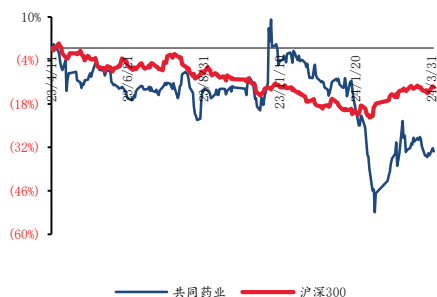


## 聚焦甾体药物领域，产品向下游延展打开成长空间

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.15/0.72
总市值/流通(亿元)	18.79/11.68
12个月内最高/最低价(元)	28.78/12.03

### 相关研究报告

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

研究助理: 乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190123080015

### 报告摘要

深耕甾体药物领域近 20 年，布局起始物料到原料药全产业链。公司成立于 2006 年，于 2021 年上市。公司成立初期主要提供甾体药物中间体研发、生产和销售，2011 年，率先实现生物发酵及酶转化技术突破，布局甾体药物起始物料领域，成为全球甾体药物起始物料最大供应商之一，市占率约 60%，在中间体领域，布局了性激素、孕激素、皮质激素和其他类中间体产品，是国内性激素类中间体产品最丰富的供应商。2020 年，公司向下游延伸布局高端甾体原料药产品，实现甾体药物起始物料-中间体-原料药的全产业链布局。

新工艺革新有望推动 BA 市场规模快速增长。双降醇(BA)是甾体药物常用的起始物料之一，公司是国内首家将 BA 实施产业化的企业，占主导份额，2019 年-2021 年，公司 BA 销量均不超过 70 吨，市场需求量较小。近年来，以公司为代表的企业正在持续研发以 BA 为原料的新工艺路径，目前利用 BA 可向下生产的主要产品包括黄体酮、熊去氧胆酸、及维生素 D3 等产品，但“BA 路线”还未大规模应用到以上产品的生产中，未来随着新工艺路径“BA 路线”的推广与使用，BA 的市场规模有望快速增长。黄体酮市场对应的 BA 需求量约为 1,000 吨/年，熊去氧胆酸“BA 路线”的潜在替代空间达 1,700 吨/年。

甾体药物中间体处于行业整合阶段，公司产品市占率有望提升。2023 年，主要甾体激素原料药国内外价格出现大幅下滑，2023 年底，地塞米松出口价格较 2022 年底下滑约 67%，部分产品价格 Q4 企稳，维持相对低位。由于甾体药物行业产业链较长，中间体产品种类较多，因此行业竞争格局较为分散，目前国内有几十家甾体药物中间体供应商。公司在国内甾体药物起始物料端的市场占约 60%，掌握起始物料资源，有望在行业整合过程中提升市占率。同时，公司实现了重要产品黄体酮的技术革新，有望加快黄体酮中间体老工艺产能出清，提升自身市占率。

纵向延伸+横向拓展并行，打开公司成长天花板。2020 年，公司与华海药业共同出资设立了合资公司华海共同，战略性布局原料药领域，共储备了睾酮、地屈孕酮、氟维司群、依西美坦、熊去氧胆酸等 14 个高端甾体原料药产品。同时，加大皮质激素产品布局，2021 年 4 月，公司与新华制药成立合资公司同新药业，公司持股 40%，首先布局醋酸阿奈可他、17 $\alpha$ -羟基黄体酮。此外，公司表示将提前布局并落实甾体药物 CDMO/CRO，杭州研究院、武汉研究院已投入运营，有望为 CDMO/CRO 业务赋能。

产能即将大规模投放，助力营收快速增长。公司募投项目“黄体酮及中间体 BA 生产建设项目”于 2023 年年底开始试生产，预计 2024 年正式投产，达产后预计每年贡献营业收入 3.68 亿元。华海共同原料药项目正处于建设中，预计部分产品在 2024 年 H1 进行试验批生产，H2 提交国内外注册申报，2025 年实现部分产品规模化生产。

● **盈利预测**

我们预测公司 2023/24/25 年收入为 5.83/9.43/14.60 亿元，净利润为 0.22/0.06/0.80 亿元，对应当前 PE 为 85/309/23X，考虑甾体药物起始物料领域竞争格局良好，公司掌握起始物料资源优势，“BA 工艺”替代空间广阔，且持续推动甾体药物“起始物料+中间体+原料药”一体化进程，原料药产能即将投产贡献增量收入，同时伴随公司起始物料产品的涨价，估值应具备溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示**

行业政策风险；市场竞争加剧风险；产能投放不及预期；产品研发失败风险；产品价格下滑风险；

■ **盈利预测和财务指标**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	605	583	943	1,460
营业收入增长率(%)	2.32%	-3.57%	61.75%	54.83%
归母净利（百万元）	40	22	6	80
净利润增长率(%)	-48.69%	-44.83%	-72.54%	1,218.01%
摊薄每股收益（元）	0.35	0.19	0.05	0.70
市盈率（PE）	46.76	84.75	308.62	23.42

资料来源：iFind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 公司概况	6
(一) 深耕甾体药物领域近 20 年，是全球甾体药物 RSM 最大供应商之一	6
(二) 实控人持股比例较高，股权激励彰显发展信心	6
(三) 聚焦甾体药物领域，布局起始物料到原料药全产业链	7
(四) 公司业绩承压，盈利能力下滑	9
二、 行业概述	11
(一) 甾体药物市场空间广阔，国内市场快速增长	11
(二) 甾体药物经历 2 次技术变革，当前工艺路线以发酵为主	12
(三) 中国是全球甾体药物起始物料、中间体及原料药的主要生产国	17
三、 投资看点	20
(一) 新工艺革新有望推动 BA 市场规模快速增长	20
(二) 甾体药物中间体处于行业整合阶段，公司产品市占率有望提升	26
(三) 纵向延伸+横向拓展并行，打开公司成长天花板	28
(四) 产能即将大规模投放，助力营收快速增长	31
四、 盈利预测与估值	32
(一) 关键假设	32
(二) 收入拆分于盈利预测	33
(三) PE 估值及投资建议	34
五、 风险提示	35

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日)	7
图表 3: 公司主要甾体药物起始物料产品	8
图表 4: 公司主要甾体药物中间体产品	8
图表 5: 公司历年营业收入及增长情况	9
图表 6: 公司历年归母净利润及增长情况	9
图表 7: 公司自产起始物料收入构成	10
图表 8: 公司自产中间体收入构成	10
图表 9: 公司历年毛利率及净利率情况 (%)	11
图表 10: 公司历年期间费用率情况 (%)	11
图表 11: 甾体药物分类	11
图表 12: 全球甾体药物市场规模及增速	12
图表 13: 中国甾体药物市场规模及增速	12
图表 14: 甾体激素药物的两种生产路线	13
图表 15: 中国皂素和双烯价格 (元/千克)	14
图表 16: 中国主要皮质激素原料药产品价格	15
图表 17: 津药药业皮质激素原料药营收及毛利率	15
图表 18: 仙琚制药皮质激素产品营收及毛利率	15
图表 19: “皂素路线”和“甾醇路线”对比	16
图表 20: 津药药业及仙琚制药皮质激素产品毛利率 (%)	16
图表 21: 国内外甾体药物产业链	17
图表 22: 国内主要甾体药物起始物料市场价格 (元/KG)	18
图表 23: 国内甾体药物起始物料主要供应商产能及销量情况	18
图表 24: 全球皮质激素原料药消耗量	19
图表 25: 全球性激素及孕激素原料药消耗量	19
图表 26: 中国甾体药物原料药出口金额及增速	20
图表 27: 公司历年 BA 销量及销售单价	21
图表 28: 黄体酮、熊去氧胆酸、及维生素 D3 传统路线与“BA 路线”对比	22
图表 29: 中国公立医院黄体酮制剂销售规模	23
图表 30: 中国零售市场黄体酮制剂销售规模	23
图表 31: 全球地屈孕酮制剂销售规模 (亿美元)	23
图表 32: 全球地屈孕酮原料药消耗量 (吨)	23
图表 33: 中国黄体酮原料药及中间体出口情况	24
图表 34: 全球熊去氧胆酸药物市场规模 (亿美元)	25
图表 35: 中国公立医院熊去氧胆酸药物销售额	25
图表 36: 全球熊去氧胆酸原料药消耗量 (吨)	25
图表 37: 中国熊去氧胆酸原料药消耗量 (吨)	25
图表 38: 国内主要皮质激素及孕激素产品价格 (元/kg)	26
图表 39: 地塞米松出口价格 (美元/kg)	26
图表 40: 公司甾体药物起始物料产能及销量情况	27
图表 41: 历年中国皂素及双烯价格 (元/kg)	28
图表 42: 华海共同布局的原料药产品	29
图表 43: 公司皮质激素中间体占自产中间体销售收入比重	29
图表 44: 2021 年全球皮质甾体激素原料药消耗量 TOP10 (吨)	30

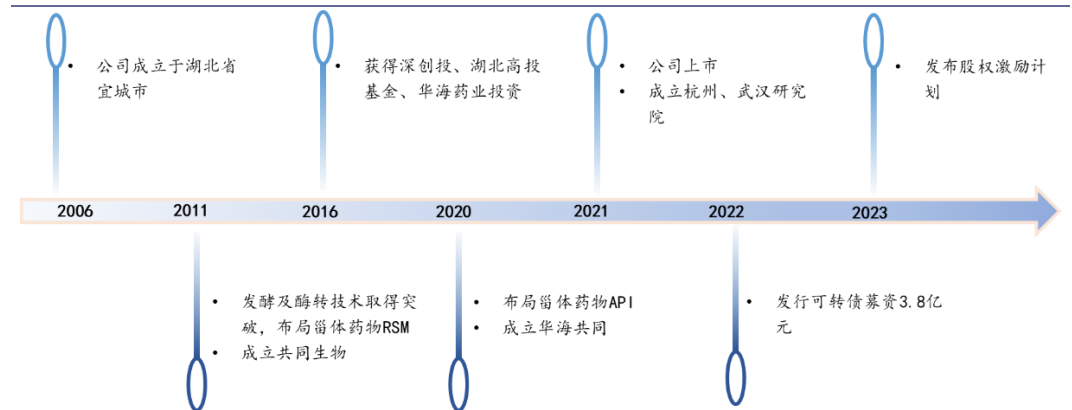
图表 45: 公司主要生产基地情况.....	31
图表 46: 公司主要在建工程情况.....	32
图表 47: 公司收入及毛利率拆分.....	34
图表 48: 盈利预测表.....	34
图表 49: 估值对比.....	35

## 一、公司概况

### (一) 深耕甾体药物领域近 20 年，是全球甾体药物 RSM 最大供应商之一

近 20 年深耕成就全球甾体药物起始物料及中间体领先供应商。湖北共同药业股份有限公司（股票代码：300966.SZ）成立于 2006 年，于 2021 年在深交所创业板发行上市。公司成立初期主要提供甾体药物中间体研发、生产和销售，2011 年，率先实现生物发酵及酶转化技术突破，成立共同生物布局甾体药物起始物料领域，目前公司已经成为全球甾体药物起始物料最大供应商之一，市占率约 60%，在中间体领域，布局了性激素、孕激素、皮质激素和其他类中间体产品，是国内性激素类中间体产品最丰富的供应商。此外，公司持续进行产业链延伸，子公司华海共同已储备了 14 个甾体原料药产品，原料药产能处于试生产阶段。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

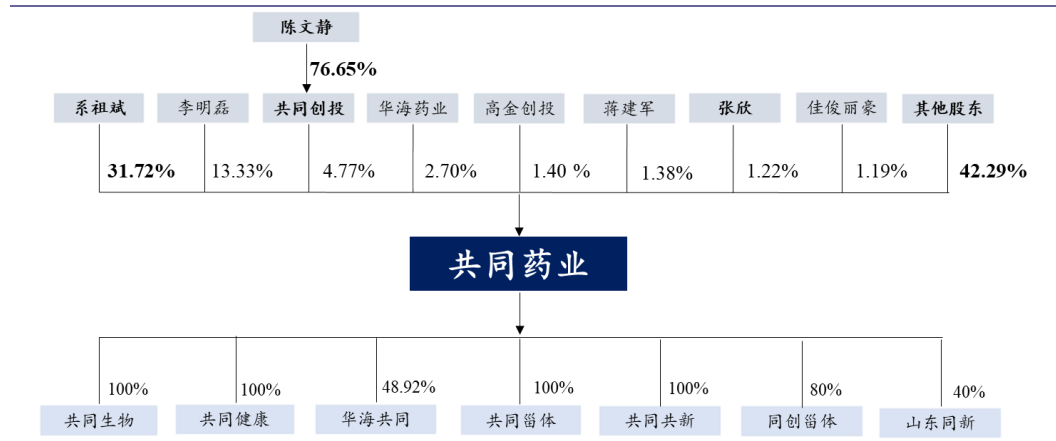
### (二) 实控人持股比例较高，股权激励彰显发展信心

公司实控人持股比例较高。公司控股股东为创始人系祖斌先生，实控人为系祖斌先生及陈文静女士，二人为夫妻关系，合计持股 35.38%，持股比例较高。公司一致行动人为系祖斌先生、共同创投及张欣女士，合计持股 37.71%，其中共同创投为员工持股平台，张欣女士为系祖斌先生胞姐。

公司共有 3 个生产主体，分别为共同药业（宜城）、共同生物（丹江口）、华海共同（丹江口），其中共同生物为公司全资子公司，华海共同为公司控股子公司，共同药业主要生产甾体药物高附加值中间体，共同生物主要生产甾体药物起始物料及关键中间体，华海共同主要生产高端甾体药物原料药。

股权激励彰显公司长期发展信心。公司于2023年2月发布限制性股票激励计划（草案），拟向中层管理人员及核心技术骨干共计39人授予80万股限制性股票，占公告日股本总额的0.69%，授予价格为14.67元/股，业绩考核以2021年营业收入为基数，触发值为2023/2024/2025年营收分别增长13%/35%/103%，目标值为2023/2024/2025年营收分别增长27%/69%/154%，彰显公司长期发展信心。

图表2：公司股权结构（截至2023年9月30日）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### （三）聚焦甾体药物领域，布局起始物料到原料药全产业链

公司自成立以来始终聚焦甾体药物领域，现已布局起始物料到原料药全产业链。公司成立初期主要从事中间体的研发、生产和销售。2011年，公司率先实现甾醇发酵及酶转化技术突破，成立共同生物布局起始物料领域，并逐渐成长为全球最大的甾体起始物料供应商之一，2020年，公司向下游延伸布局高端甾体原料药产品，实现甾体药物起始物料-中间体-原料药的全产业链布局。

在甾体起始物料领域，公司市占率约60%。公司主要生产雄烯二酮（AD）、双降醇（BA）和9-羟基-雄烯二酮（9-OH-AD）等产品，以上产品是生产甾体激素药物的核心原料，根据公司对外披露信息显示，公司在甾体药物起始物料端的市场占约60%，现有产能约1300吨/年，募投项目“黄体酮及中间体BA生产建设项目”于2023年年底前开始试生产，预计2024年正式投产，达产后，公司起始物料总产能将增加至2100吨/年。

图表3：公司主要甾体药物起始物料产品

产品系列	产品分类简称	主要产品名称	产品功能
起始物料	AD	雄烯二酮	可通过合成或者生物转化方式得到甾体激素类下游产品
	9-OH-AD	9-羟基-雄烯二酮	
	BA	双降醇	可用于继续合成黄体酮，也可用于生产皮质激素和胆酸类产品

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

在甾体药物中间体领域，公司是国内性激素类产品最丰富的供应商。公司在酶转化和化学合成技术上具备行业领先水平，可生产 100 余种甾体药物中间体产品，可划分为性激素类、孕激素类、皮质激素类及其他类，在性激素领域，公司实现了起始物料到性激素类中间体的完整产品路线覆盖，是国内性激素类产品最丰富的供应商，主要产品包括康力龙、睾酮等；在孕激素领域，公司主要产品为黄体酮中间体等，公司在黄体酮中间体的工艺路线上实现了技术突破，以“BA 路线”替代现有的“皂素-双烯”路线，在环保、成本等方面具备明显优势，公司募投项目“黄体酮及中间体 BA 生产建设项目”于 2023 年年底前开始试生产，预计 2024 年正式投产，达产后，公司将具备年产 200 吨黄体酮中间体生产能力；在皮质激素及其他类领域，公司产品种类逐渐多元化，主要产品包括泼尼松龙中间体、螺内酯中间体等。

图表4：公司主要甾体药物中间体产品

产品系列	产品分类简称	主要产品名称	产品功能
中间体	性激素类	康力龙、睾酮、去氢表雄酮、雌酚酮等	用于继续合成甲基睾酮等下游性激素产品，具有促进性器官成熟、副性征发育及维持性功能等作用
	孕激素类	黄体酮中间体等	用于继续合成孕激素，临床用于孕激素缺乏引起的相关疾病治疗，或与雌激素联合使用作为计生用药
	皮质激素类	泼尼松龙中间体等	用于继续合成下游各类皮质激素
	其他类	螺内酯中间体等	其他类下游产品包含熊去氧胆酸，依普利酮，阿比特龙，肌松药物维库溴铵、罗库溴铵，利尿剂螺内酯等

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

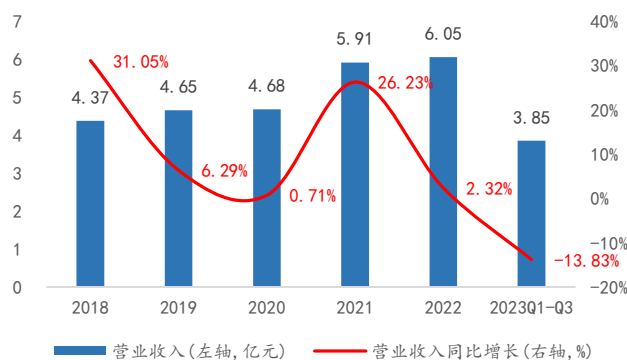


在甾体药物原料药领域，公司储备了 14 个高端甾体原料药产品。2020 年，公司与华海药业共同出资设立了合资公司华海共同，布局高端甾体原料药领域，公司为华海共同第一大股东。华海共同共储备了睾酮、地屈孕酮、氟维司群、依西美坦、熊去氧胆酸等 14 个高端甾体原料药产品，产能分为两期建设，根据公司对外披露信息显示，华海共同项目正在建设中，部分产品将在 2024 年上半年进行试验批生产，2024 年 7 月-8 月，国内外同时提交注册申报（中国、美国、欧洲等地），预计 2025 年部分产品实现规模化生产。

#### （四）公司业绩承压，盈利能力下滑

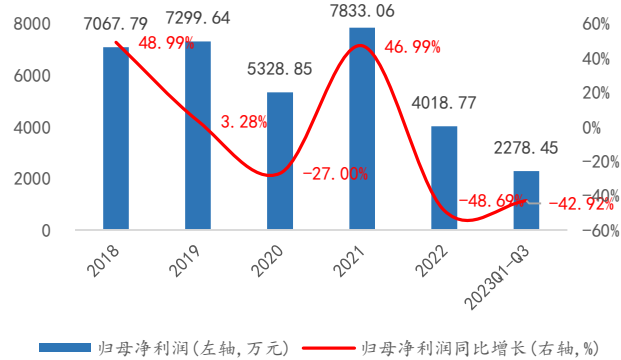
公司营收呈增长趋势，利润端承压。从收入端来看，公司营业收入由 2018 年的 4.37 亿元增长至 2022 年的 6.05 亿元，2018-2022 年复合增速为 8.47%，2023 前三季度实现收入 3.85 亿元，同比下滑 13.83%；从利润端来看，公司归母净利润由 2018 年的 7,067.79 万元下滑至 2022 年的 4,018.77 万元，2018-2022 年复合增速为-13.36%，2023 年前三季度，实现归母净利润 2,278.45 万元，同比下滑 42.92%。

图表5：公司历年营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表6：公司历年归母净利润及增长情况

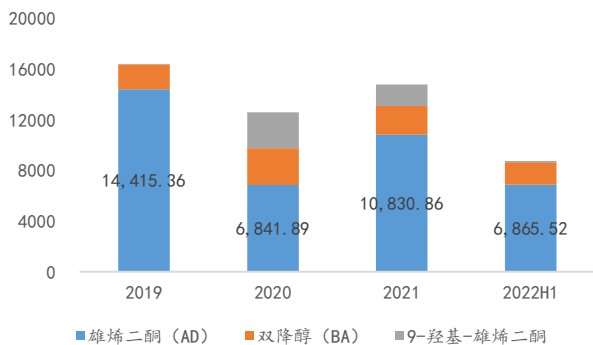


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司自产起始物料收入呈下降趋势，从公司自产起始物料收入构成来看，雄烯二酮占比最高，平均占比超 70%，2020 年占比下降主要原因是，受疫情影响及下游客户生产计划和需求调整，公司产量减少，同时公司螺内酯中间体对雄烯二酮内部消耗量较大。公司自产中间体收入呈上升趋势，从公司自产中间体收入构成来看，性激素及其他类产品占比较高，合计占比超 80%，主要因

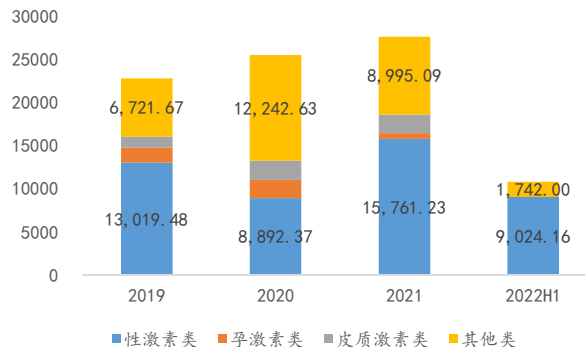
为公司孕激素类产品黄体酮中间体产能尚未投产，同时皮质激素产品种类较少。

图表7：公司自产起始物料收入构成



资料来源：可转债募集说明书，太平洋证券整理

图表8：公司自产中间体收入构成

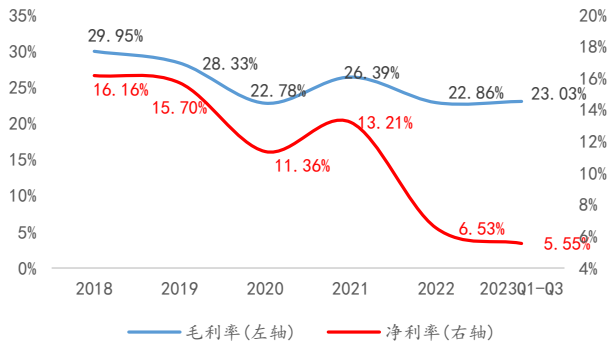


资料来源：可转债募集说明书，太平洋证券整理

毛利率及净利润均呈下降趋势，净利率下降明显。公司毛利率维持在20%以上，但总体呈下降趋势，2022年毛利率为22.86%，较2018年下滑7.09pct，2023年前三季度毛利率为23.03%，较上年同期下滑0.56pct；2018-2022年，净利率持续下滑，且下滑幅度较大，2022年净利率为6.53%，较2018年下滑9.63pct，2023年前三季度，净利率为5.55%，较上年同期下滑3.26pct。

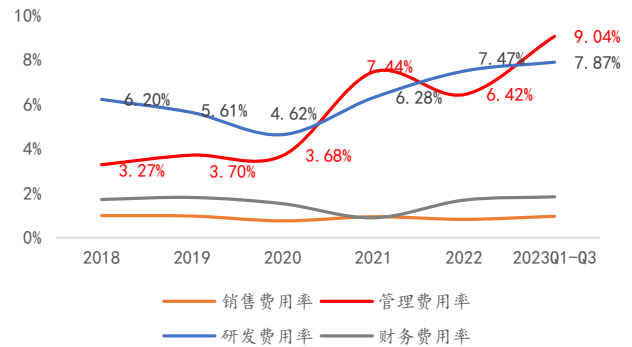
公司管理费用率及研发费用率呈增长趋势，管理费用率由2018年的3.27%增长至2022年的6.42%，2023年前三季度为9.04%，研发费用率由2018年的6.20%增长至2022年的7.47%，2023年前三季度为7.87%，主要因为近两年公司投资规模较大，新设的两个研究院及华海共同项目导致管理及研发费用大幅增加，同时2023年公司实施了股权激励计划，使相关费用增加。

图表9：公司历年毛利率及净利率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：公司历年期间费用率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 二、行业概述

### （一）甾体药物市场空间广阔，国内市场快速增长

甾体类药物种类丰富，是仅次于抗生索的第二大类药物。甾体药物指分子结构中含有“环戊烷并多氢菲”母核结构的药物，目前全球生产的甾体类药物已超过 400 种，是仅次于抗生索的第二大类药物，对机体起着重要的调节作用。甾体药物根据下游产品属性分为性激素、孕激素、皮质激素及其他类，性激素类代表产品为雌性激素雌二醇，雄性激素康力龙、睾酮等；孕激素类代表产品为甲羟孕酮、黄体酮、地屈孕酮等；皮质激素类代表产品为消炎药地塞米松、醋酸可的松，抗哮喘用药布地奈德等；其他类代表产品为胆酸类用药熊去氧胆酸，心血管用药依普利酮，抗癌药物阿比特龙，肌松药物维库溴铵、罗库溴铵，利尿剂螺内酯等。

图表11：甾体药物分类

分类	代表产品	主要用途
性激素类	雌二醇、康力龙、睾酮等	用于激素替代治疗、计生用药或促进肌体健康，促进蛋白质的合成以及提高身体免疫力等
孕激素类	甲羟孕酮、黄体酮、地屈孕酮等	用于孕激素缺乏引起的相关疾病治疗，或与雌激素联合使用作为计生用药。
皮质激素类	醋酸可的松，氢化可的松，地塞米松，布地奈德等	用于物理性损伤、化学性损伤、免疫性损伤以及无细菌性炎症等各种急慢性炎症的治疗，另外还用于抗休克、退热、刺激骨髓造血功能、维持人体内水和电解质的平衡等
其他类	熊去氧胆酸、依普利酮、阿比特龙、维库溴铵、罗库溴铵、螺内酯等	用于治疗慢性心功能不全和心律失常、降血压、抗肿瘤、免疫调节等

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

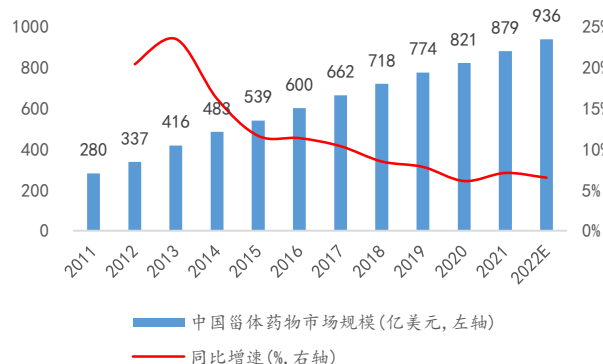
**中国甾体药物市场规模年复合增速 12%。**根据共研网数据，全球甾体药物市场规模由 2011 年的 640 亿美元增长至 2021 年的 1475 亿美元，年复合增速为 8.71%，中国甾体药物市场规模由 2011 年的 280 亿美元增长至 2021 年的 879 亿美元，年复合增速为 12.12%，预计 2022 年为 936 亿美元，同比增长 6.48%。中国甾体药物市场规模占全球的比重从 2011 年的 44% 增长至 2021 年的 60%。

图表12：全球甾体药物市场规模及增速



资料来源：共研网，太平洋证券整理

图表13：中国甾体药物市场规模及增速

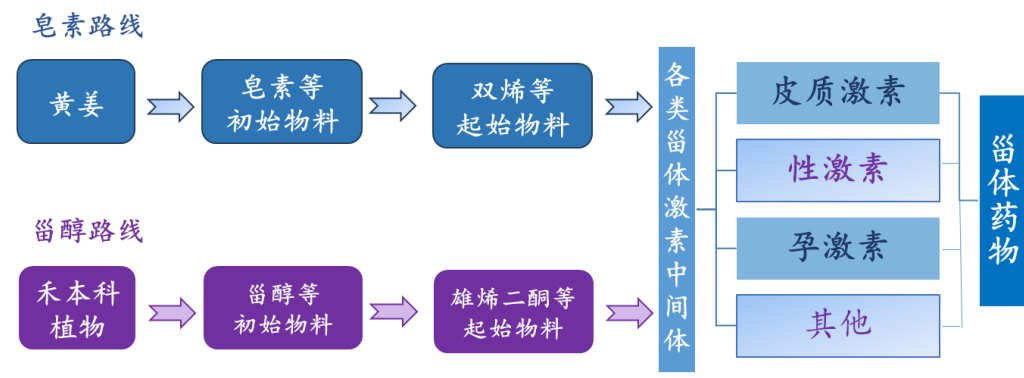


资料来源：共研网，太平洋证券整理

## (二) 甾体药物经历 2 次技术变革，当前工艺路线以发酵为主

甾体药物有近百年的发展历史，共经历 2 次技术变革。20 世纪 30 年代，是甾体药物的开端，最初使用的原料为动物内脏提炼的胆酸；20 世纪 50 年代，在墨西哥发现薯蓣皂素后，除某些特殊产品如雌激素需从动物尿液中提炼外，几乎所有的甾体药物都以薯蓣皂素为原料，甾体药物技术路线由“胆酸-甾体药物”转变为“黄姜-皂素-双烯-甾体药物”；20 世纪 70 年代中期，薯蓣皂素价格大幅上涨，同时由于缺乏有效处理皂素废液的技术，环保压力增大，跨国药企转而研发新的起始物料，80 年代开始，跨国药企逐渐实现了“植物甾醇-4-AD-甾体药物”的规模化生产，实现了“甾醇路线”对“皂素路线”的替代。

图表14：甾体激素药物的两种生产路线

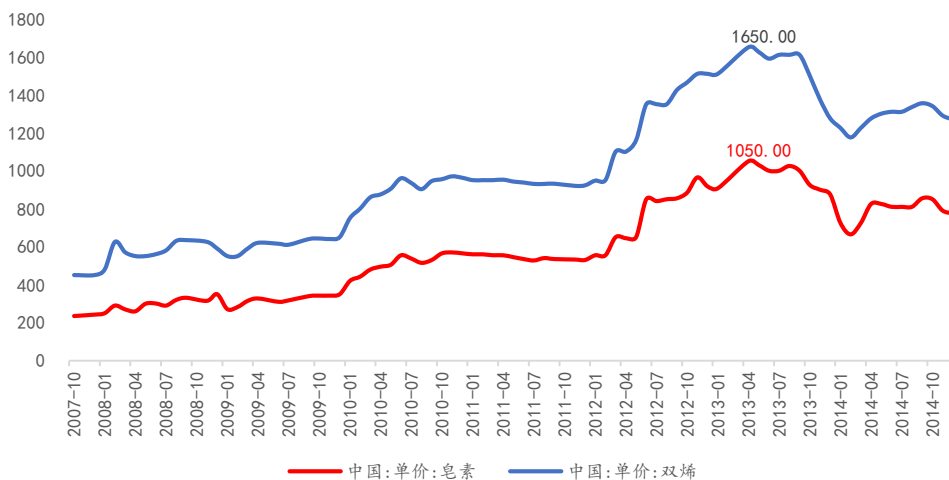


资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

国内企业“甾醇路线”工艺变革落后于跨国药企，主要原因是我国黄姜种植资源丰富，但“黄姜-皂素-双烯”路线存在明显缺陷：①黄姜供给受农户种植面积影响，价格波动幅度较大；②黄姜产出后需要培育地块，且需要频繁更换地块，因此2-3年才能产出一次，同时人工种植的黄姜皂素含量低，需要大量土地资源；③我国皂素加工区主要分布于南水北调的中线水源地，丹江口水库的上游，皂素提取过程中排出的废液含有大量的无机酸和有机物，水污染严重。

2011-2013年，皂素双烯价格翻倍上涨。2002年，国务院批复《南水北调工程总体规划》，2008年，国家环境保护局出台了《化学合成类制药工业水污染物排放标准（GB21904-2008）》，随着国内环保要求不断提高，皂素生产企业治污成本大幅提升，大量小厂关停，同时，2011-2014年国家也强制关闭了湖北、陕西等地环保不达标的皂素生产厂家，导致皂素供给大幅减少，皂素及双烯价格快速上涨，皂素价格由2011年底的53万元/吨快速上涨至2013年4月的105万元/吨，双烯价格也随之快速上涨至165万元/吨。

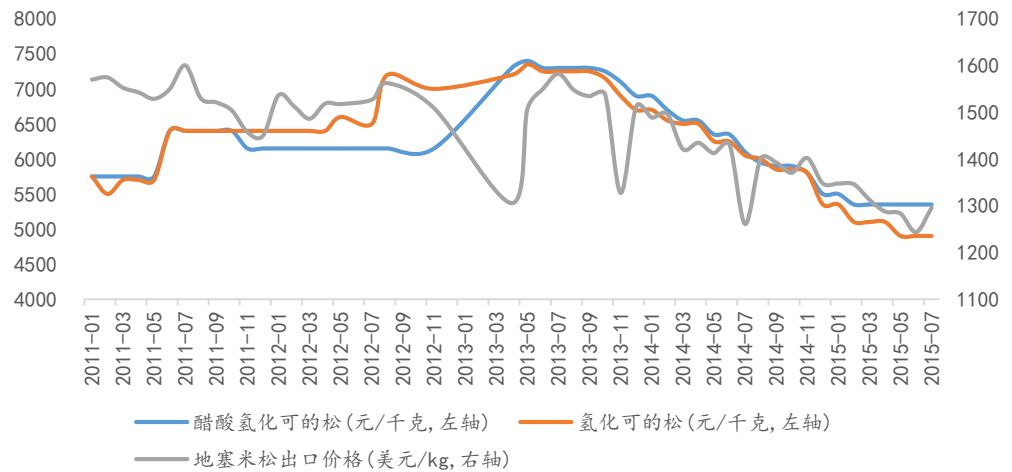
图表15：中国皂素和双烯价格（元/千克）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

皮质激素产品价格未实现同步上涨。20 世纪 90 年代以来，我国开始逐步承接全球皮质激素原料药的产能转移，国外皮质激素原料药主要生产企业辉瑞、葛兰素史克、赛诺菲等大型跨国公司逐步退出供应，如 2012 年，辉瑞计划放弃泼尼松系列等低端皮质激素原料药生产，并宣布将其位于意大利的皮质激素原料药生产工厂转让。为维持皮质激素原料药国际竞争优势，并推动国内皮质激素行业整合，国内皮质激素领先企业，如津药药业及仙琚制药，在皂素双烯价格大幅上涨的情况下，并未大幅提升皮质激素产品价格。

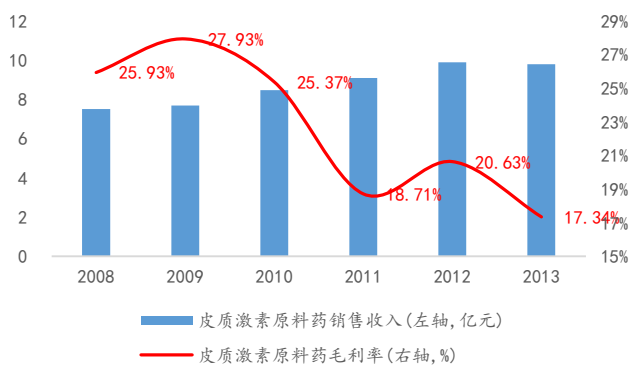
图表16：中国主要皮质激素原料药产品价格



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

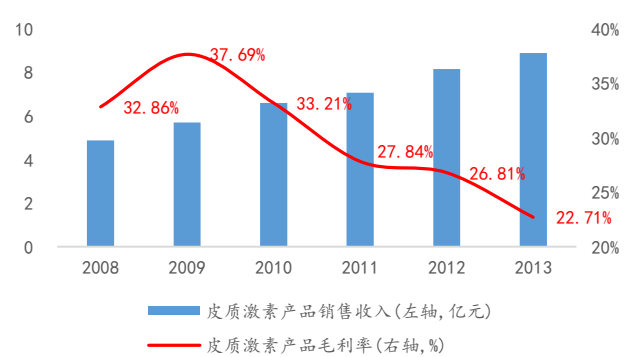
津药药业与仙琚制药的皮质激素产品毛利率在 2013 年下滑至低点，但两家公司皮质激素产品的销售收入呈增长趋势，皮质激素行业整合持续进行。

图表17：津药药业皮质激素原料药营收及毛利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表18：仙琚制药皮质激素产品营收及毛利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

皂素及双烯价格的上涨加速了国内皮质激素的工艺变革，共同药业等企业率先实现了工艺突破。在国内皮质激素生产企业成本压力加大的情况下，2011 年起，共同药业、赛托生物等企业率先完成了“甾醇路线”的工艺突破。

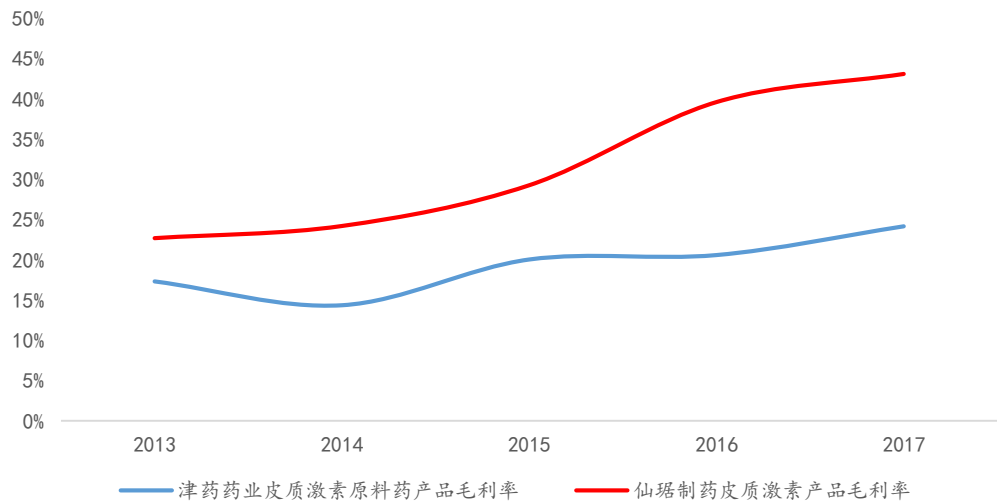
图表19：“皂素路线”和“甾醇路线”对比

	皂素路线	甾醇路线
环境污染程度	高	低
原材料价格	高，波动较大	较低，波动小
原材料供应稳定性	不稳定	稳定
收率	较低	高

资料来源：生物工程学报，太平洋证券整理

2012年底-2013年初，皂素及双烯价格的快速上行加速了皮质激素的工艺替代进程。2013年，津药药业表示使用“甾醇路线”的生产成本相当于皂素价格达到55-60万元/吨时“皂素路线”的生产成本，且4-AD是由豆甾醇发酵生产，原材料供给稳定，价格波动不大。2013年底，津药药业开始逐渐实现“甾醇路线”大规模生产，2015年起，仙琚制药大部分产品逐渐实现了“甾醇路线”的工艺替代，津药药业及仙琚制药皮质激素产品毛利率自2013年起快速修复。

图表20：津药药业及仙琚制药皮质激素产品毛利率（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

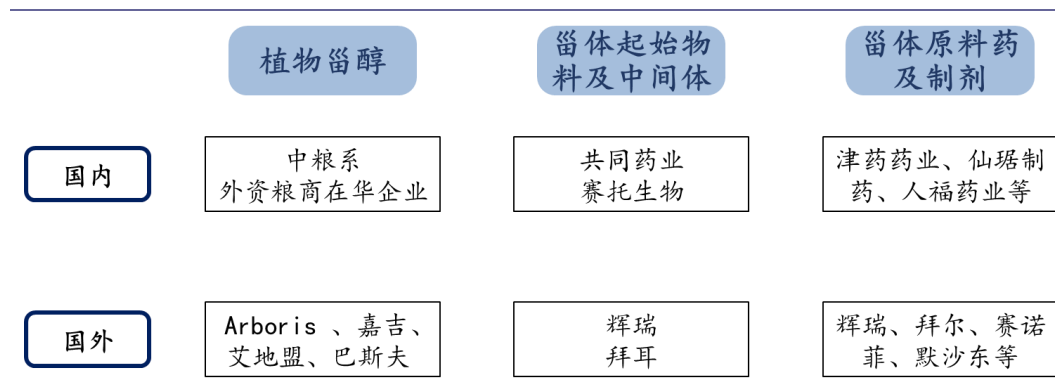
目前约80%的产品生产工艺已变更为“甾醇路线”。根据公司对外披露信息显示，目前市场上80%的甾体药物产品都是通过发酵技术生产而来，有20%左右的产品，如黄体酮，由于工艺限制，仍使用皂素双烯工艺路线。



### (三) 中国是全球甾体药物起始物料、中间体及原料药的主要生产国

从甾体药物产业链来看，甾体药物上游是植物提取行业，从禾本科植物提取植物甾醇，中游是甾体药物起始物料及中间体，国内主要供应商为共同药业及赛托生物，海外主要供应商为辉瑞及拜耳，下游是甾体药物原料药及制剂，国内主要供应商为津药药业、仙琚制药、人福药业等，海外主要供应商为辉瑞、拜尔、赛诺菲-安诺特、默沙东等。

图表21：国内外甾体药物产业链

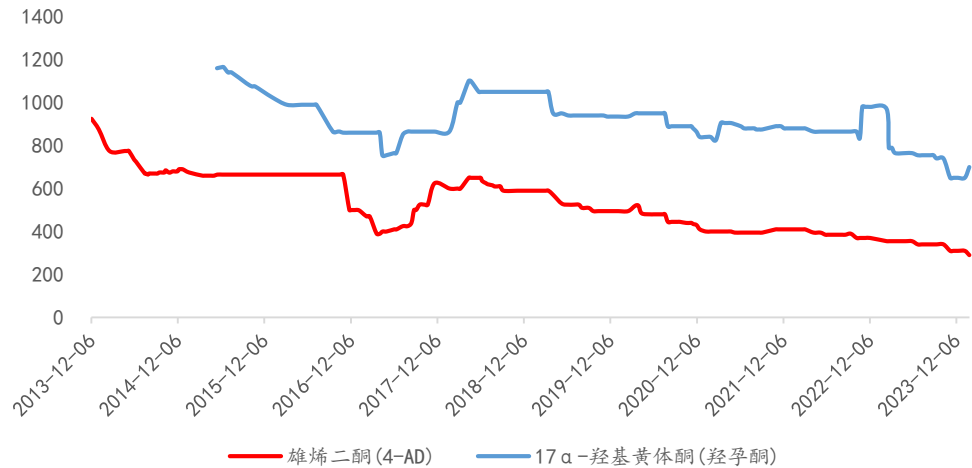


资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

中国是甾体药物起始物料的主要生产国，约占全球市场 90% 以上的份额。在甾体药物起始物料领域，20 世纪 90 年代以来，我国甾体药物厂商数量和产量不断提升，逐步成为全球范围内甾体药物起始物料的供应大国，根据公司对外披露信息显示，目前，国内起始物料市场容量约 3,000 吨，约占全球市场 90% 以上的份额。

公司甾体药物起始物料市占率约 60%。2017 年以来，甾体药物起始物料价格始终保持下降趋势，行业集中度持续提升，2019-2021 年，公司和赛托生物甾体药物起始物料产量及销量持续增长，2021 年销量合计超 2700 吨。目前，在甾体药物起始物料领域，公司和赛托生物已占据国内大部分市场份额，根据公司对外披露信息显示，公司在国内甾体药物起始物料端的市场占约 60%。

图表22：国内主要甾体药物起始物料市场价格（元/KG）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表23：国内甾体药物起始物料主要供应商产能及销量情况

年份	产能/销量 (万吨)	共同药业	赛托生物
		甾体药物起始物料	甾体药物原料
2019年	产能	835.00	2120.00
	销量	519.26	1445.35
2020年	产能	648.65	2120.00
	销量	490.03	1119.78
2021年	产能	1194.29	2270.00
	销量	955.11	1775.73

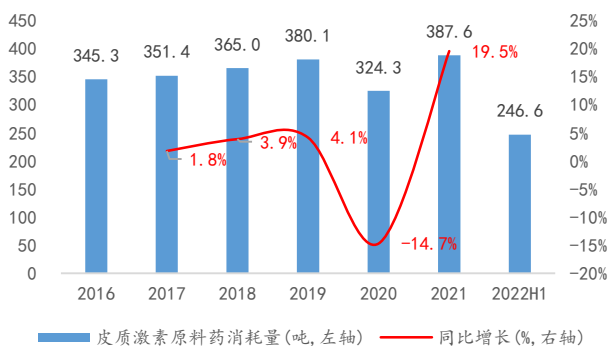
资料来源：公司可转债募集说明书，赛托生物定增募集说明书，太平洋证券整理  
注：赛托生物甾体药物原料除起始物料外，还包括黄体酮中间体等

中国甾体药物中间体约占全球 60%-70% 的市场份额。在甾体药物中间体领域，根据公司对外披露信息显示，国内中间体约占全球市场 60%-70% 的份额，根据健康网公布的甾体激素中间体的出口规模，2016 年至今，年均出口规模约 8,000 万美元。由于甾体药物行业产业链较长，中间体产品种类较多，因此行业竞争格局较为分散，目前国内有几十家甾体药物中间体供应商。

中国甾体激素原料药年产量约占全球 1/3，是皮质激素原料药最大生产国。根据药融云数据，全球皮质激素原料药消耗量整体呈增长趋势，2020 年因疫情影响，消耗量有所下降，2021 年达 387.6 吨，同比增长 19.5%，2016 年-2021 年复合增速为 2.3%；全球性激素及孕激素原料药消耗量持续增长，且增速快速提升，2021 年达 489.4 吨，同比增长 12.7%，2016 年-2021 年复合增速

为 7.7%。根据健康网数据，目前我国甾体激素原料药年产量已占世界总产量的 1/3 左右，其中皮质激素原料药生产能力和实际产量均居世界第一位。

图表24：全球皮质激素原料药消耗量



资料来源：药融云，太平洋证券整理

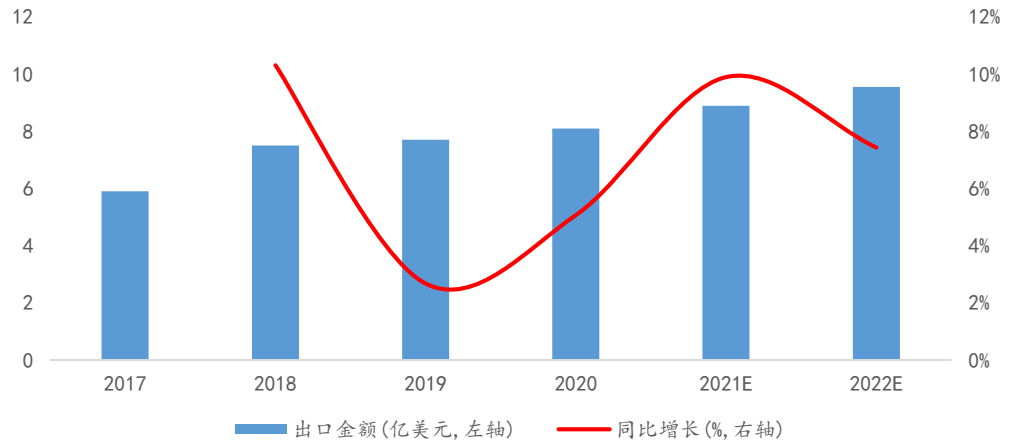
图表25：全球性激素及孕激素原料药消耗量



资料来源：药融云，太平洋证券整理

从中国甾体药物原料药的出口规模来看，根据药融云数据，2020 年中国甾体药物原料药的出口额达 8.09 亿美元，同比增长 5.06%，预计 2021 年及 2022 年为 8.89 亿美元和 9.55 亿美元，分别同比增长 9.89% 和 7.42%。根据健康网数据，2016 年至今皮质激素、性激素、孕激素和其他激素原料药的年均出口规模分别约为 30,000 万美元、8,000 万美元、15,000 万美元和 8,500 万美元。

图表26：中国甾体药物原料药出口金额及增速



资料来源：药融云，太平洋证券整理

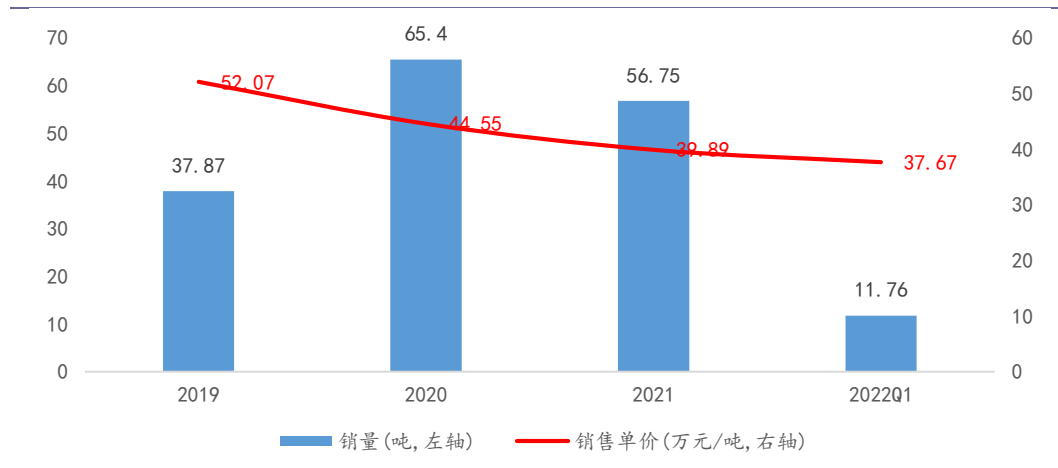
中国甾体药物原料药及制剂竞争格局较为集中。国内甾体药物经过 30 余年的快速发展，行业集中度逐渐提升，目前津药药业、仙琚制药等企业已占据了国内大部分的市场份额，并拥有较强的定价能力，但布局产品以中低端为主，如皮质激素产品泼尼松龙、氢化可的松、醋酸可的松等，性激素产品产炔雌醇、雌二醇、雌三醇等，未来有望逐渐向高端产品延伸。

### 三、投资看点

#### (一) 新工艺革新有望推动 BA 市场规模快速增长

双降醇 (BA) 是甾体药物常用的起始物料之一，但当前 BA 市场需求量较小。国内主要生产企业为公司及广东本科生物工程股份有限公司，其中公司是国内首家将 BA 实施产业化的企业，占主导份额，2019 年-2021 年，公司 BA 销量均不超过 70 吨，市场需求量较小。

图表27：公司历年 BA 销量及销售单价



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

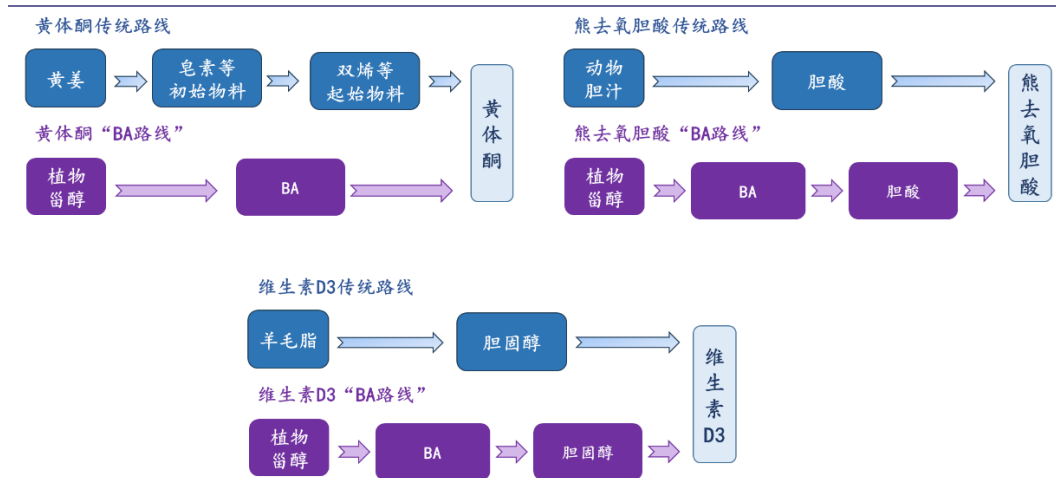
黄体酮、熊去氧胆酸、及维生素 D3 等产品生产工艺变革有望推动 BA 需求的快速增长。近年来，以公司为代表的企业正在持续研发以 BA 为原料的新工艺路径，目前利用 BA 可向下游生产的主要产品包括黄体酮、熊去氧胆酸、及维生素 D3 等产品，但“BA 路线”还未大规模应用到以上产品的生产中，未来随着新工艺路径“BA 路线”的推广与使用，BA 的市场规模有望快速增长。

目前黄体酮的主流生产路线仍为“黄姜-皂素-双烯-黄体酮”（“皂素路线”），虽然近几年皂素及双烯价格基本保持稳定，但仍存在环境污染大、成本相对较高等劣势。新工艺路径“植物甾醇-BA-黄体酮”（“BA 路线”）以 BA 为原料，经过氧化、氨化等反应后获得黄体酮成品，具备环保、成本相对较低的优势。

熊去氧胆酸的传统合成工艺需要大量的熊、鸡、鸭、鹅等动物胆汁作为起始原料，其中以熊胆汁为原料的熊去氧胆酸成本较高，且资源有限。新工艺路线为“植物甾醇-BA-胆酸”，初始物料植物甾醇资源丰富，成本更为低廉，是未来合成熊去氧胆酸的发展方向。

维生素 D3 的传统生产路线为“羊毛脂—胆固醇—维生素 D3”，该生产路线受限于羊毛脂的获取，同时羊毛脂杂菌较多，无法完全去除。新工艺路线为“植物甾醇-BA-胆固醇-维生素 D3”，以 BA 为原料制成胆固醇，可以规避杂质弊端，同时获得的维生素 D3 纯度更高。目前，国内通过 BA 生产胆固醇的工艺正逐渐开始产业化。

图表28：黄体酮、熊去氧胆酸、及维生素 D3 传统路线与“BA 路线”对比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

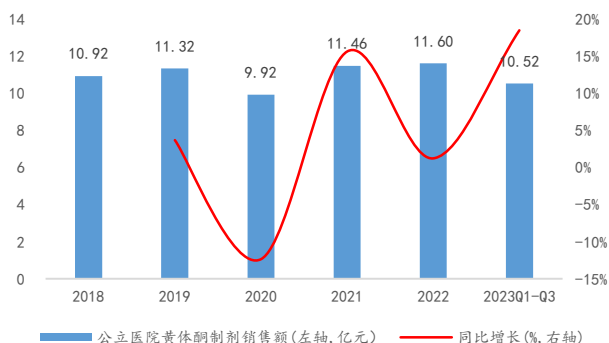
### (1) 黄体酮

黄体酮是由卵巢黄体分泌的一种天然孕激素，以黄体酮为原料的下游制剂包括黄体酮制剂、地屈孕酮制剂和非那雄胺制剂等，临床广泛应用于保胎及多种女性激素紊乱导致的疾病治疗，是全球需求量最大的孕激素类原料药产品。

全球黄体酮制剂市场规模超 400 亿元，市场空间广阔。根据 Markets Monitor 数据，2022 年全球黄体酮制剂市场规模为 423.16 亿元，预计 2028 年增长至 901.30 亿元，2022-2028 年复合增长率约为 13%。

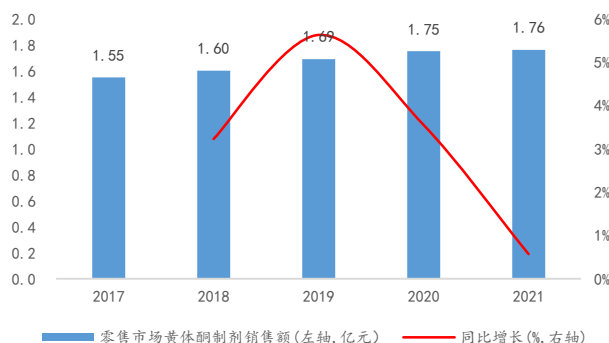
中国黄体酮制剂公立医院市场规模超 10 亿元。根据医药魔方数据，中国公立医院黄体酮制剂销售规模由 2018 年的 10.92 亿元增长至 2022 年的 11.60 亿元，其中 2020 年销售额明显下滑主要由于疫情及新生儿出生率下降等原因导致，2021 年恢复增长，2023 年前三季度销售额为 10.52 亿元，同比快速增长 18.43%。根据中康 CMH 数据，中国零售市场黄体酮制剂销售规模由 2017 年的 1.55 亿元增长至 2021 年的 1.76 亿元。

图表29：中国公立医院黄体酮制剂销售规模



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

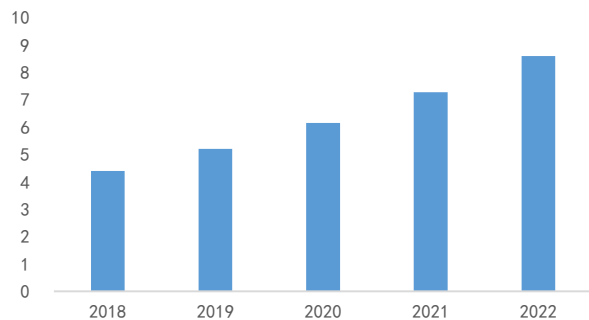
图表30：中国零售市场黄体酮制剂销售规模



资料来源：中康 CMH，太平洋证券整理

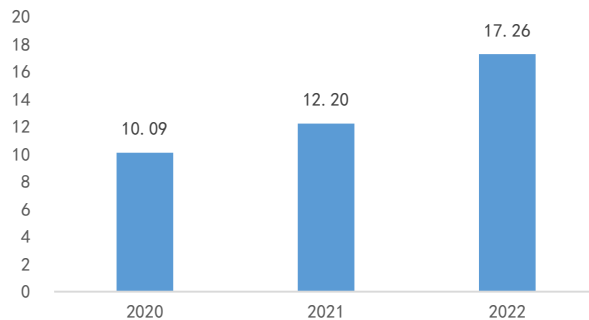
全球地屈孕酮制剂销售额快速增长，地屈孕酮原料药需求高速增长。根据 MIDAS 数据，2022 年，全球地屈孕酮制剂销售额为 8.59 亿美元，2018-2022 年复合增速达 18.26%。根据药渡数据库数据，2022 年中国仅原研雅培销售地屈孕酮制剂，全年院端销售额为 18.59 亿元。同时，根据奥锐特可转债募集说明书，全球地屈孕酮原料药消耗量由 2020 年的 10.09 吨增长至 2022 年的 17.26 吨，其中 2021 年消耗量同比增长 20.89%，2022 年消耗量同比增长 41.44%。

图表31：全球地屈孕酮制剂销售规模（亿美元）



资料来源：MIDAS，太平洋证券整理

图表32：全球地屈孕酮原料药消耗量（吨）



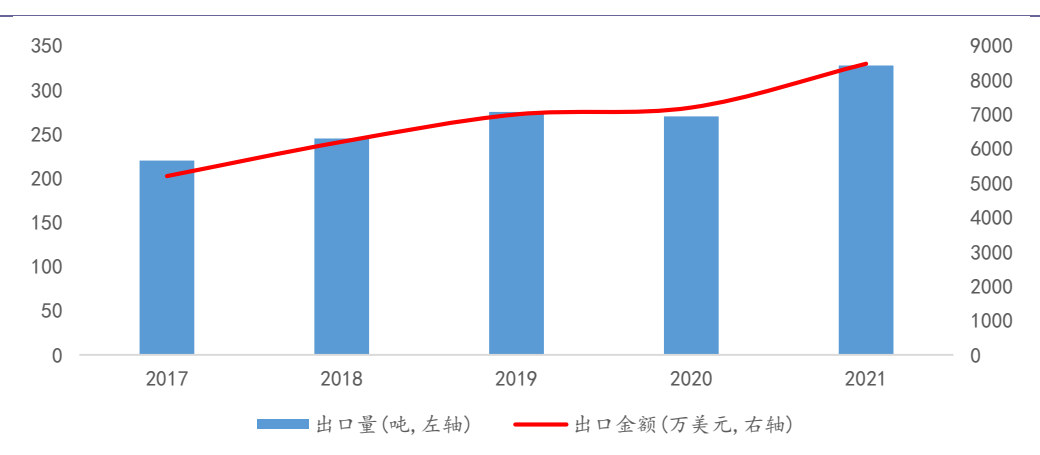
资料来源：奥锐特可转债募集说明书，太平洋证券整理

从国内黄体酮原料药及中间体自用及出口规模来看，根据健康网数据，2017 年-2021 年，中国黄体酮原料药及中间体出口量及出口额持续增长，2021 年出口量达 327.74 吨，出口额达 8477.86 万美元。2021 年，国内黄体酮制剂厂商自用的黄体酮约 45.60 吨。从海外市场来看，根据公司可

转债募集说明书，印度市场黄体酮年产量约 145.77 吨、美国辉瑞黄体酮年产量约 96.67 吨。

黄体酮市场对应的 BA 需求量约为 1,000 吨/年，“BA 路线”存在广阔的替代空间。根据公司可转债募集说明书，当前黄体酮制剂市场对黄体酮总需求量约 616 吨/年，地屈孕酮制剂市场对黄体酮需求量约为 200 吨/年，全球黄体酮市场总需求达 800 吨/年，对应的 BA 需求量约为 1,000 吨/年，“BA 路线”存在广阔的替代空间。

图表33：中国黄体酮原料药及中间体出口情况



资料来源：健康网，太平洋证券整理

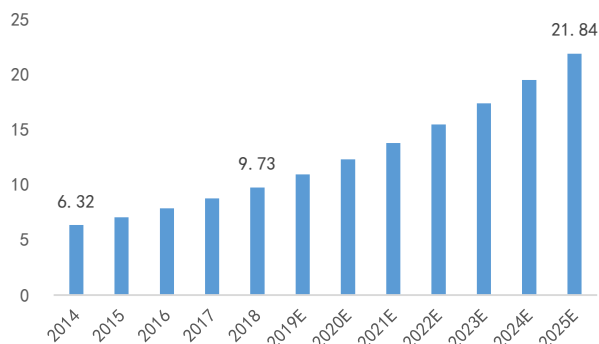
## (2) 熊去氧胆酸

熊去氧胆酸 (UDCA) 是一种多功能亲水性胆汁酸，能够改善胆汁内胆固醇的饱和度、延缓病程进展，是目前治疗原发性胆汁性胆管炎 (PBC) 的全球共识一线用药，同时还被广泛用于胆汁反流性胃炎、其他胆管炎、妊娠期肝内胆汁淤积以及多种疾病背景下的肝保护。

全球熊去氧胆酸药物市场规模有望快速增长。根据恒州诚思发布的《2020 全球与中国熊去氧胆酸药物产品市场现状及未来发展趋势》，全球熊去氧胆酸药物市场规模从 2014 年的 6.32 亿美元增长到 2018 年的 9.73 亿美元，预计 2025 年将达到 21.84 亿美元，2019-2025 年复合增速为 12.24%。根据医药魔方数据库，中国公立医院熊去氧胆酸制剂销售额由 2018 年的 12.22 亿元增长至 2022 年的 21.36 亿元，年复合增速为 14.97%，2023 年前三季度销售额为 16.48 亿元，同比增长 4.65%。

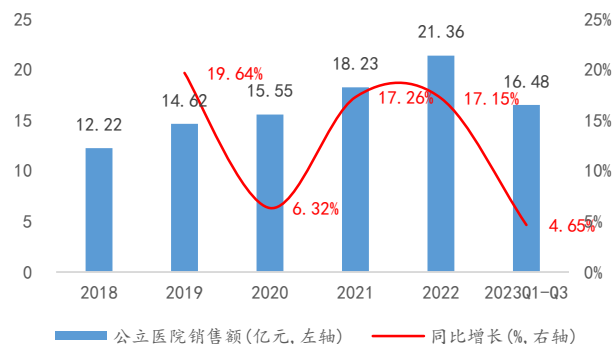


图表34：全球熊去氧胆酸药物市场规模（亿美元）



资料来源：恒州诚思，太平洋证券整理

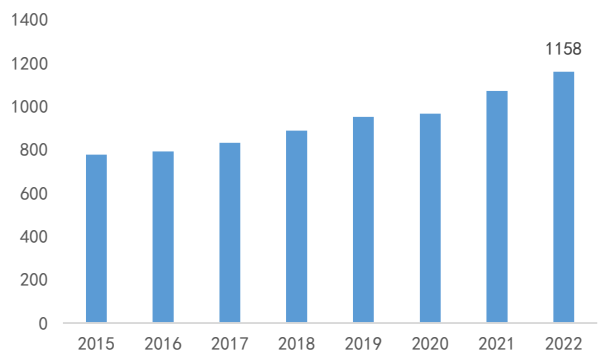
图表35：中国公立医院熊去氧胆酸药物销售额



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

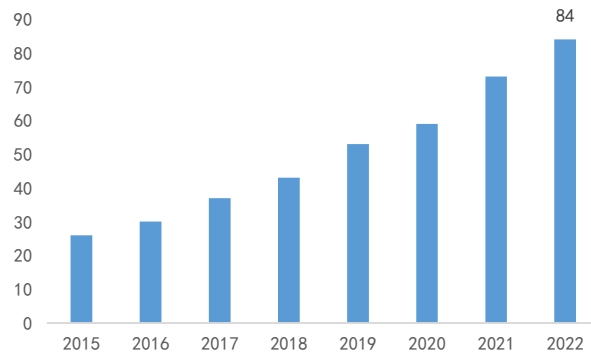
2022年，全球熊去氧胆酸原料药消耗量超1,000吨。根据IMS数据，2022年，全球熊去氧胆酸原料药消耗量为1,158吨，2019年-2022年复合增长率为6.9%，其中印度、俄罗斯、日本、意大利、韩国为前五大熊去氧胆酸原料药需求国，消耗量占比分别为14.87%、12.51%、10.77%、9.21%和7.41%，总占比超50%。2022年，中国熊去氧胆酸原料药消耗量为84吨，2019年-2022年复合增长率为18.2%，占全球总消耗量比重为7.3%。

图表36：全球熊去氧胆酸原料药消耗量（吨）



资料来源：IMS，太平洋证券整理

图表37：中国熊去氧胆酸原料药消耗量（吨）



资料来源：IMS，太平洋证券整理

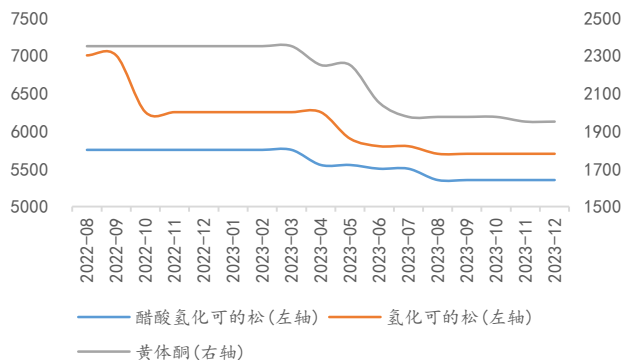
熊去氧胆酸“BA路线”的潜在替代空间达1700吨/年。由于2022年全球熊去氧胆酸需求量超1,000吨，根据公司可转债问询函回复报告，目前通过BA生产熊去氧胆酸的投入产出率在60%左右，假设由植物源“BA路线”全部替代动物源熊去氧胆酸，则对BA的潜在需求约为1,700吨/

年。

## (二) 甾体药物中间体处于行业整合阶段，公司产品市占率有望提升

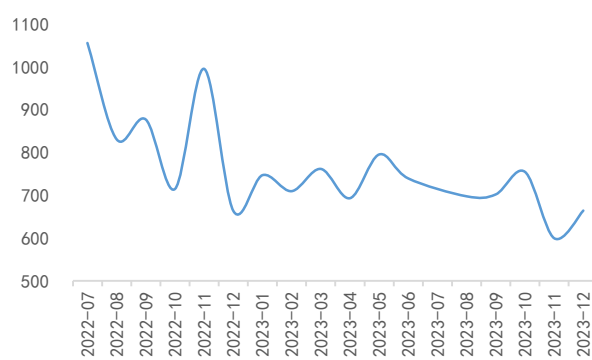
2023年，主要甾体激素原料药国内外价格出现大幅下滑，部分产品价格Q4企稳，维持相对低位。从国内来看，皮质激素类的氢化可的松、醋酸氢化可的松，以及孕激素主要产品黄体酮的价格自2023年Q2起快速下滑，2023年8月，三类产品价格相较2023年3月分别下滑约9%，7%及16%，黄体酮价格下滑尤为明显，自2023年9月起，价格基本保持稳定，维持相对低位。从出口来看，主要皮质激素产品地塞米松出口价格呈下降趋势，2023年出口价格整体处于较低水平，2023年底较2022年底下滑约67%。

图表38：国内主要皮质激素及孕激素产品价格（元/kg）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表39：地塞米松出口价格（美元/kg）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

中国甾体药物中间体市场竞争格局较为分散。由于甾体药物行业产业链较长，中间体产品种类较多，因此行业竞争格局较为分散，目前国内有几十家甾体药物中间体供应商。

公司掌握起始物料资源，有望在行业整合过程中提升市占率。当前国内甾体药物起始物料市场竞争格局较为集中，公司和赛托生物占据大部分市场份额，公司起始物料产能由2019年的835吨增长至2021年的1194.29吨，销量由2019年的519.26吨增长至2021年的955.11吨，根据公司对外披露信息显示，目前公司在国内甾体药物起始物料端的市场占约60%。公司掌握起始物料资源，在甾体药物中间体行业整合过程中，公司具备成本优势，可以通过维持产品低价推动产能出清，提升市占率。

图表40：公司甾体药物起始物料产能及销量情况

年份	产能/销量 (万吨)	共同药业
		甾体起始物料
2019年	产能	835.00
	销量	519.26
2020年	产能	648.65
	销量	490.03
2021年	产能	1194.29
	销量	955.11
2022年H1	产能	404.02
	销量	338.94

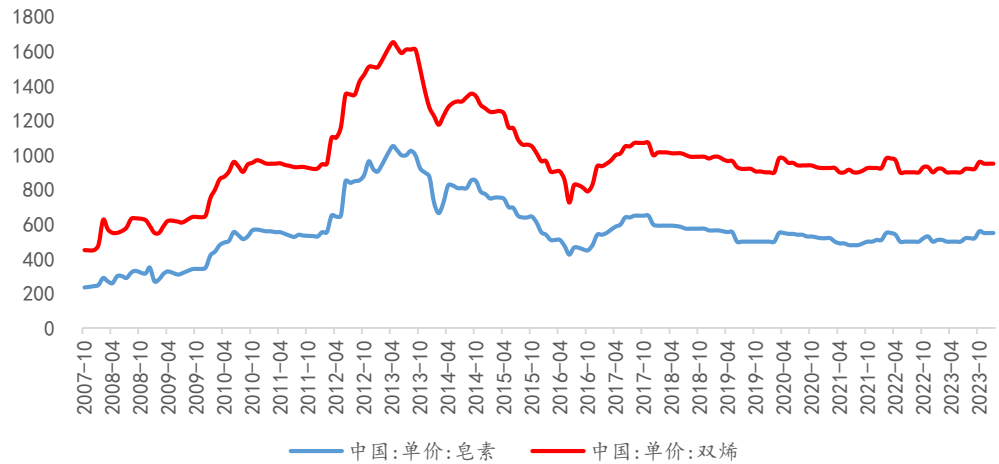
资料来源：公司可转债募集说明书，太平洋证券整理

公司实现了重要产品黄体酮的技术革新，有望加快黄体酮中间体老工艺产能出清，提升自身市占率。当前，虽然大部分甾体药物生产工艺均已变更为“甾醇路线”，但黄体酮的生产方法仍然采用“黄姜-皂素-双烯-黄体酮”的工艺路线（“皂素路线”），近年来，以公司为代表的企业逐渐实现技术突破，公司于2021年5月25日取得了“一种黄体酮的合成方法”专利（专利号：ZL201910243000.7），打通了“植物甾醇-双降醇-黄体酮”生产工艺路线（“BA路线”）。

根据医药经济报，目前我国薯蓣皂素总产量超4800吨，皂素及双烯的市场价格从2013年高点逐渐回落，2018年至今价格保持相对稳定，2024年1月，皂素市场价格为550元/kg，双烯市场价格为950元/kg。

根据公司可转债问询函回复报告，2022年7月，双烯不含税市场价格约为80万元/吨，以双烯作为原材料生产黄体酮的成本约为140-150万元/吨，以双烯工艺生产的黄体酮市场价格约为170万元/吨。2024年1月，双烯市场价格较2022年7月上涨约6%，因此以双烯作为原材料生产黄体酮的成本也会有所提升。

图表41：历年中国皂素及双烯价格（元/kg）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

根据公司可转债募集说明书，公司2019年、2020年、2021年及2022年6月，黄体酮的销售单价分别为133.96万元/吨、127.98万元/吨、103.15万元/吨和94.82万元/吨，均低于以“皂素路线”生产的黄体酮市场价格170万元/吨。同时，公司募投项目投产后，“BA路线”生产的黄体酮初始预测单价为90.30万元/吨，相较“皂素路线”价格及环保优势明显，有望加速黄体酮中间体老工艺产能出清，推动竞争格局重塑。

### （三）纵向延伸+横向拓展并行，打开公司成长天花板

布局甾体药物原料药，推动“起始物料+中间体+原料药”一体化进程。公司在持续深耕甾体药物起始物料及中间体领域的同时，也在纵向延伸甾体药物原料药领域，推动甾体药物“起始物料+中间体+原料药”一体化进程。2020年，公司与华海药业共同出资设立了合资公司华海共同，公司借助华海药业原料药及制剂平台和国外成熟的销售渠道，战略性布局高端甾体原料药领域。

根据公司年报及调研纪要，华海共同共储备了睾酮、地屈孕酮、氟维司群、依西美坦、熊去氧胆酸等14个高端甾体原料药产品，产能建设共分两期，其中一期拟建设产能370吨。根据公司《年产370吨甾体系列原料药生产建设项目环境影响报告书》，一期拟布局产品包括黄体酮、睾酮、雌酚酮、雌二醇、雌三醇。根据公司对外披露信息显示，部分产品将在2024年上半年进行试验批生产，2024年7-8月，国内外同时提交注册申报（中国、美国、欧洲等地），预计2025年部分产品实现规模化生产。

图表42：华海共同布局的原料药产品

一期拟布局产品



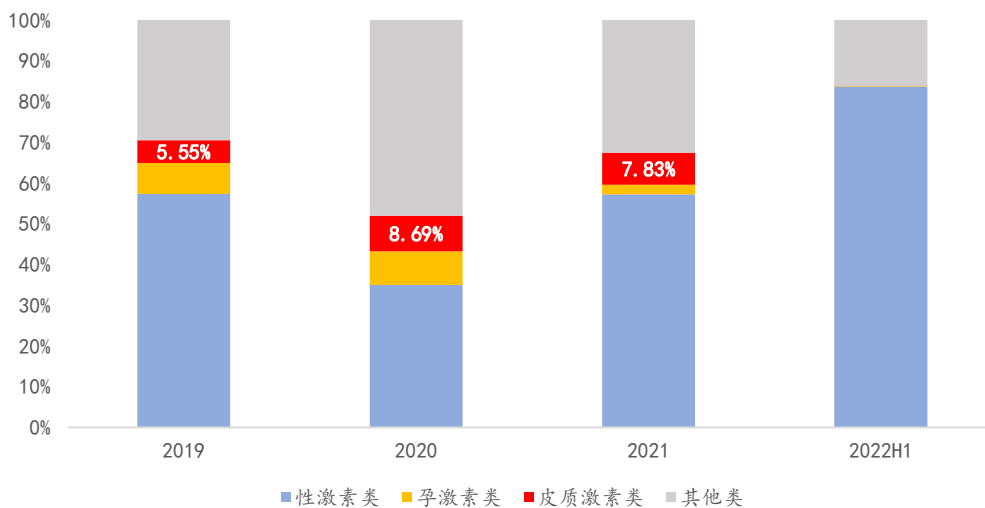
其他储备产品



资料来源：公司公告，环评报告书，太平洋证券整理

加大皮质激素产品布局，补齐皮质激素短板。2019年-2021年，公司自产皮质激素中间体销售收入分别为1262.74万元/2210.64万元/2157.65万元，占自产中间体销售收入比重分别为5.55%/8.69%/7.83%，占比较低。

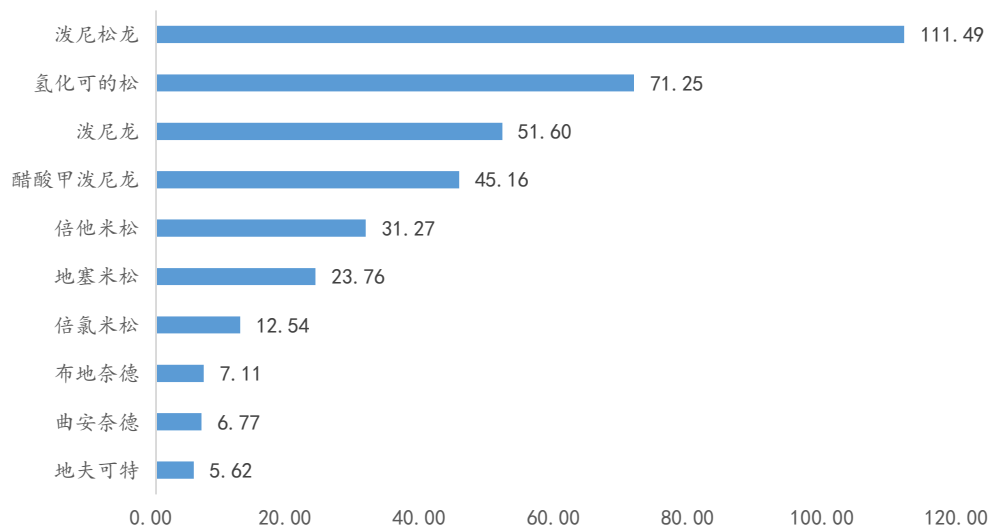
图表43：公司皮质激素中间体占自产中间体销售收入比重



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2021年4月，公司为横向拓展皮质激素等产品领域，与新华制药共同出资成立合资公司同新药业，公司持股比例40%。同新药业成立后首先布局醋酸阿奈可他、 $17\alpha$ -羟基黄体酮（羟孕酮）两个产品，目前产能已建成，处于试生产阶段，预计2024年正式投产，释放30%-40%的产能。其中，醋酸阿奈可他为常用的糖皮质激素类药物中间体，可用于合成具有抗炎、抗免疫作用的可的松系列和甲泼尼龙系列药物，可的松系列和甲泼尼龙系列为初、中级皮质激素类产品，市场需求较大，根据药融云统计数据，2021年全球皮质激素原料药消耗量TOP4均为可的松系列和甲泼尼龙系列产品，合计消耗量为279.50吨，占全球皮质激素原料药总消耗量的72%； $17\alpha$ -羟基黄体酮（羟孕酮）是一种孕激素类甾体激素，也可用于合成部分甾体激素，包括雄激素、雌激素、糖皮质激素和盐皮质激素以及一些神经甾体。产能正式投产后，将完善公司在甾体皮质激素板块核心中间体的产业链布局。

图表44：2021年全球皮质激素原料药消耗量TOP10（吨）



资料来源：药融云，太平洋证券整理

**横向布局甾体药物 CDMO/CRO 业务。**公司具备丰富的甾体药物研发经验，掌握行业领先的生物发酵、酶转技术及绿色化学合成技术，根据2023年半年报，公司表示将提前布局并落实甾体药物 CDMO/CRO，同时杭州研究院（共同共新）、武汉研究院（共同甾体）已投入运营，有望为 CDMO/CRO 业务赋能。

#### (四) 产能即将大规模投放，助力营收快速增长

公司共有 3 个生产基地，分别为宜城生产基地、丹江口生产基地、合资公司生产基地，宜城生产基地面积约 50 亩，生产主体为共同药业，主要生产甾体药物公斤级常规中间体以及去氢表雄酮、表雄酮等重点产品，年产能约 200 吨；丹江口生产基地面积约 236 亩，生产主体为共同生物，一期面积约 110 亩，主要生产雄烯二酮、BA 等甾体药物起始物料，年产能约 1300 吨，二期面积约 126 亩，在建产能包括募投项目 BA 800t/a、黄体酮 200t/a，以及年产 2600 吨的甾体衍生药物生产建设项目；合资公司生产基地一期面积约 119 亩，生产主体为华海共同，主要生产黄体酮等甾体药物原料药，一期在建产能 370 吨/年。

图表45：公司主要生产基地情况

生产基地	生产主体	主要产品	位置	面积	现有产能	在建产能	销售地区
宜城生产基地	共同药业	公斤级常规中间体、去氢表雄酮、表雄酮等重点产品	湖北宜城	约 50 亩	约 200 吨/年		外销为主
丹江口生产基地	共同生物	起始物料，吨级中间体等	湖北丹江口	一期 约 110 亩	约 1300 吨/年：雄烯二酮 800t/a、螺内酯 60t/a、诺龙 20t/a、泼尼松龙 70t/a、BA 300t/a 等		内销为主
				二期 约 126 亩		约 1000 吨/年：BA 800t/a，黄体酮 200t/a	
				甾体衍生药物生产建设项目（在二期基础上改建）		约 2600 吨/年：螺内酯 200t/a，去氢表雄酮 200t/a，11 羟-AD 400t/a，CP1 800t/a，4-雄烯二酮 1000t/a。	
合资公司生产基地	华海共同	高端甾体原料药	湖北丹江口	一期 约 119 亩		约 370 吨/年：黄体酮 200t/a，睾酮 100t/a，雌酚酮 50t/a，雌二醇 10t/a，雌三醇 10t/a	欧洲、美国、中国为主

资料来源：公司公告，环评报告书，太平洋证券整理

公司大规模产能将于 2024 年-2025 年集中投放，助力营收快速增长。公司募投项目“黄体酮及中间体 BA 生产建设项目”拟投资总额为 6 亿元，建成后将新增年产 800 吨 BA 及 200 吨黄体酮中间体产能，根据公司对外披露信息显示，募投项目于 2023 年年底开始试生产，预计 2024 年正

式投产，产能将释放 40%-50%，2025 年产能释放 70%-80%，2026 年产能释放 90%以上，达产后预计每年贡献营业收入 3.68 亿元。华海共同原料药项目正处于建设中，拟投资总额为 8 亿元，预计部分产品在 2024 年 H1 进行试验批生产，H2 提交国内外注册申报，2025 年实现部分产品规模化生产。

图表46：公司主要在建工程情况

项目名称	实施主体/地点	拟投资金额	项目内容	当前建设进度
黄体酮及中间体 BA 生产建设募投项目	共同生物/丹江口	6 亿元	BA 800t/a，黄体酮 200t/a	2023 年 11 月，处于收尾阶段，2023 年年底开始试生产，预计 2024 年正式投产。
甾体类产业链升级建设项目	共同生物/丹江口	3 亿元	去氢表雄酮 200t/a，4-雄烯二酮 1000t/a 等	2023 年 6 月底，在建工程投入 1,276 万元，工程进度 4.54%。
华海共同年产 370 吨甾体原料药生产建设项目	华海共同/丹江口	8 亿元	睾酮、地屈孕酮、氟维司群、依西美坦等 14 个甾体类原料药产品	项目正在建设中，预计部分产品在 2024 年 H1 进行试验批生产，H2 提交国内外注册申报，2025 年实现部分产品规模化生产。
山东同新药业项目	同新药业/山东潍坊	/	醋酸阿奈可他 300t/a，17 $\alpha$ -羟基黄体酮 200t/a	2023 年 11 月处于试生产阶段，预计 2024 年正式投产。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 四、盈利预测与估值

### (一) 关键假设

按公司各厂区分别进行关键假设：

1) 共同药业宜城工厂：宜城工厂主要生产公斤级常规中间体、去氢表雄酮、表雄酮等重点产品，预计 2024 年产品有望跟随原材料植物甾醇价格上涨，预计公司 2023-2025 年共同药业宜城工厂营业收入分别为 0.97 亿元，1.27 亿元，1.37 亿元，分别同比增长-1.00%，15.00%，8.00%，由于公司持续进行技术升级改造，预计毛利率稳中略有提升，2023-2025 年分别为 28.00%，29.00%，29.00%。



**2) 共同生物一期（丹江口）：**一期主要生产 4-AD、BA 等起始物料和吨级中间体，由于 2023 年部分产品价格出现下滑，预计 2023 年销售收入有所下滑，2024 年-2025 年销售收入有望随着价格的回升而恢复增长，预计 2023-2025 年共同生物一期（丹江口）营业收入分别为 4.86 亿元，6.07 亿元，6.68 亿元，分别同比增长-4.00%，25.00%，10.00%，预计毛利率分别为 22.00%，25.00%，25.00%。

**3) 共同生物二期（丹江口）：**二期包括公司募投项目及升级改造项目，其中募投项目“黄体酮及中间体 BA 生产建设项目”预计于 2024 年正式投产，产能将释放 40%-50%，2025 年产能释放 70%-80%，升级改造项目也有望于 2024 年开始陆续投产，预计 2023-2025 年共同生物二期（丹江口）营业收入分别为 0.00 亿元，2.09 亿元，3.55 亿元，2025 年营业收入同比增长 69.86%，预计升级改造项目毛利率将高于募投项目，其收入占比的提升将带动整体毛利率提升，预计 2024-2025 年毛利率分别为 25.00%，27.00%。

**4) 华海共同：**华海共同主要生产高端甾体药物原料药，市场规模较大，一期 5 个产品及二期部分产品有望于 2024 年开始试生产，2025 年实现规模化生产，预计 2025 年华海共同营业收入为 3.00 亿元，同时，原料药产品价格较高，毛利率将高于起始物料及中间体，预计 2025 年毛利率为 40.00%。

**5) 期间费用率：**①销售费用率：随着公司募投项目产品及甾体原料药产品将陆续开始全球销售，销售费用将持续提升，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 1.00%，2.00%，2.50%；②财务费用率：预计 2023-2025 年分别为 2.08%，3.75%，3.36%；③管理费用率：公司新产能投产后将持续计提固定资产折旧，预计管理费用率提升，2023-2025 年分别为 7.50%，12.00%，10.00%；④研发费用率：预计公司 2023-2025 年研发费用率分别为 7.50%，7.50%，7.50%。

## （二）收入拆分于盈利预测

截止至 2024 年 4 月 10 日，公司的收盘价为 16.30 元，总市值为 18.79 亿元，我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 5.83 亿元、9.43 亿元和 14.69 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 0.22 亿元、0.06 亿元和 0.80 亿元，对应的 2023 年-2025 年 EPS 分别为 0.19 元/股、0.05 元/股和 0.70 元/股，市盈率分别为 85 倍、309 和 23 倍。

图表47：公司收入及毛利率拆分

	2022A			2023E			2024E			2025E		
	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	营业收入 (百万)	YOY	毛利率
共同药业 宣城工厂	98.38	27.77%	27.00%	97.40	-1.00%	28.00%	127.00	15.00%	29.00%	137.16	8.00%	29.00%
共同生物一期	506.19	-1.50%	22.06%	485.94	-4.00%	22.00%	607.43	25.00%	25.00%	668.17	10.00%	25.00%
共同生物二期							209.00	-	25.00%	355.00	69.86%	27.00%
华海共同										300.00	-	40.00%
总计	604.57	2.32%	22.86%	583.34	-3.51%	23.00%	943.43	61.73%	25.54%	1460.33	54.79%	28.94%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表48：盈利预测表

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业收入	605	583	943	1,460
增长率 (%)	2.32%	-3.57%	61.75%	54.83%
归母净利润	40	22	6	80
增长率 (%)	-48.69%	-44.83%	-72.54%	1,218.01%
EPS (元/股)	0.35	0.19	0.05	0.70
市盈率 (P/E)	46.76	84.75	308.62	23.42
市净率 (P/B)	2.02	1.97	1.96	1.81

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) PE 估值及投资建议

选取行业中与共同药业业务最为相近的赛托生物、仙琚制药和奥锐特三家公司，2023-2025年三家公司的平均 PE 分别为 34 倍, 24 倍, 18 倍。考虑甾体药物起始物料领域竞争格局良好，公司掌握起始物料资源优势，“BA 工艺”替代空间广阔，且持续推动甾体药物“起始物料+中间体+原料药”一体化进程，原料药产能即将投产贡献增量收入，同时伴随公司起始物料产品的涨价，估值应具备溢价。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表49：估值对比

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300583	赛托生物	14.58	27.66	0.39	0.27	0.43	0.58	58.05	53.19	34.15	25.45
002332	仙琚制药	10.40	102.88	0.76	0.64	0.77	0.94	14.92	16.33	13.52	11.04
605116	奥锐特	22.72	92.29	0.52	0.72	0.95	1.26	47.55	31.34	23.95	18.02
可比公司平均		15.90	74.28	0.56	0.54	0.72	0.93	40.17	33.62	23.87	18.17
300966	共同药业	16.30	18.79	0.35	0.19	0.05	0.70	46.76	84.75	308.62	23.42

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

注：股价为2024年4月10日收盘价，共同药业来自太平洋研究院预测，其余数据来自IFIND一致

## 五、风险提示

**1) 行业政策风险：**医药行业受国家及行业政策变化的影响较大，相关政策法规体系的进一步修订和完善可能不同程度地对公司研发、生产和销售产生影响。同时，国家的环保政策日益趋严，随着政策的不断推出，公司可能面临环保不达标风险。

**2) 市场竞争加剧风险：**近年来，随着全球经济环境复杂多变，贸易保护主义兴起，国外愈发重视原料药的生产，以减轻对我国原料药的依赖，未来有可能挤压国内原料药的发展空间，同时甾体药物中间体市场竞争格局仍较为分散，未来存在市场竞争加剧的风险。

**3) 产能投放不及预期：**若共同生物及华海共同的产能投放或释放进度不达预期，将影响公司业务拓展进度，可能对营收及利润产生不利影响。

**4) 产品研发失败风险：**公司有多个中间体及原料药产品处于研发阶段，存在着在研产品投资高，周期长，研发成果具有不确定性的风险。

**5) 产品价格下滑风险：**当前甾体药物起始物料及中间体产品价格已经有所下滑，若未来供需格局继续恶化，将导致产品价格继续下滑。

**资产负债表 (百万)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	210	438	77	75	68
应收和预付款项	237	265	284	409	650
存货	371	432	348	595	879
其他流动资产	40	78	69	87	126
流动资产合计	858	1,214	778	1,166	1,724
长期股权投资	14	48	48	48	48
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	183	193	194	740	959
在建工程	66	412	1,052	652	402
无形资产开发支出	28	43	58	72	87
长期待摊费用	0	13	18	23	28
其他非流动资产	920	1,359	980	1,369	1,928
资产总计	1,211	2,068	2,349	2,905	3,452
短期借款	143	322	442	672	872
应付和预收款项	138	206	144	253	388
长期借款	0	158	358	558	678
其他负债	101	402	400	411	423
负债合计	383	1,087	1,344	1,893	2,361
股本	115	115	115	115	115
资本公积	409	409	411	411	411
留存收益	283	307	329	335	416
归母公司股东权益	807	928	953	959	1,039
少数股东权益	21	53	53	53	53
股东权益合计	828	981	1,005	1,012	1,091
负债和股东权益	1,211	2,068	2,349	2,905	3,452

**现金流量表 (百万)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	58	-24	60	-177	-208
投资性现金流	-105	-456	-731	-218	-67
融资性现金流	207	713	309	393	269
现金增加额	159	233	-362	-2	-7

**利润表 (百万)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	591	605	583	943	1,460
营业成本	435	466	449	702	1,038
营业税金及附加	2	1	1	2	3
销售费用	5	5	6	19	37
管理费用	44	39	44	113	146
财务费用	5	10	12	35	49
资产减值损失	-3	1	-2	-2	-2
投资收益	-1	0	0	11	7
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	63	39	21	5	78
其他非经营损益	23	0	1	1	1
利润总额	86	39	22	6	79
所得税	8	-1	0	0	-1
净利润	78	39	22	6	80
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归母股东净利润	78	40	22	6	80

**预测指标**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	26.39%	22.86%	23.00%	25.54%	28.94%
销售净利率	13.26%	6.65%	3.80%	0.65%	5.50%
销售收入增长率	26.23%	2.32%	-3.57%	61.75%	54.83%
EBIT 增长率	6.74%	-28.65%	-31.08%	21.93%	209.61%
净利润增长率	46.99%	-48.69%	-44.83%	-72.54%	1,218.01%
ROE	9.71%	4.33%	2.33%	0.64%	7.72%
ROA	6.47%	1.94%	0.94%	0.21%	2.32%
ROIC	6.32%	2.88%	1.63%	1.64%	4.40%
EPS (X)	0.68	0.35	0.19	0.05	0.70
PE (X)	23.99	46.76	84.75	308.62	23.42
PB (X)	2.33	2.02	1.97	1.96	1.81
PS (X)	8.00	5.15	3.22	1.99	1.29
EV/EBITDA (X)	50.66	44.56	52.78	32.03	17.10

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。