

浙江医药（600216.SH）

维生素 E 行业高景气有望持续，创新药蓄势待发

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,116	7,794	10,009	10,670	11,358
增长率 yoy（%）	-11.1	-4.0	28.4	6.6	6.5
归母净利润（百万元）	540	430	1,526	1,742	1,828
增长率 yoy（%）	-48.4	-20.4	255.1	14.1	4.9
ROE（%）	3.7	2.8	13.2	13.3	12.4
EPS 最新摊薄（元）	0.56	0.45	1.59	1.81	1.90
P/E（倍）	30.1	37.8	10.7	9.3	8.9
P/B（倍）	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

公司营养品和医药制造双核心业务并驱发展。生命营养品和医药制造板块是公司业务的两大核心支柱，建立起涵盖脂溶性维生素、类维生素、喹诺酮类抗生素和抗耐药抗生素等系列产品的专业化、规模化生产体系。公司已经成长为国内维生素、抗耐药抗生素以及喹诺酮类抗生素行业的龙头之一。2010 年以来，公司营收呈现出一定的周期性，虽然 2022-2023 年维生素景气度下行令公司业绩有所承压，但进入 2024 年，公司盈利能力已经出现明显修复的趋势，3Q24 营收和净利更是创下上市以来单季度新高，3Q24 公司营业收入和归母净利润同比分别增长 39.66%、1737.57%。我们认为，受益于公司维生素价格回暖以及公司各业务板块内生增长，公司业绩有望持续回升。

维生素下游需求相对刚性、供给有所收缩，公司业绩有望受益于 VE、VA 价格的上涨。维生素下游主流需求是饲料添加，由于维生素在饲料中的用量小却关键，且成本中占比不大，因此需求刚性较强、下游对维生素价格敏感度低。我们认为，随着国际市场需求缓慢复苏，人们健康意识的提高和肉类食品消费的良性增长，以及养殖业盈利预期逐步见好，中短期维生素消费量仍有上升空间。维生素行业集中度较高，头部企业开工情况对行业供给会产生极大影响，进入 2024 年，国内主流企业公布检修及停产计划，2024 年 7 月 29 日巴斯夫路德维希港基地南区发生爆炸，维生素 A 和 E 全球供给偏紧，VA、VE 的价格均持续回暖，利好公司业绩持续回升。

公司创新药稳步推进，搭建自主技术平台。公司一类新药奈诺沙星胶囊及注射剂相继在国内获批上市，与其他喹诺酮类药物相比，奈诺沙星具备突出的药效和安全性优势，有望成为未来喹诺酮类抗生素领域的重要力量。在 ADC 创新药管线上，公司与 AMBRX Inc. 合作开发 ARX788 与 ARX305，并构建了基于非天然氨基酸定点偶联生物大分子药物自主技术平台，可广泛应用于生物大分子药物的改造。截至 2023 年，ARX788 临床 III 期研究已经达到期中分析预设的有效性标准，ARX305 正在进行临床一期试验，两种药剂未来市场前景广阔。

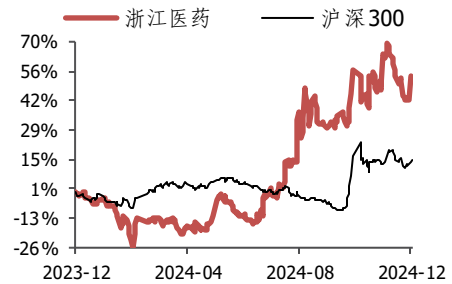
打造无菌喷雾干燥制剂平台，原料药-制剂垂直一体化优势显著。公司大部分原料药品种结合了公司发酵和合成技术，部分中间体和原料共用，实现了产品线向下游制剂的纵向延伸，具有原料药和制剂垂直一体化的优势。公司海

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2024 年 12 月 3 日收盘价（元）	16.91
总市值（百万元）	16,261.29
流通市值（百万元）	16,261.22
总股本（百万股）	961.64
流通股本（百万股）	961.63
近 3 月日均成交额（百万元）	593.32

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号：S1070123100005

邮箱：wangtong@cgws.com

相关研究

1、《3Q24 业绩创新高，关注维生素 E 板块及公司创新药审批进展》2024-10-28

外高端制剂项目主要依托于其搭建的新型制剂平台——无菌喷雾干燥制剂平台，公司利用该平台技术开发的注射用盐酸万古霉素，以 505(b)(2) 的法规途径向 FDA 进行 NDA 申报，目前新药申请已获批。依托此制剂平台及盐酸万古霉素制剂的成功案例，公司后续有望以 505(b)(2) 的形式向 FDA 提交注射用达托霉素等多个制剂的申报，审批若通过后，叠加公司原料药-制剂一体化优势，公司制剂产品有望进一步打开海外市场。

创新是推动公司未来发展的核心动力。公司发展的长远目标是从普通医药化工企业转型升级为世界领先的制药强企，并将技术创新作为企业发展的核心动力。多年来公司持续加大研发投入，在创新小分子药物、生物大分子药物、创新制剂方面均有布局；发挥双主业优势，让营养品业务和医药业务相辅相成；以市场为核心进行新药研发，在维生素产品、在原料药及关键中间体和药品领域搭建多种平台，推进产品技术更新和研发；与多家外部制药公司和研发机构合作，研发成果卓有成效。领先的研发实力及完善的技术平台，有望成为公司未来开拓新市场和提升竞争力的有力支撑。

盈利预测与估值：我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 100.09/106.70/113.58 亿元，实现归母净利润分别为 15.26/17.42/18.28 亿元，对应 EPS 分别为 1.59/1.81/1.90 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 10.7X、9.3X、8.9X。看好 VE、VA 价格回升及公司 ADC 创新药、奈诺沙星制剂等药物逐步放量，维持“买入”评级。

风险提示：市场波动风险；生产要素成本上涨的风险；新药研发风险；环保及安全经营风险；政策风险等。

内容目录

一、浙江医药：国内维生素与抗耐药性抗生素龙头	5
1. 深耕维生素行业二十余年，旗下众多子公司涉及领域广泛	5
2. 营养品和医药制造双核心业务并驱发展	6
3. 公司历年营收整体呈上涨趋势，盈利水平受维生素景气周期影响较大	8
二、生命营养品板块：全球维生素领军企业之一	9
1. 维生素下游需求相对刚性，稳中有增	10
2. 维生素行业集中度较高，供给变化影响行业景气周期运行	10
3. 完善产品组合，拓展高附加值产品	13
三、医药业务：拓展 ADC 创新药物管线，打造海外高端制剂平台	14
1. 奈诺沙星注射剂获批，期待逐步放量	14
2. 浙江医药 ARX788：引入非天然氨基酸的定点偶联技术	15
3. 拓宽 ADC 创新药管线品种，构建基于非天然氨基酸定点偶联生物大分子药物自主技术平台	17
4. 原料药-制剂垂直一体化，无菌喷雾干燥制剂平台助力海外制剂项目	18
四、创新是推动公司未来持续发展的核心驱动力	19
1. 长期坚持高研发投入，创新成就硕果累累	19
2. 以领先的创新能力构筑高技术壁垒，大力拓展医药产品新市场	21
五、盈利预测与投资评级	22
六、风险提示	24

图表目录

图表 1：公司发展历程图	5
图表 2：公司股权结构及部分控股子公司	5
图表 3：公司各业务板块主要产品	6
图表 4：公司主要产品基本情况	7
图表 5：2010 年-1H24 公司营业收入与同比	8
图表 6：2010 年-1H24 公司归母净利润与同比	8
图表 7：公司 2023 年各业务板块营业收入占比	9
图表 8：公司 2023 年各业务板块毛利占比	9
图表 9：2016-2023 年公司各板块营业收入占比	9
图表 10：2016-2023 年公司各板块毛利占比	9
图表 11：营养品板块主要产品开发时间及其地位	9
图表 12：中、日、美人均家禽肉消费量	10
图表 13：中、日、美人均牛肉及小牛肉消费量	10
图表 14：2022 年 VE 主要厂商的产量占比情况	11
图表 15：2023 年 VA 主要厂商的产量占比情况	11
图表 16：2015-2021 年公司 VE 产量（吨）情况	11
图表 17：2015-2021 年公司 VA 产量（吨）情况	11
图表 18：公司归母净利润（左轴）和 VE 市场均价（右轴）对比	12
图表 19：VE 价格（元/公斤）走势及变动原因	13
图表 20：VA 价格（元/公斤）走势及变动原因	13
图表 21：奈诺沙星化学结构式	14
图表 22：ADC 药物结构示意图及其生物学特性	15

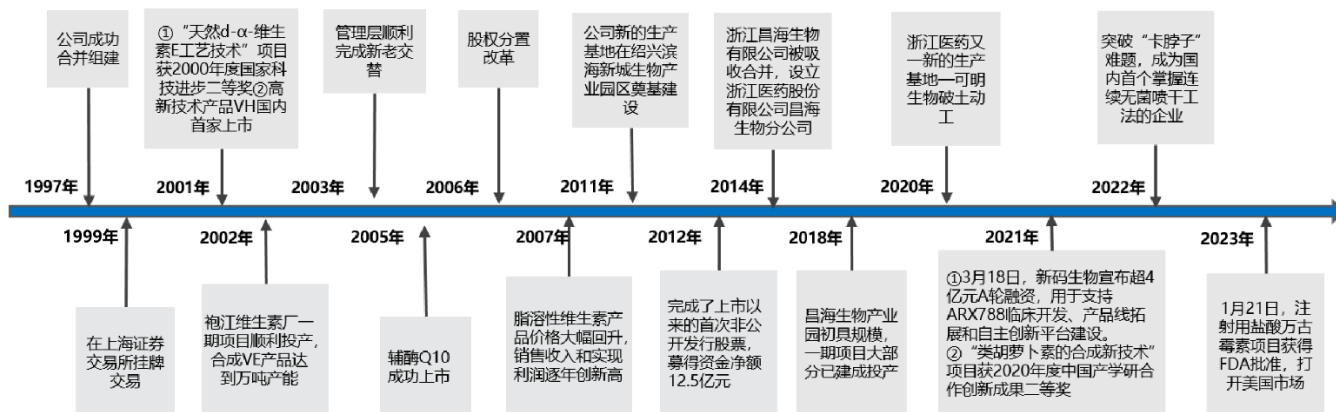
图表 23:	ARX-788 分子结构示意图.....	16
图表 24:	ARX-药物原理示意图.....	16
图表 25:	无菌喷雾干燥法优势.....	18
图表 26:	公司无菌喷雾干燥制剂装置示意图.....	18
图表 27:	公司 2018-2023 年研发费用及占比.....	20
图表 28:	公司 2015-2023 年研发人员人数及占比.....	20
图表 29:	公司历年专利数量.....	20
图表 30:	公司部分创新项目获奖情况.....	20
图表 31:	公司药物开发时间及其地位.....	21
图表 32:	盈利预测（百万元）.....	23
图表 33:	公司与可比公司估值比较.....	24

一. 浙江医药：国内维生素与抗耐药性抗生素龙头

1. 深耕维生素行业二十余年，旗下众多子公司涉及领域广泛

全球维生素行业龙头之一。浙江医药股份有限公司成立于1997年5月，1999年10月在上海证券交易所成功上市。公司的发展历程始终伴随着新产品的创新研发，从维生素E、生物素到辅酶Q10，公司在脂溶性维生素领域不断拓宽品类；在医药板块，开发并持续深耕盐酸万古霉素、达托霉素等多种耐药抗生素品种，产品，在创新药方面，已实现创新药奈诺沙星上市，管线在研有ARX-788、ARX-305等ADC品种。经过多年的发展壮大，公司已经建立了涵盖脂溶性维生素、类维生素、喹诺酮类抗生素和抗耐药抗生素等系列产品的专业化、规模化生产体系，成长为中国维生素、抗耐药抗生素以及喹诺酮类抗生素行业的龙头之一。

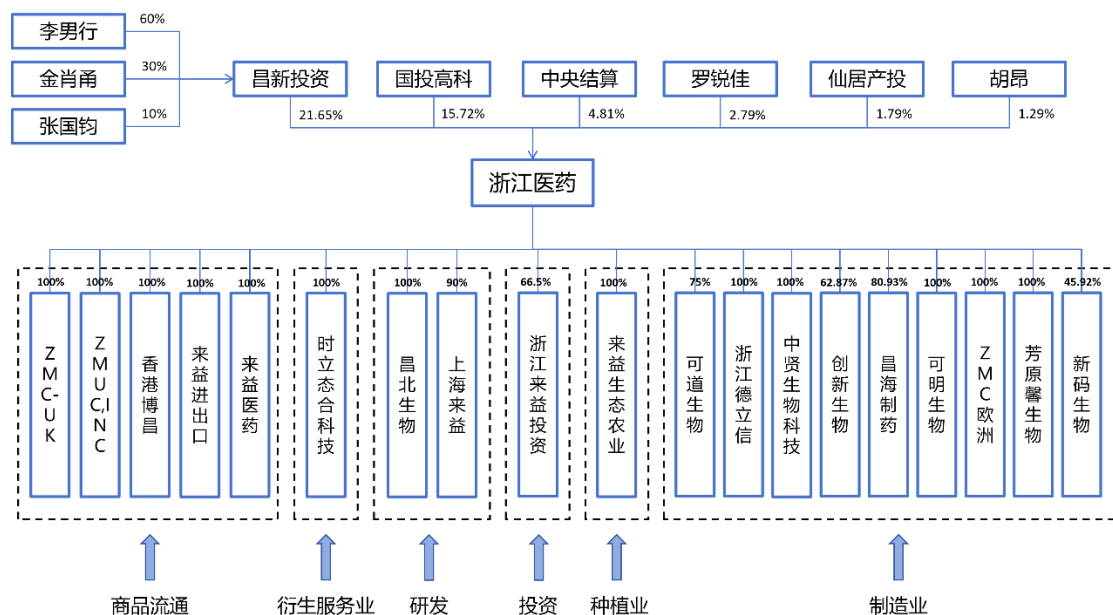
图表1：公司发展历程图



资料来源：公司官网，绍兴日报，纳创新能源，长城证券产业金融研究院

公司股权结构稳定，实控人变更为李男行。公司董事长李春波与李男行于2024年10月29日签订了《股权转让协议》，李春波将其持有的昌欣投资60.00%股权以人民币0元的价格转让给李男行，二者为父子关系。此次股权转让后，李男行将通过其控制的昌欣投资间接控制上市公司21.65%股份，公司实际控制人由李春波变更为李男行；公司控股仍为新昌县昌欣投资发展有限公司。公司旗下拥有26家子公司，其中包括12家全资子公司、6家控股子公司、1家参股子公司，覆盖医药制造、流通、研发和投资等行业领域。公司现拥有新昌制药厂、昌海生物分公司、浙江来益医药有限公司等十多家主要分公司(子公司)，以及医药工业研究院、上海来益生物药物研究开发中心两家研发单位。

图表2：公司股权结构及部分控股子公司



资料来源：公司 2024 年三季度报，《关于控股股东股权结构变更暨实际控制人变更的提示性公告》，wind，长城证券产业金融研究院

2. 营养品和医药制造双核心业务并驱发展

公司的主营业务包括生命营养品、医药制造类产品及医药商业等，其中生命营养品和医药制造板块是公司业务的两大核心支柱，下游应用覆盖动物营养、人类营养、医药、生命健康等多个领域。

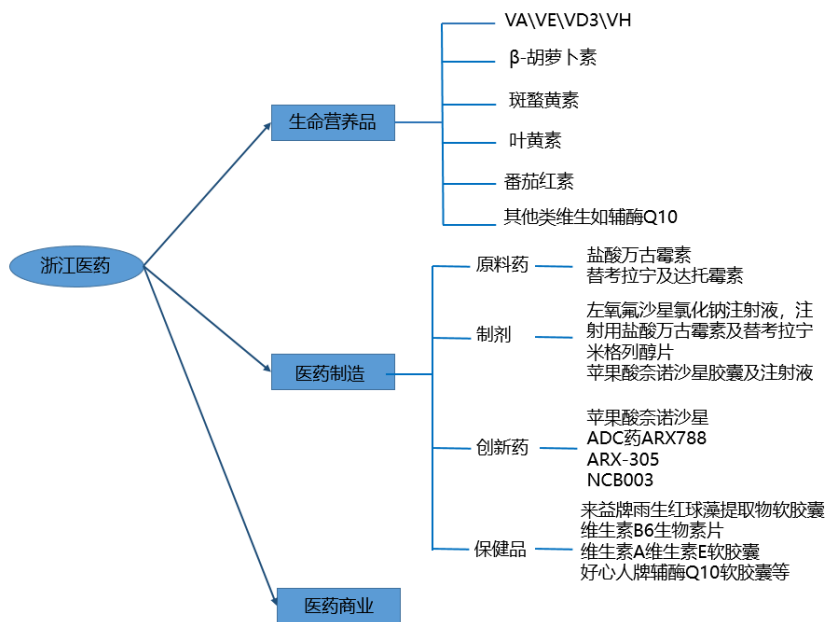
公司在**维生素 E 和维生素 A 全球市场上地位卓著**。公司生命营养品主要有维生素 E、维生素 A、维生素 H (生物素)、维生素 D3、辅酶 Q10、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、叶黄素、番茄红素等维生素和类维生素产品，是全球合成维生素 E、维生素 A 的生产商龙头之一。

公司是**国内抗耐药抗生素、喹诺酮类抗生素行业龙头之一**，积极推进创新药物研发。公司原料药及制剂主要包括盐酸万古霉素、替考拉宁、达托霉素、左氧氟沙星和米格列醇等品种。2023 年，公司的万古霉素及替考拉宁的产量在全球位居前列。

公司**持续进行创新药物研发**。创新小分子药物方面，苹果酸奈诺沙星胶囊及注射液持续放量，2023 年和 1H24 其销售收入分别为 3.25 亿元、1.86 亿元，同比分别为 87.06%、7.31%。创新生物大分子药物方面，截至 2023 年，公司 HER2-ADC 药物 ARX788 国内 III 期临床试验已达到期中分析预设的有效标准，ARX-305 临床 I 期研究持续推进中，NCB003 已获取临床实验批件。

为**延伸产业链**，公司以自主研发品种进军保健食品市场。随着保健科普知识推广普及，功能型保健品市场潜力巨大。公司保健品板块主要有益牌叶黄素咀嚼片、好心人牌辅酶 Q10 软胶囊、来益维生素 C 含片系列、来益维生素 A、维生素 E 软胶囊、维艾美叶黄素固体饮料等产品。其中，来益牌叶黄素咀嚼片由于契合消费者护眼护眼的需求，已经在护眼保健品领域占据了领先地位。

图表 3: 公司各业务板块主要产品



资料来源：公司官网，公司 2023 年年报，长城证券产业金融研究院

图表 4：公司主要产品基本情况

公司产品	产品情况
维生素 A	VA 粉具有 50 万 IU、65 万 IU、100 万 IU 三种规格。
维生素 E	拥有 93%VE 油、98%VE 油和 50%VE 粉。
维生素 D3	全球主要生产企业。
维生素 H	全球主要厂商。
β-胡萝卜素	“类胡萝卜素的合成新技术”项目获得 2020 年度中国产学研合作创新成果奖二等奖。
斑蝥黄素	“类胡萝卜素的合成新技术”项目获得 2020 年度中国产学研合作创新成果奖二等奖。
叶黄素	“来益牌叶黄素咀嚼片”在护眼保健品领域占据领先地位。
原料药	盐酸万古霉素，替考拉宁及达托霉素等产品居国际前列。
制剂	左氧氟沙星氯化钠注射液，注射用盐酸万古霉素（商品名“来可信”），注射用替考拉宁（商品名“加立信”），米格列醇片（商品名“来平”），苹果酸奈诺沙星胶囊及注射液（商品名“太捷信”）在国内市场占有重要地位。
创新药	苹果酸奈诺沙星（2023 年 3 月药物临床试验批准），ADC 药物 ARX-788（临床三期研究达到期中分析预设的有效性标准），ARX-305（临床一期研究持续推进中），NCB003（临床实验批件已获取）。
保健品	来益牌雨生红球藻提取物软胶囊、维生素 B6 生物素片、维生素 A 维生素 E 软胶囊、钙维生素 D 维生素 K 片、辅酶 Q10 维生素 E 软胶囊、B 族维生素片（成人）、叶黄素咀嚼片、维生素 E 软胶囊、维生素 C 含片，好心人牌辅酶 Q10 软胶囊。

资料来源：公司 2023 年年报，公司官网，QYResearch，华经情报网，立鼎产业研究网，长城证券产业金融研究院

拥有新昌和昌海两大生产基地，旧产能转移和新项目建设进行中。公司生产基地均地处浙江省绍兴市，拥有新昌和昌海两大基地。新昌基地是公司最早的生产基地，主营医药原料药、制剂、维生素制剂等业务。目前新昌制药厂一期和二期地块和相应的厂区将被去功能化，相应的产能将按照制剂、合成原料药、发酵原料药等不同类别的产品分别转移到其他子公司。昌海基地位于绍兴滨海新区，其主营维生素医药原料药和制剂业务。2023 年，昌海生物完成生命营养品厂二期项目与生物素项目，推进香精香料项目工艺开发与产品注册。

公司新的生产基地—可明生物医药产业园于 2020 年 12 月 2 日破土动工，一期规划总投资 16.42 亿元，预计 2030 年建设完成。可明生物未来将专注于生物制药、药物制剂、人类生命营养品的生产和销售，同时筹划大健康产业布局。

此外，在生命营养品板块，2023 年子公司芳原馨持续优化前体 2 相关中间体的生产工艺，子公司昌北生物已完成一期与二期全部 359 亩土地取地工作。在医药制造板块，2023 年新昌制药厂完成了药用级鱼油美国 DMF 的申报工作，持续推进太捷信胶囊与注射液产品生产与市场开拓。子公司创新生物稳步推进制剂新基地建设项目工作，开始制剂产品出口销售业务，继续开拓健康产品业务渠道与品类覆盖范围。子公司昌海制药逐步推进各产品注册认证，承接原料药产品转移。

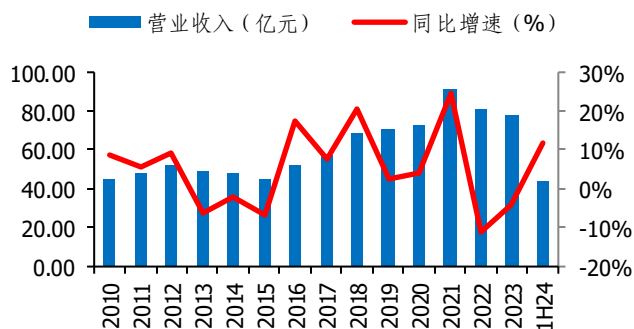
3. 公司历年营收整体呈上涨趋势，盈利水平受维生素景气周期影响较大

公司营业收入体现一定的周期性。2010-2023 年公司营收年均复合增速为 4.21%，收入整体呈上涨趋势。2017-2021 年，公司收入快速增长，主要原因在于：2017 年 10 月，BASF 柠檬醛装置发生火灾，造成全球柠檬醛和维生素 A 供给短缺、价格上涨；2020-2021 年全球维生素市场供应总体缩减，维生素 E 价格逐步走强、维生素 A 价格也有所上涨，公司维生素销量同比增加。2022-2023 年，公司营收下滑主要受维生素 A 景气度下行，价格下跌的影响。

公司盈利能力有望得到修复。公司的归母净利润随着维生素景气周期变化而发生波动，2017-2021 年，公司在业绩探底后，其盈利水平随着维生素价格上涨及营收增长而逐渐修复，2021 年公司归母净利润重回十亿元以上。2022-2023 年，维生素景气度下行，维生素市场供大于求、价格明显下跌，叠加原料价格上涨，公司业绩承压。2022-2023 年公司归母净利润分别为 5.40 亿元、4.30 亿元，同比分别为 -48.38%、-20.37%。

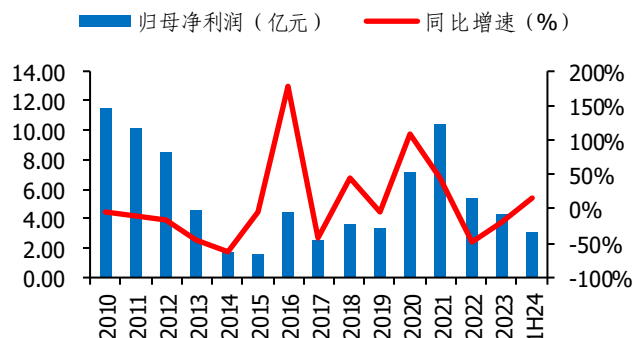
进入 2024 年，公司 1H24 营收及归母净利润同比分别 11.87%、15.82%；3Q24 营收和净利更是创下上市以来单季度新高，3Q24 公司营业收入和归母净利润同比分别增长 39.66%、1737.57%。随着维生素 E 价格维持高位，公司盈利能力已经出现明显修复的趋势。我们认为，受益于公司维生素价格回暖以及公司各业务板块内生增长，公司业绩有望持续回升。

图表5: 2010 年-1H24 公司营业收入与同比



资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

图表6: 2010 年-1H24 公司归母净利润与同比

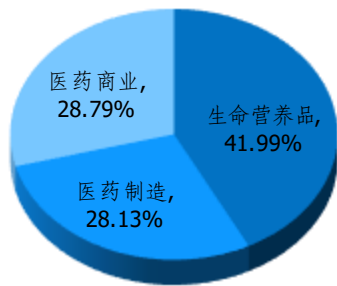


资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

营养品及医药制造板块在公司收入和利润中占据重要地位。2023 年公司生命营养品板块收入为 32.73 亿元、占比 41.99%，毛利为 10.23 亿元、占比 40.53%。公司营养品板块以维生素系列产品为主，因此维生素景气周期会对公司业绩产生较大影响，营养品板块营收及毛利占比也呈现出相应的周期性波动。2023 年医药制造类板块收入为 21.92 亿元、

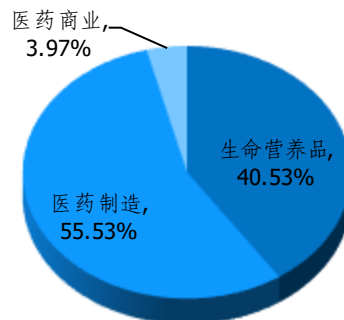
占比 28.13%，毛利为 14.02 亿元、占比 55.53%，营养品和医药制造是公司业绩的两大主要支柱。

图表7: 公司 2023 年各业务板块营业收入占比



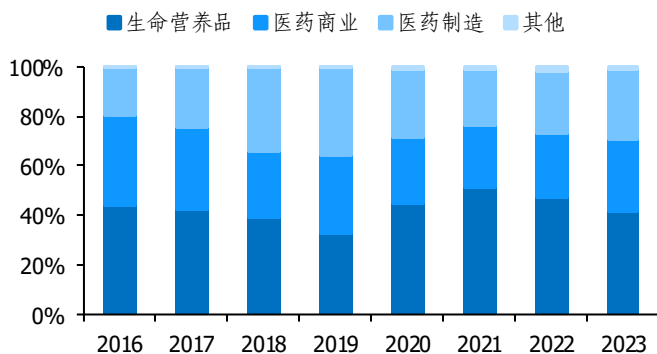
资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

图表8: 公司 2023 年各业务板块毛利占比



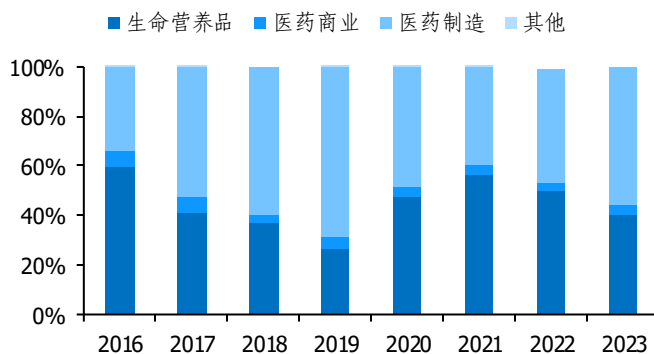
资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

图表9: 2016-2023 年公司各板块营业收入占比



资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

图表10: 2016-2023 年公司各板块毛利占比



资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

二. 生命营养品板块: 全球维生素领军企业之一

公司在营养品板块实现了系列化、衍生化, 众多产品具有国际影响力和竞争力。公司的生命营养品板块可分为动物营养品和人类营养品, 包括维生素 E、维生素 A、生物素、β-胡萝卜素、斑蝥黄素等脂溶性维生素和类维生素产品, 主要用于饲料添加剂, 以及食品、膳食补充剂和化妆品领域。

从公司营养品板块的发展历程来看, 公司营养品板块产品基本都是国内首家或者国内首批突破跨国企业技术壁垒, 实现进口替代。公司是国内最大、全球前三大之一的维生素 E 生产商, β-胡萝卜素和斑蝥黄素是全国最大、全球第三大供应商。公司在营养品板块有望继续发挥自身技术优势, 持续改进工艺、降低成本, 做大做强优势品种。

图表11: 营养品板块主要产品开发时间及其地位

公司产品	开发时间	产品地位
三甲酚(VE 关键中间体)	1998 年	国内首家完成研发, 打破国外技术垄断
天然/合成维生素 E	2000 年	国内首家实现天然 VE 工业化, 打破国外 30 年垄断, VE 全球第三大生产商
维生素 H(生物素)	2001 年	国内首家完成生物素中试并投产, 成为全球第一大生产商
辅酶 Q10	2005 年	成功上市, 国内首家实现发酵法生产辅酶 Q10 的企业

柠檬醛

2021 年

国内第二家商业化大规模生产，彻底结束公司对日本的进口依赖

类胡萝卜素

2020 年

产业化后迅速占领全球市场，打破了 BASF 等跨国公司长期的技术和市场垄断

资料来源：公司官网，饲料行业信息网，智研瞻产业研究院，公司 1999 年年报，长城证券产业金融研究院

1. 维生素下游需求相对刚性，稳中有增

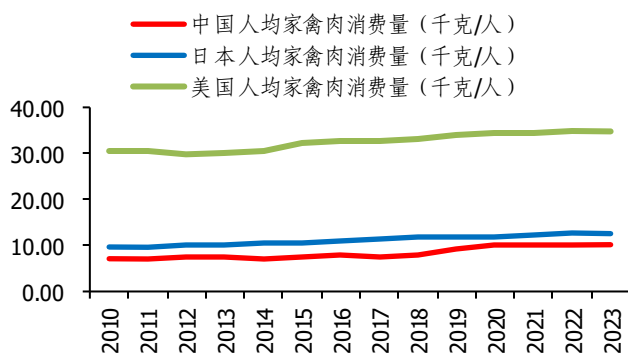
维生素下游应用以饲料添加为主，需求刚性较强，下游对维生素价格敏感度低。维生素下游主要涵盖饲料、食品饮料及医疗等领域，其中饲料行业需求最大，达到三分之二以上。一般大部分维生素不能在动物体内合成，必须由饲料供给，尤其在现代集约化动物生产条件下，其在动物生长发育过程发挥着不可替代的作用。

根据饲料信息网，维生素在饲料中用量小却关键，在饲料成本中占比不大，一般在 1%-2% 左右，因此下游对维生素价格敏感度低，且下游饲料及养殖行业格局分散，下游企业议价权不高，维生素具有较高的价格弹性。

国内动物蛋白需求增长，驱动饲料和饲料添加剂需求向上。国内家禽、牛肉等动物蛋白（肉类）人均消费相较于发达国家仍有一定提升空间，生活水平的不断提升导致国内对于动物蛋白有着日益增强的需求。此外，由于国内养殖集中度上升，国内饲料添加剂的增速远高于饲料产量的增速，根据 wind 数据，2023 年中国饲料产量同比-9.72%，国内添加剂预混合饲料同比增长 36.91%。

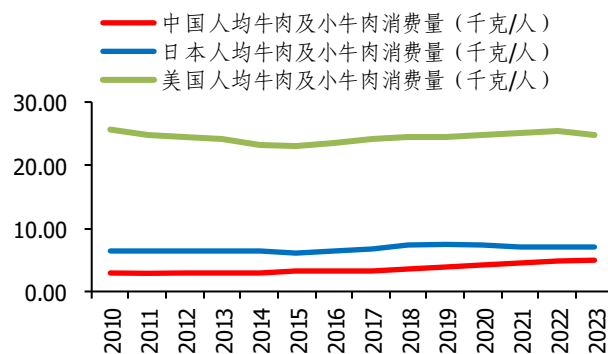
2023 年受下游饲料养猪业务盈利状况差、维生素生产企业的产能恢复或新建产能释放、美元加息、地缘政治博弈等诸多因素影响，全球市场需求萎缩，维生素市场短期供大于求，使得多数维生素产品价格处于低位。我们认为，随着国际市场需求缓慢复苏，人们健康意识的提高和肉类食品消费的良性增长，以及养殖业盈利预期逐步见好，中短期维生素消费量仍有上升空间。

图表 12：中、日、美人均家禽肉消费量



资料来源：ifind，经济合作与发展组织，长城证券产业金融研究院

图表 13：中、日、美人均牛肉及小牛肉消费量



资料来源：ifind，经济合作与发展组织，长城证券产业金融研究院

2. 维生素行业集中度较高，供给变化影响行业景气周期运行

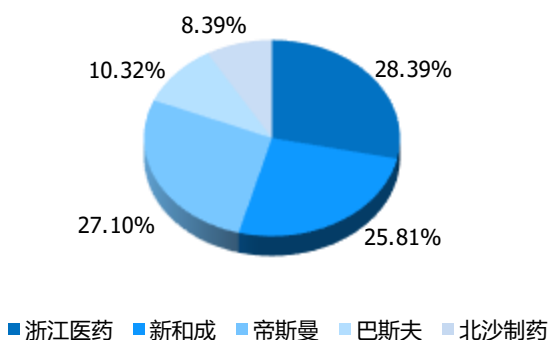
维生素产品技术壁垒较高，资金投入大，规模效应显著。维生素 E 生产工艺及工程化技术复杂，需要企业拥有规模化、一体化的生产体系，以及较高的资金投入。维生素 A 是

合成步骤最长的维生素之一，反应类型复杂，对企业的生产技术与工艺要求高；此外，由于维生素 A、E 生产所需原材料易燃易爆，对其设备装置的安全性要求严苛。

维生素 E 及维生素 A 全球市场均呈现寡头垄断格局。全球维生素 E 市场主要由帝斯曼-能特科技、巴斯夫、浙江医药、新和成和吉林北沙五家企业或联合体主导，根据博亚和讯，其中前四家占据了全球产量 90% 以上的份额。根据博亚和讯，2022 年，浙江医药、新和成、帝斯曼、巴斯夫维生素 E 产量占比分别为 28.39%、25.81%、27.10%、10.32%。由于维生素 E 行业的高技术、资金壁垒，不易出现新进入者，维生素 E 长期以来保持较稳定的行业格局和较高的行业集中度，生产企业议价权和挺价能力较强，利于维生素景气周期的回升。

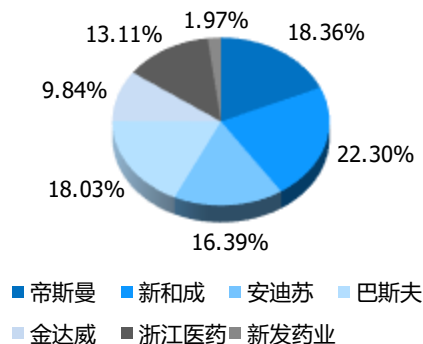
维生素 A 全球市场主要有帝斯曼、巴斯夫、安迪苏、新和成、浙江医药、金达威几家生产企业，据博亚和讯，2023 年，新和成、帝斯曼、浙江医药的维生素 A 产量占比分别为 22.30%、18.36%、13.11%。此外，2024 年 8 月万华化学 4.8 万吨/年的柠檬醛装置成功试车并顺利产出合格产品，标志着全球单套产能最大的柠檬醛装置一次性开车成功；天新药业拟新建年产 6000 吨（折纯 1000 吨）维生素 A 生产线。市场未来供应可能受到新进入者的影响。

图表 14: 2022 年 VE 主要厂商的产量占比情况



资料来源：博亚和讯，长城证券产业金融研究院

图表 15: 2023 年 VA 主要厂商的产量占比情况



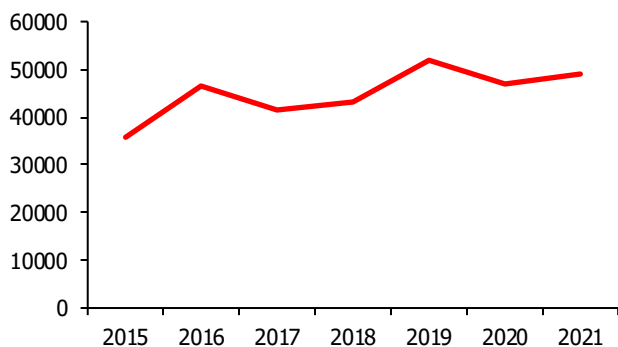
资料来源：博亚和讯，长城证券产业金融研究院

公司维生素产品实现产业链一体化配套，关键原料及中间体实现自产配套。维生素 E 方面，公司采用自主研发实现了部分关键中间体的自产配套和一体化产业链建设；维生素 A 方面，柠檬醛是生产维生素 A 的关键起始原料，其供给变化会对维生素 A 的生产及价格走势产生显著影响，2021 年公司自主开发的柠檬醛装置投产，成为国内第二家、全球第四家能够实现柠檬醛量产的企业。公司对维生素产品关键原料及中间体实现自主配套生产，打造一体化生产体系，进一步强化成本优势。

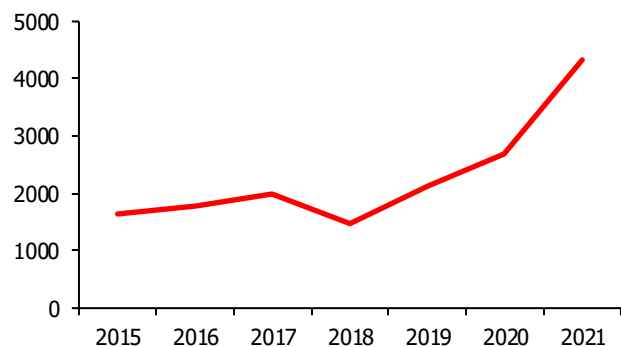
公司维生素 E 及维生素 A 产品规模效应显著。公司 VE 油拥有天然维生素 E 及合成维生素 E 两类产品，VA 粉具有 50 万 IU、65 万 IU、100 万 IU 三种规格，并进一步延伸产业链，推出了来益牌天然维生素 E、维生素 A 维生素 E 软胶囊等保健品。根据博亚和讯，公司维生素 E 产量占比近年来一直领跑于行业，维生素 A 的生产规模也居于世界前列，规模和成本优势显著。

图表 16: 2015-2021 年公司 VE 产量（吨）情况

图表 17: 2015-2021 年公司 VA 产量（吨）情况



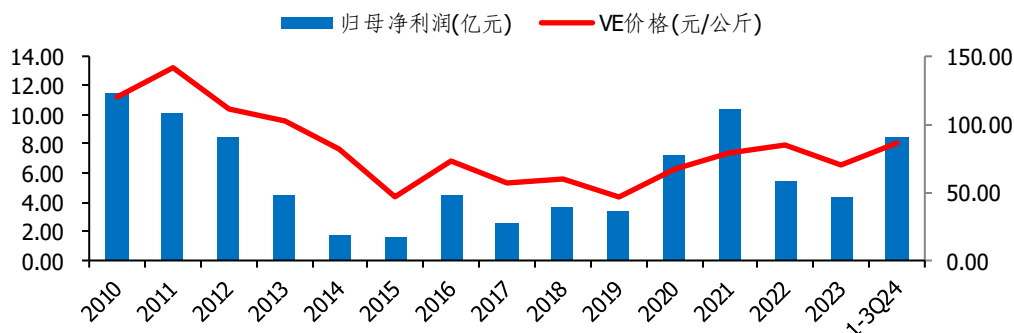
资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院



资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

维生素 E 价格对公司盈利能力产生较大影响。维生素 E 是公司营养品板块的主要产品之一，对比公司历年业绩及维生素 E 市场均价，我们发现公司净利润与维生素 E 价格走势存在着高度相关性。由于 2008 年安迪苏退出维生素 E 市场，使得维生素 E 价格大幅上涨，行业格局的变动也使得维生素 E 行业迎来了近 5 年的景气周期，公司 2008-2012 年的净利润也达到较高水平；2013 年-2019 年受维生素 E 价格低迷的影响，公司净利润也被压制；均说明公司业绩受维生素 E 景气周期影响较大。

图表 18: 公司归母净利润 (左轴) 和 VE 市场均价 (右轴) 对比



资料来源: ifind, 汇易网, 长城证券产业金融研究院

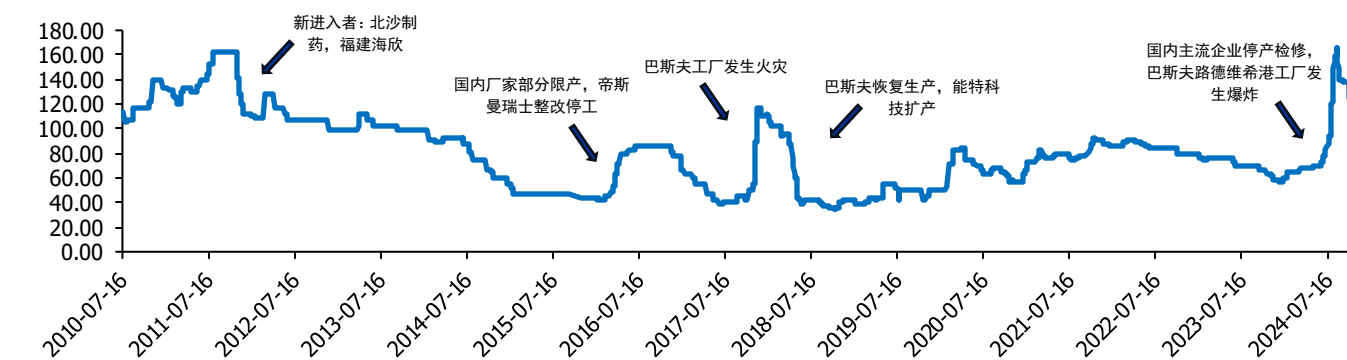
2024 年以来，VE、VA 价格持续回暖，公司业绩有望充分受益于产品价格的上涨。维生素产业是典型的周期性行业，长期来看，下游养殖业对维生素的需求增长保持相对稳定，维生素的长期价格趋势主要受到供给端的影响。但需要注意的是，维生素行业头部企业拥有较大市场份额和对市场的显著影响力，在市场低迷时期，主要厂商可以通过限产等措施维护行业价格，稳定行业价格。

回顾 VE、VA 历史价格走势，头部厂商供给变动会对维生素价格造成显著影响，例如 2016 年帝斯曼瑞士工厂停工，国内部分 VE 厂商限产，VE 产品价格应声上涨；2017 年 BASF 柠檬醛装置发生火灾，造成 VE、VA 供给短缺，产品价格快速上涨。

进入 2024 年，国内主流企业公布检修及停产计划，叠加 2024 年以来猪肉价格有所回暖，维生素 E、维生素 A 的价格均持续回暖。2024 年 7 月 29 日巴斯夫路德维希港基地南区发生爆炸，发生事故的装置主要生产香原料和用于维生素生产的前体，维生素 E 和 A 出现明显的上涨；此外，巴斯夫 2024 年 10 月 17 日在不可抗力情况更新中提及，预计将于 2025 年 4 月初开始生产维生素 A，在 2025 年 7 月初开始生产维生素 E 和类胡萝卜素产品，复产时间较之前 BASF 给与市场口径（2025 年 1 月）明显延长，维生素 A、E 行业供给有望持续偏紧。中长期来看，维生素 E 行业格局稳定，在需求较为刚性的背景下

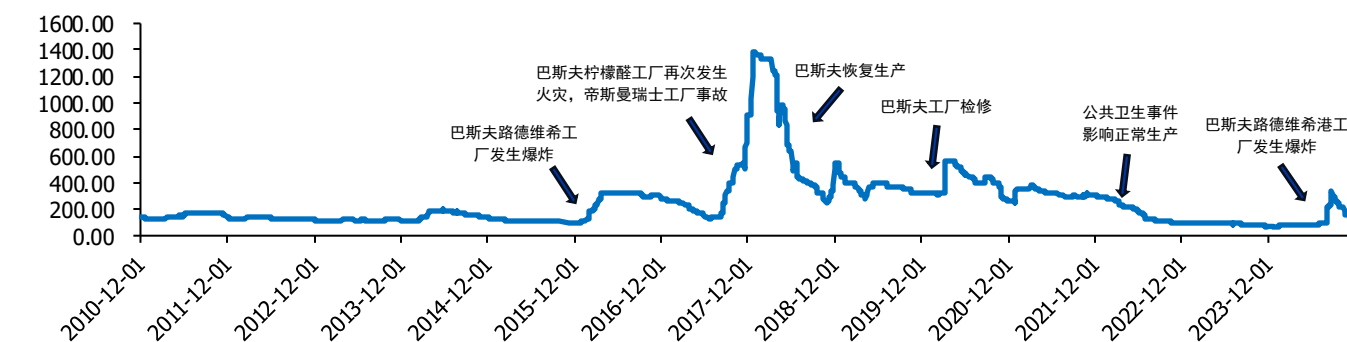
有望维持景气度上行，利好公司业绩。

图表19: VE 价格（元/公斤）走势及变动原因



资料来源: 原料药情报局, 长城证券产业金融研究院

图表20: VA 价格（元/公斤）走势及变动原因



资料来源: 原料药情报局, 长城证券产业金融研究院

3. 完善产品组合，拓展高附加值产品

对标海外龙头，公司营养品板块需要拓展保健品赛道、提质增效。巴斯夫的人类营养品业务有近 150 年的发展历程，主要依托维生素 A、类胡萝卜素、叶黄素、植物甾醇等有限的几种原材料，针对下游不同需求开发具有高附加值的差异化产品组合。我们认为，相较于巴斯夫，公司维生素、类维生素单体品类更为齐全，但仍需结合自身产品资源优势做精做强、提质增效，开发多样的产品组合，拓展人用营养品和保健品新赛道。

公司保健品业务仍处于市场开拓期，要结合自身优势开发新品。公司类维生素的发展独具特色，在大健康领域有广泛的应用。公司 β -胡萝卜素、斑蝥黄素、叶黄素、番茄红素、虾青素和玉米黄质等类维生素产量国内前列；承担了美国药典（USP）中叶黄素和玉米黄素的质量标准制定；在可明生物基地规划中，重点发展了发酵法生产类维生素品种及微胶囊制剂。

结合公司维生素、类维生素的原料优势及微胶囊技术平台优势，公司以自主研发品种进军保健食品市场，推出了来益牌叶黄素咀嚼片、来益牌维生素 E 软胶囊、好心人牌辅酶 Q10 软胶囊、来益 B 族维生素片、来益维生素 A 维生素 E 软胶囊等畅销产品，尤其是来益牌叶黄素咀嚼片一经推出保持快速增长，并在护眼保健品领域占据了领先地位。我们认为，公司应当效仿巴斯夫的人类营养品及保健品发展路径，一方面实现关键中间体配

套、补齐短板，另一方面利用优势的单品构建更多定制化的高附加值产品组合，强化板块优势及盈利能力。

三、医药业务：拓展 ADC 创新药物管线，打造海外高端制剂平台

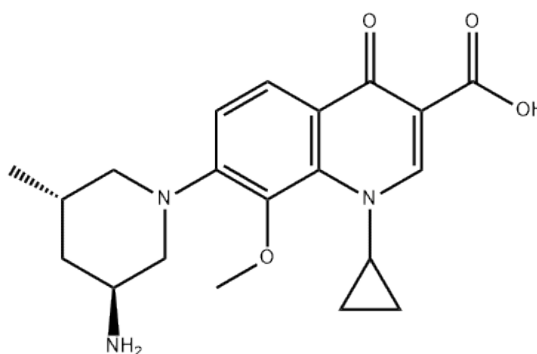
医药行业壁垒高筑，仍有较可观的发展前景。医药科技含量高，存在较高的技术、资金、政策准入、人才和销售网络壁垒。即便在全球需求不景气等负面因素的冲击下，医药行业仍有较为安全的发展空间。

公司医药制造板块覆盖了化学原料药及其制剂产品、保健食品等多个细分行业。公司在化学原料药领域主要涉及抗耐药抗生素原料药和抗疟疾药物；同时，公司不断向下游制剂市场延伸，开发出新型喹诺酮类抗生素、抗耐药抗生素以及糖尿病治疗药物等制剂产品，这些产品具备高技术含量和广阔的市场前景。

1. 奈诺沙星注射剂获批，期待逐步放量

奈诺沙星胶囊及注射剂在国内获批上市，竞争环境宽松。奈诺沙星作为一种无氟喹诺酮类抗生素，其研发历程起源于宝洁（P&G），并在之后授权给太景生物开发。公司自 2012 年与太景生物合作开发以来，逐步推进了奈诺沙星的研究和上市：根据公司相关药物临床试验批准通知的公告，2016 年 6 月公司苹果酸奈诺沙星及其胶囊获批上市；2021 年 6 月获批苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液药品注册证书，用于治疗社区获得性肺炎；2023 年 1 月公司提交的苹果酸奈诺沙星胶囊治疗单纯性尿路感染的药物临床试验申请获批。在全球范围内，仅有奈诺沙星、加雷沙星和奥泽沙星三种新一代无氟喹诺酮药物上市，奈诺沙星在国内市场上市时间更早，竞争压力相对较小¹。

图表 21：奈诺沙星化学结构式



资料来源：chemical book，长城证券产业金融研究院

奈诺沙星凭借其独特的优势，在抗生素市场中逐步建立竞争力。作为一款区别于传统喹诺酮类药物的创新产品，奈诺沙星的 C6 位无氟设计显著降低了氟相关的不良反应，并且 C8 位甲氧基取代进一步增强了其对革兰阳性菌的抗菌活性。相较于左氧氟沙星，奈

¹ Chemicalbook，中国结核和呼吸杂志

诺沙星在对抗耐药性革兰阳性球菌时展现出更卓越的疗效；同时其对革兰阴性菌的效果也不逊于其他氟喹诺酮类药物²。奈诺沙星在社区获得性肺炎（CAP）中的疗效已经通过 II 期、III 期临床试验得到了充分验证，可以实现与左氧氟沙星相近的疗效，心脏安全性优于莫西沙星，并且对肺炎链球菌、金黄色葡萄球菌和肺炎克雷伯菌的有效率超过 90%³。

奈诺沙星在未来市场中的发展空间和潜力不容忽视。莫西沙星和左氧氟沙星已经主导了喹诺酮抗生素市场长达 20 多年，而随着市场对更高疗效和安全性产品需求的不断上升，奈诺沙星有望凭借突出的药效和安全性优势成为新的主力产品。奈诺沙星对耐药性革兰阳性球菌的抗菌活性显著优于莫西沙星和左氧氟沙星，且在革兰阴性菌的药效上不低于竞品，同时安全性更佳，可满足产品替代升级的需求⁴。此外，苹果酸奈诺沙星胶囊使用范围有限，公司奈诺沙星注射液剂型的获批，无疑将进一步助力其拓展市场空间。

公司明确奈诺沙星定位，看好未来抗生素市场。根据 PDB 药物综合数据库显示，2021 年其同类药物莫西沙星的全球销售额为 5.4 亿美元；米内数据查询，2021 年其同类药物莫西沙星的国内销售额为 22.0 亿元人民币。2022 年公司苹果酸奈诺沙星胶囊销售额为 1.46 亿元。根据医药经济报，2022 年莫西沙星和左氧氟沙星注射剂由于集采原因，销售额大度下降，奈诺沙星异军突起。基于现有抗生素市场的基础，公司将奈诺沙星视为进一步巩固和拓展抗生素市场份额的依托，并坚持耕耘抗生素市场。我们认为，奈诺沙星在药效方面具有一定优势，借助带量采购政策的推动，有望成为未来喹诺酮类抗生素的重磅产品。

2. 浙江医药 ARX788：引入非天然氨基酸的定点偶联技术

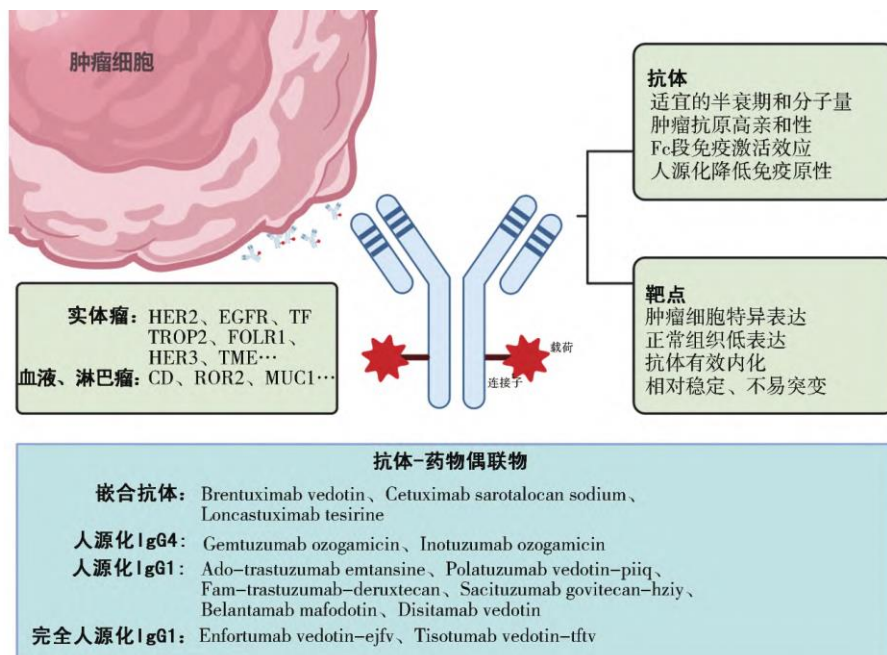
ADC 药物是抗肿瘤药物研究的热点之一。ADC（抗体偶联药物）是一种可以准确识别并攻击肿瘤细胞的药物，其结构包括识别肿瘤细胞的单克隆抗体、负责杀伤肿瘤细胞的细胞毒性药物，以及连接两者的连接子。ADC 药物经历了三代技术迭代，特异性及疗效得到提升，毒性减弱，改善了治疗窗口。随着大量新型 ADC 药物上市或进入临床研究阶段，各大药企激烈竞争，ADC 已成为抗肿瘤药物研究的热点之一。

图表 22: ADC 药物结构示意图及其生物学特性

² 丁香园，《Review of nemoxacin with special focus on clinical development.》

³ 《Review of nemoxacin with special focus on clinical development.》，苹果酸奈诺沙星胶囊说明书

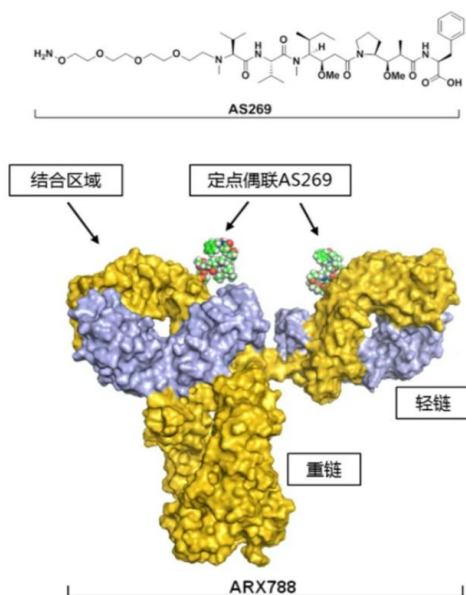
⁴ 国际肝病网，丁香园



资料来源:《ADC 药物的抗体组成及其作用靶点研究进展》, 长城证券产业金融研究院

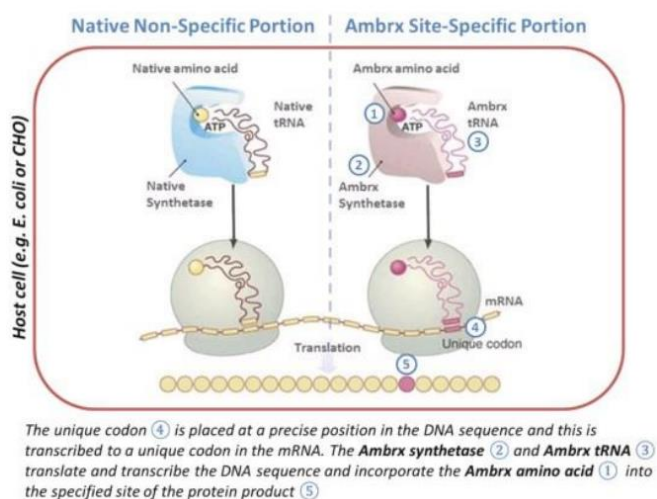
ARX788是由 **Ambrex** 和公司联合开发的抗体偶联药物,首创性地引入了非天然氨基酸。2013 年 6 月 14 日,公司与美国 **Ambrex** 公司签署协议,合作研发新一代单克隆抗体偶联药物—注射用重组人源化抗 HER2 单抗-AS269 偶联物 (**ARX788**),用于治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌和胃癌等。**ARX788** 药物可通过与 HER2 抗原特异性结合,进入细胞后在溶酶体中释放出微管抑制剂 pAF-AS269,抑制细胞有丝分裂,最终诱导肿瘤细胞的死亡。

图表 23: ARX-788 分子结构示意图



资料来源: 新码生物官网, 长城证券产业金融研究院

图表 24: ARX-药物原理示意图



资料来源: Ambrex, 长城证券产业金融研究院

根据新码生物官网及 MedSci, ARX788 采用了非天然氨基酸定点偶联技术, 引入可特异性识别非天然氨基酸的 tRNA 及相对应的表达体系, 合成了含非天然氨基酸的重组抗体。由于非天然氨基酸特别的化学性质, ARX788 可以通过肽键, 实现毒素 AS-269 在抗体上的定点偶联。该技术使得 ARX788 具有均一的药物与抗体比例 (DAR)、良好的批次重现性, 确保了药物的稳定性和有效性。

ARX788 相较于现有 HER2-ADC 药物, 在工艺控制、药物稳定性和安全性方面具有独特优势。根据《浙江医药关于 ARX788 乳腺癌 II/III 期临床试验进展的公告》, 截至 2023 年 3 月, 国内外已上市的靶向 HER2 治疗用药包括曲妥珠单抗 (罗氏公司原研, 商品名 Herceptin)、ado-trastuzumab emtansine (罗氏公司原研, 商品名 Kadcyla)、fam-trastuzumab deruxtecan (阿斯利康/第一三共公司原研, 商品名 Enhertu)、维迪西妥单抗 (荣昌生物制药 (烟台) 有限公司原研, 商品名: 爱地希)。曲妥珠单抗、ado-trastuzumab emtansine、维迪西妥单抗及阿斯利康/第一三共的第三代 HER2-ADC 药物 DS-8201 均在国内获批上市。

ARX788 相较于现有 HER2-ADC 药物具有更好的均一性、稳定性和安全性。根据新码生物官网及 MedSci, ARX788 为定点偶联, 批次均一性良好, 且肽键具有良好的稳定性, 无游离毒素。由于 ARX788 良好的稳定性, 减少了血液循环中的过早分解, 可以有效地将毒素传递到目标癌细胞, 降低了与传统 ADC 治疗相关的副作用。ARX788 的肝脏毒性和血液毒性低于 T-DM1 和 DS-8201, 不良反应主要为肺毒性和眼毒性, 且多数为 1-2 级, 停药后相关症状可消失。

ARX788 研发历程: 公司与 Ambrx Inc. 之间的合作不仅仅是简单的 License-in 关系, 根据 2013 年双方的合作协议, 未来将根据 ARX788 在国内和海外的销售额互相收取对方许可费用, 这表明双方合作关系更为对等和深入。

2020 年, 公司进入 ARX788 治疗 HER2 阳性局部晚期或转移性乳腺癌的 II/III 期临床研究; 2021 年, 进入 ARX788 治疗 HER2 阳性晚期转移性胃癌及胃食管连接部腺癌的 II/III 期临床研究; 2021 年 1 月, ARX788 获得 FDA 快速通道资格, 用于治疗接受过一种或多种抗 HER2 治疗的晚期或转移性 HER2 阳性乳腺癌; 同年 3 月, 该药物被授予孤儿药资格, 用于治疗 HER2 阳性胃癌和胃食道结合部癌。截至 2023 年, ARX788 临床 III 期研究已经达到期中分析预设的有效性标准。

ARX788 未来市场前景广阔。根据世界卫生组织的统计, 2020 年全球新发生乳腺癌病患 226 万例, 死亡 68 万例, 预计 2024 年中国乳腺癌病患人数将超过 40 万例。根据 EVALUATEPHARMA 的数据, 2018 年 HER2 靶点抗肿瘤市场全球销售额达 110.7 亿美元, 并预计 2024 年可增长至 156 亿美元。HER2-ADC 药物市场发展空间广阔, 我们预计 ARX788 在获批上市后有望在 HER2 阳性乳腺癌和胃癌治疗领域占据重要位置, 成为公司巩固和拓展抗生素市场的重要产品。

3. 拓宽 ADC 创新药管线品种, 构建基于非天然氨基酸定点偶联生物大分子药物自主技术平台

公司目前 ADC 药物管线品种包括 ARX788 与 ARX305。继公司与 AMBRX Inc 合作开发 ARX788 后, 二者又一起开发了另一种基于 CD70 靶点的 ADC 药物 ARX305, 进一步丰富了公司 License-in 的 ADC 药物管线。ARX305 主要潜在适应症为肾细胞腺癌、非霍奇金淋巴瘤、霍奇金淋巴瘤和急性髓细胞样白血病等, 目前正在进行临床一期试验, 未

来应用前景广阔。

公司构建了基于非天然氨基酸定点偶联生物大分子药物自主技术平台，有望借助此平台进一步拓宽创新药管线。公司在 ARX788 的开发及产业化过程中，积累了丰富的新药研发和管理经验，并充分利用自身资源，构建了基于非天然氨基酸定点偶联技术的生物大分子药物自主技术平台。子公司新码生物进一步开发出 NovoCode 平台技术，与 AMBRX 的 EuCODTM 平台有所不同，该技术具备自主知识产权，通过该平台，公司掌握了成熟非天然氨基酸定点偶联技术及表达系统，可以为创新大分子药物管线的扩展及改造提供强有力的技术支持⁵。

基于非天然氨基酸定点偶联技术，公司不仅可以开发 ADC 药物，还可以广泛应用于其他生物大分子药物的改造。例如，在多肽链中引入非天然氨基酸，能够实现对生物大分子药物的定点精准改造，进而提升药物的代谢性能。根据公司已有的药物研发及临床试验情况推测，我们认为未来公司可能在白介素和生长激素领域应用这一技术进行长效改造，构建具有自主知识产权的创新大分子药物管线，进一步丰富公司的产品组合。

4. 原料药-制剂垂直一体化，无菌喷雾干燥制剂平台助力海外制剂项目

实行“原料制剂一体化”战略，集中资源做大原料制剂一体化品种。公司大部分原料药品种结合了公司发酵和合成技术，部分中间体和原料共用，借助自身特有的高端抗生素原料药的研发能力和产品品质，实现了产品线向下游制剂的纵向延伸。公司的制剂产品覆盖了具有独特生产优势、技术含量高、市场潜力大的喹诺酮类抗生素、抗耐药抗生素及天然维生素 E 胶囊，具有原料药和制剂垂直一体化的优势。

公司海外高端制剂项目主要依托于无菌喷雾干燥制剂平台。公司采用全新的注射剂生产方式，利用无菌喷雾干燥技术进行制剂产品的开发。无菌喷雾干燥是将药品在高真空高温条件下瞬间干燥，相较于传统的冷冻干燥技术，具有连续化生产、耗时短、成本低、能耗低、可大剂量生产等优点。此外，针对稳定性不佳的原料药，无菌喷雾干燥技术可以减少原料药分解，提高生产效率和产品品质。

公司海外制剂项目优势突出，专注于开发紧缺的制剂品种，更容易在市场上放量；公司原料药-制剂一体化优势显著；制剂产品具有差异化，可以生产大剂量品种。

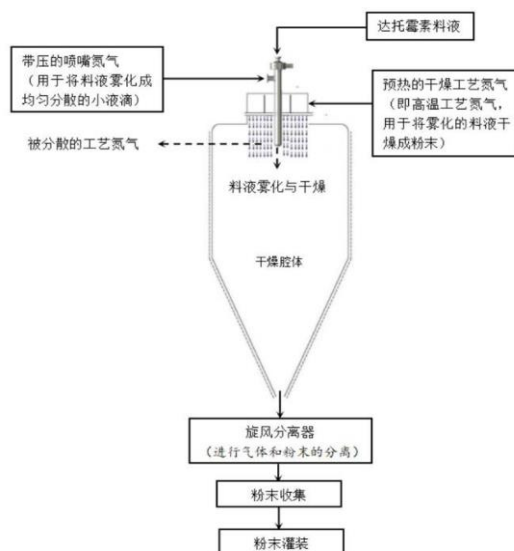
图表 25: 无菌喷雾干燥法优势

	无菌喷雾干燥法	冷冻干燥法
生产方式	连续化生产	批次间歇性生产
能耗	低	高
成本	低	高
包装剂量	大小剂量均可	小剂量
产品质量	颗粒为球形，分布范围窄	颗粒不均匀
生产效率	高	低

资料来源：化工仪器网，中国粉体网，长城证券产业金融研究院

图表 26: 公司无菌喷雾干燥制剂装置示意图

⁵ 新码生物官网,《新码生物 HER2 ADC 新药 ARX788 获批临床,用于治疗晚期胆道癌(2022 年)》(<https://www.163.com/dy/article/HKR3I0ND0534Q32Z.html>)



资料来源：制药业，长城证券产业金融研究院

公司注射用盐酸万古霉素 505(b)(2)创新制剂 FDA 新药申请获批。依托无菌喷雾干燥平台，公司的注射用盐酸万古霉素项目于 2017 年 8 月 17 日以 505(b)(2)的形式向 FDA 递交 NDA 申请（采用新处方、新生产工艺的新药申请）；2018 年接受 FDA PAI 审计，并收到了 CRL；2020 年完成整改及验证工作后，再次提交 NDA 资料；2021 年再次提交 FDA，2023 年 1 月获批新药申请。

依托无菌喷雾干燥制剂平台，公司海外制剂项目有望进一步提升市场份额。505(B)(2)制剂项目与普通的仿制药不同，在美国可享受 3-5 年的市场专有权⁶，以 505(B)(2)条款获批的制剂有望在海外市场占据更高的份额。我们认为，公司的无菌喷雾干燥制剂平台是公司打开海外制剂市场的重要支柱，公司依靠无菌喷雾干燥技术开发的盐酸万古霉素制剂产品，在通过 FDA 批准后，可生产大剂量规格产品，快速打开美国市场；依托此制剂平台及盐酸万古霉素制剂的成功案例，公司后续有望以 505(b)(2)的形式向 FDA 提交注射用达托霉素等多个制剂的申报，审批若通过后，叠加公司原料药-制剂一体化优势，公司制剂产品有望在美国市场中占据更高份额。

四、创新是推动公司未来持续发展的核心驱动力

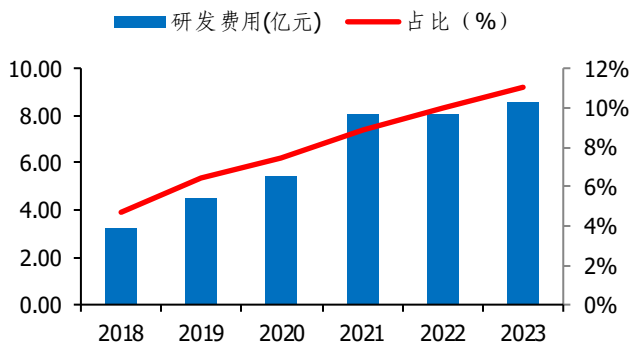
1. 长期坚持高研发投入，创新成就硕果累累

公司持续加大研发投入力度，未来可期。公司自 2017 年以来，研发费用占比持续高增，2023 年公司研发费用占比达 11%左右，创下上市以来新高，较高的研发投入对公司的技术创新及平台搭建形成有力支撑，对公司长远发展至关重要。

公司拥有一支较为稳定的核心管理团队，已构建起一个研发、生产、营销一体化的管理体系。公司的研发人数占比常年保持在 14%-19%之间，拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，省级创新团队；培育了一支具有较强创新能力的技术团队及一批领军人物；取得了一批具有国际领先水平的技术成果和拥有自主知识产权的专有技术；这一切为公司新产品开发、核心竞争力的提升提供了强有力的技术支撑。

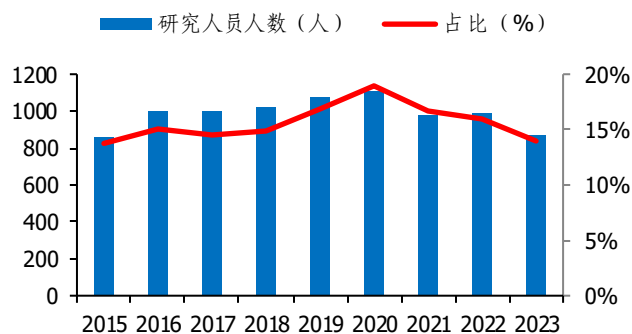
⁶ 《FDA 的 505(b)(2)新药申请途径（2021 年）》（<https://drugx.cn>）

图表27: 公司 2018-2023 年研发费用及占比



资料来源: wind, 长城证券产业金融研究院

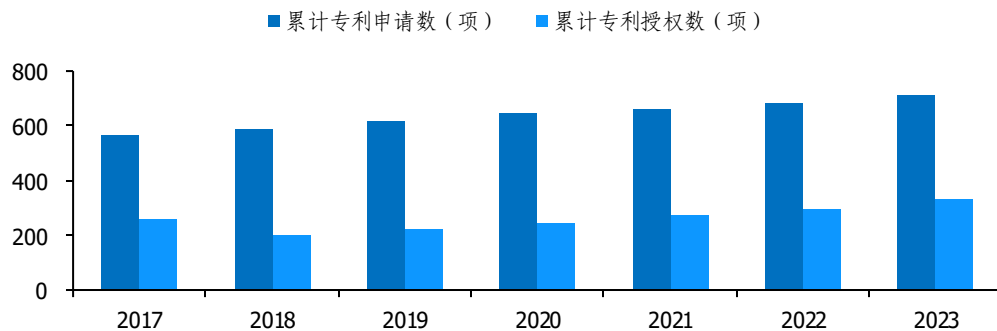
图表28: 公司 2015-2023 年研发人员人数及占比



资料来源: 公司 2015-2023 年年报, 长城证券产业金融研究院

公司的研发成果卓有成效。公司在维生素类产品、抗耐药抗生素、喹诺酮类抗生素、抗疟药以及糖苷酶抑制剂类糖尿病药物等研发生产及市场开拓上具备了较强的优势和国际竞争力, 在药品领域建立了有特色的产学研相结合的创新药物研究开发体系, 已搭建起植物内生菌活性物质筛选、天然药物活性成分筛选、“ME-BETTER”新药筛选三个创新药筛选平台, 研究开发具有自主知识产权的原创性新药。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司累计申请发明专利 709 项, 授权有效发明专利 331 项, 其中授权有效国际专利 103 项, 多次获得国家及省市级奖项。

图表29: 公司历年专利数量



资料来源: 公司 2017-2023 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表30: 公司部分创新项目获奖情况

获奖时间	具体信息
2017 年	通过了高新技术企业的重新认定, 省重大专项“抗复杂性感染药物的研发及产业化”、国家重大新药创制重大专项“维生素 E 的技术改造及关键技术研发”。
2018 年	国家“重大新药创制”科技重大专项项目新立项 3 项, 完成验收 3 项; 省重点研发计划项目立项 1 项。
2019 年	“新型稀缺酶资源研发体系创建及其在医药领域应用”获得 2019 年度国家科技进步二等奖、教育部科技进步一等奖。
2020 年	与浙江工业大学联合申报的“高效脂肪酶催化制备脂溶性维生素关键技术及产业化”项目获得浙江省 2019 年度科学技术进步一等奖; “无结晶型态盐酸; 万古霉素及其制备方法和用途、以及它的药物组合物专利”获浙江省专利优秀奖。
2021 年	申报的“类胡萝卜素的合成新技术”项目获 2020 年度中国产学研合作创新成果二等奖。
2023 年	新昌制药厂、可明生物 ZL201910904220.X 发明专利获评第二十四届中国专利金奖。

资料来源: 公司官网, 公司 2017-2023 年年报, 长城证券产业金融研究院

2. 以领先的创新能力构筑高技术壁垒，大力拓展医药产品新市场

创新是推动公司未来发展的核心动力。公司的长远目标是转型升级为世界领先的制药强企，技术创新是公司成长的核心动力。公司维生素和医药部分产品是国内首家或首批实现进口替代，因此在 VE、VA 等营养品领域公司才有能力与全球精细化工龙头巴斯夫、帝斯曼等同台竞技；对于医药业务的发展和转型升级，公司进入 ADC 药物赛道初期就大力进行研发投入，在奈诺沙星和 ADC 等 1.1 类创新药方面构筑较高的技术和专利壁垒，享受其在专利期内较强的市场独占权。公司营养品业务和医药业务相辅相成，发挥双主业一体化优势。

公司高度重视原创性研究和具有自主知识产权的技术创新。公司本着“内建外联、仿创结合，做好以提高制造效率为目标的工艺研发和满足客户需求为目标的产品研发”理念，在维生素产品领域建立了工业绿色化学和活性成份的微胶囊化两个技术平台，在原料药及关键中间体领域建立了绿色环保的微通量连续制造实验室平台和可基因编辑的菌种改造的合成生物学试验平台，质量提升方面建立了基毒亚硝胺检测平台。

公司坚定立足药物、药物制剂以及药品市场，着力开拓新市场。公司医药板块未来的主要研发方向包括：抗感染药物、维生素类药物、糖尿病药物、抗肿瘤药物、消化系统药物等，针对研发、注册工作中的短板，集中力量，加快产品开发进度。截至 2023 年，公司共有在研新药新产品项目 4 项，处于临床研究或 BE 阶段 2 项，申报生产 6 项，仿制药质量与疗效一致性评价已申报及在研 27 项。

依托公司销售渠道及临床前研发能力，公司加强了与外部制药公司和研发机构在新药研发和市场拓展的合作。公司在奈诺沙星、ADC、SH-337、LYSC98 等新药上采区与外部制药公司和研发机构合作开发，并取得较好效果。

奈诺沙星：2012 年，公司从太景生物科技及太景生物医药研发获得了苹果酸奈诺沙星在中国境内的专利独占许可，其口服与注射制剂分别于 2016 及 2020 年上市。

ADC：2013 年，公司与美国 AMBRX Inc.合作研发并商业化 Her2-ADC 产品，于 2020 年进入 ARX788 治疗 HER2 阳性局部晚期或转移性乳腺癌的 II/III 期临床研究，该临床研究正在复旦大学附属肿瘤医院等 86 家中心同时开展，于 2021 年进入 ARX788 治疗 HER2 阳性晚期转移性胃癌及胃食管连接部腺癌的 II/III 期临床研究，该临床研究正在中山大学肿瘤防治中心等 105 家中心同时开展。

SH-337 片：公司与南京烁慧医药科技有限公司合作，于 2023 年获得药物临床试验批准，该药物用于消化系统酸相关性疾病的治疗。

LYSC98：公司与温州海鹤药业有限公司合作，于 2024 年获得药物临床试验批准，该药物主要用于消化系统酸相关性疾病的治疗。

图表 31：公司药物开发时间及其地位

产品名称	时间	其时地位
原料药		
左氧氟沙星	1997 年	国内首家开发
盐酸万古霉素	2004 年	国内首家开发，打破国外公司垄断，提升全球质量标准
盐酸米诺环素	2023 年	-
恩格列净	2024 年	获批上市
制剂		
诺氟沙星片	2020 年	国内首家通过一致性评价
米格列醇片	2020 年	国内首家通过一致性评价
磷酸西格列醇片	2021 年	国内第 3 家通过仿制药批准和一致性评价

左氧氟沙星氯化钠注射液	2021 年	国内第 9 家获批药品注册
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	2022 年	国内第 17 家获批公司
米格列醇片	2022 年	国内前 3 家获批公司
利奈唑胺葡萄糖注射液	2022 年	国内第 8 家通过仿制药质量和疗效一致性评价的公司
黄体酮软胶囊	2023 年	国内第二家通过一致性评价
注射用盐酸万古霉素	2023 年	国内第 4 家获批生产
重酒石酸间羟胺注射液	2024 年	通过仿制药质量和疗效一致性评价
创新药		
ARX-788	2013 年	全球首个利用非天然氨基酸定点偶联技术的 ADC 药物
苹果酸奈诺沙星	2016 年	批准上市，新一代无氟喹诺酮类药，国家 1.1 类新药
ARX-305	2019 年	新一代单克隆抗体偶联药物，国内外均无靶向 CD70 的上市药物
NCB003	2023 年	新一代定点偶联长效人白介素-2 药物，无相似产品上市
SH-337 片（消化系统酸相关性疾病的治疗）	2023 年	与南京烁慧医药科技有限公司合作，已获得药物临床试验批准
LYSC98（注射用抗菌药物）	2024 年	与温州海鹤药业有限公司合作，已获得药物临床试验批准

资料来源：公司官网，左氧氟沙星市场分析及前景展望，人民网，中证网，《关于子公司收到化学原料药上市申请批准通知书的公告》，《关于 SH-337 片获得药物临床试验批准通知书的公告》，《关于公司药品米格列醇片通过仿制药一致性评价的公告》等⁷，长城证券产业金融研究院

五、盈利预测与投资评级

我们根据维生素行业供需结构、价格走势，公司产能放量情况以及 ADC 药物审批进度等多种因素，对浙江医药营养品、医药制造、医药商业等主要业务 2024-2026 年的发展情况做出以下假设及判断：

营养品板块：2024 年国内多家主流维生素企业进行检修及停产，BASF 路德维希港基地南区爆炸导致 VA、VE 供应短缺，使得 VE、VA 价格出现大幅增长；BSAF 路德维希港基地的正常生产预计明年可恢复，VE、VA 价格短期景气程度或受其影响；中长期 VE 行业格局稳定，在需求较为刚性的背景下有望持续上行，利好公司营收及盈利水平提升。同时，公司营养品板块产品种类不断拓宽，人用营养品逐步提升市场影响力。我们预计 2024-2026 年公司营养品业务营收分别为 51.44、52.74、50.70 亿元；产品价格提升有望助力该板块毛利率水平提升，预计 2024-2026 年公司营养品业务毛利率分别为 53.22%、54.61%、52.26%。

医药制造：HER2-ADC 药物市场发展空间广阔，根据 EVALUATEPHARMA 的数据，预计 2024 年 HER2 靶点抗肿瘤市场全球销售额可增长至 156 亿美元。截至 2023 年，公司 ARX788 临床 III 期研究已经达到期中分析预设的有效性标准，公司 ARX788 在获批上市后有望在 HER2 阳性乳腺癌和胃癌治疗领域占据重要位置；与 AMBRX Inc 又合作开发了另一种 ADC 药物 ARX305，进一步丰富药物管线；公司注射用盐酸万古霉素 505(b)(2) 创新制剂 FDA 新药申请获批；SH-337 片、LYSC98 等创新药步入临床试验阶段。我们预计 2024-2026 年公司医药制造业务营收分别为 24.91、29.25、37.38 亿元；未来公司新药在上市放量后有望抬升医药制造板块盈利中枢，预计 2024-2026 年公司医药制造业务毛利率分别为 61.54%、63.81%、66.50%。

医药商业：我们按照行业及公司历年营收及毛利率增长速度进行预测，预计 2024-2026 年公司医药商业业务营收分别为 23.34、24.27、25.00 亿元，2024-2026 年公司医药商

⁷ 《关于磷酸西格列汀片获得药品注册证书的公告》，《关于左氧氟沙星氯化钠注射液获得药品注册证书的公告》，《关于盐酸莫西沙星氯化钠注射液获得药品注册证书的公告》，《关于公司药品利奈唑胺葡萄糖注射液 通过仿制药一致性评价的公告》，《关于公司药品黄体酮软胶囊 通过仿制药一致性评价的公告》，《注射用盐酸万古霉素通过仿制药一致性评价的公告》，《关于注射用盐酸万古霉素获得美国 FDA 新药申请的公告》，《关于 ARX788 乳腺癌 II/III 期临床试验进展的公告》，《关于 ARX305 获得药物临床试验申请受理通知书的公告》，《关于获得药物临床试验批准通知书的公告》，《关于公司药品重酒石酸间羟胺注射液通过仿制药一致性评价的公告》。

业业务毛利率分别为 5.10%、5.30%、5.50%。

费用率预测：考虑到周期性行业，产品线规模快速提升或价格影响占主要因素时，销售、管理或研发费用并不会同比例上升，公司营收大幅上涨时费用率整体水平或将较往年有所下跌。由于公司产品品类及下游销售渠道的扩张需求，预计公司销售费用率稳中有升，2024-2026 年销售费用率分别为 11.60%、12.37%、14.05%；公司经营状况较为稳健，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 5.03%、5.14%、5.26%；公司历年在营养品和医药板块均持续进行较高的研发投入，预计 2024-2026 年研发费用率分别为 7.67%、7.53%、7.37%。

图表32: 盈利预测（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营养品				
营收	3273	5144	5274	5070
YOY	-14.8%	57.2%	2.5%	-3.9%
毛利率	31.26%	53.22%	54.61%	52.26%
其中-维生素 E				
营收	2247	3907	4014	3763
YOY	-21.4%	73.9%	2.8%	-6.3%
其中-维生素 A				
营收	265	421	395	403
YOY	-39.5%	58.7%	-6.2%	2.0%
医药制造				
营收	2192	2491	2925	3738
YOY	8.7%	13.6%	17.4%	27.8%
毛利率	63.94%	61.54%	63.81%	66.50%
医药商业				
营收	2244	2334	2427	2500
YOY	5.0%	4.0%	4.0%	3.0%
毛利率	4.47%	5.10%	5.30%	5.50%
其他				
营收	85	40	44	51
YOY	-30.3%	-52.9%	10.0%	15.9%
合计				
营收	7794	10009	10670	11358
YOY	-4.0%	28.4%	6.6%	6.5%
毛利率	32.39%	43.93%	45.77%	46.50%
归母净利润	430	1526	1742	1828
YOY	-20.4%	255.1%	14.1%	4.9%

资料来源：公司 2023 年年报，公司 2024 年半年报，长城证券产业金融研究院

盈利预测：我们预计公司未来几年主要受益于维生素行业景气度上行、产品价格回弹，ARX788 与 ARX305 等 ADC 创新药、注射用盐酸万古霉素等新型制剂的逐步获批及放量，以及公司在高附加值保健品业务的不断拓展，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 100.09/106.70/113.58 亿元，归母净利润分别为 15.26/17.42/18.28 亿元。

公司投资评级：维持“买入”评级。公司目前最主要业务为维生素营养品及医药制造，选取行业可比上市公司为新和成、安迪苏、金达威、华润双鹤、华北制药及京新药业。

新和成、安迪苏同是 **VE** 或 **VA** 的头部生产厂商之一，金达威主营是保健品及饲料添加剂，这三家是公司在营养品业务上的主要国内竞争者；根据公司 2023 年年报，选取华润双鹤、华北制药及京新药业作为公司在医药制造板块的可比公司，其与公司在原料药及制剂等医药产品上存在竞争关系。与可比公司相比，浙江医药在脂溶性维生素领域及抗耐药抗生素、喹诺酮类抗生素领域，产品质量达到了国际先进水平，原料药与制剂垂直一体化优势显著，受益于维生素景气度回升及公司医药新产品的开拓，公司业绩有望将迎来新的增长。我们预计公司 2024-2026 年 PE 分别为 10.7X、9.3X、8.9X，EPS 分别为 1.59/1.81/1.90 元，看好其未来发展，维持“买入”评级。

图表 33: 公司与可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE		
				2023E	2024E	2025E
002001.SZ	新和成	672.89	21.77	12.20	11.00	9.90
600299.SH	安迪苏	296.62	11.06	23.42	19.84	17.38
002626.SZ	金达威	99.79	16.36	28.70	19.36	14.51
600062.SH	华润双鹤	218.98	21.07	12.59	11.44	10.50
600812.SH	华北制药	99.51	5.80	-	-	-
002020.SZ	京新药业	110.38	12.82	15.37	13.37	11.44
平均值		—	—	18.46	15.00	12.75
600216.SH	浙江医药	162.61	16.91	10.7	9.3	8.9

资料来源: wind, 长城证券产业金融研究院 注: 市值及收盘价为 2024 年 12 月 3 日 wind 数据, 盈利预测为 wind 一致预期

六、风险提示

市场波动风险: 国际环境更趋复杂严峻和不确定，国内面临需求收缩、供给冲击、预期低迷三重压力，全球消费和投资恢复迟缓，能源原材料供应仍然偏紧，公司业务经营情况可能会面临市场环境变动的挑战。

生产要素成本上涨的风险: 安全、环保严控，以及能耗双控、自然灾害等因素的影响，可能导致物料货源紧张、价格上涨；因石油、天然气价格上涨及供应链受海运运力制约，可能导致生产用的原料及消费品价格上涨幅度较快，产品的生产成本也被迫提高。

新药研发风险: 根据国内外新药研发经验，药品在前期开发、药品研制和临床试验中均存在一定风险，从确定研发方向立项到临床成功再到获批生产上市的过程周期长、环节多，存在诸多不确定因素，每一个阶段都有可能失败，前期大量资源的投入存在无法取得回报的风险和可能。

环保及安全经营风险: 公司所处行业与主要生产运营地区在生产安全、环保、消防、职业卫生以及社区安全方面均对公司的运营与建设提出了较高的安全标准。公司近年来内部新建项目陆续投入试生产，从而导致企业相关安全风险增加。

政策风险: 医药与人民的健康高度相关，是一个围绕政策变化的行业，未来中国医药新政策出台可能会对公司医药板块业务产生不确定的影响。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5655	5601	7059	7184	8798
现金	1438	1460	1875	2732	3182
应收票据及应收账款	1298	1252	2091	1390	2260
其他应收款	67	239	154	265	182
预付账款	87	94	138	109	154
存货	1995	2011	2255	2143	2476
其他流动资产	770	545	545	545	545
非流动资产	6778	7178	8140	8174	8222
长期股权投资	68	88	104	119	133
固定资产	4768	5064	5939	5854	5746
无形资产	748	744	763	790	827
其他非流动资产	1194	1281	1334	1411	1516
资产总计	12433	12780	15199	15358	17020
流动负债	2465	2478	3561	2279	2412
短期借款	50	200	1598	200	200
应付票据及应付账款	1061	1150	1088	1238	1287
其他流动负债	1354	1128	874	841	924
非流动负债	257	315	300	247	194
长期借款	200	230	215	162	109
其他非流动负债	57	84	84	84	84
负债合计	2723	2793	3861	2526	2605
少数股东权益	450	356	326	292	256
股本	965	965	965	965	965
资本公积	1941	2005	2005	2005	2005
留存收益	6417	6682	7709	8879	10102
归属母公司股东权益	9260	9631	11012	12541	14159
负债和股东权益	12433	12780	15199	15358	17020

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	521	634	1049	3225	1422
净利润	363	277	1496	1707	1792
折旧摊销	685	727	660	776	851
财务费用	-38	-17	15	0	-75
投资损失	33	4	16	8	13
营运资金变动	-711	-191	-1050	841	-1035
其他经营现金流	190	-164	-87	-107	-123
投资活动现金流	-971	-519	-1541	-705	-785
资本支出	976	797	1606	795	885
长期投资	81	-17	-16	-15	-14
其他投资现金流	-76	295	81	105	114
筹资活动现金流	44	-141	-491	-265	-187
短期借款	-126	150	1398	-1398	0
长期借款	-50	30	-15	-53	-53
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	249	64	0	0	0
其他筹资现金流	-29	-386	-1875	1186	-134
现金净增加额	-331	22	-983	2255	450

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8116	7794	10009	10670	11358
营业成本	5318	5270	5612	5787	6077
营业税金及附加	70	78	92	96	105
销售费用	891	1046	1161	1320	1596
管理费用	432	445	504	549	597
研发费用	809	860	768	803	838
财务费用	-38	-17	15	0	-75
资产和信用减值损失	-142	-109	-9	-6	-4
其他收益	66	60	61	62	62
公允价值变动收益	-24	-10	12	7	-4
投资净收益	-33	-4	-16	-8	-13
资产处置收益	3	330	85	106	131
营业利润	505	380	1989	2275	2394
营业外收入	2	2	2	3	2
营业外支出	15	19	24	21	20
利润总额	491	363	1967	2256	2376
所得税	129	86	471	549	584
净利润	363	277	1496	1707	1792
少数股东损益	-177	-153	-30	-34	-36
归属母公司净利润	540	430	1526	1742	1828
EBITDA	1196	1102	2642	3027	3158
EPS (元/股)	0.56	0.45	1.59	1.81	1.90

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-11.1	-4.0	28.4	6.6	6.5
营业利润 (%)	-57.2	-24.7	423.3	14.4	5.2
归属母公司净利润 (%)	-48.4	-20.4	255.1	14.1	4.9
获利能力					
毛利率 (%)	34.5	32.4	43.9	45.8	46.5
净利率 (%)	4.5	3.6	14.9	16.0	15.8
ROE (%)	3.7	2.8	13.2	13.3	12.4
ROIC (%)	3.7	2.7	11.6	13.1	11.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.9	21.9	25.4	16.4	15.3
净负债比率 (%)	-6.0	-5.8	0.7	-17.4	-19.0
流动比率	2.3	2.3	2.0	3.2	3.6
速动比率	1.4	1.4	1.3	2.1	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	5.9	6.1	6.0	6.1	6.2
应付账款周转率	4.4	4.9	5.2	5.1	5.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.56	0.45	1.59	1.81	1.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.54	0.66	1.09	3.35	1.48
每股净资产 (最新摊薄)	9.63	10.01	11.45	13.04	14.72
估值比率					
P/E	30.1	37.8	10.7	9.3	8.9
P/B	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.2	14.3	6.2	4.6	4.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686