

医药行业研究组

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

投资评级： 增持（首次）

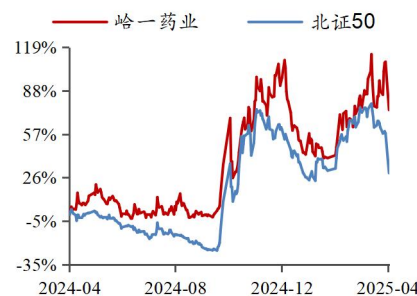
当前价格： 20.28元

市场数据

总股本(百万股)	56.22
A 股股本(百万股)	56.22
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	59.98
12 个月最高/最低(元)	28.95/11.11
第一大股东	董来山
第一大股东持股比例(%)	39.20
上证综指/沪深 300	3096.58/3589.44

数据来源：聚源 注：2025 年 4 月 7 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	23.06	6.61	41.38
绝对收益	-2.27	10.64	65.62

数据来源：聚源 注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

哈一药业 430478.BJ

医药生物行业

募投项目升级释放动能，CDMO 业务与高毛利产品共筑未来

投资要点：

- ◆哈一药业（430478.BJ）成立于 2007 年，2023 年在北交所上市，是国内领先的特色原料药及医药中间体企业，聚焦抗过敏、抗血栓、抗氧化等高附加值领域。公司以技术驱动为核心，拥有 11 项发明专利与 19 项实用新型专利(截止 2024H1)，产品出口日韩等海外市场，境外收入占比超 60%。股权集中度高，实控人董来山持股 39.20%，决策效率显著。
- ◆公司核心产品涵盖抗过敏类（普仑司特中间体）、抗血栓类（盐酸沙格雷酯中间体）、抗氧化类（白藜芦醇）等细分领域，2024H1 抗过敏类产品营收占比达 36.58%。2021 年布局 CDMO 业务，子公司杭州小蓓提供原料药定制研发生产服务，2024 年募投项目升级后将新增年产 420 吨原料药产能，强化抗过敏、抗病毒、胃溃疡等药物布局，推动产业链延伸，达到产能提升且降本增效。
- ◆公司 2024 年快报显示营收 2.70 亿元（同比+19.54%），扣非净利润 4547.59 万元（同比+35.87%），主要受益于高附加值产品放量及海外市场拓展。预计未来营收和归母净利润将保持增长，毛利率也将稳步提升。驱动因素包括抗过敏类药物稳定增长，抗病毒类产品需求增长及 CDMO 业务与制剂业务的突破，公司利用技术和产能优势，为创新药企业提供服务，强化心血管药物市场布局。
- ◆公司研发投入持续加码，2024Q3 研发费用率 7.82%，六大核心技术覆盖工艺优化、绿色合成等领域，支撑产品迭代与成本控制。全球医药市场规模超 1.9 万亿美元（2027E），中国作为位居前列的药品消费市场，老龄化加速及创新药外包趋势推动 CDMO 市场扩容，公司有望凭借技术壁垒与国际化布局抢占先机。
- ◆估值和投资建议：我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 270.46/324.56/398.62 百万元，同比增长 19.54%/20.00%/22.82%/；2024-2026 年公司归母净利润分别为 49.63/61.21/74.74 百万元，同比增长 2.17%/23.33%/22.11%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 22.97/18.63/15.25 倍。公司借助产能升级、研发驱动高附加值产品优化及全球化布局，公司业绩有望稳定增长。首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆风险提示：产品结构波动风险，销售客户集中风险，政策变动风险，原辅材料供应及价格波动风险，对外贸易波动风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	258.70	226.25	270.46	324.56	398.62
增长率（%）	23.88%	-12.54%	19.54%	20.00%	22.82%
归母净利润（百万元）	56.55	48.57	49.63	61.21	74.74
增长率（%）	69.70%	-14.10%	2.17%	23.33%	22.11%
ROE（%）	16.21%	9.43%	9.25%	10.73%	11.95%
EPS 最新摊薄（元/股）	1.01	0.86	0.88	1.09	1.33
P/E（倍）	20.16	23.47	22.97	18.63	15.25
P/B（倍）	3.69	2.50	2.33	2.14	1.93

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 发展历程：深耕特色原料药，迈向 CDMO 新领域	1
1.2 公司资质荣誉：专利众多，多项荣誉彰显创新实力	2
1.3 公司股权结构：股权结构稳定，决策效率高	4
1.4 公司管理团队行业经验丰富	5
2 公司产品及业务布局	6
2.1 公司聚焦特色原料药，CDMO 业务崭露头角	6
2.2 公司客户资源稳定，逐渐布局境外高毛率市场	10
2.3 公司重视研发投入，拥有独特的六大核心技术	12
3 公司财务：近年营收增长稳健，利润承压	13
3.1 公司 2024 年业绩快报显示营收和净利润双增长	13
3.2 公司近三年毛利率稳步回升	15
4 行业分析	19
4.1 全球医药行业市场规模持续增长	19
4.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显	20
4.3 原料药及医药中间体是化学制药产业链的关键枢纽	21
4.4 公司主要产品细分行业概况	24
4.5 原料药及医药中间体的监管政策	27
5 盈利预测及估值	28
5.1 盈利预测	28
5.2 估值及建议	31
6 风险提示	31

图表目录

图 1、公司一致行动人（截至 2024 年三季度末）	4
图 2、公司 CDMO 业务发展情况（万元，%）	6
图 3、公司主营业务产业链	6
图 4、公司原料药及中间体	7
图 5、抗过敏类同比变化率和营业收入占比（截止 2024H1，%）	10
图 6、2024H1 营业收入占比（万元，%）	10
图 7、2024H1 国内外收入占比（万元，%）	11
图 8、公司近年境外营业收入占比逐年提升（%）	11
图 9、公司境外毛利率逐年提升（%）	11
图 10、公司子公司安徽哈一达善基本信息	12
图 11、安徽哈一达善公司股东（万元，%）	12
图 12、公司近五年研发投入和营收占比（万元，%）	13
图 13、公司研发人员和数量占比（人，%）	13
图 14、公司营业收入及增长情况（亿元，%）	14
图 15、公司扣非归母净利润及增长情况（亿元，%）	14
图 16、公司销售毛利率变化情况（%）	15
图 17、公司净利率变化情况（%）	15

图 18 、近五年销售费用以及变化（万元，%）	16
图 19 、近五年管理费用以及变化（万元，%）	16
图 20 、近五年研发费用以及变化（万元，%）	17
图 21 、公司费用率变化情况（%）	17
图 22 、公司子公司杭州小蓓基本信息	18
图 23 、全球医药市场趋势预测	19
图 24 、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	20
图 25 、全球药品支出规模（2021 年，单位：亿美元）	20
图 26 、全球人口增长情况	21
图 27 、中国老龄化问题凸显（万人，%）	21
图 28 、化学制药产业链	22
图 29 、2014 到 2024 年全球 CDMO 市场规模（亿美元，%）	23
图 30 、中国医药产业 CDMO 市场规模（亿元）	24
图 31 、全球过敏性鼻炎治疗市场规模和增速（亿美元，%）	25
图 32 、2014-2025 年全球消化胃溃疡药物市场规模(亿美元，%).....	26
表 1 、公司发展历程	1
表 2 、公司荣誉	2
表 3 、公司研发情况（截止 2023 年）	3
表 4 、公司前十大股东（截至 2024 年三季度末，单位：股）	4
表 5 、公司管理团队	5
表 6 、公司主要产品类别	9
表 7 、公司六大核心技术与已获得授权或在申请发明专利的对应情况如下：	12
表 8 、公司募投项目资金的具体使用计划（万元，%）	18
表 9 、中国、韩国和日本对原料药及医药中间体的监管政策	28
表 10 、销售收入结构预测	30
表 11 、可比公司估值	31

1 公司概况

1.1 发展历程：深耕特色原料药，迈向 CDMO 新领域

哈一药业前身为 2007 年 10 月 25 日成立的天长市禾益化学药品有限公司，于 2014 年 1 月 24 日在全国股转系统挂牌，2022 年 5 月 23 日调至创新层，2023 年 2 月 23 日在北京证券交易所上市，注册资本 5622.05 万元，是一家民营企业，董事长兼总经理为董来山。公司总部位于安徽省天长市杨村工业区，专注于高级医药中间体、原料药及相关产品的研发、生产与销售。

公司历经十余年发展，凭借持续研发投入与工艺创新，在抗过敏、抗血栓、抗氧化等细分产品领域形成核心竞争力，公司主要产品包括抗过敏类、抗血栓类、抗氧化类、胃溃疡类、抗病毒类、解热镇痛类和紫外线吸收剂等，具有结构复杂、研发难度大、技术壁垒高、生产工艺独特、附加值高等特点。2021 年 9 月，公司投资设立控股子公司杭州小蓓，开始布局化学原料药 CDMO 业务，打造 CDMO 一站式服务平台，以延伸产业链、拓展业务模式、提升竞争力。

截至 2024 年 8 月公司拥有六家子公司，分别是安徽修一制药有限公司（全资子公司，位于天长市铜城化工集中区，占地 202 亩，已建成 2 栋合成车间、1 栋洁净车间，现有反应釜设备 62 台套，员工 160 人，已建立完善 GMP 管理体系，工厂定位为 API 及 GMP 中间体的生产，为 GMP 及 non-GMP 的 CMO/CDMO 服务）、辽宁哈星药业有限公司（控股子公司，位于葫芦岛市北港化工区，占地 350 亩，已建成 2 栋合成车间，现有反应釜设备 46 台套，具备多种危险工艺资质，员工 110 人，定位于在 GMP-like 管理体系下生产 non-GMP 中间体及 RSM，为 CMO/CDMO 服务）、杭州小蓓医药科技有限公司（位于杭州市钱塘新区医药港小镇，为小分子创新药和仿制药客户提供一站式 CDMO 业务，拥有经验丰富的研发技术团队和成熟可靠的质量分析管理团队，业务涵盖 RSM、高级中间体和 API 的定制，工艺研究和优化以及商业化生产）、日照小蓓医药有限公司、安徽哈一医药科技有限公司、安徽哈一达善医药有限公司。

表 1、公司发展历程

时间	事件	发展见证
2007 年	公司成立	2007 年 8 月 28 日，董来山、胡兵、董来高、易星、夏军 5 人签署《天长市禾益化学药品有限公司章程》，约定各方共同出资设立注册资本为 200 万元的天长市禾益化学药品有限公司，其中董来山出资 146 万元、胡兵出资 16 万元、董来高出资 16 万元、易星出资 16 万元、夏军出资 6 万元。

时间	事件	发展见证
2013 年	变更为股份有限公司	2013 年 5 月 13 日，安徽省滁州市工商行政管理局颁发了《企业法人营业执照》（注册号：341181000012528），禾益化学有限整体变更为股份有限公司。
2014 年	股转系统挂牌	2014 年 1 月 24 日在全国股转系统挂牌。
2021 年	子公司杭州小蓓成立	2021 年 9 月，公司投资设立控股子公司杭州小蓓，开始布局化学原料药 CDMO 业务，打造 CDMO 一站式服务平台，以延伸产业链、拓展业务模式、提升竞争力。
2022 年	调至创新层	2022 年 5 月 23 日调至创新层。
2023 年	北交所上市	2023 年 2 月 23 日在北京证券交易所上市。
2023 年	子公司安徽岭一、安徽岭一达善成立	2023 年 10 月，成立全资子公司安徽岭一医药科技有限公司；合资子公司安徽岭一达善医药有限公司。
2024 年	取得低杂质含量沃替西汀合成方法、4-氨基-2,6-二氯吡啶制备方法、非苏拉赞中间体绿色合成方法发明专利证书，且阿嗪米特获化学原料药上市申请批准。	2024 年 3 月 29 日，公司取得一种低杂质含量的沃替西汀合成方法发明专利证书。2024 年 4 月 19 日，公司取得一种 4-氨基-2,6-二氯吡啶的制备方法发明专利证书。2024 年 5 月 3 日，公司取得一种非苏拉赞中间体的绿色合成方法发明专利证书。2024 年 5 月 24 日，公司阿嗪米特获得化学原料药上市申请批准。
2025 年	变更募集资金用途和产能升级	岭一药业变更募集资金用途，将原计划用于年产 198 吨普仑司特无合物等十二种医药中间体项目（二期）的募集资金，变更为用于年产 420 吨阿嗪米特、普仑司特等十六种原料药项目。投资总额由 36,304.88 万元变更为 70,800.00 万元，资金来源包括募集资金、自有资金和银行贷款，建设周期 24 个月，达产后可年产相关原料药 420 吨。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，江海证券研究发展部

1.2 公司资质荣誉：专利众多，多项荣誉彰显创新实力

公司构建了完整且专业的研发平台，掌握了自主知识产权与先进生产工艺，积累了丰富的科研成果，其中包括 11 项发明专利与 19 项实用新型专利(截止 2024 年 H1)。自创立以来，公司始终聚焦于主营业务的发展与科技创新，成功荣获“安徽省专精特新中小企业”、“安徽省创新型试点企业”、“安徽省企业技术中心”以及“滁州市工程技术研究中心”等多项殊荣。

表 2、公司荣誉

荣誉名称	颁发单位	获得时间
安徽省专精特新中小企业	安徽省经信委	2019.1
滁州市工程技术研究中心	滁州市科技局	2017.9
安徽省创新型试点企业	安徽省科技厅、发改委、经信委等	2014.12
安徽省企业技术中心	安徽省经信委、发改委、科技厅等	2014.9

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

公司通过持续的技术革新与产品结构调整，实现了产品向高端领域的跃升，逐步形成了品类丰富、竞争力强的产品体系。公司顺利通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证以及 OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证，为产品质量与安全生产提供了坚实保障。在原料药生产领域，公司已取得普仑司特、更昔洛韦、扎托布洛芬、塞来昔布、盐酸沙格雷酯、盐酸依斯匹汀等多种原料药的药品生产许可证，并成功获得更昔洛韦原料药国家药监局 GMP 证书，化学原料药阿嗪米特也顺利获得上市批准，阿嗪米特通过 NMPA 的 API 注册及 GMP 现场符合性检查，公司及子公司修一制药取得了日本政府颁发的外国制造业者认定证书，多个 API 正在多个国家进行 DMF 注册登记。

这些成就不仅彰显了公司在医药中间体及原料药行业的深厚底蕴，也为其积累了强大的研发成果产业化能力及产品注册认证能力。除传统优势产品如抗过敏类、抗氧化类药物中间体及原料药外，公司还积极拓展抗血栓类、解热镇痛类、胃溃疡类药物中间体及原料药等领域，实现了产品的多元化发展。这一战略不仅为公司业绩增长注入了动力，也使其业绩增长更加稳健可持续。公司凭借完善的研发团队与持续的研发投入，不断优化产品结构，确保公司产品及工艺的先进性，为公司的长远发展奠定了坚实基础。

表 3、公司研发情况（截止 2023 年）

研发项目名称	项目目的	所处阶段 /项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
恩杂鲁胺	优化反应条件，提高产品的收率和纯度	工艺验证	优化反应条件和工艺提高产品纯度和收率	优化了反应条件，使其降低时间成本和人工成本；中试放大、验证批次生产和稳定性检验。已掌握生产工艺。
维奈托克	优化产品工艺，降低风险降本增效	工艺验证	使用替代材料和催化剂，降本增效，提高产品纯度	优化了反应条件，使其降低材料成本、时间成本和人工成本；中试放大、验证批次生产和稳定性检验。实现批量生产。
氨甲基哌啶	优化反应条件，简化操作	工艺验证	实现产品工艺提升，产品质量改善，批量性投产	降本增效，提升产品质量。
阿立哌唑中间体项目	优化原研工艺，简化操作	中试阶段	实现产品工艺提升，产品质量改善，批量性投产	可以实现该产品的批量生产和产业化，提高公司产品竞争力。
尼达尼布中间体项目	优化反应条件，简化操作	中试阶段	实现产品工艺提升，产品质量改善，批量性投产	降本增效，提升产品质量。

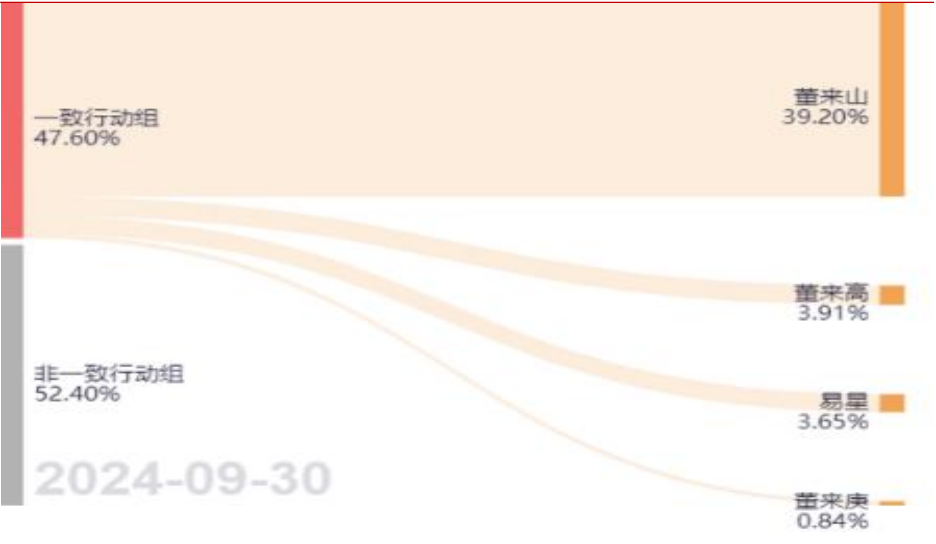
研发项目名称	项目目的	所处阶段 /项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
非苏拉赞中间体项目	开发产品新工艺	中试阶段	开发产品新工艺， 填补技术空白	开发新产品，开拓新市场。

资料来源：公司 2023 年报，江海证券研究发展部

1.3 公司股权结构：股权结构稳定，决策效率高

截至 2024 年三季度末，安徽哈一药业股份有限公司总股本为 5622.05 万股，股权结构稳定，前十大股东持股数量为 3092.62 万股，占总股本比例为 55.02%。主要股东包括创始人及其家族成员、战略投资者和机构投资者，其中大股东与实际控制人董来山持股比例达 39.20%。董来山与董来高（持股 3.91%）为兄弟关系，与易星（持股 3.65%）系连襟关系，与持股 0.84%的董来庚为堂兄弟关系（股东颜翠香系股东董来庚配偶，2024 年 5 月董来庚先生因病逝世，配偶继承其所有股份），被认定为一致行动人，整体持股比例达到 47.6%。公司的控制权相对集中，主要股东的持股比例较高，有助于公司战略的稳定实施，决策效率高。

图 1、公司一致行动人（截至 2024 年三季度末）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

表 4、公司前十大股东（截至 2024 年三季度末，单位：股）

序号	股东名称	持股数量	占总股本比例	股东类型
1	董来山	22,038,500	39.20%	个人
2	胡兵	2,196,674	3.91%	个人
3	董来高	2,196,674	3.91%	个人
4	易星	2,052,474	3.65%	个人

序号	股东名称	持股数量	占总股本比例	股东类型
5	安徽哈一药业股份有限公司回购专用证券账户	514,900	0.92%	证券账户
6	颜翠香	469,990	0.84%	个人
7	华泰证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	420,196	0.75%	证券账户
8	张继东	374,567	0.67%	个人
9	方文俊	361,653	0.64%	个人
10	北京恒润泰医药科技有限公司	300,540	0.53%	其他

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.4 公司管理团队行业经验丰富

公司管理层团队大多在医药研发、生产、销售等领域拥有超过十年的工作经验，为公司发展提供了坚实保障。核心技术人员稳定，研发团队不断壮大，为公司持续创新奠定了人才基础。董来山先生作为公司创始人，在医药行业深耕多年，具备丰富的行业经验与战略眼光。

表 5、公司管理团队

姓名	职务	学历	出生年份	个人简历
董来山	总经理	硕士	1973 年	董来山先生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。主要工作经历 1992 年 8 月至 2002 年 7 月，在昆山制药总厂任研究员；2002 年 7 月至 2007 年 10 月，在苏州龙盛精细化工厂任总经理；2007 年 10 月创办禾益有限，历任安徽哈一药业股份有限公司董事长、总经理。现任安徽哈一药业股份有限公司董事长、总经理。
董来高	副总经理、董事会秘书	大专	1968 年	董来高先生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。主要工作经历：1985 年 9 月至 1989 年 6 月在天长市万寿乡元通中学任教师职务；1989 年 7 月至 1998 年 5 月在天长市万寿机械厂任技术员；2002 年 3 月至 2007 年 12 月在苏州龙盛精细化工厂担任会计；2008 年 6 月至今在安徽哈一药业股份有限公司历任财务经理、副总经理、董事会秘书。现任安徽哈一药业股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书。
邱小新	副总经理	硕士	1975 年	邱小新，女，中国国籍，汉族，无境外永久居留权，硕士学历。1993 年 7 月至 2015 年 1 月，任职于昆山市第一人民医院；2015 年 1 月至今，历任安徽哈一药业股份有限公司总经理、副总经理、董事。
陈康	财务负责人	本科	1990 年	陈康先生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，中级会计师。2015 年 1 月至 2016 年 2 月在安徽省天富集团有限公司任会计；2016 年 3 月至 2017 年 2 月在天长市鑫诚建材有限公司任会计；2017 年 3 月至今在公司历任经理助理、财务负责人。现任安徽哈一药业股份有限公司财务负责人。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2 公司产品及业务布局

2.1 公司聚焦特色原料药，CDMO 业务崭露头角

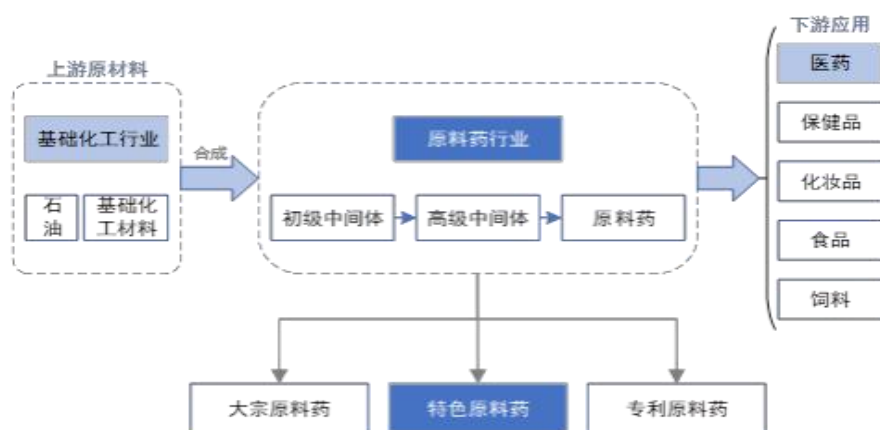
公司的主营业务为高级医药中间体、原料药及中间体的研发、生产与销售，产品主要应用于抗过敏、抗血栓、抗氧化、胃溃疡、抗病毒、解热镇痛等治疗领域。公司 2021 年成立杭州小蓓公司积极拓展 CDMO 业务，利用自身技术与产能优势，为创新药企业提供定制化研发生产服务，目前 CDMO 业务已初见成效，有望成为公司新的增长引擎。

图 2、公司 CDMO 业务发展情况（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 3、公司主营业务产业链



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

公司主要产品为普仑司特、盐酸沙格雷酯、4-羟基香豆素、白藜芦醇、莫沙必利、塞来昔布、联苯双酯、二苯甲酰基间苯二酚等特色原料药的高级医药中间体及相关产品，具有结构相对复杂、研发难度大、技术壁垒高、生

产工艺独特、附加值高等特点。高级医药中间体往往只需一步到两步化学反应即可合成原料药，公司具备普仑司特、盐酸沙格雷酯、更昔洛韦、扎托布洛芬、塞来昔布、盐酸依匹斯汀、阿嗪米特等产品的药品生产许可证。公司更昔洛韦原料药已取得国家药监局 GMP 证书，莫沙必利、塞来昔布、伊托必利、联苯双酯已配合韩国终端原料医药品制造商完成韩国原料医药品注册，公司及子公司修一制药取得了日本政府颁发的外国制造业者认定证书。阿嗪米特通过 NMPA 的 API 注册及 GMP 现场符合性检查。多个 API 正在多个国家进行 DMF 注册登记。如塞来昔布、联苯双酯原料药韩国 DMF 注册申请及普仑司特原料药日本 MF 注册申请正在准备中，彰显了公司在国际市场上的拓展能力和竞争力。

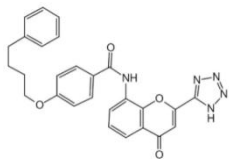
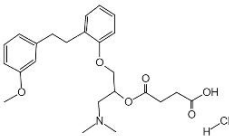
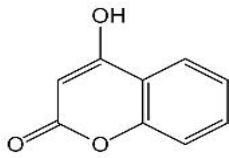
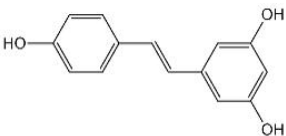
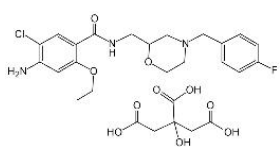
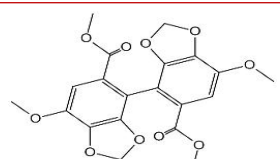
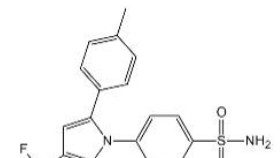
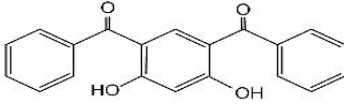
图 4、公司原料药及中间体

序号	产品名称	CAS No.
1	阿立哌唑	129722-12-9
2	7-(4-溴丁氧基)-3,4-二氢-2(1H)-喹啉酮	129722-34-5
3	1-(2,3-二氯苯基)哌嗪盐酸盐	119532-26-2
4	沃替西汀	508233-74-7
5	2-[(2,4-二甲基苯基)硫代]-苯胺盐酸盐	1610527-50-8
6	喹法米特	62265-68-3
7	1-(二氯乙酰基)-1,2,3,4-四氢喹啉-6-醇	62265-67-2
8	塞来昔布	169590-42-5;184007-95-2
9	4,4,4-三氟-1-(4-甲苯基)-1,3-丁二酮	720-94-5
10	对胍基苯磺酰胺盐酸盐	17852-52-7;27918-19-0
11	枸橼酸莫沙必利	112885-42-4
12	乙氧酰胺苯甲酯	59-06-03
13	4-乙酰氨基-5-氯-2-乙氧基苯甲酸甲酯	4235-43-2
14	4-氨基-5-氯-2-乙氧基苯甲酸	108282-38-8
15	2-乙酰氨基-4-(4-氟苄基)吗啉	112913-94-7
16	2-氨基-4-(4-氟苄基)吗啉	112914-13-3
17	普仑司特	103177-37-3
18	对苯丁氧基苯甲酸	30131-16-9
19	8-氨基-4-氧-2-四唑-5-基-4H-1-苯并吡喃盐酸盐	110683-23-3
20	3-[4-(4-苯基丁氧基)苯甲酰基氨基]-2-羟基苯乙酮	136450-06-1
21	雷琐太尔	20788-07-2
22	盐酸沙格雷酯	135159-51-2
23	2-(2-(3-甲氧基苯基)乙基)苯酚	167145-13-3
24	1-(二甲基氨基)-3-[2-[2-(3-甲氧基苯基)乙基]苯氧基]-2-丙醇盐酸盐	135261-74-4

25	扎托布洛芬	74711-43-6
26	5-(1-羧乙基)-2-(苯硫基)苯乙酸	83237-49-4
27	N-[2-[[[4-(2,2-二甲基-1-氧代丙氧基)苯基]磺酰]氨基]苯甲酰]-(S)-甘氨酸单钠盐	150374-95-1
28	西维来司他	127373-66-4
29	对新戊酰氧基苯磺酰氯	150374-99-5
30	瑞替加滨盐酸盐	150812-13-8
31	瑞替加滨	150812-12-7
32	2-乙氧羰基氨基-5-(4-氟苄基氨基)硝基苯	150812-23-0
33	2-氨基-5-[(4-氟苄基)氨基]-1-硝基苯	150812-21-8
34	盐酸伊托必利	122892-31-3
35	4-[2-(二甲基氨基)乙氧基]苄胺	20059-73-8
36	藜芦酸	93-07-2
37	依匹斯汀盐酸盐	108929-04-0
38	依匹斯汀氢溴酸盐	127786-29-2
39	6-(邻苯二甲酰亚胺基甲基)-6,11-二氢-5H-二苯并-[b,e]氮杂卓	143878-20-0
40	氟比洛芬	5104-49-4
41	盐酸苯海索	52-49-3
42	尼洛替尼	641571-10-0
43	2-[[[(3AR,4S,6R,6AS)-6-[7-溴-5-(丙硫基)-3H-1,2,3-三氮唑并[4,5-D]嘧啶-3-基]四氢-2,2-二甲基-4H-环戊烯并-1,3-二恶茂-4-基]氧基]乙酸甲酯	274693-24-2
44	(1R,2S)-2-(3,4-二氟苄基)环丙胺	220352-38-5
45	4,6-二氯-2-(丙硫基)-5-氨基嘧啶	1145783-15-9
46	替格瑞洛	274693-27-5
47	轮环藤宁	294-90-6
48	4-氨基-2-甲氧基-5-硝基苯甲酸	59338-84-0
49	2,5-双(2,2,2-三氟乙氧基)苯甲酸	35480-52-5
50	2-(4-溴甲基苯基)丙酸	111128-12-2
51	3-(4-甲基-1H-咪唑-1-基)-5-(三氟甲基)苯胺	641571-11-1
52	2-氨基-3-(2-氧代-1,2-二氢喹啉-4-基)丙酸盐酸盐	4876-14-6
53	(S)-3-甲基-1-[2-(1-哌啶基)苯基]丁胺 N-乙酰-L-谷氨酸盐	219921-94-5
54	11-哌嗪-二苯并[b,f][1,4]硫氮杂卓盐酸盐	111974-74-4
55	紫外线吸收剂BP-2	131-55-5
56	2,5-二羟基苯甲酸	490-79-9
57	2,6-二羟基苯甲酸	303-07-1
58	4-甲氧基水杨酸甲酯	5446-02-6
59	5-甲氧基水杨酸	2612-02-4
60	1,4-二羟基-2-萘甲酸甲酯	77060-74-3
61	酪胺盐酸盐	60-19-5
62	三苯溴乙烯	1607-57-4
63	双(2-甲氧基苯基)氧化膦	71360-04-8
64	5-甲基四氮唑	4076-36-2
65	褪黑素	73-31-4
66	L-肌肽	305-84-0
67	阿莫奈韦	841301-32-4
68	卡莫司他	59721-28-7

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

表 6、公司主要产品类别

序号	产品类别	产品名称	主要功效	结构式
1	抗过敏类	普仑司特中间体	用于治疗哮喘等呼吸系统疾病，临床主要用于治疗支气管哮喘、过敏性鼻炎等。	
2	抗血栓类	盐酸沙格雷酯中间体	盐酸沙格雷酯是一种血小板聚集拮抗剂，临床主要用于改善伴有溃疡、疼痛及冷感的慢性血栓闭塞性脉管炎等缺血症。盐酸沙格雷酯不仅能选择性抑制血小板凝集，同时又可以扩张血管，因此可以应用于血栓闭塞性脉管炎的临床治疗。	
		4-羟基香豆素	在医药领域，香豆素及其衍生物具有明显的生物活性，对人体具有抗凝血、抗菌、抗炎、抗氧化、降血糖、抗骨质疏松、抗高血压、抗癌等药理作用，可防止血栓形成与发展。	
3	抗氧化类	白藜芦醇	白藜芦醇能够阻止低密度脂蛋白的氧化，具有潜在的防治心血管疾病、防癌、抗病毒及免疫调节作用，其作用主要表现为它的抗氧化特性。白藜芦醇被广泛应用于医药、保健品、化妆品等领域。	
4	胃溃疡类	莫沙必利中间体	莫沙必利具有受体选择高、安全性高（不良反应低，无心脏毒性作用）、作用部位广泛（全胃肠动力药）、适应症广等特点，能够促进乙酰胆碱的释放，刺激胃肠道而发挥促动力作用，从而改善功能性消化不良患者的胃肠道症状。	
5	抗病毒类	联苯双酯中间体	联苯双酯能增强肝脏解毒功能、减轻肝脏的病理损伤，促进肝细胞再生并保护肝细胞从而改善肝功能。	
6	解热镇痛类	塞来昔布中间体	塞来昔布用于缓解骨关节炎的症状和体征、缓解成人类风湿关节炎的症状和体征、治疗成人急性疼痛。	
7	紫外线吸收剂	二苯甲酰基间苯二酚	作为紫外线吸收剂，广泛用作高档化妆品、工程塑料的添加剂等。	

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

截止 2024H1 公司的主要产品按照类别看，抗过敏类、抗血栓类、胃溃疡类合计营业收入占比超过 70%。其中抗过敏类近三年营收占比逐年提升到 36.58%，抗血栓类营收占比 27.71%，胃溃疡类营收占比 7.52%。

图 5、抗过敏类同比变化率和营业收入占比（截止 2024H1，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 6、2024H1 营业收入占比（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2.2 公司客户资源稳定，逐渐布局境外高毛利率市场

公司与下游客户建立起长期稳定的合作关系，主要产品终端市场面向韩国、日本等境外市场，终端客户包括韩国大熊制药、韩国一洋、韩国 CKD、韩国日东制药、日本小野制药、日本三菱制药、日本住友制药、日本三洋化学、日本日医工等知名医药企业。截止 2024H1，国内营收占比 39.83%，境外营收占比从 2021H1 的 20.04% 逐年提升到 60.17%。其中公司产品的境外毛利率一直高于国内毛利率，并且近三年逐年提升到 43.76%，带动公司整体毛利率水平提升到 39.25%（2024H1）。公司境内产品毛利率水平稳定保持在 30% 以上。

图 7、2024H1 国内外收入占比（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 8、公司近年境外营业收入占比逐年提升 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 9、公司境外毛利率逐年提升 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2023 年 12 月 18 日与 DASANPHARMACEUTICALCO.,LTD.(韩国达善)成立合资公司安徽哈一达善医药有限公司（外资持股 30%），进军制剂领域，强化心血管药物市场竞争力。

图 10、公司子公司安徽哈一达善基本信息

注册资本	10000.0000 万人民币	法定代表人	董来山
所属地区	滁州市	所属行业	医药制造业
所属地区	安徽省滁州市天长市滁州高新技术产业开发区经十一路8号		
主营业务	许可项目:第二类医疗器械生产;第三类医疗器械生产;第三类医疗器械经营;药品委托生产(不含中药饮片的蒸、炒、炙、煨等炮制技术的应用及中成药保密处方产品的生产);药品生产(不含中药饮片的蒸、炒、炙、煨等炮制技术的应用及中成药保密处方产品的生产);药品进出口;药品批发;药品零售;消毒器械销售;食品生产;化妆品生产;保健食品生产(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动,具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准)		

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 11、安徽哈一达善公司股东（万元，%）

股东名称	持股数额	持股比例(%)
安徽哈一药业股份有限公司	7000.0000万人民币	70.00
DASAN PHARMACEUTICAL CO.,LTD.	3000.0000万人民币	30.00

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2.3 公司重视研发投入，拥有独特的六大核心技术

公司在研发和技术工艺方面持续创新，在长期的生产与研发中，通过技术改进和综合运用多种工艺，在产品品质提升、反应收率提高及成本控制、操作简化等方面积累了独到经验，形成了自己的六大核心技术。

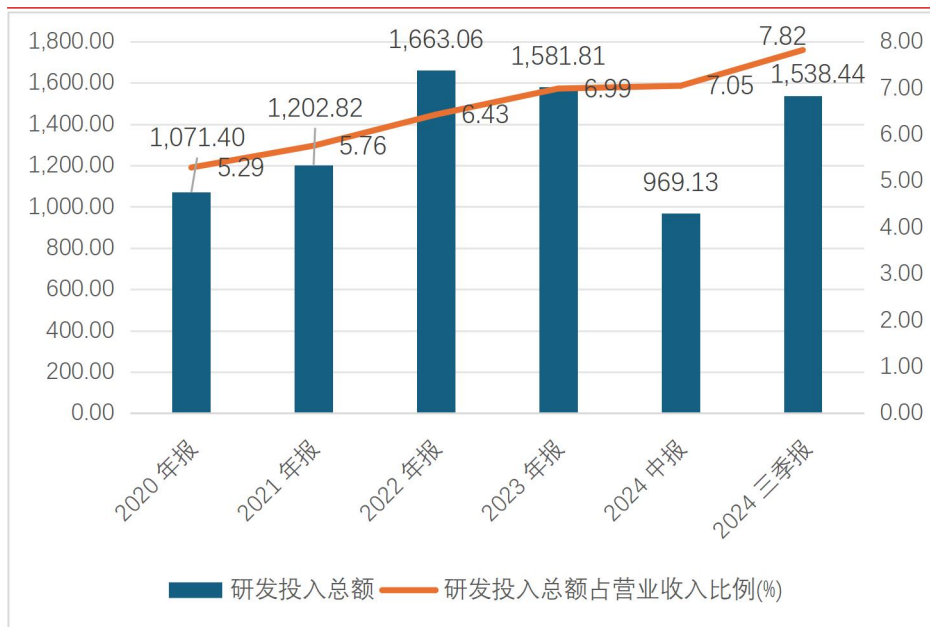
表 7、公司六大核心技术与已获得授权或在申请发明专利的对应情况如下：

序号	技术名称	对应的相关专利	主要应用产品	技术取得
1	酰胺化反应技术	一种制备高纯度哮喘药普仑司特的新方法，专利号：ZL201611102738.4	该技术率先运用在抗过敏类普仑司特中间体的生产，现已推广至胃溃疡类中间体等产品的生产	自主研发
2	“一锅煮”生产方法技术	-	抗病毒类、解热镇痛类中间体等产品的生产	自主研发
3	酸碱精制技术	一种制备高纯度龙胆酸的办法，专利号：ZL201210228759.6	抗氧化类、抗病毒类中间体等产品的生产	自主研发
4	深冷反应技术	一种反应釜的冷却装置，专利号：ZL201920544136.7	抗过敏类中间体等产品的生产	自主研发
5	催化加氢还原反应技术	沙格雷酯中间体 2-[2-(3-甲氧基苯基)乙基]苯酚的合成方法，专利号：ZL201610251703.0	该技术率先运用在盐酸沙格雷酯中间体合成，现已推广至解热镇痛类、胃溃疡类中间体等产品的生产	自主研发
6	新型药物结晶技术	-	胃溃疡类、抗病毒类中间体等产品的生产	自主研发

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

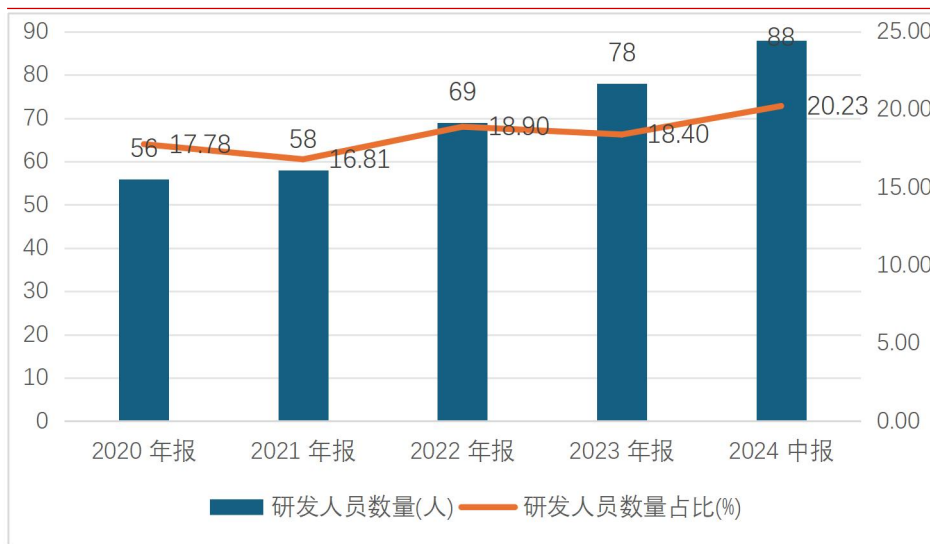
公司坚持技术、工艺领先的企业发展战略，近五年来持续加大技术研发投入力度。研发投入从2020年的1071.4万元增加到2024Q3的1538.44万元，营收占比也由5.29%提升到7.82%。研发人员数量也由2020年的56人增加到88人，研发投入和团队不断扩大，为公司的长远发展奠定坚实基础。

图 12、公司近五年研发投入和营收占比（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 13、公司研发人员和数量占比（人，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

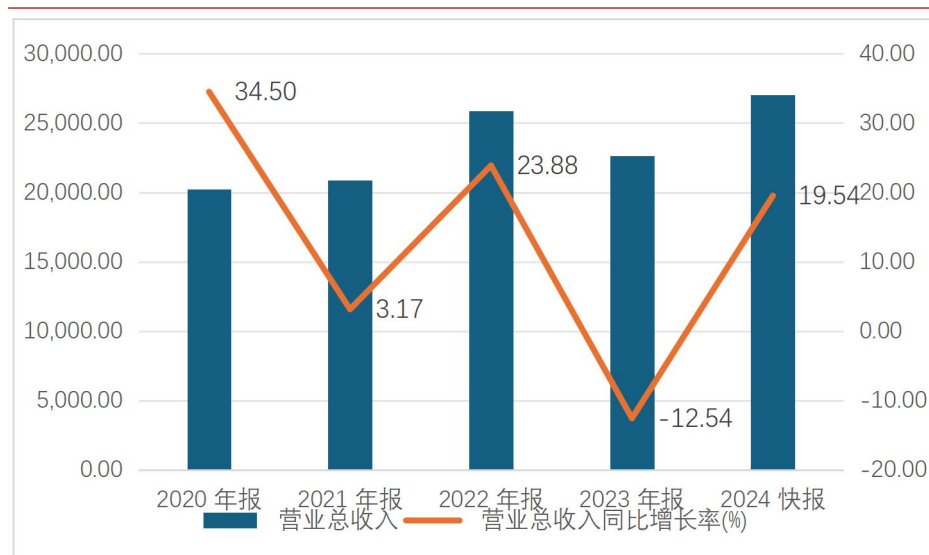
3 公司财务：近年营收增长稳健，利润承压

3.1 公司 2024 年业绩快报显示营收和净利润双增长

公司 2023 年营业收入较 2022 年同期下降 12.54%，主要是 2023 年由于

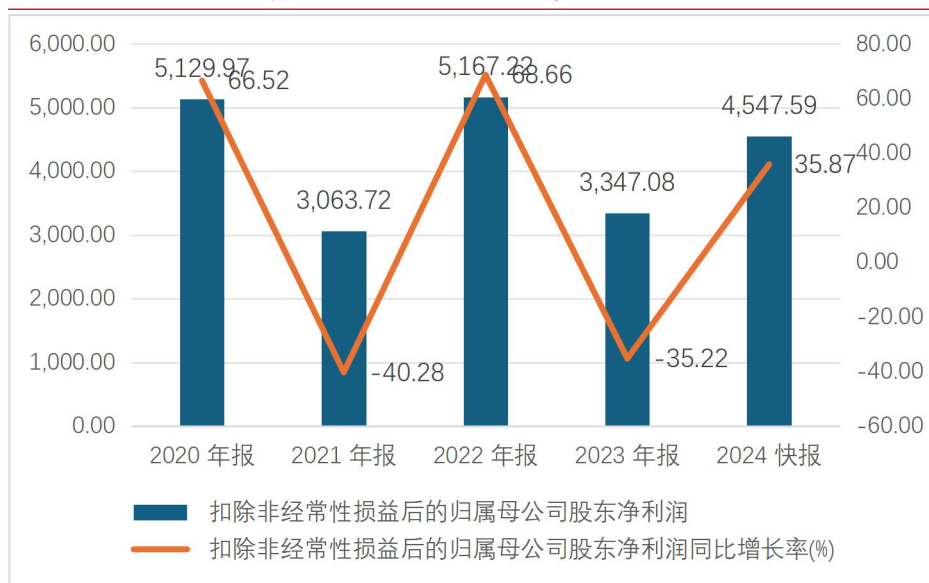
市场下行、竞争加剧影响，终端客户需求减少导致收入下降所致。2024 年公司加大业务布局与开发力度，抗过敏类产品销售规模实现快速增长，进一步提高市场竞争力及盈利能力。2024 年业绩快报显示，公司实现营业收入 27046.62 万元，同比增长 19.54%；归属于上市公司股东净利润 4963.86 万元，同比增长 2.19%；归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润 4547.59 万元，同比大幅增长 35.87%。营业收入及扣非净利润实现双增长，得益于公司在产品和市场两方面的积极举措。主要系：其一公司不断开拓高技术含量和高附加值的产品，进一步推进产品结构升级，稳步实现销售业务增长；其二是积极开拓市场，努力争取订单，同时为客户提供稳定高质量产品，增加客户粘性，提供高净值服务。

图 14、公司营业收入及增长情况（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，公司 2024 年快报，江海证券研究发展部

图 15、公司扣非归母净利润及增长情况（亿元，%）

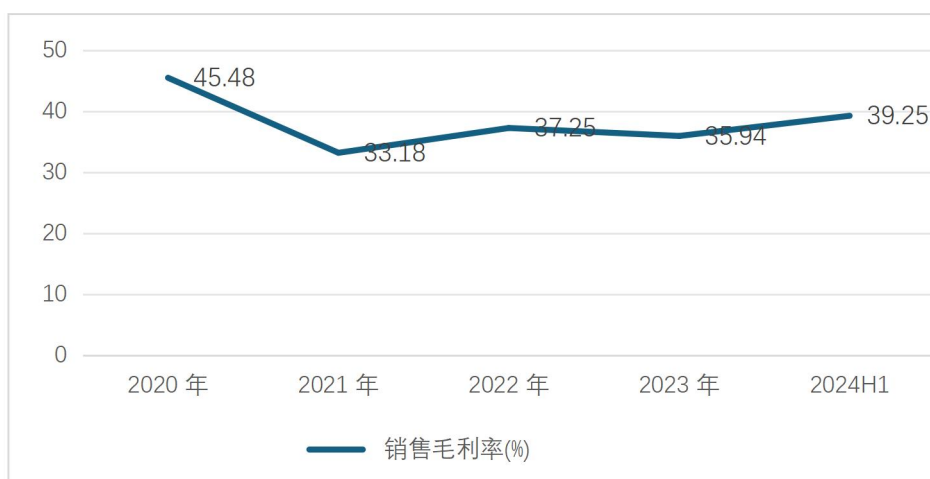


资料来源：同花顺 iFinD，公司 2024 年快报，江海证券研究发展部

3.2 公司近三年毛利率稳步回升

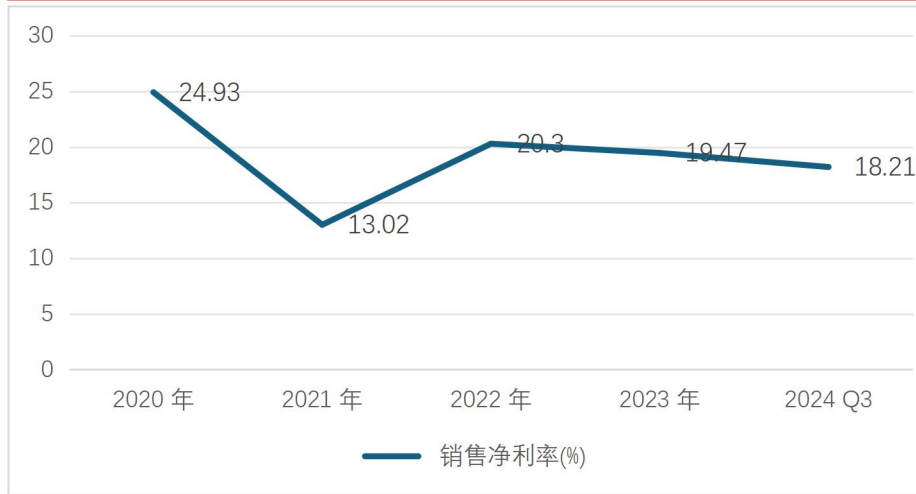
公司销售毛利率 2020 年-2024 年整体维持在 33%以上,并且近三年公司毛利率回升,2024 年 H1 毛利率回升至 39.25%,比去年同期增加 2.44pct。根据 2024 年半年报财务数据分析毛利率提升的核心主要是由于抗过敏类药物中间体和抗病毒药物中间体毛利率提升所致,以及外销收入大幅增长主要系本期抗过敏类产品国外客户需求旺盛,销售大幅增长所致。公司净利率近三年趋势下行,主要是近年的研发费用的投入增加,以及管理费用随着产能扩产短期相应成本增加所致。随着公司成本优化与产能释放有望提升公司净利。2020 年到 2024H1 公司毛利率分别是 45.48%/33.18%/37.25%/35.94%/39.25%。2020 年到 2024Q3 年公司净利率分别是 24.93%/13.02%/20.3%/19.47%/18.21%。

图 16、公司销售毛利率变化情况 (%)



资料来源:同花顺 iFinD, 江海证券研究发展部

图 17、公司净利率变化情况 (%)

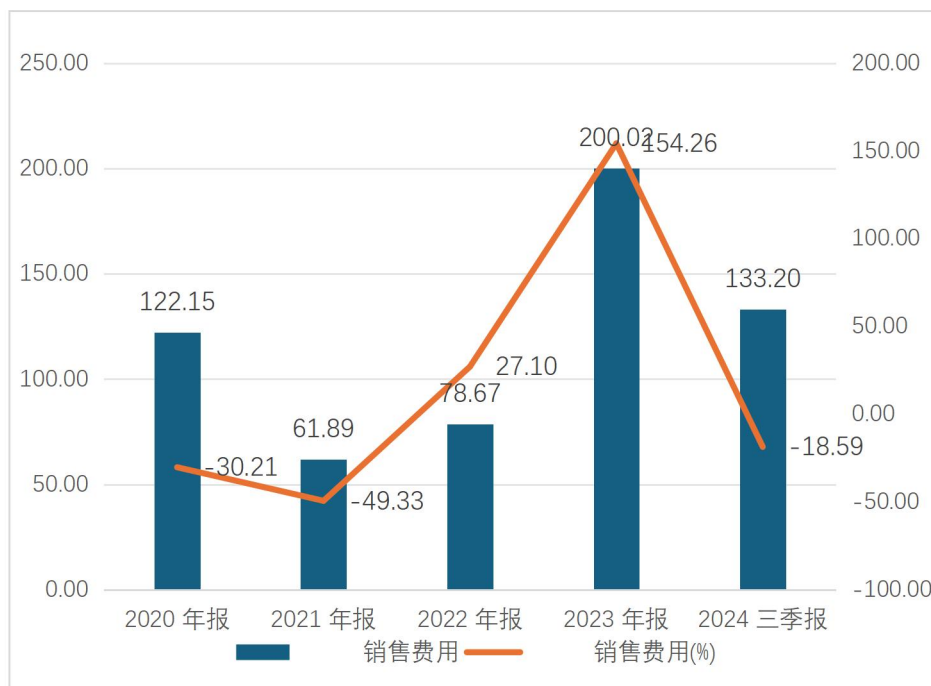


资料来源:同花顺 iFinD, 江海证券研究发展部

公司近五年三大费用率总体保持增长态势。销售费用较 2023 年同期增加,

主要系 2024 年销售投入的宣传费用和人工工资差旅费增加所致。管理费用较 2023 年同期增加，主要系 2024 年折旧摊销增加和药物中间体质量工艺认证费用增加所致。研发费用较 2023 年同期增加，主要系 2024 年研发人工投入增加和材料投入增加所致。研发费用投入以及研发费用营收占比近年保持持续稳定增长趋势，显示出公司对新产品持续加大投入，也彰显了公司对研发创新的重视。

图 18、近五年销售费用以及变化（万元，%）



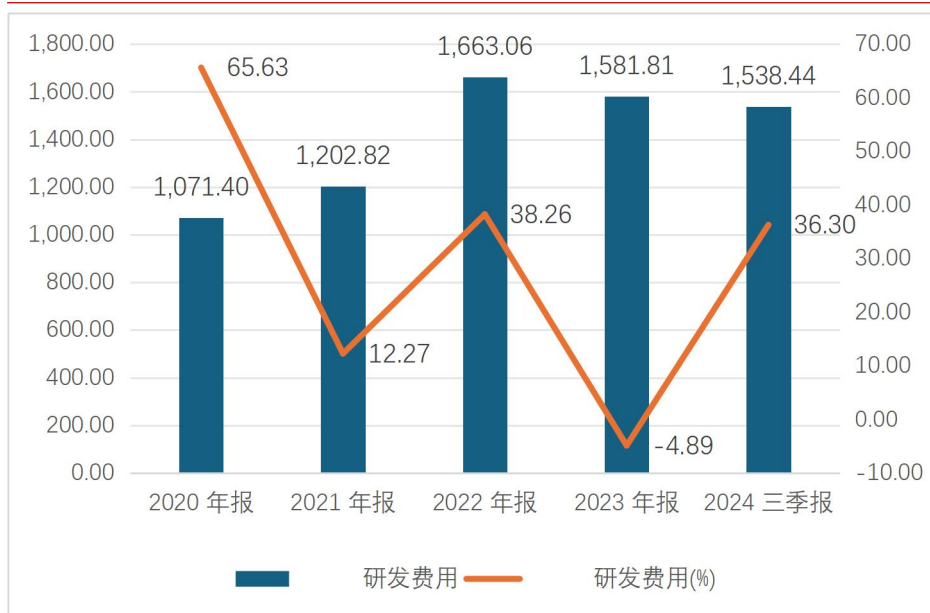
资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 19、近五年管理费用以及变化（万元，%）



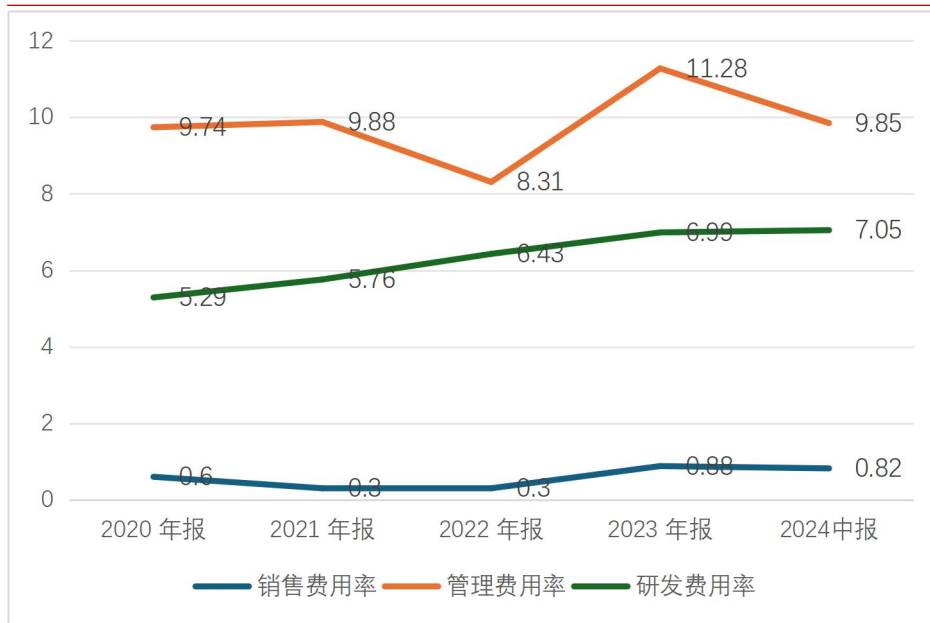
资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 20、近五年研发费用以及变化（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 21、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

综述，公司近年财务状况整体保持良好，2024 年业绩快报显示营收和净利润均实现了增长，但 2024Q3 净利率有所下降，后续需要开源节流，进一步优化管理结构，管理费用率和销售费用率有望进一步下降，以提高公司的盈利能力。通过高附加值产品（如抗过敏类）和 CDMO 业务（控股子公司杭州小蓓）延伸产业链，提升客户粘性，不断地扩大营业收入。

图 22、公司子公司杭州小蓓基本信息

公司名称	杭州小蓓医药科技有限公司
成立时间	2021 年 9 月 27 日
法定代表人	王永春
注册资本/实收资本	800.00 万元/400.00 万元
注册地址	浙江省杭州市钱塘新区下沙街道海达北路 398 号 1 幢 4 楼
主要生产经营地	浙江省杭州市钱塘新区下沙街道海达北路 398 号 1 幢 4 楼
股东构成及控制情况	公司持股 90.00%，王永春持股 5.00%，朱锦桃持股 4.50%，窦言东持股 0.50%
经营范围	一般项目：技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；新材料技术推广服务；新材料技术研发；工程和技术研究和试验发展(除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动)。许可项目：认证服务(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准)。
主营业务	开展医药领域定制研发生产业务（CDMO）技术服务、开发、咨询、交流、转让、推广
与发行人主营业务的关系	CDMO 业务有利于发行人提升产品研发能力，开拓新产品，提高综合竞争力

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

2025 年 3 月公司募投项目升级，公司原募投项目年产 198 吨普仑司特无水物等十二种医药中间体项目（二期）升级为安徽修一制药有限公司年产 420 吨阿嗪米特、普仑司特等十六种原料药项目，项目计划投资总额为 70,800.00 万元，拟使用募集资金投资金额 110,136,330.73 元，项目建设周期为 24 个月。自建 GMP 原料基地产能升级后也会相应降低原材料成本。

表 8、公司募投项目资金的具体使用计划（万元，%）

序号	投资内容	投资金额（万元）	占项目总投资额比例
1	建筑工程及安装费	11,435.37	16.15%
2	设备购置及安装费	41,305.00	58.34%
3	工程建设其它费用	7,024.42	9.92%
4	基本预备费	3,691.83	5.21%
5	流动资金	7,343.38	10.37%
	项目总投资	70,800.00	100%

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

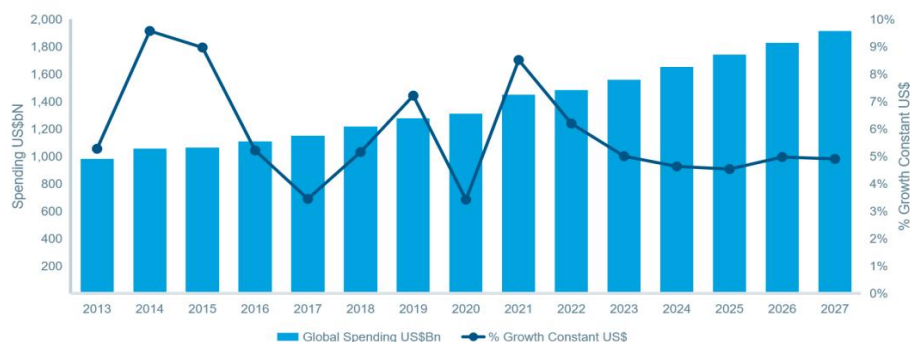
4 行业分析

4.1 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 23、全球医药市场趋势预测

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.

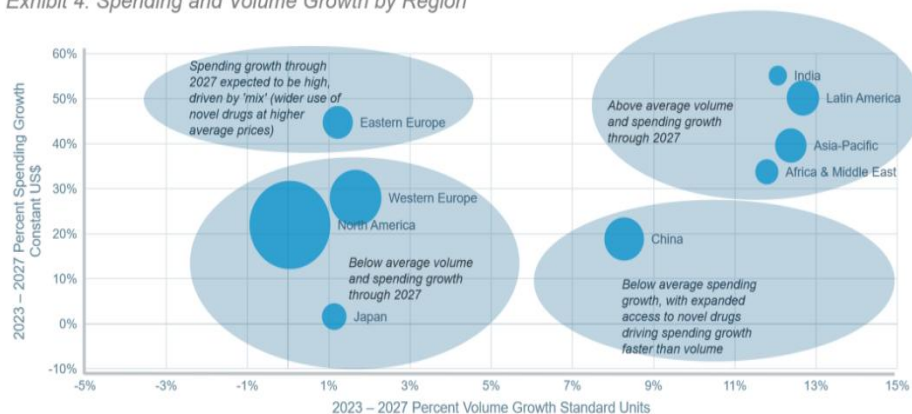
IQVIA
INSTITUTE

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 24、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



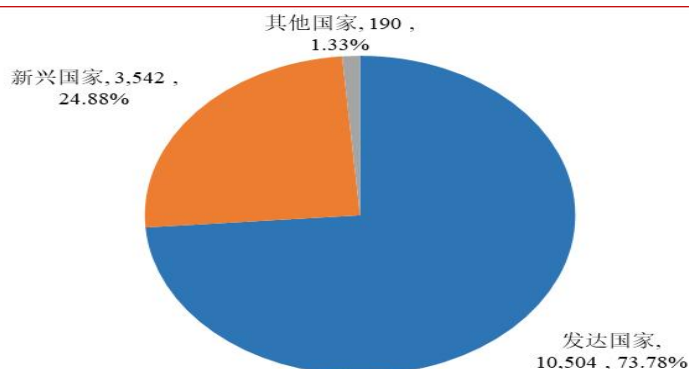
Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2022; IQVIA Institute, Nov 2022
The Global Use of Medicines 2023: Outlook to 2027. Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

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 25、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

4.2 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。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。

人口老龄化趋势也日益明显，美国国立卫生研究院和美国人口调查局预计到 2050 年，全球 65 岁以上人口占比将上升至近 16%，总人数达到近 16 亿人。根据国家统计局公布的 2023 年底，我国 65 岁及以上人口为 21,709 万人，占全国人口的 15.4%，2024 年我国 65 岁及以上人口为 22,203 万人。随着老龄化程度的加深，药品需求量在不断增加，从而带动原料药市场持续增长。

图 26、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 27、中国老龄化问题凸显（万人，%）

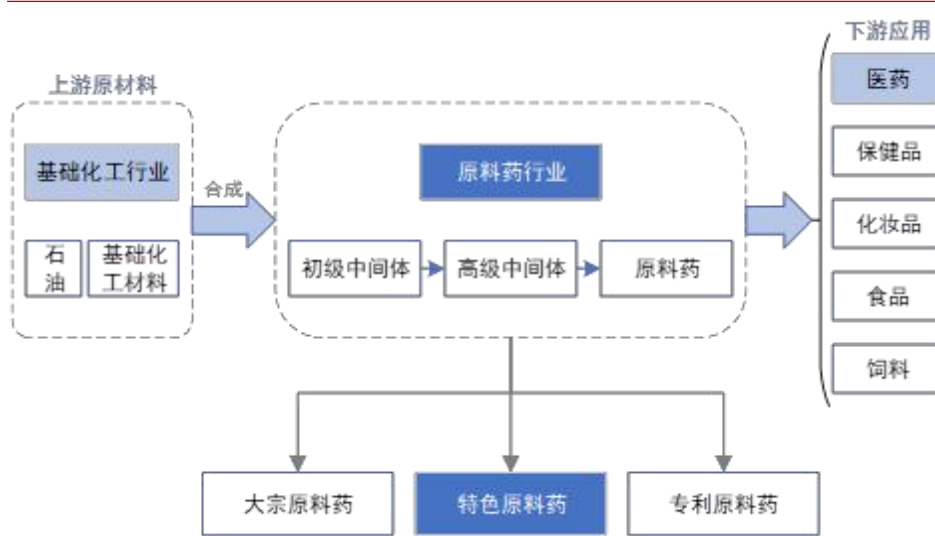


资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

4.3 原料药及医药中间体是化学制药产业链的关键枢纽

公司主要从事高级医药中间体、原料药及相关产品的研发、生产与销售。医药中间体及原料药在产业链中位于医药行业上游，是药品制备过程中的关键原料。从基础化工原料到化学制剂复杂的化学、物理工艺制备过程中，医药中间体及原料药的生产集中了主要的技术和工艺创新，是化学制药产业发展的前提和重要保障。公司的高级医药中间体往往只需一步到两步化学反应即可合成原料药。完整的化学制药产业链由基础化工行业、原料药行业和化学制剂生产环节构成，具体情况如下：

图 28、化学制药产业链



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

原料药及医药中间体在化学制药产业中占据着举足轻重的地位。医药中间体，作为化学药物合成过程中的关键中间化学品，特别是高级医药中间体，仅需经过一到两步化学反应，便能合成原料药，进而制成药物成品。从基础化工原料到最终化学制剂的诞生，这一过程涵盖了复杂多变的化学与物理工艺，而化学原料药及医药中间体的生产，正是这一链条中最为核心、技术最为密集的环节，为化学制药产业的蓬勃发展奠定了坚实基础。

原料药，通常指的是化学原料药，即化学药物制剂中的有效成分，它们以粉末、结晶、浸膏等多种形式存在，均通过化学合成方法制得。根据产品价值与特性，原料药可细分为大宗原料药、专利原料药和特色原料药。大宗原料药以其成熟的工艺和庞大的市场需求量，成为非专利名药的主力军；专利原料药则是原研药（专利药或创新药）不可或缺的医药活性成分；而特色原料药，特指那些原研专利已到期，却仍能在全世界范围内保持显著销售水平的原料药，其生产企业往往已掌握避开专利保护限制的成熟生产工艺，展现出规模虽小但种类丰富、附加值高的特点，且通常需要获得进口国的许可。随着产业转移的浪潮，特色原料药正加速向我国汇聚，预示着该行业广阔的发展前景。就产业链位置、技术水平及产品特性而言，本公司所生产的医药中间体属于高级医药中间体范畴，它们主要应用于特色原料药的生产，为化学制药产业的精细化、高端化发展贡献力量。

随着全球人口增长，社会老龄化程度提高，以及人们健康意识的增强，医疗药品的需求不断提高。同时随着各国医疗保障体制的不断完善，医疗支出不断增加，全球医药市场迎来了高速发展。医药行业整体市场规模的扩容，带动医药原料药市场规模逐年上升，尤其是近年来专利到期的原研药品种数量不断增多，仿制药的市场需求不断增加。根据 MordorIntelligence 的报告，

2020 年全球原料药市场规模约为 1,749.6 亿美元，预计至 2026 年将达到 2,458.8 亿元，2020-2026 年预测年复合增长率为 5.84%。在市场格局方面，经过近几年产能转移，全球原料药市场已形成以中国、印度及西欧地区为主导的全球原料药产能供给格局。目前我国已经成为全球第一大原料药生产国与出口国，根据华经产业研究院数据显示，2021 年我国原料药市场规模达到 4,265 亿元，相较 2018 年的 3,843 亿元，增长 10.98%。受益于种类齐全，产能旺盛，而且由于价格相对较低，我国医药原料药行业在国际市场上具有较强竞争力，外部需求旺盛；另一方面，由于国内医药行业市场稳步增长，拉动国内原料药需求不断增加。在国内外需求共同驱动下，我国医药原料药行业将继续保持快速增长。

药品上市许可持有人制度为公司向原料药 CDMO 业务拓展提供了市场机遇，公司得以作为原料药生产商向药品上市许可持有人提供药品生产服务。近年来，为了降低新药研发成本、提高研发效率、缩短研发上市周期、降低上市后药品生产成本，制药产业链出现了明显的专业分工，CRO、CMO、CDMO 等专业服务厂商迅速发展，提升了药品生产产业链的经营效率。预计随着医药市场的进一步发展，人类疾病谱的继续变化以及新药研发费用持续保持高位，未来 CDMO 业务还将长期蓬勃发展。

图 29、2014 到 2024 年全球 CDMO 市场规模（亿美元，%）



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

沙利文咨询数据显示，中国 CDMO 市场从 2016 年的 105 亿元人民币增长到 2020 年的 317 亿元人民币，年复合增长率为 32.0%。未来市场将保持快速增长，预计 2025 年市场将达到 937 亿元人民币，2020 年至 2025 年年复合增长率为 24.2%。而以中国和印度为代表的新兴市场国家凭借成本效益优势以及持续提升的科研和制造能力，正逐步成为全球最具活力的 CDMO 市场之一。此外，随着以中国为代表的亚洲药品市场需求爆发，以及国内药品专利保护制度和药品评审制度的建设逐步完善，在未来 CDMO 产业向亚洲地区转移的趋势中，中国企业有望取得更大的市场份额。

图 30、中国医药产业 CDMO 市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

4.4 公司主要产品细分行业概况

医药中间体行业是医药行业产业链中的重要环节，各类医药中间体产品的市场规模及发展趋势主要取决于下游相应的合成药物的发展状况。公司主要产品细分行业包括抗过敏类、抗血栓类、抗氧化类、胃溃疡类、抗病毒类、解热镇痛类和紫外线吸收剂等。

1、抗过敏类药物市场概况。在全球范围内，过敏已成为常见的六大疾病之一，过敏性疾病作为全球最主要的慢性病之一，困扰着超 20% 的人群，这使得抗过敏药物市场潜力巨大，我国抗过敏药物市场规模也呈持续上升态势。抗过敏药物按作用机制可分为抗组胺药物、白三烯受体拮抗剂、介质阻释剂、抑制抗体反应药、鼻用激素等。公司抗过敏类药物主要品种普仑司特属于抗白三烯受体拮抗剂，它通过与白三烯受体选择性结合拮抗其作用，临床上主要用于治疗哮喘及过敏性鼻炎，具有毒性低、副作用少且轻微的特点。普仑司特原研药由日本小野药品工业株式会社研发，于上世纪九十年代中期上市，是国际上备受关注的三个白三烯受体拮抗剂（LTRAs）之一。哮喘作为常见呼吸道疾病，据全球哮喘防治倡议委员会估计，全球约 3 亿人受其困扰，且据 WHO 预测，至 2025 年哮喘患者将增至 4 亿人，其庞大的用药人群及慢性迁延性特点使哮喘用药市场潜力巨大；同时，目前全球约近 5 亿人口患有过敏性鼻炎，2019 年全球过敏性鼻炎治疗市场约为 126 亿美元，预计将以 2-3% 的复合年增长率增长，到 2025 年将达 150 亿美元，且目前全球过敏性鼻炎市场主要以对症治疗药物为主。

图 31、全球过敏性鼻炎治疗市场规模和增速（亿美元，%）



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

2、抗血栓类药物市场概况。抗血栓药是用于预防血栓及治疗血栓栓塞性疾病的药品，能够减少血栓在动脉、静脉中的形成，或促进已形成血栓的溶解。依据作用对象及使用方式的不同，抗血栓药可分为抗凝血药、抗血小板药、溶栓药三个类别。公司抗血栓药物产品主要为盐酸沙格雷酯，它是一种血小板聚集拮抗剂，临床上主要用于改善伴有溃疡、疼痛及冷感的慢性血栓闭塞性脉管炎等缺血症。盐酸沙格雷酯具有独特的作用机制，既能选择性抑制血小板凝集，又能扩张血管，因而可应用于血栓闭塞性脉管炎（TAO）的临床治疗。该药物由日本三菱制药研制开发，商品名为“Anplag”，于 1993 年 7 月首次在日本上市，其细颗粒剂也于 1999 年 3 月在日本上市。1998 年 1 月 27 日，沙格雷酯片在我国获得中国 CFDA 批准上市许可并取得行政保护。在我国，抗血栓药市场规模呈现出稳步且快速增长的态势。

3、抗氧化类产品市场概况。公司抗氧化类产品以白藜芦醇为主。白藜芦醇作为一种天然抗氧化剂，广泛存在于花生、葡萄、虎杖、桑葚等植物之中。它能够通过与人体内雌性激素受体结合，调节血液中胆固醇水平，抑制血小板形成血块并粘附于血管壁，进而抑制和减轻心血管病的发生与发展，降低人体患心血管病的风险。此外，白藜芦醇还具备抗菌、抗氧化、免疫调节、抗喘等多种生物活性。不过，自然界生物中的白藜芦醇含量较低，需通过不同方法转化生成。目前，白藜芦醇在补充剂领域应用潜力巨大，尤其是在针对特定疾病的膳食补充剂方面，是其应用最为广泛的领域。自 2015 年起，在全球新推出的含白藜芦醇产品中，美国占比达 76.3%，欧洲占比 15.1%，当前含有白藜芦醇的营养产品大多来自美国，由于下游应用需求更大，美国成为其最大的消费地区。数据显示，2017 年白藜芦醇全球市场规模为 4900 万

美元，且以 8% 的复合年增长率持续增长，预计未来 8 年内白藜芦醇制剂的销售额将达到 5 亿至 8 亿美元。随着药物及保健品制剂市场的增长，将进一步推动白藜芦醇原料需求的增长，促使其形成更大的产业结构链。

4、胃溃疡类药物市场概况。胃溃疡类药物作为胃肠药物的重要组成部分，在胃肠药品市场中占据着关键地位。胃肠药品主要涵盖抗溃疡及抗酸类、助消化类、胃动力类、止泻类等几大类。近年来，受生活节奏加快、工作和生活压力增大等多种因素影响，消化系统疾病的患病率呈现逐年上升态势。并且，随着人口年龄增长、结构老化，胃肠道疾病等消化系统疾病的发病率也愈发高企。值得一提的是，消化系统疾病具有高复发率的特点，这使得大部分患者需要在较长时间内持续用药。在患者数量增多以及消化系统疾病需长期服药这两大因素的共同推动下，消化系统疾病用药需求持续增长。据 QYResearch 数据显示，预计到 2025 年，全球消化胃溃疡药物市场规模将达到 201.70 亿美元，2019 年至 2025 年的复合年增长率为 3.8%。

图 32、2014-2025 年全球消化胃溃疡药物市场规模(亿美元，%)



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

5、抗病毒类市场概况。抗病毒药物作为特异性治疗病毒感染的药物，依据病毒所致疾病的不同，可分为广谱抗病毒药、抗流感病毒药、抗疱疹病毒药、抗肝炎病毒药和抗艾滋病毒药等多个类别。公司主要的抗病毒类产品联苯双酯，对慢性迁延性和慢性活动性肝炎患者具有显著降低血清谷丙转氨酶的作用。市场研究公司 GrandViewResearch 的数据显示，2019 年全球抗病毒药物市场规模已达 564 亿美元，近 4 年的复合增长率为 8.23%，其中抗肝炎病毒药物占据最主要的市场份额。我国抗病毒药物研制起步相对较晚，临床上能有效治疗病毒性疾病的药物较为稀缺。然而，近年来病毒性肝炎、艾滋病等疾病在全球快速蔓延，禽流感病毒、甲型 H1N1 流感病毒、新冠肺炎

病毒等轮番来袭，为抗病毒药物市场带来了广阔的发展前景。

6、解热镇痛类药物市场概况。解热镇痛抗炎药作为一类兼具解热、镇痛功效，且多数具备抗炎、抗风湿作用的药物，其市场需求正随着全球老龄化趋势的加剧而逐年攀升。由于老年人群体病痛多发，解热镇痛药类产品的需求日益增长。除传统的口服型镇痛药制剂外，近年来，针对骨关节炎引发的走路疼痛、运动导致的肌肉酸痛以及神经性疼痛症的外用型制剂在国际市场上销量激增，成为推动全球解热镇痛药物市场快速发展的新引擎。我国生产解热镇痛药的历史已逾 60 年，如今已发展成为世界解热镇痛药的生产大国以及全球重要的生产和出口基地，在国际市场上占据着一定优势。公司解热镇痛类产品涵盖塞来昔布等药物的中间体。塞来昔布作为新一代非甾体抗炎镇痛药，通过选择性抑制环氧合酶-2（COX-2）来抑制前列腺素生成，从而实现抗炎症、镇痛的效果。临床上，它主要用于缓解骨关节炎、成人类风湿关节炎和强直性脊柱炎的症状与体征，以及治疗成人急性疼痛。塞来昔布由辉瑞制药研制开发，于 1998 年 12 月 31 日获 FDA 批准上市，是全球首款选择性非甾体抗炎镇痛药，并于 2000 年 8 月 4 日获得中国 CFDA 批准上市。Newport 数据库显示，塞来昔布胶囊 2018 年和 2019 年在全球的销售额分别为 10.69 亿美元、11.21 亿美元。据 QYResearch 数据，2021 年全球解热镇痛类原料药市场规模约为 176 亿元人民币，预计 2028 年将达到 203 亿元，2022-2028 年期间年复合增长率为 1.7%。

7、紫外线吸收剂市场概况。紫外线吸收剂作为光稳定剂的重要一员，而光稳定剂则是用于提升高分子材料光稳定性的关键加工助剂。这类助剂能够屏蔽或吸收紫外线，有效保护高分子材料免受紫外线的破坏。公司紫外线吸收剂相关产品以二苯甲酰基间苯二酚等为代表。2018 年，全球光稳定剂消费量约为 6.57 万吨，消费区域主要集中于西欧、美国和中国，这三个地区的消费量占全球总消费量的 60% 以上。从消费增速来看，欧美地区的消费增速稳定在 2%-3%，而中国和印度则是光稳定剂消费量增长最为迅猛的地区，年均增长率分别达到 8% 和 6%。随着我国高技术产业的蓬勃发展，高性能高分子材料的需求持续攀升，这将进一步拉动市场对高端紫外线吸收剂的需求增长。

4.5 原料药及医药中间体的监管政策

中国、韩国和日本对原料药及医药中间体的监管政策各有特点。中国对原料药及医药中间体实施全面且严格的监管体系，涵盖药品生产许可制度、GMP 认证、药品注册管理、国家药品标准等多个方面，确保药品从生产到销售的全链条质量可控、安全有效。韩国则不强制要求进口原料药注册，但需满足特定条件并符合 GMP 条例，医药中间体则需按照 K-REACH 法案进行注

册。日本则要求外国生产企业通过国内代理商申请海外认定证书，并进行一系列严格的审查和登记程序；医药中间体需按照《化学物质审查与生产管理法》进行按量申报和测试。

表 9、中国、韩国和日本对原料药及医药中间体的监管政策

国家/地区	类别	监管政策概述
中国	原料药及医药中间体	实施全面且严格的监管体系：涵盖药品生产许可制度、GMP 认证、药品注册管理、遵循国家药品标准
韩国	原料药	不强制要求进口原料药注册，需符合特定条件和 GMP 条例
韩国	医药中间体	按照 K-REACH 法案进行注册
日本	原料药	外国生产企业需通过国内代理商申请海外认定证书，进行一系列严格的审查和登记程序
日本	医药中间体	按照《化学物质审查与生产管理法》进行按量申报和测试

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

假设一：产能升级与未来增长潜力。

2025 年 3 月 5 日公司募集项目产能升级，计划投资总额升级为 70,800.00 万元，项目周期 24 个月，达产后可年产 420 吨阿嗪米特、普仑司特等十六种原料药。这一举措不仅将提升公司的产能规模，还将通过优化生产流程降低成本，为公司的持续盈利能力注入强劲动力。降本增效销量提升后预计公司的收入和净利润都将保持增长趋势。

假设二：2024 年业绩稳健增长，订单将持续增长。

根据公司 2024 年业绩快报，哈一药业实现营业收入 2.70 亿元，同比增长 19.54%；归母净利润达到 4963.86 万元，同比增长 2.19%；归母扣非净利润更是实现了 35.87% 的显著增长，达到 4547.59 万元。主营业务收入中，抗过敏类药物中间体以 36.58% 的占比成为第一大产品类别，其销售规模的快速增长成为推动公司业绩提升的关键因素。抗血栓类药物中间体占比 27.71%，表现稳健。其他产品如胃溃疡类、抗氧化类、紫外线吸收剂及 CDMO 业务也均有良好表现。公司凭借高附加值产品的不断拓展和市场开拓力度的加大，预计未来订单将持续增长。

假设三：新业务拓展（制剂和 CDMO）与竞争力提升

在新业务拓展方面，哈一药业展现出了前瞻性布局。**制剂业务**：与韩国

达善合资设立安徽哈一达善，引入 MicroParticleCoating 技术，切入心血管制剂领域。达善制药为韩国 TOP10 药企核心供应商，覆盖日韩、东南亚市场。

CDMO 业务：子公司杭州小蓓已构建 40 人研发团队（4 名博士领衔），实验室面积 2000 多平米，承接和记黄埔、日本第一制药等订单，为公司的持续发展和竞争力提升奠定了坚实基础。有望成为公司新的业绩增长点。

公司未来 2-3 年的布局仍是以立足高级中间体、原料药为主，拓展到 CDMO、制剂业务，发挥现有原料药优势，完成制剂产品布局，形成销售规模，提升公司的竞争力。基于以上假设，我们分业务预测如下：

抗过敏类：2024 年业绩快报显示公司抗过敏类产品销售规模实现快速增长，提高了公司的市场竞争力及盈利能力。2024H1 公司抗过敏类产品销售营收占比 36.58%，同比增长 121.95%。随着产能升级，效率提升，销售规模的不断扩大，预计未来其收入和利润将保持较高的增长率，对公司盈利的贡献将进一步提升。

抗血栓类：2024H1 公司抗血栓类产品销售营收占比 27.71%，同比增长 6.28%。抗血栓类药物市场前景广阔以及心血管类制剂的拓展，公司产品将受益于心血管疾病用药需求增长，公司在该领域有稳定的客户资源和技术优势，产品销售有望稳步增长，为公司盈利提供稳定支撑。

胃溃疡类：2024H1 公司胃溃疡类产品销售营收占比 7.52%，同比增长 0.6%。胃溃疡类药物市场需求稳定，随着公司市场推广力度的加大和产品质量的提升，预计其盈利将逐步增长。

抗氧化类：2024H1 公司抗氧化类产品销售营收占比 6.50%，同比增长 -55.29%。随着人们对健康的重视程度不断提高，抗氧化类药物的市场需求有望增加，公司在该领域的盈利也将有所增长，毛利率有望提升。

紫外线吸收剂：2024H1 公司紫外线吸收剂占产品销售营收比 6.16%，同比增长 22.6%。随着防晒、化妆品等行业的发展，其市场需求较为稳定，公司该产品的盈利预计也将保持稳定。

解热镇痛类：2024H1 公司解热镇痛类产品销售营收占比 5.38%，同比增长 -17.2%。市场竞争较为激烈，但公司凭借自身的技术和成本优势，有望在该市场中占据一定份额，盈利将保持稳定增长。

抗病毒类：2024H1 公司抗病毒类药物产品销售营收占比 2.99%，同比增长 -47.24%。虽然目前占比较小，但随着全球对病毒防控的重视，该领域的市场需求可能会出现增长，或将为盈利带来新的增长点。

CDMO 业务：2024H1 公司 CDMO 业务营收占比 2.55%，同比增长 -37.05%。随着公司杭州小蓓公司业务的拓展和发展，未来有望形成公司新的

业务增长点。

其他业务：2024H1 公司其他营收占比 4.62%，同比增长 19.53%。公司目前储备的品种主要有抗凝血类、血糖类、肿瘤靶向药等业务，随着新业务品种的拓展以及制剂业务的拓展，其他业务收入有望形成新的业务增长点。

综合毛利率：随着公司新业务的拓展和产能放量带动公司整体毛利率保持稳定提升。预计 2024-2026 年公司综合毛利率分别为 38.97%/40.17%/41.21%。

期间费用率：2024 年公司持续加大研发投入力度，研发费用相应增加。管理费用也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 0.88%/0.89%/0.99%；预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 7.35%/7.50%/8.00%。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 11.56%/12.00%/12.50%。

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 270.46/324.56/398.62 百万元，同比增长 19.54%/20.00%/22.82%/；2024-2026 年公司归母净利润分别为 49.63/61.21/74.74 百万元，同比增长 2.17%/23.33%/22.11%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 22.97/18.63/15.25 倍。

表 10、销售收入结构预测

收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计营收	258.70	226.25	270.46	324.56	398.62
YOY	23.88%	-12.54%	19.54%	20.00%	22.82%
抗过敏类	49.06	44.47	102.28	132.97	179.51
YOY	0.00%	-9.35%	130.00%	30.00%	35.00%
抗氧化类	30.23	34.77	24.34	27.99	30.79
YOY	0.00%	15.02%	-30.00%	15.00%	10.00%
抗血栓类	79.06	70.13	75.74	87.10	101.04
YOY	0.00%	-11.29%	8.00%	15.00%	16.00%
胃溃疡类	19.04	15.42	12.95	14.24	15.38
YOY	0.00%	-19.05%	-16.00%	10.00%	8.00%
解热镇痛类	20.93	24.97	25.34	27.87	32.06
YOY	0.00%	19.27%	1.50%	10.00%	15.00%
紫外线吸收剂	13.79	9.52	11.90	13.69	15.05

YOY	20.60%	-30.95%	25.00%	15.00%	10.00%
抗病毒类	25.50	9.14	5.03	5.53	6.08
YOY	0.00%	-64.15%	-45.00%	10.00%	10.00%
CDMO	10.52	11.78	7.94	8.73	10.04
YOY	0.00%	11.89%	-32.60%	10.00%	15.00%
其他业务	10.55	3.95	4.94	6.42	8.67
YOY	38.08%	-62.54%	25.00%	30.00%	35.00%
毛利率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体	37.25%	35.94%	38.97%	40.17%	41.21%

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

5.2 估值及建议

公司借助产能升级、研发驱动和高附加值产品结构的优化及全球化布局，促使公司具备持续增长潜力。随着募投项目产能释放、CDMO 业务落地及高毛利产品占比提升，业绩有望稳定增长。我们选取森萱医药、奥翔药业、同和药业、富祥药业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 23.75 倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“增持”评级。

表 11、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
830946.BJ	森萱医药	0.32	0.31	0.35	0.41	29.70	30.62	26.82	23.10
603229.SH	奥翔药业	0.31	0.39	0.50	0.51	25.18	19.76	15.31	15.10
300636.SZ	同和药业	0.25	0.31	0.43	0.56	26.21	20.87	15.25	11.72
300497.SZ	富祥药业	-0.37	-0.04	0.27	0.45	--	--	26.29	15.54
算术平均值		--				27.03	23.75	20.92	16.36
430478.BJ	哈一药业	0.86	0.88	1.09	1.33	23.47	22.97	18.63	15.25

资料来源：同花顺iFinD，数据截至2025年4月7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）

6 风险提示

产品结构波动风险。公司目前的核心产品聚焦于特色原料药的高级中间体领域。特色原料药本身具有产品规模相对较小但品种繁多的特性，而公司产品的主要类别更是涵盖了抗过敏类、抗血栓类、抗氧化类、胃溃疡类、抗

病毒类、解热镇痛类以及紫外线吸收剂等多个领域，产品类别极为丰富。展望未来，公司产品结构将紧密跟随细分产品客户需求的动态变化而调整。然而，这种变化也潜藏着风险。一旦公司客户需求出现不利变动，或者公司未来推出的新产品未能及时转化为新的利润增长点，又或是产品结构与行业发展趋势和市场需求出现偏差，都将对公司经营业绩的稳定性构成一定程度的挑战。

销售客户集中风险。公司前五大客户的销售占比处于较高水平。倘若公司主要客户在产品经营策略、存货管理策略方面做出调整，或者其整体生产经营状况发生变动，很可能对公司产品订单的结构和规模进行相应调整或减少，进而对公司的产品销售产生不利影响。更为严重的是，如果主要客户遭遇重大经营或财务风险，公司的生产经营和财务状况也将面临严峻考验。

政策变动风险。医药行业是一个受政策影响极为显著的行业，安全生产政策、药品监管政策以及环保政策等方面的变化都可能对公司产生重大影响。一旦政策出现不利调整，公司可能面临产品注册审批难度增加、环保成本上升等问题，这将对公司的生产经营和盈利能力造成直接冲击。

原辅材料供应及价格波动风险。公司的主要原材料包括生产相应产品所需的化工产品和初级中间体等。原材料价格的波动对公司的盈利能力有着至关重要的影响。如果上游行业受到周期性波动、通货膨胀等不可预见因素的影响，导致原材料价格上升，公司的生产成本将面临巨大压力，进而对公司的盈利能力产生不利影响。

对外贸易波动风险。公司营业收入中境外销售占比较高，且内销客户中部分贸易商客户向公司采购的产品最终也销往境外。目前，公司产品主要出口至韩国、日本等国家，这些国家对于原料药和医药中间体产品的贸易尚未出台严格的限制政策。然而，随着国际经济形势的不断变化，未来相关国家有可能在原料药和医药中间体产品的进口贸易政策、产品认证要求等方面做出调整。公司将面临主要销售国贸易政策变化带来的不利影响风险。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	211	359	388	440	496
现金	80	69	82	99	121
应收票据及应收账款	37	20	48	34	67
其他应收款	1	14	4	18	9
预付账款	2	4	3	5	4
存货	67	92	89	123	133
其他流动资产	24	161	161	161	161
非流动资产	170	174	186	199	220
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	96	133	142	155	173
无形资产	25	25	24	23	21
其他非流动资产	48	16	20	22	25
资产总计	381	533	574	639	716
流动负债	53	63	73	97	123
短期借款	0	0	8	18	33
应付票据及应付账款	40	46	52	64	75
其他流动负债	14	16	14	16	14
非流动负债	3	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3	3
负债合计	56	66	77	101	126
少数股东权益	16	11	8	4	0
股本	30	40	56	56	56
资本公积	34	134	118	118	118
留存收益	245	281	317	361	415
归属母公司股东权益	309	456	489	534	590
负债和股东权益	381	533	574	639	716

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	57	41	48	53	67
净利润	53	44	46	58	71
折旧摊销	17	16	16	20	24
财务费用	-2	-1	-2	-1	-2
投资损失	-1	-3	-1	-2	-2
营运资金变动	-12	-19	-12	-22	-24
其他经营现金流	2	4	0	0	0
投资活动现金流	-22	-150	-27	-31	-43
资本支出	22	17	28	33	45
长期投资	-2	-136	0	0	0
其他投资现金流	2	3	1	2	2
筹资活动现金流	-23	102	-16	-15	-16
短期借款	-5	0	8	10	15
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	10	16	0	0
资本公积增加	0	100	-16	0	0
其他筹资现金流	-18	-8	-23	-26	-31
现金净增加额	14	-7	6	6	8

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	259	226	270	325	399
营业成本	162	145	165	194	234
营业税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	1	2	2	3	4
管理费用	21	26	31	39	50
研发费用	17	16	20	24	32
财务费用	-2	-1	-2	-1	-2
资产和信用减值损失	-1	-3	-0	-1	-0
其他收益	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	1	3	1	2	2
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	58	38	54	65	80
营业外收入	3	14	0	3	3
营业外支出	0	1	0	1	1
利润总额	61	52	53	68	82
所得税	8	7	7	10	12
净利润	53	44	46	58	71
少数股东损益	-4	-5	-4	-3	-4
归属母公司净利润	57	49	50	61	75
EBITDA	78	67	68	85	104
EPS (元)	1.01	0.86	0.88	1.09	1.33

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	23.9	-12.5	19.5	20.0	22.8
营业利润(%)	77.2	-34.1	40.1	21.5	22.1
归属于母公司净利润(%)	69.7	-14.1	2.2	23.3	22.1
获利能力					
毛利率(%)	37.2	35.9	39.0	40.2	41.2
净利率(%)	20.4	19.5	17.0	17.8	17.7
ROE(%)	16.2	9.4	9.3	10.7	11.9
ROIC(%)	16.9	9.5	8.9	10.2	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	14.7	12.4	13.4	15.8	17.6
净负债比率(%)	-23.9	-14.2	-14.7	-14.8	-14.8
流动比率	4.0	5.7	5.3	4.5	4.0
速动比率	2.6	4.2	4.0	3.2	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	9.9	9.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.2	4.9	9.2	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	0.86	0.88	1.09	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	0.74	0.85	0.94	1.19
每股净资产(最新摊薄)	5.50	8.11	8.70	9.49	10.50
估值比率					
P/E	20.2	23.5	23.0	18.6	15.3
P/B	3.7	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	13.6	13.9	13.5	10.6	8.6

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，17 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。