

医药生物

2025 年 02 月 18 日

威尔药业 (603351)

——药用辅料和润滑油基础油齐头并进，公司进入发展新阶段

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 02 月 17 日

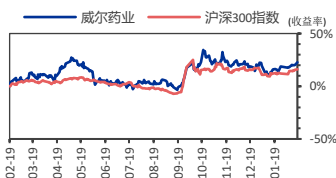
收盘价 (元)	24.61
一年内最高/最低 (元)	27.17/18.81
市净率	2.0
股息率% (分红/股价)	1.22
流通 A 股市值 (百万元)	3,333
上证指数/深证成指	3,355.83/10,791.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	12.33
资产负债率%	26.48
总股本/流通 A 股 (百万)	135/135
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
李敏杰 A0230523070006
limj2@swsresearch.com

联系人

李敏杰
(8621)23297818×
limj2@swsresearch.com

投资要点：

- **深耕药辅和合成润滑油基础油。**威尔药业成立于 2000 年，2019 年成功上市。公司专注于研发生产药用辅料及合成润滑油基础油产品。吴仁荣、高正松、陈新国为公司实控人，管理架构稳定。
- **一致性评价加速产业升级，高端药辅放量增厚公司利润。**2016 年国内开始推进仿制药一致性评价相关工作。一致性评价和关联审评的开展，药用辅料企业将转变为下游制剂企业的紧密合作者，改善当前国内“重原料、轻辅料”的现状。相较于国外，我国药辅行业还处于逐步规范化的阶段，药辅市场规模占药品制剂行业比重不足 5%，后续仍有较高增长空间。公司专注于药用辅料生产，主要产品包括吐温 80 系列、聚乙二醇系列、丙二醇等。除传统品种以外，公司近年来还不断开拓包括角鲨烯、司盘系列及磷脂系列高端药辅品种，预计后端制剂厂商关联性评价工作完成，有望进一步带动公司辅料品种放量销售增厚公司利润。
- **设备更新换代带动润滑油基础油销售。**润滑油基础油是润滑油的主要成分之一，通常在润滑油中所占比例为 70%~99%。公司在合成润滑油基础油行业是进入醚类、酯类合成润滑油基础油领域较早的公司，产品可用于制造航空、航天、航海、风电、高铁、机器人等高科技领域用润滑油。此外近年由于新型制冷剂空调换代，相关设备升级同样带动公司相关润滑油基础油销售。
- **股权激励费用摊销完毕，固定生产成本有望进一步摊薄抬升毛利空间。**此前公司 2021 年发布的股权激励计划对应成本将于 2024 年全部完成摊销，预计 2025 年公司相关费率将得到明显优化。此外募投药辅产能投产初期生产折旧对应固定成本较高，近年来随药辅销售放量，相关生产成本已进一步摊薄，预计毛利仍有抬升空间。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司药辅和润滑油板块未来均能实现较快收入增长，同时后续费率仍有优化空间。我们预计公司 2024~2026 年实现归母净利润 1.5/1.9/2.4 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23x/18x/14x。采用可比公司市盈率估值法，可比公司 2025 年对应平均 PE 为 23x，公司当前市值较可比公司有 26% 的上涨空间，目标市值为 42 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**高端药辅产能消化风险、药辅市场竞争加剧风险等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,156	1,000	1,425	1,715	2,071
同比增长率 (%)	4.0	20.7	23.3	20.3	20.8
归母净利润 (百万元)	112	113	148	186	236
同比增长率 (%)	18.1	44.2	32.0	25.6	26.9
每股收益 (元/股)	0.83	0.83	1.09	1.37	1.74
毛利率 (%)	27.4	25.9	27.8	28.1	28.8
ROE (%)	7.1	6.8	8.8	10.2	11.9
市盈率	30		23	18	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024~2026 年实现归母净利润 1.5/1.9/2.4 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23x/18x/14x。采用可比公司市盈率估值法，鉴于公司同时生产属于医药制造上游的药用辅料产品和润滑油行业上游的润滑油基础油产品，我们选择了两个行业共 5 家可比公司进行比较。可比公司 2025 年对应平均 PE 为 23x，公司当前市值较可比公司有 26% 的上涨空间，目标市值为 42 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1) 注射用药辅：后续磷脂类等高端药辅放量有望持续增厚注射用药辅收入。预计 2024 ~ 2026 年注射用药辅实现收入 1.4/1.9/2.7 亿元，对应同比增速为 41.8%/38.0%/37.5%，预计毛利率分别为 85.0%/84.0%/84.0%；

2) 非注射用药辅料：预计整体保持中高速增长，2024 ~ 2026 年有望实现收入 2.4/3.2/4.2 亿元，对应同比增速为 25.7%/31.3%/31.3%，预计毛利率为 35%/33%/33%；

3) 机械类和非机械类润滑油基础油：机械类 2024 ~ 2026 年预计实现收入 7.4/8.6/10.0 亿元，对应同比增速为 24.4%/16.2%/16.2%，预计毛利率在 20%/19%/18%；非机械类润滑油基础油同期实现收入 2.6/3.0/3.5 亿元，对应同比增速为 22.4%/15.0%/15.0%，预计毛利率维持在 13%。

有别于大众的认识

市场认为公司主要药辅品种吐温 80 在下游产品中药注射剂使用范围受限后增长乏力，且司盘/角鲨烯品种在使用新型佐剂疫苗产品中放量的孵化周期较长。而我们认为公司其他高端药辅品种有较高增长空间。且公司已有品种在美国完成 DMF 备案，存在出海放量机会。

股价表现的催化剂

药辅行业国产化率持续提升，公司高端药用辅料持续放量，毛利水平有所修复；润滑油基础油新产能释出。

核心假设风险

高端药辅产能消化风险、药辅市场竞争加剧风险。

目录

1. 公司介绍	6
1.1 发展历程：2019 年登陆上交所	6
1.2 股权结构：三位高管实控人合计持有 40.4%股份	6
1.3 管理团队：长期任职的团队架构稳定	7
1.4 经营业绩：2024 年迎来强劲增长，费率有望持续优化	8
2. 药用辅料	10
2.1 药辅市场：仍处于起步阶段，制剂成本占比偏低	10
2.2 政策支持：一致性评价和集采常态化推动行业发展	10
2.3 产业链和竞争格局：上游对接化工及农林业	12
2.4 主要产品及应用：主打吐温 80、聚乙二醇系列，逐步拓展至高端注射药辅	13
2.5 经营情况	15
3. 润滑油基础油	16
3.1 产品分类和产业链构成：新品类推动收入增长	16
3.2 政策支持：鼓励发展高端润滑油及产业规模化	17
3.3 相关产品：广泛应用于高科技领域	18
3.4 经营情况	19
4. 盈利预测与估值	20
4.1 盈利预测	20
4.2 估值与评级	21
风险提示	22

图表目录

图 1：威尔药业公司发展历程.....	6
图 2：威尔药业股权结构（24Q3 末）	7
图 3：公司营收及增速表现	8
图 4：公司归母净利润及增速表现	8
图 5：公司各项费率表现.....	8
图 6：公司毛利率和净利率表现	8
图 7：公司收入构成情况.....	9
图 8：公司主要产品毛利率表现	9
图 9：一致性评价过程中辅料作用	10
图 10：药用辅料产业链	12
图 11：我国药用辅料生产企业构成.....	12
图 12：吐温 80、司盘、角鲨烯可用于制作 MF59 疫苗佐剂	14
图 13：注射/非注射用药辅料收入贡献（单位：亿元）	15
图 14：注射/非注射用药辅收入占比情况	15
图 15：公司药辅销量（单位：吨）	15
图 16：公司药辅销售价格变化（单位：元/吨）	15
图 17：注射/非注射药辅毛利占比情况.....	16
图 18：注射用/非注射药辅毛利率变化.....	16
图 19：合成润滑基础油产业链.....	17
图 20：润滑油基础油销量（单位：吨）	19
图 21：润滑油基础油销售价格变化（单位：元/吨）	19
图 22：润滑油基础油收入贡献情况（单位：亿元）	19
图 23：润滑油基础油收入占比情况.....	19
图 24：润滑油基础油毛利占比情况.....	20
图 25：润滑油基础油毛利率变化	20
表 1：公司管理层简介.....	7
表 2：公司 2021 年股权激励计划费用摊销情况	9
表：药辅行业相关发展政策	

表 4：公司主要药用辅料产品	13
表 5：润滑油基础油分类	16
表 6：润滑油行业相关政策.....	17
表 7：公司合成润滑油基础油产品分类	18
表 8：公司主要产品 2024 ~ 2026 年收入及毛利预测	20
表 9：可比公司 PE 估值情况.....	22

1. 公司介绍

威尔药业专注于研发生产药用辅料及合成润滑基础油产品，公司已形成了醚类精准聚合、酯类定向合成、高效分离提纯等核心技术，为药物制剂企业提供高安全性、多功能性的药用辅料，为润滑油企业提供性能卓越的合成润滑基础油。

1.1 发展历程：2019 年登陆上交所

威尔药业成立于 2000 年 2 月，由吴仁荣、高正松、陈新国、唐群松、沈九四及周国华 6 人共同出资设立。2017 年起，威尔药业陆续成立美尔威汉、威尔药业科技、威尔材料研究院等 6 家全资子公司，兴威生物等 2 家控股子公司及 2 家（间接）参股子公司，围绕公司主营业务，陆续拓展产品研发、生产与销售，以及应用咨询与技术服务等多维度业务。2019 年 1 月威尔药业成功登陆上交所上市。

图 1：威尔药业公司发展历程

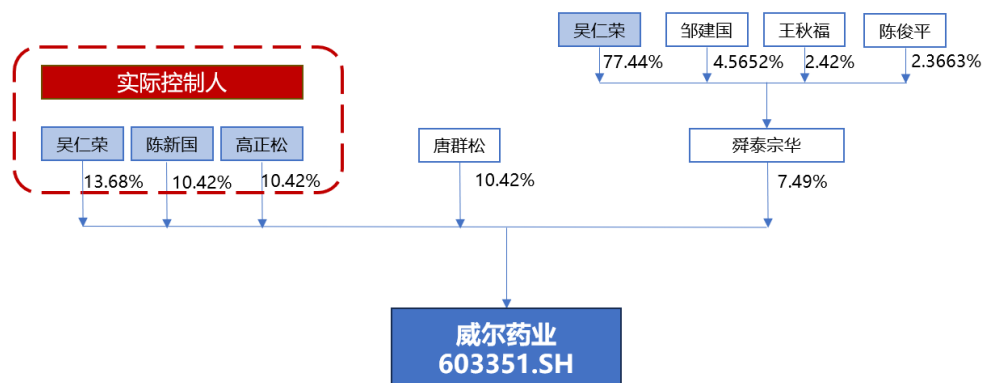


资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究

1.2 股权结构：三位高管实控人合计持有 40.4%股份

吴仁荣、高正松、陈新国三人于 2017 年 10 月 12 日签署一致行动协议，为公司的控股股东及实际控制人。吴仁荣直接持有威尔药业 13.7%的股份，并通过舜泰宗华间接持有公司 5.8%的股份，合计持有公司 19.48%的股份；高正松直接持有威尔药业 10.42%的股份，同时通过舜泰宗华间接持有 0.02%的股份，合计持有 10.44%的股份；陈新国直接持有威尔药业 10.42%的股份，并通过舜泰宗华间接持有 0.02%的股份，合计持有 10.44%的股份。三人共同持有公司 40.4%的股份。威尔药业成立至今股权结构稳定，控制权较为集中。

图 2：威尔药业股权结构 (24Q3 末)



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

1.3 管理团队：长期任职的团队架构稳定

威尔药业拥有一流的管理团队和技术专家，董事长兼总经理吴仁荣先生，拥有丰富管理经验以及技术经验，硕士研究生学历，正高工程师。副总裁陈新国先生为研究生学历，工程师，高级营销师。常务副总裁高正松先生，兼任总工程师，硕士研究生学历，正高工程师。威尔药业的高管团队以其扎实的教育背景和丰富的行业经验，为公司的稳健发展和战略决策提供了坚实的智力支持和领导力。

表 1：公司管理层简介

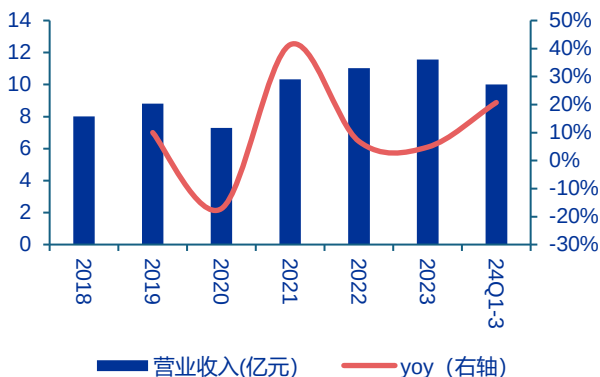
姓名	职务	履历
吴仁荣	董事长，总经理	硕士研究生学历，正高级工程师。1986 年 7 月至 2000 年 1 月就职于金陵石化公司化工二厂。2000 年 2 月至今，就职于南京威尔药业集团股份有限公司，现任公司董事长兼总裁，兼任南京化学试剂股份有限公司董事长，江苏华泰晨光药业有限公司董事长，泰州市开发区佰赛德医药科技有限公司，南京宝宸信息科技有限公司执行董事等。
陈新国	董事，副总裁	硕士研究生学历，高级工程师，高级营销师。1986 年 7 月至 2000 年 1 月就职于金陵石化公司化工二厂。2000 年 2 月至今，就职于南京威尔药业集团股份有限公司，现任公司董事，副总裁，兼任南京化学试剂股份有限公司董事，南京宝宸信息科技有限公司监事。
高正松	董事，副总裁，总工程师	硕士研究生学历，正高级工程师。1986 年 7 月至 2000 年 1 月就职于金陵石化公司化工二厂。2000 年 2 月至今，就职于南京威尔药业集团股份有限公司，现任公司董事，常务副总裁，总工程师，兼任南京化学试剂股份有限公司董事。
邹建国	副总裁	本科学历。1985 年 7 月至 2000 年 1 月就职于金陵石化公司化工二厂。2000 年 2 月至 2003 年 12 月担任南京超诚化工有限公司总经理。2004 年 1 月至 2008 年 11 月担任南京万象新材料科技有限责任公司副总经理。2008 年 12 月至今，就职于南京威尔药业集团股份有限公司，现任公司副总裁。
唐群松	副总裁，财务总监，董事会秘书	本科学历，工程师。1990 年 7 月至 2000 年 1 月就职金陵石化公司化工二厂。2000 年 2 月至今，就职于南京威尔药业集团股份有限公司，现任公司财务总监，董事会秘书。

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.4 经营业绩：2024 年迎来强劲增长，费率有望持续优化

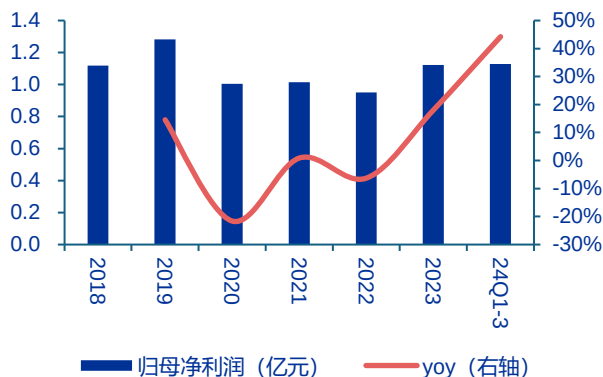
24Q1-3 营收与净利润增长势头强劲。2023 年公司实现营业收入 11.56 亿元，同比增长 4.0%，实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 18.1%。2024 年前三季度，公司实现营收 10 亿元，同比增长 20.72%，实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 44%。

图 3：公司营收及增速表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：公司归母净利润及增速表现

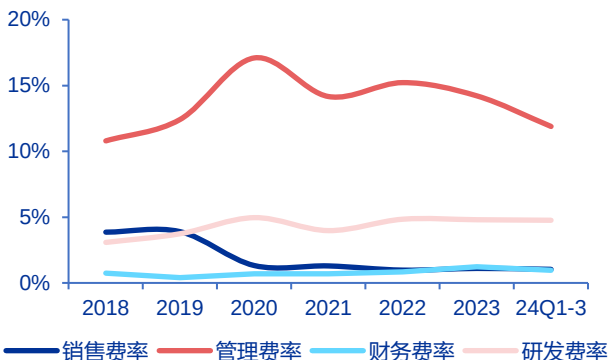


资料来源：Wind，申万宏源研究

近年公司毛利率有所下降，综合毛利率由 2019 年的最高点 34% 下降至 2023 年的 27%。期间毛利率下行主要受药用辅料新产能投产，固定设备折旧增加影响。

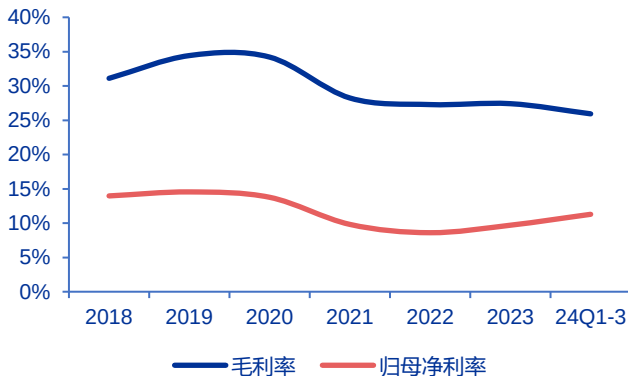
但 2024 年以来，公司表现经营情况迎来明显改善，公司主要产品销售量稳步提升，各业务板块保持稳定发展。期间归母净利率保持上升趋势。

图 5：公司各项费率表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司毛利率和净利率表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

研发及费率方面，公司坚持科学创新，持续加大研发投入，先后开发新产品 300 多个，申请专利 30 余项。研发费用自 2020 年以来，基本每年维持在收入的 5% 左右，体现出公司对科技创新以及维护产品核心竞争力的重视。费率端，销售费用率自 2019 年以来保持下降态势，并在 2022 年以后逐步维持在 1% 的水平，相比于同行业竞争企业具有更多成本优势。财务费用率在 2024 年前三季度保持稳定。管理费用在 2021 年有较大幅度增长，主要

是由于同期公司开始实施的股权激励计划，造成了管理费用的增长。该费用将于 2024 年摊销完毕。

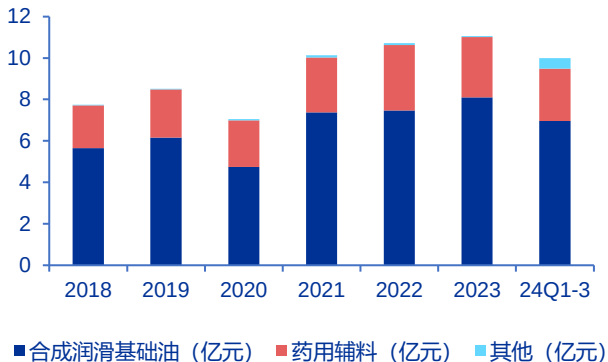
表 2：公司 2021 年股权激励计划费用摊销情况

	2021	2022	2023	2024
需摊销的总费用（万元）	1,544	2,806	1,088	340
	2021	2022	2023	
业绩考核目标-净利润增速 (以 2020 年为基数)	10%	20%	30%	
是否完成	✓	✓	✓	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

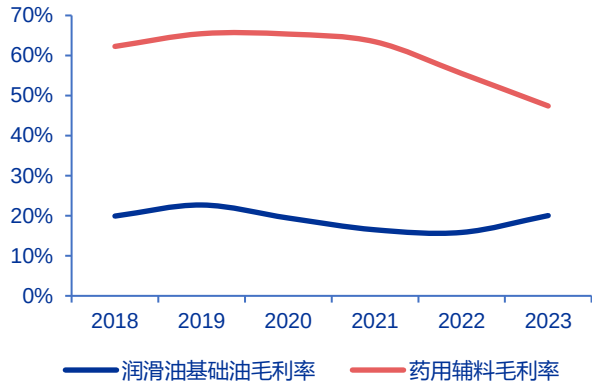
从收入结构来看，公司主要有药用辅料，合成润滑基础油两大业务板块。收入上合成润滑油基础油收入占比最高，占整体收入的 65%~70%左右，药辅占比在 25%~30%左右。但是另一方面，药辅的毛利水平则高于润滑油基础油。2023 年公司药用辅料板块收入为 2.91 亿元，毛利率达 47%，相比同期的润滑油基础油毛利率为 20%。预计伴随后续高端药辅品种放量和单位生产成本的摊薄，药辅板块毛利水平和毛利占比仍有上升空间。

图 7：公司收入构成情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：公司主要产品毛利率表现



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 药用辅料

药用辅料指生产药品和调配处方时使用的赋形剂和附加剂。目前药辅在赋形、充当载体、提高稳定性的基础功能上，还具有增溶、助溶、缓控释等重要功能，是影响药品质量、安全性和有效性的重要成分。药物制剂由原料药和药用辅料两种成分构成，原料药重量占药品比例一般为 0.1%至 10%，而药用辅料重量比例一般为 90%至 99.90%，对药物制剂的组成至关重要。在国务院《生物产业发展规划》及发改委《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》中，药用辅料行业均被列为国家战略性新兴产业。

2.1 药辅市场：仍处于起步阶段，制剂成本占比偏低

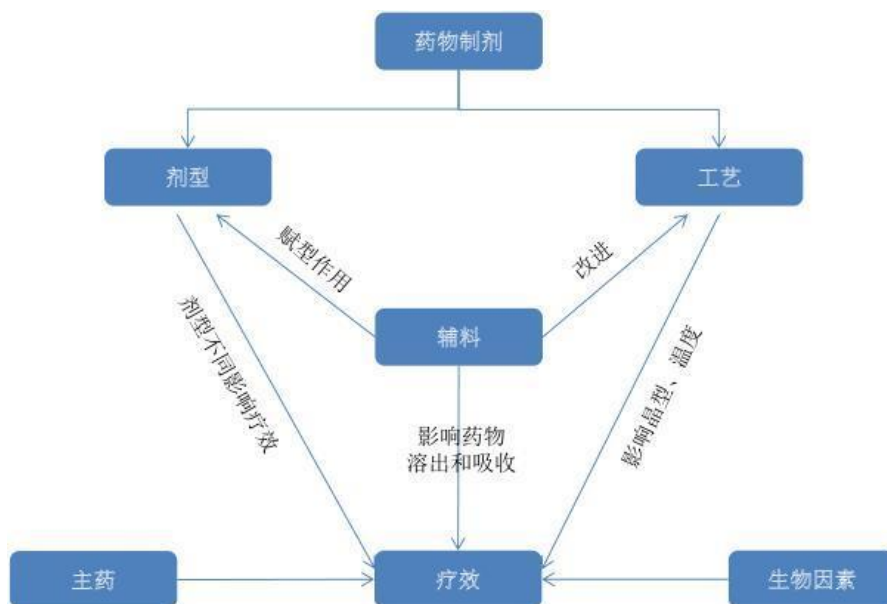
根据《中国药典》，药用辅料可按来源、作用和给药途径分类。而按制剂形态用途分类，药用辅料也可以分为制剂稳定性辅料、固体制剂辅料、半固体制剂辅料、液体制剂辅料和其它医药辅料。

我国药用辅料市场仍处于起步阶段，在制剂行业占比较低。根据 2019 年中国医药工业经济运行报告数据显示，我国化学药品制剂行业主营业务收入为 8576.1 亿元，中成药制造业主营业务收入为 4587 亿元，生物药品制造业销售收入 2479.2 亿元，合计 15,642.3 亿元。2019 年中国药用辅料市场规模为 673 亿元，占药品制剂行业仅 4.3%。

2.2 政策支持：一致性评价和集采常态化推动行业发展

近年我国医药行业政策中，仿制药一致性评价和药用辅料关联审评审批政策对药用辅料行业具有深远的意义。**仿制药一致性评价和关联审评的开展，药用辅料企业将转变为下游制剂企业的紧密合作者，改善目前“重原料、轻辅料”的现状。**

图 9：一致性评价过程中辅料作用



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2016年3月国务院发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，要求加强对仿制药药学等效性和生物等效性的评估，确保仿制药质量和疗效与原研药一致。在制剂的构成中，药用辅料除了对制剂有赋形作用，还可以保证药物以一定的程序选择性运送到一定的组织部位，并控制药物的释放速度，直接影响到制剂的质量、安全性和有效性。辅料的差别很可能导致药品疗效与原研产品不一致，在此背景下，辅料的各项指标也成为了一致性评价的核心工作之一。

表 3：药辅行业相关发展政策

发布时间	发布部门	文件名	涉及内容
2016年9月	国家药品监督管理局	《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》	将药包材、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评审批。各级食品药品监督管理局不再单独受理药包材、药用辅料注册申请，不再单独核发相关注册批准证明文件。
2016年11月	工信部等6部门	《医药工业发展规划指南》	基于“功能相关性指标”的系列化药用辅料，细分产品规格，提高质量水平，满足仿制药质量和疗效一致性评价的需要。重点发展纤维素及其衍生物、聚乙二醇、磷脂、注射用辅料、新型材料胶囊等产品；开发用于高端制剂、可提供特定功能的辅料和功能性材料。
2017年11月	国家药品监督管理局	《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告》	国家食品药品监督管理局总局药品审评中心建立原料药、药用辅料和药包材登记平台与数据库，有关企业或者单位可通过登记平台按公告要求提交原料药、药用辅料和药包材登记资料。
2018年4月	国务院	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	推动企业等加强药用辅料和包装材料研发，运用新材料、新工艺、新技术，提高质量水平。通过提高自我创新能力、积极引进国外先进技术等措施，推动技术升级，改变部分药用辅料和包装材料依赖进口的局面。
2021年12月	国家药品监督管理局	《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》	加强标准的国际协调，药用辅料和药包材标准紧跟国际标准。围绕药品关联审评审批及监管需要，推动建立布局合理、重点突出的药用辅料和药包材检验检测体系。
2022年1月	工信部等9部门	《“十四五”医药工业发展规划》	健全药用辅料、包装材料的标准体系和质量规范，促进产品有效满足仿制药一致性评价、制剂国际化等要求。鼓励疫苗生产企业和关键原辅料、耗材、设备企业加强协作。

资料来源：政府官网，申万宏源研究

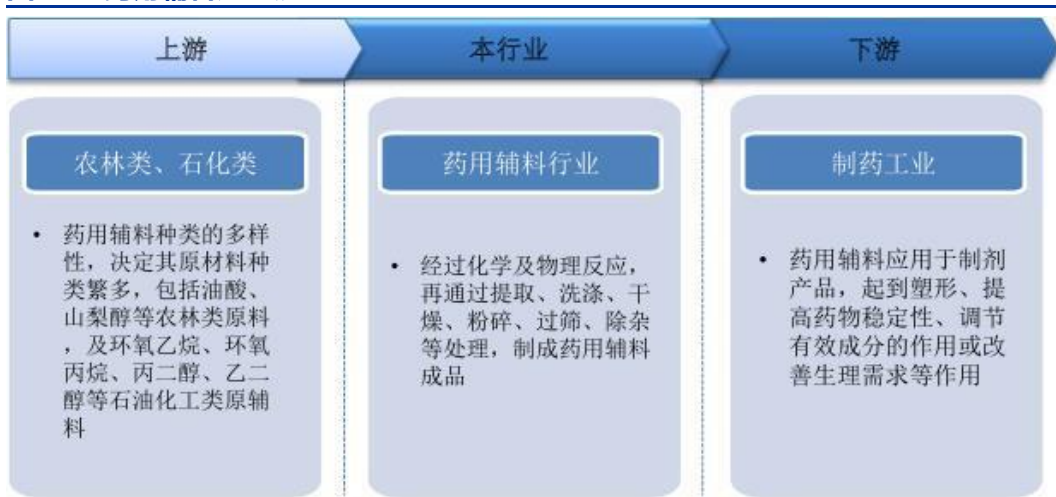
关联审评审批制度实施前，药用辅料实行分级审批，即新辅料由国家监管部门审批、已有国家标准的药用辅料由各省级监管部门审批。各省级监管部门审评过程中标准和要求不一，导致药用辅料产品质量相差较大。关联审评制度要求集中由国家药品监督管理局审评，标准统一、要求更高。

在关联审评审批制度的推动下，药用辅料市场将会重新分配，生产不规范、产品质量水平低下、技术水平落后的企业将逐渐丧失市场竞争力而失去市场份额，而生产规范、产品质量水平较高、技术和研发实力强的企业将在市场竞争中占据优势、快速扩张，行业集中度有望得到提高。

2.3 产业链和竞争格局：上游对接化工及农林业

药用辅料品种众多、用途差异大，药用辅料行业的原材料种类繁多，包括油酸、山梨醇等农林类主要原料及环氧乙烷、环氧丙烷、丙二醇、乙二醇等石油化工类原辅料，因此药用辅料行业上游主要为化工行业及农林业。例如环氧乙烷、环氧丙烷是石化行业的下游产品，供应商多为石化企业。其价格与石油价格密切相关，受石油价格影响较大。

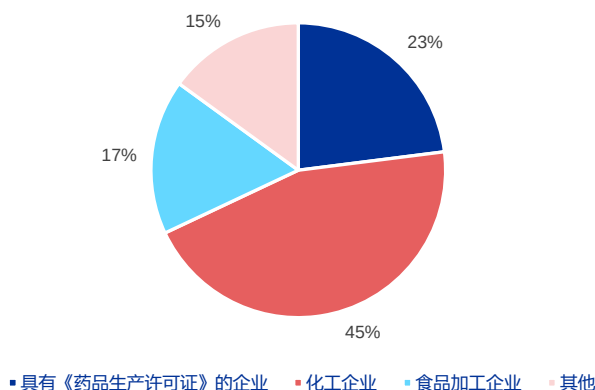
图 10：药用辅料产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

药用辅料的下游行业主要为制药工业企业。随着我国老龄化、新医改政策的深入实施、人民收入的提高，医药产品的需求仍有较大空间并逐渐升级，医药行业对药用辅料的市場需求总量将持续增长、对药用辅料品质要求将持续提高，对药用辅料行业的升级和产品创新要求将逐步提高。

图 11：我国药用辅料生产企业构成



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

国内药辅料市场竞争格局呈现为“小、散、乱”。相较于国外医药工业发达国家，我国药用辅料行业起步较晚，质量标准不完善，市场还处于逐步规范化的阶段。目前我国药用辅料市场的参与者可分为三类：1）国际大型药用辅料生产企业，如德国默克集团、德

国美剂乐集团等，具有高品牌知名度、雄厚的资金实力和研发实力、稳定的产品质量、先进的技术水平；2) 国内具有一定规模、规范运作的专业药用辅料企业，如山河药辅、黄山胶囊、威尔药业；3) 数量众多的非专业化企业，该类企业普遍规模小、产品单一、规范化程度差，只能生产工艺简单的药用辅料。目前，我国药用辅料生产企业的专业化程度较低。据统计药用辅料生产企业中，具有药品生产许可的企业占比仅为 23%。

2.4 主要产品及应用：主打吐温 80、聚乙二醇系列，逐步拓展至高端注射药辅

公司药用辅料产品应用覆盖注射、口服等各种药物剂型领域，以保证药物剂型的安全性、有效性及质量可控。主要品种包括吐温 80 系列、聚乙二醇系列和丙二醇等。

表 4：公司主要药用辅料产品

产品分类	产品名称	公司产品应用制剂举例	产品在制剂中的作用
聚山梨酯 80 系列	聚山梨酯 80（供注射用）	参麦注射液、热毒宁注射液、生脉注射液、醒脑静注射液、多西他赛注射液	乳化剂、增溶剂
	聚山梨酯 80	藿香正气口服液、妇炎洁洗液	乳化剂、增溶剂
聚乙二醇系列（非注射）	聚乙二醇 400	蜂胶软胶囊、莫匹罗星软膏、保妇康栓	溶剂
	聚乙二醇 1000/1500	复方莪术油栓、克霉唑栓、葡萄糖酸氯己定软膏	基质
	聚乙二醇 4000/6000	聚乙二醇电解质散剂、复方莪术油栓	润滑剂
		都梁滴丸	基质
聚乙二醇系列（注射）	聚乙二醇 300（供注射用）	注射用奥美拉唑钠、美索巴莫注射液、心脉隆注射液、尼莫地	溶剂
	聚乙二醇 400（供注射用）	平注射液	
丙二醇	丙二醇（供注射用）	地塞米松磷酸钠注射液、细辛脑注射液、痰清热注射液、依达拉奉注射液	溶剂
	丙二醇	盐酸氨溴索口服溶液、丁酸氢化可松乳膏、美敏伪麻溶液	溶剂
磷脂系列	蛋黄卵磷脂（供注射用）	氟比洛芬酯注射液、前列地尔注射液、丙泊酚乳状注射液	乳化剂、分散剂
	蛋黄卵磷脂（供注射用）	中/长链脂肪乳注射液	营养补充剂
	大豆磷脂（供注射用）	康莱特注射液、CernevixTM-12（输注复合维生素）	乳化剂
	大豆磷脂（供注射用）	水飞蓟素脂质体	脂质体膜材
其他	聚山梨酯 20	注射用脂溶性维生素、生物制品	乳化剂、润湿剂
	硬脂酸聚羟氧（40）酯	克霉唑栓、盐酸布替萘芬乳膏	基质
	泊洛沙姆 188	阿昔洛韦乳膏	乳化剂
	油酸山梨坦（司盘 80）	用于生产聚山梨酯 80	增溶剂或乳化剂、分散剂、基质等
	乳糖（供注射用）	卡介苗、b 型流感嗜血杆菌结合疫苗、注射用奥沙利铂、注射用盐酸表柔比星、注射用顺苯磺酸阿曲库铵、注射用辅酶 A、注射用盐酸伊达比星、注射用两性霉素 B 脂质体	载体、稀释剂、低温保护剂
	角鲨烯	MF59 佐剂	油相

资料来源：公司公告，申万宏源研究

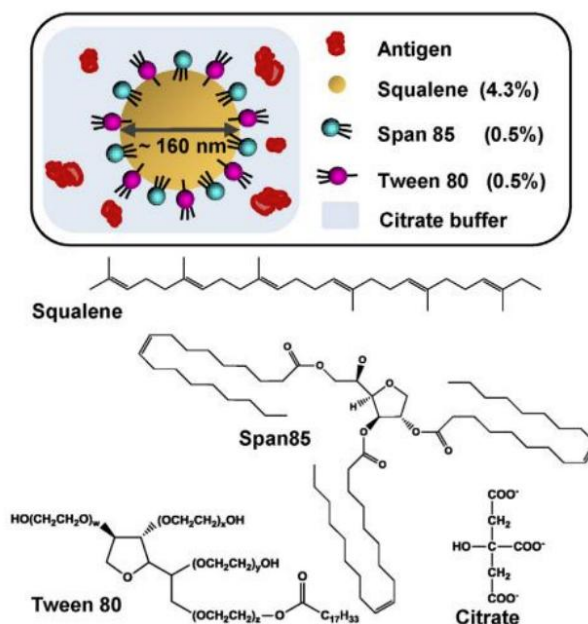
聚山梨酯 80 (即吐温 80) 为公司的主要药辅品种, 是由油酸山梨坦和环氧乙烷聚合而成的聚氧乙烯 20 油酸山梨坦。在医药产品中, 聚山梨酯 80 主要作为乳化剂、增溶剂, 用于注射剂、口服液、洗液、软膏、栓剂、片剂和胶囊等药物剂型中。

吐温 80 广泛应用于中药注射剂。吐温 80 在由于其对强电解质有显著的抵抗力, 且毒性和溶血作用低微, 因此广泛使用于注射剂中, 特别是中药注射剂 (中药注射剂成分复杂、有效成分溶解度小)。聚山梨酯 80 作为中药注射剂的增溶剂使用, 能够使制剂提高透明度、形成稳定的溶液体系, 有效保障制剂中药物有效成分的使用效果。

聚乙二醇为公司重要的产品构成。聚乙二醇产品由环氧乙烷与乙二醇聚合而成。聚乙二醇产品溶于水、乙醇和部分有机溶剂, 对热、酸、碱稳定, 与许多化学品不发生化学反应, 有良好的吸湿性、润滑性、粘结性, 无毒, 无刺激。依照分子量不同而性质不同, 产品从无色无臭黏稠液体至蜡状固体。随着分子量的增大, 其吸湿能力相应降低。公司聚乙二醇产品系列包括: 聚乙二醇 400、聚乙二醇 1000、聚乙二醇 1500、聚乙二醇 4000、聚乙二醇 6000, 其中注射级聚乙二醇品种包括聚乙二醇 300、聚乙二醇 400 等。

除传统产品外, 公司近年持续开发包括磷脂系列、司盘系列和角鲨烯等高端药辅品种, 主要作为增溶剂、乳化剂和疫苗佐剂。目前高端药辅国内厂商市占率仍然较低, 除了厂商覆盖品种相对有限等因素外, 仍然受到国内相关药企研发生产使用惯性/关联产品上市数量少的制约, 预计伴随后续国内药企研发倾向性改变, 以及关联产品后续逐步完成工艺验证, 高端药辅后续仍有较高国产替代空间和增长潜力。

图 12: 吐温 80、司盘、角鲨烯可用于制作 MF59 疫苗佐剂

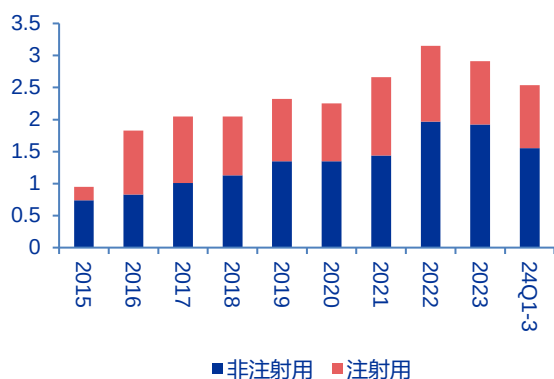


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.5 经营情况

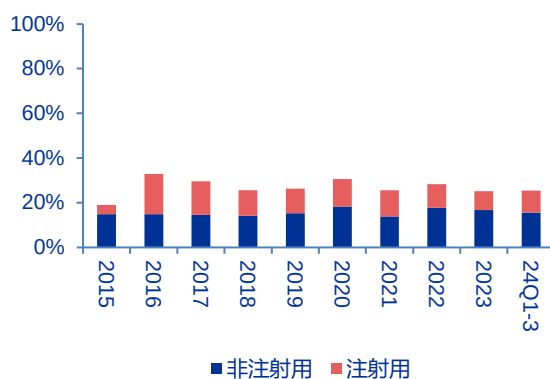
24Q1-3 公司药用辅料产品贡献收入 2.5 亿元，其中注射用药辅贡献收入 1.0 亿元，非注射用 1.6 亿元，合计收入占比为 25.4%，其中注射用占比 9.8%，非注射用占比 15.5%。近年注射用药辅收入占比在 2020 年达峰（12.2%）之后持续下滑至 2023 年的 8.5%，今年以来首次出现反弹。

图 13：注射/非注射用药辅料收入贡献（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

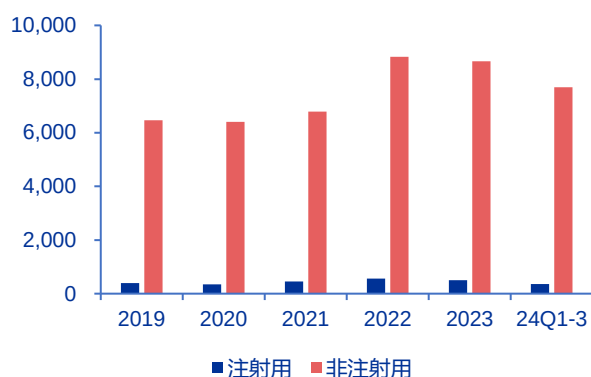
图 14：注射/非注射用药辅收入占比情况



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

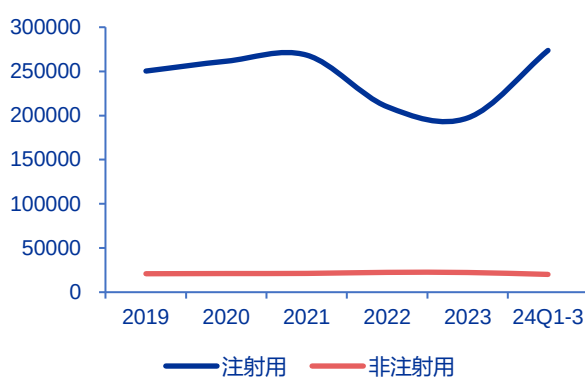
24Q1-3 公司注射用药辅销量为 360 吨（同比持平），非注射用药辅 7,696 吨（yoy+26%）。从价格上看，24Q1-3 注射用药辅销售均价为 27.4 万元/吨，非注射用药辅均价为 2.0 万元/吨，注射用药辅平均销售价格受到产品结构变化出现较大波动，较 2023 年同比上升 38.7%，而非注射用药辅价格则较 2023 年下降 9.3%。

图 15：公司药辅销量（单位：吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

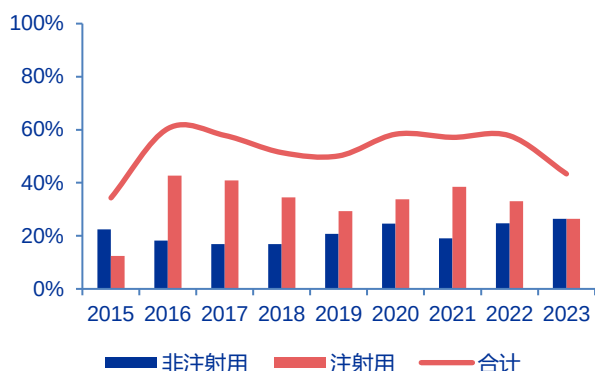
图 16：公司药辅销售价格变化（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

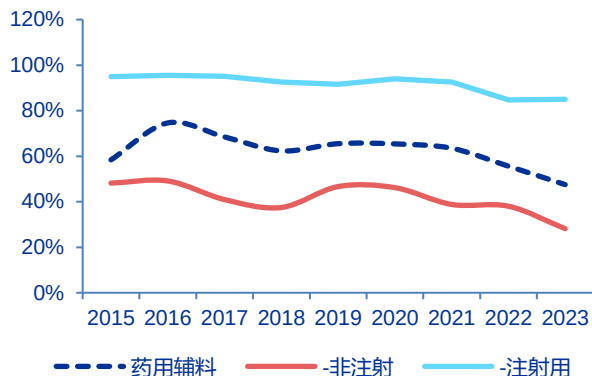
2023 年药辅的整体毛利贡献占比为 43.4%，较 2022 年下降 14.4pct。从变化趋势来看，注射用药辅占比有所下降，而非注射用占比略有提升，但是受整体药辅收入增长限制，药辅毛利占比仍呈下降趋势。从产品毛利率来看，2023 年药辅整体毛利率为 47.5%，较 2022 年全年水平下降 8.1pct，预计主要受新增药辅产能投入折旧增加导致。

图 17：注射/非注射药辅毛利占比情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：注射用/非注射药辅毛利率变化



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 润滑油基础油

润滑油泛指不挥发的油状润滑剂，为工业消耗性材料，广泛应用于现代工业和交通运输等领域，对各类机械设备和运输工具起到润滑、冷却、散热、密封、抗腐蚀、防锈、清洁、应力分散缓冲、动能传递和绝缘等作用。

3.1 产品分类和产业链构成：新品类推动收入增长

从构成上润滑油基础油的种类和品质决定着润滑油的基本性能，提供了润滑油最基础的润滑、冷却、抗氧化、抗腐蚀等性能。

根据应用领域不同，润滑油可分为车用润滑油和工业润滑油两大类。工业润滑油根据应用领域又可细分为电力电器设备润滑油、工程机械润滑油、工业机械设备润滑油和其他品种用油。

表 5：润滑油基础油分类

分类	简介
合成烃类	包括聚 α 烯烃、乙烯聚合物、丙烯聚合物等
聚醚类	包括聚烷基醚、含氟聚醚、聚苯醚等
合成酯类	包括双酯、多元醇酯等
其他	包括磷酸酯类、含硅类产品等

资料来源：公司公告，申万宏源研究

从产业链构成来看，基础油的上游高度依赖石油化工企业，下游则根据润滑油的使用场景和客户不同分布广泛。

图 19：合成润滑基础油产业链



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.2 政策支持：鼓励发展高端润滑油及产业规模化

从相关政策历程来看，我国润滑油行业政策持续加码，政策持续引导行业发展，其中主要以发展高端润滑油、产业规模化发展为主。“十二五”规划时期，国家重点开发合成基础油及民用航空润滑油制备技术、废润滑油再生技术等；“十三五”规划时期，国家鼓励开展低温费托合成油生产高附加产品及高温费托合成技术工业化示范；“十四五”规划时期，国家着力推进石化化工行业高质量发展，加快发展高端润滑油。

表 6：润滑油行业相关政策

政策	发布部门	实施日期	相关内容
《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	工信部、国家发改委、科学技术部、生态环境部、应急管理部、国家能源局	2022 年 3 月	加快推进传统产业改造提升，大力发展化工新材料和精细化学品，加快产业数字化转型，提高本质安全和清洁生产水平，加速石化化工行业质量变革、效率变革、动力变革，推进我国由石化化工大国向强国迈进。
《“十四五”节能减排综合工作方案》	国务院	2022 年 1 月	重点行业绿色升级工程，以钢铁、有色金属、建材、石化化工等行业为重点，推进节能改造和污染物深度治理。深化石化化工等行业挥发性有机物污染治理，全面提升废气收集率、治理设施同步运行率和去除率。
《“十四五”原材料工业发展规划》	工信部、科学技术部、自然资源部	2021 年 12 月	推动高选择性催化、高效膜分离、危险工艺本质安全等技术，特种茂金属聚烯烃、高端润滑油、高纯/超高纯化学品及工业特种气体、甲烷偶联制烯烃等新产品研发。
《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	中共中央、国务院	2021 年 10 月	到 2025 年，绿色低碳循环发展的经济体系初步形成，重点行业能源利用效率大幅提升；到 2030 年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平；到 2060 年，绿色低碳循环发展的经济体系和清洁低碳安全高效的能源体系全面建立，能源利用效率达到国际先进水平，非化石能源消费比重达到 80%以上。

《关于促进石化产业
绿色发展的指导意见》

国家发改委、工信部

2017 年 12 月

为满足人民群众对安全环保、绿色生产生活的需要，围绕汽车、轨道交通、航空航天、国防军工、电子信息、新能源、节能环保等关键领域，重点发展高性能润滑油等绿色石化产品。突破上游关键配套原料供应瓶颈，加快国内空白品种产业化及推广应用，引导绿色产品生产企业集聚发展，打造一批特色鲜明的产业集聚区。

《国务院办公厅关于
加强内燃机工业节能
减排的意见》

国务院办公厅

2013 年 2 月

开发适于内燃机应用替代燃料专用润滑油和排气后处理技术

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 相关产品：广泛应用于高科技领域

公司在合成润滑基础油行业是进入醚类、酯类合成润滑基础油领域较早的公司，产品获得江苏名牌产品证书、江苏省高新技术产品认定证书、江苏省新产品新技术鉴定验收证书等认定。美国石油协会将润滑基础油分为 5 类，公司所生产合成润滑基础油属于最高等级。公司产品适用于高温、低温、高压、高湿等苛刻工况环境，可用于制造航空、航天、航海、风电、高铁、机器人等高科技领域用润滑油。

表 7：公司合成润滑油基础油产品分类

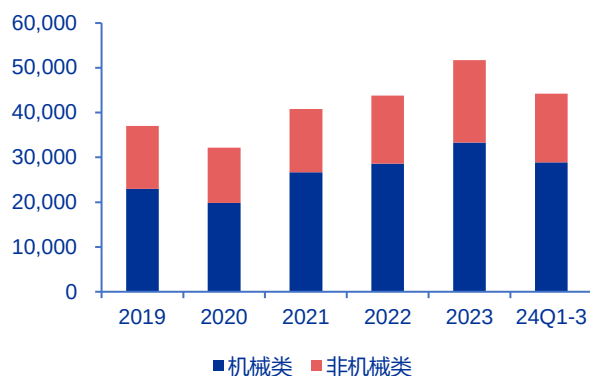
产品类别	产品名称	产品介绍	用途
机械类合成润滑基础油	合成酯类基础油	公司所生产的合成酯类基础油包括单酯、双酯、多元醇酯、多元酸酯、复酯等多种，产品具有如下特点：1) 加抗氧剂后比矿物油有突出的热安定性和氧化稳定性，使用温度更宽，低挥发性，提供可靠润滑，延长润滑油使用期限；2) 高黏度指数，可适用广泛的操作温度；3) 优异润滑性，提高工作效率；4) 与矿物油和大多合成油可任意混溶；5) 低倾点，适用低温操作要求；6) 无毒，大多可生物降解，加强环境保护	单酯类产品主要用于制造金属加工油、切削油、压延油、铝加工油等； 双酯类产品可用于制造航空军事喷气机涡轮润滑油，车用发动机油； 多元醇脂肪酸酯类产品主要用于难燃液压液、金属加工油（液）、轧制液、脱模剂、油性增稠剂等； 饱和多元酸酯类产品主要用于高温链条油、高温润滑脂、变压器油、冷冻压缩机油、空气压缩机油等
	聚醚类基础油	公司可生产多样粘度的聚烷基醚类基础油，覆盖主要粘度级别，产品具有如下特点：1) 优异的清洁性，不产生残渣和焦油，溶解原系统油泥；2) 优异的黏度指数，可适用广泛的操作温度；3) 优秀的承载能力，提供优异润滑性；4) 稳定性，使用寿命长对橡胶和金属的作用很小；5) 低流动点，适用低温操作需求；6) 加抗氧剂后有非常好的氧化稳定性；7) 能有效控制传热速率和冷速，改善材料整体的机械性能和硬度；8) 无毒，可生物降解，防腐蚀	产品适合于性能要求较高的应用场合，主要用途有：1) 空压机超级冷却剂；2) 车用空调冷冻压缩机油；3) 用于天然气和乙烯液化的压缩机油；4) 抗燃液压液增稠剂；5) 风电抗微点蚀齿轮油；6) 工业齿轮润滑油；7) 200 润度下链条油基础油；8) 润滑脂的基础油；9) 脱模剂；10) 淬火液（水基聚合物型）；11) 金属加工液（全合成/磨削液）
用于非机械摩擦润滑的合成润滑基础油	-	公司所生产纺织油剂单体是特种起始剂与环氧化物的加成聚合物及特种合成酯，具有以下特点：1) 分子量聚合准确度高；2) 无机物含量低；3) 产品批重现性好，乳化性能稳定；4) 酯化完全，色相好，产品抗氧化、抗水解、易生物降解	公司产品主要用于制造高速纺织纤维抽丝加工所用油剂，可满足抗静电、集束、平滑和后加工的分纤性； 合成酯类产品可满足界面润滑和高温加工需要。降低长丝加工摩擦系数，提高短纤加工的抗静电性

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.4 经营情况

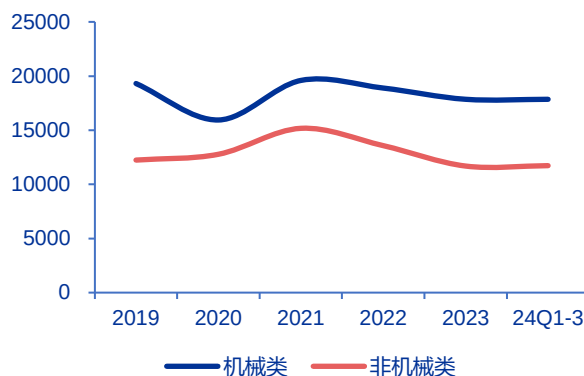
2023 年公司合成润滑基础油销售量同比增长 18.1%，销售收入同比增长 8.5%。销售增量主要来源于东南亚国家的城市化率提升推动了对空调和制冷的需求，以及国内对风力发电的需求不断增加相应的润滑油的使用量增加。其中风电齿轮油和润滑脂一般采用合成润滑基础油实现，这也带来公司相关产品的需求增长。24Q1-3 润滑油基础油销售收入增长得以延续。

图 20：润滑油基础油销量（单位：吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

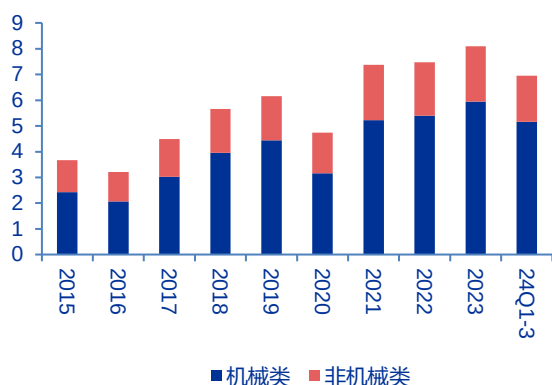
图 21：润滑油基础油销售价格变化（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

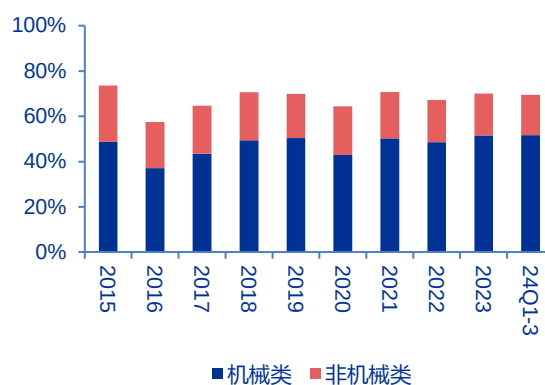
从收入贡献情况，24Q1-3 润滑油基础油合计贡献收入 7.0 亿元，其中机械类收入为 5.2 亿元，非机械类收入为 1.8 亿元，合计收入占比在 69.5%（机械类 51.6%，非机械类 17.9%）。

图 22：润滑油基础油收入贡献情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

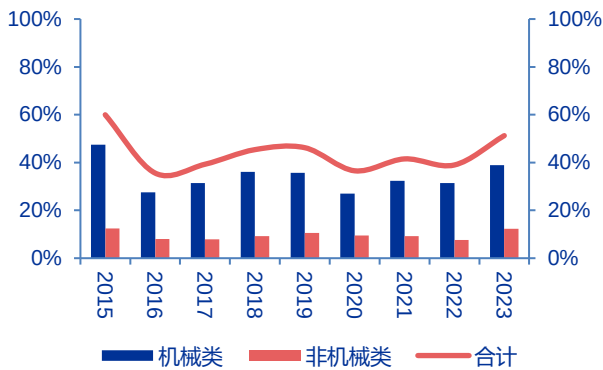
图 23：润滑油基础油收入占比情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

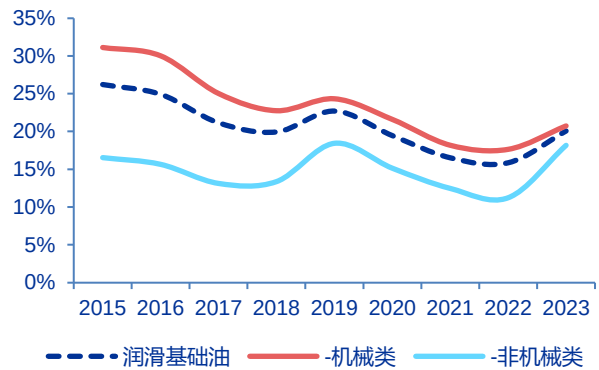
从毛利变化来看，2020 年以来基础油毛利占比持续提升，从 2020 年的 36.5% 提升至 2023 年的 51.3%，近年来首次占比超过 50%。毛利占比提升除了收入保持高速增长以外，还受到产品毛利率持续改善的影响。

图 24：润滑油基础油毛利占比情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：润滑油基础油毛利率变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们对公司 2024 ~ 2026 年主要产品营业收入和毛利情况进行了预测：

注射用药辅：公司注射用辅料主要包括吐温 80 系列，后续磷脂类等高端药辅放量有望持续增厚注射用药辅收入及提升毛利水平。预计 2024 ~ 2026 年注射用药辅实现收入 1.4/1.9/2.7 亿元，对应同比增速为 41.8%/38.0%/37.5%，预计毛利率分别为 85.0%/84.0%/84.0%；

非注射用药辅料：公司非注射用药辅主要品种为聚乙二醇系列、丙二醇等，预计整体保持中高速增长，2024 ~ 2026 年有望实现收入 2.4/3.2/4.2 亿元，对应同比增速为 25.7%/31.3%/31.3%，预计毛利率为 35%/33%/33%；

机械类和非机械类润滑油基础油：公司机械类润滑油基础油根据合成工艺分为合成酯类基础油和聚醚类基础油，用于机械摩擦润滑，随着技改/新厂区产能逐渐释放，预计后续有望保持较高速增长，2024 ~ 2026 年预计可实现收入 7.4/8.6/10.0 亿元，对应同比增速为 24.4%/16.2%/16.2%，预计毛利率在 20%/19%/18%；非机械类润滑油基础油主要用于制造纺织油剂，预计增速与机械类产品基本持平，2024 ~ 2026 年有望实现收入 2.6/3.0/3.5 亿元，对应同比增速为 22.4%/15.0%/15.0%，预计毛利率维持在 13%。

表 8：公司主要产品 2024 ~ 2026 年收入及毛利预测

单位：百万元，%	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,111	1,156	1,425	1,715	2,071
yoy	6.5%	4.0%	23.3%	20.3%	20.8%
毛利	303	317	396	481	597
综合毛利率	27.3%	27.4%	27.8%	28.1%	28.8%
注射用药辅					
收入	118	99	140	193	266
yoy	-.%	-.%	.%	.%	.%

毛利	100	84	119	162	223
毛利率	84.7%	85.0%	85.0%	84.0%	84.0%
非注射用药辅					
收入	197	192	242	317	417
yoy	36.9%	-2.5%	25.7%	31.3%	31.3%
毛利	75	54	85	105	137
毛利率	38.0%	28.2%	35.0%	33.0%	33.0%
机械类润滑油基础油					
收入	540	595	741	860	999
yoy	3.2%	10.2%	24.4%	16.2%	16.2%
毛利	95	123	148	163	180
毛利率	17.6%	20.7%	20.0%	19.0%	18.0%
非机械类润滑油基础油					
收入	207	215	263	302	348
yoy	-3.4%	4.0%	22.4%	15.0%	15.0%
毛利	23	39	34	39	45
毛利率	11.2%	18.2%	13.0%	13.0%	13.0%
其他					
收入	49	55	40	42	42
yoy	20.8%	12.3%	-26.7%	4.0%	0.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

综合来看，结合公司聚多卡醇原料药等其他产品的增长，我们预计 2024~2026 年公司有望实现营业收入 14.3/17.2/20.7 亿元，对应同比增速为 23.3%/20.3%/20.8%，对应综合毛利率为 27.8%/28.1%/28.8%。同时伴随产能扩大生产固定成本摊薄的规模效应持续强化，以及 2021 年股权激励计划费用摊销完毕费用端的减少，我们预计利润端表现有望好于收入端，预计 2024~2026 年实现归母净利润 1.5/1.9/2.4 亿元，对应同比增速为 32.0%/25.6%/26.9%。

4.2 估值与评级

我们预计公司 2024~2026 年有望实现营业收入 14.3/17.1/20.7 亿元，同比增长 23.3%/20.3%/20.8%，实现归母净利润 1.5/1.9/2.4 亿元，同比增长 32.0%/25.6%/26.9%。由于公司目前处于稳定经营且能够持续盈利，我们选择相对估值法的市盈率（PE）估值法对公司价值进行评估。

由于公司主要产品涉及药品行业制药上游（药用辅料）和润滑油基础油，我们选择以下公司作为可比公司：

1) **百普赛斯**：公司提供重组蛋白等关键生物试剂产品及技术服务，同处于制药行业上游；

2) **华兰股份**：公司主要从事输液、冻干、粉针、小水针、采血、中药复方制剂用胶塞和软袋接口三组件、塑瓶接口三组件、塑料输液容器用聚异戊二烯橡胶垫片等的制造和销售，同处于辅料包材行业的制药行业上游；

3) **键凯科技**：公司致力于医用药用聚乙二醇衍生物产业化，与公司产品具有一定相似性；

4) **晨化股份**：公司主要产品为改善材料表面性能、难燃性能等方面的新材料；

5) **皇马科技**：公司从事特种表面活性剂的研发、生产和销售，产品包括减水剂、润滑油及金属加工液用合成酯及特种聚醚、纺丝油剂等。

鉴于当前时点已至 2025 年，我们预计 2025 年公司归母净利润为 1.9 亿元，参照以上 5 家可比公司测算 2025 年平均 PE 估值水平为 23x，对应威尔药业的目标市值为 42 亿元，较当前市值仍有 26% 的上涨空间，给予“买入”评级。

表 9：可比公司 PE 估值情况

公司代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
		2025/2/17	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301080.SZ	百普赛斯	65	0.3	1.3	1.6	2.0	51	40	32
301093.SZ	华兰股份	31	0.3	1.2	1.6	2.2	26	20	14
688356.SH	键凯科技	33	0.2	1.0	1.7	2.0	33	20	17
300610.SZ	晨化股份	22	0.2	0.9	1.1	1.2	23	20	18
603181.SH	皇马科技	64	0.9	4.0	4.9	5.9	16	13	11
	平均						30	23	18
603351.SH	威尔药业	33	1.1	1.5	1.9	2.4	23	18	14

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：可比公司 2024 ~ 2026 年归母净利润预测值为 Wind 一致性预期值。

风险提示

高端药辅产能消化风险：如果相关产业政策发生重大不利调整、行业出现竞争加剧、重大技术替代、下游客户需求偏好发生转变或出现其他重大不利变化，则可能导致市场需求增长不及预期以及产品推广不力，公司如在客户开发、技术发展、经营管理等方面不能与扩张后的业务规模相匹配，将可能面临新增产能不能完全消化的风险；

药辅市场竞争加剧风险：目前我国药用辅料制造企业数量众多，市场竞争激烈。同时，德国默克集团、德国美剂乐集团、法国罗盖特公司、美国卡乐康等国际辅料生产巨头已通过独资、合资等多种方式进入我国药用辅料市场，市场竞争加剧。市场竞争趋于加剧，如果公司不能在产品结构、质量、技术、研发等方面保持优势，并积极研发新的产品、开拓市场，则可能面临失去市场竞争优势、市场份额降低的风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,111	1,156	1,425	1,715	2,071
营业收入	1,111	1,156	1,425	1,715	2,071
注射用药辅	118	99	140	193	266
非注射用药辅	197	192	242	317	417
机械类基础油	540	595	741	860	999
非机械类基础油	207	215	263	302	348
其他	49	55	40	42	42
营业总成本	1,005	1,038	1,249	1,493	1,790
营业成本	808	839	1,030	1,234	1,474
注射用药辅	18	15	21	31	43
非注射用药辅	122	138	157	213	279
机械类基础油	445	472	593	697	819
非机械类基础油	183	176	229	263	303
其他	39	38	30	30	30
税金及附加	8	7	10	12	14
销售费用	11	13	16	19	23
管理费用	115	109	118	142	176
研发费用	54	56	68	82	99
财务费用	9	14	7	4	4
其他收益	6	6	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
信用减值损失	4	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-4	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	113	122	176	221	281
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	113	121	176	221	281
所得税	18	12	28	35	45
净利润	94	109	148	186	236
少数股东损益	-1	-3	0	0	0
归母净利润	95	112	148	186	236

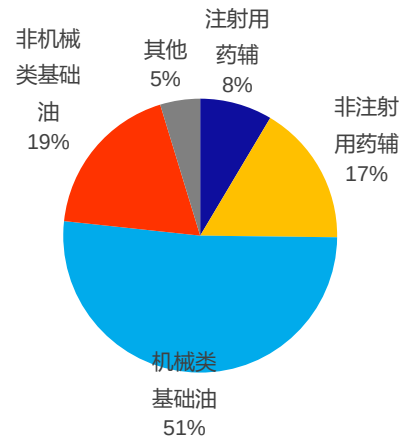
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

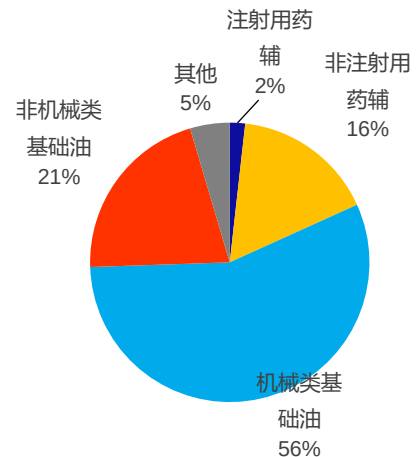
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	94	109	148	186	236
加：折旧摊销减值	63	73	109	121	136
财务费用	10	14	7	4	4
非经营损失	0	-5	0	0	0
营运资本变动	-95	-85	-118	-139	-125
其它	32	14	0	0	0
经营活动现金流	109	120	147	173	251
资本开支	234	73	60	0	0
其它投资现金流	-4	5	-9	0	0
投资活动现金流	-238	-68	-69	0	0
吸收投资	0	9	0	0	0
负债净变化	219	58	29	-112	-42
支付股利、利息	52	53	48	62	76
其它融资现金流	-6	-9	-3	0	0
融资活动现金流	161	5	-22	-173	-118
净现金流	34	58	56	-1	133

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

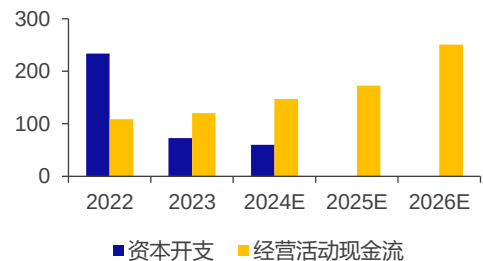
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	470	599	732	869	1,138
现金及等价物	101	159	215	214	348
应收款项	187	263	304	396	477
存货净额	165	171	206	252	307
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	17	7	7	7	7
长期投资	69	71	80	80	80
固定资产	1,458	1,472	1,423	1,302	1,166
无形资产及其他资产	141	136	136	136	136
资产总计	2,138	2,279	2,371	2,388	2,520
流动负债	580	558	555	448	442
短期借款	370	383	422	315	298
应付款项	169	145	103	103	113
其它流动负债	41	30	30	30	30
非流动负债	76	128	118	113	88
负债合计	656	686	673	562	530
股本	135	135	135	135	135
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	901	929	929	929	929
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	61	61	61	61	62
未分配利润	383	457	564	693	856
少数股东权益	2	8	8	8	8
股东权益	1,482	1,593	1,697	1,826	1,990
负债和股东权益合计	2,138	2,279	2,371	2,388	2,520

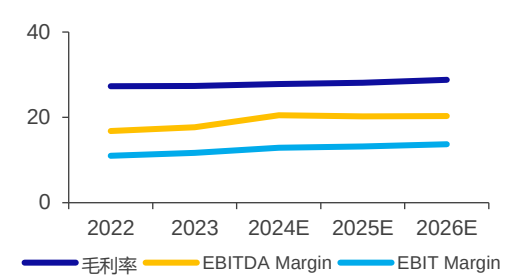
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

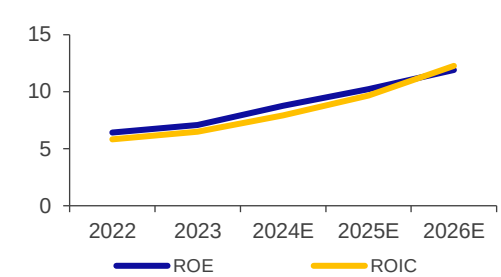
报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.70	0.83	1.09	1.37	1.74
每股经营现金流	0.80	0.89	1.09	1.27	1.85
每股红利	0.00	0.00	0.30	0.42	0.53
每股净资产	10.93	11.70	12.47	13.42	14.63
关键运营指标(%)					
ROIC	5.8	6.5	7.9	9.7	12.3
ROE	6.4	7.1	8.8	10.2	11.9
毛利率	27.3	27.4	27.8	28.1	28.8
EBITDA Margin	16.8	17.7	20.5	20.2	20.3
EBIT Margin	11.0	11.7	12.9	13.2	13.7
营业总收入同比增长	6.6	4.0	23.3	20.3	20.8
归母净利润同比增长	-6.3	18.1	32.0	25.6	26.9
资产负债率	30.7	30.1	28.4	23.5	21.0
净资产周转率	0.75	0.73	0.84	0.94	1.04
总资产周转率	0.52	0.51	0.60	0.72	0.82
有效税率	16.3	10.2	16.0	16.0	16.0
股息率	0.0	0.0	1.2	1.7	2.2
估值指标(倍)					
P/E	35.1	29.7	22.5	17.9	14.1
P/B	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/Sale	3.4	3.3	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	20.2	18.8	13.3	10.9	8.9
股本	135	135	135	135	135

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

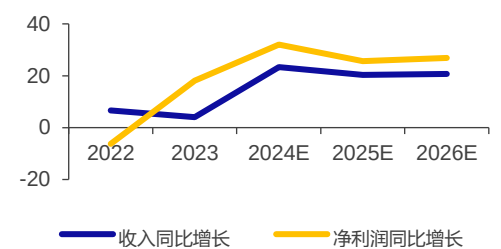
经营利润率(%)



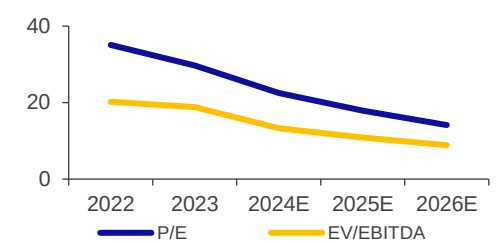
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。