

海翔药业(002099)

深度报告

公司研究——化学制药行业

证券研究报告

医药板块发力，步入新成长周期

——海翔药业深度报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：毛雅婷，盖文化
✉️：maoyating@stocke.com.cn

报告导读

我们认为，公司经过2019-2021年产业链整合过渡期，2022年起医药收入占比和净利润率有望持续提升，染料业务有望逐步触底回升，带动综合资产运营效率提升，进入新成长周期。

投资要点

□ 海翔药业：医药板块发力，步入新成长周期

海翔药业成立于1966年，业务涵盖医药、染料全产业链。我们认为，相比于其他特色原料药公司，海翔药业的特点在于：大吨位品种+特色品种立项，市场占有率较高（根据公司2021年年报“培南系列、克林霉素系列、氟苯尼考、伏格列波糖、盐酸阿莫洛芬、瑞格列奈等特色原料药及核心中间体在全球市场稳居前列”；根据健康网，2022年1-4月公司克林霉素盐酸盐原料药出口额占比约40%）。展望2022-2024年，我们认为公司增长的边际变化是：1.业务结构变化，医药业务贡献快速提升（2022Q1医药业务营收占比接近70%），培南类拳头产品量价齐升，市场竞争力稳步提升；CMO/CDMO项目及客户池不断拓展。2.新产能投放（2021年固定资产投资同比增长32.6%）。3.盈利能力进一步提升，具体表现为：①2021年新投产产能的利用率提升；②员工持股计划摊销费用降低（根据2020年员工持股计划草案，2022年摊销费用同比下降73%）。综上，我们预计公司2022年在染料业务拖累边际降低、原料药业务规模优势初显的背景下，利润端有望实现较高速增长，2022-2024年收入有望保持较稳健增长。

□ 医药板块：产业链整合，C(D)MO结构改善

1. 拳头产品量价齐升，特色产品放量增效。

中间体及原料药品种梯队逐渐国际化、多元化，奠定中短期增长的基础。公司产品聚焦抗感染、降糖、心血管、消化道、精神神经等六大治疗领域。我们认为，公司原料药在法规市场有多年积累及优势，展望2022-2024年公司医药业务增长来自于：①培南、克林霉素等拳头产品产业链规模优势凸显；②新项目储备充足，动保系列、心血管类、降糖类产品在产能释放以及工艺改进下有望逐步放量增效；③抗病毒领域产能释放将迎来新市场机遇（宜昌海翔新建产能预计2023年投产）；在制剂产品获批放量。

2. C(D)MO：开展多方位战略合作，拓展项目及客户池。

C(D)MO产能充足，BD业务开发初见成效。2021年，公司聘请中国工程院院士陈芬儿博士担任首席科学家，开展前瞻性技术研究和探索，储备国际前沿技术，巩固技术优势地位；且与华益泰康以及鑫开元达成全方面战略合作，共建国际化CDMO服务平台，丰富CDMO项目梯队。根据公司2021年年报“年内新增2项特色原料药合作项目、与国际原研药企1项核心中间体项目已进入商业化合作阶段，均签订吨级规模订单，后续将持续放量增长，另有洽谈中的潜在合作项目超过10项”，叠加上海酶生物实验室、川南多功能中试车间已投入使用，我们预计公司在C(D)MO产能规模、服务能力等综合实力将持续提升，潜在项目及客户池将持续扩容，

评级

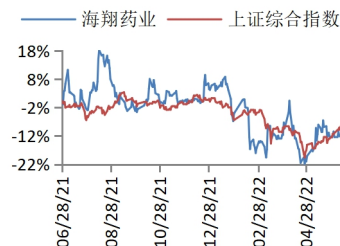
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥7.22

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.05
4Q/2021	0.01
3Q/2021	0.01
2Q/2021	0.00



公司简介

公司是一家业务涵盖医药、染料全产业链的综合性医化企业。医药板块业务涉及特色原料药及医药中间体、仿制药的研发和商业化生产销售，并为全球知名制药企业提供定制研发及生产服务（CMO/CDMO）。染料板块业务涉及染料中间体及环保型活性染料的研究、生产及销售。

相关报告

为公司带来潜力增长。

3. 产能利用率增加，看好固定资产周转率提高。

从在建工程和固定资产角度看，我们认为 2022-2024 年是公司核心产品产能利用率提升期：通过梳理公司环评报告，可以发现公司持续围绕核心产品做前端中间体以及后端原料药、制剂的产能布局延伸。我们认为，2022 年-2024 年新释放产能的产品市场及竞争格局相对较好（培南系列、达比加群酯、氟苯尼考等），我们看好公司产能利用率提高下固定资产周转率的提升。

□ 染料板块：短期承压，静待花开

染料中间体原料一体化产业链，有望部分抵御行业低迷影响。染料行业发展周期与下游纺织印染行业的发展周期息息相关，2020 年受疫情影响，我国染料产量及销售金额有所回落；随着国内安全环保形势趋严，染料行业上游原料供应的波动和染料生产装备升级、环保技改投入加大，许多小型染料生产厂商供给逐渐收缩。我们预计随着疫情影响逐步控制，染料行业产业结构调整、产能出清，供需两端存在的问题有望逐步缓解。

子公司台州前进具有从最初的基础化工原料到最终产品 KN-R 的完整产业链的生产和供应能力。根据 2022 年半年度业绩预告“染料业务受行业低迷影响，盈利能力低于往年平均水平”，我们认为公司关键中间体配套可以部分对冲抵御上游原材料价格及供给不稳定带来的不利影响，和同行业其他竞争对手相比，公司可能在成本控制（毛利率相对较高）、质量稳定性方面具有较强优势。

□ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 28.6 亿元、33.1 亿元、40.0 亿元，同比增长 15.0%、15.7%和 21.0%；实现归母净利润 3.3 亿元、4.4 亿元和 5.7 亿元，同比增长 242.0%、35.3%和 28.4%。我们认为，2022-2024 年公司医药板块自研产品与 C(D)MO 业务齐发力，在染料业务拖累边际降低的情况下，盈利能力有望逐步恢复提升，步入新成长周期，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

在研产品推进不及预期风险；下游需求波动风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险等

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2485	2858	3306	4002
(+/-)	0.54%	15.02%	15.69%	21.04%
净利润	95	326	440	565
(+/-)	-72.71%	241.99%	35.26%	28.36%
每股收益 (元)	0.06	0.20	0.27	0.35
P/E	121.54	35.54	26.27	20.47

正文目录

1. 海翔药业：医药板块发力，步入新成长周期	5
2. 医药板块：产业链整合，C(D)MO 结构改善	7
2.1. 拳头产品量价齐升，特色产品放量增效	7
2.2. C(D)MO：开展多方位战略合作，拓展项目及客户池	11
2.3. 产能利用率增加，看好固定资产周转率提高	12
3. 染料板块：短期承压，静待花开	14
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值	17
4.3. 投资建议	17
5. 风险提示	18
6. 附录	18

图表目录

图 1：公司业务布局概览	5
图 2：2014-2021 年公司主营业务收入及增速	6
图 3：2014-2021 年公司归母净利润及增速	6
图 4：2018H1-2022Q1 公司医药板块占比逐渐提升	6
图 5：2019-2021 年公司固定资产投入	6
图 6：国内注射用美罗培南样本医院销售额	8
图 7：全球注射用美罗培南销售额	8
图 8：部分培南类中间体及原料药价格变化趋势	8
图 9：2019Q1-Q3 培南系列原料药及中间体出口量竞争格局	8
图 10：国内克林霉素磷酸酯注射液样本医院销售额	9
图 11：国内盐酸克林霉素注射液样本医院销售额	9
图 12：2021.1-2022.4 克林霉素磷酸酯出口量及均价	9
图 13：2022 年 1-4 月克林霉素磷酸酯出口竞争格局	9
图 14：2021.1-2022.4 盐酸克林霉素出口量及均价	9
图 15：2022 年 1-4 月克林霉素磷酸酯出口竞争格局	9
图 16：2019-2021 年公司 CMO/CDMO 业务收入	12
图 17：2016-2021 年公司固定资产周转率及固定资产、在建工程占比	12
图 18：2016-2021 年中国染料产量及销售收入	14
图 19：2021.4-2022.5 全国纺织品、服装出口同比增速变化	14
图 20：公司部分产品工艺上下游关系	15
图 21：公司染料销量及单吨价值量变化	15
图 22：2014-2021 年公司及可比公司染料毛利率变化	15

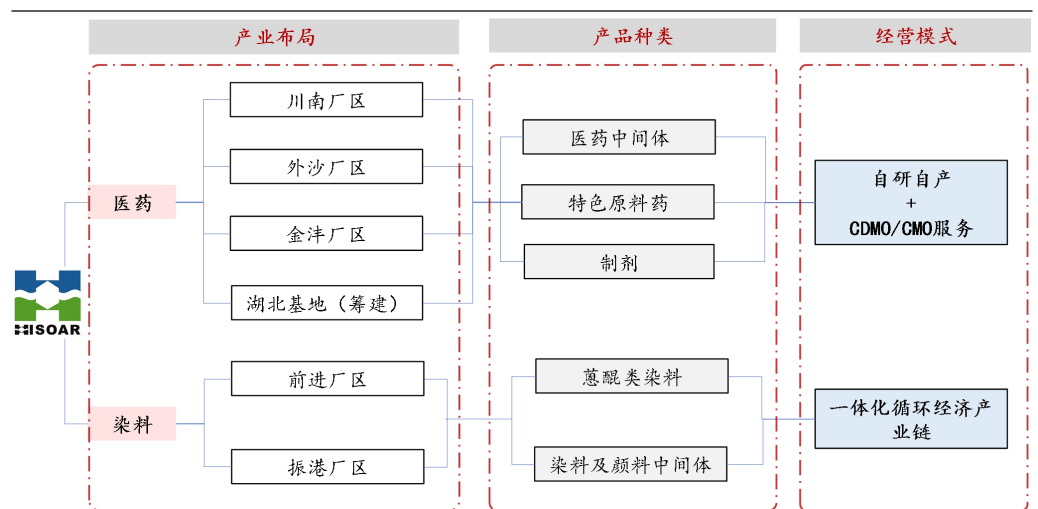
表 1: 公司医药业务主要中间体产品介绍.....	7
表 2: 公司医药业务主要原料药产品及介绍.....	7
表 3: 公司医药业务主要在研制剂品种及介绍.....	10
表 4: 公司在研项目(截至 2021 年 12 月).....	10
表 5: 公司主要中间体、原料药品种及产能情况.....	13
表 6: 公司染料业务主要产品及用途.....	14
表 7: 公司部分业务拆分及收入预测(单位: 百万元).....	16
表 8: 盈利预测与财务指标.....	17
表 9: 公司历史沿革.....	18
表附录: 三大报表预测值.....	20

1. 海翔药业：医药板块发力，步入新成长周期

海翔药业成立于1966年，2006年于深交所上市，2014年东港工贸集团控股海翔药业，同时将染料板块并入，从此发展为涵盖医药、染料全产业链的综合性医化企业（公司历史沿革详见附录）。公司医药板块业务涉及特色原料药及医药中间体、仿制药的研发和商业化生产销售，并为全球知名制药企业提供 CMO/CDMO 服务。染料板块业务涉及染颜料中间体及环保型活性染料的研究、生产及销售。

公司多年来专注耕耘医药、染料行业，拥有全产业链模式的生产平台，构建了全球化的产业布局，产品远销美国、欧洲、日本、印度等多个国家和地区，与 BI、Pfizer、Sun Pharma、Meiji、SANOFI、Novartis、GSK 等国际医药巨头保持长期合作。

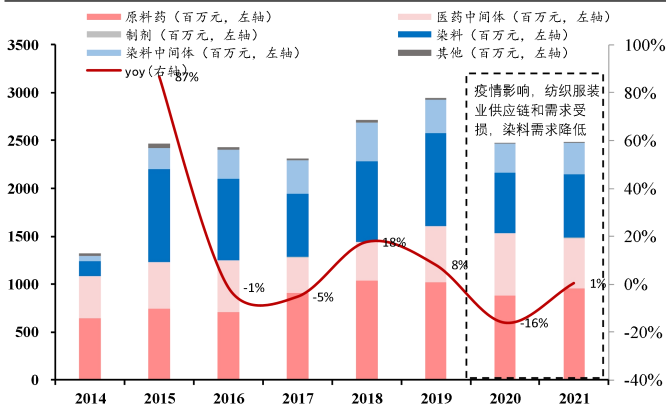
图 1：公司业务布局概览



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

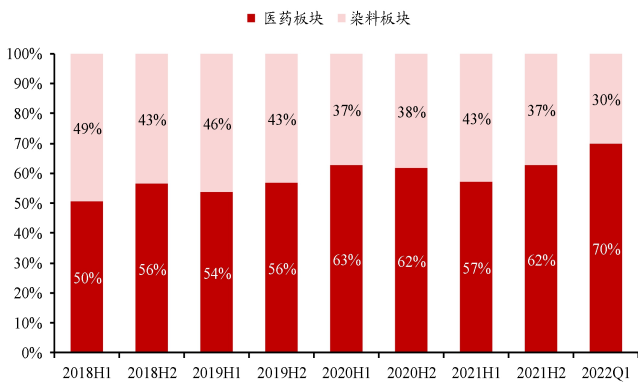
我们认为，相比于其他特色原料药公司，海翔药业的特点在于：大吨位品种+特色品种立项，市占率较高（2022Q1 医药业务营收占比接近 70%，根据公司 2021 年年报“培南系列、克林霉素系列、氟苯尼考、伏格列波糖、盐酸阿莫洛芬、瑞格列奈等特色原料药及核心中间体在全球市场稳居前列”；根据健康网，2022 年 1-4 月公司克林霉素盐酸盐原料药出口额占比约 40%）。展望 2022-2024 年，我们认为公司收入和利润增长来自于：1. 医药板块拳头产品（培南类原料药及中间体等）量价齐升、市场竞争力稳步提升，CMO/CDMO 业务开展多方位战略合作，拓展项目及客户池。2. 新产能投放（2021 年固定资产投资同比增长 32.6%）。3. 盈利能力进一步提升，具体表现为：优化产能布局、产能利用率有所提升（根据 2021 年半年报公司“产能利用率较去年同期有所下降”、“中间体产能爬坡影响”、“染料整体产能利用率低于往年正常水平”，2021 年年报“2021 年下半年开始产业链优化效果显现，产能利用率提升”，2022 年半年报业绩预告“核心产品产能利用率和运营效率持续爬升中”）；员工持股计划摊销费用降低（根据 2020 年员工持股计划草案，2022 年摊销费用较 2021 年摊销费用下降 73%），从财务数据中也可以看出 2021 年 Q3 起季度净利润率有所提升。综上，我们预计公司 2022 年在染料业务拖累边际降低、原料药业务规模优势初显的背景下，利润端有望实现较高速增长，2022-2024 年收入有望保持较稳健增长。

图 2：2014-2021 年公司主营业务收入及增速



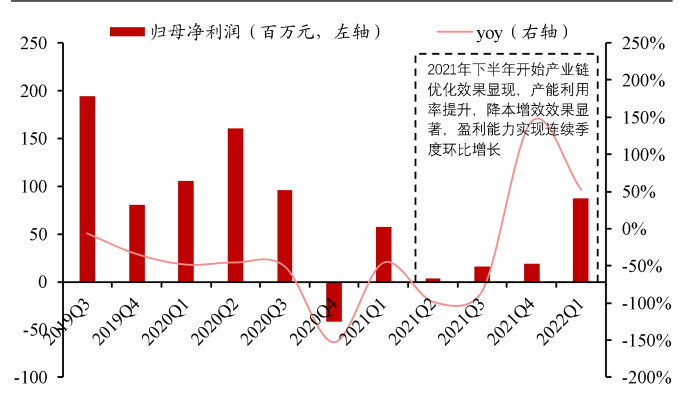
资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

图 4：2018H1-2022Q1 公司医药板块占比逐渐提升



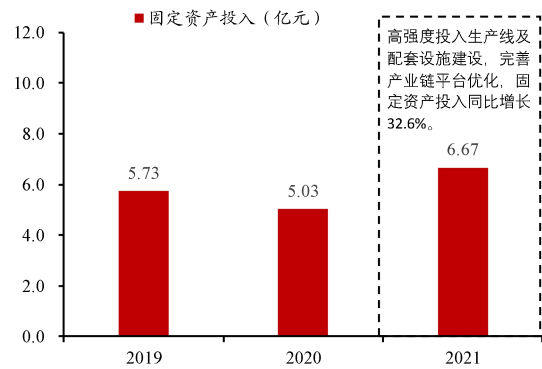
资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

图 3：2014-2021 年公司归母净利润及增速



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

图 5：2019-2021 年公司固定资产投入



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 医药板块：产业链整合，C(D)MO 结构改善

2.1. 拳头产品量价齐升，特色产品放量增效

中间体及原料药品种梯队逐渐一体化、多元化、国际化，奠定中短期增长的基础。公司医药板块专注特色原料药及仿制药制剂研发与制造，产品聚焦抗感染、降糖、心血管、消化道、精神神经等六大治疗领域，根据 Newport 数据库等，截至 2022 年 6 月，公司共有 6 个产品美国 DMF 处于激活状态，8 个产品欧盟 CEP 证书处于有效状态；根据公司 2021 年报，“培南系列、克林霉素系列、氟苯尼考、伏格列波糖、盐酸阿莫洛芬、瑞格列奈等特色原料药及核心中间体在全球市场稳居前列。产品通过了中国、美国、欧盟、日本、加拿大、印度、巴西等不同国家的官方认证，拥有国际国内 API 注册批件近 60 件。”我们认为，公司原料药在法规市场有多年积累及优势，展望 2022-2024 年，公司自研产品的边际变化可能来自于：①培南、克林霉素等拳头产品价格修复、量价齐升；②新项目储备充足，动保系列、心血管类、降糖类等产品在产能释放以及工艺改进下有望逐步放量增效；③抗病毒领域产能释放将迎来新市场机遇（宜昌海翔新建产能预计 2023 年投产）；在研制剂产品获批准量。

表 1：公司医药业务主要中间体产品介绍

应用领域	产品名称	适用症
抗感染类	培南中间体(4AA、4BMA、MAP、F9、KETO、厄他培南侧在多重耐药菌感染、需氧菌与厌氧菌混合感染、重症感染及免疫链、美罗培南侧链、替比培南侧链)	缺陷患者感染等的抗菌治疗中发挥着重要作用
	西司他汀中间体 ((z)-(s)-7-氯-2-(2,2-二甲基环丙甲酰胺基)-2-庚烯酸、西司他汀酸)	用于敏感菌所致的各种感染，特别适用于多种细菌联合感染和需氧菌及厌氧菌的混合感染
心血管类	利伐沙班中间体 (4-(对氨基苯基)吗啉-3-酮、(S)-N-环氧丙基邻苯二甲酰亚胺)	防治深层静脉血栓
	阿托伐他汀钙中间体	与运动、饮食控制和减肥联合来治疗高胆固醇血症和其他相关症状，也用来预防心血管疾病。
降糖类	达比加群酯中间体	口服抗凝药
	恩格列净中间体	在不依赖胰岛素的条件下，显著改善血糖水平
	伏格列波糖中间体 (井冈霉烯胺)	改善糖尿病餐后高血糖

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

表 2：公司医药业务主要原料药产品及介绍

产品名称	类别	US DMF	CEP	JDMF	Korea MFDS	制剂全球销售额 (百万美元)	原料药全球销售量 (kg)	美国 DMF 个数	COS/CEP 个数
克林霉素盐酸盐	抗生素	√	√	√	√			14	5
克林霉素棕榈酸酯盐酸盐	抗生素	√				1269.5	361210	9	0
克林霉素磷酸酯	抗生素	√	√	√	√			25	8
甲砒霉素	抗生素					7.4	16413.6	0	0
美罗培南	抗感染药			√		1889.1	165327	13	7
阿莫罗芬	抗真菌药		√		√	169.9	2153	0	5
联苯双酯	抗乙肝药				√	67.6	7395.7	0	0
盐酸去氧肾上腺素	血管收缩剂	√	√			2253.7	144271	11	10
琥珀酸美托洛尔	降压药	√	√			1765	1032080	27	13

富马酸噻硫平	抑制精神病药	√	√	1434.7	611787	38	35
瑞格列奈	抗高血糖药	√	√	222.7	2667.9	13	12
伏格列波糖	降糖药		√	341.9	803.8	0	0
利伐沙班	抗凝血药			13010.3	58454.7	46	8

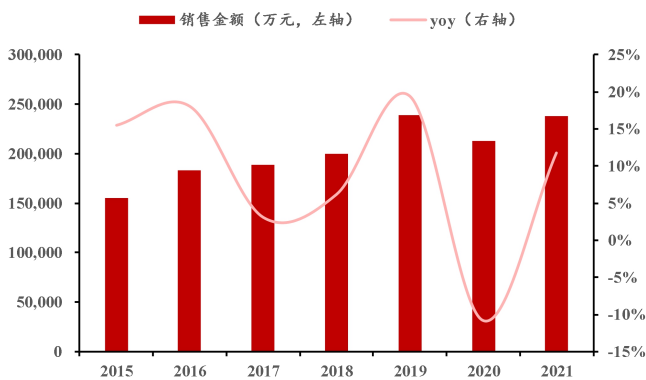
资料来源：公司官网，Cortellis，药融云，浙商证券研究所

注：制剂及原料药销售额及取自 2021Q1-2022Q1，加粗表示制剂已纳入集采，红色表示公司原料药已通过与制剂共同审批

培南、克林霉素等拳头产品产业链完整，规模优势凸显，迎来量价齐升

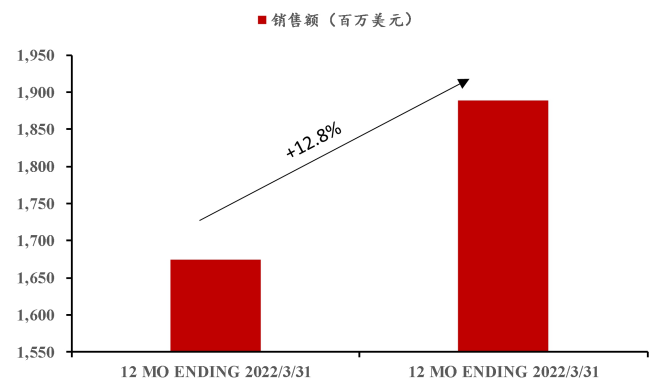
培南系列，海翔药业较早掌握培南类关键中间体 4-AA、MAP、KETO 核心技术，经多年培育扩展产业链，已经成为品类齐全、产业链全覆盖的全球知名培南类产品综合生产商。2022 年全国第七批集采中美罗培南注射剂最高较申报价降幅 57%，与 2021 年以来美罗培南原料药价格的上涨形成鲜明的对比，我们认为公司凭借在培南产品关键中间体及原料药持续一体化战略布局，优势及壁垒在逐步增强；此外根据 2021 年年报“培南系列全球市场需求旺盛、订单饱满，公司重点拓展培南高端市场份额，达成与国际医药巨头在培南方面的合作”、2022 年半年度业绩预告“培南系列产品产销两旺，收入较上年同期同比翻番，在原材料价格普涨大环境下，产品毛利率实现逐步恢复”，我们预计 2022 年公司在新建产能释放的规模优势以及龙头优势下培南系列将迎来较高增速，2023-2024 年，公司培南类产品的营收会呈现持续稳定的增长。

图 6：国内注射用美罗培南样本医院销售额



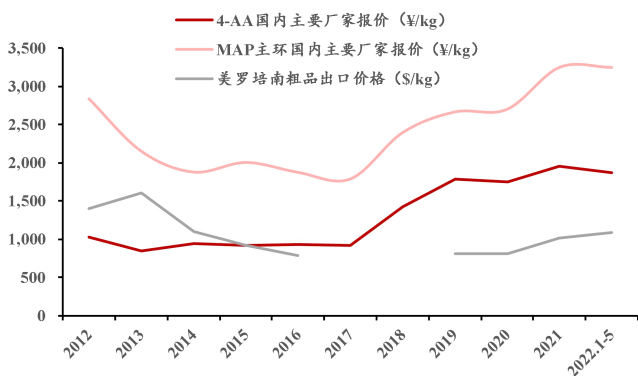
资料来源：wind 医药库，浙商证券研究所

图 7：全球注射用美罗培南销售额



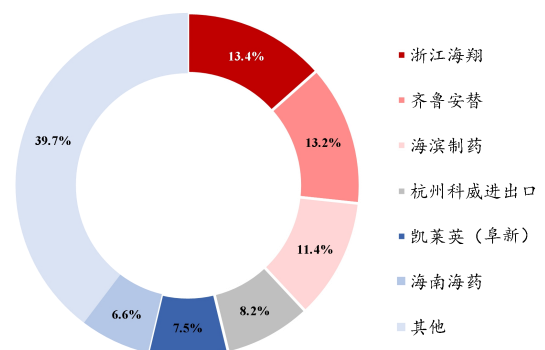
资料来源：Cortellis，浙商证券研究所

图 8：部分培南类中间体及原料药价格变化趋势



资料来源：健康网，浙商证券研究所

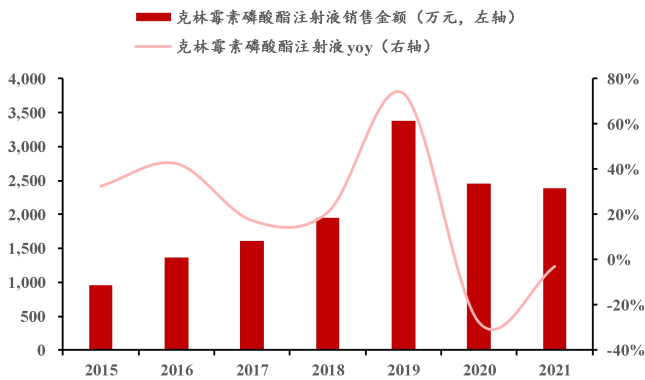
图 9：2019Q1-Q3 培南系列原料药及中间体出口量竞争格局



资料来源：健康网，浙商证券研究所

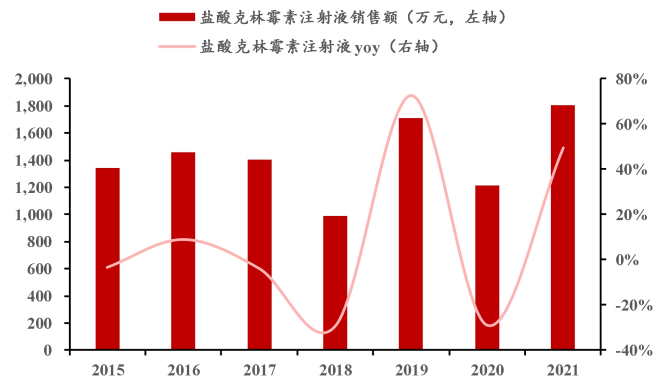
克林霉素系列，公司克林霉素分为盐酸、磷酸酯和棕榈酸酯三个品种，前两个主要与辉瑞合作（2012年7月4日公司公告，与辉瑞亚洲制造签订关于盐酸克林霉素系列有关产品的二十年合作协议，年产能不低于300吨，并保持长期向辉瑞公司供货的合作关系），棕榈酸酯系欧洲首仿，且公司盐酸克林霉素胶囊已通过一致性评价，并实现一定销售。我们认为疫情后需求有望逐步恢复，公司克林霉素产品在国内以及欧美高端市场公司的质量及规模优势明显，将贡献稳定收入。

图 10：国内克林霉素磷酸酯注射液样本医院销售额



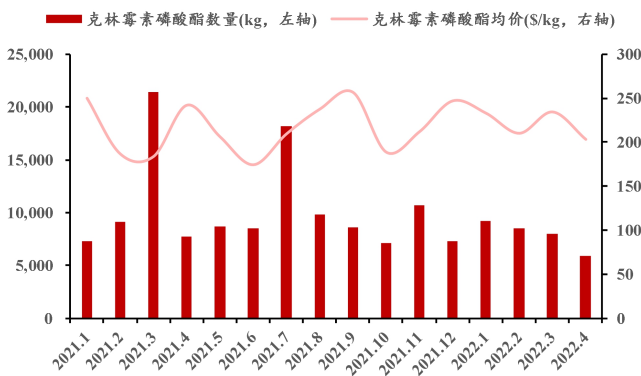
资料来源：wind 医药库，浙商证券研究所

图 11：国内盐酸克林霉素注射液样本医院销售额



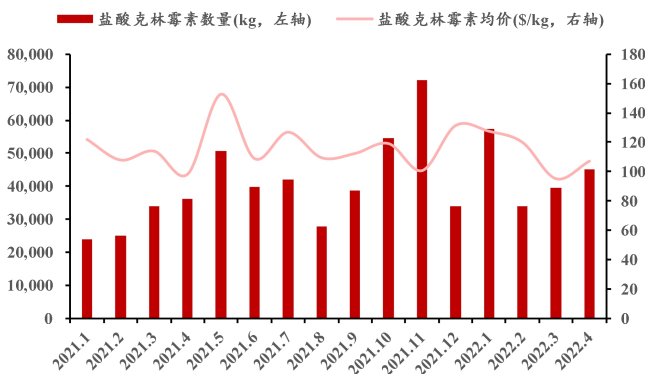
资料来源：wind 医药库，浙商证券研究所

图 12：2021.1-2022.4 克林霉素磷酸酯出口量及均价



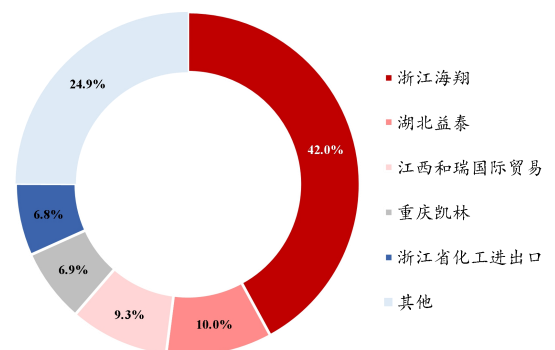
资料来源：健康网，公司公告，浙商证券研究所

图 14：2021.1-2022.4 盐酸克林霉素出口量及均价



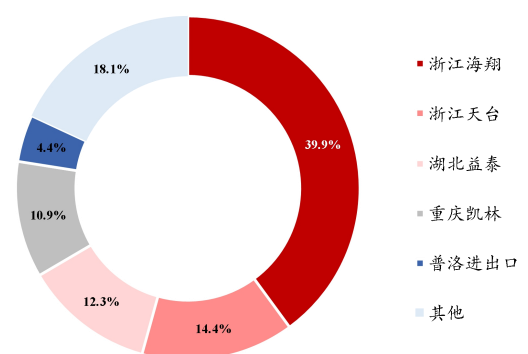
资料来源：健康网，公司公告，浙商证券研究所

图 13：2022 年 1-4 月克林霉素磷酸酯出口竞争格局



资料来源：健康网，浙商证券研究所

图 15：2022 年 1-4 月克林霉素磷酸酯出口竞争格局



资料来源：健康网，浙商证券研究所

新项目储备充足，动物保护系列、心血管类、降糖类原料药及制剂逐步放量增效，抗病毒领域迎来新市场机遇。2021年度公司研发投入1.65亿元，同比增长24.8%，根据2021年年报“过去三年来公司完成开发医药中间体14项，特色原料药7项，制剂9项，生物酶3项”，我们认为高研发投入赋能公司产品梯队逐步形成，将为公司未来增长奠定坚实基础，且新技术平台带来的工艺突破（如动物保护系列品种氟苯尼考）及新产能释放将直接带动公司产品放量增效。

原料药方面，公司建有多个特色技术平台，如：生物酶发现及发酵、膜分离、超低温反应、酶催化、手性催化氯化反应、微通道连续化反应、绿色氧化及氯化技术等特色技术平台；根据公司官网与公司2021年年报，截至2021年12月公司在研原料药已有2项完成小试研究，4项完成中试研究，1项完成工艺验证、待申报注册，产品涵盖心血管（阿托伐他汀钙、瑞舒伐他汀钙等）、免疫抑制剂（他克莫司）以及动保（加米霉素）等有增长潜力的大API。

制剂方面，公司已建立难溶性药物制剂技术及肠溶制剂技术平台；我们关注到公司伏格列波糖正在审评审批中，瑞格列奈片BE实验已经完成招募，考虑到制剂审评以及放量需要时间，我们预计公司制剂业务在2024年将进一步放量，前向一体化拓展为公司带来新增量。

此外根据2022年4月26日公司在投资者互动平台表示“公司布局抗病毒中间体及原料药项目，涉及不同阶段，已在合作洽谈中，也有少量商业化订单”且子公司宜昌海翔药业2022年5月22日已经获得年产5万吨抗病毒类医药中间体项目及年产3.74万吨药物合成产业一体化项目备案证，根据公司2021年12月1日公告“一期项目计划于2022年4月动工建设，工期12个月，拟于2023年4月正式投产”，我们看好公司在抗病毒领域新增长。

表 3：公司医药业务主要在研制剂品种及介绍

产品名称	类别	剂型	样本医院销售额(百万元)	是否集采	2021年原研市占率	外沙厂区设计产能
伏格列波糖	抗糖尿病药	片剂	95.74	否	90.37%	1.75 亿片/a
瑞格列奈	抗糖尿病药 II 型	片剂	148.76	第四轮集采	71.19%	7.02 亿片/a
达格列净	抗糖尿病药	片剂	520.59	否	100%	0.93 亿片/a
盐酸克林霉素胶囊	抗生素 抗炎症	胶囊剂	0.95	第二轮集采	1.87%	7.0 亿粒/a
美罗培南	抗生素	注射剂	2380.12	第七轮集采	48.36%	4355 万支/a
厄他培南	抗生素	注射剂	150.16	否	100%	500 万支/a
比阿培南	抗生素	注射剂	345.19	否	-	200 万支/a
阿托伐他汀钙	调节血脂	片剂	924.94	第一轮集采	81.04%	2.65 亿片/a
泮托拉唑	抗溃疡	片剂	105.49	第四轮集采	41.94%	0.85 亿片/a

资料来源：公司官网，wind 医药库，药融云，《年产 5000 万瓶无菌粉针剂、5000 万支冻干粉针剂与 4 亿支水针剂以及年产 100 亿片（粒）固体制剂的技改项目及厂房改扩建项目》，浙商证券研究所 注：红色表示已通过一致性评价，蓝色表示审批进度靠前

表 4：公司在研项目（截至 2021 年 12 月）

项目名称	项目进展	增长驱动
原料药	心血管类 4 项 1 项完成工艺验证、待申报注册；2 项完成中试研究； 1 项完成小试研究	丰富心血管类产品管线，实现新的增长点
	降糖类 2 项 1 项完成中试研究；1 项工艺改进处于小试阶段	丰富产品管线；提升产品质量，扩大市场占有率
	抗生素 1 项 完成小试研究	丰富抗生素产品管线，实现新的增长点

	动保系列 1 项	完成中试研究	丰富动保系列产品管线，实现新的增长点
制剂	抗生素 2 项	1 项完成小试研究；1 项完成中试研究	原料药向终端拓展，实现新的增长点
	降糖类 4 项	1 项已申报、正在评审中；1 项完成临床 BE；1 项完成工艺验证、待申报；1 项完成中试研究	原料药向终端拓展 2 项；丰富降糖类产品线 2 项
	心血管类 2 项	1 项完成工艺验证，待开展临床 BE；1 项完成中试研究	丰富产品管线，实现新的增长点
	抗病毒类 2 项	小试研究进行中	丰富产品管线，实现商业化供货，
中间体	心血管类 4 项	2 项完成中试研究；2 项完成小试研究	实现商业化供货，完善配套自身产业链
	降糖类 1 项	完成中试研究	拓展上游中间体，完善配套产业链
	抗生素 2 项	完成小试研究	优化工艺、降低成本、减少三废
	精神类 2 项	小试研究中	降低原料药成本，完善配套产业链
	动保系列 2 项	1 项中试研究中；1 项完成小试研究	工艺革新、降低成本；扩大市场占有率
其他	液晶材料 1 项	完成小试研究	丰富产品管线，实现商业化供货
	染料中间体 3 项	完成小试研究	丰富产品管线，实现商业化供货
	染料产品工艺优化 9 项	8 项完成小试研究；1 项中试研究中	降低成本、减少三废
	三废处理工艺改进 4 项	2 项中试研究中；2 项完成小试	减少废水排放，降低成本

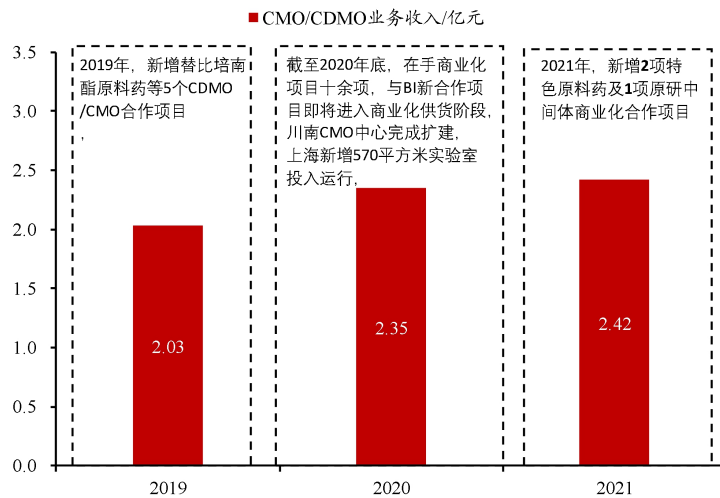
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2. C(D)MO：开展多方位战略合作，拓展项目及客户池

公司专注深耕小分子 C(D)MO 领域，拥有先进齐全的制造平台和医药全链条产能布局优势，是辉瑞、BI、MEJI、Sun Pharma 等全球知名药企的合作伙伴，现有合作项目涉及心血管类、抗感染类、降糖类等多个治疗领域。

C(D)MO 产能充足，BD 业务开发初见成效。2021 年公司聘请中国工程院院士陈芬儿博士担任首席科学家，开展前瞻性技术研究和探索，储备国际前沿技术，巩固技术优势地位；且与华益泰康以及鑫开元达成全方面战略合作，共建国际化 CDMO 服务平台，丰富 CDMO 产品线；根据公司 2021 年年报“年内新增 2 项特色原料药合作项目、与国际原研药企 1 项核心中间体项目已进入商业化合作阶段，均签订吨级规模订单，后续将持续放量增长，另有洽谈中的潜在合作项目超过 10 项”，叠加上海酶生物工程实验室、川南多功能中试车间已投入使用，我们认为公司在 CMO/CDMO 产能规模、服务能力等综合实力将持续提升，潜在项目及客户池将持续扩容，为公司带来潜力增长。

图 16：2019-2021 年公司 CMO/CDMO 业务收入

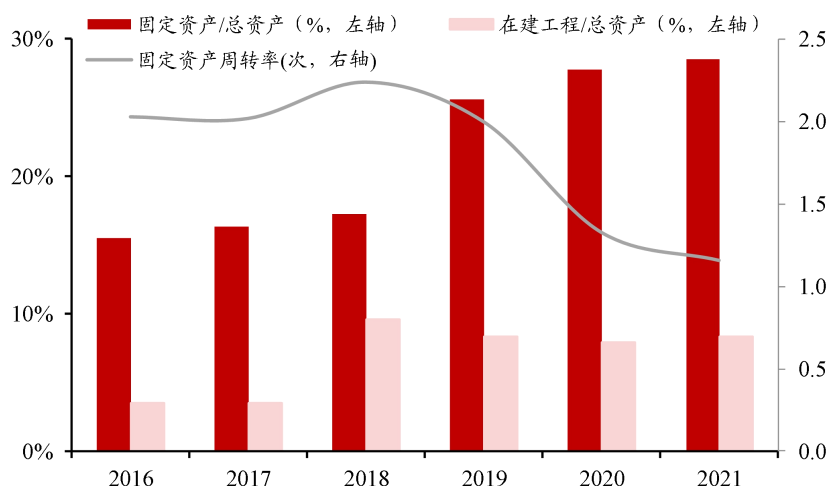


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.3. 产能利用率增加，看好固定资产周转率提高

从在建工程和固定资产角度看，我们认为 2022-2024 年是核心产品产能释放和产能利用率提升期：通过梳理公司环评报告，我们发现公司持续围绕核心产品做前端中间体以及后端原料药、制剂的产能布局延伸。根据 2021 年年报，公司“大力改扩建医药中间体厂区，目前新建医药中间体已投产并平稳运营，降成本、产量提升效果显著，完全满足快速增长的订单需求”；“无菌原料药车间和无菌粉针剂完成车间改造、设备安装等工作，目前正在进行验证生产前准备工作，后续将按照计划启动验证生产”；“制剂一期项目建有 8 亿片（粒）产能，制剂二期多剂型车间主体工程结顶，正在进行设备采购安装”；我们认为，2022-2024 年新释放产能的产品市场及竞争格局相对较好（培南系列、达比加群酯、氟苯尼考等），我们看好公司产能利用率提高下固定资产周转率的提升。

图 17：2016-2021 年公司固定资产周转率及固定资产、在建工程占比



资料来源：wind，浙商证券研究所

表 5：公司主要中间体、原料药品种及产能情况

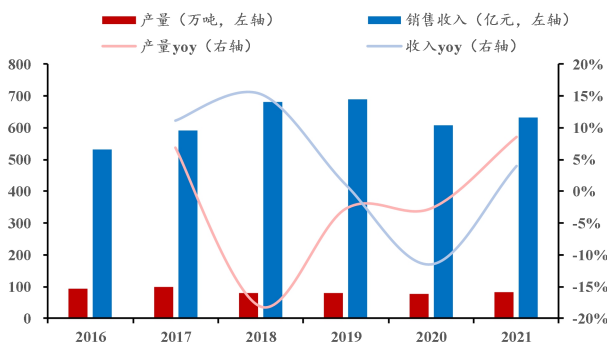
类别	产品名称	规划产能(吨/年)	备注
培南系列	美罗培南	120	
	比阿培南	5	
	无菌美罗培南	35	在建
	无菌比阿培南	5	在建
	亚胺培南	20	在建
	4-AA	400	
克林霉素系列	MAP	400	
	盐酸克林霉素	300	
	克林霉素磷酸酯	200	
其他抗生素系列	克林霉素棕榈酸酯	40	
	盐酸阿莫罗芬	2	
心血管系列	西司他汀酸	80	
	达比加群酯	100	试生产
降糖系列	阿托伐他汀中间体 A8	300	在建
	伏格列波糖	0.1	
抗乙肝药	瑞格列奈	1	
	联苯双酯	10	
动保系列	氟尼辛葡甲胺盐	20	
	甲砒霉素	100	
	氟苯尼考	800	在建
其他	KETO	100	
	4-AMBA	150	
	SIHO	100	
	PHE	60	
	ML-1	120	
	DA	200	
	M1	220	
	2-氯-5-碘苯甲酸	100	在建
	碳酸锂	180	在建
	葡萄糖酸钠	407.5	在建

资料来源：《年产 300 吨阿托伐他汀中间体 A8 产业化项目环境影响报告书》，浙商证券研究所

3. 染料板块：短期承压，静待花开

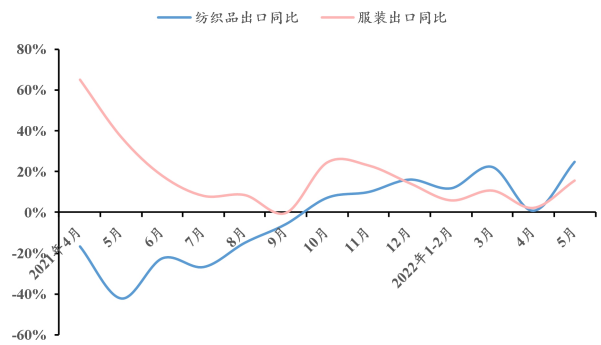
需求收缩下，染料行业景气下降带动行业主要供应商毛利率下降。中国是全球最大染料生产国，产能和需求都稳居世界第一位（根据前瞻产业研究院数据“中国染料产量已经占据全球总产量的70%以上”）。染料行业发展周期与下游纺织印染行业的发展周期息息相关，2020年受疫情影响，我国染料产量及销售金额有所回落，此外根据中国染料工业协会2022年5月调研信息“国内印染行业受疫情影响，对染料需求量减少，俄乌战争对染料出口，特别是对欧美出口影响较大”，我们认为在复杂严峻的国际环境和国内疫情频发带来的多重考验下，我国染料行业可能承压。同时，随着国内安全环保形势趋严，染料行业面临上游原料供应波动和染料生产装备升级、环保技改投入加大，许多小型染料生产厂商生产压力增加，染料供给逐渐收缩。我们预计随着疫情影响逐步控制，染料行业产业结构调整、产能出清，供需两端存在的问题有望逐步缓解。

图 18：2016-2021 年中国染料产量及销售收入



资料来源：中国染料工业协会，浙商证券研究所

图 19：2021.4-2022.5 全国纺织品、服装出口同比增速变化



资料来源：中国纺联国贸办，浙商证券研究所

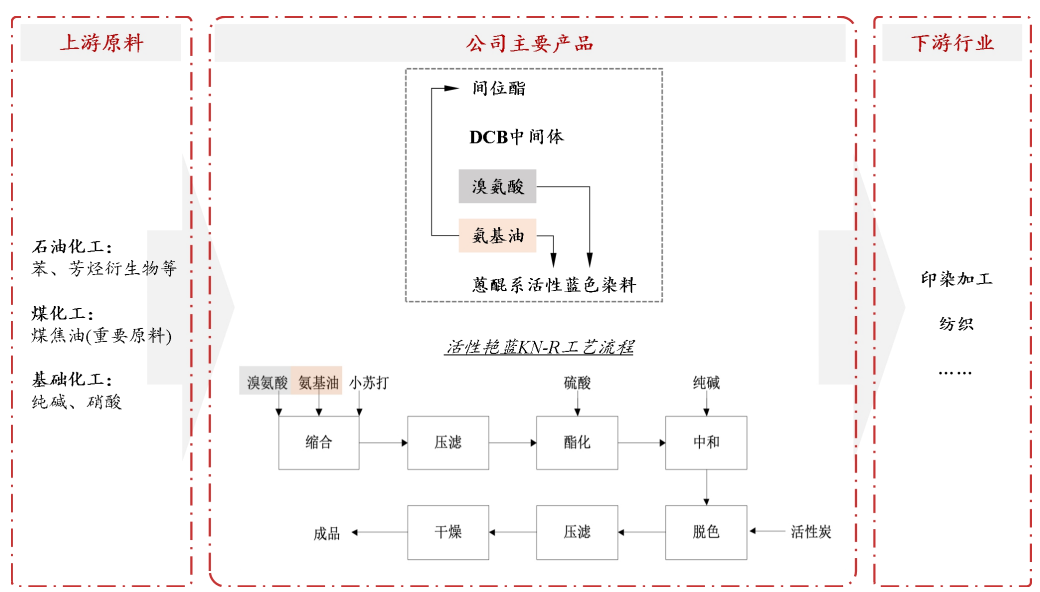
染料中间体原料一体化产业链，有望部分抵御行业低迷影响。子公司台州前进具有从最初的基础化工原材料到最终产品 KN-R 的完整产业链的生产和供应能力。根据 2022 年半年度业绩预告“染料业务受行业低迷影响，盈利能力低于往年平均水平”，我们认为公司关键中间体配套可以部分对冲抵御上游原材料价格及供给不稳定带来的不利影响，和同行业其他竞争对手相比，可能在成本控制（毛利率相对较高）、质量稳定性方面具有较强的优势。

表 6：公司染料业务主要产品及用途

主要类别	主要产品	主要用途
染料	主要生产蓝色系列产品，包括活性艳蓝 KN-R 系列，活性蓝 49、活性蓝 221、活有较高的日晒牢度和优良的匀染性，适用于连续性翠兰 21 以及酸性萘醌蓝等。	主要用于棉、麻、丝等天然纤维织物的染色，具染色、冷轧堆等印染工艺。
染料中间体	主要生产氨基油、溴氨酸、间位酯等染料中间体。	用于合成乙烯基砒型染料、萘醌型染料。
颜料中间体	主要生产 DCB 等颜料中间体。	主要用于颜料黄，颜料橙，颜料红等中高档双芳胺类偶氮颜料。

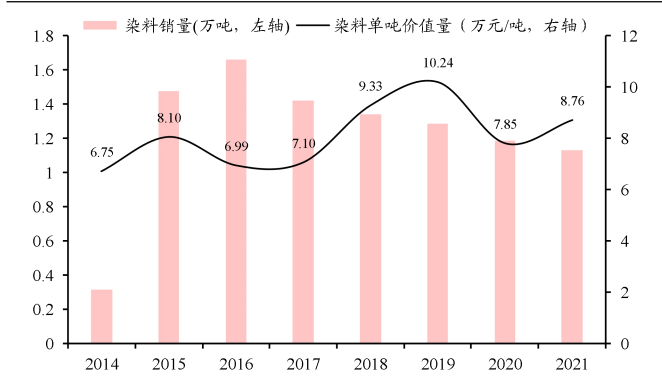
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 20：公司部分产品工艺上下游关系



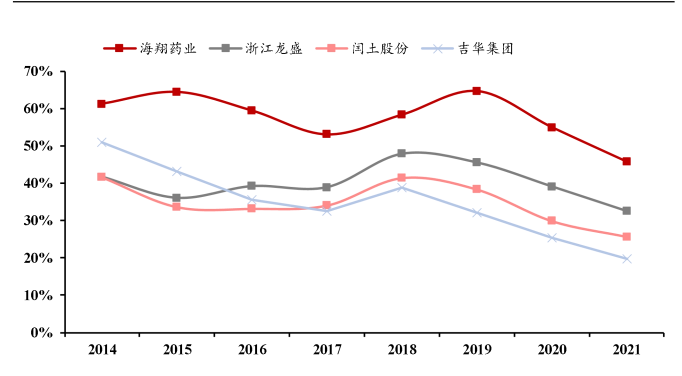
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 21：公司染料销量及单吨价值量变化



资料来源：wind，浙商证券研究所 注：包含中间体

图 22：2014-2021 年公司及其可比公司染料毛利率变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

综合上文分析，我们对公司不同业务板块主要产品进行拆分和分析：

- **原料药：**该品类主要由培南系列及克林霉素系列以及其他动保、降糖、心血管类构成，我们认为 2022-2024 年培南、克林霉素等拳头产品突破产能瓶颈，假设部分培南类产品以及克林霉素类产品有所涨价、生产量及交付量提升；动物保护系列、心血管类、降糖类等原料药在产能释放以及工艺改进下有望逐步放量增效。综合来看我们预计 2022-2024 年原料药业务收入 CAGR 有望保持 23%。
- **中间体：**该品类主要由培南类中间体组成，我们假设 2022-2024 年新产能投放、培南高端市场份额扩大，在研项目中心血管、降糖以及抗感染类中间体 2022-2024 年逐步落地放量，我们预计 2022-2024 年中间体业务收入 CAGR 有望保持 30%。
- **制剂：**根据 2021 年年报，公司拥有国际国内制剂注册批件 11 件，且固体制剂生产线已经通过中国和欧盟官方的 GMP 检查，考虑公司目前基数较小（仅有盐酸克林霉素胶囊以及阿卡波糖片实现销售）以及瑞格列奈、伏格列波糖制剂注册申报和下游放量节奏，我们预计 2022-2024 年该品种收入 CAGR 有望达到 72%。
- **C(D)MO 业务：**2021 年年报公司披露与国际原研药企 1 项核心中间体项目已进入商业化合作阶段，签订吨级规模订单，考虑到公司近期在 C(D)MO 领域中进行战略合作以及产能准备等资源配置，我们预计公司 2022-2024 年潜在项目及客户池将持续扩容，C(D)MO 业务新签订单将逐步落地，收入 CAGR 有望达到 23%。
- **染料业务：**根据公司 2022 年半年度业绩预告“染料业务受行业低迷影响，盈利能力低于往年平均水平”，我们认为公司染料业务可能受行业景气度影响，2022 年收入及毛利率均有所下滑，2023-2024 年逐步恢复，综合来看 2022-2024 年收入 CAGR 在 5%。

毛利率上，我们认为 2022 年培南类产品涨价以及整体产能利用率提升带动医药板块毛利率恢复，染料业务受行业低迷影响毛利率有所下滑，综合来看 2022 年毛利率略有下滑，2023-2024 年在染料业务毛利率逐步提升带动综合毛利率有所恢复。

费用率上，我们认为高难度中间体、原料药开发、C(D)MO 领域拓展下，研发费用率维持在较高水平；收入体量增长以及股权激励摊销费用降低下，管理费用率有所下降，考虑到公司营销策略我们预计销售费用率降保持较低水平。综合看，我们预计 2022-2024 年净利润率将有所恢复。

表 7：公司部分业务拆分及收入预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
医药板块	1,535	1,484	1,904	2,304	2,899
YoY	-4.6%	-3.4%	28.3%	21.0%	25.8%
占收入比例	62.1%	59.7%	66.4%	70.2%	78.3%
毛利率	39.8%	31.7%	37.0%	37.1%	37.1%
其中：原料药	830	902	1,109	1,316	1,676

	YOY	-13.0%	8.6%	23.0%	18.6%	27.4%
	占收入比例	33.6%	36.3%	38.6%	40.1%	45.3%
其中: 中间体		465	336	540	630	744
	YOY	3.9%	-27.7%	60.7%	16.8%	18.1%
	占收入比例	18.8%	13.5%	18.8%	19.2%	20.1%
其中: 制剂		6	5	6	8	23
	YOY	30.9%	-24.3%	30.0%	30.0%	200.0%
	占收入比例	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%
其中: CDMO		235	242	250	350	455
	YOY	15.7%	3.0%	3.3%	40.0%	30.0%
	占收入比例	9.5%	9.7%	8.7%	10.7%	12.3%
染料板块		930	989	939	986	1,085
	YOY	-29.4%	6.3%	-5.0%	5.0%	10.0%
	占收入比例	37.6%	39.8%	32.7%	30.1%	29.3%
	毛利率	54.9%	45.7%	35.0%	45.0%	50.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

4.2. 估值

综合上述分析,我们认为公司 2022-2024 年收入 CAGR 约为 17.2%, 2022 年-2024 年归母净利润 CAGR 约为 81.1%, EPS 分别为 0.20、0.27 和 0.35 元/股, 2022 年 7 月 19 日收盘价对应公司 2022 年 PE 为 35.5 倍, 高于可比公司平均 (我们从业务组成选择可比公司)。

表 8: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价		EPS			PE			评级
		7月19日	2021A	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E		
000739.SZ	普洛药业	19.8	0.8	1.0	1.4	26.2	19.0	14.7	买入	
300702.SZ	天宇股份	27.3	0.6	1.2	1.5	60.9	23.7	18.8	增持	
688076.SH	诺泰生物	24.0	0.6	0.6	0.8	55.7	37.5	30.7	增持	
300636.SZ	同和药业	15.2	0.4	0.4	0.7	56.3	35.9	23.0	无评级	
	平均					49.8	29.0	21.8		
002099.SZ	海翔药业	7.2	0.1	0.2	0.3	92.5	35.5	26.3	增持	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 同和药业 2022-2023 年 EPS 来自于 wind 一致预期, 其他公司 2022-2023 年 EPS 来自于浙商证券研究所估算。

4.3. 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 28.6 亿元、33.1 亿元、40.0 亿元, 同比增长 15.0%、15.7% 和 21.0%; 实现归母净利润 3.3 亿元、4.4 亿元和 5.7 亿元, 同比增长 242.0%、35.3% 和 28.4%。我们认为, 2022-2024 年公司医药板块自研产品与 C(D)MO 业务齐发力, 在染料业务拖累边际降低的情况下, 盈利能力有望逐步恢复提升, 步入新成长周期, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5. 风险提示

在研产品推进不及预期的风险：根据公司年报和官网，公司有较多中间体、原料药和制剂品种仍在研发早期，如果公司核心研发人员变动或项目推进进度不及预期，可能对公司中短期增长带来一定的影响。

下游需求波动的风险：公司医药中间体及原料药以及染料及染颜料中间体受下游制剂及纺织行业需求影响较大，若下游需求疲软将对公司业绩增长带来一定影响。

原材料价格波动的风险：染料业务上游原材料溴素是构成公司成本的最主要部分之一，原材料供给不足及价格大幅上涨会对公司盈利能力产生不利影响

汇率波动的风险：根据 2021 年报，公司外销收入占比 55%，人民币汇率波动带来的汇兑损益可能对公司毛利率、净利润率产生一定影响，具体影响大小受到公司美元敞口、套期保值政策等因素影响。

6. 附录

表 9：公司历史沿革

阶段	时间	事件
创建	1966	浙江海翔药业股份有限公司成立于 1966 年，前身为“黄岩县海门镇日用化工厂”。
	1979	1979 年黄岩县海门镇日用化工厂划分为黄岩县海门日用化工厂和黄岩县日用玻璃厂，其中黄岩县海门日用化工厂是公司的前身。
	1980	1980 年海门特区设立，黄岩县海门日用化工厂更名为浙江省海门区化工二厂。
	1981	1981 年浙江省海门区化工二厂更名为台州椒江市化工二厂。
	1998	1998 年 5 月台州椒江市化工二厂由集体企业改制为有限责任公司，并更名为浙江台州海翔医药化工有限公司。
成长	2001	2001 年 8 月公司注册资本增加至 3000 万元，并更名为浙江海翔医药化工有限公司。
	2004	2004 年 5 月 13 日浙江海翔医药化工股份有限公司成立。6 月 24 日公司更名为浙江海翔药业股份有限公司。
上市	2006	2006 年 12 月 26 日公司在深圳证券交易所上市，股票名称为海翔药业，代码为 002099。
发展	2008	2008 年与德国 BI 勃林格殷格翰建立合作伙伴关系（中国战略合作伙伴）。
	2010	2010 年浙江海翔川南药业有限公司全资子公司成立。
	2011	2011 年浙江普健制药有限公司成立。
	2013	2013 年成立普健有限公司（德国）。
染料+原料药业务	2014	2014 年东港工贸集团控股浙江海翔药业股份有限公司，同时将染料板块并入海翔药业
	2017	2017 年 4 月前进化工《活性艳蓝 KN-R》浙江制造标准发布。
	2018	2017 年 12 月前进化工成为蓝标体系合作伙伴。
	2019	2019 年 4 月前进化工发布国家行业标准：GB/T 23973-2018《染料产品中甲醛的测定》。

2020 4月10日海翔药业口罩生产线启动。5月浙江奇联环保科技有限公司成立，对外承接危险废物收集、贮存、焚烧处置相关的业务。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3437	3746	4193	4902	营业收入	2485	2858	3306	4002
现金	1828	2022	2269	2578	营业成本	1559	1821	2005	2380
交易性金融资产	9	3	4	6	营业税金及附加	27	28	34	41
应收账款	489	497	593	728	营业费用	27	29	33	40
其它应收款	56	31	41	62	管理费用	569	414	479	580
预付账款	50	48	55	68	研发费用	165	171	198	240
存货	908	1031	1128	1357	财务费用	20	24	33	23
其他	8281	114	102	104	资产减值损失	21	(2)	2	11
非流动资产	4583	4741	4889	5012	公允价值变动损益	6	2	3	4
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	3	3	3	3
长期投资	204	204	204	204	其他经营收益	15	22	21	20
固定资产	2287	2573	2814	3015	营业利润	122	400	549	713
无形资产	490	442	390	336	营业外收支	1	1	1	1
在建工程	645	596	517	453	利润总额	123	401	550	714
其他	957	926	963	1003	所得税	29	75	110	149
资产总计	8020	8487	9081	9914	净利润	94	326	440	565
流动负债	1733	1914	2051	2317	少数股东损益	(1)	0	0	0
短期借款	571	571	571	571	归属母公司净利润	95	326	440	565
应付款项	1029	1202	1323	1570	EBITDA	414	589	762	946
预收账款	0	0	0	0	EPS(最新摊薄)	0.06	0.20	0.27	0.35
其他	133	142	158	176	主要财务比率				
非流动负债	174	134	151	153		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	174	134	151	153	营业收入	0.54%	15.02%	15.69%	21.04%
负债合计	1906	2048	2202	2469	营业利润	-71.25%	227.58%	37.43%	29.77%
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	归属母公司净利润	-72.71%	241.99%	35.26%	28.36%
归属母公司股东权益	6115	6441	6881	7447	获利能力				
负债和股东权益	8020	8487	9081	9914	毛利率	37.24%	36.27%	39.36%	40.52%
					净利率	3.78%	11.40%	13.32%	14.13%
					ROE	1.59%	5.19%	6.61%	7.89%
					ROIC	1.41%	4.64%	5.87%	6.97%
					偿债能力				
					资产负债率	23.77%	24.13%	24.24%	24.91%
					净负债比率	30.13%	27.92%	25.99%	23.20%
					流动比率	1.98	1.96	2.04	2.12
					速动比率	1.46	1.42	1.49	1.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.35	0.38	0.42
					应收账款周转率	5.55	5.82	6.12	6.07
					应付账款周转率	3.65	3.48	3.39	3.51
					每股指标(元)				
					每股收益	0.06	0.20	0.27	0.35
					每股经营现金	0.06	0.38	0.39	0.42
					每股净资产	3.78	3.98	4.25	4.60
					估值比率				
					P/E	121.54	35.54	26.27	20.47
					P/B	1.89	1.80	1.68	1.55
					EV/EBITDA	29.24	17.18	12.97	10.12

现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	102	618	630	679
净利润	94	326	440	565
折旧摊销	289	189	215	240
财务费用	20	24	33	23
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	261	188	36	88
其它	(559)	(105)	(91)	(235)
投资活动现金流	(509)	(397)	(350)	(348)
资本支出	(396)	(421)	(372)	(371)
长期投资	(175)	(1)	0	0
其他	63	26	22	23
筹资活动现金流	81	(28)	(33)	(22)
短期借款	140	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(59)	(28)	(33)	(22)
现金净增加额	(326)	194	248	308

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>