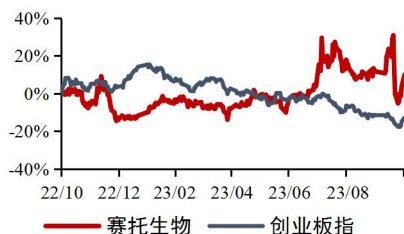
增持-B(首次)

主业稳中有增，拟并购 1.1 类潜力大单品协同效应显著

2023 年 10 月 30 日

公司研究/公司分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 10 月 30 日

收盘价（元）：	18.20
总股本（亿股）：	1.90
流通股本（亿股）：	1.86
流通市值（亿元）：	33.79

基础数据：2023 年 9 月 30 日

每股净资产（元）：	10.99
每股资本公积（元）：	6.73
每股未分配利润（元）：	2.50

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

投资要点：

➢ **公司甾体原料主业稳中有增，产业链一体化布局初步完成。**公司是甾体药物原料的国内龙头供应商，布局甾体高端中间体、原料药和成品制剂领域。公司近年收入和利润保持增长，2022 年公司营收 13.12 亿元（+9.10%），归母净利润 0.42 亿元（+15.95%）。2023 年前三季度营收 9.23 亿元（-1.04%），归母净利润 0.61 亿元（48.06%）。

➢ **甾体药物市场稳定增长，定增布局下游制剂项目。**根据公司公告，甾体药物销售规模持续增长，带动甾体产业上游需求。公司五大甾体母核中间体布局完善，甾体物料产能利用率较高，公司也在加快 8DM、DB11 等高端中间体的拓展，高级中间体业务占比提升带动公司甾体药物毛利率持续提升。公司通过并购 Lisapharma 延伸到成品制剂领域，公司现已拥有多款原料药的生产许可，20 余款制剂产品储备。同时通过定增建设 8 款制剂产能。

➢ **意向并购银谷制药获多款潜力制剂，1.1 类新药提亮创新成色。**近日公司公告，拟收购银谷制药 60% 股份，其产品包括吸入用盐酸氨溴索溶液、苯环喹溴铵鼻喷雾剂、鲑降钙素注射液和鼻喷雾剂，市场潜力较好。1.1 类新药苯环喹溴铵鼻喷雾剂为非激素类变应性鼻炎治疗药物，已经纳入指南及医保。吸入用盐酸氨溴索溶液已上市销售，当前竞争格局 1+3，已经通过医保形式审查，有望通过国谈进入医保内。若成功并购，将实现双方的优势互补和产业协同，完善公司全产业链生产能力。

盈利预测、估值分析和投资建议：不考虑银谷并购的因素，我们预计公司 2023~2025 年营业收入 13.77 亿、15.08 亿、16.48 亿元；归母净利润 0.63 亿元、0.75 亿元、0.87 亿元，对应 EPS 为 0.33、0.39、0.46 元，PE 为 52.11、43.67、37.38 倍。我们认为，公司是国内甾体药物原料的龙头供应商，已经确立了中间体-原料药-制剂一体化升级战略，在呼吸类高端特色原料药方面有多款产品储备，已有丙酸氟替卡松、曲安奈德、布地奈德在内的 7 款产品取得生产许可证，正在建设制剂生产线。国内甾体药物行业产业格局稳定，公司主业稳中有增，同时主业资产有进一步优化的空间。拟并购标的银谷制药拥有三款已上市产品，鲑降钙素制剂销售已经实现稳定的销售增长，1.1 类新药苯环喹溴铵鼻喷雾剂已经进入变应性鼻炎诊疗指南并通过国谈进入医保，有望凭借非激素类差异化特点以及显著改善鼻涕症状的优势，通过单用或者联用满足临床未被满足的需求，实现快速增长，同时新增感冒后鼻炎适应症，临床已经进入三期。吸入氨溴索已经通过国谈形式审查，有望进入医保，具备快速放量的潜力。同时银谷制药和公司在渠道、销售团队、产品协同和产业链上具备很强的协同效应，我们看好公司的发展。首次覆盖给予“增持-B”评级。

➢ **风险提示：**包括但不限于：产业链升级不达预期的风险；兽药业务市场风险；并购整合不能顺利完成的；国内外市场竞争的风险；研发失败或进度不及预期的风险等。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,203	1,312	1,377	1,508	1,648
YoY(%)	31.7	9.1	5.0	9.4	9.3
净利润(百万元)	36	42	63	75	87
YoY(%)	120.1	15.9	49.2	19.3	16.8
毛利率(%)	22.1	20.8	21.6	23.6	23.5
EPS(摊薄/元)	0.19	0.22	0.33	0.39	0.46
ROE(%)	2.1	2.4	3.1	3.6	4.1
P/E(倍)	90.2	77.8	52.1	43.7	37.4
P/B(倍)	1.9	1.9	1.6	1.5	1.5
净利率(%)	3.0	3.2	4.5	5.0	5.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 公司概况：主业稳中有增，产业链一体化布局初步完成.....	6
1.1 公司股权结构概况.....	6
1.2 已完成中间体到制剂四大业务板块一体化布局.....	7
1.3 公司近年收入和利润保持增长.....	10
2. 甾体药物市场规模稳中有增.....	11
2.1 国内甾体药物市场规模稳定增长.....	11
2.2 公司产能利用率较高，高端中间体销售占比提升.....	15
2.3 产业链延伸，定增项目加速制剂地产化.....	16
3. 意向并购银谷制药，1.1 类新药提亮公司创新成色.....	17
3.1 苯环喹溴铵鼻喷雾剂市场差异化优势明显.....	18
3.2 鲑降钙素：鼻喷剂型占据市场优势.....	22
3.3 吸入用盐酸氨溴索溶液有望快速放量.....	25
4. 盈利预测与投资建议.....	26
5. 风险因素.....	27

图表目录

图 1：赛托生物发展历史.....	6
图 2：赛托生物股权概况.....	7
图 3：公司基础中间体及高端中间体系列产品概况.....	8
图 4：甾体药物上下游产品情况.....	9
图 5：公司“中间体-原料药-制剂”一体化产业布局.....	9
图 6：公司近年营收情况及同比增速.....	10
图 7：公司近年利润情况及同比增速.....	10

图 8: 公司甾体原料业务持续提升.....	10
图 9: 甾体药物原料与成品药毛利率持续改善.....	10
图 10: 公司盈利能力情况.....	11
图 11: 公司期间费用率情况.....	11
图 12: 2012 年-2021 年中国样本医院主要甾体类制剂销售情况（单位：万元）	12
图 13: 中国甾体药物市场规模（亿元）及增速（右轴）	13
图 14: 国内外甾体药物产业链上下游参与者	14
图 15: 国内性激素与皮质甾体激素原料药消耗量（吨）	14
图 16: 募投项目产品从前端原料到制剂的合成/生产路线.....	17
图 17: 苯环喹溴铵对变应性鼻炎大鼠鼻部症状搔鼻的影响.....	19
图 18: 苯环喹溴铵对变应性鼻炎大鼠鼻部症状喷嚏的影响.....	19
图 19: 苯环喹溴铵对变应性鼻炎大鼠鼻分泌物的影响.....	20
图 20: 中国过敏性鼻炎患病人数（2017-2030E）	21
图 21: 2017~2021 年糠酸莫米松鼻喷雾剂在医院和零售渠道的销售情况（亿元）	22
图 22: 苯环喹溴铵样本门店销售额（年度）	22
图 23: 苯环喹溴铵样本门店销售额（季度）	22
图 24: 中国鲑降钙素销售规模及增速.....	24
图 25: 2020 年中国鲑降钙素销售市场份额.....	24
图 26: 鲑降钙素注射液与鲑降钙素喷雾剂销售额（亿元）	25
图 27: 中国公立医疗机构终端氨溴索销售情况（单位：万元）	26
表 1: 公司四大业务领域及产品情况.....	7
表 2: 2021 年中国皮质甾体激素与性激素甾体药物制剂销售 TOP10 额（亿元）	12

表 3: 2021 年国内主要性激素和皮质激素原料药销售量 (吨)	13
表 4: 公司甾体药物高端中间体占比持续提升.....	15
表 5: 甾体高端中间体产能利用率持续提升.....	15
表 6: 甾体药物原料产能利用率持续提升.....	15
表 7: 定增项目的 8 种制剂产品适应症及亮点.....	16
表 8: 定增项目产品的市场概况.....	17
表 9: 银谷制药产品情况.....	18
表 10: 常用药物对变应性鼻炎 (过敏性鼻炎) 症状改善的效果.....	20
表 11: 防治骨质疏松症的主要药物.....	23

1. 公司概况：主业稳中有增，产业链一体化布局初步完成

公司成立于 2010 年，采用合成生物技术制备甾体药物原料，目前已是甾体药物原料龙头供应商。公司拥有雄烯二酮、九羟基雄烯二酮、雄二烯二酮、双降醇、17 α 羟基黄体酮衍生物等五大系列甾体药物原料的规模化生产技术，产品雄烯二酮销售量在行业中处于领先地位。2019 年起，公司逐步布局呼吸类高端特色原料药、甾体及非甾体类制剂产品，中间体-原料药-制剂一体化布局初步完成。

图 1：赛托生物发展历史

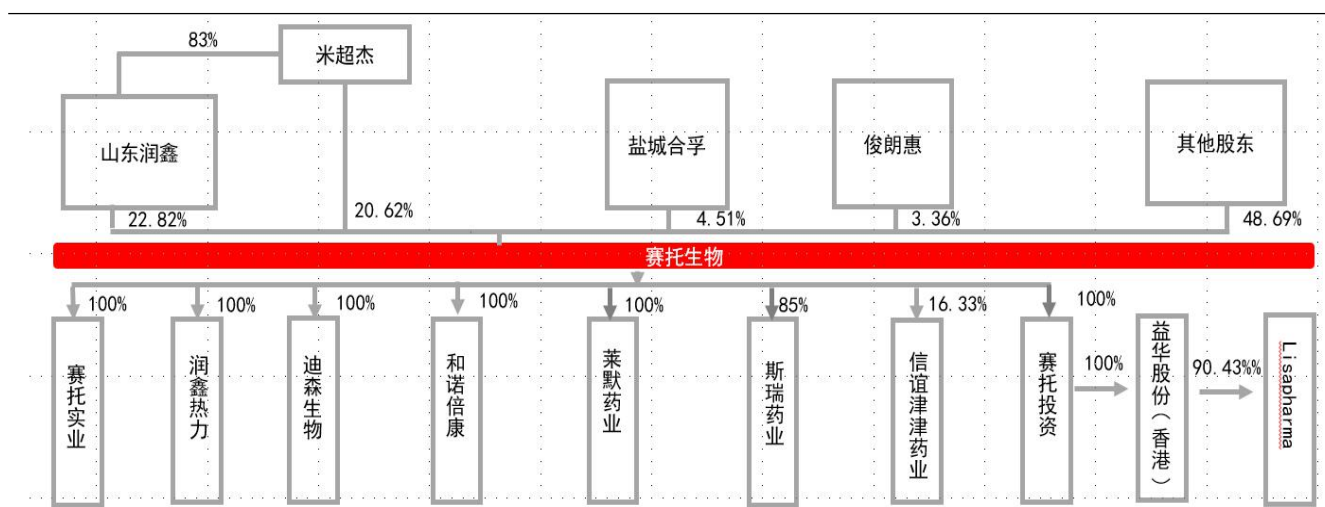


资料来源：赛托生物官网、赛托生物定增说明书、山西证券研究所

1.1 公司股权结构概况

公司实际控制人为米超杰，直接持有公司 20.62% 的股份，并通过山东润鑫持有公司总股本的 22.82%，公司设有多家控股子公司，包括赛托实业、润鑫热力、迪森生物、和诺倍康、莱默药业、赛托投资、斯瑞药业，此外信谊津津药业持股 16.33%。赛托生物间接持有 Lisapharma 公司 90.43% 的股权。

图 2：赛托生物股权概况



资料来源：Wind、山西证券研究所

1.2 已完成中间体到制剂四大业务板块一体化布局

公司已完成基础中间体、高端中间体、高端呼吸类特色原料药、制剂四大业务板块布局。基础中间体领域，目前主要产品有五大甾体母核药物原料，高端中间体包括甲羟环氧孕酮(8DM)、倍他米松环氧水解物(DB11)、四烯物(3TR)、醋酸阿奈可他(H6)、四九物、开环物等十余款。

在呼吸类高端特色原料药领域，公司已经取得突破，拥有丙酸氟替卡松、曲安奈德、布地奈德、糠酸氟替卡松、糠酸莫米松等 9 款原料药的生产许可及批量生产能力。

在制剂领域，子公司 Lisapharma 公司产品曲安奈德注射液已经在国内实现销售，同时国内制剂工厂正启动建设。

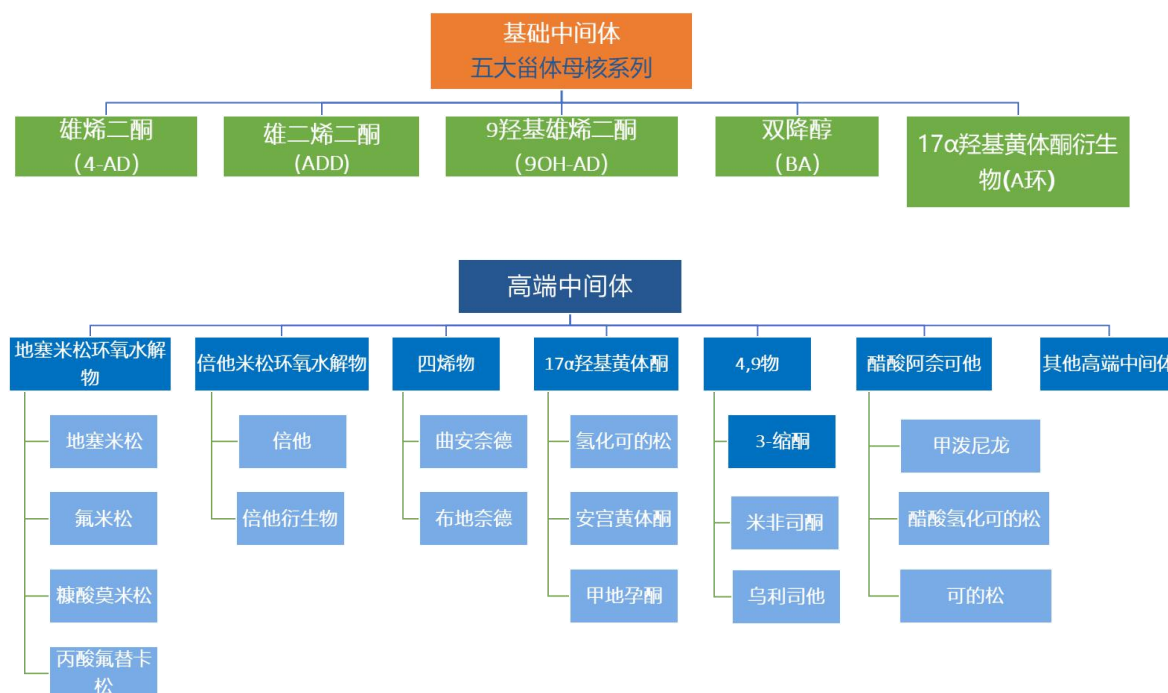
表 1：公司四大业务领域及产品情况

	产品描述
基础中间体领域	公司覆盖甾体原料五大母核系列产品：雄烯二酮(AD)、雄二烯二酮(ADD)、9-羟基雄烯二酮(9OH-AD)、17 α 羟基黄体酮衍生物(A 环)、双降醇(BA)系列，拥有国内甾体药物原料领域最全的产品线。上述产品主要被下游企业用于开发糖皮质激素类、性激素类、孕激素类和蛋白同化激素类甾体药物，比如：雄烯二酮可以用于合成雄激素类药物，雄二烯二酮可以用于合成雌激素类药物，9-羟基雄烯二酮可以用于合成皮质激素类药物，该类甾体类药物对机体的发育、生长、代谢和孕育功能起着重要调节作用。
在高端中间体领域	公司拥有甲羟环氧孕酮(8DM)、倍他米松环氧水解物(DB11)、四 烯物(3TR)、醋酸阿奈可他(H6)、

	产品描述
	四九物、开环物等十余款高端中间体的生产能力。甲羟环氧 孕酮和倍他米松环氧水解物可用地塞米松系列原料药和倍他米松系列原料药的合成醋酸阿奈可他可用于可的松系列原料药和甲泼尼龙系列原料药的合成。上述高端中间体较基础中间体可以更快合成原料药。
原料药领域	公司已经获得丙酸氟替卡松、曲安奈德、布地奈德、糠酸莫米松、康酸氟 替卡松、醋酸阿比特龙等 9 款原料药的生产许可，当前有 3 款原料药正在单独审评，1 款原料药正 在与下游制剂公司关联审评，完成相关评审后即可供应给合作的药企。
制剂领域	公司海外子公司意大利 Lisapharma 公司拥有曲安奈德注射液、谷胱甘肽（无菌粉末和注射用水溶液）、硫糖铝凝胶、甲泼尼龙琥珀酸钠（无菌粉末和注射用水溶液）、降钙素注射液、阿米卡星（软膏，注射剂）、阿曲库铵注射液等 20 余款制剂产品。上述产品用于治疗胃溃疡、急性胃炎，麻醉中使用的神经肌肉阻断剂，物化疗后神经病变的预防药物，由抗生素敏感的革兰氏阴性病菌导致的严重感染等症状，同时国内制剂工厂正在建设中。

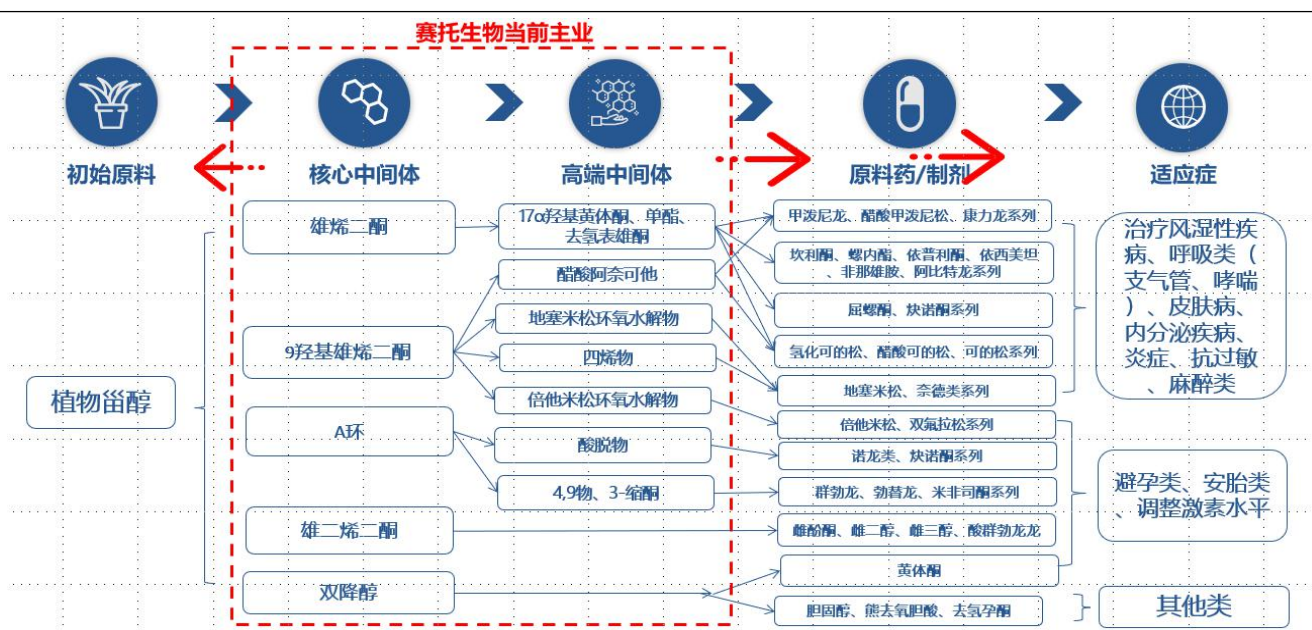
资料来源：公司 2022 年年报，山西证券研究所

图 3：公司基础中间体及高端中间体系列产品概况



资料来源：公司定增说明书，山西证券研究所

图 4：甾体药物上下游产品情况



资料来源：公司定增说明书，共同药业可转债募集说明书，山西证券研究所

图 5：公司“中间体-原料药-制剂”一体化产业布局

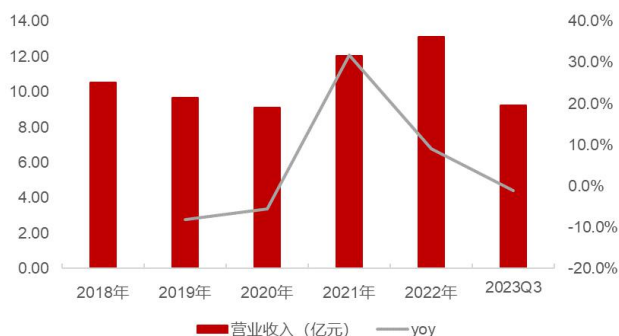


资料来源：公司 2021 年年报，山西证券研究所

1.3 公司近年收入和利润保持增长

公司业务稳定增长，盈利能力持续改善。2022 年公司营收 13.12 亿元（+9.10%），归母净利润 0.42 亿元（+15.95%）。2023 年前三季度，公司营收 9.23 亿元（-1.04%），归母净利润 0.61 亿元（48.06%）。

图 6：公司近年营收情况及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：公司近年利润情况及同比增速



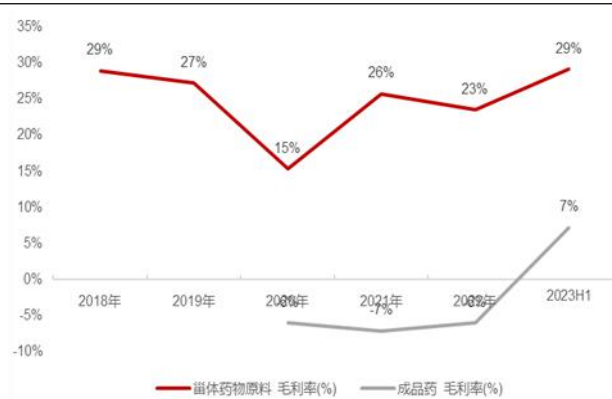
资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：公司甾体原料业务持续提升



资料来源：wind、山西证券研究所

图 9：甾体药物原料与成品药毛利率持续改善

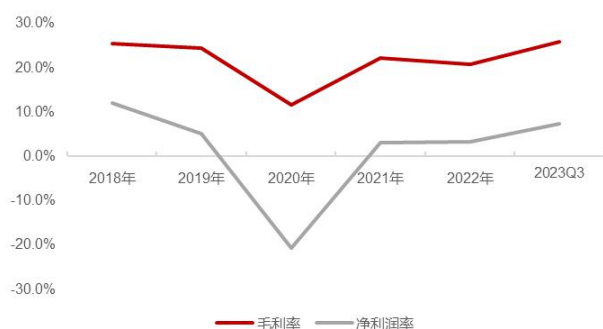


资料来源：wind、山西证券研究所

公司各项费用有效控制，管理费用率与 2020 年的 13.7%相比有所下降，2023Q3 为 11.32%，

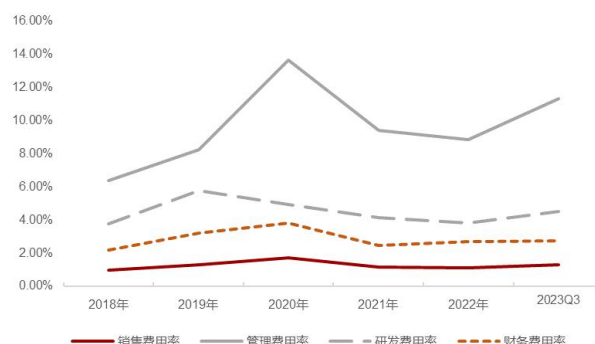
销售费用率、财务费用率保持基本稳定，研发费用率近 3 年呈现整体增长趋势。毛利率和净利率近 3 年保持增长趋势，毛利率从 2020 年的 11.7% 提升到 2023Q3 的 25.8%，净利率从 2020 年的 -20.8% 提升到 2023Q3 的 7.3%。

图 10：公司盈利能力情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：公司期间费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 甾体药物市场规模稳中有增

2.1 国内甾体药物市场规模稳定增长

甾体药物是指分子结构中含有“环戊烷并多氢菲”母核结构的药物，是化学药中仅次于抗生素的第二大类药物。甾体激素药物的原料药和中间体是我国原料药出口的重要品种。

在临床上，甾体药物主要以激素的形式应用。根据甾体激素的作用可分为性激素、肾上腺皮质激素和其他类。性激素可分为雌激素、雄激素和孕激素，多用于妇科及生殖领域，在更年期综合症、乳腺癌、避孕、辅助生殖等适应症方面应用广泛。肾上腺皮质激素又可分为肾上腺糖皮质激素和肾上腺盐皮质激素。其中，糖皮质激素具有抗炎的作用，是目前临床上使用最多的品类之一，应用非常广泛。同时，甾体药物在心血管疾病、抗癌治疗等方面的研究和应用不断增加，是化学药物体系中极具影响的药品品种之一。

根据公司《2022 年度以简易程序向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》，甾体药物（全身用肾上腺皮质激素类药、皮肤外用皮质激素制剂、生殖系统用药及性激素）的国内样本医院销售额由 2012 年的 24.52 亿元增长至 2019 年的 47.57 亿元，年复合增长率为 8.63%。2020 年由于新冠疫情影响，甾体类药物的终端用量有所下降，2021 年已迅速恢复到疫情前水

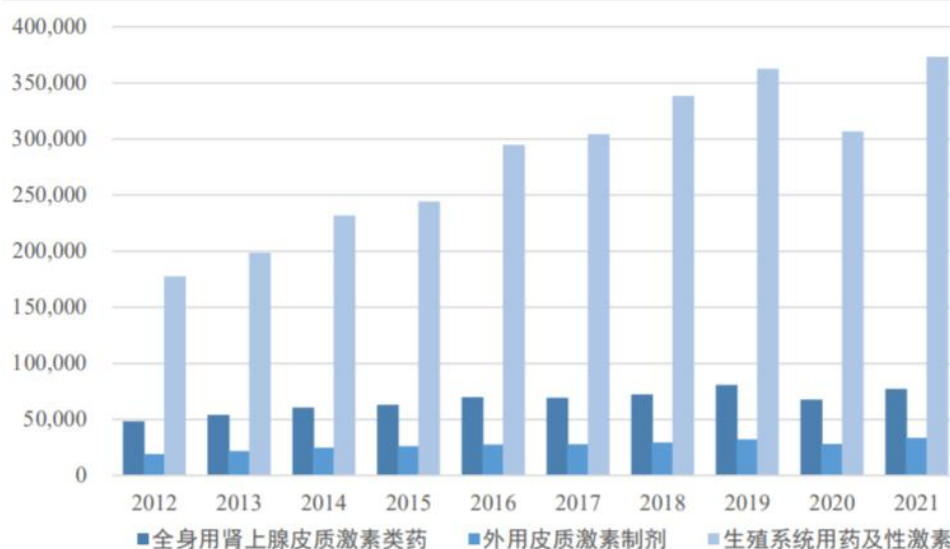
平。下游甾体药物销售规模的增加趋势必然将提升中上游甾体药物原料、中间体及原料药企业市场销售规模。预计未来整个甾体药物行业将处于景气状态，其市场规模也将进一步扩大。

表 2：2021 年中国皮质甾体激素与性激素甾体药物制剂销售 TOP10 额（亿元）

中国主要皮质激素药物制剂	中国主要皮质激素药物制剂销售额	中国主要性激素甾体药物制剂	中国主要性激素甾体药物制剂销售额
吸入用布地奈德混悬液	71.57	地屈孕酮片	17.53
布地奈德福莫特罗吸入粉雾剂（II）	25.07	左炔诺酮片	10.02
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	19.77	黄体酮阴道缓释凝胶	8.18
沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	19.38	氟维司群注射液	6.33
糠酸莫米松鼻喷雾剂	9.54	雌二醇片/雌二醇地屈孕酮片	5.39
糠酸莫米松乳膏	7.39	黄体酮软胶囊	5.33
卤米松乳膏	5.58	屈螺酮炔雌醇片	5.03
地奈德乳膏	5.14	黄体酮胶囊	4.15
曲安奈德益康唑乳膏	5.13	左炔诺酮宫内节育系统	4.1
布地奈德喷雾剂	4.92	屈螺酮炔雌醇片（II）	3.94

资料来源：药融云，华经产业研究院，山西证券研究所

图 12：2012 年-2021 年中国样本医院主要甾体类制剂销售情况（单位：万元）



资料来源：PDB，《2022 年度以简易程序向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》，山西证券研究所

图 13：中国甾体药物市场规模（亿元）及增速（右轴）



资料来源：华经情报网，山西证券研究所

目前全球范围内的甾体药物生产厂家主要为少数大型跨国制药公司，例如辉瑞、拜耳、默沙东、赛诺菲-安万特等。近年来，由于我国原材料优势明显、生产工艺不断提升，全球甾体药物的生产出现了产业转移的趋势，我国已逐步成为世界甾体药物的重要的生产中心之一。

国内甾体药物制剂的主要供应商包括天药股份、仙琚制药、津津药业、仙居制药等。公司、共同药业和湖南新合新是甾体药物中间体主要的供应商。

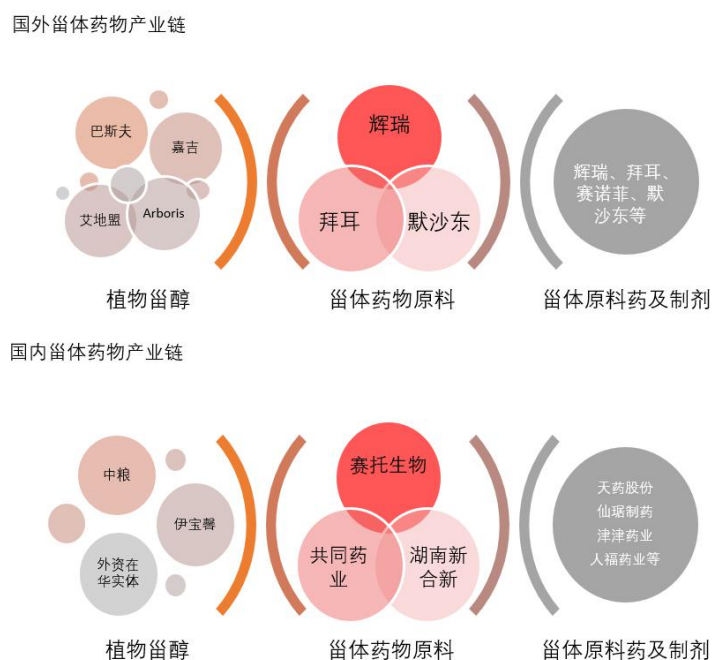
从整体上看，国内市场甾体原料药的销售规模保持增长态势，受国内主要生产要素价格上涨、环保等因素，行业内的中小企业生存压力增加，行业集中度不断提升。

表 3：2021 年国内主要性激素和皮质激素原料药销售量（吨）

性激素甾体原料药品种	销量(吨)	皮质激素（甾体）原料药品种	消耗量（吨）
黄体酮	28.06	泼尼松	6.39
甲地孕酮	2.99	醋酸甲泼尼龙	6
地屈孕酮	2.84	地塞米松	1.24
甲羟孕酮	1.45	地索奈德	1.21
达那唑	1.44	氢化可的松	0.73
米非司酮	0.86	布地奈德	0.65
睾酮	0.8	曲安奈德	0.59
雌二醇	0.65	泼尼松龙	0.51
屈螺酮	0.23	莫米松	0.39
普罗雌烯	0.1	氟替卡松	0.16

资料来源：药融云《甾体类药物产业链白皮书》，山西证券研究所

图 14：国内外甾体药物产业链上下游参与者



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 15：国内性激素与皮质甾体激素原料药消耗量（吨）



资料来源：药融云《甾体类药物产业链白皮书》，山西证券研究所

2.2 公司产能利用率较高，高端中间体销售占比提升

2019~2021 年，公司甾体药物原料收入分别为 8.40 亿元、7.10 亿元、10.63 亿元，其中，高端中间体收入分别为 1.49 亿元、3.08 亿元、4.73 亿元，在甾体药物原料的销售占比分别为 17.68%、43.38%、44.46%，销售占比持续提升。

表 4：公司甾体药物高端中间体占比持续提升

	2019 年	2020 年	2021 年
甾体药物原料收入（百万元）	840.45	710.39	1,063.10
YOY	-6.56%	-15.48%	49.65%
其中：甾体药物高端中间体收入（百万元）	148.62	308.16	472.69
YOY	-	107.34%	53.39%
高端中间体/甾体药物原料总营收	17.68%	43.38%	44.46%
其中：其他甾体药物原料收入（百万元）	691.83	402.23	590.41
YOY	-23.08%	-41.86%	46.78%
其他甾体药物原料/甾体药物原料总营收	82.32%	56.62%	55.54%

资料来源：公司年报，山西证券研究所

表 5：甾体高端中间体产能利用率持续提升

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
产能（吨）	261	295	404	546.67
产量（吨）	69.06	164.24	242.68	231.52
销量（吨）	65.37	151.48	254.33	143.77
产能利用率	26.46%	55.68%	60.07%	42.35%
产销率	94.65%	92.23%	104.80%	62.10%

资料来源：赛托生物定增说明书（注册稿），山西证券研究所

表 6：甾体药物原料产能利用率持续提升

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
产能（吨）	2120	2120	2270	1702.5
产量（吨）	1390.62	1310.69	1847.42	1009.05
销量（吨）	1445.35	1119.78	1775.73	1351
内部消耗	429.34	382.89	823.41	886.28
对外销售（吨）	1016.02	736.89	952.32	464.72
产能利用率	65.60%	61.83%	81.38%	59.27%
产销率	103.94%	85.43%	96.12%	133.89%

资料来源：赛托生物定增说明书（注册稿），山西证券研究所

2.3 产业链延伸，定增项目加速制剂地产业化

公司正从甾体药物原料中间体领域向原料药和制剂延伸。呼吸类原料药成为公司特色原料药的重要突破口，近年来，公司已有丙酸氟替卡松、曲安奈德、布地奈德在内的 7 款产品取得生产许可证。

制剂领域，海外子公司意大利 Lisapharma 拥有曲安奈德注射液、谷胱甘肽（无菌粉末和注射用水溶液）、硫糖铝凝胶、甲泼尼龙琥珀酸钠（无菌粉末和注射用水溶液）、降钙素注射液、阿米卡星（软膏、注射剂）、阿曲库铵注射液等 20 余款制剂产品。

同时，国内制剂工厂正在建设中。公司通过定增募集资金 2.62 亿元，通过子公司山东和诺倍康药业建设“高端制剂产业化项目”，生产注射用甲泼尼龙琥珀酸钠冻干粉针、曲安奈德注射液、醋酸甲泼尼龙注射液、硫糖铝混悬凝胶等八种高端制剂，其生产原料原料 4-AD（雄烯二酮）、ADD（雄二烯二酮）、9OH-AD（9-羟基雄烯二酮）、3TR（四烯物）、8DM（甲羟环氧孕酮）主要来源于公司目前的甾体药物原料、中间体及原料药，是公司对下游产业链的重要布局，与公司现有业务形成产业链上下游协同。项目建设期 6 年，达产后正常年可年产冻干粉针剂 480 万支、注射液针剂 5,600 万支、乳膏剂 2,400 万支、凝胶 13,000 万支，预计销售收入为 54,815.09 万元，年净利润 11,338.91 万元。

表 7：定增项目的 8 种制剂产品适应症及亮点

序号	制剂名称	适应症	产品亮点
1	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠冻干粉针	类风湿性关节炎、系统性红斑狼疮、急性药物过敏反应、器官移植后抗排异等	子公司 Lisapharma 在产仿制药
2	氟维司群注射液	抗雌激素治疗雌激素受体阳性的局部晚期或转移性乳腺癌	预灌封包装，可以延缓肿瘤生长，也是是目前最有效的内分泌治疗单药之一
3	糠酸莫米松乳膏剂	对糖皮质激素治疗有效的多种皮肤病，可以安全在面部及柔嫩部位	子公司斯瑞药业已获得原料药生产许可
4	地奈德乳膏剂	对皮质类固醇治疗有效的各种皮肤病；儿童应用安全性较好	子公司斯瑞药业已获得原料药生产许可
5	丙酸氟替卡松乳膏剂	包括特应性湿疹、结节性痒疹、银屑病等神经性皮肤病	子公司斯瑞药业已获得原料药生产许可
6	硫糖铝混悬凝胶	胃病、十二指肠溃疡	子公司 Lisapharma 公司原研药
7	曲安奈德注射液	各种皮肤病、关节痛、支气管哮喘、类风湿关节炎等	子公司 Lisapharma 在产仿制药，国内已获得原料药生产许可（无菌原料药）
8	醋酸甲泼尼龙注射液	治疗内分泌失调、风湿性疾病、皮肤疾病、过敏状态；眼科、呼吸、胃肠道疾病	国内尚无制剂厂商生产上市，子公司斯瑞药业拥有无菌原料药生产车间

资料来源：药智数据，赛托生物定增说明书（注册稿），山西证券研究所

表 8：定增项目产品的市场概况（万元）

产品	现有厂家数	其中：符合一致性要求的厂家数	国内终端市场销售额		募投项目预测	
			2019 年	2020 年	年销售额	收入贡献占比
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	9	5	237,520.00	193,445.00	2,800.51	5.11%
曲安奈德注射液	1	0	12,266.00	9,291.00	3,638.70	6.64%
氟维司群注射液	3	3	51,562.00	45,371.00	20,835.09	38.01%
丙酸氟替卡松乳膏	6	0	21,607.00	25,278.00	6,910.41	12.61%
地奈德乳膏	1	0	36,310.00	32,058.00	5,743.92	10.48%
糠酸莫米松乳膏	9	0	39,112.00	37,564.00	5,265.00	9.61%
硫糖铝混悬凝胶	1	0	16,714.00	18,068.00	7,418.27	13.53%
醋酸甲泼尼龙注射液	0	0	暂无数据	暂无数据	2,203.19	4.02%
合计			415,091.00	361,075.00	54,815.09	100.00%

资料来源：《关于公司申请向特定对象发行股票的第三轮审核问询函的回复公告(修订稿)》，山西证券研究所

图 16：募投项目产品从前端原料到制剂的合成/生产路线

前端原料	医药中间体	原料药	制剂
ADD	雌酚酮	氟维司群	氟维司群注射液
4-AD	6-甲基脱氢物	琥珀酸甲泼尼龙	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠
4-AD	6-甲基脱氢物	醋酸甲泼尼龙	醋酸甲泼尼龙注射液
9OH-AD	3TR	曲安奈德	曲安奈德注射液
9OH-AD	8DM	丙酸氟替卡松	丙酸氟替卡松乳膏
9OH-AD	3TR	地奈德	地奈德乳膏
9OH-AD	8DM	糠酸莫米松	糠酸莫米松乳膏
非甾体激素原料药			硫糖铝混悬凝胶

资料来源：公司定增说明书（注册稿），山西证券研究所

3. 意向并购银谷制药，1.1 类新药提亮公司创新成色

近日公司公告，拟通过支付现金方式收购银谷制药 60%股份，交易完成后公司将成为银谷控股股东。银谷制药成立于 2007 年，目前已经上市销售的产品包括吸入用盐酸氨溴索溶液、苯环喹溴铵鼻喷雾剂、鲑降钙素注射液和鼻喷雾剂。银谷 100%股权的整体估值为 76,350 万元，60%股权交易价格为 45,810 万元。

本次交易若顺利实施，将实现双方的优势互补和产业协同，完善公司全产业链生产能力。银谷制药的优势产品以及配套的研发能力，有助于公司加快制剂产品的研发进展、持续拓展产品线；银谷制药覆盖全国的销售团队和渠道，有助于公司制剂产品的推广和销售；银谷制药成熟的制剂产能，能够为公司在研产品提供中试和商业化规模的生产平台；公司领先的中间体和原料药生产能力，有助于稳定银谷制药的原料药供应并扩大产能，抢占市场份额。未来银谷制药纳入公司合并范围，将有效增强公司的盈利能力、抗风险能力以及可持续发展能力。

3.1 苯环喹溴铵鼻喷雾剂市场差异化优势明显

苯环喹溴铵鼻喷雾剂为目前国内唯一的非激素类变应性鼻炎治疗药物，为 1.1 类新药，已经纳入中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022）和儿童变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022）。2021 年 11 月，苯环喹溴铵鼻喷雾剂通过国谈，进入 2022 版医保目录。

表 9：银谷制药产品情况

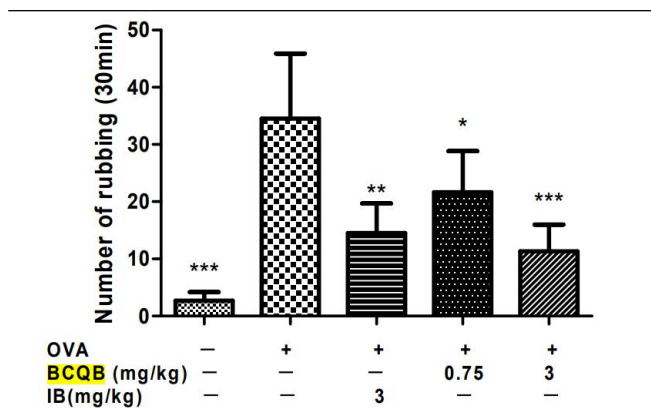
	商品名	规格	适应症
	力希畅 TM	2ml: 15mg	用于急慢性呼吸道疾病，如慢性支气管炎、肺炎等引起的痰液粘稠、排痰困难
	必立汀®	10ml: 10mg，每瓶 100 喷/50 喷，每喷 含苯环喹溴铵 90μg	适用于改善变应性鼻炎引起的流涕、鼻塞、鼻痒和喷嚏症状
	固泰宁	1ml: 50IU/1ml: 100IU	主要用于治疗老年骨质疏松症，绝经后骨质疏松症，骨转移癌致高血钙症
	金尔力®	28 喷(每喷 20 μg/120IU、 4666IU/3.5ml)；28 喷 (每喷 33.33 μg/200IU)	骨质疏松症、伴有骨质溶解和/或骨质减少的骨痛、Paget's 病(变形性骨炎)、高血钙症和高钙血症以及神经性营养不良症(痛性神经性营养不良或 Sudeck 氏病)

资料来源：银谷制药官网，山西证券研究所

苯环喹溴铵为选择性 M 胆碱能受体拮抗剂，对 M3 和 M1 受体选择较强，对 M2 受体的选择性较弱，可竞争性地抑制乙酰胆碱和呼吸道平滑肌上 M-胆碱能受体结合而扩张支气管，其半衰期接近异丙托溴铵。苯环喹溴铵可能通过抑制胆碱能神经介导的腺体分泌和炎症反应，缓解变应性鼻炎的症状，尤其是对鼻涕效果良好，与糖皮质激素联合应用还可有效缓解鼻塞，作用迅速。在大鼠实验中，与模型组比较，苯环喹溴铵给药低剂组（0.75mg/kg）和高剂组（3mg/kg）对搔鼻次数的抑制率分别为 37.2%和 67.2%（ $P<0.05$ ， $P<0.001$ ），同时对喷嚏次数的抑制率分别为 34.4%和 64.2%（ $P<0.05$ ， $P<0.01$ ）。给予苯环喹溴铵（0.75 和 3 mg/kg）或异丙托溴铵（3 mg/kg）滴鼻治疗后，鼻分泌物的重量比模型组大鼠有显著降低（ $P<0.05$ ）。

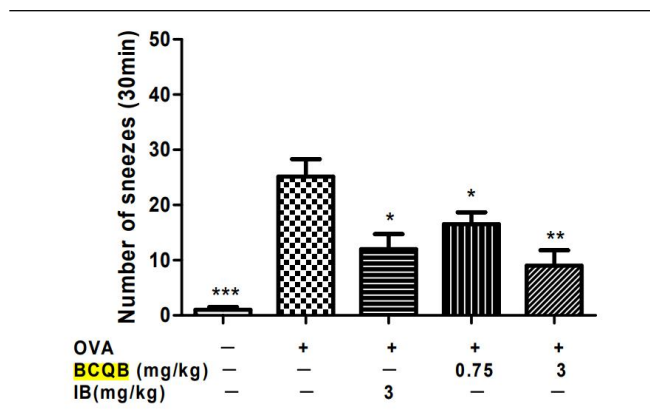
《中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022 年，修订版）》中列出了鼻用抗胆碱能药，目前主要药物有苯环喹溴铵和异丙托溴铵等。新修版指南重点推介了苯环喹溴铵，强调苯环喹溴铵相比于异丙托溴铵，在减少鼻腔分泌物的同时，还可改善鼻塞、鼻痒和喷嚏等。

图 17：苯环喹溴铵对变应性鼻炎大鼠鼻部症状搔鼻的影响



资料来源：《苯环喹溴铵对变应性鼻炎黏液高分泌的作用及机制研究》，山西证券研究所

图 18：苯环喹溴铵对变应性鼻炎大鼠鼻部症状喷嚏的影响



资料来源：《苯环喹溴铵对变应性鼻炎黏液高分泌的作用及机制研究》，山西证券研究所

备注：BCQB：苯环喹溴铵；OVA：卵清白蛋白；IB：异丙托溴铵

图 19：苯环喹溴铵对变应性鼻炎大鼠鼻分泌物的影响

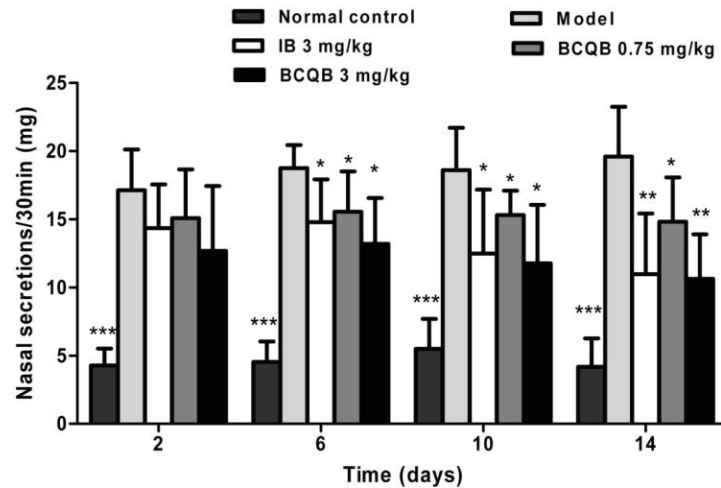


图 2.3 BCQB 对 AR 大鼠鼻分泌物的影响

Effect of BCQB on nasal secretion in AR rats. Each column represents mean + SD (n=6). *P<0.05, **P<0.01, *** P<0.001, vs. model group.

资料来源：《苯环喹溴铵对变应性鼻炎黏液高分泌的作用及机制研究》，山西证券研究所

表 10：常用药物对变应性鼻炎（过敏性鼻炎）症状改善的效果

药物	给药方式	临床用药推荐	对应变应性鼻炎症状治疗效果
糖皮质激素	鼻用	一线	1) 可显著改善鼻炎患者的鼻部症状如流鼻涕、打喷嚏、鼻痒、鼻塞，并对眼部症状如眼痒、流泪和眼红等有缓解作用，且可改善嗅觉功能，还能显著改善其生活质量和睡眠质量，同时改善合并哮喘控制水平和肺功能。2) 在控制鼻部症状（包括鼻塞）方面优于抗组胺药物
	口服	二线	1) 能明显缓解鼻部症状特别是鼻痒、喷嚏和流涕，有效控制轻度和大部分中-重度 AR，还对合并眼部症状有效。2) 改善鼻塞的效果有限
抗组胺药物	口服	一线	1) 能明显缓解鼻部症状特别是鼻痒、喷嚏和流涕，有效控制轻度和大部分中-重度 AR，还对合并眼部症状有效。2) 对鼻部症状的疗效不及鼻用糖皮质激素，对改善鼻塞的效果有限
	鼻用	一线	1) 疗效相当于或优于第二代口服抗组胺药物，可改善流鼻涕、打喷嚏、鼻痒、鼻塞，特别是对鼻塞症状的缓解 2) 对眼部症状无效
白三烯受体拮抗剂 (LTRA)	口服	一线	1) 对鼻塞症状的改善作用优于第二代口服抗组胺药物，且能有效缓解喷嚏、流涕、鼻痒、鼻粘膜充血症状，对 AR 者的鼻、眼症状及生活质量均有明显改善，并改善上下呼吸道症状如减轻哮喘症状、改善肺功能、减少哮喘的恶化。2) 与单用鼻用糖皮质激素相比，单用 LTRA 的效果欠佳

肥大细胞膜稳定剂（色酮类化合物）	口服	二线	1) 对缓解 AR 的鼻涕、流涕和鼻痒症状有一定效果，其滴眼制剂对眼部症状有效。可作为预防性治疗药物，在花粉播散前两周左右开始使用，对季节性 AR 者因花粉过敏而引发的症状有缓解作用。2) 对鼻塞的改善不明显
	鼻用	二线	
减充血剂	鼻用	二线	1) 可减轻鼻腔黏膜充血、肿胀、迅速缓解鼻塞，同时在鼻用糖皮质激素前使用，能扩大其在鼻腔的分布范围，增强其抗炎作用。连续用药不超过 7d。2) 对其他症状无效
抗胆碱药物	鼻用	二线	1) 主要用于减少鼻分泌物，改善流涕症状，可明显减少清水样鼻涕。2) 对鼻痒、喷嚏、鼻塞等症状无明显效果

资料来源：《中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022 年，修订版）》，山西证券研究所

根据国内流行病学数据显示，我国成人鼻炎患病率已经达到 17.6%，意味着国内患病人群数量约为 2.4 亿。

图 20：中国过敏性鼻炎患病人数（2017-2030E）



资料来源：弗若斯特沙利文，长风药业招股说明书，山西证券研究所

目前市场上治疗过敏性鼻炎的激素类药物糠酸莫米松鼻喷雾剂，其通过抗炎机制产生疗效。据药融云销售数据库，2017-2021 年糠酸莫米松鼻喷雾剂国内销售额呈现持续增长态势，2021 年已近 10 亿元人民币，同比增长 55%；从销售渠道来看，医院端销售额占比较高，零售端亦不可小觑，2021 年其销售额占比达到 12.7%。银谷制药的必立汀®，已经在院内、院外渠道展开销售，销售正在快速上量。作为非激素类药物，未来通过单用或与激素类药物的联用，不断拓展市场，销售额有望持续高速增长。

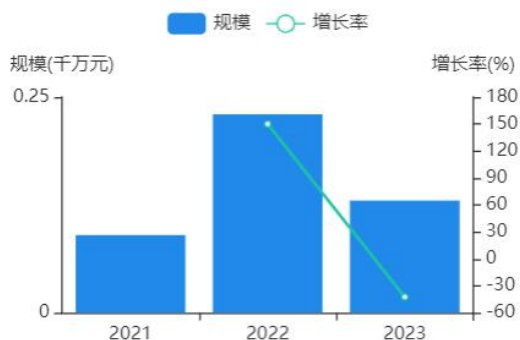
此外，银谷制药还在研发苯环喹溴铵吸入气雾剂（2类，慢阻肺适应症，目前1期结束）、苯环喹溴铵鼻喷剂（2类，新增感冒后鼻炎适应症），预计2025年前后有望获批。

图 21：2017~2021 年糠酸莫米松鼻喷雾剂在医院和零售渠道的销售情况（亿元）



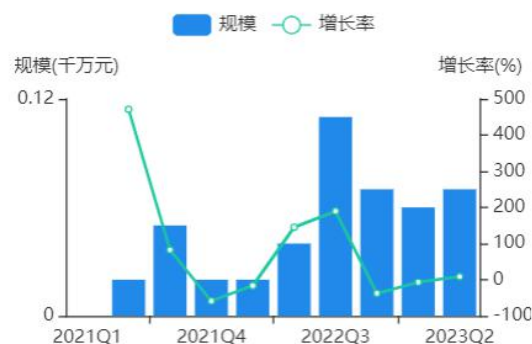
资料来源：药融云《甾体类药物产业链白皮书》，山西证券研究所

图 22：苯环喹溴铵样本门店销售额（年度）



资料来源：中康开思数据库，山西证券研究所

图 23：苯环喹溴铵样本门店销售额（季度）



资料来源：中康开思数据库，山西证券研究所

3.2 鲑降钙素：鼻喷剂型占据市场优势

鲑降钙素通过抑制破骨细胞的活性，抑制骨盐溶解，阻止骨内钙释出，改善骨密度，从而有效缓解疼痛症状，降低骨折的危险性，降低血钙。中国已经成为全球骨质疏松症患者最多的国家，其严重性仅次于心血管疾病。目前，预防和治疗骨质疏松症的药物有二膦酸盐类、钙制

剂、雌激素、雄激素、维生素 D 类、降钙素及激素替代疗法等。

抗骨质疏松症药物按作用机制分为骨吸收抑制剂、骨形成促进剂、双重作用药物、其他机制类药物及中成药。骨质疏松症治疗药物的选择已逐步转为依据骨折风险分层的治疗策略，主要包括骨折高风险和极高骨折风险者。对于骨折高风险者建议首选口服双膦酸盐（如阿仑膦酸钠、利塞膦酸钠等）；对于口服不耐受者可选择唑来膦酸或地舒单抗；对于极高骨折风险者，初始用药可选择：特立帕肽、唑来膦酸、地舒单抗、罗莫佐单抗或续贯治疗；而对于髌部骨折极高风险者，建议优先选择唑来膦酸或地舒单抗。降钙素（calcitonin）是一种钙调节激素，能抑制破骨细胞的生物活性、减少破骨细胞数量，减少骨量丢失并增加骨量。降钙素的另一作用是能有效缓解骨痛。目前应用于临床的降钙素制剂有两种：鳗鱼降钙素类似物依降钙素（elcatonin）和鲑降钙素（salmon calcitonin）降钙素总体安全性良好。2012 年欧洲药品管理局（EMA）通过荟萃分析发现，长期使用（6 个月或更长时间）鲑降钙素口服或鼻喷剂型与恶性肿瘤风险轻微增加相关，但无法肯定该药物与恶性肿瘤间的确切关系。鉴于此，鲑降钙素连续使用时间一般不超过 3 个月。

表 11：防治骨质疏松症的主要药物

药物分类	药物成分	治疗药物	作用机制
骨吸收抑制剂	双膦酸盐类	阿仑膦酸钠、唑来膦酸、利塞膦酸钠、伊班膦酸钠和米诺膦酸	与骨骼羟基磷灰石具有高亲和力，能够特异性结合到骨重建活跃部位，抑制破骨细胞功能，从而抑制骨吸收。
	RANKL 单抗	地舒单抗	能够抑制 RANKL 与其受体 RANK 结合，影响破骨细胞形成、功能和存活，从而降低骨吸收、增加骨密度、改善皮质骨和松质骨的强度，降低骨折发生风险
	降钙素	鳗鱼降钙素类似物依降钙素和鲑降钙素	能抑制破骨细胞的生物活性、减少破骨细胞数量，减少骨量丢失并增加骨量
	雌激素	无子宫妇女雌激素治疗（ET）、有子宫妇女雌孕激素治疗（EPT）以及一种独特的 MHT 药物替勃龙治疗	大量循证医学证据表明绝经激素治疗能有效减少绝经后妇女骨量丢失，降低椎体、非椎体及髌部骨折的风险，疗效肯定
	SERMs	雷洛昔芬	SERMs 不是雌激素，而是与雌激素受体（estrogen receptor, ER）结合后，在不同靶组织使 ER 空间构象发生改变，从而在不同组织发挥类似或拮抗雌激素的不同生物效应。
骨形成促进剂	甲状旁腺素类似物	特立帕肽	间断使用小剂量能刺激成骨细胞活性，促进骨形成、增加骨密度、改善骨质量、降低椎体和非椎体骨折风险
双重作用药物	硬骨抑素单克隆抗体	罗莫佐单抗	通过抑制硬骨抑素（sclerostin）的活性，拮抗其对骨代谢的负向调节作用，在促进骨形成的同时抑制骨吸收

其他机制类药物	活性维生素 D 及其类似物	阿法骨化醇、艾地骨化醇	适用于老年人、肾功能减退及 1 α 羟化酶缺乏或减少的患者，具有提高骨密度、减少跌倒、降低骨折风险的作用
	维生素 K2	-	在 γ - 羧基谷氨酸的形成中起着重要作用。 γ - 羧基谷氨酸是骨钙素发挥正常生理功能所必需的，具有提高骨量的作用
中成药	骨碎补总黄酮制剂、淫羊藿总黄酮制剂、人工虎骨粉制剂、中药复方制剂等	-	中成药治疗骨质疏松症（表 24）具有治病求本兼改善临床症状的作用

资料来源：《原发性骨质疏松症诊疗指南（2022）》，山西证券研究所

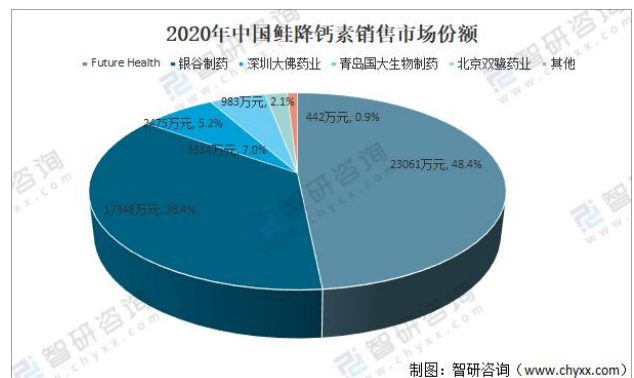
根据智研咨询的报告，2020 年中国鲑降钙素销售规模约为 4.89 亿元，同比下降 16%。2020 年中国鲑降钙素销售市场份额中，主要由 FutureHealth 与银谷制药占据，其中 FutureHealth 鲑降钙素销售金额为 23,061 万元，占鲑降钙素销售金额的 48.4%；银谷制药以鼻喷雾剂型的销售为主，销售金额为 17,348 万元，占鲑降钙素销售金额的 36.4%。

图 24：中国鲑降钙素销售规模及增速



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

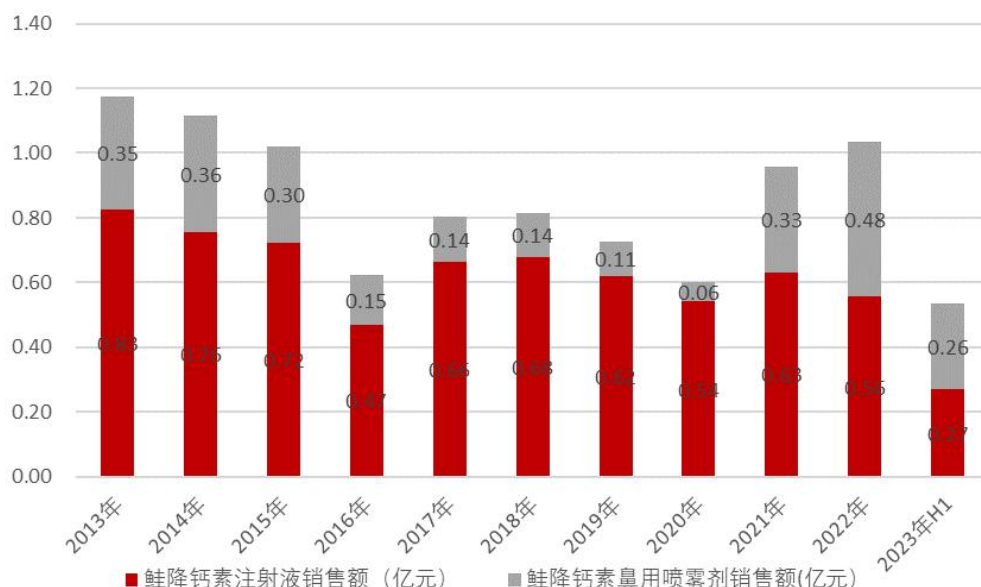
图 25：2020 年中国鲑降钙素销售市场份额



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

根据米内网数据，2023H1 鲑降钙素注射剂型和鼻喷雾剂型的销售占比大致相当。在 2020 年及以前，注射剂型的销售占优。2021 年开始，鼻喷雾剂型的销售占比快速提升，从 2021 年的 34.38% 提升至 2023H1 的 49.06%。从销售额来看，注射剂型的销售额近年保持基本稳定，而鼻喷雾剂型的销售增速快，2022 年相对上年增速达到 45.45%。

图 26：鲑降钙素注射液与鲑降钙素喷雾剂销售额（亿元）



资料来源：米内网，Datayes!，山西证券研究所

3.3 吸入用盐酸氨溴索溶液有望快速放量

盐酸氨溴索是国内呼吸类疾病用药的重点产品，分为注射剂和吸入溶液。米内网数据显示，2020 年中国公立医疗机构终端氨溴索销售额超过 40 亿元。整个市场以注射剂型、片剂为主，吸入氨溴索溶液作为新剂型，目前占比较小，正在快速增长。

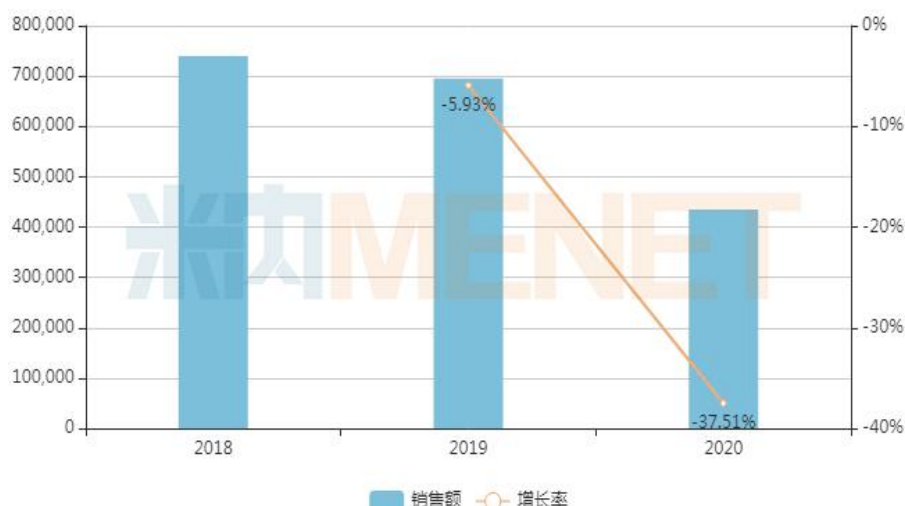
国内企业目前有 3 家获批，分别是云南龙海天然植物药业有限公司（2020 年 12 月 11 日）、银谷制药（2022 年 01 月 30 日）、河北凯威恒诚制药（2022 年 04 月 29 日）。银谷制药的吸入用盐酸氨溴索溶液为国内第二个上市仿制药产品，从 2022 年第二季度起开始生产销售。

北京韩美药品是吸入用盐酸氨溴索溶液的第一家上市企业，按照 5.2 类新药（境外已上市境内未上市的仿制药）申报，以“儿童用药”的理由获得优先审评，针对的是儿科患者需要大量使用氨溴索但现有剂型无法满足临床需求的痛点，于 2019 年 7 月获国家药品监督管理局批准上市。

根据烟台市卫健委的公开信息，当前韩美的吸入氨溴索溶液（2ml:15mg）院内销售价格为 24.5 元/支。根据米内网的数据，2019 年上市后，吸入用盐酸氨溴索 2021、2022、2023Q1 年在重点省市公立医院终端的增长率分别为 1382.05%、95.16%、140.32%，已经进入快速成长期。

今年 9 月 19 日，吸入用盐酸氨溴索溶液被重新认定通过医保药品目录调整形式审查，如果借本年度调整进入医保目录，该品种有望继续快速放量。

图 27：中国公立医疗机构终端氨溴索销售情况（单位：万元）



资料来源：米内网，山西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

假设前提：

- 1、甾体药物竞争格局保持稳定，公司产品价格和毛利率能维持稳定的水平；
- 2、定增项目产能顺利投建并按预期进度投产；
- 3、已经申请进口注册的药品审批进度顺利；

不考虑银谷并购的因素，我们预计公司 2023~2025 年实现营业收入 13.77 亿、15.08 亿、16.48 亿元，同比增长 4.98%、9.45%、9.33%；实现归母净利润 6264.78 万元、7476.41 万元、8733.30 万元，同比增长 49.23%、19.34%、16.81%，对应 EPS 为 0.33、0.39、0.46 元，PE 为 52.11、43.67、37.38 倍。

我们认为，公司是国内甾体药物原料的龙头供应商，已经确立了中间体-原料药-制剂一体化升级战略，在呼吸类高端特色原料药方面有多款产品储备，已有丙酸氟替卡松、曲安奈德、布地奈德在内的 7 款产品取得生产许可证，正在建设制剂生产线。国内甾体药物行业产业格局稳定，公司主业稳中有增，同时主业资产有进一步优化的空间。拟并购标的银谷制药拥有三款已上市产品，鲑降钙素制剂销售已经实现稳定的销售增长，1.1 类新药苯环喹溴铵鼻喷雾剂已

经进入变应性鼻炎诊疗指南并通过国谈进入医保，有望凭借非激素类差异化特点以及显著改善鼻涕症状的优势，实现快速增长，同时新增感冒后鼻炎适应症，临床已经进入三期。吸入氨溴索已经通过国谈形式审查，有望进入医保，具备快速放量的潜力。同时银谷制药和公司在渠道、销售团队、产品协同和产业链上具备很强的协同效应，我们看好公司的发展，首次覆盖给予“增持-B”评级。

5. 风险因素

包括但不限于以下风险：

1、产业链升级不达预期的风险：公司 2019 年明确公司中长期发展战略，启动产业升级，继续加大高端特色原料药研发投入的同时，收购并增资 Lisapharma 公司，加大海外市场开拓力度及成品制剂的研发力度。但由于医药行业具有研发周期长、效益回报周期长等特点，新产品的开发与产业化对研发能力的先进性、创新性和持续性均有较高要求，储备项目和新研发项目可能因为市场、行业、竞争状况的变化而存在不确定性。外部环境的变化也可能导致市场竞争恶化，可能导致公司产业升级的速度不达预期。

2、兽药业务市场风险：公司布局了兽药业务板块，投资建设了硫酸新霉素项目，目前已取得硫酸新霉素的《兽药 GMP 证书》、《兽药生产许可证》和硫酸新霉素药号批文。硫酸新霉素产品可作为饲料添加剂销售给饲料生产厂或直接销售给终端禽畜养殖企业。公司下游客户所处的畜牧业具有较强的周期性，近十年来，我国生猪价格经历了多轮周期，价格波动特征明显。此外，畜牧业行业还会受到行业环保政策、原材料价格波动、食品安全、自然灾害风险等因素影响。公司作为畜牧业行业上游的原料供应商，较易受到行业下游剧烈波动的影响。若下游行业较长时期处于低谷，将对公司兽药业务经营产生不利的影响。

3、并购失败、并购后整合不能顺利完成的的风险：并购银谷制药能有效增强公司的盈利能力、抗风险能力以及可持续发展能力，目前已经签订意向性协议。如果后续不能达成一致完成并购，会对未来经营预期产生扰动。如果并购后整合不能顺利完成，可能影响业绩的达成。

4、国内外市场竞争的风险：公司主要产品，特别是甾体原料和中间体品种市场上占据龙头地位，如果有竞争者通过降价或通过研发实现更低成本并进行降价销售，公司可能面临市场份额减少或者被动降价的风险。如果制剂市场发生价格波动、新产品替代等情况，也有可能影响中间体和原料药市场的需求，从而对公司业绩产生影响。

5、研发失败或进度不及预期的风险：公司投入大量费用用于新产品开发和工艺改进，包

括中间体、原料药和制剂项目，存在研发失败或者进度不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1080	1140	1485	1470	1489
现金	161	188	289	368	401
应收票据及应收账款	195	197	197	222	230
预付账款	6	27	20	26	21
存货	531	608	831	705	696
其他流动资产	187	119	147	149	142
非流动资产	1889	1855	1831	1874	1893
长期投资	59	63	67	71	75
固定资产	1283	1309	1354	1422	1467
无形资产	179	173	186	203	207
其他非流动资产	369	310	223	177	144
资产总计	2970	2995	3315	3344	3382
流动负债	1055	1084	1115	1090	1063
短期借款	460	540	631	621	633
应付票据及应付账款	461	403	368	330	300
其他流动负债	134	142	116	139	130
非流动负债	183	140	113	91	67
长期借款	162	123	96	74	50
其他非流动负债	21	17	17	17	17
负债合计	1238	1224	1228	1181	1130
少数股东权益	49	51	54	58	63
股本	107	107	190	190	190
资本公积	1117	1108	1277	1277	1277
留存收益	462	503	566	642	730
归属母公司股东权益	1683	1720	2033	2105	2189
负债和股东权益	2970	2995	3315	3344	3382

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	227	145	-63	334	260
净利润	36	42	66	79	92
折旧摊销	133	161	134	152	171
财务费用	30	35	35	33	29
投资损失	-4	-8	-7	-7	-7
营运资金变动	10	-90	-292	78	-26
其他经营现金流	23	5	2	-1	0
投资活动现金流	-361	-141	-104	-188	-183
筹资活动现金流	-48	-5	150	-21	-26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.22	0.33	0.39	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	0.77	-0.33	1.76	1.37
每股净资产(最新摊薄)	8.87	9.07	10.77	11.15	11.59

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1203	1312	1377	1508	1648
营业成本	937	1039	1079	1152	1261
营业税金及附加	8	12	13	14	15
营业费用	14	15	17	18	20
管理费用	113	116	129	140	152
研发费用	50	50	59	65	71
财务费用	30	35	35	33	29
资产减值损失	-18	-7	-8	-8	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	8	7	7	7
营业利润	56	49	49	89	104
营业外收入	3	0	25	0	0
营业外支出	4	1	0	0	0
利润总额	54	48	74	89	104
所得税	19	5	8	10	12
税后利润	36	42	66	79	92
少数股东损益	-0	0	3	4	5
归属母公司净利润	36	42	63	75	87
EBITDA	222	244	242	273	305

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	31.7	9.1	5.0	9.4	9.3
营业利润(%)	130.1	-12.1	0.3	79.8	16.8
归属于母公司净利润(%)	120.1	15.9	49.2	19.3	16.8
获利能力					
毛利率(%)	22.1	20.8	21.6	23.6	23.5
净利率(%)	3.0	3.2	4.5	5.0	5.3
ROE(%)	2.1	2.4	3.1	3.6	4.1
ROIC(%)	2.4	3.0	3.4	3.8	4.0
偿债能力					
资产负债率(%)	41.7	40.9	37.0	35.3	33.4
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	8.1	6.7	7.0	7.2	7.3
应付账款周转率	2.2	2.4	2.8	3.3	4.0
估值比率					
P/E	90.2	77.8	52.11	43.67	37.38
P/B	1.9	1.9	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	17.3	15.8	15.7	13.5	12.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

