

富士莱 (301258)

硫辛酸 API 龙头之一，加速 CDMO 转型

增持 (首次)

2023 年 11 月 15 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 568 | 541 | 598 | 643 |
| 同比 | 9% | -5% | 10% | 7% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 177 | 140 | 159 | 172 |
| 同比 | 48% | -21% | 13% | 8% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.93 | 1.53 | 1.73 | 1.88 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 18.29 | 23.17 | 20.44 | 18.86 |

关键词: #产能扩张

投资要点

■ **硫辛酸龙头之一，加速 CDMO 转型:** 公司是硫辛酸原料药龙头之一，拥有全球最大硫辛酸产能和最全品类；2020 年度公司硫辛酸系列产品直接出口额位居行业第二位，GPC 和 L-肌肽产品直接出口额均排名行业第一。此外还有肌酸、磷脂酰胆碱系列品种，且开始 CDMO 业务转型。同时公司积极拓展 CMO/CDMO 业务，和恒瑞医药合作的艾瑞昔布原料药商业化项目从 2018 年立项到 2022 年实现小批量供货。

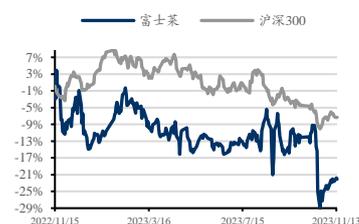
■ **硫辛酸稳定放量，公司产能开始释放:** 硫辛酸主要用于糖尿病治疗领域和抗氧化保健品，市场稳定增长。据 Global Market insight 测算，2020 年硫辛酸市场规模为 8.06 亿美元，2027 年有望达到 12.36 亿美元，2020-2027 年 CAGR 为 5.49%；下游需求稳定增长。公司是全球第二大的出口商，2020 年公司占全球出口量的 37.61%。随着公司产能的释放，有望保持龙头地位。

■ **目前公司积极从原料药企业向 CDMO 转型:** 从产业链来看，CMO/CDMO 上游为精细化工行业，下游客户是医药公司，与特色原料药行业产业链极为相似，特色原料药企业借助合成方面的优势，在向 CMO/CDMO 拓展时具有天然的优势。公司和恒瑞医药合作的艾瑞昔布原料药商业化项目已经取得突破，2022 年实现小批量供货，公司已经做好吨级库存备货以满足客户需求。公司艾瑞昔布原料药实现收入 203 万元。阿帕替尼原料药商业化项目研发进展顺利，公司已经于 2022 年 8 月向国家药品监督管理局审评中心提交注册资料。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年总营收分别为 5.41/5.98/6.43 亿元，同比增速分别 -5%/10%/7%；归母净利润分别为 1.40/1.59/1.72 亿元，同比增速分别 -21%/13%/8%，2023-2025 年 P/E 估值分别为 23/20/19X；基于公司硫辛酸、肌酸等业务稳定放量，积极向 CDMO 转型，估值合理，业务逐渐向好；首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示:** 产能消化存在不及预期风险；海外竞争加剧风险；新竞争对手风险；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 35.37 |
| 一年最低/最高价 | 32.03/48.19 |
| 市净率(倍) | 1.67 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,172.96 |
| 总市值(百万元) | 3,242.37 |

基础数据

| | |
|--------------|-------|
| 每股净资产(元,LF) | 21.17 |
| 资产负债率(% ,LF) | 8.19 |
| 总股本(百万股) | 91.67 |
| 流通 A 股(百万股) | 33.16 |

相关研究

内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. 专注特色原料药，未来成长空间广阔 | 4 |
| 2. 硫辛酸需求持续旺盛，公司出口份额稳步提升 | 7 |
| 2.1. 硫辛酸应用广泛，市场规模稳定增长 | 7 |
| 2.2. 硫辛酸出口龙头，出口份额逐年攀升 | 8 |
| 3. 肌肤等业务稳健发展，CDMO 有望成为公司催化剂 | 9 |
| 3.1. 肌肤应用广泛，业绩稳中有升 | 9 |
| 3.2. GPC 业绩边际改善，短期拐点已现 | 10 |
| 3.3. CDMO 业务朝阳初升，驱动公司产业升级 | 11 |
| 4. 盈利预测与投资评级 | 12 |
| 4.1. 收入拆分 | 12 |
| 4.2. 可比公司估值 | 13 |
| 4.3. 盈利预测 | 13 |
| 5. 风险提示 | 14 |

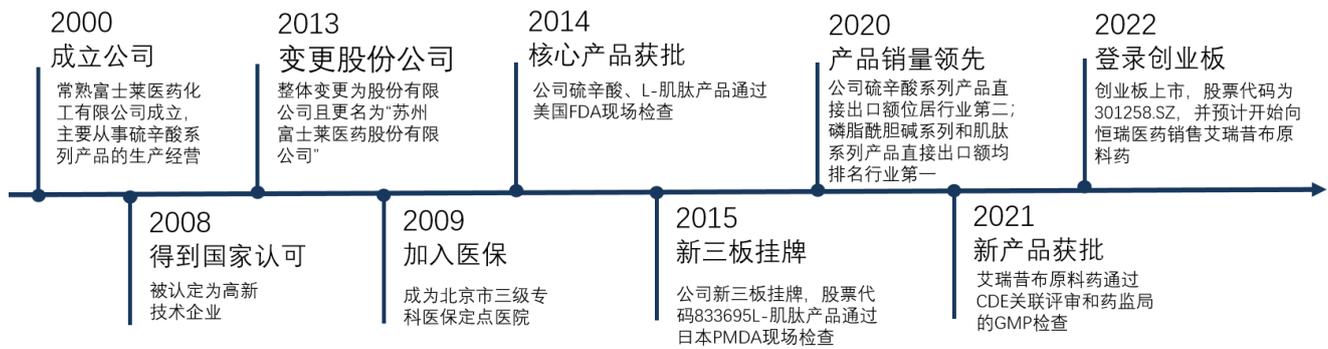
图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程 | 4 |
| 图 2: 公司股权结构 (截至 2023 三季报) | 4 |
| 图 3: 公司收入拆分 (按产品分, 百万元) | 6 |
| 图 4: 公司营业收入及增速情况 | 6 |
| 图 5: 公司归母净利润及增速情况 | 6 |
| 图 6: 公司毛利率与净利率情况 | 7 |
| 图 7: 公司期间费用率情况 | 7 |
| 图 8: 公司 ROE 及资产周转率情况 | 7 |
| 图 9: 公司在建工程情况 | 7 |
| 图 10: 硫辛酸在体内的作用机制 | 8 |
| 图 11: 硫辛酸市场规模 | 8 |
| 图 12: 我国硫辛酸出口量情况 | 9 |
| 图 13: 硫辛酸出口竞争格局 | 9 |
| 图 14: 公司硫辛酸收入情况 | 9 |
| 图 15: 公司硫辛酸毛利润情况 | 9 |
| 图 16: 肌肽捕获自由基从而抗氧化过程 | 10 |
| 图 17: 肌肽抗糖基化的体外研究结果 | 10 |
| 图 18: 公司肌肽收入情况 | 10 |
| 图 19: 公司肌肽毛利润情况 | 10 |
| 图 20: 磷脂酰胆碱系列收入情况 | 11 |
| 图 21: 磷脂酰胆碱系列毛利润情况 | 11 |
| 图 22: CDMO 价值链传递 | 11 |
| | |
| 表 1: 公司产品情况 | 5 |
| 表 2: 收入拆分 | 12 |
| 表 3: 可比公司估值对比 | 13 |

1. 专注特色原料药，未来成长空间广阔

公司成立于2000年，并于2022年登录创业板。公司前身为常熟富士莱医药化工有限公司，主要从事原料药、中间体以及保健品原料的研发、生产与销售。主要产品有颗粒硫辛酸、6,8-二氯辛酸乙酯、R-硫辛酸、R-硫辛酸氨基丁三醇盐、L-肌肽、甘油磷脂酰胆碱(GPC)等。公司是国内最早从事硫辛酸系列产品生产的企业之一，通过多年的经营积累和持续的技术创新、工艺优化及产品管线的丰富，公司已发展成为三大系列产品细分市场的重要供应商。2020年度公司硫辛酸系列产品直接出口额位居行业第二位，GPC和L-肌肽产品直接出口额均排名行业第一。同时公司积极拓展CMO/CDMO业务，和恒瑞医药合作的艾瑞昔布原料药商业化项目从2018年立项到2022年实现小批量供货。

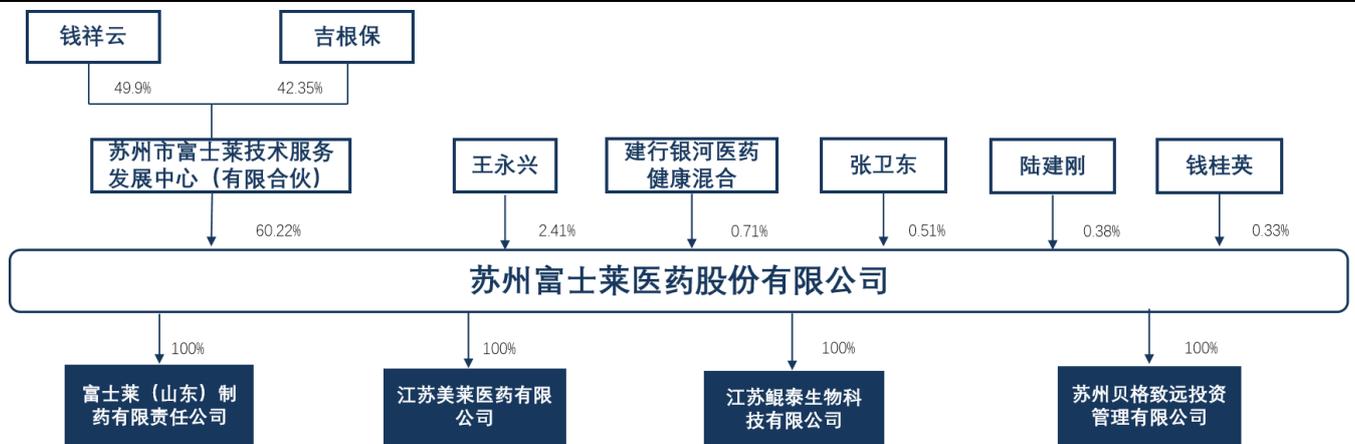
图 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构清晰，持股比例较为集中。公司董事长钱祥云通过苏州市富士莱技术服务发展中心（有限合伙）持有公司股份，苏州市富士莱技术服务发展中心为公司最大股东，截至2023 三季报，共计持有股份 60.22%。

图 2: 公司股权结构（截至 2023 三季报）



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司主要产品分为硫辛酸、磷脂酰胆碱、肌肽三大系列。其中，公司是硫辛酸相关产品目前全球产能最大、产品最全的企业之一，是公司最主要的产品系列。

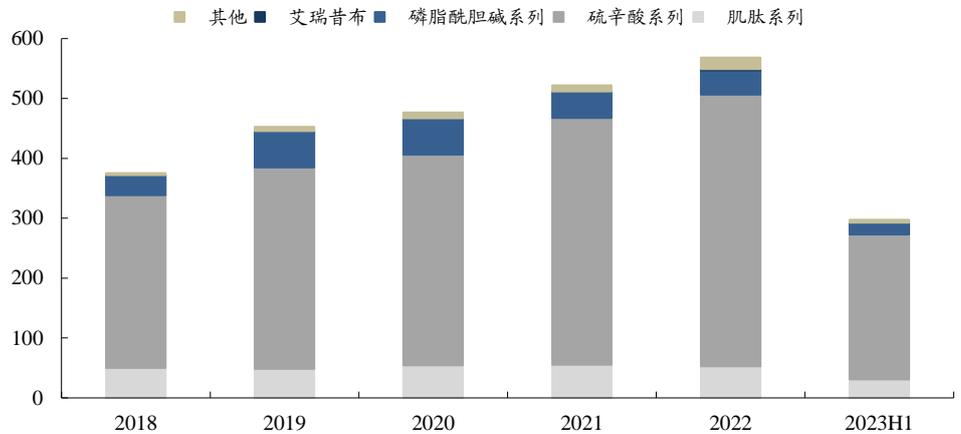
表 1: 公司产品情况

| 产品系列 | 主要产品 | 产品结构式 | 功能及用途 |
|---------|---------------|-------|---|
| 硫辛酸系列 | 颗粒硫辛酸 | | 硫辛酸属于维生素 B 族化合物，具有清除自由基和活性氧（抗氧化）、螯合金属离子、再生其他抗氧化剂等作用，是唯一兼具脂溶性与水溶性的抗氧化剂。在医药领域，用于糖尿病周围神经病变、神经系统并发症等多种疾病的治疗；在保健品领域，具有清除体内自由基、防止脂质过氧化效果，可以延缓衰老、美颜以及活化细胞，用于口服营养品。 |
| | R-硫辛酸 | | |
| | R-硫辛酸氨基丁三醇盐 | | 硫辛酸系列产品中，颗粒硫辛酸（混旋）是 R-硫辛酸（右旋）和 S-硫辛酸（左旋）的混合物；R-硫辛酸由于生物活性更好，抗氧化功能强于颗粒硫辛酸；R-硫辛酸氨基丁三醇盐与 R-硫辛酸相比稳定性更强，生物利用度更高；6,8-二氯辛酸乙酯是生产硫辛酸系列产的关键医药中间体。 |
| | 6,8-二氯辛酸乙酯 | | |
| 磷脂酰胆碱系列 | 甘油磷脂酰胆碱 (GPC) | | 在医药领域，主要用于治疗因脑血管缺损或退化性脑间质性精神病综合症引发的继发症状以及记忆力下降、注意力下降等；在保健品领域，主要用于改善大脑记忆。 |
| 肌肽系列 | L-肌肽 | | 在医药领域，肌肽衍生物聚普瑞锌主要用于抗胃溃疡药物；在保健品领域，主要用于延缓衰老；在化妆品领域，可用于防止肌肤衰老以及美容美肤。 |

数据来源：富士莱招股书，东吴证券研究所

硫辛酸系列为公司收入占比最大的单品，2022 年收入 4.5 亿元，占比达 79.86%。艾瑞昔布原料药处于放量初期，销售规模较小。

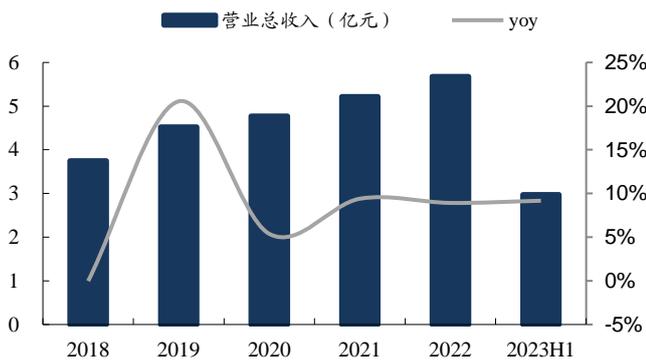
图 3: 公司收入拆分 (按产品分, 百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

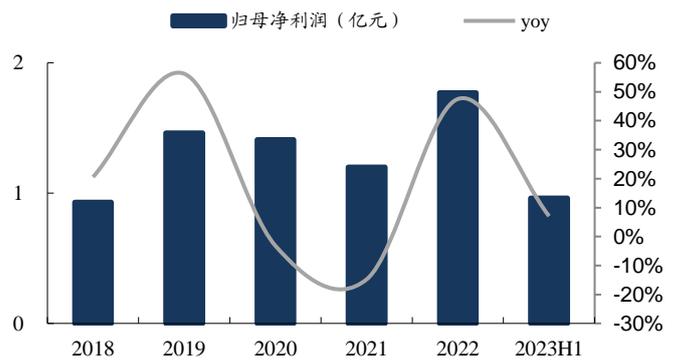
业绩增长稳中向好，利润端短期承压。从收入端来看，公司营业收入从 2018 年的 3.75 亿元增长至 2022 年的 5.68 亿元，CAGR 为 8.66%，2023 年上半年实现收入 2.97 亿元，同比增长 9.2%，主要得益于 1) 产品方面，硫辛酸、磷脂酰胆碱和肌肤等产品陆续获批，下游出口需求旺盛，销售逐渐放量；2) 产能方面，技改与扩建规划持续进行。3) 业务方面，公司积极布局 CDMO 业务。我们预计随着公司艾瑞昔布原料药实现大批量销售，公司收入有望进一步增长。

图 4: 公司营业收入及增速情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 5: 公司归母净利润及增速情况

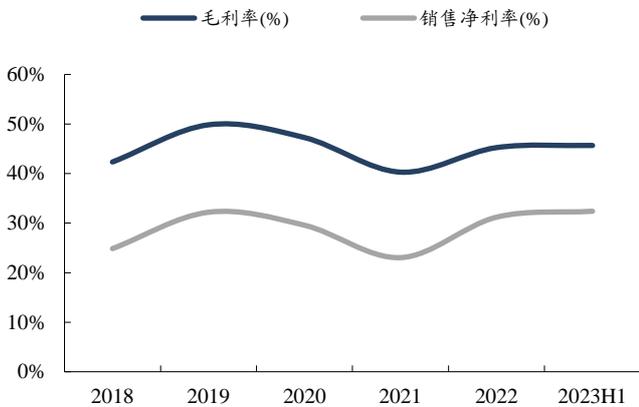


数据来源: wind, 东吴证券研究所

从利润端来看，公司归母净利润从 2018 年的 0.93 亿元增长至 2022 年的 1.77 亿元，CAGR 为 13.74%。2020-2021 归母净利润短期承压，主要由于：1) 受疫情影响，海内外运输成本上升；2) 上游原材料成本增加；3) 研发费用率持续增加；4) 往年在建工程转固导致折旧增加，导致毛利率净利率下降。随着外部不利因素消除以及产能逐渐释放，

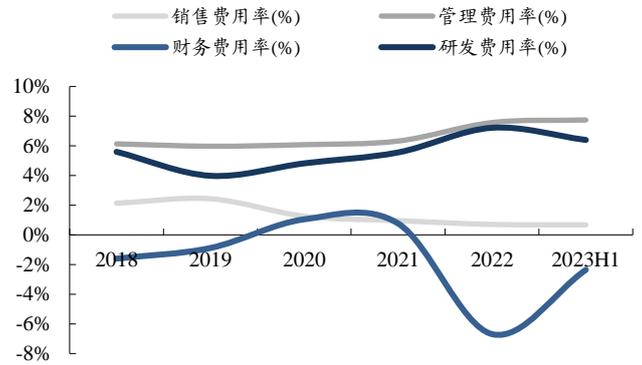
2022 起公司毛利率和净利率持续回升，公司盈利能力有望修复。

图 6：公司毛利率与净利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

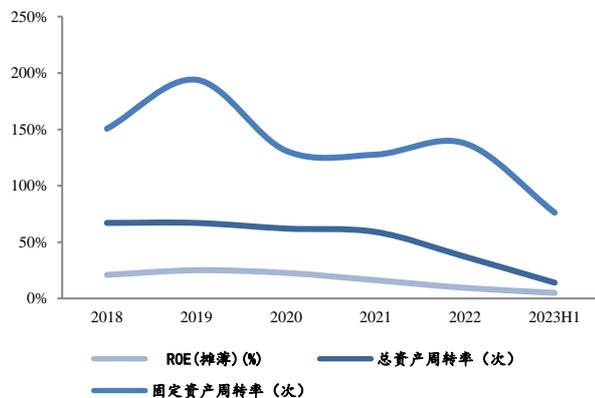
图 7：公司期间费用率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

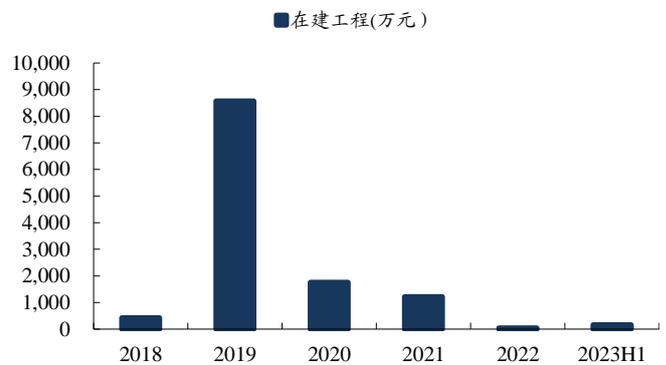
资产利用效率边际下滑，但未来上升空间较大。公司 2019-2021 年在建工程较多，主要包括艾瑞昔布技改项目、720 吨医药中间体及原料药项目、研发中心项目等。随着在建工程的转固，产能需要爬坡，ROE 与资产利用率短期下滑。未来随着产能的逐渐释放，公司资产利用效率上升空间较大。

图 8：公司 ROE 及资产周转率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 9：公司在建工程情况



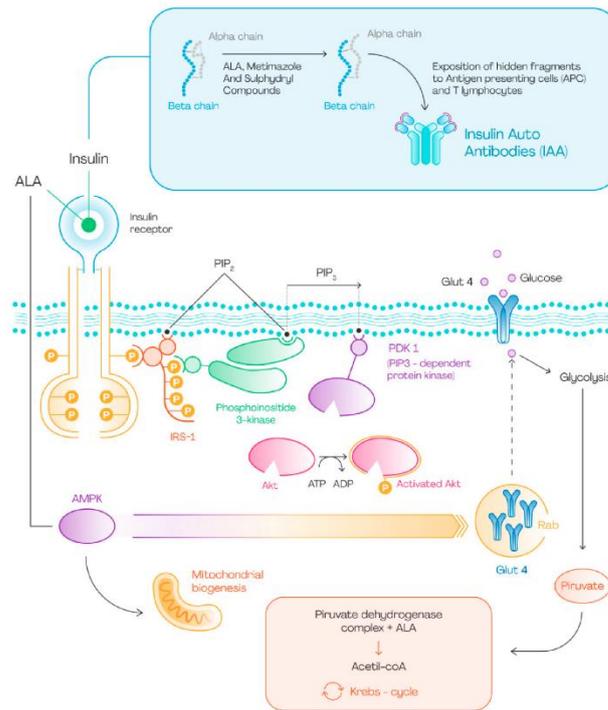
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 硫辛酸需求持续旺盛，公司出口份额稳步提升

2.1. 硫辛酸应用广泛，市场规模稳定增长

硫辛酸 (lipoic acid, LA)，又称 α - 硫辛酸(ALA)，是至今为止发现的最强大抗氧化剂之一。多项研究发现，硫辛酸在调节葡萄糖代谢、胰岛素分泌、循环脂质水平均具有正向作用，所以硫辛酸已被广泛运用于治疗 1 型和 2 型糖尿病以及糖尿病周围神经病变、神经系统并发症等疾病。另外，由于其具有清除自由基、抗氧化、再生其他抗氧化剂的作用，也被应用于保健品领域，以延缓衰老、美颜以及活化细胞。

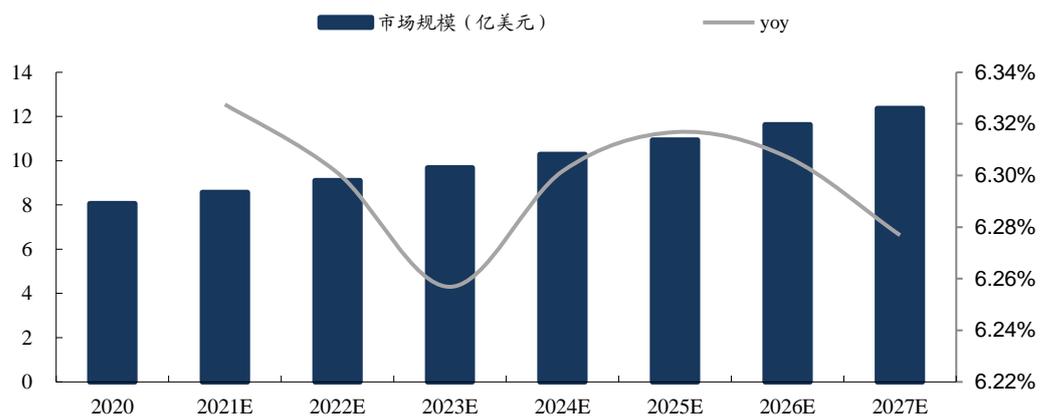
图 10: 硫辛酸在体内的作用机制



数据来源: Nutirents 期刊, 东吴证券研究所

从需求端看, 硫辛酸市场规模稳定增长, 下游需求持续旺盛。据 Global Market insight 测算, 2020 年硫辛酸市场规模为 8.06 亿美元, 2027 年有望达到 12.36 亿美元, 2020-2027 年 CAGR 为 5.49%; 下游需求稳定增长。

图 11: 硫辛酸市场规模



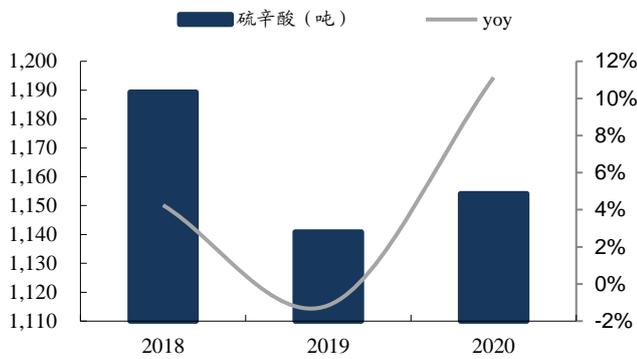
数据来源: gminsight, 东吴证券研究所

2.2. 硫辛酸出口龙头, 出口份额逐年攀升

从供给端看, 公司出口份额常年居前, 为硫辛酸出口龙头之一。目前, 我国是全球最大的硫辛酸生产国和出口国。据海关进出口数据, 我国 2018-2020 硫辛酸出口量分别达 1189.32、1140.87、1154.16 吨, 海外需求稳定。我国硫辛酸市场竞争格局较为集中,

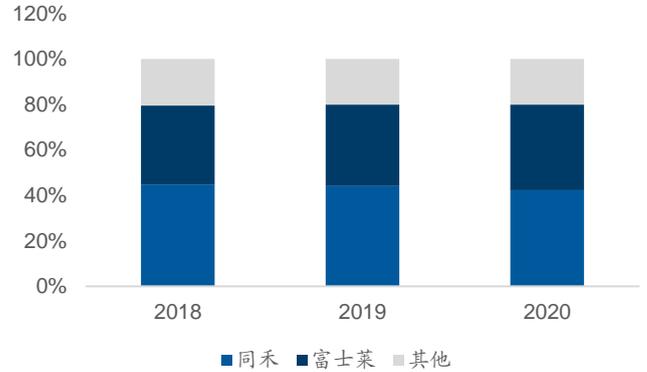
占据出口份额最大的两家企业分别为同禾与富士莱，2020 年合计占据约 80%的硫辛酸出口量。2020 年公司占全球出口量的 37.61%，为行业第二。不及同禾的主要原因为同禾进入硫辛酸市场较早。但 2018-2020 年，公司硫辛酸出口份额稳步提升，未来有望进一步追赶。

图 12: 我国硫辛酸出口量情况



数据来源：富士莱招股书，东吴证券研究所

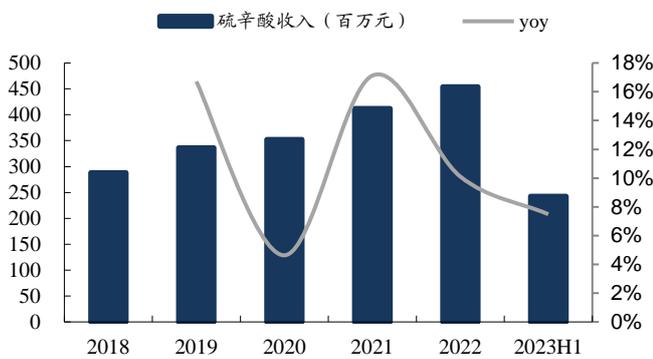
图 13: 硫辛酸出口竞争格局



数据来源：富士莱招股书，东吴证券研究所

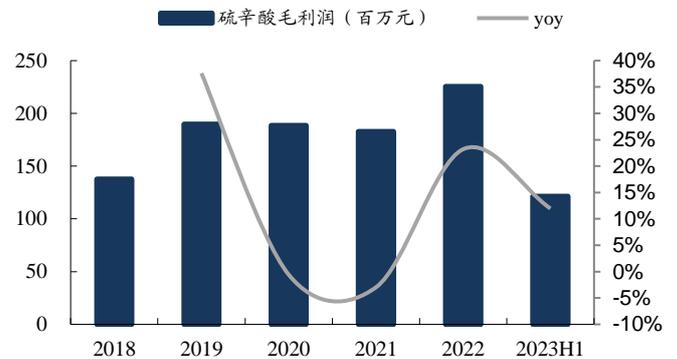
公司硫辛酸收入、毛利润稳定增长。公司硫辛酸收入从 2018 年的 2.88 亿元增长至 2022 年的 4.54 亿元，CAGR 为 9.53%，毛利润由 2018 年的 1.38 亿元增长至 2022 年的 2.25 亿元，CAGR 为 10.27%。未来随着下游硫辛酸市场需求持续旺盛和公司出口份额占比的持续提升，硫辛酸将持续驱动公司收入和毛利润的稳定增长。

图 14: 公司硫辛酸收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 15: 公司硫辛酸毛利润情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

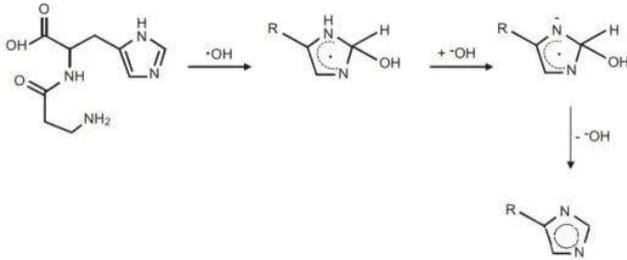
3. 肌肤等业务稳健发展，CDMO 有望成为公司催化剂

3.1. 肌肤应用广泛，业绩稳中有升

肌肤学名 β -丙氨酰-L-组氨酸，是由 β -丙氨酸和 L-组氨酸两种氨基酸组成的一种二肽分子，在脊椎动物大脑和骨骼肌组织中高浓度存在。英国、韩国、俄国及其他国家均有研究表明，肌肤可清除在氧化应激过程中因细胞膜的脂肪酸过度酸化而形成的活性氧

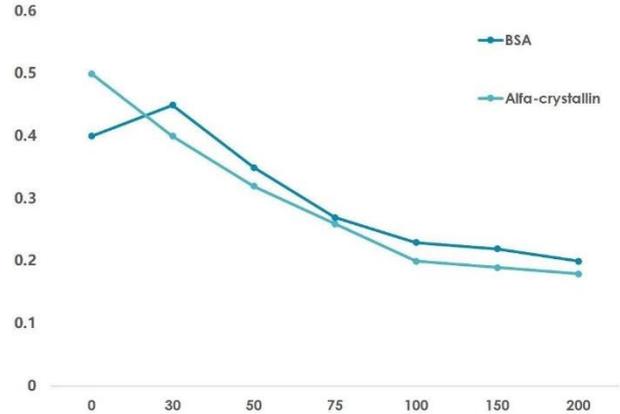
自由基 (ROS) 及 α - β 不饱和脂肪醛, 具有抗氧化功效等。同时, 肌肤可以抑制羰基蛋白的形成, 从而抑制糖化反应, 具有延缓衰老的美容功效。在医药领域, 肌肤衍生物聚普瑞锌主要用于抗胃溃疡药物。

图 16: 肌肤捕获自由基从而抗氧化过程



数据来源: PubMed, 东吴证券研究所

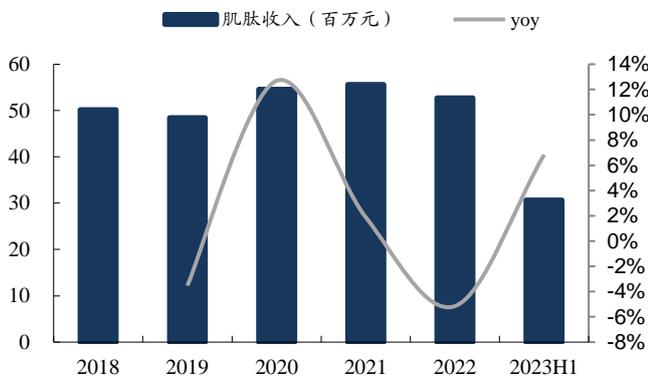
图 17: 肌肤抗糖基化的体外研究结果



数据来源: PubMed, 东吴证券研究所

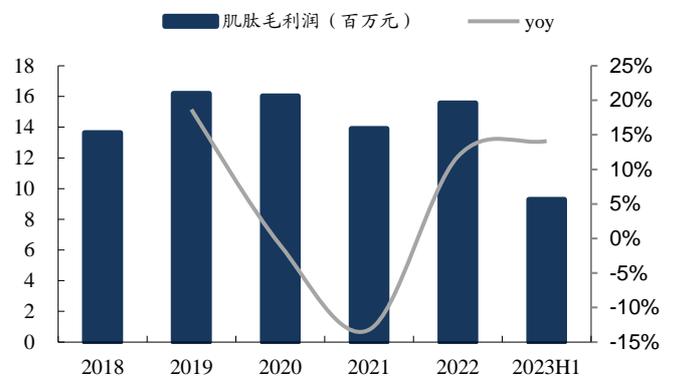
公司肌肤收入、毛利润保持稳定。公司肌肤收入逐年上升, 从 2018 年的 5019 万元增长至 2022 年的 5273 万元, CAGR 为 0.98%, 毛利润由 2018 年的 1364 万元增长至 2022 年的 1556 万元, CAGR 为 2.68%, 肌肤系列业绩稳中有升。

图 18: 公司肌肤收入情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 19: 公司肌肤毛利润情况



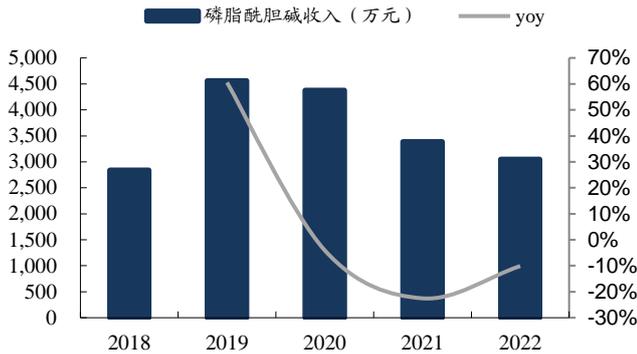
数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.2. GPC 业绩边际改善, 短期拐点已现

磷脂酰胆碱可以建立粘膜表面的疏水性, 从而保护其下的组织。粘液磷脂也可能整合到肠细胞的质膜中, 从而影响粘膜的信号状态, 抑制 TNF- α 诱导的促炎反应, 从而实现抗炎作用。公司产品甘油磷脂酰胆碱 (GPC) 是磷脂酰胆碱的水解产物, 是人体内天然存在的代谢物, 其重要的生理功能在于穿过血脑屏障, 为乙酰胆碱和磷脂酰胆碱的生物合成提供必要的胆碱 (乙酰胆碱是中枢神经系统中重要的神经传递介质, 帮助脑部完成学习、记忆和认知活动), 有利于改善轻度至中度的阿尔茨海默病, 有利于改善人脑认知功能, 改善记忆力和注意力下降等症状。

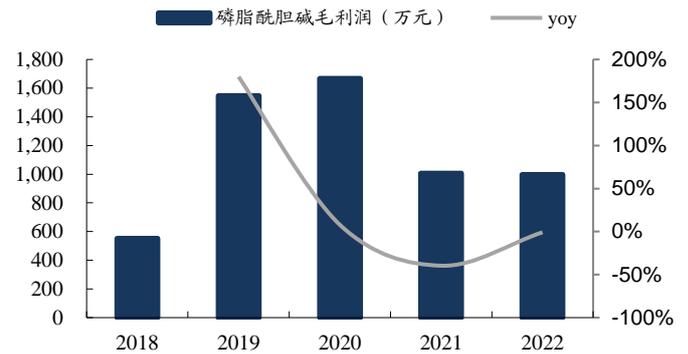
公司 GPC 业绩短期承压，2023 上半年起拐点已现。磷脂酰胆碱系列产品主要来自韩国客户，受客户增加韩国本土供应商的不利影响，2021 年和 2022 年公司 GPC 液体产品市场份额有所下降，相应的收入和毛利润均有所下滑。但随着宏观经济环境改善，疫后运输条件改善，公司磷脂酰胆碱系列短期拐点已现。2023 年上半年公司实现 GPC 收入 1931.57 万元，同比增长 30.25%，实现毛利润 557.02 万元，同比增长 80.35%，我们预计未来公司磷脂酰胆碱系列收入将持续回升。

图 20: 磷脂酰胆碱系列收入情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 21: 磷脂酰胆碱系列毛利润情况

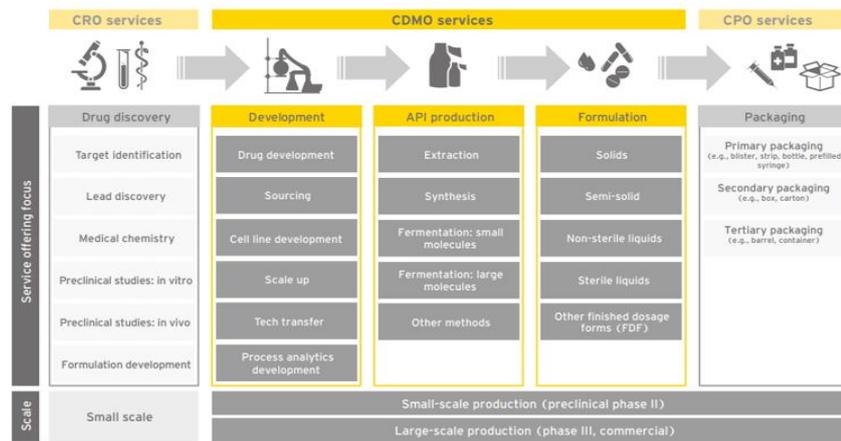


数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.3. CDMO 业务朝阳初升，驱动公司产业升级

目前公司积极从原料药企业向 CDMO 转型。从产业链来看，CMO/CDMO 上游为精细化工行业，下游客户是医药公司，与特色原料药行业产业链极为相似，特色原料药企业借助合成方面的优势，在向 CMO/CDMO 拓展时具有天然的优势。

图 22: CDMO 价值链传递



数据来源: Ernst & Young, 东吴证券研究所

原料药企业向 CDMO 转型的通顺逻辑已被验证。以九洲药业为例，公司通过打造“瑞博”品牌，逐渐建立手性催化、连续化反应与氟化学三大技术平台，不断加强研发能力和规模化生产能力，并通过收购苏州诺华工厂、杭州 Teva 工厂承接重磅专利药品种 API 供应，深度绑定头部企业。2022 年公司 CDMO 业务实现收入 34.2 亿元，同比增

长 48%。目前普洛药业、奥翔药业、天宇股份、美诺华等多家原料药龙头均向 CDMO 业务发展，可以明显看到 CDMO 收入占比高的企业利润水平更有优势。

公司和恒瑞医药合作的艾瑞昔布原料药商业化项目已经取得突破，2022 年实现小批量供货，公司已经做好吨级库存备货以满足客户需求。公司艾瑞昔布原料药实现收入 203 万元。阿帕替尼原料药商业化项目研发进展顺利，公司已经于 2022 年 8 月向国家药品监督管理局审评中心提交注册资料。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 收入拆分

硫辛酸系列：成熟大品种，市场需求基本稳定，随着公司募投项目“年产 720 吨医药中间体及原料药扩建项目”的产能释放，公司硫辛酸系列的产能利用率大幅提高。预计 2023-2025 年增速为-3%/11%/8%

肌肽系列：肌肽系列产品下游需求稳定。预计 2023-2025 年增速为-3%/9%/5%

磷脂酰胆碱系列：磷脂酰胆碱系列产品主要来自韩国客户，2022 年受客户增加韩国本土供应商的不利影响，公司 GPC 液体产品市场份额下降，2023 年上半年公司凭借过硬的产品质量以及良好的客户关系维护，市场份额有所恢复。预计 2023-2025 年增速为-5%/8%/5%

表 2: 收入拆分

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总收入(百万元) | 477 | 522 | 568 | 541 | 598 | 643 |
| yoy | 5.4% | 9.4% | 8.9% | -4.7% | 10.5% | 7.5% |
| 毛利率 | 47.3% | 40.3% | 45.2% | 43.3% | 43.7% | 43.9% |
| 总毛利(百万元) | 225 | 210 | 257 | 234 | 262 | 282 |
| 1、硫辛酸系列 | | | | | | |
| 收入(百万元) | 352 | 412 | 454 | 440 | 489 | 528 |
| yoy | 4.6% | 17.1% | 10.1% | -3.0% | 11.0% | 8.0% |
| 毛利率 | 53.6% | 44.4% | 49.7% | 47.0% | 47.5% | 47.5% |
| 毛利(百万元) | 189 | 183 | 225 | 207 | 232 | 251 |
| 2、肌肽系列 | | | | | | |
| 收入(百万元) | 55 | 56 | 53 | 51 | 56 | 59 |
| yoy | 12.7% | 1.9% | -5.1% | -3.0% | 9.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 29.4% | 25.0% | 29.5% | 28.0% | 28.0% | 28.0% |
| 毛利(百万元) | 16 | 14 | 16 | 14 | 16 | 16 |

3、磷脂酰胆碱系列

| | | | | | | |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入（百万元） | 60 | 44 | 40 | 38 | 41 | 44 |
| yoy | -1.0% | -27.3% | -8.0% | -5.0% | 8.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 27.6% | 22.9% | 24.7% | 25.0% | 24.8% | 25.4% |
| 毛利（百万元） | 17 | 10 | 10 | 10 | 10 | 11 |

4、其他业务

| | | | | | | |
|---------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 收入（百万元） | 10 | 10 | 21 | 12 | 12 | 13 |
| yoy | 48.7% | 0.5% | 112.2% | -45.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 42.0% | 33.2% | 28.9% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利（百万元） | 4 | 3 | 6 | 4 | 4 | 4 |

数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 可比公司估值

公司主营业务为硫辛酸原料药，为大宗类原料药的一种，由于大宗类原料药具有类似的业务属性，我们选取了以维生素原料药等大宗原料药为主业的企业作为可比公司；其中新和成主营业务为维生素 A/E 系列和食物香精等，浙江医药主营业务为维生素 A/E 系列等，花园生物主营业务为维生素 D 系列等。公司 2023 年 PE 估值预计为 23 倍，略高于行业平均估值的 20 倍；主要因为公司硫辛酸等品种具备一定稀缺性，公司为龙头之一，享受一部分估值溢价。

表 3：可比公司估值对比

| 股票代码 | 公司 | 股价（元） | 归母净利润（亿元） | | | PE | | | 市值（亿元） |
|-----------|------|-------|-----------|-------|-------|------|-------|-------|--------|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E | |
| 002001.SZ | 新和成 | 16.4 | 36.2 | 30.1 | 38.7 | 14 | 17 | 13 | 508 |
| 600216.SH | 浙江医药 | 10.9 | 5.4 | 5.9 | 8.6 | 19 | 18 | 12 | 105 |
| 300401.SZ | 花园生物 | 10.6 | 3.8 | 2.6 | 4.6 | 15 | 22 | 13 | 58 |
| 可比公司平均 | | | | | | 17 | 20 | 15 | |
| 301258.SZ | 富士莱 | 35.4 | 1.8 | 1.4 | 1.6 | 18 | 23 | 20 | 32 |

数据来源：wind，东吴证券研究所 注：股价数据截至 2023 年 11 月 14 日，新和成、浙江医药、花园生物为 wind 一致预期数据

4.3. 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年总营收分别为 5.41/5.98/6.43 亿元，同比增速分别-5%/10%/7%；归母净利润分别为 1.40/1.59/1.72 亿元，同比增速分别-21%/13%/8%，2023-

2025 年 P/E 估值分别为 23/20/19X；基于公司硫辛酸、肌酸等业务稳定放量，积极向 CDMO 转型，估值合理，业务逐渐向好；首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

产能消化存在不及预期风险：由于市场需求的不确定性，公司硫辛酸系列新产能存在不及预期风险。

海外竞争加剧风险：由于印度等海外国家在加大原料药产能，可能存在海外竞争加剧的风险。

新竞争对手风险：公司所在行业存在新进入竞争对手的风险，导致产品降价等影响。

汇率波动风险：公司海外收入占比高，汇率波动可能对汇兑损益、公司收入等造成影响。

富士莱三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 1,650 | 1,534 | 1,457 | 1,505 | 营业总收入 | 568 | 541 | 598 | 643 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,421 | 1,402 | 1,201 | 1,331 | 营业成本(含金融类) | 311 | 307 | 336 | 361 |
| 经营性应收款项 | 102 | 91 | 113 | 109 | 税金及附加 | 5 | 5 | 5 | 6 |
| 存货 | 123 | 36 | 137 | 60 | 销售费用 | 4 | 5 | 5 | 6 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 43 | 38 | 41 | 44 |
| 其他流动资产 | 4 | 5 | 5 | 5 | 研发费用 | 41 | 32 | 35 | 38 |
| 非流动资产 | 449 | 648 | 906 | 1,036 | 财务费用 | (38) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 8 | 6 | 7 | 8 |
| 固定资产及使用权资产 | 416 | 608 | 856 | 981 | 投资净收益 | 1 | 4 | 3 | 3 |
| 在建工程 | 0 | 1 | 1 | 1 | 公允价值变动 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 22 | 29 | 39 | 45 | 减值损失 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 206 | 165 | 186 | 201 |
| 其他非流动资产 | 10 | 10 | 10 | 10 | 营业外净收支 | (3) | (4) | (3) | (3) |
| 资产总计 | 2,098 | 2,181 | 2,363 | 2,541 | 利润总额 | 202 | 161 | 182 | 197 |
| 流动负债 | 150 | 146 | 169 | 176 | 减:所得税 | 25 | 22 | 24 | 25 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 | 净利润 | 177 | 140 | 159 | 172 |
| 经营性应付款项 | 115 | 115 | 133 | 138 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 6 | 6 | 7 | 7 | 归属母公司净利润 | 177 | 140 | 159 | 172 |
| 其他流动负债 | 28 | 25 | 28 | 30 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.93 | 1.53 | 1.73 | 1.88 |
| 非流动负债 | 62 | 62 | 62 | 62 | EBIT | 167 | 161 | 183 | 197 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 219 | 204 | 247 | 274 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 45.24 | 43.28 | 43.75 | 43.87 |
| 租赁负债 | 2 | 2 | 2 | 2 | 归母净利率(%) | 31.20 | 25.85 | 26.52 | 26.75 |
| 其他非流动负债 | 60 | 60 | 60 | 60 | 收入增长率(%) | 8.92 | (4.72) | 10.47 | 7.45 |
| 负债合计 | 212 | 208 | 231 | 237 | 归母净利润增长率(%) | 47.51 | (21.07) | 13.35 | 8.37 |
| 归属母公司股东权益 | 1,887 | 1,973 | 2,132 | 2,304 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1,887 | 1,973 | 2,132 | 2,304 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,098 | 2,181 | 2,363 | 2,541 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 151 | 276 | 123 | 337 | 每股净资产(元) | 20.58 | 21.53 | 23.26 | 25.13 |
| 投资活动现金流 | (1,174) | (241) | (323) | (208) | 最新发行在外股份(百万股) | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 筹资活动现金流 | 943 | (53) | 0 | 0 | ROIC(%) | 11.05 | 7.21 | 7.73 | 7.74 |
| 现金净增加额 | (53) | (19) | (200) | 129 | ROE-摊薄(%) | 9.40 | 7.09 | 7.44 | 7.46 |
| 折旧和摊销 | 52 | 43 | 65 | 77 | 资产负债率(%) | 10.09 | 9.54 | 9.77 | 9.34 |
| 资本开支 | (50) | (244) | (324) | (209) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 18.29 | 23.17 | 20.44 | 18.86 |
| 营运资本变动 | (61) | 93 | (101) | 88 | P/B(现价) | 1.72 | 1.64 | 1.52 | 1.41 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>