



Research and  
Development Center

# 被忽视的原料药制剂一体化仿制药企

—福安药业(300194)公司深度报告

2024年09月03日

唐爱金 医药行业首席分析师  
S1500523080002  
tangaijin@cindasc.com

证券研究报告

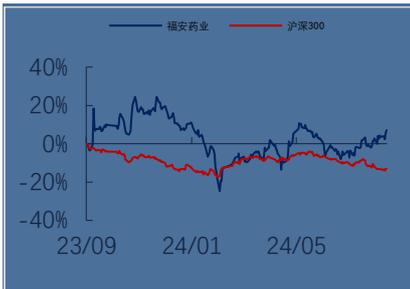
公司研究

公司深度报告

福安药业(300194)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	3.94
52周内股价波动区间(元)	4.94-2.99
最近一月涨跌幅(%)	5.99
总股本(亿股)	11.90
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	50.56

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
 邮编：100031

## 被忽视的原料药制剂一体化仿制药企

2024年09月03日

**报告内容摘要：**

- ◆**原料药制剂一体化仿制药企：**福安药业成立于2004年，主要产品有抗生素类、抗肿瘤类、特色专科药类等，如头孢唑肟钠、头孢他啶、庆大霉素、盐酸昂丹司琼、拉氧头孢钠。
- ◆**制剂业务由抗生素拓展至多治疗领域，储备产品丰富借力集采上量：**2023年制剂板块营收16.11亿元，占比60.8%。主要有三家100%控股的核心制剂子公司：①**宁波天衡制药**近五年收入稳定在6-7亿，销售占比较大的品种有盐酸昂丹司琼、盐酸格拉司琼、枸橼酸托瑞米芬、舒林酸、多索茶碱、氟马西尼等；②**庆余堂制药**以抗生素注射剂为主，重点产品有头孢他啶、头孢唑肟、头孢美唑钠、罗库溴铵；2023年营收4.77亿元(yoy+28.57%)，净利润为0.74亿元(yoy+131.25%)，受益于2023年国家集采中标，根据医药魔方数据，2024Q1终端医疗机构销售规模同比增长24.8%，展现较好增长势头；③**湖北人民制药**以激素类注射剂为主，有消化系统、抗生素、肝胆类、糖皮质激素抗过敏类等领域，吡拉西坦、替加环素、甲泼尼龙琥珀酸钠、氢化可的松琥珀酸钠、艾司奥美拉唑钠、盐酸曲马多等品种，根据医药魔方数据，2024Q1终端医疗机构销售规模同比增长38.3%。
- ◆**加码研发助近70款仿制药品种研发注册中，有望逐步获批上市后借力集采上量：**公司2023年研发总费用投入近1.8亿，储备或者已进入注册程序的制剂产品约70余款，在原有抗感染基础上，开拓抗肿瘤、神经系统、消化、内循环等多个治疗药物，2023年开始在国产和各省联盟集采陆续中标，带动公司制剂业务上量，我们认为原有品种集采降价，但新品种借力集采上量，有望拉动公司制剂业务业绩上一个台阶。
- ◆**原料药业务保持平稳增长，研发推动产品发展：**2023年原料药板块营收8.60亿元，占比32.5%，同比增长12.28%。主要品种有烟台只楚药业的庆大霉素等产品，近2年公司通过自主研发推动新产品丰富，有精神麻醉类盐酸咪达唑仑、心脑血管尼麦角林等超20个原料药品种进入注册程序或已获批，考虑主要产品庆大霉素市场修复，我们预计公司今年此版块业务营收有望增长15%，未来3年有望持续10%稳健增长。
- ◆**历史并购包袱基本解决，商誉减值风险基本消化：**公司2015-2020年陆续并购广安凯特医药化工、宁波天衡、烟台只楚、美国Red Realty等公司，带来整合压力及商誉减值，公司商誉从2017年13.2亿降低至2023年年末的2.6亿，且目前各子公司经营稳定亏损风险较小，我们预计后续减值压力很小。
- ◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.87亿、4.47亿和5.12亿；对应2024-2026年的PE分别为12、10、9倍。鉴于公司储备产品较多有望受益于集采，考虑产品的成长性和市场潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**市场与政策风险；研发失败则面临失去参与市场竞争机会、研发投入未能取得预期效果风险；安全、环保、质量风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,422	2,648	2,876	3,102	3,346
同比(%)	-1.3%	9.3%	8.6%	7.9%	7.9%
归属母公司净利润	205	232	387	447	512
同比(%)	168.9%	13.3%	66.8%	15.5%	14.7%
毛利率(%)	58.4%	53.4%	49.5%	49.5%	49.5%
ROE(%)	5.2%	5.6%	8.7%	9.4%	9.9%
EPS (摊薄) (元)	0.17	0.19	0.33	0.38	0.43
P/E	22.91	20.22	12.12	10.49	9.15
P/B	1.19	1.13	1.06	0.98	0.91

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年09月02日收盘价

<b>1. 福安药业：原料药制剂一体化仿制药企</b> .....	6
1.1. 原料药制剂一体化布局的化药仿制药企，制剂业务收入占比超六成.....	6
1.1.1. 2018 年至今公司营收保持稳定，利润因资产减值等影响波动较大.....	6
1.1.2. 毛利率整体稳定，近年来净利率稳中有升.....	7
1.1.3. 制剂收入占六成，原料药中间体收入占三成.....	7
1.1.4. 国内市场为主，国内收入占比超九成.....	8
1.2. 核心子公司稳健发展，宁波天衡等子公司利润贡献占比较大.....	8
<b>2. 制剂业务：由抗生素制剂拓展多治疗领域，储备产品丰富受益集采</b> .....	9
2.1. 公司制剂业务主要是抗生素、抗肿瘤及特色专科.....	9
2.2. 宁波天衡等三家核心子公司的制剂产品终端销售稳健.....	10
2.2.1. 宁波天衡制药：近三年盈利能力保持稳定.....	10
2.2.2. 庆余堂制药：抗生素注射剂为主，集采降价模式下收入承压，利润大幅增长.....	11
2.2.3. 湖北人民制药：激素类注射剂为主，24Q1 呈加速增长趋势.....	12
2.3. 公司研发投入占营收比例超 6%，储备产品丰富.....	13
2.3.1. 2023 年研发投入 1.8 亿，子公司礼邦药物开发及各子公司技术部门协同研发.....	13
2.3.2. 渐入产品收获期，近 70 款仿制药品种处于研发注册程序中.....	13
2.4. 制剂借力国家集采上量，2023 年中标集采品种显著增多.....	15
2.5. 集采模式下，销售费用率有望持续降低.....	16
2.5.1. 公司销售费用率近年来持续走低，2024Q1 仅为 25.71%.....	16
2.5.2. 公司销售费用主要是 CSO 费用，集采模式下销售费用有望降低.....	16
<b>3. 原料药业务：整体保持平稳，研发推动发展</b> .....	17
3.1. 公司原料药业务整体稳健，近 4 年稳健增长.....	17
3.2. 通过自主研发推动原料药品种持续丰富，超 20 个品种进入注册程序.....	18
3.2.1. 重庆博圣制药：主营化学原料药，2023 年收入 5.9 亿.....	18
3.2.2. 烟台只楚药业：化学原料药为主，主产品庆大霉素.....	18
<b>4. 历史并购包袱基本解决，商誉减持风险基本消化</b> .....	19
4.1. 2011 年至 2020 年多个并购，带来整合及资产减值压力.....	19
4.2. 商誉计提基本尾声，资产负债率较低，现金流稳定.....	19
4.3. 参股子公司重庆富民银行贡献稳定投资收益.....	20
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	21
<b>6. 风险提示</b> .....	22

## 表目录

表 1：公司主要产品及用途.....	6
表 2：2023 年控股或参股公司（单位：百万元）.....	9
表 3：2023 年年报中公司已进入注册程序的制剂研发进展情况.....	14
表 4：2023 年公司参与国家级、省级药品集中带量采购中标情况.....	15
表 5：子公司参与全国药品集中采购拟中选情况.....	16
表 6：2023 年年报中公司已进入注册程序的原料药研发进展情况.....	18
表 7：福安药业重大资本运作.....	19
表 8：2023 年底公司商誉账面价值.....	20
表 9：公司收入简要拆分及预测（百万元）.....	21
表 10：可比公司估值.....	22

## 图目录

图 1：公司股权结构图.....	6
图 2：2018-2024Q1 公司营业收入整体表现稳定.....	7
图 3：2018-2024Q1 公司归母净利润及变化趋势.....	7
图 4：2018-2024Q1 公司的毛利率与净利率变化趋势.....	7
图 5：2018-2024Q1 公司近年期间费用率变化趋势.....	7
图 6：公司业务构成，制剂占比超六成.....	8
图 7：2018-2023 各业务线毛利率情况.....	8
图 8：公司国内业务收入占比超九成.....	8
图 9：2018-2023 国内外毛利占比情况.....	8
图 10：2017-2023 制剂业务营收情况.....	9
图 11：2017-2023 制剂业务毛利率情况.....	9
图 12：2019-2024Q1 福安药业制剂业务终端总销售情况（亿）.....	10
图 13：2019-2023 制剂终端子公司销售情况（亿元）.....	10
图 14：2019-2023 宁波天衡营业收入及净利润变化情况（亿元）.....	10

图 15: 2019-2023 宁波天衡主要产品销售情况 (万元)	11
图 16: 2019-2024Q1 庆余堂制药终端收入规模及增速	11
图 17: 2019-2023 庆余堂主要产品销售情况 (万元)	12
图 18: 2019-2024Q1 湖北人民制药终端收入规模及增速	12
图 19: 2019-2023 湖北人民制药产品销售规模	13
图 20: 2018-2024Q1 公司研发费用总额及变化趋势	13
图 21: 2018-2024Q1 公司研发费用总额占营收比例	13
图 22: 2017-2024Q1 公司销售费用占营收比例	16
图 23: 2018-2023 公司销售费用明细及变化趋势	17
图 24: 2017-2023 原料药业务营收情况	17
图 25: 2017-2023 原料药业务毛利率情况	17
图 26: 2016-2023 公司商誉账面价值变化趋势 (亿元)	19
图 27: 2019-2024Q1 公司负债情况	20
图 28: 2019-2024Q1 公司负债率情况	20
图 29: 2019-2024Q1 公司现金流动情况	20
图 30: 2019-2024Q1 公司现金流量净额及变化趋势	20
图 31: 2019-2023 富民银行营业收入及净利润情况 (亿元)	21

## 1. 福安药业：原料药制剂一体化仿制药企

### 1.1. 原料药制剂一体化布局的化药仿制药企，制剂业务收入占比超六成

福安药业成立于2004年2月25日，于2011年3月22日在深圳创业板成功上市。公司经过20年的创业发展，已经形成了化学制药中间体、原料药、制剂，药品研发、生产、销售为一体的全产业链仿制药企业。

公司主要产品涉及抗生素类、抗肿瘤类、特色专科药类等多个类别药品，头孢唑肟钠、头孢他啶、庆大霉素、盐酸昂丹司琼、拉氧头孢钠等主要制剂和原料品种的收入超整体收入的40%。产品品种众多，结构合理，有多个品种在国家集采中中标。

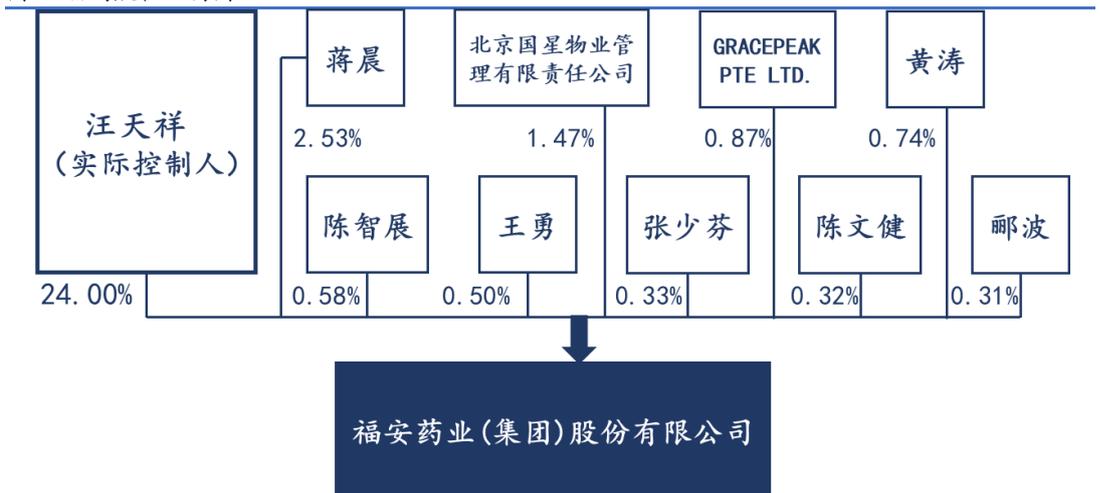
表1：公司主要产品及用途

药品类别	药品名称	主要用途
抗生素类（包括原料药、制剂不同规格）	庆大霉素	抗感染药物，用于治疗细菌引起的感染
	头孢唑肟钠	
	头孢美唑钠	
	拉氧头孢钠	
	头孢他啶	
抗肿瘤类	枸橼酸托瑞米芬片（制剂）	用于治疗乳腺癌
	盐酸昂丹司琼（原料药、制剂）	为抗肿瘤辅助用药，用于放射、化疗引起的恶心和呕吐
	盐酸格拉司琼（原料药、制剂）	为抗肿瘤辅助用药，用于放射、化疗引起的恶心和呕吐
特色专科药类	多索茶碱（原料药、制剂）	用于支气管哮喘、支气管炎引起的呼吸困难等
	尼麦角林胶囊	用于治疗头疼，祛眩晕，预防和治疗脑中风
	舒林酸片	适用于类风湿关节炎，退行性关节炎
	谷胱甘肽	适应于慢性乙肝的保肝治疗

资料来源：公司2023年年报，信达证券研发中心

公司实际控制人汪天祥直接持有公司24.00%的股份，2009年9月至今任福安药业（集团）股份有限公司董事长、法定代表人。

图1：公司股权结构图



资料来源：同花顺iFinD，信达证券研发中心，截至2024年一季度

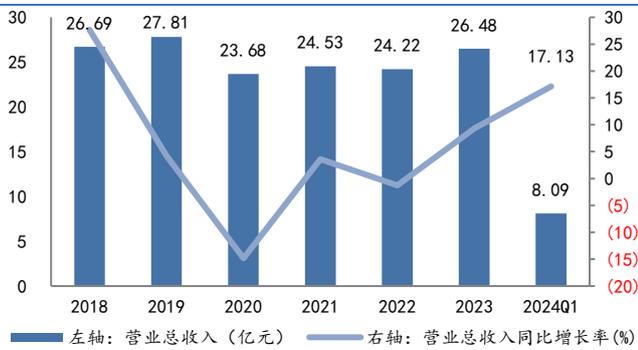
#### 1.1.1. 2018年至今公司营收保持稳定，利润因资产减值等影响波动较大

公司收入近年来保持基本稳定，2018年到2023年保持在23-28亿区间；因历史上的多次并购，公司归母净利润波动较大，2018年和2021年因商誉减值等原因导致亏损，2019年

利润最高为 2.93 亿。

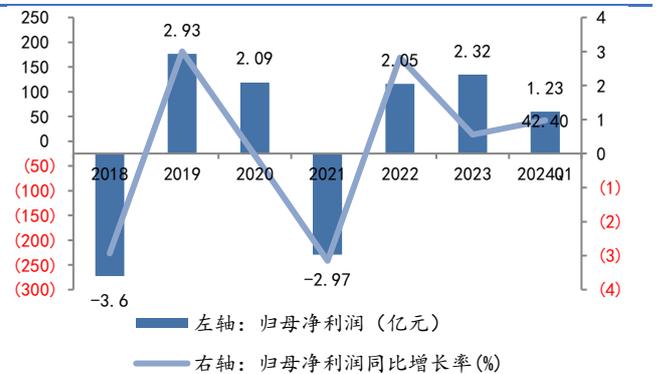
2024Q1 公司营收达到 8.09 亿，同比增长率为 17.13%，归母净利润达到 1.23 亿，同比增长率 42.40%；根据公司最新 2024 年上半年业绩预告，公司 2024 年上半年归母净利润为 2.05 亿元-2.25 亿元，同比增长 27.42%-39.85%，主要是因为产品销量增长，国家集采中标产品占比提高，销售费用占营业收入的比率下降，有望开始步入持续良性发展轨道。

图2：2018-2024Q1 公司营业收入整体表现稳定



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图3：2018-2024Q1 公司归母净利润及变化趋势



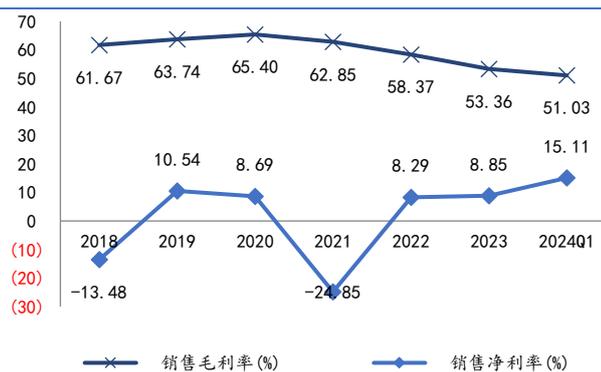
资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

### 1.1.2. 毛利率整体稳定，近年来净利率稳中有升

毛利率近 5 年平均值为 60.74%，保持 50-65% 区间。近年来销售净利率逐步上升，从 2021 年的 -24.85% 逐步提升至 2023 年的 8.85%。2024Q1 销售毛利率和净利率分别为 51.03%、15.11%。

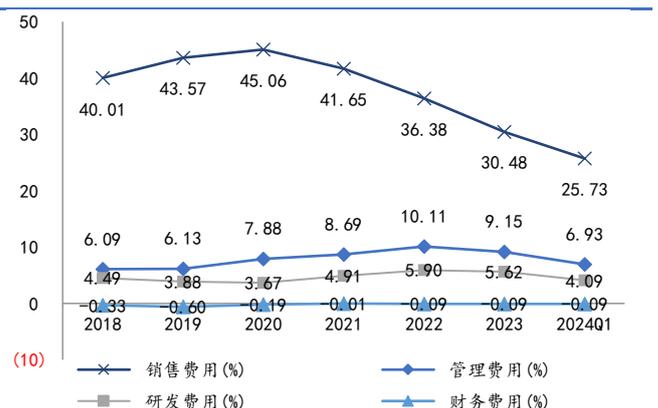
从费用率分析，公司管理费用率、研发费用率、财务费用率较为稳定。随着公司前期研发产品陆续通过一致性评价和获得药品注册证书后，获得参与国家及地方药品集采资质，并且有多个产品中选，营销模式的转变使得产品销售费用率持续下降，公司销售费用率从 2020 年的 45.06% 持续下降至 2023 年的 30.48%，2024Q1 更是下降至 25.73%。

图4：2018-2024Q1 公司的毛利率与净利率变化趋势



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图5：2018-2024Q1 公司近年期间费用率变化趋势



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

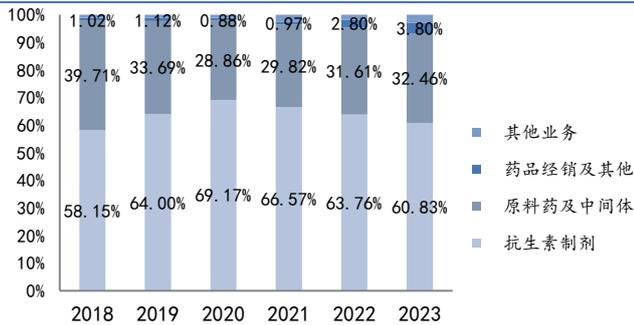
### 1.1.3. 制剂收入占六成，原料药中间体收入占三成

收入构成分析：制剂收入是公司主要业务收入来源，2023 年占比 60.83%，原料药及中间体收入占比 32.46%，药品经销等其他业务收入合计占比 6.7%。

制剂产品毛利率较高，保持在 70% 以上。集采降价模式下，近三年毛利率略有下降，

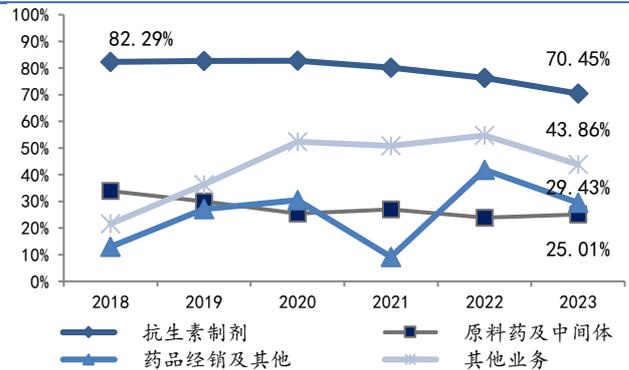
2023 年制剂毛利率为 70.45%。原料药及中间体相关产品毛利率保持在 20%-30% 区间，2023 年原料药及中间体业务毛利率为 25.01%。

图6：公司业务构成，制剂占比超六成



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图7：2018-2023 各业务线毛利率情况

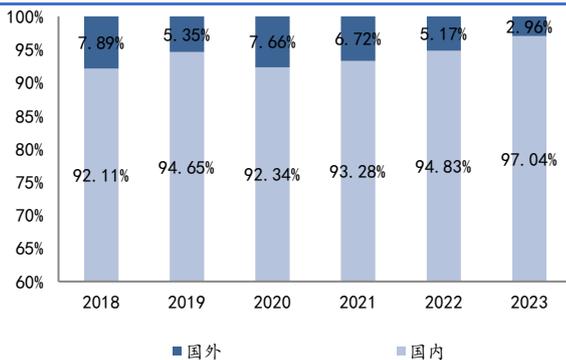


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

### 1.1.4. 国内市场为主，国内收入占比超九成

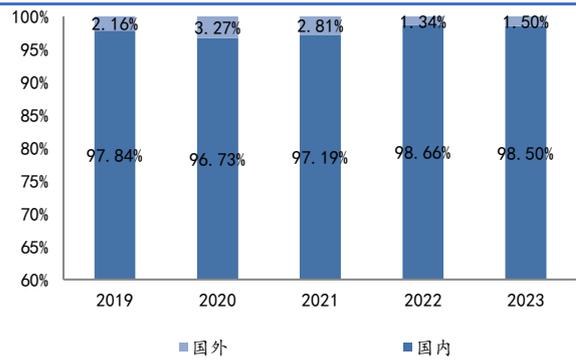
公司收入整体以国内为主，2023 年国内占比为 97.04%，海外销售收入占比仅 2.96%；国内业务的毛利占比为 98.5%。

图8：公司国内业务收入占比超九成



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图9：2018-2023 国内外毛利占比情况



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

### 1.2. 核心子公司稳健发展，宁波天衡等子公司利润贡献占比较大

公司参控股公司共有 22 家，其中参控比例为 100.00% 的共有 17 家。对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司分别是全资子公司宁波天衡制药、湖北人民制药、庆余堂制药、重庆博圣制药和 19% 参股的重庆富民银行。

**表2：2023年控股或参股公司（单位：百万元）**

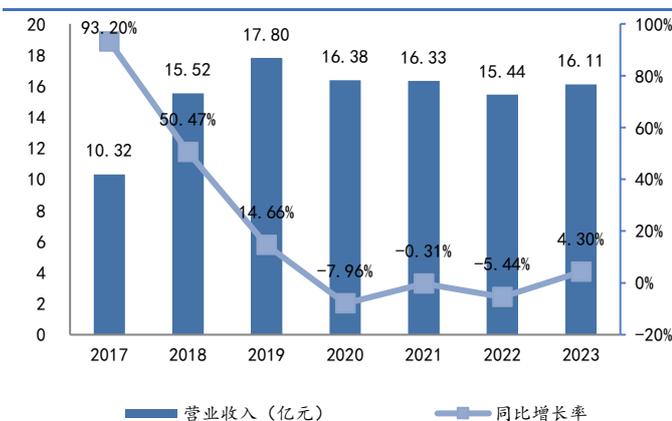
被参控股公司主营业务	被参控公司	投资额	参控比例 (%)	被参控股公司营业收入	被参控股公司净利润
医学研究	福安药业集团成都安瑞邦达医药科技有限公司	3	100	--	--
产品开发	福安药业集团重庆礼邦药物开发有限公司	42.85	100	--	--
	上海衡临医药科技有限公司	--	70	--	--
	优诺金生物工程(苏州)有限责任公司	93.74	--	--	--
药品生产	澄迈瑞衡健康产业有限公司	1.1	100	--	--
	福安药业集团湖北人民制药有限公司	120.78	100	131.5	27.13
	福安药业集团宁波天衡制药有限公司	910	100	694.1	253.37
	福安药业集团庆余堂制药有限公司	299.3	100	477.4	74.05
	福安药业集团烟台只楚药业有限公司	554.78	100	--	--
	福安药业集团重庆博圣制药有限公司	379.34	100	591.96	36
	广安凯特制药有限公司	187.11	100	--	--
	烟台只楚制药有限公司	--	100	--	--
产品销售	福安药业集团重庆凯斯特医药有限公司	1.94	100	--	--
	江西顺劲医药有限公司	0.34	100	--	--
	重庆生物制品有限公司	6.74	100	--	--
	宁波天衡医药销售有限公司	--	100	--	--
	重庆福爱医药有限责任公司	0.7	70	--	--
医疗器械	福安药业集团重庆三禾兴医药科技有限公司	11	100	--	--
银行服务	重庆富民银行股份有限公司	890.25	19	2025.89	408.71
股权投资	嘉兴通晟股权投资合伙企业(有限合伙)	--	--	--	--
--	Fuan Tianheng(USA),LLC	--	100	--	--

资料来源：同花顺 iFinD，公司2023年年报，信达证券研发中心

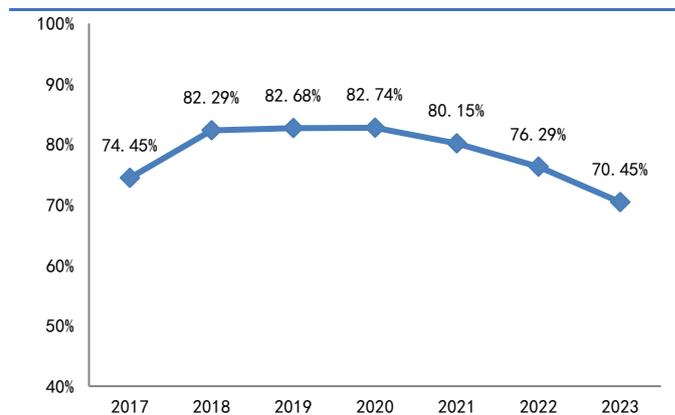
## 2. 制剂业务：由抗生素制剂拓展多治疗领域，储备产品丰富 受益集采

### 2.1. 公司制剂业务主要是抗生素、抗肿瘤及特色专科

制剂收入是公司主要业务收入来源。2023年制剂板块营收16.11亿元，占比60.83%，同比增长4.30%，近几年呈现波动上升的趋势；毛利率近四年稳定降低至70.45%，同比下降5.84pct。

**图10：2017-2023 制剂业务营收情况**


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

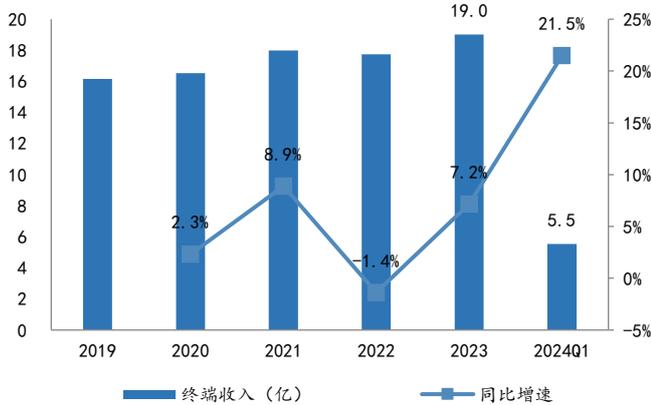
**图11：2017-2023 制剂业务毛利率情况**


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

根据医药魔方医疗机构终端数据库，近五年福安药业制剂业务在医疗机构终端总体收入呈现逐步上升趋势，2023年规模为19亿元，同比增长7.2%；2024Q1为5.5亿，同比增长21.5%，呈现加速增长态势。福安药业制剂业务主要子公司以庆余堂、宁波天衡、人

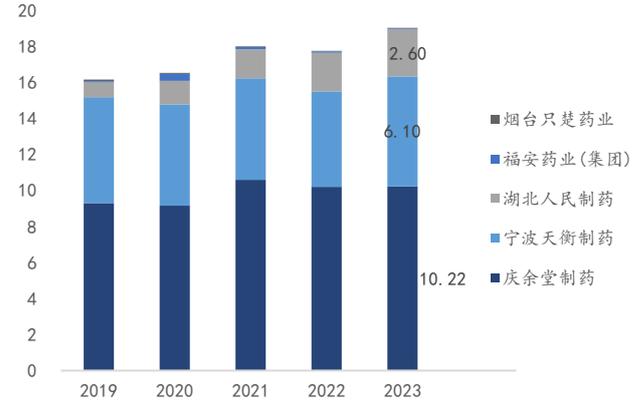
民制药为主，2023 年规模分别达到 10.22 亿元、6.10 亿元、2.60 亿元，三者共同贡献制剂收入超 95% 的销售额，福安药业集团和烟台只楚药业有限公司的制剂业务收入规模很小。

图12：2019-2024Q1 福安药业制剂业务终端总销售情况（亿）



资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

图13：2019-2023 制剂终端子公司销售情况（亿元）



资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

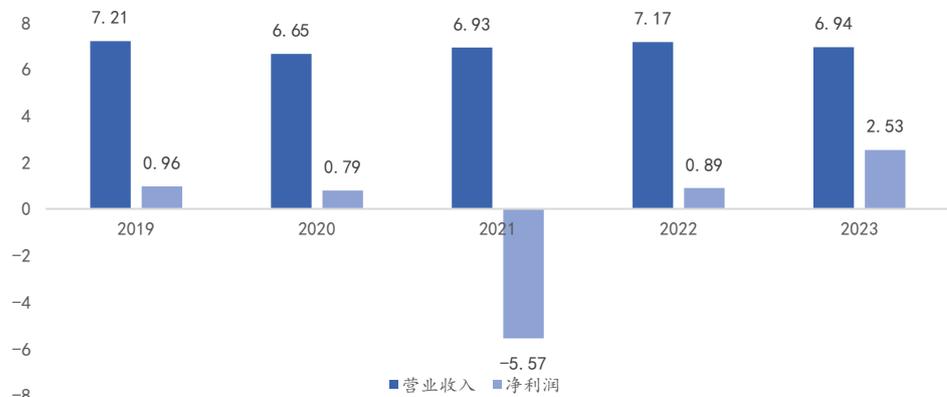
## 2.2. 宁波天衡等三家核心子公司的制剂产品终端销售稳健

### 2.2.1. 宁波天衡制药：近三年盈利能力保持稳定

福安药业集团宁波天衡制药有限公司于 1992 年成立，是一家研制、生产高科技化学药品的企业。产品以抗肿瘤、放化疗止吐类药物为主，包含有呼吸类、降压药、解热镇痛、抗生素、肌松剂、造影剂等。

福安药业 2015 年通过并购 100% 控股宁波天衡，宁波天衡子公司营业收入近五年稳定在 6-7 亿左右；净利润经历过 2021 年的短期受挫后（公司公告主要是由于其二级子公司 Red Realty LLC 交易对方未按照回购协议支付款项，且未来持续经营存在不确定性，诉讼尚无实质进展，计提美国项目资产减值 6.23 亿元，扣除该事项影响后，天衡药业 2021 年实现净利润 0.66 亿元，较上年同期下降 17.29%。天衡药业扣除美国项目资产减值后的净利润下降，主要是由于公司为提高核心竞争力，持续开展产品研发投入，研发费用增加，且随着用工成本增加，公司管理费用职工薪酬增加，以及维修费用、折旧、摊销等期间费用增加所致），宁波天衡子公司近三年盈利能力保持稳定，2023 年净利润为 2.53 亿元（其中包括拆迁土地补偿款）。

图14：2019-2023 宁波天衡营业收入及净利润变化情况（亿元）

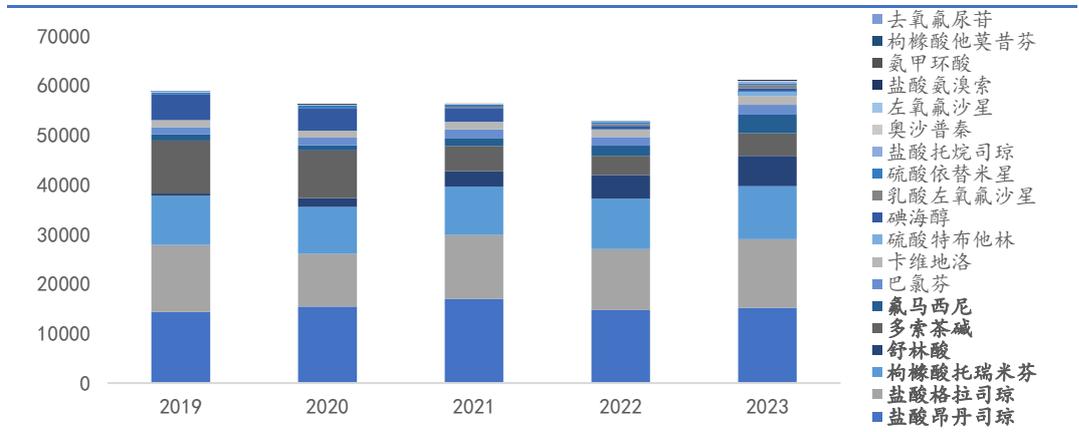


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

子公司宁波天衡主要产品为昂丹司琼、格拉司琼等肿瘤辅助用药和多索茶碱、托瑞米芬、

舒林酸等止痛产品。根据医药魔方终端数据库，宁波天衡子公司近五年终端销售规模保持在6亿元左右，2023年为6.1亿元，同比增长15.5%；2024Q1为1.60亿元，同比增长8.43%，销售占比较大的品种有盐酸昂丹司琼、盐酸格拉司琼、枸橼酸托瑞米芬、舒林酸、多索茶碱、氟马西尼等。

图15：2019-2023 宁波天衡主要产品销售情况（万元）



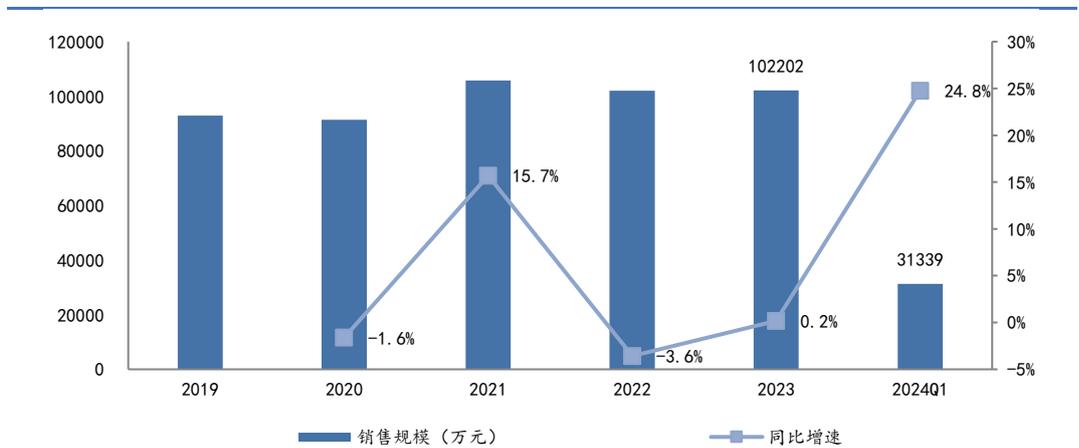
资料来源：医药魔方数据库，信达证券研发中心

### 2.2.2. 庆余堂制药：抗生素注射剂为主，集采降价模式下收入承压，利润大幅增长

福安药业集团庆余堂制药有限公司于1996年成立，主营业务为化学药品制剂制造。2023年公司营业收入为4.77亿元，同比增长28.57%；净利润为0.74亿元，同比增长131.25%。

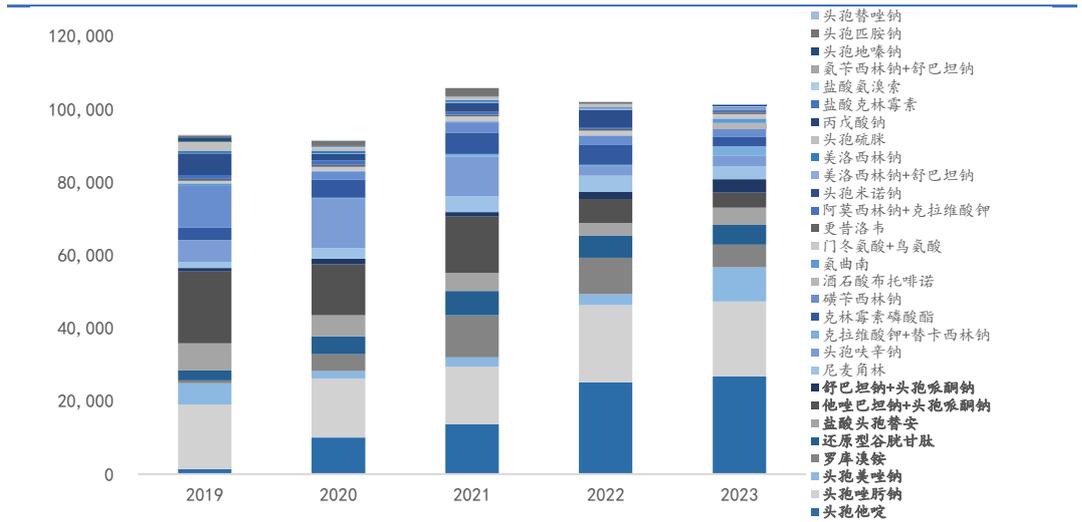
根据医药魔方终端数据库，庆余堂制药近五年终端销售规模保持在10亿元左右，2023年为10.2亿元，同比增长0.2%，但2024Q1为3.10亿元，同比增长24.8%，增长显著加速。

图16：2019-2024Q1 庆余堂制药终端收入规模及增速



资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

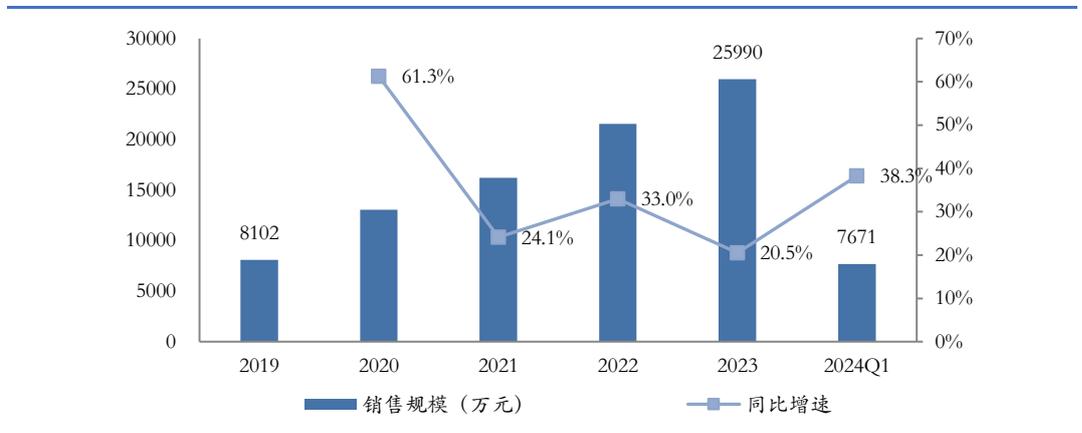
庆余堂制药以抗生素产品为主，产品主要涉及抗感染药、神经系统用药、解热镇痛药、肝脏疾病辅助用药、麻醉辅助用药、呼吸道用药、抗高血压药、钙离子受体异构激动剂、抗低钠血症等治疗领域，2023年前5大销售的产品为头孢他啶、头孢唑肟、头孢美唑钠、罗库溴铵、还原型谷胱甘肽。

**图17：2019-2023 庆余堂主要产品销售情况（万元）**


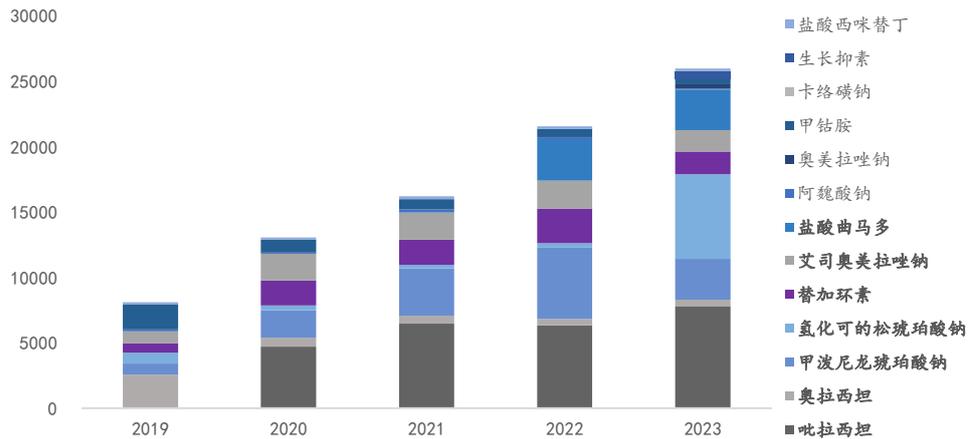
### 2.2.3. 湖北人民制药：激素类注射剂为主，24Q1 呈加速增长趋势

福安药业集团湖北人民制药有限公司于 2011 年收购，2023 年营收为 1.32 亿元，净利润为 0.27 亿元。湖北人民制药以激素类等注射剂品种为主，涉及消化系统、抗生素、肝胆类、糖皮质激素抗过敏类等领域制剂。

根据医药魔方终端数据库数据分析，湖北人民制药近五年公司销售规模稳健增长，从 2019 年的 8102 万增长至 2023 年的 2.6 亿元，增速持续高于 20%，而 2024Q1 为 7671 万元，同比增长 38.30%，有加速增长趋势。

**图18：2019-2024Q1 湖北人民制药终端收入规模及增速**


根据医药魔方终端数据库分析，人民制药销售规模较大的产品有吡拉西坦、奥拉西坦、替加环素、甲泼尼龙琥珀酸钠、氢化可的松琥珀酸钠、艾司奥美拉唑钠、盐酸曲马多。

**图19：2019-2023 湖北人民制药产品销售规模**


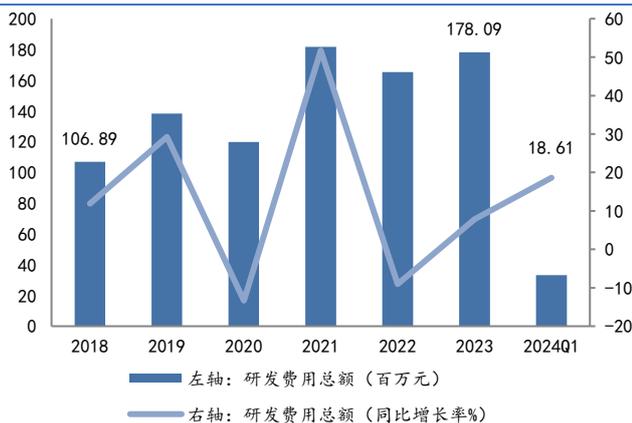
资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

### 2.3. 公司研发投入占营收比例超 6%，储备产品丰富

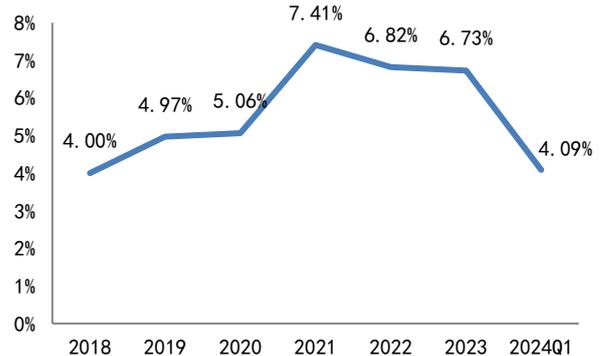
#### 2.3.1. 2023 年研发投入 1.8 亿，子公司礼邦药物开发及各子公司技术部门协同研发

公司把研发能力作为核心竞争力最重要组成部分，由子公司礼邦药物研发团队和各子公司技术部门承担产品研发合成路线的设计、小试工艺研究与优化、药品注册、知识产权及成果申报、药品一致性评价、中试放大、和试生产及后续工艺改进。公司拥有一支年龄结构合理、专业优势突出、经验丰富的研发团队。除依靠自身研发外，公司广泛开展产学研合作，加强全方位、多层次、宽领域的对外交流合作格局建设。

公司持续加码研发，研发费用总额从 2018 年的 1.07 亿增长至 2023 年的 1.78 亿元，占 2023 年度营业收入的 6.73%。据公司 2023 年报，公司已进入注册程序的药品研发项目 68 项。

**图20：2018-2024Q1 公司研发费用总额及变化趋势**


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

**图21：2018-2024Q1 公司研发费用总额占营收比例**


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

#### 2.3.2. 渐入产品收获期，近 70 款仿制药品种处于研发注册程序中

产品研发渐入收获期，2023 年公司有多项原料药、制剂品种获批上市，其中盐酸昂丹司琼片为国内第二家上市，布托啡诺注射液、盐酸格拉司琼注射液为国内第三家上市。

根据 2023 年年报，公司披露近 50 个一致性评价仿制药产品获批准生产或处于审评中，如抗感染类多款抗生素注射液、神经系统疾病的硫辛酸注射剂/片和尼麦角林片等、消化系

统疾病的法莫替丁注射液和瑞巴派特片；循环系统疾病的阿哌沙班和己酮可可碱等；公司正重点布局精神麻醉类方向，全资子公司庆余堂已于 2024 年 4 月获得喷他佐辛注射液、咪达唑仑注射液的药品注册证书，阵痛及麻醉药有望成公司增长亮点。

表3：2023 年年报中公司已进入注册程序的制剂研发进展情况

序号	药品名称	注册分类	适应症分组	注册所处阶段	进展情况 (截至 2023.12.31)
1	腺苷钴胺胶囊	化药 3 类	电解质、酸碱平衡及营养药、扩容药	上市许可申请	审评中
2	枸橼酸托法替布片	化药 4 类	风湿性疾病及免疫药物	上市许可申请	批准生产
3	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	补充申请		一致性评价	已通过一致性评价
4	盐酸左西替利嗪口服溶液	化药 3 类	呼吸系统疾病及抗过敏药物	上市许可申请	批准生产
5	富马酸喹硫平片	化药 4 类	精神障碍疾病药物	上市许可申请	批准生产
6	注射用美罗培南	化药 4 类	抗感染药物	上市许可申请	批准生产
7	注射用哌拉西林钠	化药 3 类		上市许可申请	批准生产
8	奥硝唑片	化药 3 类		上市许可申请	审评中
9	注射用伏立康唑（只楚）	化药 4 类		上市许可申请	审评中
10	注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	化药 4 类		上市许可申请	审评中
11	帕拉米韦注射液	化药 3 类		上市许可申请	审评中
12	注射用头孢他啶阿维巴坦钠	化药 4 类		上市许可申请	审评中
13	注射用头孢唑肟钠	补充申请		一致性评价	审评中
14	注射用苯唑西林钠	化药 3 类		上市许可申请	审评中
15	注射用替考拉宁	化药 4 类		上市许可申请	审评中
16	注射用头孢呋辛钠 0.5g、1.0g	补充申请		一致性评价	已通过一致性评价
17	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠 (1:1)	补充申请		一致性评价	已通过一致性评价
18	注射用氯苄西林钠舒巴坦钠	补充申请		一致性评价	已通过一致性评价
19	盐酸帕洛诺司琼注射液	化药 4 类	抗肿瘤药物	上市许可申请	批准生产
20	盐酸格拉司琼片	补充申请		一致性评价	审评中
21	枸橼酸托瑞米芬片	补充申请		一致性评价	审评中
22	盐酸格拉司琼注射液	补充申请		一致性评价	已通过一致性评价
23	盐酸昂丹司琼片	补充申请		一致性评价	已通过一致性评价
24	非布司他片	化药 4 类	内分泌系统药物	上市许可申请	批准生产
25	二甲双胍恩格列净片	化药 4 类		上市许可申请	审评中
26	硫辛酸注射液	化药 4 类	神经系统疾病药物	上市许可申请	批准生产
27	丙戊酸钠口服溶液	化药 3 类		上市许可申请	审评中
28	尼麦角林片	化药 3 类		上市许可申请	审评中
29	硫辛酸片	化药 3 类		上市许可申请	审评中
30	乙酰半胱氨酸注射液	化药 3 类	外科及其他药物	上市许可申请	审评中
31	注射用生长抑素	化药 4 类	消化系统疾病药物	上市许可申请	批准生产
32	瑞巴派特片	化药 4 类		上市许可申请	审评中
33	法莫替丁注射液	化药 3 类		上市许可申请	审评中
34	阿哌沙班片	化药 3 类	循环系统疾病药物	上市许可申请	不批准
35	阿哌沙班片	化药 4 类		上市许可申请	批准生产
36	己酮可可碱注射液	化药 3 类		上市许可申请	审评中
37	重酒石酸去甲肾上腺素注射液	化药 3 类		上市许可申请	审评中
38	呋喃布芬片	化药 3 类		上市许可申请	审评中
39	盐酸奈必洛尔片	化药 3 类		上市许可申请	已主动撤回，补充资料中

40	碘海醇注射液	补充申请	医学影像学药物	一致性评价	审评中
41	咪达唑仑注射液	化药4类	镇痛药及麻醉科用药	上市许可申请	审评中
42	喷他佐辛注射液	化药3类		上市许可申请	审评中
43	美索巴莫注射液	化药3类		上市许可申请	审评中
44	咪达唑仑口服溶液	化药3类		上市许可申请	审评中
45	注射用氯诺昔康	化药4类		上市许可申请	审评中
46	氟马西尼注射液	补充申请		一致性评价	已通过一致性评价

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

#### 2.4. 制剂借力国家集采上量，2023 年中标集采品种显著增多

公司积极参与国家集采，截止 2023 年底，公司已有 10 个产品中选。注射用氨曲南、丙戊酸钠注射液、注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠、氟马西尼注射液、注射用生长抑素等 5 个品种在国家集采第八批和第九批中标。而注射液头孢唑肟钠、盐酸右美托咪定注射液、多索茶碱注射液、硫酸庆大霉素注射液等产品在广东联盟集采、京津冀药品联合带量采购、甘肃省、河南省、云南省、陕西省等集采项目中中标。我们认为受益于集采品种光脚者上量，预计 2024 年制剂业务有望对公司业绩贡献上升。

表4：2023 年公司参与国家级、省级药品集中带量采购中标情况

集采类别	药品名称	规格	中选价格	2023 年合计实际采购量（单位：万瓶）
第九批全国药品集中采购	氟马西尼注射液	5ml: 0.5mg	4.96 元/支	0
第八批全国药品集中采购	注射用氨曲南	1.0g	214.8/盒	40.057
		0.5g	126.35/盒	63.045
	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠（1:1）	1.0g	48.5/盒	330.159
		1.5g	66.15/盒	98.187
		2.0g	82.45/盒	63.272
	丙戊酸钠注射液浓溶液	5ml:0.5g	83.9/盒	62.06
注射用生长抑素	3mg	192/盒	90.96	
广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购项目	注射用头孢唑肟钠	1g	201.63/盒	774.215
2021 年京津冀药品联合带量采购		0.5g	112.2/盒	69.15
		1.0g	190.7/盒	99.719
河南省关于开展氯吡格雷口服常释剂型等品种带量联动采购项目	盐酸右美托咪定注射液	2ml:0.2mg	756.4/盒	0.84
川药招〔2023〕72 号关于开展第二、四批国家组织药品集中带量采购协议期满后（川藏）接续项目	多索茶碱注射液	10ml:0.1g	21.6/盒	12.9954
云南集采第二、第三（部分）和第四批中选药品协议期满续约项目		10ml:0.1g	21.6/盒	40.08
陕西集采二四批接续项目		10ml:0.1g	21.6/盒	10.176
甘肃省第一批药品集中带量联动采购项目	注射用头孢唑肟钠	0.5g	112.2/盒	2.22
		1.0g	190.7/盒	6
广东联盟常见病慢性病药品集中带量采购	硫酸庆大霉素注射液	2ml: 8 万单位	7.2/盒	157.5

资料来源：公司 2023 年年报，信达证券研发中心

根据公司 2023 年年报，公司子公司庆余堂、人民制药、宁波天衡的产品分别在国家第五批、第七批、第八批、第九批带量集采招标中中标，涉及到昂丹司琼、头孢他啶、注射用

艾司奥美拉唑钠、注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠（1:1）、丙戊酸钠注射用浓溶液、注射用生长抑素和氟马西尼注射液。

**表5：子公司参与全国药品集中采购拟中选情况**

公司名称	集采类别	药品名称	规格	中选价格
人民制药	第五批全国药品集中采购	注射用艾司奥美拉唑钠	40mg	91.40 元/盒
庆余堂		注射用头孢他啶	0.5g	58.50 元/盒
天衡药业	第七批全国药品集中采购	盐酸昂丹司琼注射液化	4ml: 8mg	94.90/盒
庆余堂		注射用头孢美唑钠	0.5g	133.33/盒
			1.0g	226.66/盒
人民制药		注射用替加环素	50mg	29.36/盒
庆余堂	第八批全国药品集中采购	注射用氨曲南	1.0g	214.80/盒
			0.5g	126.35/盒
庆余堂	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠（1:1）	1.0g	48.50/盒	
		1.5g	66.15/盒	
		2.0g	82.45/盒	
庆余堂	丙戊酸钠注射用浓溶液	5ml:0.5g	83.90/盒	
人民制药	注射用生长抑素	3mg	192.00/盒	
天衡制药	第九批全国药品集中采购	氟马西尼注射液	5ml: 0.5mg	24.80/盒

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

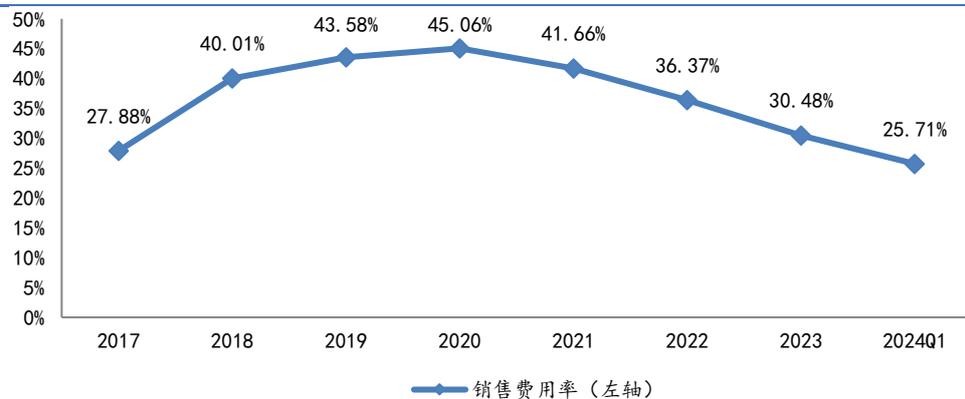
## 2.5. 集采模式下，销售费用率有望持续降低

公司化学制剂产品主要为处方药，以各类医院为目标终端市场。在销售方式上以专门负责药品经销业务的子公司和经销商代理相结合的模式为主。随着“集采”政策的推进，公司制剂类产品逐步增加自主销售模式，减少代理商销售模式，集采模式下，公司降低销售费用。

### 2.5.1. 公司销售费用率近年来持续走低，2024Q1 仅为 25.71%

2023 年，公司销售投入 8.07 亿元，占 2023 年度营业收入的 30.48%，近五年来销售费用率同比持续降低，2024Q1 销售费用率降低至 25.7%。随着集采产品收入占比提升，我们预计公司整体销售费用率有望降低至 20%-30% 区间。

**图22：2017-2024Q1 公司销售费用占营收比例**

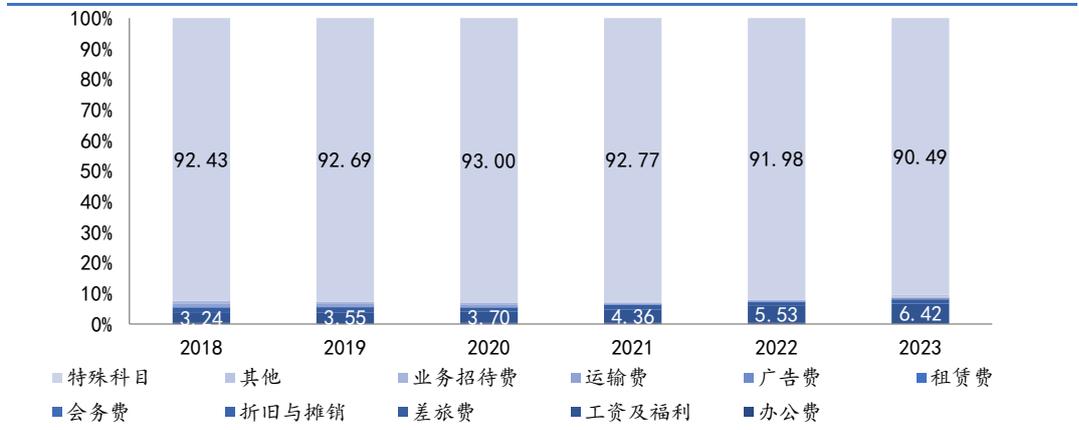


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

### 2.5.2. 公司销售费用主要是 CSO 费用，集采模式下销售费用有望降低

公司化学制剂产品主要为处方药，以各类医院为目标终端市场。在销售方式上以专门负责药品经销业务的子公司和经销商代理相结合的模式为主。公司的销售费用主要为特殊科目，我们分析主要为代理商的 CSO 委托销售服务费用，2018-2023 年此费用占销售费用比例维持在 90% 以上；工资及福利部分占比第二，由 2018 年的 3.24% 逐步增至 2023 年的 6.42%。

图23：2018-2023 公司销售费用明细及变化趋势



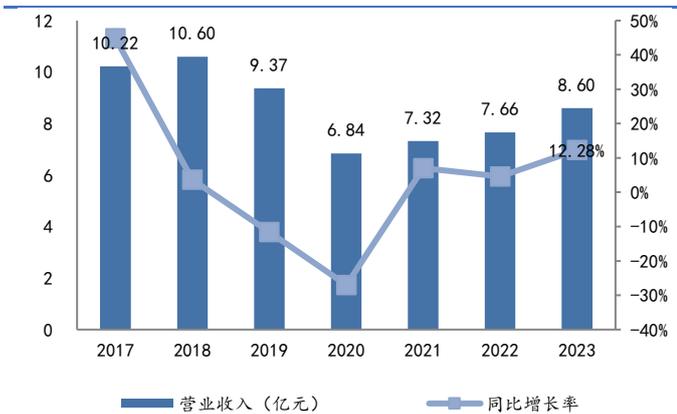
资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

### 3. 原料药业务：整体保持平稳，研发推动发展

#### 3.1. 公司原料药业务整体稳健，近 4 年稳健增长

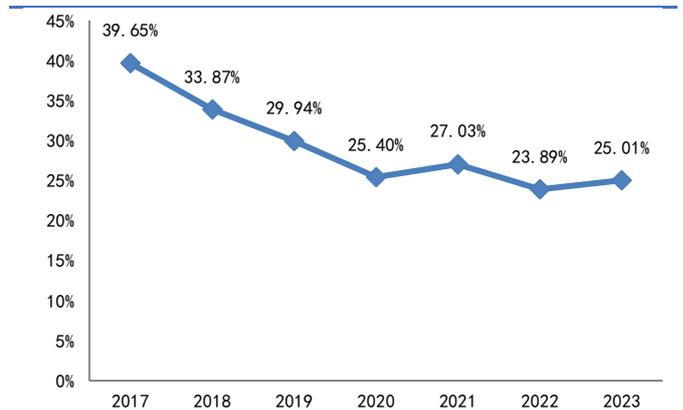
2023 年原料药板块营收 8.60 亿元，占比 32.46%，同比增长 12.28%，近几年呈稳健增长趋势；毛利率近四年稳定在 25% 附近。考虑庆大霉素市场今年修复，我们预计原料药业务今年有望增长 15%，未来有望持续 10% 以上稳健增长。

图24：2017-2023 原料药业务营收情况



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图25：2017-2023 原料药业务毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

公司原料药板块中，发酵产品庆大霉素占比较大；尼麦角林等原料药品种增长潜力较好。精神麻醉类产品壁垒较高批件要求严格，公司已取得咪达唑仑原料和注射剂资质批件，未来有望配合精神麻醉类制剂产品，通过集采推动制剂上量，形成精神麻醉药领域原料药制剂一体化的产业链优势。

### 3.2. 通过自主研发推动原料药品种持续丰富，超 20 个品种进入注册程序

根据公司 2023 年年报，公司已进入注册程序的原料药共 22 种，其中处于登记阶段的有 17 种，包括 11 种产品已取得登记号和 6 种产品已通过技术审评；上市后变更产品有 5 种。精神麻醉类产品盐酸咪达唑仑原料药已于 2024 年 4 月获得药品注册证书，有望跟注射剂和口服溶液制剂品种形成较好上下游协同，丰富产品线提升公司核心竞争力。

表6：2023 年年报中公司已进入注册程序的原料药研发进展情况

序号	药品名称	注册分类	注册所处阶段	进展情况 (截至 2023.12.31)	
1	盐酸奈必洛尔	原料药	原料药登记	已取得登记号，等待制剂关联后启动审评	
2	立他司特				
3	雷诺嗪				
4	<b>盐酸咪达唑仑</b>			已取得登记号，审评中	
5	阿维巴坦钠				
6	硫酸特布他林				
7	恩格列净				
8	吡哌布芬				
9	头孢妥仑匹酯				
10	苯唑西林钠				
11	吡贝地尔				
12	瑞戈非尼				
13	盐酸帕洛诺司琼				已通过技术审评
14	硫辛酸				
15	托伐普坦				
16	尼麦角林				
17	磷苯妥英钠				
18	卡维地洛		上市后变更	审评中	
19	拉氧头孢钠			已通过技术审评	
20	盐酸格拉司琼			批准补充	
21	氟马西尼				
22	盐酸左西替利嗪				

资料来源：公司 2023 年年报，信达证券研发中心

#### 3.2.1. 重庆博圣制药：主营化学原料药，2023 年收入 5.9 亿

福安药业集团重庆博圣制药有限公司于 2016 年成立，主营业务为化学药品原料药制造，产品主要涉及抗感染药、神经系统用药、解热镇痛药、肝脏疾病辅助用药、麻醉辅助用药、呼吸道用药、抗高血压药、钙离子受体异构激动剂、抗低钠血症等治疗领域。重庆博圣制药 2023 年收入为 5.92 亿，净利润为 0.36 亿元。

#### 3.2.2. 烟台只楚药业：化学原料药为主，主产品庆大霉素

福安药业集团烟台只楚药业有限公司于 1990 年成立，是以生产原料药为主、西药制剂、天然药物及生物工程为发展方向的综合型制药企业，主营业务为化学药品原料药制造，主产品是庆大霉素。

## 4. 历史并购包袱基本解决，商誉减持风险基本消化

### 4.1. 2011年至2020年多个并购，带来整合及资产减值压力

追溯 2011-2020 年期间公司进行的并购整合，分别于 2011 年收购湖北人民制药、2011-2014 分三次累计超 1.1 亿元收购广安凯特医药化工；2015 年 5.7 亿元收购宁波天衡药业；2016 年 15 亿元收购烟台只楚药业 100% 股权；2020 年 0.73 亿美元并购美国 Red Realty 51% 股权之后因整合发展不及预期在 2021 年 8 月份出售。

表7：福安药业重大资本运作

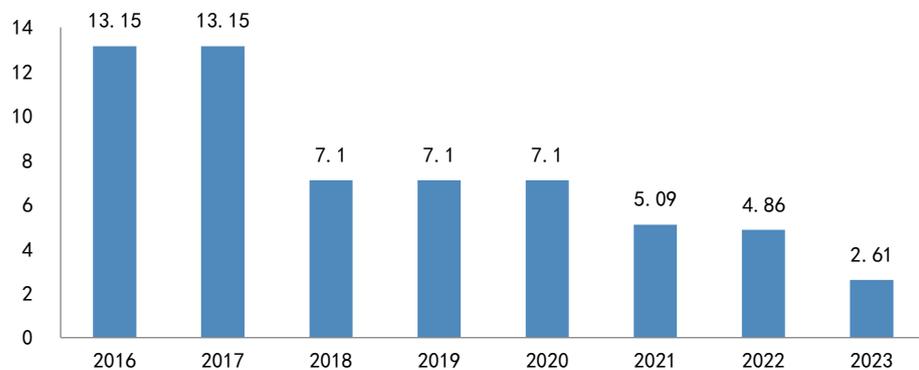
交易时间	事项类别	交易金额 (亿元)	交易标的
2020-08-28	收购购买	0.84	优诺金生物工程(苏州)有限责任公司 22.45% 股权
2020-07-31	收购购买	<b>0.73 美金</b>	Red Realty LLC 51% 股权
2019-06-03	资产出售	3.01	宁波市镇海区庄市街道工三路 6 号地块及房屋
<b>2016-09-29</b>	<b>收购购买</b>	<b>15.00</b>	<b>烟台只楚药业有限公司 100% 股权</b>
<b>2015-05-13</b>	<b>收购购买</b>	<b>5.70</b>	<b>宁波天衡药业股份有限公司 100% 股权</b>
2014-08-19	收购购买	0.27	广安凯特医药化工有限公司 12.38% 股权
2012-01-19	收购购买	0.23	广安凯特医药化工有限公司 19% 股权
2011-10-24	收购购买	0.61	广安凯特医药化工有限公司 51% 股权
2011-08-30	收购购买	0.31	湖北人民制药有限公司股权

资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

### 4.2. 商誉计提基本尾声，资产负债率较低，现金流稳定

追溯 2016 年到 2023 年公司商誉账面价值变化，近五年公司商誉账面价值持续减少，从 2016 年的 13.15 亿元降低至 2023 年的 2.61 亿元。

图26：2016-2023 公司商誉账面价值变化趋势（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

2023 年只楚药业因市场情况变化经营业绩下降，2023 年公司计提商誉减值 2.25 亿元，到 2023 年年末商誉账面价值 2.61 亿，主要是宁波天衡的 2.51 亿，而子公司宁波天衡近几年利润稳定，经营情况良好，亏损风险较小，所以我们认为未来 3-5 年商誉减值风险较小，减值影响因素已基本出清。

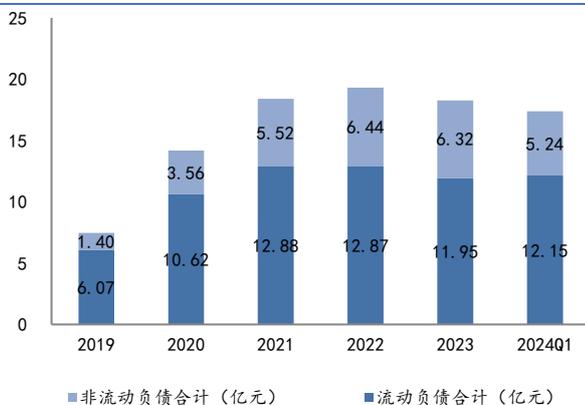
**表8：2023年底公司商誉账面价值**

商誉账面价值	期初金额（百万元）	本期增加（百万元）	期末金额（百万元）
天衡制药	250.68	--	250.68
只楚药业	223.48	-223.48	0.00
人民制药	10.50	--	10.50
只楚制药	1.02	-1.02	0.00
合计	485.69	-224.51	261.18

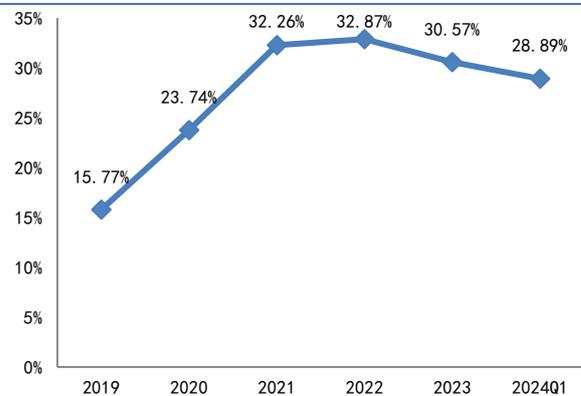
资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

2019年至2024Q1公司流动负债占比总负债的65%以上，2024Q1降低至12.15亿元，总负债降至17.39亿元；近两年公司负债率维持稳定下降趋势，由2022年的32.87%降至2024Q1的28.89%。公司资金状况稳健，自有资金充足，偿债能力增强。

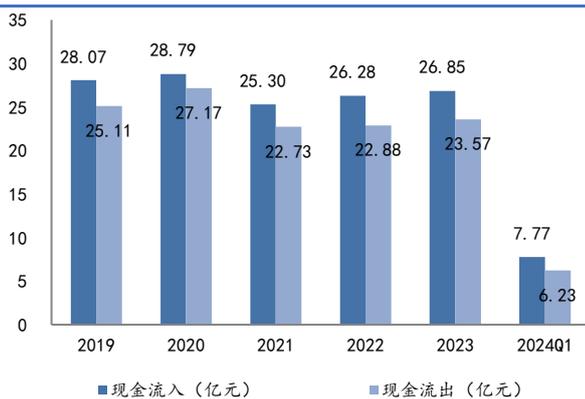
公司经营性现金流净流入近两年在3.3亿元左右，高于公司的净利润体量，2024Q1经营性现金流净额达到1.55亿，同比增长329.2%。

**图27：2019-2024Q1公司负债情况**


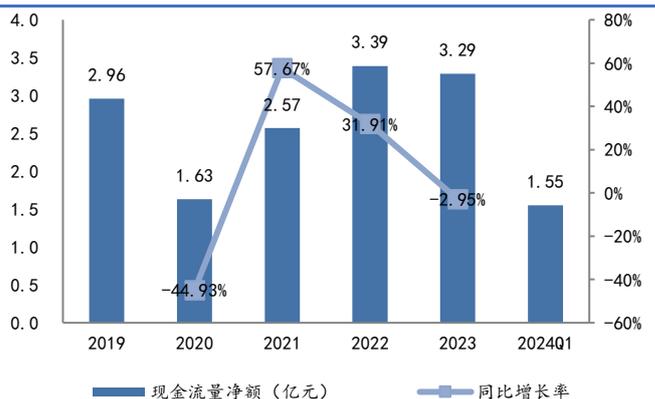
资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

**图28：2019-2024Q1公司负债率情况**


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

**图29：2019-2024Q1公司现金流动情况**


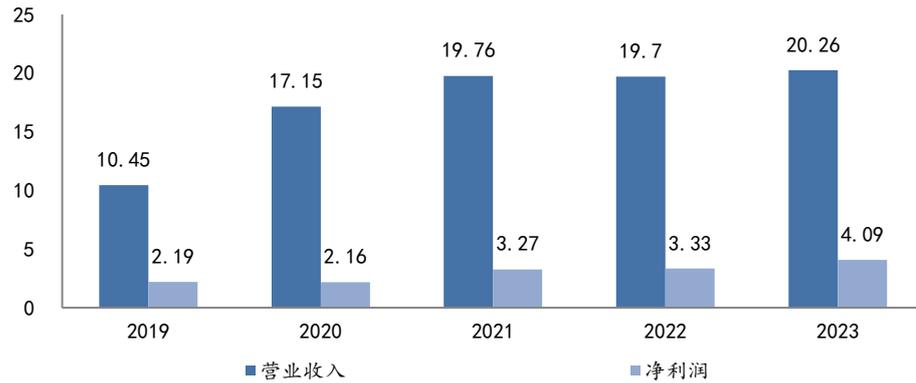
资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

**图30：2019-2024Q1公司现金流量净额及变化趋势**


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

### 4.3. 参股子公司重庆富民银行贡献稳定投资收益

公司持股19%的重庆富民银行是中西部地区首家获批开业的民营银行，营业收入与净利润均在稳定增长，2023年收入为20.26亿元，净利润4.09亿元。

**图31：2019-2023 富民银行营业收入及净利润情况（亿元）**


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

## 5. 盈利预测与投资建议

基于以上对行业和公司业务的分析，我们对公司未来三年的盈利情况进行拆分预测：

**制剂板块：**制剂为公司传统业务，2024 年因集采产品价格下降，原来产品降价收入减少，受益集采上量的品种增长，综合考虑预计收入端保持稳定，毛利率下降，集采模式下销售费用率同步降低。假设 2024-2026 年收入同比增速分布为 5%、8%、8%，毛利率为 65%。

**原料药及中间体：**公司原料药新厂房逐步开始投产，咪达唑仑、尼麦角林等新产品有望拉动增长，我们预计该业务板块有望保持稳健增长。且考虑原料药主产品庆大霉素 2024 年需求修复，预计 2024-2026 年收入同比增速分布为 15%、7%、7%，毛利率保持为 25%。

**药品经销及其他：**我们假设 2024-2026 年该业务收入同比增速 15%，毛利率保持为 29%。

**其他业务板块：**我们假设 2024-2026 年其他业务收入同比增速 5%，毛利率为近三年的平均值分别为 52.6%、52.7%、53.4%。

**表9：公司收入简要拆分及预测（百万元）**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,368.34	2,453.14	2,421.74	2,647.75	2,876.17	3,102.06	3,346.43
增速	8.29%	3.58%	-1.28%	9.33%	8.63%	7.85%	7.88%
成本	819.52	911.47	1,008.19	1,234.79	1453.8	1567.2	1689.5
毛利率(%)	65.40%	62.85%	58.37%	53.36%	49.45%	49.48%	49.51%
具体营收拆分（百万元）：							
制剂	1,638.12	1,633.08	1,544.17	1,610.53	1691.1	1826.3	1972.4
同比增长		-0.31%	-5.44%	4.30%	5%	8%	8%
营业成本	282.72	324.15	366.07	475.94	591.9	639.2	690.4
毛利率	82.74%	80.15%	76.29%	70.45%	65.0%	65.0%	65.0%
原料药及中间体	683.60	731.54	765.51	859.55	988.5	1057.7	1131.7
同比增长		7.01%	4.64%	12.28%	15%	7%	7%
营业成本	510.00	533.81	582.66	644.57	741.4	793.3	848.8
毛利率	25.40%	27.03%	23.89%	25.01%	25.0%	25.0%	25.0%
药品经销及其他	20.94	23.82	67.84	100.74	115.8	133.2	153.2

同比增长		13.77%	184.84%	48.48%	15%	15%	15%
营业成本	6.37	2.18	28.40	29.65	82.3	94.6	108.8
毛利率	30.41%	9.15%	41.85%	29.43%	29.0%	29.0%	29.0%
其他业务	25.68	64.71	44.22	76.94	80.8	84.8	89.1
同比增长	--	151.95%	-31.66%	74.00%	5%	5%	5%
营业成本	--	12.23	31.87	20.02	38.28	40.12	41.55
毛利率	--	52.37%	50.75%	54.73%	52.6%	52.7%	53.4%

资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

我们选取业务相关的华海药业、科伦药业、丽珠集团、福元医药、人福医药、苑东生物作为可比企业，在 PE 估值法下，2024-2026 年可比公司平均 PE 约为 17、14、12 倍。相较而言，福安药业作为原料药制剂一体化的龙头企业，抗生素制剂领域亮点突出，鉴于公司受益于行业政策利好，考虑公司现有产品的成长性和市场潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值

代码	上市公司	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			2024PE	2025PE	2026PE
			2024	2025	2026			
601089.SH	福元医药	71	523	598	683	14	12	10
600079.SH	人福医药	331	2,330	2,691	3,092	14	12	11
688513.SH	苑东生物	64	272	336	411	24	19	16
002422.SZ	科伦药业	490	2,929	3,352	3,860	17	15	13
600521.SH	华海药业	245	1,301	1,601	1,980	19	15	12
000513.SZ	丽珠集团	290	2,189	2,461	2,776	13	12	10
均值						17	14	12
<b>300194.SZ</b>	<b>福安药业</b>	<b>47</b>	<b>387</b>	<b>447</b>	<b>512</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>9</b>

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：1. 市值截至 20240902；2. 可比公司归母净利润数据来自 iFinD 一致预期；

## 6. 风险提示

- （1）市场与政策风险：**在招标降价、集中采购等政策影响下，药品价格仍然存在下降空间，药品市场开拓、销售压力加大，如公司主要产品未能中选集采，或将对公司业绩产生负面影响。
- （2）研发失败则面临失去参与市场竞争机会、研发投入未能取得预期效果风险。**
- （3）安全、环保、质量风险：**在生产过程中涉及易燃易爆化学品，如操作不当、设备故障、自然灾害等因素，可能会发生安全事故。同时部分子公司属于环保部门重点管理的排污单位，公司也需要加大环保投入，确保符合国家标准。如发生环保事故，或将对公司生产经营产生不利影响。作为化学制药企业，涉及原辅料采购、生产、销售等诸多业务环节，在这些环节中如果出现质量管理问题，或者因其他原因发生产品质量问题，或将影响公司的声誉和产品销售。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	1,927	2,126	2,667	2,965	3,292	
货币资金	689	992	1,183	1,385	1,653	
应收票据	73	49	47	67	63	
应收账款	316	251	340	355	365	
预付账款	30	33	41	44	47	
存货	720	708	960	1,017	1,060	
其他	100	93	96	95	104	
<b>非流动资产</b>	3,951	3,850	3,785	3,787	3,790	
长期股权投资	876	984	1,014	1,039	1,069	
固定资产(合计)	999	1,577	1,485	1,416	1,348	
无形资产	384	402	417	438	456	
其他	1,693	887	869	893	916	
<b>资产总计</b>	5,878	5,976	6,451	6,751	7,081	
<b>流动负债</b>	1,287	1,195	1,373	1,338	1,284	
短期借款	406	349	306	194	124	
应付票据	44	74	73	80	91	
应付账款	341	306	415	455	464	
其他	496	466	579	609	605	
<b>非流动负债</b>	644	632	629	629	629	
长期借款	304	487	487	487	487	
其他	341	145	142	142	142	
<b>负债合计</b>	1,932	1,827	2,002	1,967	1,913	
少数股东权益	1	4	8	10	14	
归属母公司股东权益	3,945	4,145	4,441	4,773	5,154	
<b>负债和股东权益</b>	5,878	5,976	6,451	6,751	7,081	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,422	2,648	2,876	3,102	3,346	
同比(%)	-1.3%	9.3%	8.6%	7.9%	7.9%	
归属母公司净利润	205	232	387	447	512	
同比(%)	168.9%	13.3%	66.8%	15.5%	14.7%	
毛利率(%)	58.4%	53.4%	49.5%	49.5%	49.5%	
ROE%	5.2%	5.6%	8.7%	9.4%	9.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.19	0.33	0.38	0.43	
P/E	22.91	20.22	12.12	10.49	9.15	
P/B	1.19	1.13	1.06	0.98	0.91	
EV/EBITDA	13.55	11.79	6.07	5.08	4.20	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	2,422	2,648	2,876	3,102	3,346	
营业成本	1,008	1,235	1,454	1,567	1,689	
营业税金及附加	22	28	29	31	34	
销售费用	881	807	719	776	820	
管理费用	245	242	270	293	314	
研发费用	143	149	161	175	188	
财务费用	-2	-2	5	-3	-10	
减值损失合计	-48	-244	-5	-4	-4	
投资净收益	62	77	77	85	92	
其他	40	275	172	209	237	
<b>营业利润</b>	179	298	482	552	636	
营业外收支	11	-8	0	2	1	
<b>利润总额</b>	189	290	482	554	637	
所得税	-11	56	92	105	121	
<b>净利润</b>	201	234	391	449	516	
少数股东损益	-4	3	4	2	4	
<b>归属母公司净利润</b>	205	232	387	447	512	
EBITDA	318	434	741	823	916	
EPS(当年)(元)	0.17	0.19	0.33	0.38	0.43	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金</b>	339	329	367	495	519	
净利润	201	234	391	449	516	
折旧摊销	185	210	254	271	289	
财务费用	25	25	29	27	24	
投资损失	-62	-77	-77	-85	-92	
营运资金变动	-35	-107	-120	-16	-46	
其它	25	45	-111	-151	-174	
<b>投资活动现金流</b>	-440	-94	3	-40	-25	
资本支出	-379	-93	-46	-97	-89	
长期投资	-99	4	-25	-28	-28	
其他	38	-4	74	85	92	
<b>筹资活动现金流</b>	-172	46	-178	-254	-226	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-196	126	-43	-112	-71	
支付利息或股息	-28	-94	-129	-142	-156	
<b>现金流净增加额</b>	-269	282	191	202	267	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。