

**森萱医药 (830946.BJ)**

2024年04月30日

**特色原料药专精特新，锂电应用有望拓展产品市场**
**——北交所公司深度报告**
**投资评级：买入（维持）**

日期	2024/4/30
当前股价(元)	7.10
一年最高最低(元)	11.98/5.98
总市值(亿元)	30.31
流通市值(亿元)	30.30
总股本(亿股)	4.27
流通股本(亿股)	4.27
近3个月换手率(%)	31.27

**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

**北交所研究团队**
**● 国内特色原料药优质企业，产业链整合树立行业地位**

森萱医药专注化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体，其中原料药贡献六成左右营收。公司通过重大资产重组，与供应商、客户共同投资设立子公司等方式对产品上下游进行整合，保证原料供应，建立起以南通森萱为医药中间体、以南通公司为原料药的一体化产业链模式。在化工产品大幅跌价、欧美对华贸易冲突、印度产业调整等影响下，2023年营收利润有一定幅度下滑，我们下调2024年并新增2025-2026年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为1.57（原2.63）/1.78/2.06亿元，对应EPS为0.37/0.42/0.48元/股，对应当前股价PE为18.1/16.0/13.8。我们看好特色原料药未来发展前景与含氧杂环在新能源车等新领域拓展应用，森萱医药持续扩展产品矩阵以及多年积累的市场地位有望带来新一轮成长空间，维持“买入”评级。

**● 成长与盈利兼备，原料药行业前景可期，锂电应用等有望拓展含氧杂环市场**

在人口老龄化、大量专利药到期、带量采购模式、政策推动等多重驱动因素影响下，原料药行业未来成长空间广阔。2028年我国化学药品原料药规上企业规模将超6800亿元；全球原料药市场规模有望以6%速度增长，2032年达3637亿美元。细分上，2023年全国等级医院抗肿瘤药物销售额1265亿元，同比增长5.2%；抗癫痫药2021年市场规模65.47亿元；2021年中国HIV药物市场规模3.94亿美元，同比增长18%。二氧五环为锂电池电解液上游溶剂之一，新能源汽车快速发展促进二氧五环市场需求不断增加，2020年需求量10.3万吨。

**● 加码布局小众特色原料药，研发专利构建公司壁垒，盈利能力稳定领先同业**

公司将研发创新作为企业发展的原动力，拥有专利125项。主要产品氟尿嘧啶、苯巴比妥、二氧五环、二氧六环均为省级高新技术产品；氟尿嘧啶产品获得南通市科学技术进步三等奖，在抗肿瘤类原料药及抗癫痫类原料药领域具备领先同业的市场竞争力。公司加码特色原料药，2023年12月公告拟投资3300万元建设年产40吨利托那韦、60吨琥布宗原料药项目，目前两项药物均尚处于蓝海市场，存在良好的市场机遇。

**● 风险提示：**原料价格上涨风险、行业监管政策变化风险、新品研发风险。

**财务摘要和估值指标**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	624	590	647	740	842
YOY(%)	10.7	-5.5	9.7	14.4	13.8
归母净利润(百万元)	161	135	157	178	206
YOY(%)	22.3	-16.2	17.0	13.1	15.7
毛利率(%)	44.9	43.0	43.3	43.0	43.6
净利率(%)	25.7	22.8	24.3	24.0	24.4
ROE(%)	14.5	11.7	12.0	12.4	12.9
EPS(摊薄/元)	0.38	0.32	0.37	0.42	0.48
P/E(倍)	17.7	21.2	18.1	16.0	13.8
P/B(倍)	2.6	2.5	2.2	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目录

1、公司：特色原料药优质企业，产业链整合树立行业地位.....	4
1.1、主营业务：原料药与医药中间体、含氧杂环类协同产业布局.....	4
1.1.1、原料药：2022年营收同比增加19%，2019年以来毛利率波动上升.....	5
1.1.2、含氧杂环类：国内最大二氧五环、二氧六环生产供应商之一，2023年印度市场竞争加剧.....	6
1.1.3、医药中间体：总体毛利率趋稳，2023年氟系列由于下游农药行情利润承压.....	7
1.2、发展历程：外延并购整合产业链，实际控制人为南通市国资委.....	8
1.3、财务状况：受中间体市场环境的影响，2023年收入利润承压.....	10
2、行业：成长性与盈利性兼备，原料药行业前景可期.....	14
2.1、概念解析：原料药行业壁垒较高，利润空间较大.....	14
2.2、行业发展：大量专利药到期，叠加政策利好推动原料药行业发展.....	15
2.2.1、人口老龄化背景下，医药行业增长态势良好.....	15
2.2.2、大量专利药即将到期，2020-2024年仿制药替代空间约为170-340亿美元.....	15
2.2.3、带量采购导致仿制药价跌量升，特色原料药价格受到影响小+受益需求增长.....	16
2.3、行业趋势：政策推动产业整合升级，行业集中度进一步提升.....	17
2.4、市场规模：原料药市场规模广阔，新能源车拉动含氧杂环新增长.....	17
2.4.1、原料药：行业成长空间广阔，全球规模预期保持年增6%.....	17
2.4.2、抗肿瘤药：2023年全国等级医院抗肿瘤药销售额1265亿元，同比增长5%.....	19
2.4.3、抗癫痫药：2021年我国抗癫痫药市场销售额65.47亿元，同比增长10.74%.....	19
2.4.4、抗艾药：2021年中国HIV药物市场规模为3.94亿美元，同比增长18%.....	20
2.4.5、含氧杂环：二氧五环2020年国内供应量17.4万吨，新能源车拉动需求增长.....	21
3、亮点：加码布局小众特色原料药，盈利能力稳定领先同业.....	22
3.1、研发实力强劲，研发费用逐年提升，125项专利构建壁垒.....	22
3.2、加码布局特色原料药，巩固领先市场地位.....	26
3.3、客户关系稳定优质，国内变更原料药供应商程序复杂促进稳定性.....	28
3.4、竞争格局：森萱医药毛利率与净利率水平都位列可比公司中Top2.....	29
4、盈利预测与估值.....	30
5、风险提示.....	31
附：财务预测摘要.....	32

## 图表目录

图1：原料药贡献主要营收，占比保持在50%以上.....	4
图2：三年营收年复合增长率最快的为含氧杂环类.....	4
图3：2023年原料药营收同比增长0.63%.....	6
图4：2020年以来原料药毛利率波动上升.....	6
图5：2023年含氧杂环类营收下滑16.31%.....	7
图6：2023年含氧杂环类毛利率36.31%.....	7
图7：2023年医药中间体营收规模1.12亿元.....	8
图8：2023年医药中间体毛利率24.40%.....	8
图9：通过产业链整合形成上下游协同布局.....	8
图10：森萱医药不断扩充完善产品矩阵.....	9
图11：森萱医药实控人为南通市国资委.....	9
图12：森萱医药2017年开始营收增速明显加快.....	10
图13：2020年以来归母净利润在1.5亿元上下波动.....	11
图14：森萱医药2023年毛净分别为43%、24%.....	11
图15：国内外营收占比小幅波动.....	11
图16：2021H1中国大陆营收中华东、华北占比较高.....	12
图17：2021H1国外营收欧洲、亚洲占比较高.....	12
图18：2023Q4单季度营收同比增长15.61%.....	12
图19：2023Q4单季度归母净利润同比增长34.70%.....	12
图20：森萱医药2017年以来期间费用率不断下降.....	13
图21：2023年公司销售费用率2.56%.....	13

图 22: 2023 年公司管理费用率 9.53% .....	13
图 23: 2023 年公司研发费用率 4.78% .....	13
图 24: 2023 年公司财务费用率-2.57% .....	13
图 25: 2023 年经营活动现金流净额维持平稳 .....	14
图 26: 公司偿债能力稳步提升 (%) .....	14
图 27: 森萱医药所处产业链中上游位置 .....	14
图 28: 伴随老龄化趋势, 预计中国医药市场规模发展迅速 .....	15
图 29: 2023 年全球专利药到期市场规模庞大 (单位: 十亿美元) .....	16
图 30: 国家级带量采购后仿制药价格大幅下降 .....	16
图 31: 2032 年全球原料药市场规模有望达到 3637 亿美元 .....	18
图 32: 全球原料药市场份额集中分布在发达国家 .....	18
图 33: 2018 年全球化学原料药供给区域分布 .....	18
图 34: 近年中国原料药产量规模迅速提升 .....	19
图 35: 中国原料药市场规模预期成长空间广阔 .....	19
图 36: 2021 年我国抗癫痫药市场销售额 65.47 亿元, 同比增长 10.74% .....	19
图 37: 2021 年我国抗癫痫药市场销售额 65.47 亿元, 同比增长 10.74% .....	20
图 38: 2019 年以后中国艾滋病发病人数开始逐年下滑 .....	20
图 39: 2023 年合计艾滋病发病人数为 5.95 万人 .....	20
图 40: 2021 年艾滋病死亡数占传染病死亡数比例上升 .....	21
图 41: 2023 年艾滋病死亡人数 22393 人 .....	21
图 42: 2021 年中国 HIV 药物市场规模为 3.94 亿美元, 同比增长 18% .....	21
图 43: 2023H1 磷酸铁锂电池产量占比 65.90% .....	22
图 44: 2023H1 磷酸铁锂电池产量 yoy53.8% .....	22
图 45: 2017 年以来公司研发费用稳步提升 .....	25
图 46: 2023 年公司研发人员占比 16.77% .....	25
图 47: 截至 2023 年报, 森萱医药拥有专利 150 项发明专利 31 项 (单位: 项) .....	26
图 48: 氟尿嘧啶制剂全球销售情况良好 .....	27
图 49: 扑米酮制剂全球销售迅速增长 .....	27
图 50: 2023 年前五大客户销售额占比为 27.27% .....	29
图 51: 奥翔药业为 2017-2022 年营收增长最快的 .....	30
图 52: 森萱医药 2017-2022 年净利率 CAGR 高于均值 .....	30
图 53: 森萱医药毛利率水平高于可比公司均值 .....	30
图 54: 森萱医药净利率高于可比公司均值 .....	30
表 1: 森萱医药化学原料药主要分为抗肿瘤类、解热镇痛抗炎类、抗癫痫类 .....	5
表 2: 森萱医药含氧杂环类产品包括二氧五环与二氧六环 .....	6
表 3: 森萱医药的医药中间体产品包括抗艾滋病类、抗癫痫类抗肿瘤类等 .....	7
表 4: 森萱医药 2023 年在建工程逐步推进 .....	9
表 5: 特色原料药利润率可维持在较高水平 .....	15
表 6: 《推动原料药产业绿色发展的指导意见》发展目标为四大任务 .....	17
表 7: 与多所大学合作研发项目 .....	23
表 8: 公司有 29 项自主在研项目 .....	23
表 9: 森萱医药获得多项荣誉 .....	26
表 10: 森萱医药主要产品市场竞争地位有优势 .....	27
表 11: 2023H1 利托那韦下游销售额大幅度增长 .....	28
表 12: 主要客户均为国内外知名药企 .....	28
表 13: 2019 年前五大客户销售额合计占比 26.60% .....	29
表 14: 选取普洛药业、新华制药、天宇股份、海翔药业、美诺华、同和药业和奥翔药业作为可比公司 .....	29
表 15: 可比公司 PE TTM 均值为 22.7X .....	31

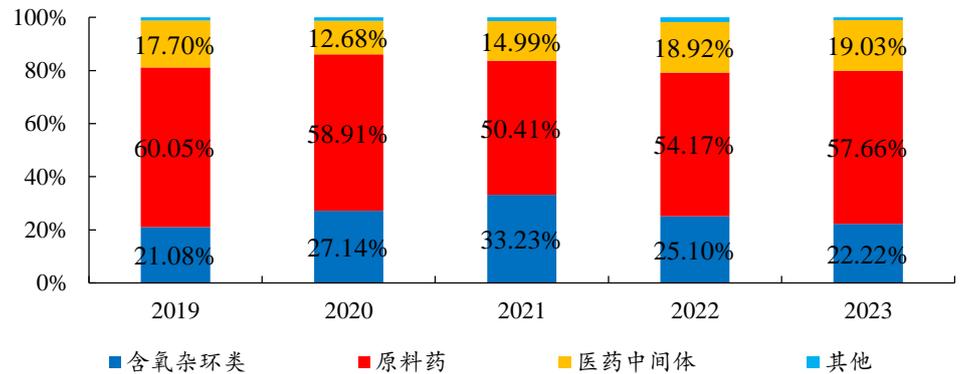
## 1、公司：特色原料药优质企业，产业链整合树立行业地位

### 1.1、主营业务：原料药与医药中间体、含氧杂环类协同产业布局

森萱医药主要致力于化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体的研发、生产及销售。

原料药贡献主要营收，2021 年以来占比持续增加。2023 年原料药业务营收 3.40 亿元，贡献占比达 57.66%。含氧杂环类产品营收贡献呈下降趋势，2023 年营收占比为 22.22%。

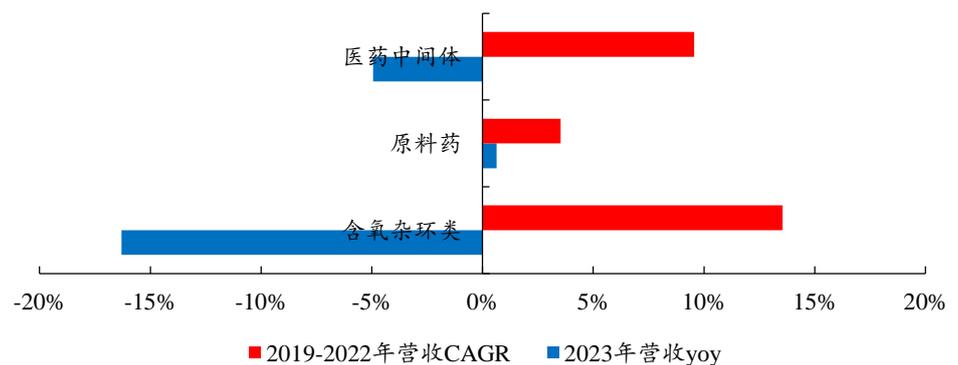
图1：原料药贡献主要营收，占比保持在 50% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

成长性上，近年原料药保持稳定增长率，2019-2022 年营收 CAGR 与 2023 年营收 yoy 分别为 3.52%、0.63%。含氧杂环类营收在 2023 年同比变动-16.31%，2019-2022 年 CAGR 增长速度最快，达到 13.56%。医药中间体 2019-2022 年营收 CAGR 为 9.56%，2023 年营收 yoy 为-4.94%。

图2：三年营收年复合增长率最快的为含氧杂环类



数据来源：Wind、开源证券研究所

**1.1.1、原料药：2022 年营收同比增加 19%，2019 年以来毛利率波动上升**

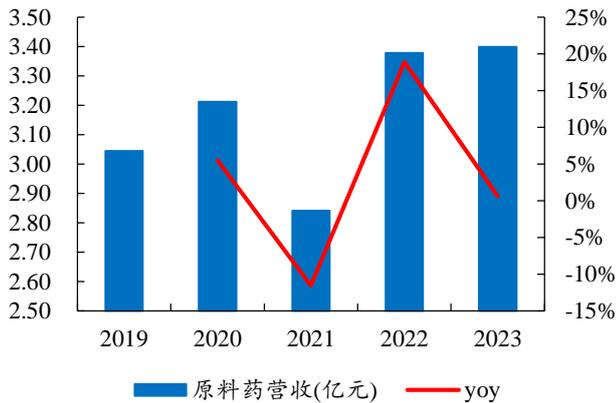
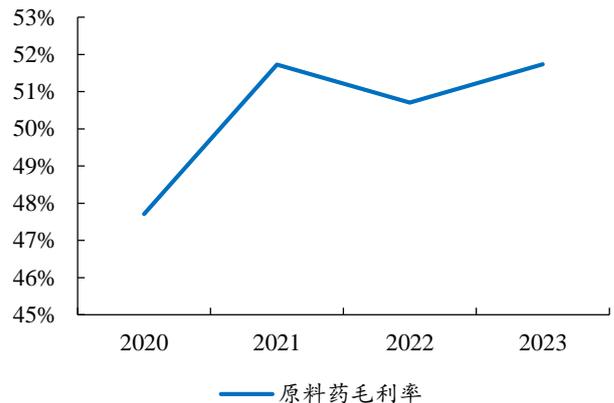
森萱医药的原料药产品主要涵盖抗肿瘤类原料药、解热镇痛抗炎类原料药、抗癫痫类原料药等。

**表1：森萱医药化学原料药主要分为抗肿瘤类、解热镇痛抗炎类、抗癫痫类**

产品类别	产品名称	主要功效
抗肿瘤类	氟尿嘧啶	氟尿嘧啶是最常用的嘧啶类代谢药，为嘧啶类的氟化物，属于抗代谢抗肿瘤药，能抑制胸腺嘧啶核苷酸合成酶，阻断脱氧嘧啶核苷酸转换成胸腺核苷，干扰 DNA 合成。对 RNA 的合成也有一定抑制作用。 <b>对多种实体瘤有效，特别是在治疗消化道肿瘤方面。</b>
	氨鲁米特	主要治疗晚期乳腺癌(绝经后及雌激素受体阳性者疗效较好)、卵巢癌、前列腺癌和肾上腺皮质癌。也用于皮质醇增多症(库欣综合征)及肾上腺肿瘤所致的类库欣综合征。
	替加氟	氟尿嘧啶衍生物，具有抗癌作用。对胃癌、结肠癌、直肠癌、胰腺癌和乳腺癌、肺癌有效。
解热镇痛抗炎类	保泰松	保泰松又名苯基丁氮酮，属于解热镇痛抗炎药，其作用机制是抑制氧化酶的活性，从而抑制花生四烯酸最终生成前列环素、前列腺素和血栓素 A2。 <b>临床上常用于治疗风湿性关节炎及痛风。</b>
	吡罗昔康	吡罗昔康又名炎痛喜康， <b>为临床上常用的非甾体类抗炎药</b> ，具有镇痛、抗炎及解热作用，用于治疗风湿性关节炎，各种软组织病变的疼痛和肿胀；可以抑制血小板的聚集。
	非那西丁	用于发热、头痛、神经痛、牙痛、月经痛、肌肉痛、关节痛等。
抗癫痫类	氨基比林	可用于感冒引起的发烧、头痛，肢体酸痛；急性高热时的紧急退热；轻、中度的风湿痛、神经痛、牙痛、痛经等。
	苯巴比妥	苯巴比妥又名鲁米那， <b>属于广谱抗癫痫药物</b> 。该药物具有高效的催眠、镇静、抗惊厥及抗癫痫等功效，可迅速、有效地控制癫痫的发作，减少癫痫发作的次数。
	扑米酮	扑米酮是一种去氧巴比妥类抗癫痫药。为白色晶体粉末；无臭，味微苦。适用于癫痫大发作和局限性发作。口服吸收，血浆蛋白结合率低， <b>在体内的代谢产物是苯乙基丙二酰胺和苯巴比妥，均具有抗癫痫作用。</b>
其他	格鲁米特	非巴比妥类的镇静催眠药
	氟胞嘧啶	抗菌类，抗真菌药，用于治疗白念球菌和隐球菌等感染症。
	丙硫氧嘧啶	抗甲亢类
	盐酸莫索尼定	抗高血压
	磷酸氯喹	抗疟疾类
	盐酸苯乙双胍	治疗糖尿病
	盐酸格拉司琼	镇痛消炎类
	联苯双酯	治疗肝炎
	双嘧达莫	抗血小板聚集类，为抗血小板聚集药、冠状动脉扩张药，其抗血小板聚集作用可用于心脏手术或瓣膜置换术，可减少血栓栓塞的形成
	左旋多巴	治疗帕金森
	卡比多巴	治疗帕金森
	替诺昔康	新型非甾体消炎镇痛药，用于治疗类风湿性关节炎，风湿性关节炎。
壬二酸	外用抗菌剂，对皮肤上的各种需氧菌和厌氧菌具有抑制和杀灭作用，对正常皮肤和痤疮感染的皮肤有角质化作用。	

资料来源：公司公开发行说明书、公司官网、Chemical Book、百度健康医典、北京市农业农村局、开源证券研究所

从财务方面来看，森萱医药 2023 年原料药产品营业收入基本保持稳定，2023 年营收规模 3.40 亿元，同比增长 0.63%。原料药类产品毛利率自 2020 年以来波动上升，2020 年毛利率为 47.71%，2023 年毛利率提升至 51.74%。

**图3：2023 年原料药营收同比增长 0.63%**

**图4：2020 年以来原料药毛利率波动上升**


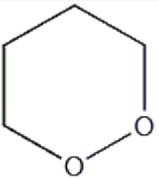
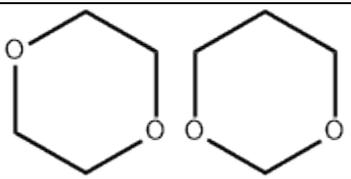
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.2、含氧杂环类：国内最大二氧五环、二氧六环生产供应商之一，2023 年印度市场竞争加剧

森萱医药的含氧杂环类产品主要包括二氧五环、二氧六环。公司是国内最大的二氧五环及二氧六环生产供应商之一。未来公司将进一步加大对二氧五环和二氧六环的研发投入，继续提高含氧杂环类化工中间体特别是高新技术产品 1,4-二氧六环、聚合级二氧五环、电子级二氧五环市场占有率，成为世界一流的二氧五环及二氧六环化工中间体生产供应商。

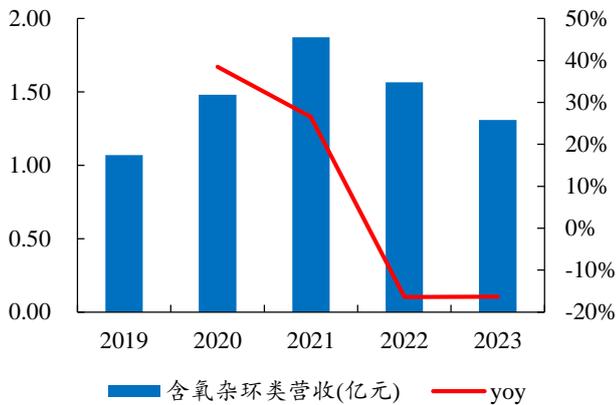
**表2：森萱医药含氧杂环类产品包括二氧五环与二氧六环**

产品名称	产品结构式	主要功效
二氧五环		也称 1,3 二氧五环，是一种无色透明液体，是一种优良的有机溶剂，主要用作油和脂肪的溶剂、提取剂，锂电池的电解溶剂、氯基溶剂稳定剂，药物中间体等。
二氧六环		(左图为 1,4-二氧六环，右图为 1,3-二氧六环) 是一种优良的有机溶剂，用途广泛，主要用于药物合成工艺中的反应介质及药物提纯过程中的萃取剂。

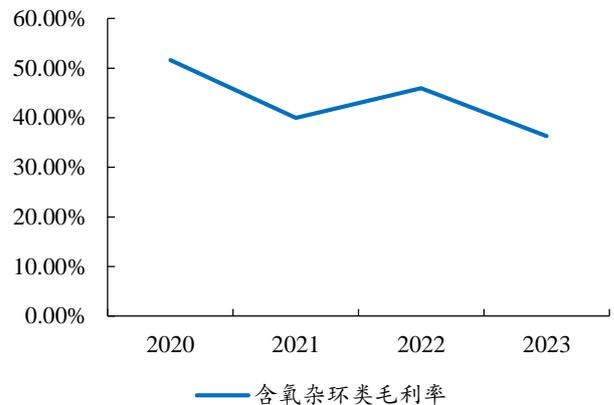
资料来源：公司公开发行说明书、Chemical Book、开源证券研究所

2023 年营收情况来看，森萱医药的含氧杂环类中的二氧六环产品作为一种优良的溶剂因抗病毒药物市场的需求量下降导致营业收入略有下降，另外，由于国内及国际市场的竞争进一步加剧，特别是印度市场的竞争，导致该品种销售价格大幅下降从而影响整体营业收入的下降。总体来看 2023 年含氧杂环类营收 1.31 亿元，同比下滑 16.31%。

盈利能力上，需求下降与市场竞争加剧的背景下，公司含氧杂环类产品毛利率 2020 年时较高，达到 51.60%，随后波动下滑至 2023 年的 36.31%。

**图5：2023 年含氧杂环类营收下滑 16.31%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2023 年含氧杂环类毛利率 36.31%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.3、医药中间体：总体毛利率趋稳，2023 年氟系列由于下游农药行情利润承压

医药中间体产品主要涵盖抗艾滋病类医药中间体、抗癫痫类医药中间体、抗肿瘤类医药中间体等。

**表3：森萱医药的医药中间体产品包括抗艾滋病类、抗癫痫类抗肿瘤类等**

产品类别	产品名称	主要功效
抗艾滋病类	利托那韦类	利托那韦医药中间体，用于利托那韦的合成。利托那韦是一种 HIV 蛋白酶抑制剂，具有抗人免疫缺陷病毒（HIV）的活性，用作抗病毒药。蛋白酶抑制剂的机理是能可逆性占据酶与底物作用的空间，使 HIV 蛋白酶不能与底物结合而水解相应的肽键肽，从而抑制新病毒组装时所需的功能性酶和结构蛋白的合成，阻碍病毒的成熟。
抗癫痫类	苯巴比妥类	用于苯巴比妥的合成。苯巴比妥属于广谱抗癫痫药物。该药物具有高效的催眠、镇静、抗惊厥及抗癫痫等功效。
	卡培他滨	卡培他滨类
	壬二酸(微粉)、杜鹃花酸	广泛用于医药和化妆品
	2-苯基-2-氟基丁酸乙酯	
其他类	苯乙酸乙酯	苯乙基酯、化工、农药、医药中间体
	氯乙酸甲酯	在农药上主要用于合成杀虫剂乐果、氧乐果的中间体硫磷酯、氧硫磷酯及氯乙酰甲胺，作为一种有机合成原料，也可用于医药、粘接剂、表面活性剂的制备，还可用作溶剂
	氯乙酸乙酯	可用作制药、香精的原料，也可用作溶剂
	氟乙酸甲酯	用作生产氟吡啶酸、环丙氟吡啶酸、5-氟尿嘧啶、氟苷、喃氟啶、双吡啶 5-氟-4-羟基嘧啶等药物的基本原料，也可作为农药、染料中间体
	氟乙酸乙酯	用作医药中间体，用于 5-氟尿嘧啶、氟胞嘧啶的合成；用作有机合成中间体

资料来源：公司公开发行说明书、公司官网、开源证券研究所

2022 年公司医药中间体营业收入较上期增加 3,356.30 万元，同比增加 39.74%，原因为随着子公司宁夏森萱在报告期内开始正常生产、销售，氟氟系列医药中间体的收入增加。

2023 年情况来看，森萱医药的医药中间体产品中的氟系列产品受下游农药行情持续低迷的影响，该产品量、价均大幅下降从而影响整体营业收入下降。2023 年营收规模 1.12 亿元，同比下滑 4.94%；与 2022 年相比，2023 年毛利率为 24.40%基本保持稳定。

图7：2023年医药中间体营收规模 1.12 亿元

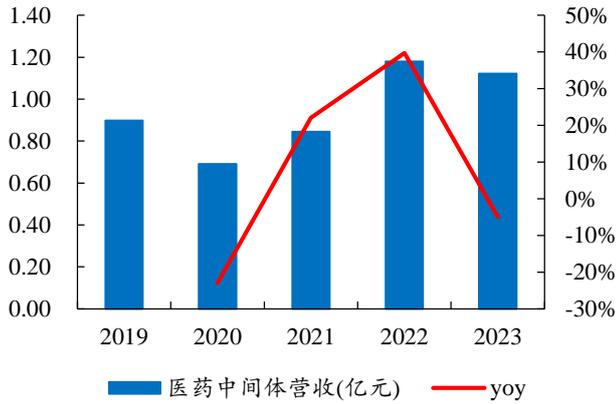
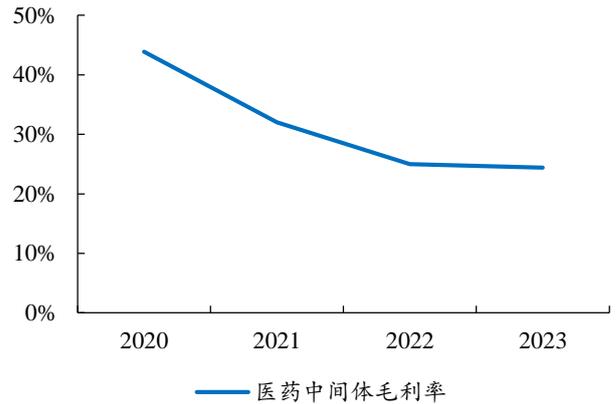


图8：2023年医药中间体毛利率 24.40%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、发展历程：外延并购整合产业链，实际控制人为南通市国资委

森萱医药成立于2003年4月22日，经过近20年的发展，公司产品体系已经完成了从医药中间体、化工中间体向医药原料药、医药中间体、化工中间体上下游一体化发展的转变。

森萱医药通过重大资产重组，共同投资设立控股子公司等方式完成了对产品上下游的整合，保证了原料供应。公司对以往产品结构进行了升级，淘汰了部分高能耗、高污染、低附加值的产品，形成了以高新材料为支点、原料药为核心、医药中间体为拓展的产品结构，形成了更科学、更高效的产品结构，并完成了原料药品种再注册，发展情况可观。

图9：通过产业链整合形成上下游协同布局



资料来源：公司公开发行说明书、公司公告、开源证券研究所

森萱医药已建立起以全资子公司南通森萱药业有限公司为医药中间体，以全资子公司精华制药集团南通有限公司为原料药的一体化产业链模式。公司同时具备医药中间体与原料药生产、研发及销售的实力，一方面通过医药中间体的研发，进一步提高及完善了公司原料药产品的优势；另一方面，通过原料药市场的国际化地位，为医药中间体的发展拓宽了国际视野，更为医药中间体的研发提供了新的要求及思路，从而有力的增强原料药自身的核心竞争力。

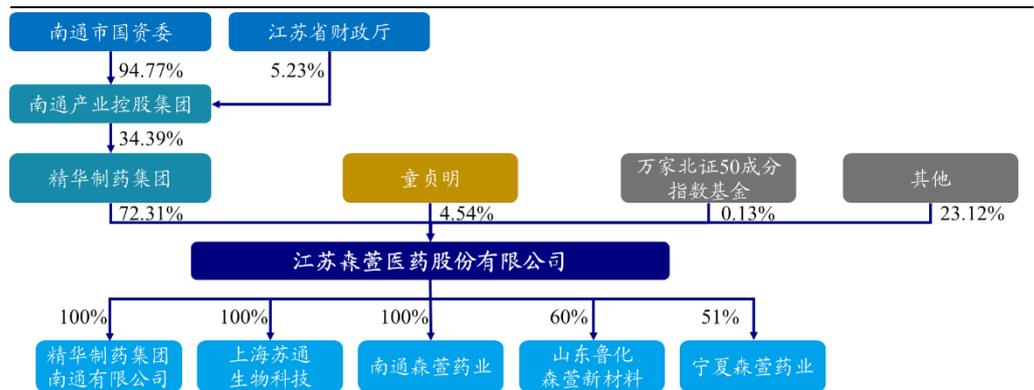
图10: 森萱医药不断扩充完善产品矩阵



资料来源: 公司公开发行说明书、亿渡数据、开源证券研究所

公司股权结构稳定, 实际控制人为南通市国资委。根据 2023 年报数据显示, 控股股东精华制药持有 72.31% 股份。南通产控持有精华制药 34.39% 股份, 是精华制药控股股东。南通市国资委持有南通产控 94.77% 股权, 对南通产控具有绝对控制权。森萱医药实际控制人为南通市国资委, 万家北证 50 成分指数基金持股占比 0.13%, 进入前十大股东, 前十大股东合计持股比例约 78.60%。

图11: 森萱医药实控人为南通市国资委



数据来源: Wind、开源证券研究所 (数据截至 2023 年报)

森萱医药旗下子公司有精华制药集团南通有限公司、上海苏通生物科技有限公司、南通森萱药业有限公司、山东鲁化森萱新材料有限公司、宁夏森萱药业有限公司。其中, 上海苏通为贸易型公司, 其他子公司都为生产型企业, 各子公司从事的业务均在公司的主营业务原料药、医药及化工中间体的研发、生产和销售范围内。

森萱医药近年完成多项在建工程, 2022 年 12 月鲁化森萱 2000 吨/年三聚甲醛切片项目基础建设基本完成, 部分原料药品种在欧美市场注册成功, 为未来收入增长奠定基础。

表4: 森萱医药 2023 年在建工程逐步推进

工程名称	预算数 (万元)	2023 年增加 (万元)	工程投入占预算比例	工程进度
南通公司甲醇钠等原料厂内输送方式改造项目	180.00	50.47	28.04%	30.00%
南通公司年产 40 吨利托那韦、60 吨琥布宗原料药建设项目	3,300.00	630.41	19.10%	20.00%
鲁化森萱 8000 吨/年二氧戊环节能降耗改造	1,090.00	66.51	6.10%	5.00%
宁夏森萱企业污水处理“一企一管”项目工程	246.50	30.24	78.72%	100.00%

工程名称	预算数(万元)	2023年增加(万元)	工程投入占预算比例	工程进度
宁夏森萱安全生产装置提升改造工程(3号仓库及罐区)	385.00	238.07	61.84%	65.00%
合计	5,201.50	1,015.69	-	-

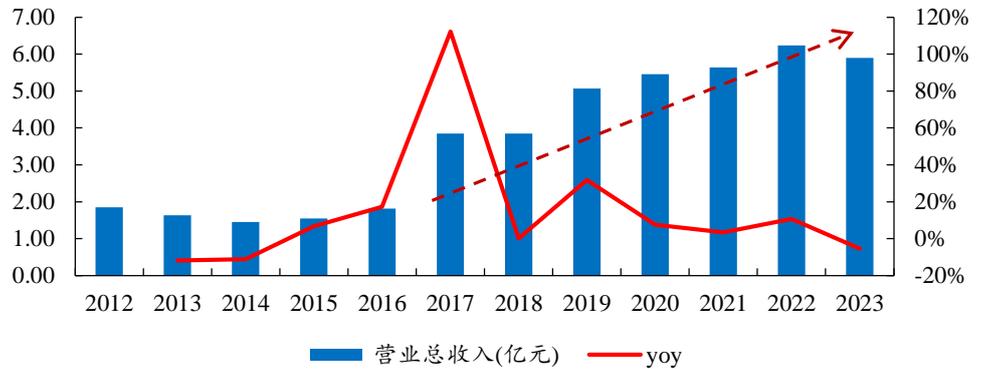
数据来源：公司 2023 年报、开源证券研究所

### 1.3、财务状况：受中间体市场环境的影响，2023 年收入利润承压

重组完成后公司整体业绩显著增长。2018 年完成重大资产重组注入原料药业务，2018-2022 年营业收入和净利润保持稳健增长，收入从 2018 年的 3.85 亿元稳步增长到 2022 年的 6.24 亿元，CAGR 为 12.81%。

2023 年在化工产品大幅跌价、欧美对华贸易冲突、印度产业调整等诸多不利因素的背景影响下，收入出现小幅下滑，2023 年实现营业收入 5.90 亿元，同比下降 5.46%。

图12：森萱医药 2017 年开始营收增速明显加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

2018 年，归母净利润从 2018 年的 4686 万元快速提升至 2022 年的 1.61 亿元，CAGR 达 36.05%。2023 年，归母净利润小幅下滑至 1.35 亿元，同比下降 16.21%。

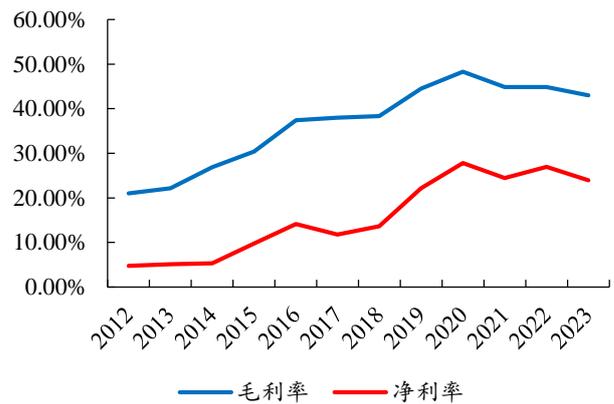
随着重组后协同效用的提升，利润率同样持续提升，2020 年公司毛、净利率位于最高点，分别为 48.33%、27.78%。2020 年之后，化工中间体和医药中间体的毛利率出现大幅下降，导致公司整体盈利水平出现下滑，主要原因为中间体市场需求量下降以及印度进口产品的竞争，但整体保持相对稳健。2023 年毛利率、净利率分别为 43.01%、23.95%。

图13: 2020年以来归母净利润在1.5亿元上下波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 森萱医药2023年毛净分别为43%、24%

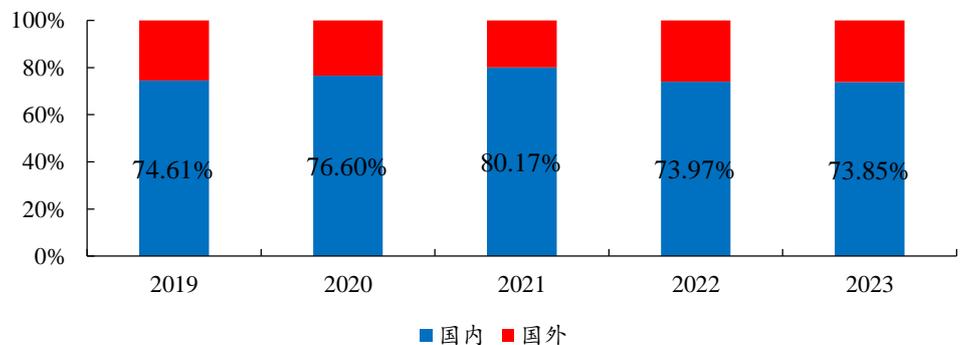


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司拥有完善的产品管理体系，为产品质量打下了坚实基础。目前，森萱医药拥有 20 种国内原料药注册批件，其中 10 种原料药品种已获得国内 GMP 认证资质、5 种原料药品种已获得欧盟 CEP 认证资质，2 种原料药品种已获得澳大利亚 GMP 认证资质，4 种原料药产品已获得美国 DMF 注册文件，1 种原料药产品已获得美国 VMF 注册文件，且公司已通过了美国 FDA 现场核查，产品远销欧洲、美洲、亚洲，拥有较强的海外市场竞争实力。

2019-2021 年间，公司国内收入占比有升高趋势，自 2019 年的 74.61%提升至 2021 年的 80.17%。2022 国内营收占比有所回落，2023 年与 2022 年相对内外销占比基本稳定，2023 年公司国内营收为 4.35 亿元，占比 73.85%。

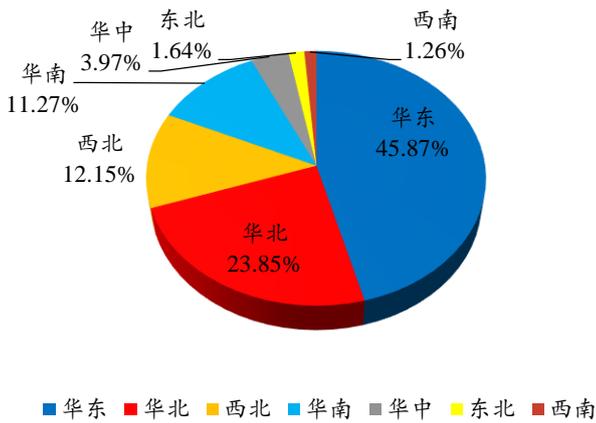
图15: 国内外营收占比小幅波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

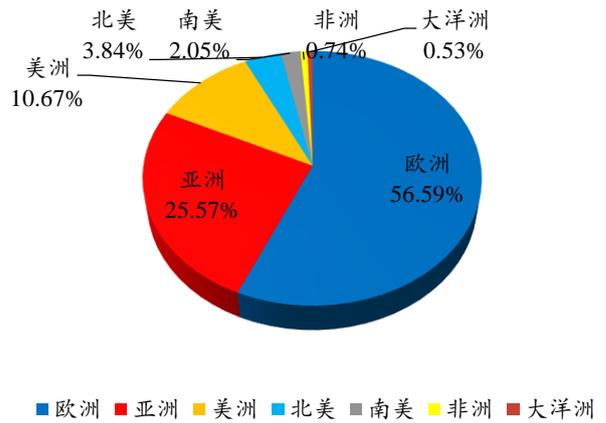
细分地域来源来看，2021H1 的数据中，内销营收中华东、华北占比较高，分别为 45.87%、23.85%，其次超过 10%的还有西北 12.15%、华南 11.27%。国外的营收来源主要为欧洲，占比 56.59%，其次为亚洲的 25.57%、美洲 10.67%。

图16: 2021H1 中国大陆营收中华东、华北占比较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2021H1 国外营收欧洲、亚洲占比较高

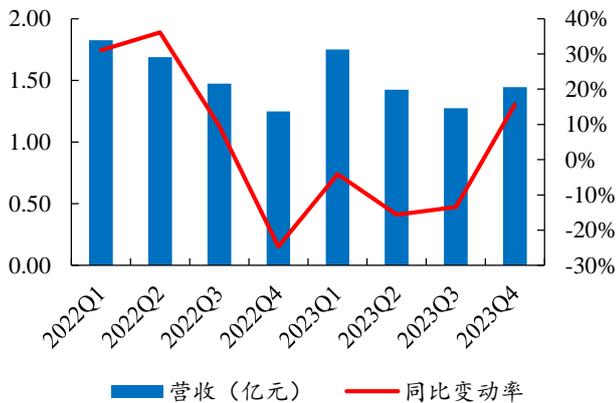


数据来源: Wind、开源证券研究所

根据公司 2023 年 9 月公告, 目前化工产品的价格已出现回升的趋势, 公司判断影响公司上半年收入下降的含氧杂环类产品价格继续下跌的可能性不大, 含氧杂环类产品价格应该是平稳中略有上升。

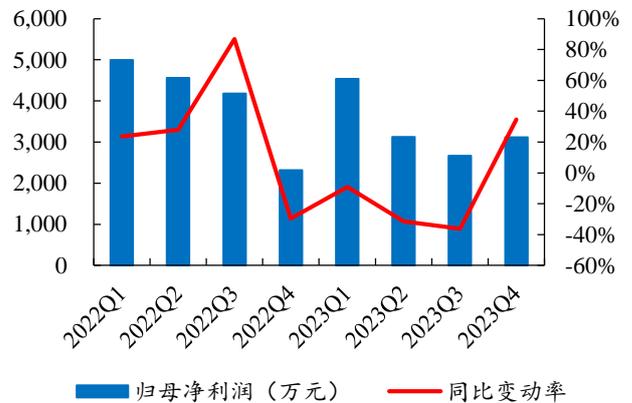
分季度来看, 2022Q4 开始公司营收进入同比下滑阶段, 2023Q4 恢复增长。2023Q4 单季度营收实现 1.44 亿元, 同比增长 15.61%; 2023Q4 单季度归母净利润规模为 3,120.46 万元, 同比增速 34.70%。

图18: 2023Q4 单季度营收同比增长 15.61%



数据来源: Wind、开源证券研究所

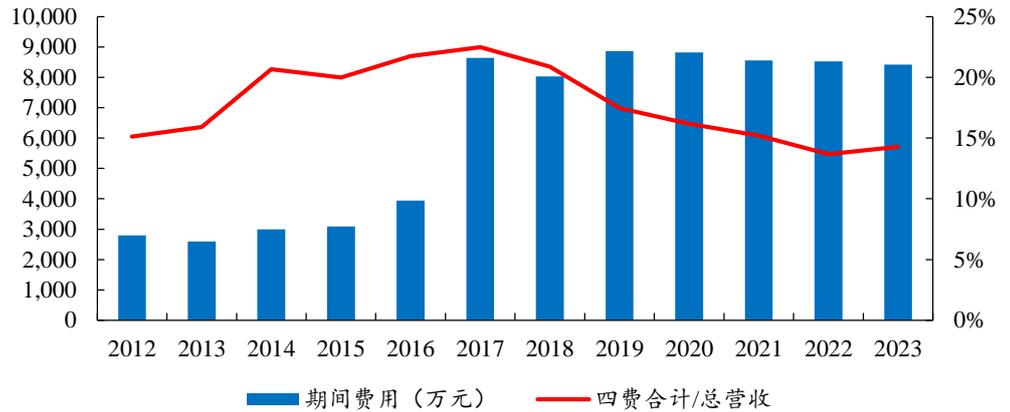
图19: 2023Q4 单季度归母净利润同比增长 34.70%



数据来源: Wind、开源证券研究所

同时, 在规模化和精细化管理的推动下, 公司期间费用率不断下降, 由 2018 年的 20.88%降低至 2023 年的 14.30%。

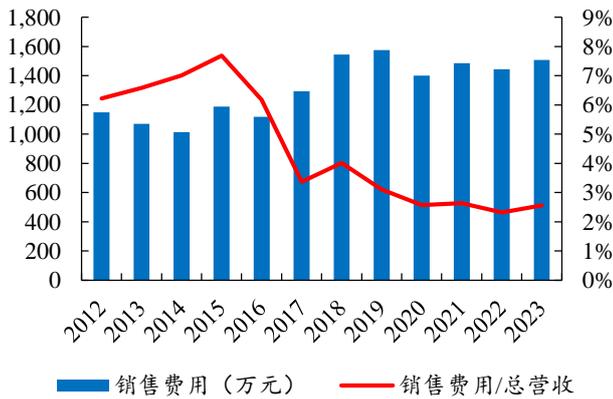
图20: 森萱医药 2017 年以来期间费用率不断下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

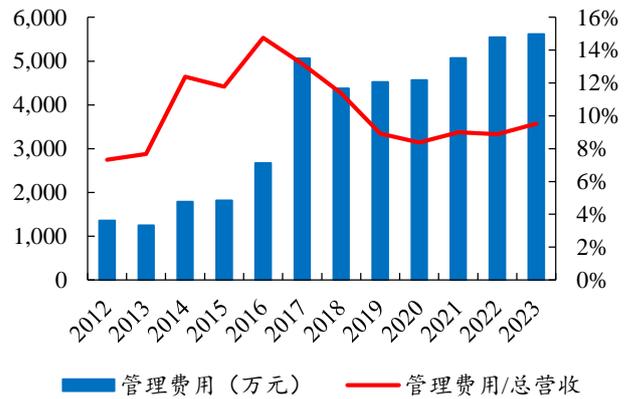
细分类来看, 公司销售费用自 2018 年以来变动幅度较小, 销售费用率基本位于 2.5-3% 的水平; 管理费用自 2019 年开始基本维持在 9% 上下。

图21: 2023 年公司销售费用率 2.56%



数据来源: Wind、开源证券研究所

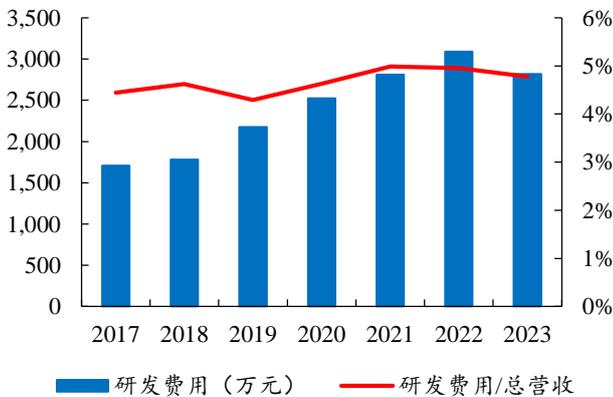
图22: 2023 年公司管理费用率 9.53%



数据来源: Wind、开源证券研究所

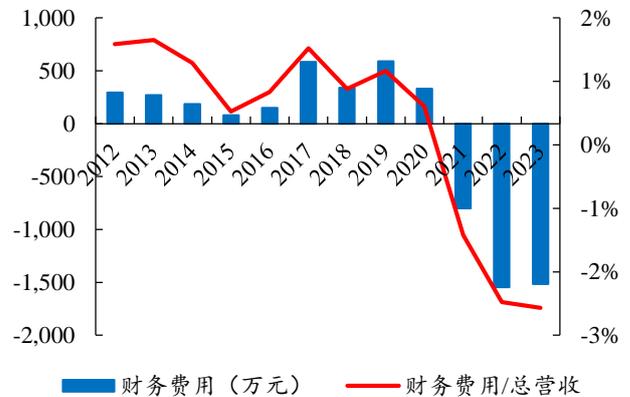
自 2017 年公司研发费用基本维持增长趋势, 研发费用率保持平稳, 2023 年研发费用率为 4.78%。2023 年财务费用率为-2.57%。

图23: 2023 年公司研发费用率 4.78%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 2023 年公司财务费用率-2.57%



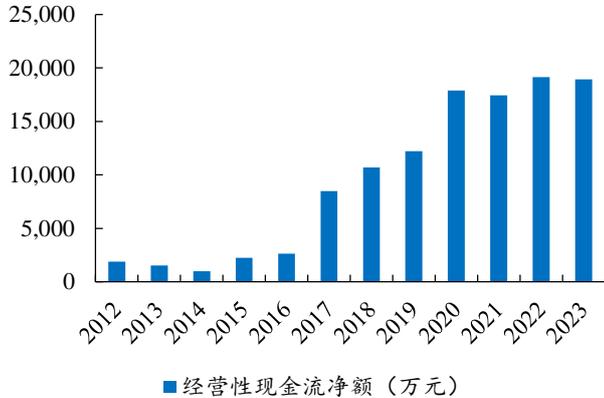
数据来源: Wind、开源证券研究所

近 4 年公司经营性现金流净额基本维持平稳, 公司 2023 年经营现金流净额为

1.89 亿元。

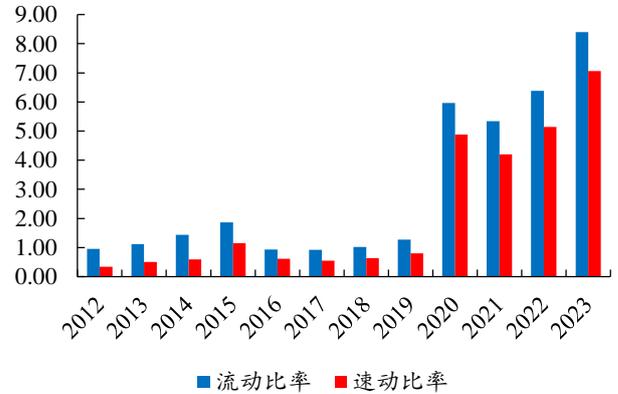
2020 年开始，公司偿债能力逐年稳步提升。2023 年公司的流动比率与速动比率分别为 8.40、7.06。

图25：2023 年经营活动现金流净额维持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：公司偿债能力稳步提升 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、行业：成长性与盈利性兼备，原料药行业前景可期

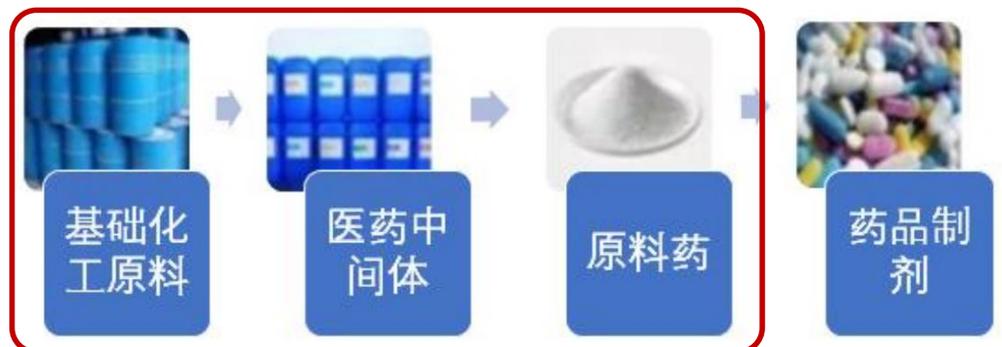
### 2.1、概念解析：原料药行业壁垒较高，利润空间较大

公司主营业务为原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体的研发、生产及销售，其中原料药收入占比均超过 50%。

原料药(active pharmaceutical ingredient, 通常缩写为 API), 按照来源可分为化学合成原料药和天然化学原料药两类。原料药指作为药品的一种活性成分被用于药品制造中的任何一种物质或物质的混合物, 原料药具有一定的药理活性或其他直接的药效作用, 但只有在经过加工成为药物制剂后才能成为供临床应用的药品。

医药中间体, 是医药化工原料至原料药或药品这一生产过程中的一种精细化工产品, 化学药物的合成依赖于高质量的医药中间体。

图27：森萱医药所处产业链中上游位置



资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

从下游制剂所处生命周期来看，原料药可以分为专利原料药、特色原料药和大宗原料药三类。其中特色原料药主要对应专利保护期过后药品，仅少数企业可进行

生产，利润率可维持在较高水平。特色原料药的研发通常在专利到期前 5 年至 6 年即开始进行首仿或抢仿。

**表5：特色原料药利润率可维持在较高水平**

专利原料药		特色原料药	大宗原料药
专利期	专利保护期内	专利保护期过后	专利保护期过后较长时间
利润率	利润率高	可维持在较高水平	利润率较低、需求量大，市场竞争激烈
企业实力要求	需要强大的研发能力	专利到期前 5-6 年开始研发、合作进行首仿或抢仿。能生产的企业较少。	对成本控制能力要求高
与下游关系	合作关系通常较为稳定，并可能拓展合作项目。	关系相对紧密，因为需要合作抢占市场份额。	与下游客户的关系较为松散

资料来源：华经产业研究院、公司公开发行说明书、开源证券研究所

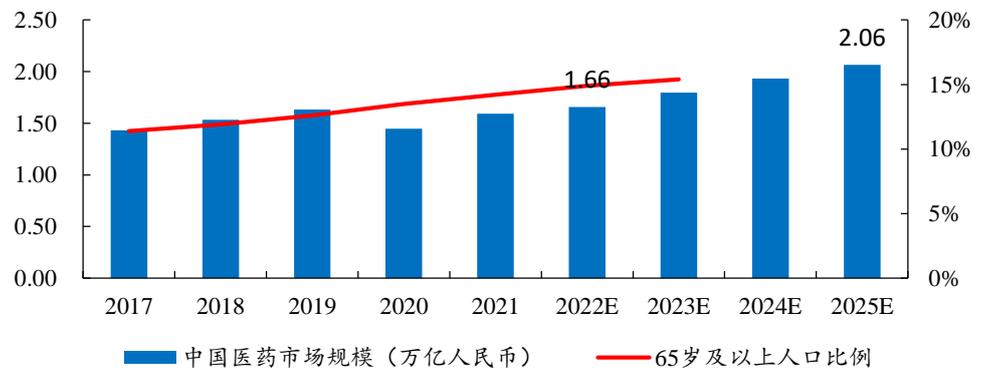
## 2.2、行业发展：大量专利药到期，叠加政策利好推动原料药行业发展

### 2.2.1、人口老龄化背景下，医药行业增长态势良好

全球人口数量持续增加，老龄化趋势日益明显，这两大因素共同推动了医药行业的持续增长。随着人口增长、老龄化趋势以及人们健康意识的不断增强，医药行业将持续保持稳健的增长态势。

中国的人口老龄化趋势正在加速，中国 65 岁及以上人口占总人口比例从 2013 年的 9.70% 上升到 2023 年 15.40%。伴随人口老龄化趋势，我国医药市场也得到迅速发展，根据弗若斯特沙利文预测，2022-2025 年中国医药市场规模将从 1.66 万亿增长至 2.06 万亿人民币，年复合增长率达 7.57%。

**图28：伴随老龄化趋势，预计中国医药市场规模发展迅速**



数据来源：Wind、国家统计局、弗若斯特沙利文、知原药业招股说明书、开源证券研究所（注：人口数据为实际数据，中国医药市场规模 2022-2025 年为预计数据）

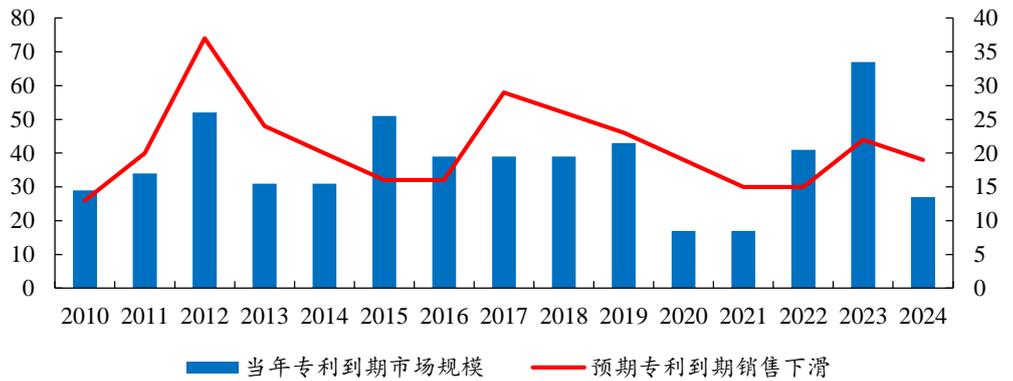
### 2.2.2、大量专利药即将到期，2020-2024 年仿制药替代空间约为 170-340 亿美元

大量专利药即将到期，不仅将为仿制药市场提供增长动力，同时也将带动原料药和医药中间体行业的增长。据 Evaluate Pharma 发布的报告显示，2020-2024 年将有近 1700 亿美元的专利药到期。按照仿制药价格约为专利药的 10%-20% 计算，近 5 年的仿制药替代空间大概为 170-340 亿美元。这其中，特色原料药的发展空间尤其大。目前我国原料药产业的市场化程度较高，但主要集中于生产技术含量较低的大宗原料药。

未来大量专利药到期，给予国内特色原料药行业良好的竞争机会。特色原料药

的竞争主要体现在准入资质、竞争速度、技术竞争、质量竞争和价格竞争五大方面。2010年至2024年，每年面临专利悬崖而损失的药品销售额均在100亿美元以上，为仿制药企业带来替代机会。在新品种拓展方面，国内特色原料药企业加速丰富产品管线，提高国际市场竞争力；在政策方面，带量采购背景下，特色原料药企业快速切入下游制剂市场实现“原料药+制剂”“一体化”，部分原料药企业还可参与下游制剂权益分成。

图29：2023年全球专利药到期市场规模庞大（单位：十亿美元）



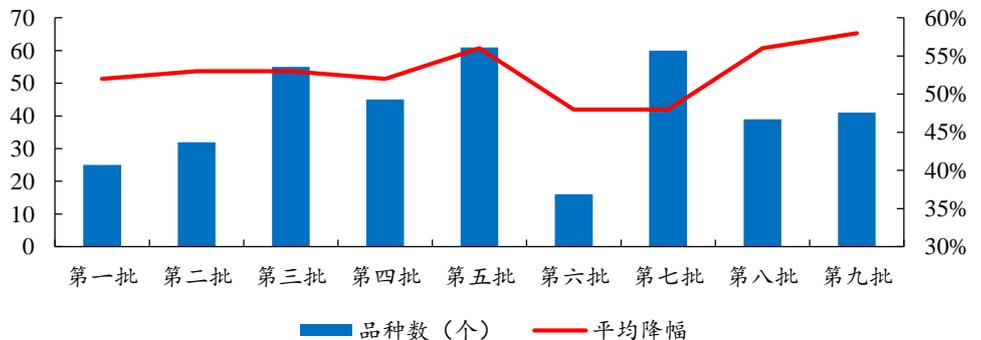
数据来源：Evaluate Pharma、药智咨询、开源证券研究所

### 2.2.3、带量采购导致仿制药价跌量升，特色原料药价格受到影响小+受益需求增长

2018年以前，国内仿制药行业毛利率较高，呈现出较大的吸引力。为了提高医保经费利用率，降低仿制药和已过专利期的原研药的暴利，挤压传统商业模式带来的高比例营销费用，我国2018年开始推动带量采购模式。

目前带量采购主要针对下游制剂中的“新”仿制药，平均降价幅度超过50%，但销售量也同时得到保证，仿制药处于价跌量升局面。随着仿制药集采推进，药物价格的进一步下降和民众对于疾病的知晓率和治疗率的不断提升，特色原料药的用量有望随着仿制药的价跌量升而快速提高。同时，原料药企业由于上游供应的稀缺性，议价权较强，受降价影响较小，将显著受益于仿制药用量的提升。

图30：国家级带量采购后仿制药价格大幅下降



数据来源：国家组织药品联合采购办公室、艾美达医药咨询、中国医药报、东营医保、开源证券研究所

## 2.3、行业趋势：政策推动产业整合升级，行业集中度进一步提升

2012年，《国家药品安全“十二五”规划》提出了仿制药要和原研药品质量和疗效保持一致的多方位要求，且规定制剂和原料药绑定通过一致性评价后，制剂厂商如果想更换原料药，需要对其工艺和质量标准进行第二次评价，大幅提高所需要花费的时间和资金成本。这导致下游行业对原料药质量要求更高，使得行业进一步集中化，原料药企业在产业链中的地位得到提升，原料药企业对于下游药企议价权加强，原料药的价格有望维持。

据工业和信息化部、国家药监局等部门发布的《推动原料药产业绿色发展的指导意见》，明确到2025年，**产业结构更加合理**，采用绿色工艺生产的原料药比重进一步提高，高端特色原料药市场份额显著提升；**产业布局更加优化**，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地；**技术水平有效提升**，突破20项以上绿色关键共性技术，基本实现行业绿色生产技术替代；**绿色标准不断完善**，建立原料药绿色工厂、绿色园区、绿色管理标准评价体系，发挥优势企业绿色发展引领作用；**清洁生产水平明显提高**，单位工业增加值能耗、二氧化碳排放量、用水量以及二氧化硫等主要污染物排放强度逐步下降。

**表6：《推动原料药产业绿色发展的指导意见》发展目标为四大任务**

战略	具体内容
重点任务一：调整产业结构	鼓励优化产业资源配置，推进绿色生产技术改造，提高大宗原料药绿色产品比重，加快发展特色原料药和高端定制原料药，依法依规淘汰落后技术和产品。完善原料药行业准入标准，严格质量环保、卫生等标准，强化市场竞争机制和倒逼机制，减少低水平重复，逐步提高原料药产业集中度和规模化生产水平。
重点任务二：优化产业布局	按照生态保护红线、环境质量底线、资源利用上线、生态环境准入清单要求，合理规划产业区域布局，新建项目应位于依法设立的产业园区，并符合产业园区规划环评、建设项目环评要求。逐步提升原料药主产区绿色发展水平，加快环境敏感区企业升级改造和产业转移，环境空气质量未达标城市应制定更严格的准入标准。
重点任务三：加快技术创新与应用	强化企业技术创新主体地位，健全产学研用协同创新体系，集聚创新技术人才，增强原始创新和集成创新能力。聚焦产业绿色发展需求，加快推进绿色技术攻关和产业化应用，推广绿色酶法合成、微通道反应等绿色工艺，突破一批关键核心绿色技术，培育一批高质量创新型企业，打造一批创新平台、战略联盟、示范基地。
重点任务四：推行绿色生产标准	以提高质量、节能降耗、清洁生产、污染治理、循环利用和生态保护为着力点，制定推行原料药绿色工厂、绿色园区、绿色管理标准，构建资源节约、环境友好、生态文明的绿色生产体系。健全绿色生产评价体系，组织行业协会开展对标评价，鼓励企业申报绿色工厂，发挥优质企业标杆引领作用，推动提升行业绿色发展水平。

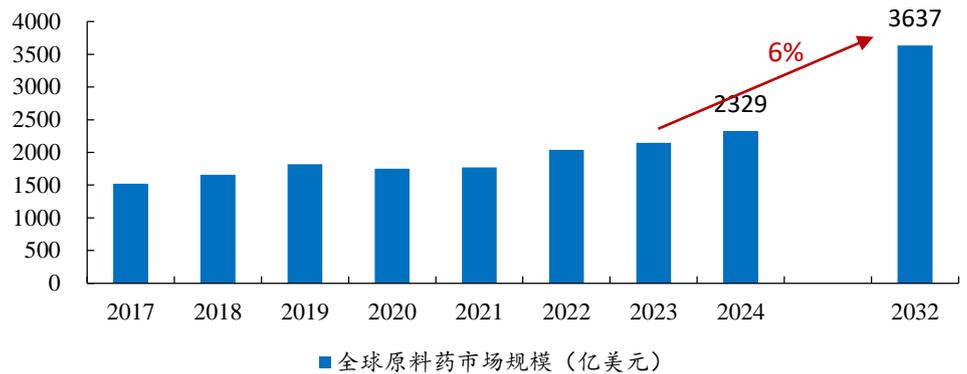
资料来源：工业和信息化部、前瞻产业研究院、开源证券研究所

## 2.4、市场规模：原料药市场规模广阔，新能源车拉动含氧杂环新增长

### 2.4.1、原料药：行业成长空间广阔，全球规模预期保持年增6%

受到世界经济发展、人口总量增长、社会老龄化程度提高、民众健康意识增强以及医疗体系日益健全的共同推动，全球医药行业持续增长中。全球医药行业的前景广阔。尤其在化学原料药领域，全球药品市场的扩大直接推动了原料药市场规模的逐年上升。

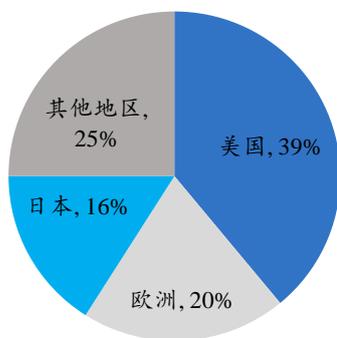
全球原料药市场规模预期保持年均6%增长，海外市场需求大。根据Precedence Research数据预测，2023至2032年全球原料药市场将保持6%的年均增长水平，整体市场规模将由2023年的2147亿美元增长至2032年的3637亿美元。

**图31：2032 年全球原料药市场规模有望达到 3637 亿美元**


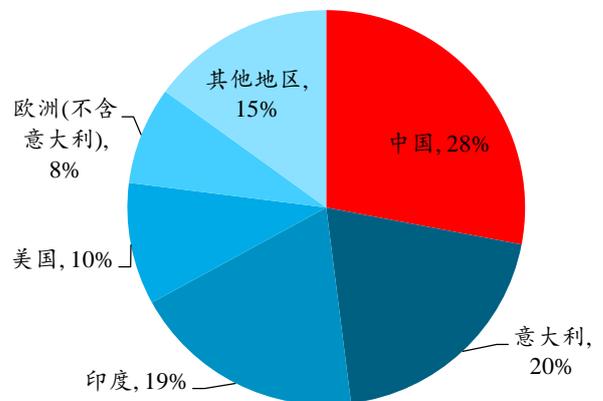
数据来源：Precedence Research、中商产业研究院、前瞻产业研究院、开源证券研究所

原料药行业已相对成熟，已经出现全球化供应格局。由于全球大型制药企业多分布在美、欧、日等发达地区，因此这三个地区需求合计占比高达 75%，整体需求量大。

从全球化学原料药的供给方面来看，供给区域主要集中在中、印、意、美和欧洲等地，但从 20 世纪 90 年代开始，欧美地区对环保的重视和人工成本的增加，使得中印等发展中国家在环保和成本方面的优势显现，加之中印两国的原料药厂商不断增加研发投入、优化生产工艺、提高技术水平，其在原料药行业的竞争地位不断提升，使得全球原料药市场逐渐向亚太地区转移。

**图32：全球原料药市场份额集中分布在发达国家**


数据来源：中国化学制药工业协会、中商产业研究院、开源证券研究所

**图33：2018 年全球化学原料药供给区域分布**


数据来源：公司公开发行说明书、前瞻产业研究院、开源证券研究所

从产量角度来看，中国已成为全球最大的化学原料药生产国和出口国之一。根据国家发改委价监竞争局统计数据，我国目前能生产的原料药多达 1500 多种。近年来，尽管面临环保压力，我国原料药产量仍然保持增长。2013-2017 年，我国化学药品原料药产量整体呈增长趋势，从 271 万吨增长至 347.8 万吨，年复合增长率 6.44%。2018-2019 年受环保压力等因素的影响产量下降。2020 年开始恢复增长，2020-2022 年复合增长率为 15.16%。

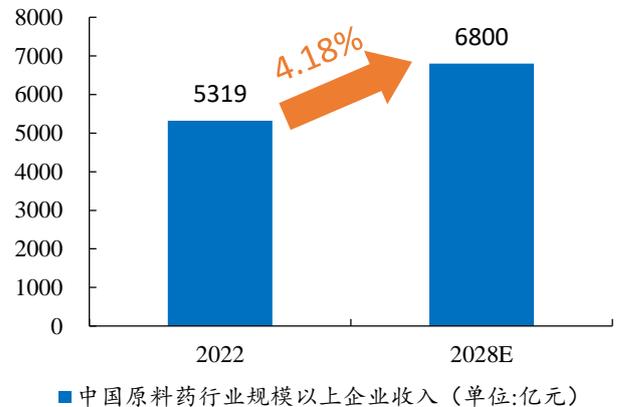
从市场规模角度来看，2019-2022 年我国原料药市场迅速发展。国家大力推动供给侧结构性改革，主要依托监管和引导的方式逐渐淘汰落后产能，鼓励原料药企业转型升级，同时加大原料药市场规范力度。根据前瞻产业研究院数据预测，到

2028 年我国化学药品原料药行业规模以上企业市场规模将超过 6800 亿元，年均复合增长率达到 4.2%。

图34：近年中国原料药产量规模迅速提升



图35：中国原料药市场规模预期成长空间广阔



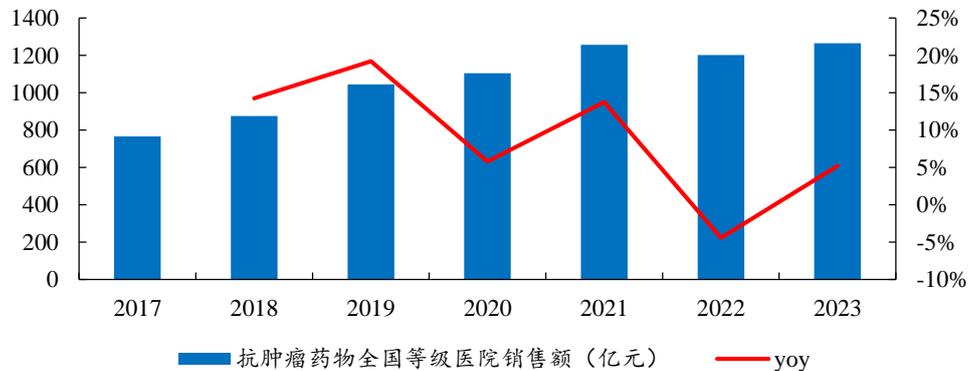
数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

数据来源：中国化学制药工业协会、中国医药企业管理协会、前瞻产业研究院、开源证券研究所

## 2.4.2、抗肿瘤药：2023 年全国等级医院抗肿瘤药销售额 1265 亿元，同比增长 5%

肿瘤是威胁人类生命安全的主要疾病之一。据中康开思系统显示，2023 年全国等级医院抗肿瘤药物销售总额约 1265 亿元，同比增长 5.2%，市场表现稳中有进。其中，单克隆抗体和抗体药物偶联物占据 34% 的市场份额，销售额达 434 亿元；蛋白酶抑制剂占据 24% 的市场份额，销售额达 301 亿元。

图36：2021 年我国抗癫痫药市场销售额 65.47 亿元，同比增长 10.74%



数据来源：新康界、中康开思、开源证券研究所

## 2.4.3、抗癫痫药：2021 年我国抗癫痫药市场销售额 65.47 亿元，同比增长 10.74%

癫痫是中枢神经系统常见慢性疾病。根据国家药监局的数据显示，我国癫痫总病率为 7.0%，约 1000 万癫痫患者，且每年约有 40 万新发癫痫患者，是第二大神经系统疾病。每年发病次数约在 50 万次，危害大，意外伤害多，死亡率高达 20%。

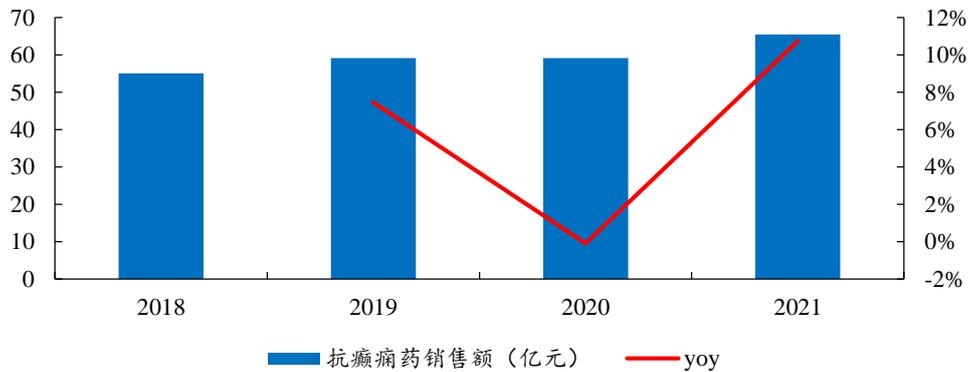
在成人癫痫患者中，61.7% 为局灶性癫痫。但儿童是癫痫高发期，18 岁以下儿童占全部癫痫患者的 60% 以上。多数患儿均需长期使用抗癫痫药物治疗。

传统抗癫痫药物的主要品种为丙戊酸钠、卡马西平、苯妥英钠、苯巴比妥，主

要销往医院端。新兴抗癫痫药物的主要品种有左乙拉西坦、拉莫三嗪、奥卡西平、托吡酯。第三代抗癫痫药物主要为拉考沙胺。

根据科瑞德招股说明书的数据，总体而言，我国抗癫痫药存在较大的市场前景。近年来，我国抗癫痫药的市场销售额增长较快，已由 2018 年的 55.06 亿元增长至 2021 年的 65.47 亿元，复合增长率约为 5.94%，具有较强的成长性。

**图37：2021年我国抗癫痫药市场销售额65.47亿元，同比增长10.74%**



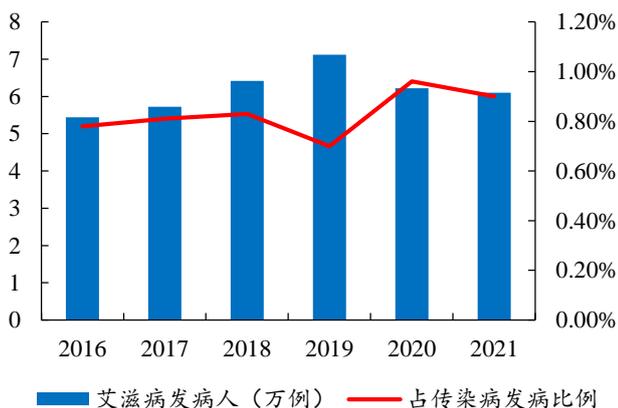
数据来源：科瑞德招股说明书、米内网、开源证券研究所

#### 2.4.4、抗艾药：2021年中国 HIV 药物市场规模为 3.94 亿美元，同比增长 18%

艾滋病，又称获得性免疫缺陷综合征（AIDS）是由人类免疫缺陷病毒（HIV）引发的全身性疾病。

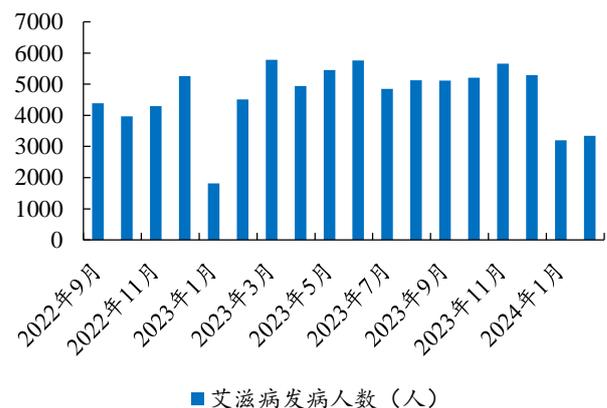
自 2020 年起中国艾滋病发病人数开始逐年下滑，2021 年中国艾滋病发病人数为 6.10 万例，较 2020 年减少了 0.11 万例，同比减少 1.83%，占全国传染病发病总人数的 0.90%。2023 年合计艾滋病发病人数为 5.95 万人。

**图38：2019年以后中国艾滋病发病人数开始逐年下滑**



数据来源：国家疾病预防控制中心、智研咨询、开源证券研究所

**图39：2023年合计艾滋病发病人数为5.95万人**



数据来源：国家疾病预防控制中心、开源证券研究所

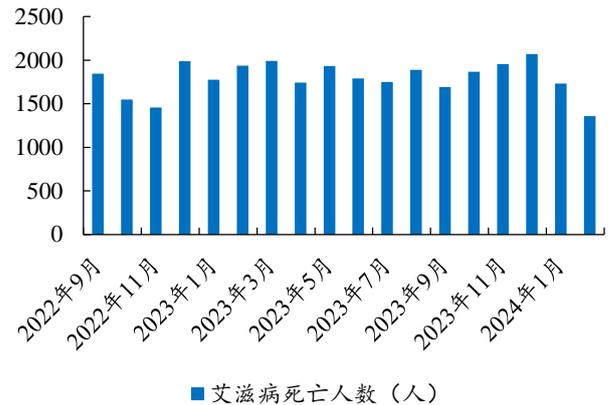
虽然 2021 年中国艾滋病发病人数较 2020 年有所下滑，但死亡人数却在增加，2021 年中国艾滋病死亡人数达 1.96 万人，较 2020 年增加了 0.08 万人，同比增长 4.27%，占全国传染病死亡总人数的 88.4%。2023 年中国艾滋病死亡人数达到 2.24 万人，对比 2021 年数据增加 0.28 万人。

图40：2021年艾滋病死亡数占传染病死亡数比例上升



资料来源：国家疾病预防控制中心、智研咨询

图41：2023年艾滋病死亡人数 22393 人



数据来源：国家疾病预防控制中心、开源证券研究所

中国 HIV 病毒药物市场规模整体呈增长趋势，其中 2021 年中国 HIV 药物市场规模为 3.94 亿美元，同比增长 18%。

图42：2021年中国 HIV 药物市场规模为 3.94 亿美元，同比增长 18%



资料来源：智研咨询

#### 2.4.5、含氧杂环：二氧五环 2020 年国内供应量 17.4 万吨，新能源车拉动需求增长

二氧五环又称为 1,3-二氧五环、二氧戊环等，是一种优良的有机溶剂，外观呈水白色液体，可溶于水和乙醇。二氧五环属于含氧杂环类化工中间体，可作为电解溶剂、溶剂、提取剂、氯基溶剂稳定剂、药物中间体等，应用在化工、医药、农药、催化剂、锂电池、新能源汽车等领域。

根据新思界产业研究中心发布的《2022-2027 年中国二氧五环行业市场深度调研及发展前景预测报告》显示，近年我国二氧五环供应量不断提升，从 2015 年，的 13.2 万吨增长至 2020 年的 17.4 万吨左右。

从下游应用来看，二氧五环是共聚甲醛的第二单体，可用于生产多聚甲醛，目前多聚甲醛是二氧五环最大的应用领域，应用占比高达八成；其次为溶剂，作为锂电池溶剂，二氧五环主要应用在磷酸铁理路线的一次电池领域。

多聚甲醛可应用于家居建材、汽车零部件、电子电器、胶粘剂、制革、造纸等

领域。其中，家居建材是其主要应用领域市场占比达到了 70%以上。因为多聚甲醛具有低甲醛释放、环保安全等优点，能够推动居室内装修和建筑物外保温材料、吸音材料、密封材料等的广泛应用。

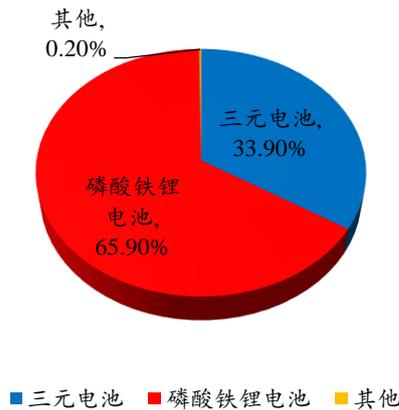
全球多聚甲醛市场规模 2022 年达 34.56 亿元，预计至 2028 年全球多聚甲醛市场规模将以 7.65% 的 CAGR 达到 53.48 亿元。从市场规模来看，多聚甲醛行业市场发展迅速。截至 2020 年，中国全聚甲醛市场总量已经超过 1600 万立方米，年销售额超过 105 亿元。

由于二氧五环属于锂电池电解液上游溶剂之一，近年来，随着新能源汽车快速发展，二氧五环市场需求不断增加，2020 年需求量达到 10.3 万吨左右。

与需要钴、镍等稀缺金属的三元锂电池相比，磷酸铁锂电池成本更低，尤其在锂电正极、负极、电解液等原材料齐涨价的当下，其规模化生产的成本压力较小，因此广受国内车企欢迎。

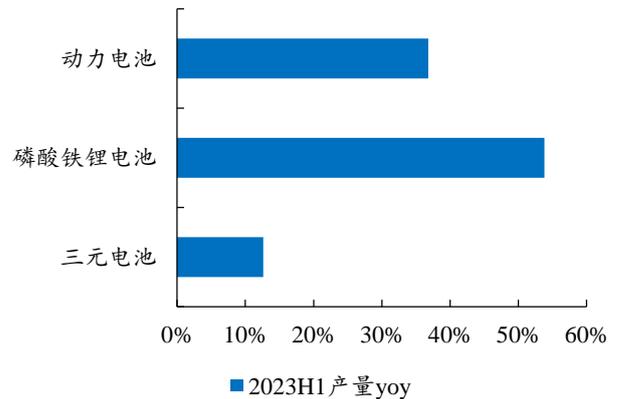
2023 年 1-6 月，我国动力电池累计产量 293.6GWh，累计同比增长 36.8%。其中三元电池累计产量 99.6GWh，占总产量 33.9%，累计同比增长 12.6%；磷酸铁锂电池累计产量 193.5GWh，占总产量 65.9%，累计同比增长 53.8%。

图43: 2023H1 磷酸铁锂电池产量占比 65.90%



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

图44: 2023H1 磷酸铁锂电池产量 yoy 53.8%



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

二氧五环生产区域集中度较高，目前我国二氧五环产能主要集中在华东、华北两大地区，在华中、华东等地区也有少量产能，其中森萱医药是国内二氧五环主要供应商之一。

### 3、亮点：加码布局小众特色原料药，盈利能力稳定领先同业

#### 3.1、研发实力强劲，研发费用逐年提升，125 项专利构建壁垒

原料药及医药中间体行业是技术密集型行业，研发创新能力是企业的核心竞争力。不断研究开发新药品、优化现有工艺，不仅是企业生存发展的关键，更是推动整个医药行业乃至人类生命健康事业的原动力。部分化学药品或由于结构的复杂、或由于合成条件的苛刻，开发新合成路线的难度较大，因此原料药企业的工艺设计能力的重要性愈发重要，企业必须拥有较强的技术力量、技术储备和经验丰富结构稳定的研发团队。

森萱医药自成立以来一直专注于特色原料药及医药中间体的研发、生产和销售，

对特色原料药和医药中间体持续投入研发，对现有产品的工艺技术不断进行优化，对原料药及医药中间体按照最先进的路线设计并研发，多项产品技术指标已达到国际先进水平，为在新领域的拓展打下坚实基础。为提高研发效率，在坚持自主研发的同时，与多所大学建立了合作研发关系，不仅加强了自身科研实力，同时借助外部专家团队的资源，确保了产品研发投入与市场需求始终保持着一致性。

**表7：与多所大学合作研发项目**

合作单位	合作项目	合作协议主要内容
江苏工程职业技术学院	5-氟尿嘧啶低碳、高效合成工艺及衍生物开发	主要进行5-氟尿嘧啶低碳、高效工艺开发，优化原料配比，提高反应收率，实现溶剂重复使用；同时进行5-FDU-TriPPPro化合物的合成开发，分步进行多项中间体的合成方法研究，优化反应投料比和温度，初步开发化合物重结晶方法。
上海交通大学	抗肿瘤原料药5-氟尿嘧啶及相关系列产品研发	研究开发绿色、高效、低碳5-氟尿嘧啶及系列产品的合成制备技术。以氟乙酸甲酯或氟乙酸乙酯为主要原料的路线设计：通过对反应原理的研究以及各工艺节点的分析，建立初步的反应模型，优化各原料配比。
枣庄学院	二氧戊环脱重塔重组分离综合利用技术的研究与开发	在对二氧戊环脱重塔重组分离及合成反应母液成分分析的基础上，研究废液综合利用技术可行性，最终实现二氧戊环生产过程的高利用、低排放的循环经济目标，以及进一步提高二氧戊环生产的经济效益。
枣庄学院	二氧戊环高效脱水技术的研究与开发	研究碱液萃取脱水过程中碱液循环利用的可行性，将一步碱液萃取改为碱液除杂和萃取脱水二步技术，从而实现萃取碱液的循环利用目标，试验确定碱液循环利用的最佳工艺条件。

资料来源：公司2023年报、开源证券研究所

森萱医药的子公司南通公司及鲁化森萱为高新技术企业，为提升新产品、新技术研发水平，实行业共性技术攻关，组建了三大省级研发平台：江苏省抗肿瘤药物工程技术中心、江苏省企业技术中心及江苏省研究生工作站，形成了化学药原料药从实验研发、小试、中试到小批量生产各环节研发能力，同时一定程度上具备了从事基础性研究能力。

**表8：公司有29项自主在研项目**

研发项目名称	项目目的	项目阶段	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
利托那韦中间体MTV-III绿色合成工艺的研发	优化工艺，实现绿色工艺化	已结题	针对合成成本高的缺陷，采用新的体系合成工艺	降低成本，优化工艺路线，降低三废，实现产品绿色化生产
二乙基丙二酸二乙酯合成工艺的改进研发	进一步优化改进合成工艺，提高反应效率和产品收率	已结题	提升关键工艺的控制点和质控点，同批反应中完成两次乙基化，溶剂回收套用	缩短反应周期，提高反应效率，减少三废排放，降本增效
基于反应精馏的苯基乙基丙二酸二乙酯合成工艺的研发	采用反应精馏技术对缩合反应进行改进	中试阶段	结合催化剂量化动态控制技术、精馏纯化技术及后处理纯化技术，制备产率高且纯度高的目标产物	提高反应效率，减少三废排放，降本增效，实现绿色化生产
苯乙酸甲酯高效连续化制备工艺的研发	开发苯乙酸甲酯的高效连续化制备工艺	中试阶段	提升关键工艺的控制点，优化原料配比，溶剂重复套用	为产品的进一步市场推广奠定了良好的基础，满足大量的市场需
利托那韦中间体BDH绿色合成工艺的研发	开发催化剂回收套用和母液回收套用技术，降低三废	中试阶段	通过中控优化工艺监控点稳定收率，提高产品质量，解决杂质产生的问题	既可以节能减排，实现环境效益，又可以降低污染物处理成本，实现经济效益，完成双赢目标
二氧六环高效催化合成工艺的研发	对制备工艺进行创新，制得产率高，纯度高，杂质少的产品	中试阶段	采用催化反应精馏工艺，结合新型的固体超强酸树脂催化剂制备高纯度产品	提高产品质量，减少杂质生成，降低三废排放，实现绿色化生产
壬二酸制备工艺的研发	新技术的开发	小试阶段	开发壬二酸的制备工艺，确定其质量标准与合成路线	开发新产品，丰富公司产品线，拓宽市场

研发项目名称	项目目的	项目阶段	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
扑米酮高效信息化工艺开发	提高工艺开发的信息化, 全面提高整体工艺设计与管理的工作效率	已结题	基于DCS控制的动态催化还原反应、缩合反应和质量控制的工艺技术, 通过补充试验, 三废研究, 完成工艺开发	提升生产效率, 降低人工成本, 提升产品质量
利托那韦原料药的制备	新技术的开发	中试阶段	开发利托那韦原料药的制备技术, 完成利托那韦原料药的质量及晶型研究	开发新产品, 丰富公司产品线, 拓宽市场
丙硫氧嘧啶合成工艺的改进研发	提高反应效率, 减少杂质的生成, 降低废液排放	已结题	优化现有丙硫氧嘧啶的合成工艺, 实现其绿色化生产	提高产品质量和收率, 实现节能减排, 降本增效
非那西丁制备及微粉工艺的研发	开发非那西丁的制备工艺以及后期成品的微粉工艺研究	已结题	优化现有非那西丁合成工艺和后处理方法, 实现产品微粉化	提高产品质量, 节约生产成本
吡罗昔康绿色化合工艺的研	研发吡罗昔康的绿色化合工艺	中试阶段	通过关键工艺控制点和质控点的提升, 以及精制有机溶剂的重复套用研究, 进一步完善吡罗昔康的合成工艺	提高产品质量和收率, 实现节能减排, 降本增效
5-氟尿嘧啶低碳、高效合成工艺的研发	研发5-氟尿嘧啶的低碳高效合成工艺	中试阶段	综合优化原料配比, 实现5-氟尿嘧啶盐酸水溶液的重复套用, 减少废水排放量	提高产品质量和收率, 实现节能减排, 降本增效
保泰松及其衍生物合成制备工艺的研发	在保泰松的合成工艺基础上, 开发其衍生物琥珀布宗的合成制备	中试阶段	通过添杂实验确定工艺安全冗余度, 解决缩合和精制工序技术难题	丰富产品线, 满足客户需求, 开拓国内外市场, 提高市场竞争力
苯巴比妥基于痕量杂质研究的工艺研发	开发验证痕量分析技术方法, 优化反应路线, 减少杂质产生	中试阶段	通过痕量技术分析, 降低产物中杂质的含量, 提高产物纯度	从技术层面降本增效, 提高收率, 减少杂质产生, 实现绿色化生产
替诺昔康工艺规程开发及质量研究	提高产品质量	小试阶段	在前期质量补充研究的基础上进行工艺路线开发	提升产品质量, 开拓国外市场
吡啶菁绿工艺路线开发及质量研究	新技术的开发	小试阶段	开发吡啶菁绿的制备工艺, 确定其质量标准与合成路线	开发新产品, 丰富公司产品线, 拓宽市场
酯化法连续化高效合成氯乙酸甲酯关键技术研究	提高技术水平、变间歇为连续生产, 降本增效。	已结题	变间歇为连续, 提高生产效率、稳定性及装置的自动化水平, 降本增效。	提高生产效率及稳定性, 降低生产成本, 提高产品市场竞争力。
氯乙酸乙酯高效能连续化合合成关键技术研究	提高技术水平、变间歇为连续生产, 降本增效。	已结题	变间歇为连续, 提高生产效率、稳定性及装置的自动化水平, 降本增效。	提高生产效率及稳定性, 降低生产成本, 提高产品市场竞争力。
二氯乙酸甲酯合成工艺关键技术研究	新产品、新工艺	已结题	合成工艺条件探索, 为中试提供理论基础	开发新产品, 丰富公司产品线
一步法制备2-氯丙二酸二甲酯工艺的研发	新产品、新工艺	小试阶段	合成工艺条件探索, 为中试提供理论基础	开发新产品, 丰富公司产品线
“绿色”连续性氯乙酸脂类柔性生产方法及装置的研发及应用	提高技术水平、变间歇为连续生产, 降本增效。	中试阶段	变间歇为连续, 提高生产效率、稳定性及装置的自动化水平, 降本增效。	提高生产效率及稳定性, 降低生产成本, 提高产品市场竞争力。
超高纯二氧戊环制备技术的研究与开发	优化反应配比、优化分离技术和反应条件等方法来提高二氧戊环的纯度达到超纯指标	已结题	提高二氧戊环的纯度达到超纯指标	提升产品质量, 开发高纯产品, 拓宽产品市场, 增强市场竞争力
固体三聚甲醛生产技术的研究与开发	研发无聚合物杂质和不易结块的造粒三聚甲醛产品	已结题	提高产品质量, 减少聚合物杂质和不易结块	开发新产品, 提高产品质量, 拓宽产品市场, 增强产品竞争力
二氧戊环高效脱水技术的研究与开发	降低碱液消耗从而降低二氧戊环生产成本	已结题	控制反应条件, 物料循环利用, 降低物料消耗和生产成本	提高物料利用率, 降低成本, 提高经济效益
二氧戊环反应浓缩技术的研究与开发	降低甲醛含量, 达到节能降耗提高产品质量	已结题	"优化反应配比、反应精馏二步冷凝的工艺方法来提高二氧戊环的浓度, 提高产品质量"	
	提高物料利用率, 降低成本, 提高经济效益			
乙二醇高转化率反应技术的研究与开发	提高乙二醇的转化效率	已结题	利用原材料, 减少资源浪费, 同时也利于产品质量的提高	提高物料利用率, 降低成本, 提高经济效益
二氧戊环稳定性控制技	延缓变质的速度、提高充氮	已结题	提高产品稳定性, 满足产品使用效	提升产品质量稳定性, 增强

研发项目名称	项目目的	项目阶段	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
术的研究与开发	保护、铁桶包装隔绝光照、添加高效抗氧化剂等措施提高产品稳定性		果的储存要求	市场竞争力
二氧戊环脱重塔重组分综合利用技术的研究与开发	实现二氧戊环生产过程的高利用、低排放的绿色循环经济目标	小试阶段	针对二氧戊环生产过程中的脱重塔重组分进行再循环使用的研究与工业化应用	提高环保综合利用效率，回收产品，降低排放，提高经济效益
利托那韦中间体 MTV-III 绿色合成工艺的研发	优化工艺，实现绿色工艺化	已结题	针对合成本高的缺陷，采用新的体系合成工艺	降低成本，优化工艺路线，降低三废，实现产品绿色化生产
二乙基丙二酸二乙酯合成工艺的改进研发	进一步优化改进合成工艺，提高反应效率和产品收率	已结题	提升关键工艺的控制点和质控点，同批反应中完成两次乙基化，溶剂回收套用	缩短反应周期，提高反应效率，减少三废排放，降本增效
基于反应精馏的苯基乙基丙二酸二乙酯合成工艺的研发	采用反应精馏技术对缩合反应进行改进	中试阶段	结合催化剂量化动态控制技术、精馏纯化技术及后处理纯化技术，制备产率高且纯度高的目标产物	提高反应效率，减少三废排放，降本增效，实现绿色化生产

资料来源：公司 2023 年报、开源证券研究所

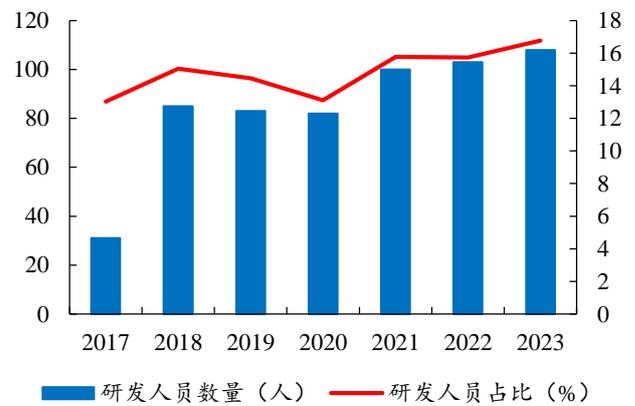
**研发投入方面：**公司始终将研发创新作为企业发展的原动力，致力于成为一家国内领先、国际先进的原料药及医药中间体优质供应商。2017 年至 2022 年，研发投入持续增长，研发费用由 1707.30 万元增长至 3088.42 万元，研发费用率由 4.4% 提升至 5.0%，2023 年研发费用略有降低，研发费用率基本平稳，为 4.78%。公司研发人才储备较为充裕，截至 2023 年末，研发人员 108 名，研发人员占总人数比例为 16.77%，相比于 2017 年的 13.03% 有较大提升。

图45：2017 年以来公司研发费用稳步提升



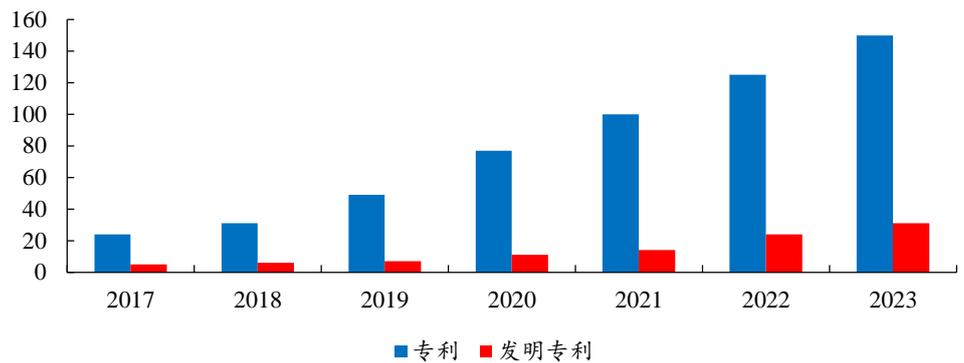
数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：2023 年公司研发人员占比 16.77%



数据来源：Wind、开源证券研究所

**研发成果方面：**截至 2023 年的年报数据，森萱医药拥有专利 150 项（其中发明专利 31 项）。主要产品氟尿嘧啶、苯巴比妥、二氧五环、二氧六环均为省级高新技术产品；氟尿嘧啶产品获得了南通市人民政府颁发的南通市科学技术进步三等奖，公司在抗肿瘤类原料药及抗癫痫类原料药领域具备较强的市场竞争力。

**图47：截至 2023 年报，森萱医药拥有专利 150 项发明专利 31 项（单位：项）**


数据来源：公司各年年报、开源证券研究所

我国原料药及医药中间体生产企业的客户往往为国外制药企业，在国外市场销售原料药产品通常需要取得药品注册认证，如美国的 FDA 认证、欧盟 CEP/COS 认证，相关认证的难度较大。此外，国外大型制药公司对于供应商的要求非常严格，涉及 GMP 认证、ISO 认证、EHS 系统认证等，其要求往往高于行业或者国家的标准。公司多数主导产品生产质量管理标准已经达到了欧美规范市场的要求。

此外，森萱医药还获得了专精特新企业、高新技术企业、科技型中小企业等认定。

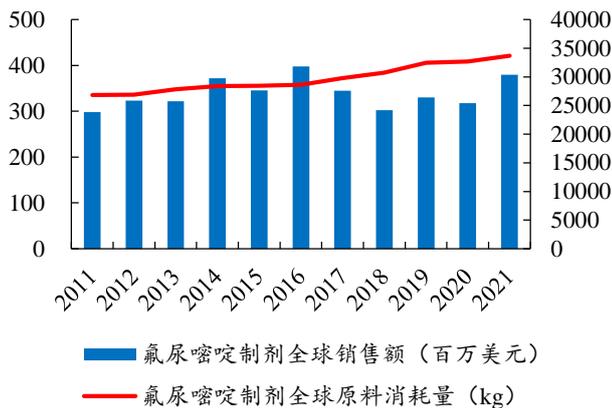
**表9：森萱医药获得多项荣誉**

序号	所获荣誉
1	省级“专精特新”认定
2	高新技术企业认定
3	公司获得“科技型中小企业”认定
4	南通公司获得江苏省小巨人企业称号
5	江苏省著名商标
6	南通公司获批设立江苏省博士后创新实践基地
7	氟尿嘧啶、苯巴比妥、二氧五环、二氧六环均为省级高新技术产品
8	氟尿嘧啶产品获得了南通市人民政府颁发的南通市科学技术进步三等奖

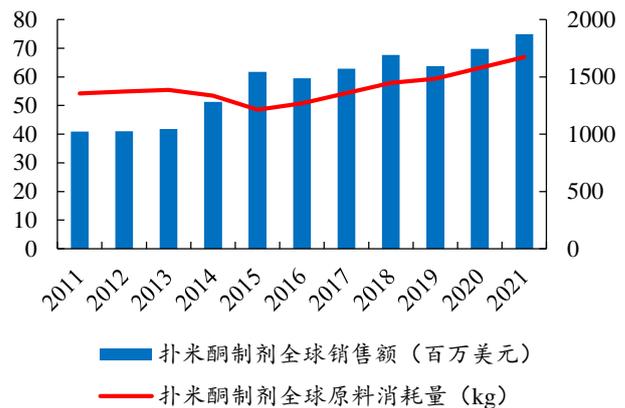
资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 3.2、加码布局特色原料药，巩固领先市场地位

**重点布局产品的下游市场空间广阔。**公司产品包括抗肿瘤原料药氟尿嘧啶、抗癫痫原料药扑米酮、治疗帕金森类原料药左旋多巴和卡比多巴，以及治疗肝炎类原料药联苯双酯。这些药对于疾病治疗具有独特功效，且下游疾病高发需要长期服药，近几年这些产品的下游制剂销售情况较好，带动原料消耗量增长。

**图48：氟尿嘧啶制剂全球销售情况良好**


数据来源：PDB 数据库、亿渡数据、开源证券研究所

**图49：扑米酮制剂全球销售快速增长**


数据来源：PDB 数据库、亿渡数据、开源证券研究所

**公司产品具有较强的市场竞争力。**原料药方面，森萱医药是国内取得氟尿嘧啶（抗肿瘤原料药）、苯巴比妥（抗癫痫类原料药）GMP 认证的 2 家企业之一，是国内取得保泰松、吡罗昔康（解热镇痛抗炎类原料药）GMP 认证的 4 家企业之一，并且是独家通过扑米酮（抗癫痫类原料药）GMP 认证的企业。医药中间体方面，公司生产的中间体包括抗艾滋病类中间体以及列入《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行第四版）》的抗病毒治疗药物。化工中间体方面，是国内最大的二氧五环及二氧六环供应商之一。而公司独特的市场地位是多年沉淀下的研发实力和资质壁垒所形成的。

**表10：森萱医药主要产品市场竞争地位有优势**

产品类别	产品名称	市场竞争地位
抗癫痫类原料药	扑米酮	通过国内 GMP 认证的独家企业
抗肿瘤原料药	氟尿嘧啶	通过国内 GMP 认证的 2 家企业之一
抗癫痫类原料药	苯巴比妥	通过国内 GMP 认证的 2 家企业之一
解热镇痛抗炎类原料药	保泰松	通过国内 GMP 认证的 4 家企业之一
解热镇痛抗炎类原料药	吡罗昔康	通过国内 GMP 认证的 4 家企业之一
化工中间体	二氧五环及二氧六环	国内最大的二氧五环及二氧六环供应商之一

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司 2020 年上市时募资净额 3.00 亿元，主要投资于募投项目特色原料药新、改、扩项目，补充流动资金。由于前期募投项目实施主体公司全资子公司南通森萱药业有限公司所在地如东县洋口镇园区区域环评未获批等原因，该募投项目一直未建设实施，现如东县洋口镇园区区域环评已获批，南通森萱尚未取得相关许可，同时，经市场调研，原计划实施的项目“30 吨/年双嘧达莫原料药项目”无论是市场容量、销售价格，还是公司实施该项目的成本情况，实施价值较小，**2023 年 12 月 8 日，公司公告拟在新的主体南通公司实施新项目“年产 40 吨利托那韦、60 吨琥布宗原料药建设项目”，项目建设期 1 年。**两项原料药的技术均为自行研发获得，技术工艺已经较为成熟，且目前两项药物均尚处于蓝海市场，存在良好的市场机遇。达产后年销售收入可达 30910 万元，年均净利润 2668 万元，税后投资回收期 3 年。

利托那韦、琥布宗原料药项目的实施，为公司对现有品种向下游进行延伸。

**利托那韦原料药**是利托那韦医药中间体的下游原料药延伸品种，是一种抗病毒药物，主要用于治疗艾滋病，在新冠肺炎流行期间，利托那韦也作为治疗新冠肺炎的主要药物，治疗重症新冠肺炎患者疗效较好，如今已列入新型冠状病毒诊疗指南，有望发挥重要作用。2023 年上半年我国利托那韦在医院渠道销售额出现大幅度增长，

同比增长率高达 4261.4%。

**琥布宗**原料药是原料药品种**保泰松**的延伸产品，是一种**消炎镇痛类药物**，在疗效不变的情况下可大大降低药物对肠胃的刺激。

**表11：2023H1 利托那韦下游销售额大幅度增长**

销售额排名	药品通用名	2023H1 同比增长率
1	人血白蛋白	38.5%
2	氯化钠	24.5%
3	头孢哌酮舒巴坦	40.0%
4	贝伐珠单抗	24.2%
5	哌拉西林钠他唑巴坦钠	47.0%
6	人免疫球蛋白	76.3%
7	曲妥珠单抗	4.3%
8	丁苯酞	6.8%
<b>9</b>	<b>奈玛特韦/利托那韦</b>	<b>4261.4%</b>
10	奥希替尼	4.3%

资料来源：新康界、开源证券研究所 统计口径：中国二级及以上公立医院，以医院采购价计算

### 3.3、客户关系稳定优质，国内变更原料药供应商程序复杂促进稳定性

原料药的下游客户多为国内外制剂生产企业，若要成为其合格供应商，必须拥有过硬的技术实力和产品质量，而且要熟悉各国医药行业的法律法规和监管政策，投入相应的人才、设备、资金等资源使自身符合产品出口国药政部门的标准和质量要求，并通过客户的现场检查，最终成为客户的合格供应商。

由于 GMP 法规等因素，国内下游客户变更原料药供应商时程序较为复杂，一旦双方确立合作关系，客户通常不会轻易变更原料药供应商，因此与客户的合作关系较为稳定。大多数制剂企业对某一种原料药或中间体一般只会有两到三家合格供应商。医药行业这种独特的购销合作模式，构成了较高的进入壁垒。

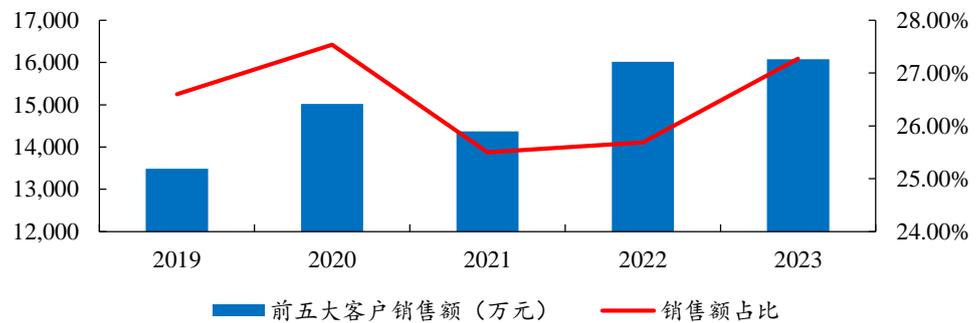
**表12：主要客户均为国内外知名药企**

主要客户	客户简介
上海迪赛诺药业	中国首批从事抗艾滋病病毒药物开发并获得该类药物生产批文的企业之一。已具有多个系列数十个品种的规模化生产能力。
商丘市新先锋药业	先锋药业成立于 2001 年 7 月，是上药集团上海新先锋药业有限公司和原商丘市健民药业有限公司通过企业产权改制重组，按现代企业制度组建运作的现代医药物流企业。
上海现代哈森（商丘）药业	上海现代制药（股票代码：600420）的控股子公司，2010 年成为国药现代（商丘）国家基本药物生产基地。
上海合全药业	无锡药明康德（股票代码：603259）的子公司，全球新药合作研究开发生产领域（CDMO）的领军企业。
山东鲁抗医药	股票代码 600789，是国有控股大型综合性医药企业。年产各类原料药产品 15,000 吨、口服固体制剂 60 亿片/粒/袋、粉针制剂 20 亿支。
海南卓泰制药	海南卓泰成立于 2016 年 7 月，是一家专注于研发、生产、销售无菌药品、绿色健康用品的大健康公司。目前拥有药品、医疗器械及化妆品的生产资质，拥有通过 GMP 认证的冻干粉针、普通粉针、水针、片剂、滴丸剂、冻干粉针剂（抗肿瘤类）生产线。
天津金耀药业	天津天药药业（股票代码：600488）的控股子公司，是集团重点制剂生产企业和战略转型的骨干企业。
山西太原药业	现代化大型制药企业，前身为国家“一五”计划期间重点建设的制药行业“四大家族”之一的太原制药厂，曾经排名全国第二。
Welding Gmb H&Co.KG	位于德国，专注于为人类和兽类提供可靠的活性药物成分，WELDING 业务包括仿制药开发和批准在内的业务部门成品剂型。
P.T.TDP	印尼集团 Anugerah Corporation 旗下的公司。TDP 提供原料药和其他特殊成分以及创新解决方案。
Alkaloida Chemical Co.Zrt	位于匈牙利，是世界上为数不多的几家生产生物碱和精神药物衍生物的公司之一。

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

公司 2019-2023 年间的营收 Top5 客户的销售额占比基本保持稳定，2023 年前五大客户销售额为 1.61 亿元，占比为 27.27%。

**图50：2023 年前五大客户销售额占比为 27.27%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年前五大客户为商丘市新先锋药业有限公司、Welding GmbH & Co. KG (德国)、兖矿鲁南化工有限公司、天津金耀药业有限公司、杭州企创化工有限公司，销售额合计 1.35 亿元，占比 26.60%。

**表13：2019 年前五大客户销售额合计占比 26.60%**

客户名称	2019 年销售额 (万元)	销售额占比 (%)
商丘市新先锋药业有限公司	3,938.33	7.77
Welding GmbH & Co. KG (德国)	2,617.35	5.16
兖矿鲁南化工有限公司	2,479.88	4.89
天津金耀药业有限公司	2,469.07	4.87
杭州企创化工有限公司	1,984.51	3.91

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.4、竞争格局：森萱医药毛利率与净利率水平都位列可比公司中 Top2

我们选取主营业务存在较大相似性且具有一定规模的上市公司作为森萱医药的可比公司，均主要从事化学原料药以及医药中间体的研发生产和销售，其中包括普洛药业 (000739.SZ)、新华制药 (000756.SZ)、天宇股份 (300702.SZ)、海翔药业 (002099.SZ)、美诺华 (603538.SH)、同和药业 (300636.SZ) 和奥翔药业 (603229.SH)。

**表14：选取普洛药业、新华制药、天宇股份、海翔药业、美诺华、同和药业和奥翔药业作为可比公司**

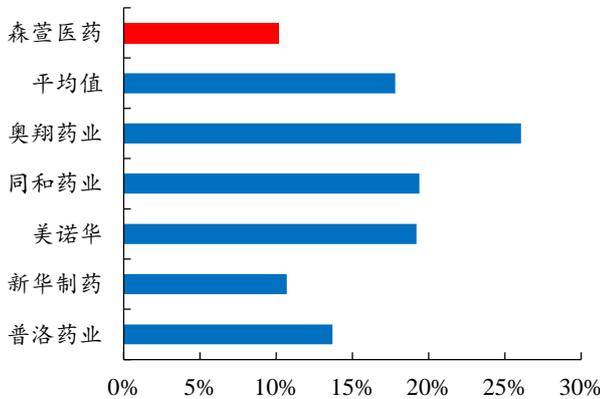
证券代码	证券简称	主营业务	原料药及医药中间体营收占比
000739.SZ	普洛药业	原料药中间体、创新药研发生产服务(CDMO)、制剂等研发、生产和销售以及进出口贸易	70.61%
000756.SZ	新华制药	开发、制造和销售化学原料药、医药制剂、化工及其他产品	55.29%
300702.SZ	天宇股份	化学原料药及中间体的研发、注册、生产和销售	79.19%
002099.SZ	海翔药业	主要生产特色原料药、制剂以及精细化学品、染料及染料中间体	64.42%
603538.SH	美诺华	主要从事特色原料药、CDMO、医药中间体及制剂的研发、生产与销售	46.73%
300636.SZ	同和药业	化学原料药和医药中间体的研发、生产和销售	99.09%
603229.SH	奥翔药业	特色原料药及医药中间体的研发、生产和销售,以及为客户提供定制生产和研发	84.13%
830946.BJ	森萱医药	化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体的研发、生产及销售	78.84%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：美诺华营收占比为 2022 年报数据，其他公司均为 2023 年中报数据

森萱医药营收规模低于可比公司平均水平，2017-2022 年净利润增速高于可比公司均值。森萱医药 2017-2022 年营收年复合增长率为 10.16%，净利润五年 CAGR

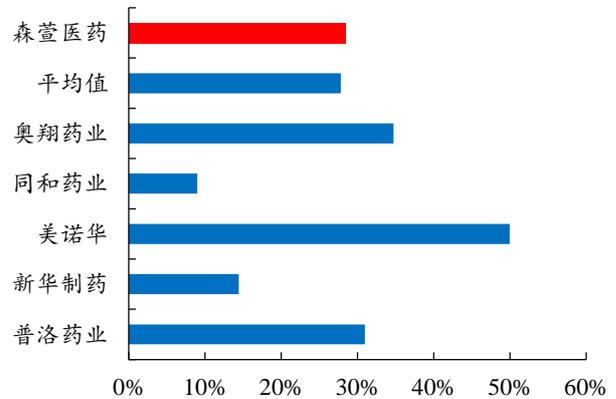
为 28.41%，可比公司五年营收、净利润 CAGR 分别为 17.81%、27.82%。森萱医药产品布局偏向于小众特色原料药，国内外竞争对手较少，目前规模体量尚小，未来成长空间广阔。

图51：奥翔药业为 2017-2022 年营收增长最快的



数据来源：Wind、开源证券研究所

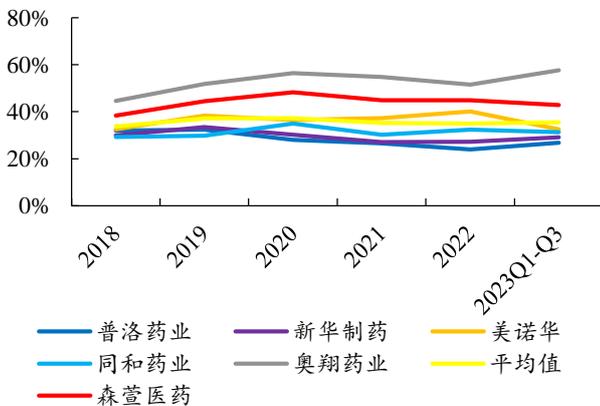
图52：森萱医药 2017-2022 年净利率 CAGR 高于均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

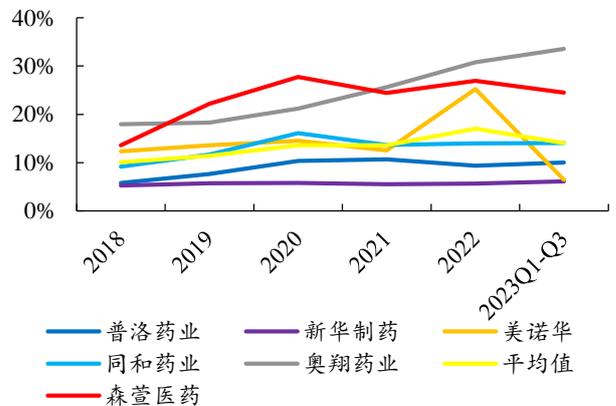
盈利方面来看，森萱医药领先于同业可比公司均值。公司非常重视精细化成本管理以及高端原料药市场拓展，多项因素导致毛利率水平高于同行业可比公司均值。毛利率上，2018-2023Q1-Q3 期间森萱医药仅次于奥翔药业的毛利率水平。净利率表现上，2021 年至 2023Q1-Q3 期间森萱医药净利率水平相对稳定，位列第二，仅次于奥翔药业。

图53：森萱医药毛利率水平高于可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：森萱医药净利率高于可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测与估值

森萱医药盈利能力优于同行业可比公司，加码布局小众特色原料药，可能进一步提高盈利能力，加强研发专利壁垒，带动业绩进一步提升。

在化工产品大幅跌价、欧美对华贸易冲突、印度产业调整等影响下，2023 年营收利润有一定幅度下滑，我们下调 2024 年并新增 2025-2026 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.57（原 2.63）/1.78/2.06 亿元，对应 EPS 为 0.37/0.42/0.48 元/股，对应当前股价 PE 为 18.1/16.0/13.8。我们看好特色原料药未来发展前景与含氧杂环在新能源车等新领域拓展应用，森萱医药持续扩展产品矩阵以

及多年积累的市场地位有望带来新一轮成长空间，维持“买入”评级。

表15：可比公司 PE TTM 均值为 22.7X

公司名称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	PE TTM	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000739.SZ	普洛药业	13.64	160.75	15.2	1.06	1.26	1.47	12.9	10.8	9.3
300702.SZ	天宇股份	18.11	63.02		0.91	1.28		19.9	14.1	
603538.SH	美诺华	12.77	27.24	15.2						
300636.SZ	同和药业	10.31	43.63	37.5	0.40	0.57	1.12	25.8	18.1	9.2
603229.SH	奥翔药业	10.49	62.21	22.8	0.53	0.67	0.83	19.9	15.7	12.7
	中值	12.8	62.2	19.0	0.7	1.0	1.1	19.9	14.9	9.3
	均值	13.1	71.4	22.7	0.7	0.9	1.1	19.6	14.7	10.4
830946.BJ	森萱医药	6.67	28.48	21.2	0.37	0.42	0.48	18.1	16.0	13.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价截至 2024 年 4 月 28 日，普洛药业盈利预测来自开源证券，其余可比公司盈利预测来自 Wind 一致性预测，PE TTM 剔除负值）

## 5、风险提示

原料价格上涨风险、行业监管政策变化风险、新品研发风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	804	920	1123	1238	1438
现金	483	506	740	837	989
应收票据及应收账款	50	50	55	62	74
其他应收款	2	0	7	1	7
预付账款	7	7	9	9	11
存货	157	146	153	171	181
其他流动资产	105	210	159	158	176
<b>非流动资产</b>	490	408	405	417	428
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	392	352	352	367	381
无形资产	38	37	34	32	30
其他非流动资产	60	19	19	17	17
<b>资产总计</b>	1294	1327	1529	1655	1866
<b>流动负债</b>	126	110	143	135	175
短期借款	20	20	20	20	20
应付票据及应付账款	49	39	68	56	87
其他流动负债	57	51	55	60	67
<b>非流动负债</b>	11	8	11	13	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	8	11	13	15
<b>负债合计</b>	137	118	154	148	190
少数股东权益	70	74	81	90	100
股本	427	427	427	427	427
资本公积	218	218	218	218	218
留存收益	441	490	593	724	891
<b>归属母公司股东权益</b>	1087	1136	1293	1417	1577
<b>负债和股东权益</b>	1294	1327	1529	1655	1866

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	192	189	230	175	249
净利润	168	141	165	187	216
折旧摊销	54	49	39	44	50
财务费用	-15	-15	-13	-19	-17
投资损失	-1	-1	-2	-2	-1
营运资金变动	-39	-4	44	-31	4
其他经营现金流	26	20	-3	-2	-3
<b>投资活动现金流</b>	36	-75	-6	-44	-68
资本支出	27	17	29	53	59
长期投资	58	-61	0	0	0
其他投资现金流	5	3	23	10	-9
<b>筹资活动现金流</b>	-69	-91	10	-35	-30
短期借款	11	-0	0	-0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-80	-91	10	-35	-30
<b>现金净增加额</b>	162	25	234	97	152

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	624	590	647	740	842
营业成本	344	336	367	422	475
营业税金及附加	7	7	7	9	10
营业费用	14	15	14	18	19
管理费用	55	56	57	67	72
研发费用	31	28	29	33	36
财务费用	-15	-15	-13	-19	-17
资产减值损失	-6	-4	-3	-4	-4
其他收益	5	3	2	3	3
公允价值变动收益	3	3	3	3	3
投资净收益	1	1	2	2	1
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	191	166	190	216	251
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	191	165	189	215	250
所得税	23	24	25	28	34
<b>净利润</b>	168	141	165	187	216
少数股东损益	7	7	8	9	10
<b>归属母公司净利润</b>	161	135	157	178	206
EBITDA	223	193	202	225	260
EPS(元)	0.38	0.32	0.37	0.42	0.48

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.7	-5.5	9.7	14.4	13.8
营业利润(%)	20.7	-12.9	14.4	13.4	16.2
归属于母公司净利润(%)	22.3	-16.2	17.0	13.1	15.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.9	43.0	43.3	43.0	43.6
净利率(%)	25.7	22.8	24.3	24.0	24.4
ROE(%)	14.5	11.7	12.0	12.4	12.9
ROIC(%)	13.5	10.6	10.8	10.9	11.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	10.6	8.9	10.1	9.0	10.2
净负债比率(%)	-39.8	-39.9	-52.4	-54.2	-57.8
流动比率	6.4	8.4	7.9	9.2	8.2
速动比率	5.1	6.6	6.6	7.7	7.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	16.2	14.4	16.5	16.7	16.0
应付账款周转率	8.0	8.7	7.9	7.7	7.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.32	0.37	0.42	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.44	0.54	0.41	0.58
每股净资产(最新摊薄)	2.55	2.66	3.03	3.32	3.69
<b>估值比率</b>					
P/E	17.7	21.2	18.1	16.0	13.8
P/B	2.6	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	10.7	12.0	10.4	9.0	7.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn