

医药行业研究组

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

投资评级： 持有（首次）

当前价格： 9.39元

市场数据

总股本(百万股)	426.92
A 股股本(百万股)	426.92
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	99.97
12 个月最高/最低(元)	14.77/5.74
第一大股东 精华制药集团股份有限公司	
第一大股东持股比例(%)	72.31
上证综指/沪深 300	3244.38/3829.68

数据来源：聚源 注：2025 年 1 月 20 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-4.27	-7.13	-10.26
绝对收益	-8.21	-2.90	6.15

数据来源：聚源 注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

森萱医药 830946.BJ

医药生物行业

国资赋能，研发创新，拓展原料药及中间体多元发展

投资要点：

- ◆ **历经二十余载，首批北交所上市公司。**江苏森萱医药 2003 年成立，前身为泰兴市江腾医药化工厂，总部在泰兴。历经 20 多年发展，2014 年新三板挂牌，2021 年首批北交所上市，旗下有精华制药南通等五家子公司，在江苏如东等多地设生产基地。公司已获国家级“专精特新”认定、“高新技术企业”认定。2024 年还荣获“金牛小巨人奖”，持续聚焦原料药，谋求多元发展。
- ◆ **公司股权结构明晰，国资控股 72.31%。**控股股东为精华制药，实控人为南通市国资委。赋予公司资源、战略与管理优势，既提供资金等支持，又指引产业布局，保障公司规范运作，推动公司高质量发展。
- ◆ **公司做精原料药，做专中间体，做大新材料，布局创新药及仿制药。**公司专注于原料药、医药中间体和新材料的多元化发展，致力于成为国内一流、全球认可的原料药制造企业。公司是国内二氧五环及二氧六环的最大供应商之一，凭借其在化工中间体领域的竞争优势，不断优化医药中间体的产品结构，满足市场的多样化需求。此外，公司积极布局创新药与仿制药领域，持续拓展业务范围，增强市场竞争力。
- ◆ **2024Q3 公司业绩稳健，多项目取得进展助力公司发展。**截止 2024Q3，公司虽受需求下滑和印度产业调整影响，累计实现营收 3.88 亿元，归母净利润 9136.67 万元，同比下滑分别为 12.76%和 11.57%，但整体发展依旧稳健。毛利率和净利率分别为 43.54%和 24.11%。公司产品结构合理，近年原料药营收占比稳定在 50%以上。2024 年公司多个项目取得进展，包括鲁化森萱三聚甲醛切片项目投产、南通公司新药注册欧美市场及新原料药来特莫韦通过 CDE 评审。此外，公司“年产 40 吨利托那韦、60 吨琥布宗原料药”项目接近竣工，预计 2025 年获批上市，展现出增长潜力。公司在客户关系管理方面表现出色，2023 年公司前五大客户销售占比达到 27.27%，反映出良好的客户关系和稳定的销售渠道。公司将持续拓展新兴市场，推动向专利原料药转型，实现更高质量发展。
- ◆ **估值和投资建议：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 533.55/622.44/718.17 百万元，同比增长-9.50%/16.66%/15.38%；2024-2026 年公司归母净利润分别为 123.23/135.39/159.25 百万元，同比增长-8.39%/9.87%/17.62%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 32.53/29.61/25.17 倍。公司有明确的发展战略和良好的市场前景，通过产业链延伸、新兴市场拓展及与制剂企业合作，推动向专利原料药转型。首次覆盖给予“持有”评级。
- ◆ **风险提示：**汇率变动风险，原材料价格波动风险，安全、环保风险，国际贸易摩擦的风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	623.59	589.56	533.55	622.44	718.17
增长率（%）	10.66%	-5.46%	-9.50%	16.66%	15.38%
归母净利润（百万元）	160.57	134.52	123.23	135.39	159.25
增长率（%）	22.31%	-16.22%	-8.39%	9.87%	17.62%

ROE (%)	14.52%	11.67%	10.19%	10.62%	11.69%
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.38	0.32	0.29	0.32	0.37
P/E (倍)	24.97	29.80	32.53	29.61	25.17
P/B (倍)	3.69	3.53	3.37	3.20	3.00

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司概况	1
1.1 历经二十余载国内外积极布局，首批北交所上市公司	1
1.2 公司资质荣誉：“专精特新”“高新技术企业”认定	2
1.3 公司股权结构清晰，国资控股战略引领	5
1.4 公司管理层从业经验丰富	5
1.5 公司做精原料药，做专中间体，做大新材料，布局创新药及仿制药	6
1.5.1 致力于国内一流、全球认可的原料药制造企业	6
1.5.2 公司是国内最大的二氧五环及二氧六环生产供应商之一	10
1.5.3 进一步优化医药中间体产品结构	10
1.6 公司客户稳定，2023 年前五大客户销售占比 27.27%	11
1.7 公司财务近年承压，2024Q3 归母净利润跌幅收窄	12
2 行业发展	14
2.1 全球医药行业市场规模持续增长	15
2.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显	16
2.3 公司主要产品细分行业分析	17
2.4 公司多领域药物市场竞争态势分析	20
3 盈利预测及估值	21
3.1 盈利预测	21
3.2 估值及建议	23
4 风险提示	24

图表目录

图 1、公司的生产基地	1
图 2、公司资质荣誉	3
图 3、公司股权结构	5
图 4、医药中间体、原料药及制剂药的产业链关系	6
图 5、2024H1 公司的产品结构占比	7
图 6、2019 年至 2023 年原料药营收占比（单位：万元）	7
图 7、公司主要化学原料药	9
图 8、2019 年至 2023 年含氧杂环类营收占比（单位：万元）	10
图 9、2019 年至 2023 年医药中间体营收占比（单位：万元）	11
图 10、公司营业收入及增长情况（亿元，%）	13
图 11、公司归母净利润及增长情况（亿元，%）	13
图 12、公司毛利率、净利率及变化情况（%）	14
图 13、公司费用率变化情况（%）	14
图 14、医药行业分类	15
图 15、全球医药市场预测	15
图 16、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势	16
图 17、全球药品支出规模（2021 年，单位：亿美元）	16
图 18、全球人口增长情况	17
图 19、中国老龄化问题凸显	17

图 20 、 2012 年至 2019 年我国非甾体类抗炎药销售额（单位：亿元）	18
图 21 、 2012-2019 我国抗癫痫药销售额（单位：亿元）	19
图 22 、 2023-2028 年中国抗癫痫药物销售额变动趋势	19
表 1 、 公司管理团队	5
表 2 、 公司 2023 年度前五大客户占比（单位：元）	12
表 3 、 公司专利情况	12
表 4 、 公司主要竞争对手业务和产品汇总	20
表 5 、 销售收入结构预测	22
表 6 、 可比公司估值	23

1 公司概述

1.1 历经二十余载国内外积极布局，首批北交所上市公司

江苏森萱医药股份有限公司成立于 2003 年 4 月 22 日，前身为泰兴市江腾医药化工厂，总部位于江苏泰兴，有限公司成立于 2008 年，股份公司成立于 2014 年，并于当年成功登陆新三板，**2021 年 11 月，公司成功平移至北交所，全国首批北交所上市公司之一。**公司历经十余载国内布局，旗下子公司有精华制药集团南通有限公司、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、上海苏通生物科技有限公司。公司先后在江苏如东、山东滕州、宁夏平罗等地设立生产基地。

图 1、公司的生产基地



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

2003 年 4 月，公司成立。前身为泰兴市江腾医药化工厂。

2011 年 10 月，上海苏通生物科技有限公司（简称**苏通公司**）成立，主要从事生物，医药原料药及中间体产品研发和销售。苏通公司已与全球几十家知名药企有着稳定的合作关系。

2013 至 2019 年，**精华制药集团**南通有限公司先后三次接受过美国 FDA 审计，均顺利通过。近年来公司还通过了澳大利亚“TGA”、墨西哥等官方审计，公司通过了 ISO 质量、环境、职业健康三大管理体系认证。公司主要从事原料药及医药中间体的研发、生产和销售，公司主要产品包括苯巴比妥、氟尿嘧啶、保泰松等 16 个原料药品种，目前建有 7 个 GMP 车间，年生产能力达到 1600 多吨。公司主要产品均有 GMP 认证证书，其中苯巴比妥、扑米酮、保泰松、氟尿嘧啶、氟胞嘧啶获得欧盟 CEP 证书，并向美国 FDA 递交了 DMF 资料。公司是江苏省高新技术企业，江苏省工程技术研究中心，江苏省企业技术中心，江苏省双创人才认定单位、设有省级研究生工作站。

2014年8月6日，森萱医药在新三板挂牌，为公司提供了更规范的融资平台，提升了品牌知名度和市场影响力。

2015年10月，南通森萱药业有限公司成立，2017年5月正式投产。主要产品有5-羟甲基噻唑、NCT、MTV、BDH、苯基丙二酸二乙酯、1,4-二氧六环、苯甲酰苯巴比妥、壬二酸等。

2016年，山东鲁化森萱新材料有限公司成立，由兖矿化工有限公司与江苏森萱医药股份有限公司合资成立。同年，公司控股子公司南通森萱药业有限公司获得药品生产许可证，公司正式进入药品生产领域。

2017年，公司被全国中小企业股份转让系统正式分入创新层。

2018年，宁夏森萱药业有限公司成立，主要从事医药中间体的研发、生产和销售，主要产品有氯乙酸甲酯、氯乙酸乙酯、氟乙酸甲酯、氟乙酸乙酯。

2021年11月，公司成功平移至北交所，全国首批北交所上市公司之一。

2022年12月，子公司南通公司原料药产品琥布宗在世界19个国家申请注册，已获英国、葡萄牙、瑞士、西班牙四国注册批件。2023年1月，已全部取得注册批件。

2023年12月，子公司南通公司获得得国家级“专精特新”小巨人企业称号，江苏省绿色“领军企业”、“省绿色工厂”称号。

2024年5月，子公司南通公司通过美国FDA现场检查。

2024年10月，公司在“2024上市公司高质量发展论坛”荣获“金牛小巨人奖”。公司将持续聚焦主业，探索培育发展新质生产力，以稳健经营业绩回报投资者，推动企业高质量、可持续发展。

1.2 公司资质荣誉：“专精特新”“高新技术企业”认定

公司已获国家级“专精特新”认定、“高新技术企业”认定。公司的主要产品二氧五环、二氧六环均为省级高新技术产品。公司拥有20余种原料药注册批件，多种原料药品种已获得国内GMP认证资质、欧盟CEP认证资质、澳大利亚GMP认证资质，部分原料药产品已获得美国DMF注册文件、VMF注册文件，且公司多次通过了美国FDA现场核查。公司主要产品氟尿嘧啶、苯巴比妥、保泰松、扑米酮等原料药系国内为数不多的通过GMP认证的品种，具备较强的市场竞争力。

图 2、公司资质荣誉



南通森萱
质量管理体系认证证书

南通公司
药品再注册证-氨基比林

南通公司
药品再注册证-氯鲁米特

南通公司
药品再注册证-保泰松

南通公司
药品再注册证-苯巴比妥

南通公司
药品再注册证-吡罗昔康

南通公司
药品再注册证-丙硫氧嘧啶

南通公司
药品再注册证-非那西丁

南通公司
药品再注册证-氟胞嘧啶

南通公司
药品再注册证-氟尿嘧啶

南通公司
药品再注册证-格鲁米特

南通公司
药品再注册证-磷酸氯喹

南通公司
药品再注册证-扑米酮

南通公司
药品再注册证-替加氟

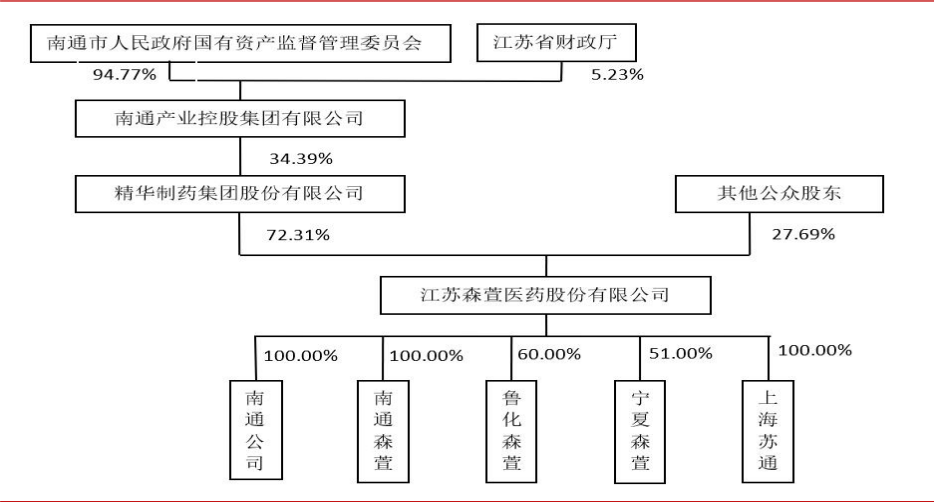
南通公司
药品再注册证-盐酸格拉司琼

南通公司
药品再注册证-盐酸莫索尼定

1.3 公司股权结构清晰，国资控股战略引领

根据 2024 三季报数据显示，公司控股股东为精华制药，精华制药持有其 72.31% 的股份。而精华制药的控股股东为产控集团，产控集团的控股股东则是南通市国资委，因此南通市国资委也是森萱医药的实际控制人。我们认为清晰的国资控股股权结构，不仅赋予公司坚实的资源后盾，为其长期发展提供有力支撑，还从战略层面给予指引，助力公司在产业布局上精准定位，同时推动公司规范管理，保障企业健康稳定发展。

图 3、公司股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.4 公司管理层从业经验丰富

公司拥有一支专业且经验丰富的管理团队，他们在各自领域拥有专业的知识和技能，涵盖了医药研发、生产、销售、管理等多个方面，形成了良好的专业互补，为公司的发展提供了全面支持。董事长吴玉祥先生拥有丰富的管理经验和深厚的专业技术背景，对行业发展趋势和市场需求有深刻的理解，带领和推动公司持续发展。

表 1、公司管理团队

姓名	职位	出生年份	学历	履历
吴玉祥	董事长、董事	1969	本科	教授级高级工程师，2010 年被授予“全国劳动模范和先进工作者”荣誉称号；2015 年获得南通市科技进步三等奖；2017 年入选南通市第五期“226 高层次人才”；2018 年入选“江苏省科技型企业企业家”。历任精华制药集团股份有限公司生产制造处经理、原料药分厂厂长、总经理助理、精华制药第一届、第二届监事会职工监事。现任精华制药集团股份有限公司董事、常务副总经理、财务负责人，兼任原料药事业部总经理，江苏森萱医药股份有限公司董事长、上海苏通生物科技有限公司执行董事兼总经理。
袁拥军	副董事长、总经理	1984	本科	高级工程师，2007 年 8 月至 2008 年 7 月，任精华制药集团南通有限公司实习生；2008 年 8 月至 2018 年 12 月、历任精华制药集团南通有限公司主任助理、车间主任、副厂长、搬迁办

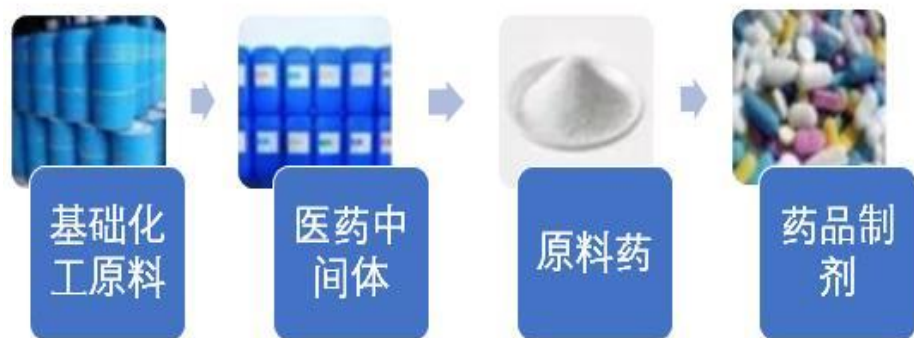
姓名	职位	出生年份	学历	履历
	理、董事			主任、副总经理；2019年1月至今，任精华制药集团南通有限公司董事长、总经理，兼任南通森萱药业有限公司执行董事；2021年2月至2023年12月6日，任江苏森萱医药股份有限公司董事、总经理；2023年12月至今任江苏森萱医药股份有限公司副董事长、总经理。
姜春娟	副总经理、董事	1974	本科	中级经济师，1995年8月至2013年5月，就职于南通制药总厂、南通精华制药有限公司，历任业务员、销售主管、部门经理。2012年3月至2020年4月，任上海苏通生物科技有限公司总经理；2012年12月至今，任南通公司副总经理；2017年4月至今，任森萱医药董事。
朱狮章	财务总监、董事会秘书	1982	本科	会计师，2004年7月-2009年8月，泰兴市医药化工厂财务会计；2009年9月-2014年3月，江苏森萱医药化工有限公司财务会计、财务主管；2014年3月至今，江苏森萱医药化工股份有限公司董事会秘书、财务主管。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.5 公司做精原料药，做专中间体，做大新材料，布局创新药及仿制药

公司主要从事化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体的研发、生产及销售，其中原料药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；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；含氧杂环类化工中间体主要包括二氧五环、二氧六环。

图 4、医药中间体、原料药及制剂药的产业链关系



资料来源：公司公开发行说明书，江海证券研究发展部

1.5.1 致力于国内一流、全球认可的原料药制造企业

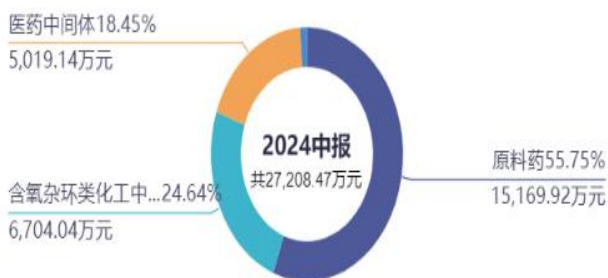
原料药指用于药品制造中的任何一种物质或物质的混合物，而且在用于制药时，是作为药品的一种活性成分，该物质在疾病的诊断、治疗、症状缓解和预防中具有一定的药理活性或其他直接的药效作用，但只有在经过加工成为药物制剂后才能成为供临床应用的药品。从下游制剂所处生命周期来看，原料药可以分为**专利原料药**、**特色原料药**和**大宗原料药**三类。专利原料药利

润高，由制剂厂家自产或委托生产，研发强的企业早期介入，与专利药企合作稳定。特色原料药对应专利过期药，利润率仍高，少数企业生产，研发提前，仿制药企常与之紧密合作抢市场。大宗原料药利润低但需求大，竞争激烈，成本控制关键，规模化优势重要，与下游合作松散，主要通过市场销售。

2024H1 公司的产品结构合理，原料药产品销售收入占主营业务收入为 55.75%，近五年营收占比保持稳定。子公司鲁化森萱三聚甲醛切片项目建成投产，南通公司部分原料药新品在欧美市场注册成功，新原料药品种来特莫韦通过 CDE 平台技术评审，为未来收入增长奠定基础。截止 2024 年 11 月“年产 40 吨利托那韦、60 吨琥布宗原料药”该项目的建设阶段已基本完成，目前正在进行安全环保相关竣工验收，化学原料药上市申请批准已经提交，预计在 2025 年可获得上市批准。作为一种抗病毒药物，利托那韦被广泛应用于抗艾滋病病毒、新冠病毒等领域，市场需求广阔，但在新冠疫情爆发后，国内外新增多家企业参与，原料药市场竞争加剧。

图 5、2024H1 公司的产品结构占比

营业收入占比



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 6、2019 年至 2023 年原料药营收占比（单位：万元）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2023 年报显示，公司拥有 20 余种原料药注册批件，公司主营的原料药产品有苯巴比妥、扑米酮、保泰松、氟尿嘧啶、丙硫氧嘧啶、氟胞嘧啶、吡罗昔康、非那西丁、替诺昔康等 9 个原料药品种，其中多种原料药已获得国内外 GMP、欧盟 CEP、澳大利亚 GMP 等权威认证，部分产品还取得了美国 DMF 和 VMF 注册文件，并多次通过美国 FDA 现场核查。公司主要产品氟尿嘧啶、苯巴比妥、保泰松、扑米酮等原料药系国内为数不多的通过 GMP 认证的品种，具备较强的市场竞争力。面对全球原研药专利到期潮、国内审批提速及监管趋严的机遇，公司将深化原料药产品研发，优化产品结构，以进入国内外主流、高端市场为目标，同时确保在低端市场的成本竞争力，致力于成为国内一流、全球认可的原料药制造企业。

氟尿嘧啶原料药：1962 年由罗氏（瑞士制药巨头罗氏成立于 1896 年，

从在美国和欧洲市场生产销售维他命发家，在 1945 年开始进入抗肿瘤药研发）上市第一个抗肿瘤药氟尿嘧啶。氟尿嘧啶作为广谱抗代谢类抗癌药广泛应用于实体瘤的治疗，如结直肠癌、胃癌、食管癌、头颈癌、乳腺癌、卵巢癌等，并被认为是消化道癌化疗的基石。根据 QYResearch(恒州博智)研究团队调研统计，2023 年全球氟尿嘧啶原料药市场销售额达到了 19 亿元，预计 2030 年将达到 25 亿元，年复合增长率(CAGR)为 4.5%(2024-2030)。该产品的国内主要竞争对手上海旭东主要生产各种规格的大小容量注射液和片剂、胶囊、混悬剂、口服液等，生产的原料药主要满足自身制剂需求，形成产业链优势。国际市场主要竞争对手有 DCS 和 TEVA，二者均通过了欧洲 CEP 认证和美国 FDA 认证，其中 DCS 部分中间体从本公司采购，TEVA 已经在进军中国市场，将在国内与公司形成竞争关系。

保泰松原料药：1952 年保泰松作为第一种非甾体抗炎药物用于临床。保泰松主要用于治疗类风湿性关节炎、风湿性关节炎及痛风、丝虫病急性淋巴管炎，常需连续给药或与其它药交互配合使用。作用类似于氨基比林，但抗炎作用较弱，对炎性疼痛效果较好。公司保泰松类原料药产量位居同行业同类产品前列。公司国内主要竞争对手济南金达药化有限公司、上海现代哈森（商丘）药业有限公司和开封制药（集团）有限公司。国际市场的竞争对手主要为 NovartisAG，是全球制药和消费者保健行业居领先地位的跨国公司。

吡罗昔康原料药：1982 年 6 月由辉瑞公司（辉瑞公司创建于 1849 年，迄今已有 170 年的历史，总部位于美国纽约，是全球最大的以研发为基础的生物制药公司）以 Feldene 商品名，富山化学工业以 Baxo 商品名上市，成为全世界销量最大的处方消炎药。吡罗昔康为非甾体抗炎镇痛药，广泛用于类风湿性关节炎、骨关节炎、急性痛风等疾病，对痛经、牙痛、术后疼痛、骨骼肌肉疾病和运动损伤等引起的疼痛有很好的镇痛效果。公司国内主要竞争对手开封制药（集团）有限公司、辽源市百康药业有限责任公司和山东方明药业集团股份有限公司。国际市场主要竞争对手有 ESTEVE 和 OLON，二者均通过了欧洲 CEP 认证和美国 FDA 认证。

苯巴比妥原料药：1912 年苯巴比妥（Phenobarbital）由拜耳公司上市，商品名是鲁米娜（Luminal）。它不仅是一个安眠药，而且有良好的抗惊厥效果，并且没有溴化钾的毒性。苯巴比妥是一种无臭、味微苦、白色有光泽的结晶性粉末，用于治疗焦虑、失眠、癫痫及惊厥，是一种镇静催眠和抗惊厥类药物。作为原料药，远销国内外，具有较好的市场前景。截至 2020 年，国内取得苯巴比妥原料药 GMP 认证的企业只有本公司和山东新华制药股份有限公司。新华制药（000756.SZ）是公司国内主要竞争对手。国际市场主要竞争对手有 ALKALOIDA 和 HARMAN，二者均通过了欧洲 CEP 认证和美国

FDA 认证。

扑米酮原料药：扑米酮又名麦苏林，1952 年被列入抗癫痫类药物。临床上主要用于癫痫阵挛性发作，单纯部分性发作和复杂部分性发作的单药或联合用药治疗。也用于特发性震荡和老年性震荡治疗。截至 2020 年，公司是国内独家通过 GMP 认证生产企业，产品主要对外出口销售，国内暂无竞争对手。国外主要竞争对手有 Siegfried 和 Proventus，均通过了欧洲 CEP 认证。

图 7、公司主要化学原料药

序号	产品名称	CAS号	质量标准	法规状态
1	保泰松	50-33-9	EP4,EP, USP,BP, 部颁96	欧盟CEP, 美国USDMF, 俄罗斯ND, ASMF, FDA EIR、WC/COPP
2	氟尿嘧啶	51-21-8	EP, USP, IP, BP, CP2020	欧盟CEP, 美国USDMF, 俄罗斯ND, 俄罗斯ND, 澳大利亚TGA GMP, 印度 Form 41, FDA EIR、WC/COPP
3	苯巴比妥	50-06-6	EP7.0, EP, USP, BP, CP2020	欧盟CEP, 美国USDMF, 日本PMDA GMP, 韩国DMF注册、FDA EIR, WC
4	扑米酮	125-33-7	EP4/USP32, EP,USP, BP, CP 2020	欧盟CEP, 美国USDMF, 澳大利亚TGA GMP, WC/COPP
5	丙硫氧嘧啶	51-52-5	EP, USP, BP, CP2020	台湾DMF注册、欧盟CEP申请中、WC/COPP
6	氟胞嘧啶	2022-85-7	EP, USP, IP, CP2020	欧盟CEP, 美国USDMF, 台湾DMF注册、FDA EIR、WC/COPP
7	吡罗昔康	36322-90-4	EP, USP, BP, CP2020	台湾和韩国DMF注册、俄罗斯ND, ASMF, FDA EIR、WC/COPP
8	替诺昔康	59804-37-4	EP	DMF, 巴西CADIFA, local GMP
9	壬二酸	123-99-9	企业标准	DMF, local GMP
10	双嘧达莫	58-32-2	EP,CP	
11	非那西丁	62-44-2	BP	WC

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.5.2 公司是国内最大的二氧五环及二氧六环生产供应商之一

公司含氧杂环类化工中间体产品为二氧五环和二氧六环，二氧五环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，药物中间体以及共聚甲醛的原料，还可用作丝调整理剂及封口胶原料；二氧六环又名二恶烷，同样是一种优良的有机溶剂，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。

公司是国内最大的二氧五环及二氧六环生产供应商之一。公司将进一步加大对二氧五环和二氧六环的研发投入，牵头制定行业标准，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。公司二氧五环产品的主要竞争对手为四川之江新材料股份有限公司。公司二氧六环产品的主要竞争对手为江苏联润化工有限公司。

2024H1，含氧杂环类化工中间体销售业务的营业收入为 6704.04 万元，占营业收入的 24.64%。近五年始终维持营收占比 20% 以上。

图 8、2019 年至 2023 年含氧杂环类营收占比（单位：万元）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.5.3 进一步优化医药中间体产品结构

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。医药中间体按应用领域分为抗生素、解热镇痛药、心血管系统药、抗癌药等类别，种类繁多。按技术含量分为初级和高级，初级中间体竞争激烈，受原料价格波动大，而高级中间体技术含量高，与跨国公司联系紧密，受价格波动影响小。

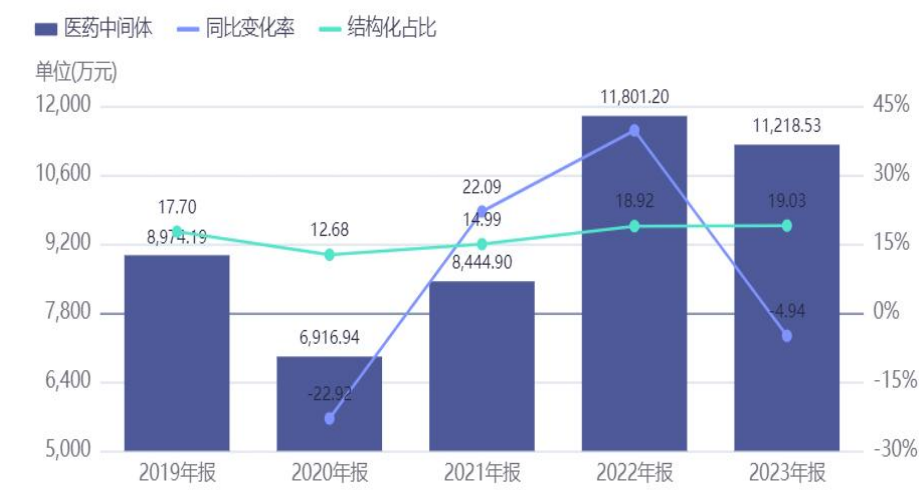
2023 年报显示，公司专注三类医药中间体：抗艾滋病（将加大洛匹那韦及利托那韦研发，两者在 SARS 及新冠治疗中表现突出，截止 2024 年 11 月

利托那韦项目已基本完成）、抗癫痫（公司将继续发挥抗癫痫类医药中间体及抗癫痫类原料药产业协同优势，在产品研发及销售方面形成相互支撑、相互融合的深度合作机制，进一步巩固公司在抗癫痫类原料药市场的地位）、抗肿瘤。公司将依托这些领域的优势，做专做精，为公司原料药产品提供强有力的技术支持及市场开发理念。

利托那韦类医药中间体：利托那韦（ritonavir）是美国雅培（Abbott Laboratories）制药公司研发上市的一种 HIV 蛋白酶抑制剂，商品名为 Norvir，于 1996 年 3 月获 FDA 批准在美国上市，临床上可单独使用或与其他抗逆转录病毒药物联合使用治疗 HIV-1 感染，常与洛匹那韦（复方制剂商品名为 Kaletra）或与硫酸阿扎那韦（复方制剂商品名为 Synthivan）等其他抗艾滋病药物联合使用，以提高药效。公司主要竞争对手为安徽贝克联合制药有限公司，国内其他生产厂家以化工厂为主。

2024H1，医药中间体销售业务的营业收入为 5019.14 万元，占营业收入的 18.45%。近五年营收占比稳中有升。

图 9、2019 年至 2023 年医药中间体营收占比（单位：万元）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

综述，公司根据自身的发展状况制定了“做精原料药，做专中间体，做大新材料，布局创新药及仿制药”的发展战略，聚焦主业，在上下游产业链不断延伸，进一步拓展仿制药和创新药原料药新兴市场。鉴于国家对创新药支持的加强，从研发到上市各阶段均有政策支持。创新药及仿制药市场前景广阔，公司将利用原料药市场地位，与更多制剂企业合作，提前参与其药品研发，推动公司从特色原料药向专利原料药转型。

1.6 公司客户稳定,2023 年前五大客户销售占比 27.27%

公司客户群体广泛，涵盖了国内外多家知名的制药企业和医药化工企业，

如兖矿煤化供销有限公司、商丘市新先锋药业有限公司、山西太原药业有限公司、山西普德药业有限公司、上海迪赛诺药业有限公司、德国 Welding 公司、天津金耀药业有限公司以及精华制药集团股份有限公司等。公司致力于为这些企业提供质量稳定、价格优惠的产品。

表 2、公司 2023 年度前五大客户占比（单位：元）

序号	客户	销售金额（元）	年度销售占比%
1	客户 1	52,497,303.60	8.90%
2	客户 2	47,509,469.02	8.06%
3	客户 3	22,664,022.23	3.84%
4	客户 4	20,508,460.15	3.48%
5	客户 5	17,620,796.49	2.99%
合计		160,800,051.49	27.27%

资料来源：公司 2023 年报，江海证券研究发展部

公司拥有强大的研发团队、生产团队和销售团队等管理团队，并凭借多年的行业经验和深厚的技术积累，截至 2023 年度公司掌握了 150 项专利技术。这些专利技术在原料药中间体、医药化工中间体的生产和质量控制过程中发挥着至关重要的作用，使公司不断提升产品质量，降低生产成本。

表 3、公司专利情况

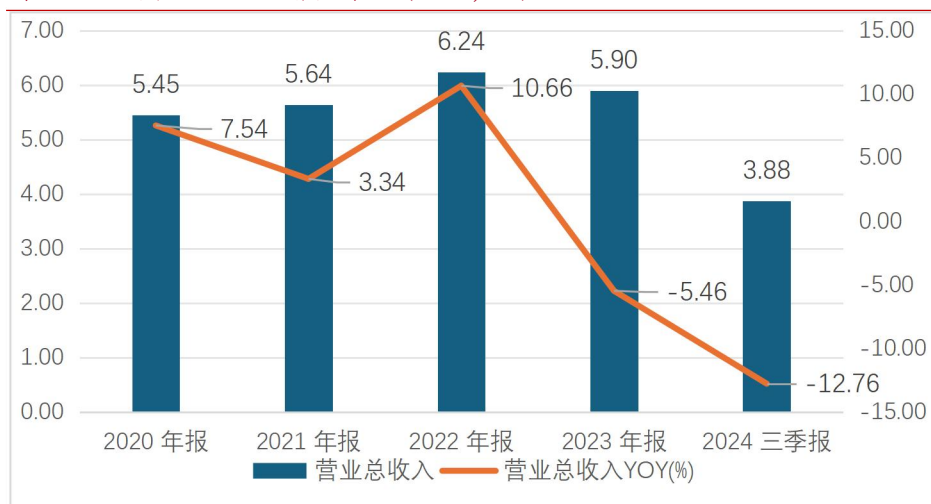
项目	本期数量	上期数量
公司拥有的专利数量	150	125
公司拥有的发明专利数量	31	24

资料来源：公司 2023 年报，江海证券研究发展部

1.7 公司财务近年承压，2024Q3 归母净利润跌幅收窄

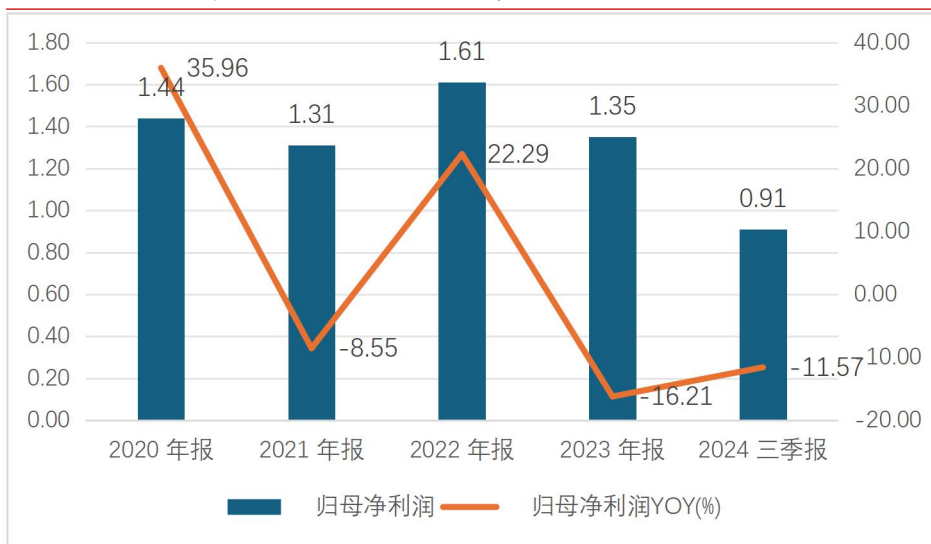
公司近年营业收入和净利波动较大，2024Q3 归母净利润跌幅收窄。公司 2024H1 营收 27,208.47 万元，归母净利润 6,968.06 万元，同比分别下降 14.33%/9.07%。主要因为需求下降、欧美对华贸易战、印度产业调整等诸多困难和不利因素的影响，主要经济指标出现了一定程度的下滑。公司 2020 年-2024Q3 分别实现营业收入 5.45 亿元/5.64 亿元/6.24 亿元/5.90 亿元/3.88 亿元。营收同比增长率依次是 7.54%/3.34%/10.66%/-5.46%/-12.76%；2020 年-2024Q3 归母净利润 1.44 亿元/1.31 亿元/1.61 亿元/1.35 亿元/0.91 亿元，归母净利润同比增长率依次是 35.96%/-8.55%/22.29%/-16.21%/-11.57%。

图 10、公司营业收入及增长情况（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

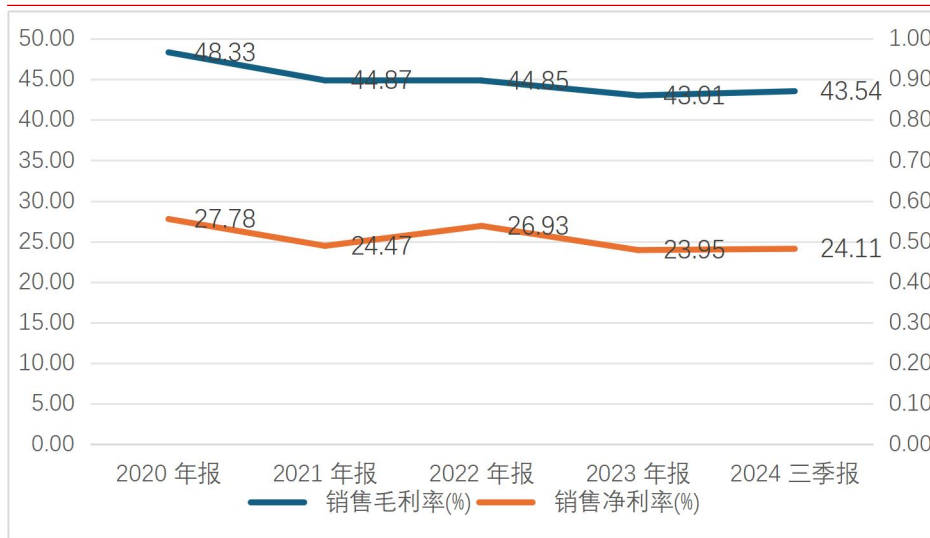
图 11、公司归母净利润及增长情况（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司销售毛利率整体保持稳定在 40% 以上。毛利率和净利率近五年趋势下行，随着新产品的放量有望稳定公司毛利和净利。2020 年到 2024Q3 公司毛利率分别是 48.33%/44.87%/44.85%/43.01%/43.54%。2020 年-2024Q3 年公司净利率分别是 27.78%/24.47%/26.93%/23.95%/24.11%。2023 年，除含氧杂环类化工中间体由于市场需求量下降、印度进口到国内产品的竞争，导致该类品种售价大幅下降，从而该产品毛利率下降 9.63pct，其他类毛利率相对稳定，致使公司整体毛利率下降 1.84pct。

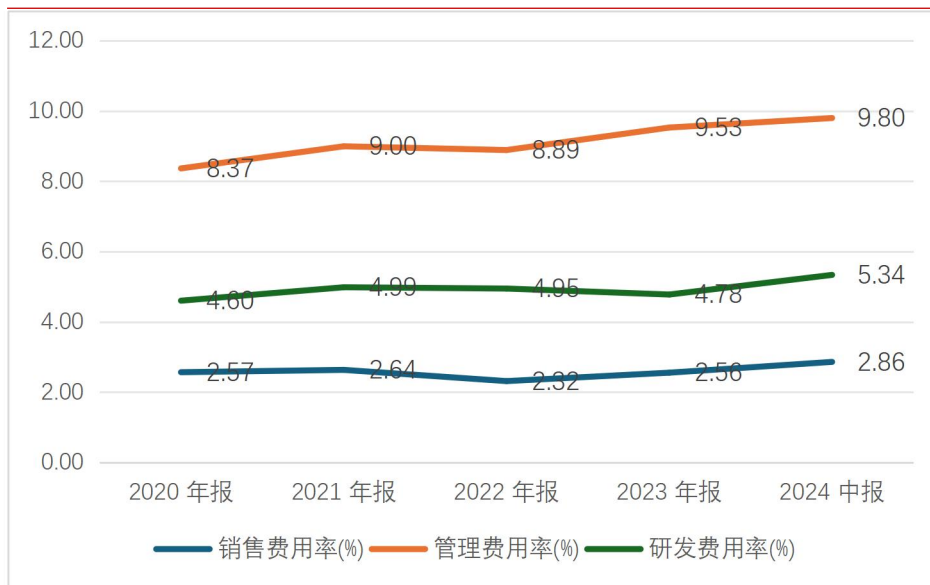
图 12、公司毛利率、净利率及变化情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司近五年三大费用率总体保持平稳增长态势。2024Q3 研发费用较 2023 年增长 0.56pct。公司对新产品持续加大投入，研发费用率逐年攀升，彰显了公司对研发创新的重视。

图 13、公司费用率变化情况 (%)



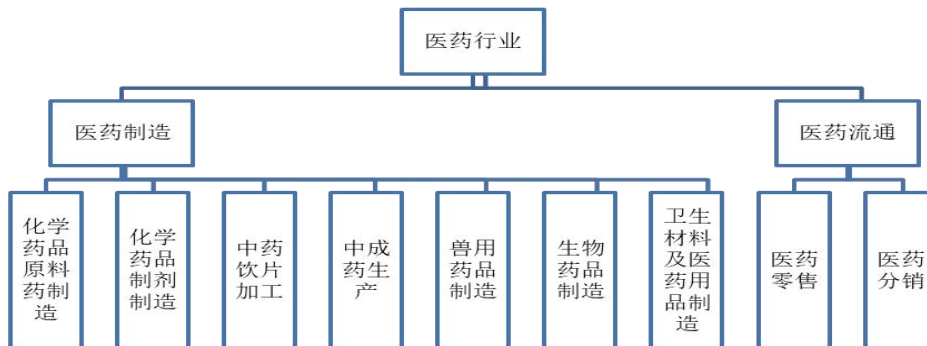
资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2 行业发展

公司专注于化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体的研发、制造与销售。医药行业涵盖医药制造与医药流通两大板块，其中医药制造进一步细分为化学原料药制造、化学制剂制造、中药加工、中成药生产、兽药制造、生物药品制造及医药用品制造等多个领域；而医药流通则细分为分销与零售两大渠道。公司所处的原料药子行业正展现出稳健的增长态势，但同时也需应对环保安全监管趋严及供给侧改革等挑战。作为药品制剂行业的上

游，原料药与医药中间体行业的发展与下游药品制剂行业紧密相连。全球经济的增长、人口数量的增加、社会老龄化趋势的加剧以及民众健康意识的提升，共同推动了药品制剂行业的持续增长，进而间接促进了原料药与医药中间体行业的发展。此外，近年来众多专利药物专利期的集中到期，为仿制药市场的持续扩张提供了强大动力，同样对原料药与医药中间体行业产生了积极的推动作用。

图 14、医药行业分类



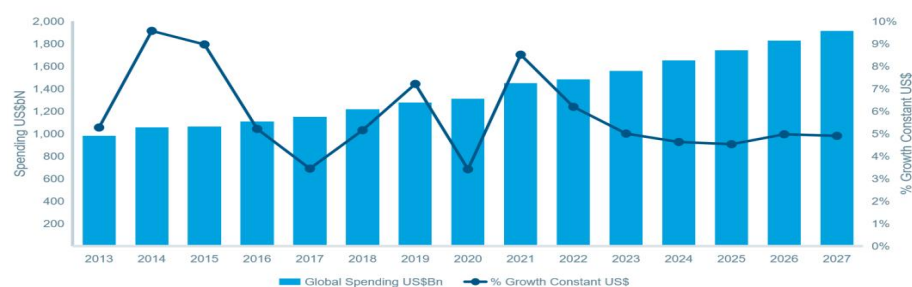
资料来源：公司公开发行说明书，江海证券研究发展部

2.1 全球医药行业市场规模持续增长

随着世界经济发展、人口总量的增长、社会老龄化程度的提高以及创新类药物的持续研发创新和推广，全球医药市场将保持良好的增长态势。全球医药市场，预计到 2027 年全球医药市场的累计净值将增加约 5000 亿美元。预计全球药品市场（按标价或出厂价格计算）的年复合增长率达 3%-6%，到 2027 年市场规模将达到约 1.9 万亿美元。

图 15、全球医药市场预测

Exhibit 3: Global medicine market size and growth 2013–2027



Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2022; IQVIA Institute, Nov 2022
The Global Use of Medicines 2023: Outlook to 2027. Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

IQVIA
INSTITUTE

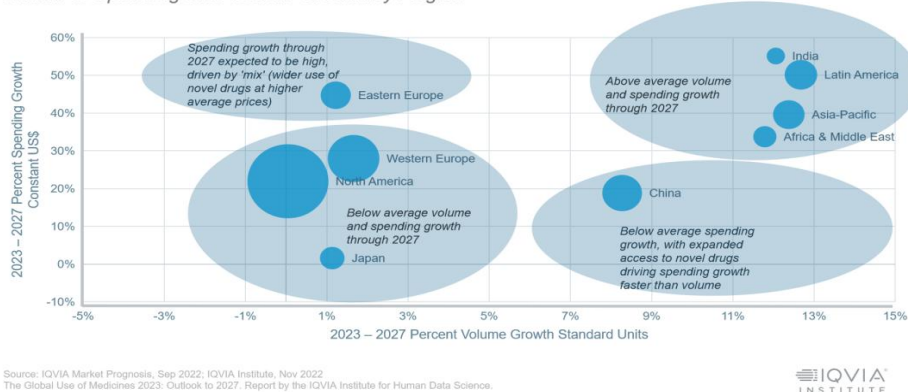
资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势，五年总增长率在不同的地区从不足 10% 到超过 50% 不等。在销量相对较低的地区，如东欧地区，预计 2023 年至 2027 年这五年的时间里，药品市场将增长约 45%，这

主要是由于均价更高的创新药被更广泛地使用所驱动。在北美、西欧以及日本等销量增长较慢的市场，未来五年的药品销量增长和美元恒定支出增长预计都不高。在高销量市场如拉丁美洲、亚太地区、中东和非洲市场，预计未来五年的支出增长将从35%到55%不等。中国药品市场支出预计在接下来的五年里增长约20%。因此，当我们纵观全球的情况时，会发现各个国家和地区的增长存在很大差异。

图 16、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势

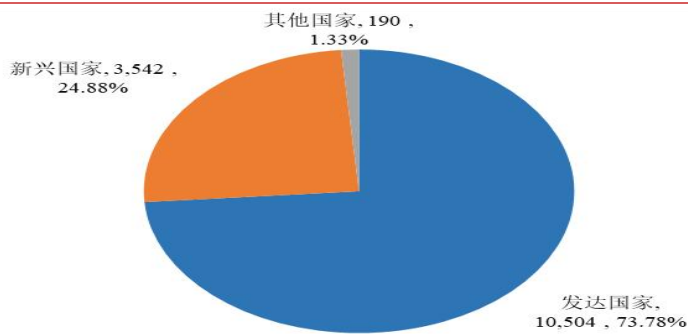
Exhibit 4: Spending and Volume Growth by Region



资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

全球药品市场竞争中，发达国家占主导，但新兴市场增长迅速。据艾昆纬数据,2021 年欧美日等发达国家药品支出占 73.78%,而新兴市场占比 24.88%,2017-2021 年复合增长率达 7.8%。预计 2022-2026 年，新兴市场将以 5%-8%的增速增长，2026 年规模将达 4,700 亿至 5,000 亿美元。中国作为全球第二大药品消费市场，2021 年支出 1,694 亿美元，占全球 11.90%，新兴市场 47.83%。

图 17、全球药品支出规模（2021 年，单位：亿美元）



资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

2.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显

全球人口增长与老龄化趋势凸显。《2024 年世界人口展望》报告指出，到 2024 年中期，全球人口达到近 82 亿，预计在 60 年内还将增加 20 亿，到 2080 年代中期达到约 103 亿的峰值。随后，全球人口将降至 102 亿左右，比

十年前的预期减少 7 亿。随着全球人口峰值的临近，近几年老龄化问题加剧。这一趋势为医药行业带来显著的市场需求增长，特别是在慢性疾病治疗等领域。联合国人口基金表示，全球人口变化不均，人口结构也在不断变化，一些地方人口增长迅速，而另一些地方则面临快速老龄化，人口老龄化对医疗服务和产品的需求将更为迫切。

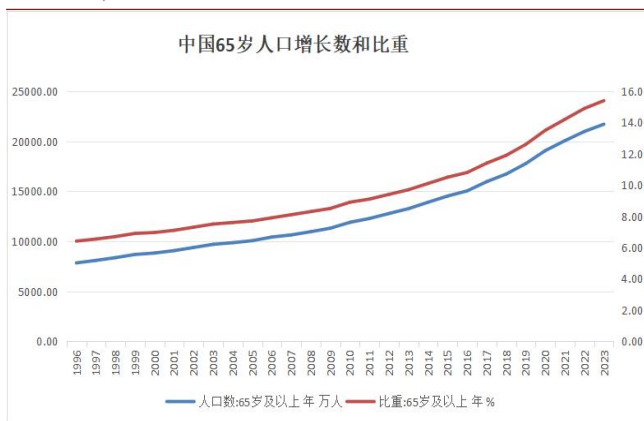
2024 年 1 月，国务院发布首个支持银发经济发展的文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，提出 4 个方面 26 项具体措施，旨在推动银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展，并培育高端产品与服务。随着老年群体扩大，医药需求持续增长，银发经济的兴起将为医药及相关产业链带来新的发展机遇。

图 18、全球人口增长情况



资料来源：《2024 年世界人口展望》、江海证券研究发展部

图 19、中国老龄化问题凸显



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2.3 公司主要产品细分行业分析

公司目前主要的原料药和中间体产品涵盖了抗肿瘤药物、消炎类药物、镇定类药物和抗艾滋病药物等多个用药领域。

(1) 抗肿瘤药物市场概况

抗肿瘤药物 (Anti-tumor Drug) 为治疗肿瘤疾病的一类药物。目前，国际上临床常见的抗肿瘤药物约 80 余种，简单来说可分为化疗药物和生物制剂。公司涉及抗肿瘤药物的产品包括抗肿瘤原料药（氟尿嘧啶）和抗肿瘤类医药中间体（卡培他滨），氟尿嘧啶是 5-氟尿嘧啶溶于注射用水并加氢氧化钠的无菌液，以抗代谢物而起作用，在细胞内转化为有效的氟尿嘧啶脱氧核苷酸后，通过阻断脱氧核糖核苷酸受细胞内胸苷酸合成酶转化为胸苷酸，而干扰 DNA 的合成；卡培他滨口服后经肠黏膜迅速吸收，然后在肝脏被羧基酯酶转化为无活性的中间体 5'-脱氧-5'氟胞苷，以后经肝脏和肿瘤组织的胞苷脱氨酶的作用转化为 5'-氧-5'氟尿苷，最后在肿瘤组织内经胸苷磷酸化酶催化为氟尿嘧啶 (5-FU) 而起作用。

根据 fortune business insights 官网报告显示, 2023 年全球肿瘤药物市场规模为 2017.5 亿美元, 预计将从 2024 年的 2208 亿美元增长到 2032 年的 5182.5 亿美元, 2024-2032 年复合年增长率为 11.3%。近年来, 我国癌症发病率呈现缓慢上升趋势, 对抗肿瘤药物的需求随之快速增长, 同时, 随着我国医保政策的不断完善, 更多重疾类高价药品被列入医保范围, 我们认为未来很长一段时间内, 抗肿瘤药物市场增幅都将高于整体药品市场增幅。

(2) 解热镇痛抗炎药市场概况

解热镇痛抗炎药是一类具有解热、镇痛, 而且大多数还有抗炎、抗风湿作用的药物。本类药物种类多, 虽然在化学结构上虽属不同类别, 但都可抑制体内前列腺素的生物合成, 由于其特殊的抗炎作用, 故本类药物又称为非甾体抗炎药。常用解热镇痛抗炎药可分为七大类: ①水杨酸类, 如阿司匹林; ②苯胺类, 如对乙酰氨基酚; ③吡唑酮类, 如保泰松; ④丙酸类, 如布洛芬; ⑤乙酸类, 如吲哚美辛; ⑥灭酸类, 如甲芬那酸; ⑦昔康类, 如吡罗昔康。

根据 PDB 医院用药分析数据显示, 2012 年至 2019 年我国非甾体类抗炎药销售额呈逐年增长趋势, 年复合增长率为 12.33%。

图 20、2012 年至 2019 年我国非甾体类抗炎药销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公开发行说明书, PDB, 江海证券研究发展部

公司涉及解热镇痛抗炎药的产品为解热镇痛抗炎类原料药, 具体包括保泰松、吡罗昔康和替诺昔康, 均应用于关节疾病领域。保泰松又名苯基丁氮酮, 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腺素、前列腺素和血栓素 A2, 临床上常用于治疗风湿性关节炎及痛风; 吡罗昔康又名炎痛喜康, 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; 替诺昔康能选择性抑制环氧酶, 大剂量时还能抑制脂肪氧酶的活性, 抗炎、镇痛、解热作用持久, 耐受性良好, 临床上用于治疗骨关节炎、类风湿关节炎、退化性关节炎、急性痛风、肩周炎等。世界卫生组织相关数据显示, 2020 年全世界骨关节病患者已超过 4 亿人, 我国骨关节炎患者超过人口总数的 10%, 且发病率随年龄

增加而增高 15。在骨关节炎患者的临床诊治过程中，目前只能对症处理，简单说就是只能控制，延缓它的进程，但不能根治。

(3) 抗癫痫药物市场概况

癫痫即俗称的“羊角风”或“羊癫风”，是大脑神经元突发性异常放电，导致短暂的大脑功能障碍的一种慢性疾病，癫痫患者需要用抗癫痫药物进行多年治疗，有时会持续终生。抗癫痫药物按照化学结构可以分为巴比妥类、内酰胺类、亚芪胺类、琥珀酰亚胺类、双酮类等。公司涉及抗癫痫药物的产品为抗癫痫类原料药，具体包括苯巴比妥和扑米酮，均属于上述巴比妥类。苯巴比妥又名鲁米那，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；扑米酮是一种去氧巴比妥类抗癫痫药，口服吸收，血浆蛋白结合率低，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，适用于癫痫大发作和局限性发作。

癫痫是最常见的慢性神经系统疾病之一，根据 2019 年第 33 届国际癫痫大会发布的《全球癫痫报告》，全世界约有 5,000 万癫痫患者，每年新增病例超过 500 万。癫痫的总体终生患病率为 7.60/1,000 人口，其中，中、低收入国家 8.75/1,000 人口，高于高收入国家的 5.18/1,000 人口。绝大多数癫痫患者远未能获得有效的抗癫痫药物治疗，在低收入国家中的治疗缺口超过 75%，并且相比城市，农村地区的这一数值更高。

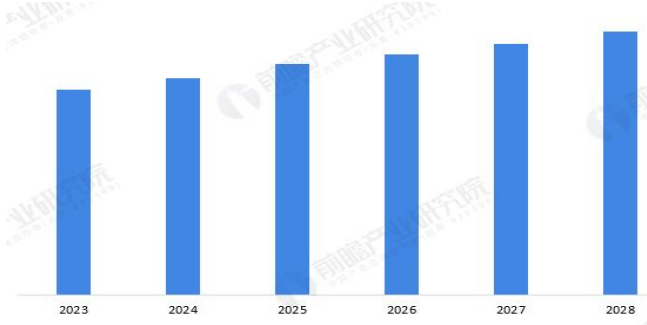
根据 PDB 医院用药分析数据显示，2012 年至 2019 年我国抗癫痫药销售额由 6.39 亿元增长至 15.70 亿元，年增长率均保持在 10% 以上。前瞻根据近年来我国抗癫痫药物销售额的年复合增速测算出 2023 年我国抗癫痫药物销售额约为 73 亿元左右，随后以 CAGR5% 的增速上升至 2028 年的 93 亿元。

图 21、2012-2019 我国抗癫痫药销售额（单位：亿元）



资料来源：公司公开发行说明书，PDB，江海证券研究发展部

图 22、2023-2028 年中国抗癫痫药物销售额变动趋势



资料来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

(4) 抗艾滋病药物市场概况

艾滋病，全称“获得性免疫缺陷综合征”（AIDS），是由人类免疫缺陷病毒（HIV）感染引起的高病死率恶性传染病。自 1981 年美国发现首例 HIV 感染者以来，人类一直在寻求相关治疗药物，目前，抗艾滋病药物作用于 HIV

感染细胞并进行复制的过程的各个阶段，阻止病毒与宿主细胞的结合，阻止病毒 RNA 向 DNA 的逆转录，阻止病毒的包装和释放等，达到治疗和缓解疾病的目的。公司涉及抗艾滋病药物的产品为利托那韦医药中间体，利托那韦为人免疫缺陷病毒-1 (HIV-1) 和人免疫缺陷病毒-2 (HIV-2) 天冬氨酸蛋白酶的口服有效抑制剂，能阻断该酶促使产生形态学上成熟 HIV 颗粒所需的聚蛋白，使 HIV 颗粒保持在未成熟的状态，从而减慢 HIV 在细胞中的蔓延，以防止新一轮感染的发生和延迟疾病的发展。

根据 fortunebusinessinsights 官网报告显示，2023 年全球艾滋病药物市场规模为 341.3 亿美元。预计该市场将从 2024 年的 361.1 亿美元增长到 2032 年的 582.4 亿美元，期间复合年增长率为 6.2%。

2.4 公司多领域药物市场竞争态势分析

公司在抗艾滋病药物市场面临上海迪赛诺和万全万特（厦门）的竞争，迪赛诺作为中国首批从事抗艾滋病病毒药物开发的企业，拥有多个通过国际认证的抗艾滋病药物品种，具备强大的规模化生产能力，是全球重要的抗艾滋病原料药供应商，年供应量达 600 万人份。而万全万特则是一家涵盖研发、临床、制造和营销的新型制药服务企业，整合了互联网垂直整合模式下的多项服务。从国内上市公司分市场的竞争情况看，在抗心血管病药物市场与特一药业、华润双鹤和亚宝药业竞争。博腾股份、九州药业、同和药业在解热镇痛抗炎原料药领域，奥翔药业、博腾股份、普洛药业在抗肿瘤原料药领域，天宇股份与新华制药在抗癫痫原料药市场，以及美诺华和海翔药业在医药中间体领域，均与本公司存在直接或间接的竞争关系。

表 4、公司主要竞争对手业务和产品汇总

序号	公司名称	主营业务	主要产品
1	奥翔药业 (603229)	特色原料药及医药中间体的研发、生产和销售。	公司产品主要分为六大类，分别为肝病类、呼吸系统类、心脑血管类、高端氟产品类、前列腺素类和抗菌类。
2	博腾股份 (300363)	按照国际标准为跨国制药公司和生物技术公司提供医定制研发生产服务，主要产品是创新药医药中间体。	公司主要服务于临床试验至专利药销售阶段的创新药,服务的药品治疗领域包括抗艾滋病、抗丙肝、降血脂、镇痛、抗糖尿病等。
3	普洛药业 (000739)	医药中间体、化学原料药及制剂、天然药物的生产、经营、研发的上市公司。	公司主要产品涉及抗感染类、抗肿瘤类、心脑血管类、精神类以及兽药类等多个领域。
4	海翔药业 (002099)	从事医药和染料。	公司主要产品为抗生素类、心血管类、降糖类原料药、精制化学品、制剂、染料及中间体。
5	九州药业	化学原料药及医药中间体的	产品治疗领域涉及中枢神经类药物、非甾体抗炎药物、抗

序号	公司名称	主营业务	主要产品
	(603456)	研发、生产与售。	感染类药物和降糖类药物等。
6	美诺华 (603538)	特色原料药及医药中间体的研发、生产与售。	主要类别包括心血管类和肠胃类等药物。公司主要产品为缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷和埃索美拉唑等原料药和中间体。
7	天宇股份 (300702)	化学原料药及中间体的研发、注册、生产和销售。	主要生产心脑血管类药物、降血糖类药物、降血脂类药物、抗凝血类药物和抗哮喘类药物等医药中间和原料药。
8	同和药业 (603229)	化学原料药和医药中间体的研发、生产和销售。	公司在产及在研产品类型上涵盖了消化系统药物、神经系统药物、解热镇痛及非甾体抗炎药物、激素及调节内分泌功能药、治疗精神障碍药物、循环系统药物、血液系统药物、抗微生物药物、泌尿系统药物等较为丰富的品类。
9	新华制药 (000756)	主要从事开发、制造和销售化学原料药、制剂、医药中间体及其它产品。	公司拥有乙氧苯柳胺,马菌子素,吡哌酸,苯巴比妥,斯梯黑克等多个国内独家品种,“两氨”,咖啡

资料来源：公司公开发行说明书，江海证券研究发展部

3 盈利预测及估值

3.1 盈利预测

公司虽受到需求下滑和印度产业调整等因素影响，截止 2024Q3，公司累计实现营收 3.88 亿元，同比下滑 12.76%，归母净利润 9136.67 万元，同比下滑 11.57%，但公司整体发展态势依旧稳健。公司产品结构合理，近年原料药营收占比稳定在 50% 以上。2024Q3 公司毛利率、净利率分别是 43.54%/24.11%。截止 2024Q3，公司子公司鲁化森萱三聚甲醛切片项目顺利投产、南通公司新药成功注册欧美市场以及新原料药来特莫韦通过 CDE 技术评审。此外，“年产 40 吨利托那韦、60 吨琥布宗原料药”项目接近竣工（2024 投入 1769.12 万元），预计于 2025 年获批上市。面对原料药市场竞争加剧，公司凭借在抗病毒领域的市场需求，特别是利托那韦的广泛应用，展现出强劲增长潜力。公司将持续拓展新兴市场，并利用政策优势，推动自身向专利原料药转型，实现更高质量的发展。基于以上情况，我们对公司主要产品分类别进行盈利预测如下：

原料药：公司目前在欧洲成功注册了氟尿嘧啶、扑米酮、苯巴比妥、保泰松、氟胞嘧啶及新药琥布宗（保泰松前药，用于治疗风湿性关节炎和痛风）等 6 个原料药品种。其中，琥布宗自 2023 年起逐步在欧洲 19 国注册，2024 年再增荷兰、爱尔兰和法国三国注册，虽推广周期较长，但已形成稳定商业化订单，市场前景看好。其他老产品亦在欧洲市场占据稳定份额。此外，新

原料药来特莫韦已通过 CDE 技术评审，同时，“年产 60 吨琥布宗原料药”，预计将于 2025 年获批上市。随着产能放量，有望带动业绩增长。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为-15.00%/20.00%/18.00%。我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 52.87%/50.91%/50.08%。

医药中间体：公司的抗艾滋病医药中间体 2024 年 11 月利托那韦项目近竣工，年产能 40 吨。利托那韦作为抗病毒药物，广泛应用于艾滋病，市场需求大。随着产能提升，公司未来业绩有望实现增长。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为-15.00%/20.00%/15.00%。我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 24.40%/25.66%/27.60%。

含氧杂环类化工中间体：公司含氧杂环类产品中，二氧六环受印度价格竞争及疫情后需求下滑影响，导致 2023 年业绩下滑；而二氧五环则因全球知名度和质量稳定优势，市占率稳升。2024 年公司实施“国内国际双循环”策略，加强内部管理，开拓新市场，并加速新品研发，H1 营收同比增 5.33%，未来业绩有望稳定改善。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 10.00%/8.00%/10.00%。我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 33.41%/30.33%/30.33%。

其他业务：公司其他业务占比较小，2024H1 创收 315.37 万元，营收占比 1.16%。预计 2024-2026 年业务贡献占比保持稳定，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为-20.00%/10.00%/10.00%。我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 57.34%/53.47%/53.47%。

综合毛利率：随着公司新原料药上市和产能放量带动公司整体毛利率保持稳定。预计 2024-2026 年公司综合毛利率分别为 42.57%/41.14%/41.28%。

期间费用率：随着公司持续加大研发投入力度，研发费用将会相应增加。管理费用随着扩建项目而增加，未来运营效率有提升空间。销售费用预计整体保持相对稳定，预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 2.85%/2.88%/2.91%；预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 5.25%/5.3%/5.20%。随着公司产能提升及管理优化，管理费用将会有所改善，预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 9.75%/9.50%/9.10%。

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 533.55/622.44/718.17 百万元，同比增长-9.50%/16.66%/15.38%；2024-2026 年公司归母净利润分别为 123.23/135.39/159.25 百万元，同比增长-8.39%/9.87%/17.62%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 31.35/28.54/24.26 倍。

表 5、销售收入结构预测

收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
---------	------	------	-------	-------	-------

合计营收	623.59	589.56	533.55	622.44	718.17
YOY	10.66%	-5.46%	-9.50%	16.66%	15.38%
原料药	337.81	339.94	288.95	346.73	409.15
YOY	18.90%	0.63%	-15.00%	20.00%	18.00%
医药中间体	118.01	112.19	95.36	114.43	131.59
YOY	39.74%	-4.94%	-15.00%	20.00%	15.00%
含氧杂环类化工中间体	156.52	131.00	144.09	155.62	171.18
YOY	-16.41%	-16.31%	10.00%	8.00%	10.00%
其他业务	11.25	6.44	5.15	5.67	6.24
YOY	45.49%	-42.74%	-20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体	44.85%	43.01%	42.57%	41.14%	41.28%

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

3.2 估值及建议

公司专注于化学原料药、医药中间体及含氧杂环类化工中间体的研发、生产和销售，制定了“做精原料药、做专中间体、做大新材料、布局创新药及仿制药”的发展战略，计划通过上下游产业链延伸和拓展新兴市场，利用政策支持和原料药市场地位，与制剂企业合作，推动公司向专利原料药转型。我们选取奥翔药业、普洛药业、同和药业、天宇股份等公司作为可比公司。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 26.52 倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“持有”评级。

表 6、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603229.SH	奥翔药业	0.31	0.39	0.50	0.54	29.04	22.79	17.82	16.34
000739.SZ	普洛药业	0.90	0.99	1.16	1.37	17.12	15.56	13.30	11.27
300636.SZ	同和药业	0.25	0.32	0.43	0.56	31.74	24.85	18.52	14.27
300702.SZ	天宇股份	0.08	0.39	0.71	0.97	214.06	42.87	23.55	17.41
算术平均值						72.99	26.52	18.30	14.82
830946.BJ	森萱医药	0.32	0.29	0.32	0.37	29.80	32.53	29.61	25.17

资料来源：同花顺 iFinD，数据截至 2025 年 1 月 20 日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺 iFinD 一致预期）

4 风险提示

汇率变动风险：人民币对外币的汇率波动具有不确定性,将有可能继续给公司带来汇兑损失。据公司经营发展要求,将不断开拓海外市场,增加外销收入,目前我国人民币实行有管理的浮动汇率制度,汇率的波动将直接影响公司出口产品的销售定价,从而影响到公司产品竞争力,给公司带来一定风险,未来随着公司出口业务规模的增长,由于人民币对外币的汇率波动具有不确定性,将有可能继续给公司带来汇兑损失。

原材料价格波动风险：公司采购原材料主要为化工产品,公司采购原材料价格波动较大,来如原材料价格上涨,将对公司盈利水平产生不利影响。

安全、环保风险：化学原料药、化工医药中间体需要遵循严格的安全、环保标准,可能存在设备等操作不当引发安全、环保事故,公司虽然自设立至今未发生重大安全、环保事故,且制定了严格的安全、环保管理制度,但仍存在因管理出现疏漏或设备老化失修等情况而发生安全、环保事故的风险。

国际贸易摩擦的风险：国际贸易保护主义有所抬头,中美贸易摩擦不断升级。公司产品销售区包括欧洲、美洲和亚洲各国,上述区域为公司重要外销市场。当前世界经济处于弱复苏通道,国际贸易摩擦将面临愈演愈烈的风险,从而对公司出口业务和经营业绩造成不利影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	804	920	1066	1137	1215
现金	483	506	677	651	757
应收票据及应收账款	50	50	41	65	57
其他应收款	2	0	2	1	2
预付账款	7	7	6	9	8
存货	157	146	130	200	180
其他流动资产	105	210	210	210	210
非流动资产	490	408	323	336	349
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	392	352	281	303	321
无形资产	38	37	27	18	13
其他非流动资产	60	19	14	14	14
资产总计	1294	1327	1389	1472	1564
流动负债	126	110	110	126	127
短期借款	20	20	20	20	20
应付票据及应付账款	49	39	41	55	56
其他流动负债	57	51	49	51	51
非流动负债	11	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	8	8	8	8
负债合计	137	118	119	134	135
少数股东权益	70	74	80	86	94
股本	427	427	427	427	427
资本公积	218	218	218	218	218
留存收益	441	490	552	617	697
归属母公司股东权益	1087	1136	1191	1252	1335
负债和股东权益	1294	1327	1389	1472	1564

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	192	189	173	80	217
净利润	168	141	129	142	167
折旧摊销	54	49	37	40	47
财务费用	-15	-15	-16	-18	-20
投资损失	-1	-1	-2	-1	-1
营运资金变动	-39	-4	27	-80	29
其他经营现金流	26	20	-3	-3	-3
投资活动现金流	36	-75	53	-49	-56
资本支出	27	17	-48	53	60
长期投资	58	-61	0	0	0
其他投资现金流	5	3	5	4	4
筹资活动现金流	-69	-91	-54	-57	-56
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	-54	-57	-56
现金净增加额	162	25	171	-26	106

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	624	590	534	622	718
营业成本	344	336	306	366	422
营业税金及附加	7	7	6	7	8
销售费用	14	15	15	18	21
管理费用	55	56	52	59	65
研发费用	31	28	28	33	37
财务费用	-15	-15	-16	-18	-20
资产和信用减值损失	-6	-2	0	0	0
其他收益	5	3	3	3	3
公允价值变动收益	3	3	2	3	3
投资净收益	1	1	2	1	1
资产处置收益	-0	-0	1	0	0
营业利润	191	166	149	164	193
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	191	165	149	163	192
所得税	23	24	19	21	25
净利润	168	141	129	142	167
少数股东损益	7	7	6	7	8
归属母公司净利润	161	135	123	135	159
EBITDA	234	201	170	185	219
EPS (元)	0.38	0.32	0.29	0.32	0.37

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	10.7	-5.5	-9.5	16.7	15.4
营业利润(%)	20.7	-12.9	-10.3	9.8	17.7
归属于母公司净利润(%)	22.3	-16.2	-8.4	9.9	17.6
获利能力					
毛利率(%)	44.9	43.0	42.6	41.1	41.3
净利率(%)	26.9	24.0	24.3	22.8	23.3
ROE(%)	14.5	11.7	10.2	10.6	11.7
ROIC(%)	14.3	11.2	9.5	9.9	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	10.6	8.9	8.5	9.1	8.6
净负债比率(%)	-39.8	-39.9	-51.5	-47.0	-51.4
流动比率	6.4	8.4	9.7	9.0	9.6
速动比率	5.1	6.6	8.0	7.0	7.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	16.2	14.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.0	8.7	17.2	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.32	0.29	0.32	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.44	0.40	0.19	0.51
每股净资产(最新摊薄)	2.55	2.66	2.79	2.93	3.13
估值比率					
P/E	25.0	29.8	32.5	29.6	25.2
P/B	3.7	3.5	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	15.2	17.2	19.4	18.0	14.7

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：吴春红

从业经历：中南民族大学金融管理学硕士，16 年证券从业经验，2009 年入职江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。