

2022年11月10日

富祥药业 (300497.SZ)

以原料药为依托积极布局 CDMO 和新材料，开启成长新征程

■原料药/中间体：深耕高端抗生素和抗病毒领域

公司深耕高端抗生素和抗病毒领域，目前已成为他唑巴坦原料药/中间体、舒巴坦原料药/中间体、洛韦类药物中间体的全球主要供应商之一。其中，巴坦系列和培南系列产品的核心原料价格有所回落，上游成本压力逐步缓解。随着后续市场需求的逐步回暖，巴坦和培南系列原料药业务有望边际改善。此外，公司通过收购奥通药业快速切入抗病毒药物领域，并规划了年产 616 吨那韦中间体（其中包括氯酮、氯醇、2R-环氧物）新产能项目，该项目目前已建成且根据终端需求逐步释放产能。

■CDMO：持续强化 CDMO 布局，多个项目持续快速推行

公司通过与凌凯医药合资设立凌富药物研究院和设立全资子公司祥太科学的方式，加大对 CDMO 业务的投资布局。公司借助凌凯医药的研发能力和客户资源优势，结合自身的生产能力优势，为客户提供从高级医药中间体到原料药的一站式服务。订单项目方面，根据公司公告，截止到 2022H1，公司已签署合同的项目金额达 3.74 亿元，已执行合同的项目金额达 1.18 亿元，CDMO 业务持续实现快速发展。

■新材料：积极布局锂电池电解液添加剂业务

公司顺应新能源汽车动力电池快速发展的行业趋势，结合自身化工工艺技术、工程装备技术等优势，积极布局锂电池电解液添加剂业务。目前公司以奥通药业、富祥科技等生产基地为依托，积极布局碳酸亚乙烯酯（VC）和氟代碳酸乙烯酯（FEC）等电解液添加剂。其中，产能建设方面，公司分别通过子公司奥通药业和富祥科技投资建设了“年产 6000t 锂电池添加剂项目”和“年产 10,000 吨 VC 和 2,000 吨 FEC 项目”。项目建成后，公司有望形成年产 15000 吨 VC 和 3000 吨 FEC 产品的产能，为公司承接相关订单奠定坚实的产能基础。

投资建议：我们预计 2022-2024 年分别实现归母净利润 0.71 亿元、2.90 亿元、3.77 亿元，分别同比增长 44.3%、311.6%、30.1%，给予买入-A 的投资评级。

风险提示：核心原料涨价风险；产能投放不及预期风险；原料药降价风险；环保监管风险；疫情控制效果不及预期；

公司深度分析

证券研究报告

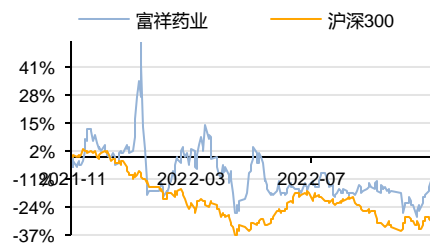
化学原料药

投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价：**15.90 元**
股价（2022-11-10）**14.04 元**

交易数据	
总市值(百万元)	7,826.57
流通市值(百万元)	6,339.69
总股本(百万股)	550.00
流通股本(百万股)	445.52
12 个月价格区间	11.59/24.50 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.92	16.65	11.1
绝对收益	6.19	5.49	-12.54

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

冯俊曦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002
fengjx@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,493.0	1,429.5	1,750.7	2,126.0	2,524.5
净利润	319.3	48.8	70.5	290.1	377.3
每股收益(元)	0.58	0.09	0.13	0.53	0.69
每股净资产(元)	5.47	5.24	5.52	5.96	6.56
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	24.2	158.1	109.6	26.6	20.5
市净率(倍)	2.6	2.7	2.5	2.4	2.1
净利润率	21.4%	3.4%	4.0%	13.6%	14.9%
净资产收益率	10.6%	1.7%	2.3%	8.9%	10.5%
股息收益率	1.4%	0.0%	0.2%	0.7%	0.6%
ROIC	26.7%	3.1%	3.7%	7.1%	15.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 富祥药业：以高端原料药为依托，积极布局 CDMO 和新材料.....	5
1.1. 巩固原料药主业，布局 CDMO 和新材料等新业态.....	5
1.2. 公司实际控制人董事长包建华合计持股 22.25%.....	5
1.3. 各版块发展稳健，驱动公司收入稳步增长.....	6
2. 原料药/中间体：深耕高端抗生素和抗病毒领域.....	9
2.1. 巴坦系列：核心原料价格逐步下降，期待市场需求的进一步回暖.....	10
2.2. 培南系列：原料 4-AA 成本逐步回落，上游成本压力有望缓解.....	12
2.3. 那韦/洛韦系列：快速切入抗病毒药物领域，成为洛韦类药物中间体全球主流供应商.....	13
3. CDMO 业务：持续强化 CDMO 布局，多个项目持续快速推行.....	13
4. 新材料：积极布局锂电池电解液添加剂业务.....	16
5. 盈利预测与估值分析.....	17
6. 风险提示.....	19

图表目录

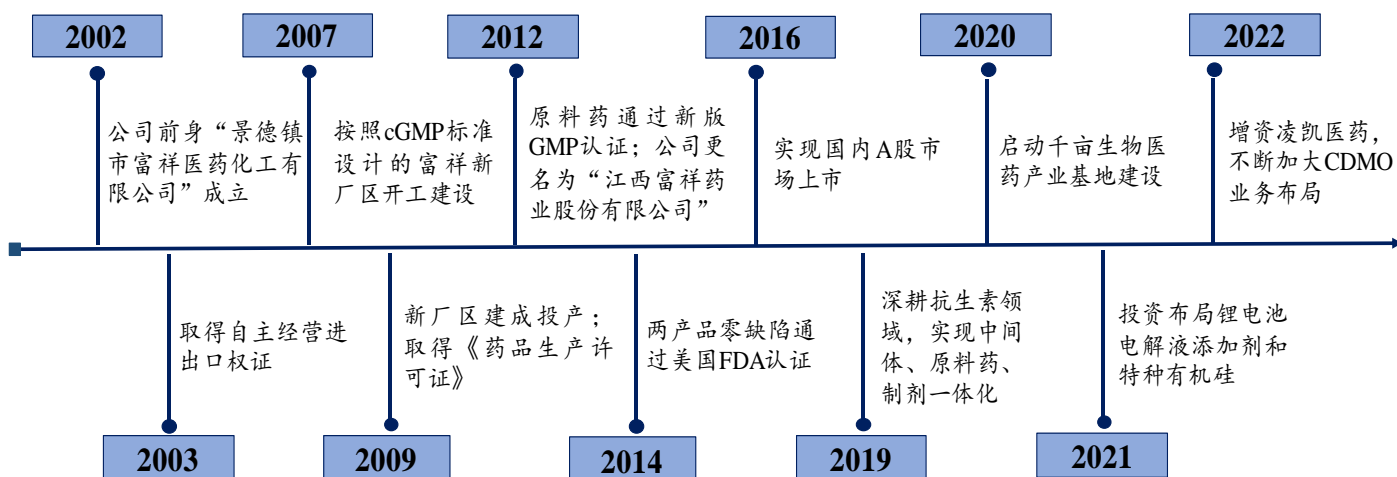
图 1: 富祥药业的公司发展历程	5
图 2: 富祥药业股权结构图 (截至 2022Q3)	5
图 3: 富祥药业历年营收情况 (亿元)	6
图 4: 富祥药业历年归母净利润情况 (亿元)	6
图 5: 富祥药业历年营收拆分 (按业务划分)	7
图 6: 富祥药业历年营收拆分 (按地区划分)	7
图 7: 富祥药业历年毛利率情况 (按业务划分)	8
图 8: 富祥药业历年期间费用情况	8
图 9: 富祥药业历年研发投入情况	10
图 10: 富祥药业研发人员情况	10
图 11: 6-APA 为巴坦系列产品的核心原料	11
图 12: 巴坦系列产品的核心原料 6-APA 价格情况	11
图 13: 4-AA 为培南类产品的核心原料	12
图 14: 培南类产品的核心原料 4-AA 的价格情况	12
图 15: 国内 CDMO 行业规模情况	14
图 16: 富祥药业对 CDMO 业务的相关布局情况	14
图 17: 凌凯医药的 CDMO 服务能力	15
图 18: 锂电材料市场需求快速提升	16
图 19: 锂电材料市场需求快速提升	16
图 20: 富祥药业对锂电池电解液添加剂业务的相关布局 (锂电池电解液添加剂生产基地)	17
图 21: 富祥药业的营收拆分	18
图 22: 同类可比公司估值比对分析 (截止到 2022.11.08)	18
表 1: 公司主要在售制剂产品情况	9
表 2: 富祥药业原料药业务客户群体分析	9
表 3: 富祥药业原料药业务的研发进展梳理	10
表 4: 富祥药业抗病毒药物中间体产品情况梳理	13
表 5: 富祥药业 CDMO 业务的项目情况梳理 (截止至 2022H1)	15

1. 富祥药业：以高端原料药为依托，积极布局 CDMO 和新材料

1.1. 巩固原料药主业，布局 CDMO 和新材料等新业态

富祥药业成立于 2002 年，公司持续深耕抗生素领域，经过多年的经营与发展，公司已实现中间体、原料药、制剂一体化布局。其中，公司成为β-内酰胺酶抑制剂、培南类等原料药的主流供应商，产品成功销往全球十多个国家与地区。此外，公司以高端原料药为依托，近年积极布局 CDMO 和新材料，新兴业务有望成为公司快速发展的重要驱动因素之一。

图 1：富祥药业的公司发展历程

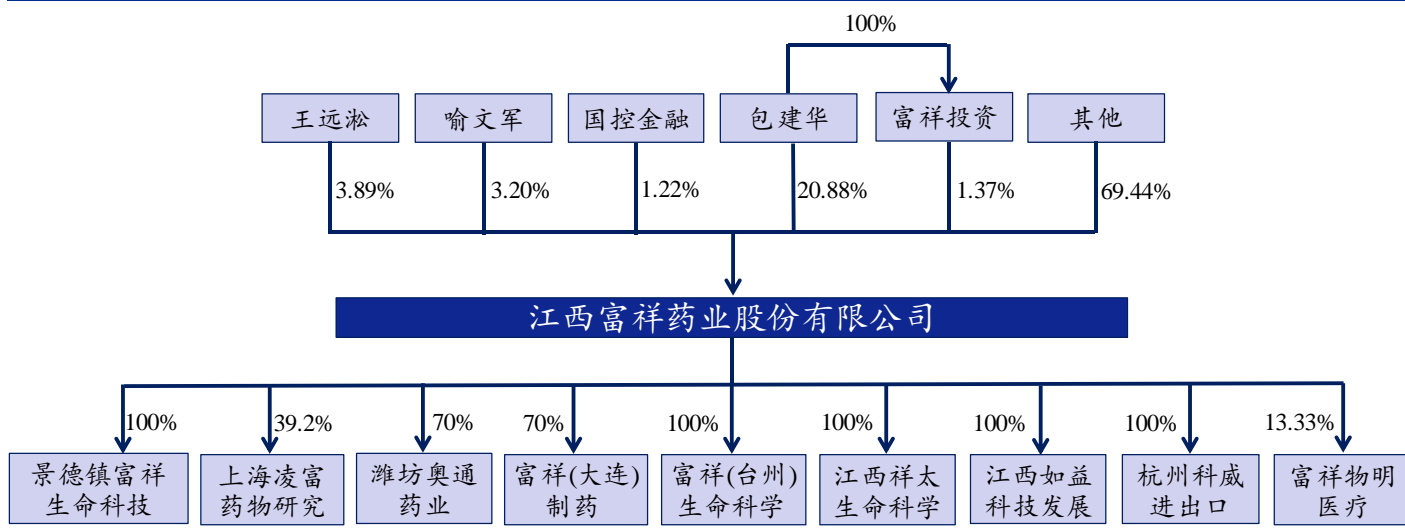


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

1.2. 公司实际控制人董事长包建华合计持股 22.25%

董事长包建华为公司的实际控制人，合计持有上市公司 22.25% 的股份。其中，董事长包建华直接持有上市公司股权 20.88%，通过富祥投资间接持股 1.37%。

图 2：富祥药业股权结构图（截至 2022Q3）

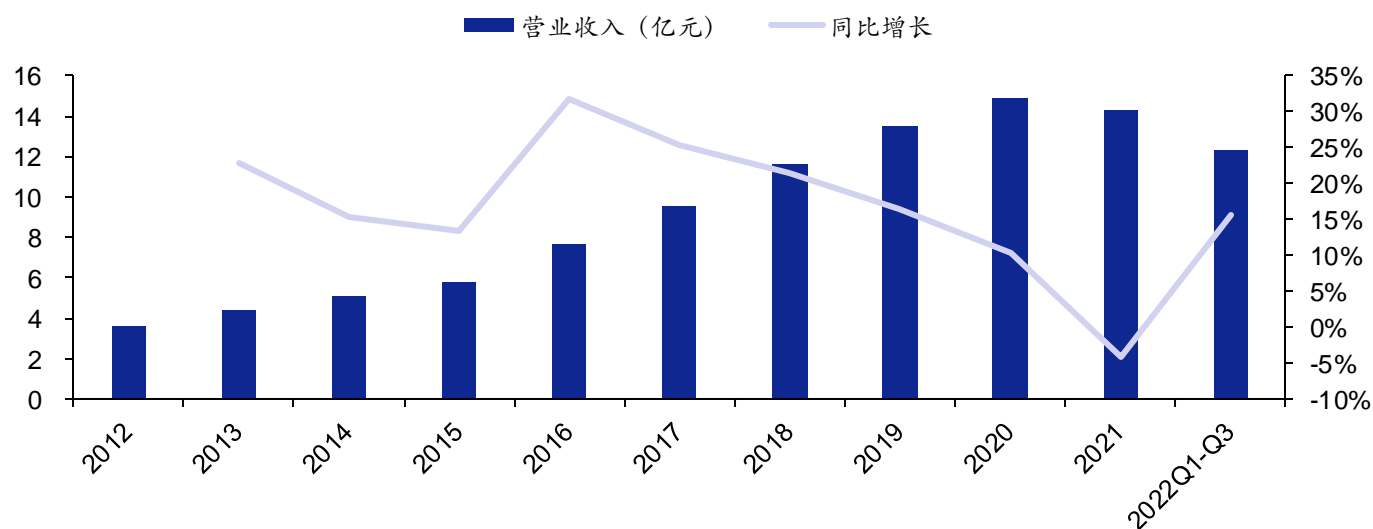


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

1.3. 各版块发展稳健，驱动公司收入稳步增长

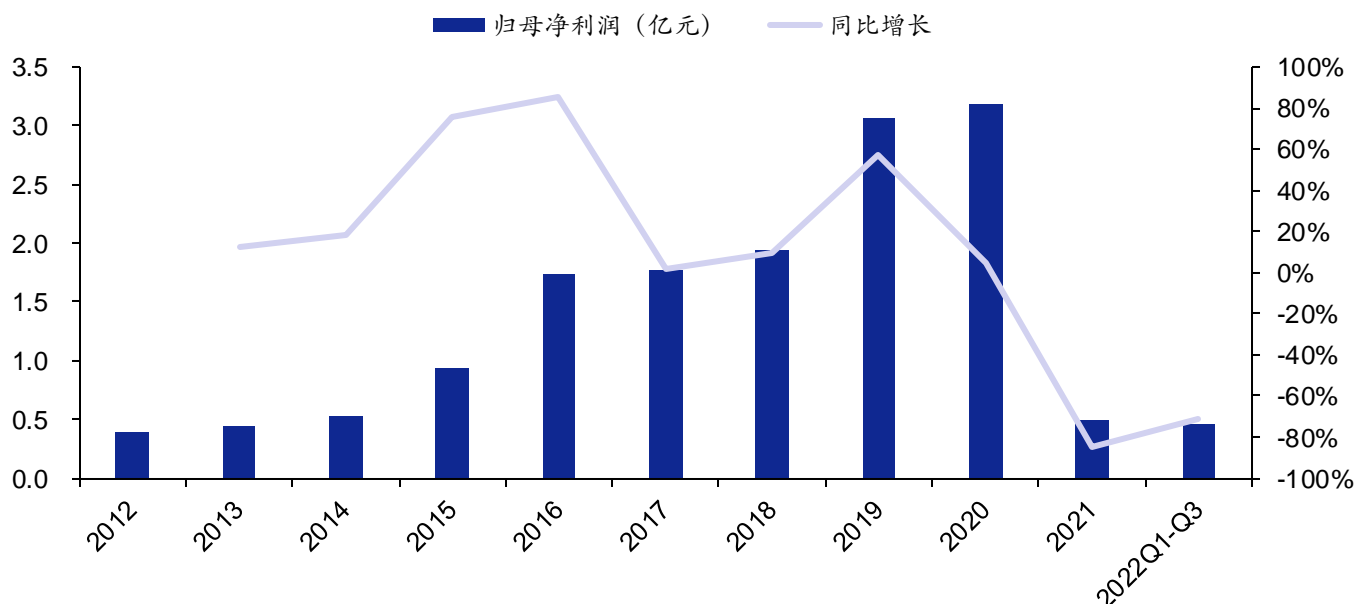
收入端,公司营收从2012年的3.60亿元增长至2021年的14.30亿元,CAGR约为16.55%。公司各版块发展稳健,驱动公司收入稳步增长;利润端,目前上游原材料成本趋于稳定且下游需求逐步回暖,公司归母净利润有望逐步边际改善。

图 3: 富祥药业历年营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、安信证券研究中心

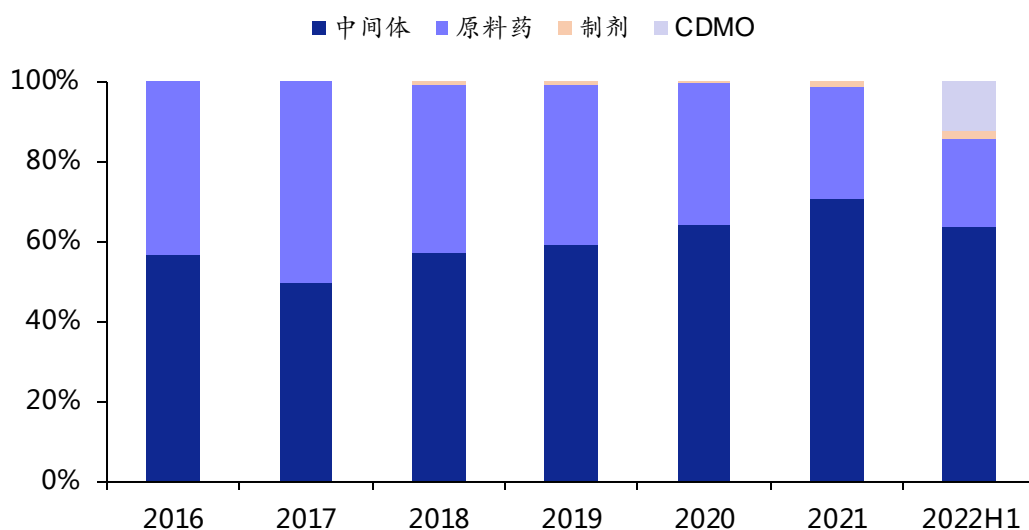
图 4: 富祥药业历年归母净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、安信证券研究中心

公司营收主要由中间体、原料药、CDMO、制剂四大板块构成。2022H1 中间体、原料药、CDMO、制剂营收占比分别为 63.89%、21.7%、12.56%、1.90%。

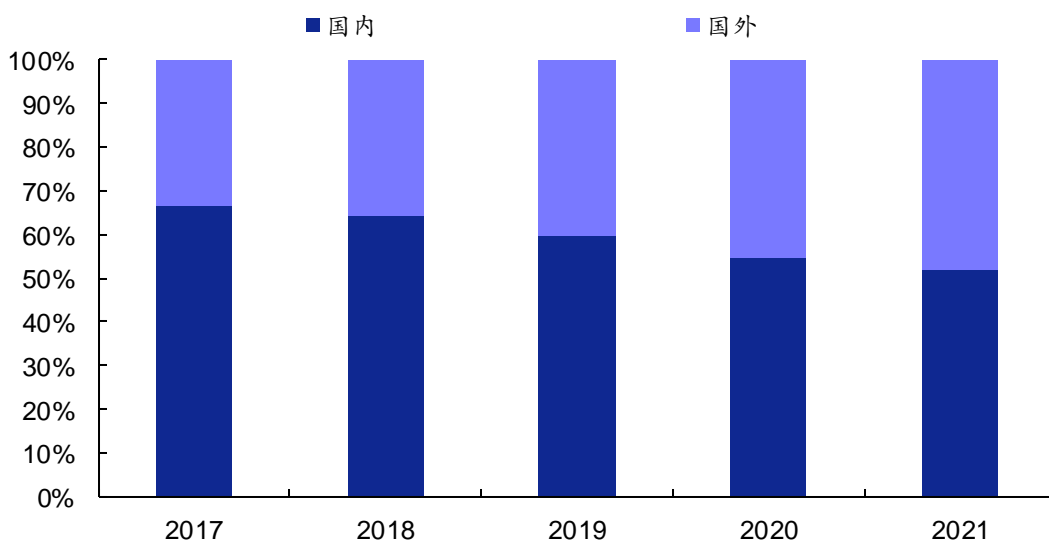
图 5：富祥药业历年营收拆分（按业务划分）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2021 年公司国内和海外业务的营收占比分别为 51.75%和 48.25%，国内和海外业务的营收占比较为均衡。其中，近年海外业务的营收占比持续提升，从 2017 年的 33.48%稳步提升至 2021 年的 48.25%。

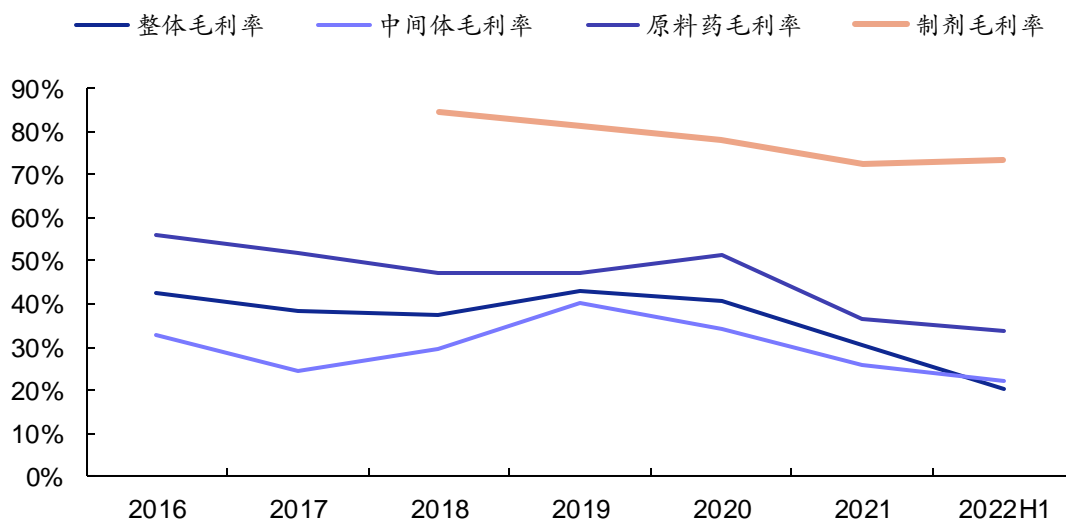
图 6：富祥药业历年营收拆分（按地区划分）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2022H1 公司整体毛利率为 20.19%，主要受上游原料涨价影响和新业务毛利率拖累，公司整体毛利率暂时有所下降。其中，2022H1 中间体、原料药、制剂业务、CDMO 的毛利率分别为 22.31%、33.78%、73.16%、7.44%。考虑到核心原料药巴坦系列的上游原料成本缓解和下游需求回暖，且新兴业务 CDMO 业务产能利用率正逐步提升，公司整体毛利率有望逐步提升。

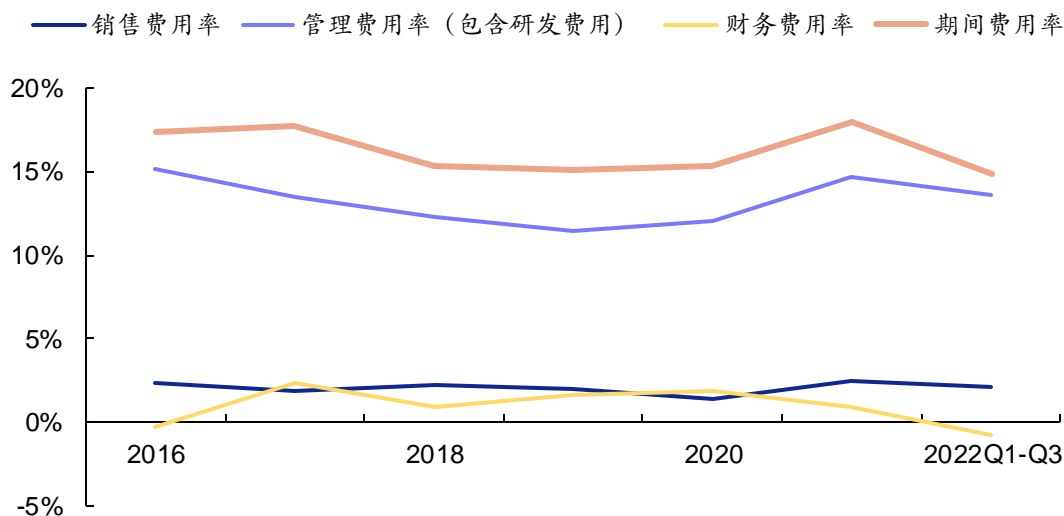
图 7：富祥药业历年毛利率情况（按业务划分）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

近年期间费用率呈现稳步下降的趋势，期间费用率从 2016 年的 17.32% 下降至 2022Q1-Q3 的 14.90%。其中，2022Q1-Q3 销售费用率、管理费用率（包含研发费用）、财务费用率分别为 2.06%、13.64%、-0.80%。

图 8：富祥药业历年期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2. 原料药/中间体：深耕高端抗生素和抗病毒领域

公司深耕高端抗生素和抗病毒领域，目前是他唑巴坦原料药/中间体、舒巴坦原料药/中间体、洛韦类药物中间体的全球主要供应商之一。其中抗生素产品包括舒巴坦系列、他唑巴坦系列、培南系列的原料药和中间体；抗病毒产品包括洛韦系列和那韦系列等中间体产品。

表 1：公司主要在售制剂产品情况

类别	产品系列	主要产品	主要用途	
抗生素产品	β-内酰胺酶抑制剂及相关产品	舒巴坦系列	舒巴坦、托西酸舒他西林	
		他唑巴坦系列		他唑巴坦、二苯甲酮脞
	碳青霉烯类产品	培南系列	4-AA、A9、培南母核、培南侧链	β-内酰胺酶类抑制剂主要用于与β-内酰胺酶类抗菌药物制成复方制剂，从而解决致病菌对该类抗菌药物的耐药性问题。
抗病毒产品	洛韦类产品	洛韦系列	乌嘌吟、双乙酰乌嘌吟、双乙酰阿昔洛韦	属于非典型β-内酰胺酶类抗菌药物，是迄今为止抗菌谱较广、抗菌活性很强的抗菌药物，因其具有对β-内酰胺酶稳定等特点，已经成为治疗严重细菌感染最重要的抗菌药物之一。
	那韦类产品	那韦系列	氯酮、氯醇、2R-环氧化物	主要用于合成治疗疱疹及肝病病毒感染疾病的药物。
				主要用于合成治疗艾滋病及其他病毒感染疾病的药物。

资料来源：公司公告、Wind、米内网、安信证券研究中心

经过多年在原料药和中间体领域的深耕细作和持续对优质客户的开发与维护，公司目前已拥有包括辉瑞、默克、费森尤斯卡比、阿拉宾度、联邦制药、齐鲁制药等国内外优质客户，为原料药和中间体业务持续发展奠定坚实客户基础。

表 2：富祥药业原料药业务客户群体分析

客户名称	主要销售产品
费森尤斯卡比	他唑巴坦等
齐鲁制药	美罗培南母核、舒巴坦酸、美罗培南侧链等
阿拉宾度	他唑巴坦、碘甲基舒巴坦重精制、美罗培南侧链等
联邦制药	他唑巴坦、舒巴坦酸、美罗培南母核、美罗培南侧链等
HOSPIRA HEALTHCARE INDIA PVT. LTD.	4-AA 等
海正药业	他唑巴坦、舒巴坦酸、4-AA、美罗培南侧链、F9 等

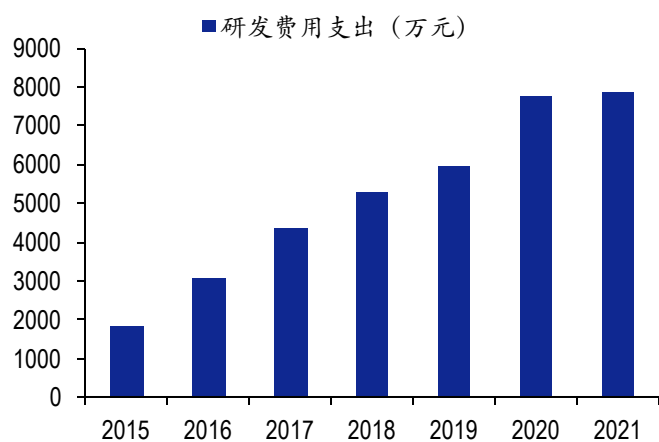
资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

公司持续强化研发投入，通过开发新工艺和研发新产品等方式持续丰富原料药业务的产品管线。根据公司公告，截止至 2022H1，公司合计完成 3 个新品种的申报，1 个产品注册审评发补研发工作，并启动 2 个新产品的注册工作。

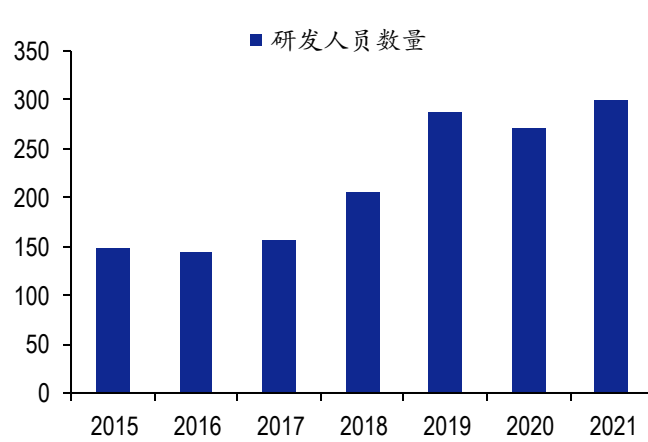
表 3：富祥药业原料药业务的研究进展梳理（截止至 2022H1）

序号	产品名称	产品类别	用途	进展情况	近期拟达到的目标
1	西他沙星	原料药	喹诺酮类抗菌药	完成 CDE 发补研究	通过审评审批
2	盐酸帕罗西汀	原料药	抗抑郁药	完成现场核查	通过审评审批
3	他唑巴坦（新工艺）	原料药	β -内酰胺酶抑制剂	已提交 CDE 受理	通过审评审批
4	他唑巴坦钠（无菌）	原料药	β -内酰胺酶抑制剂	已提交 CDE 受理	通过审评审批
5	1801	原料药	抗菌药	已完成工艺验证	完成注册报批
6	恩曲他滨	原料药	抗病毒	完成小试	完成中试
7	阿维巴坦	原料药	β -内酰胺酶抑制剂	完成中试	完成注册报批
8	阿昔洛韦	原料药	抗病毒	小试阶段	完成中试
9	拉米夫定	原料药	抗病毒	完成小试	完成中试
10	FX-A-2202	原料药	利尿药物	完成中试	完成注册报批
11	FX-A-2201	原料药	喹诺酮类抗菌药	完成小试	完成中试

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图 9：富祥药业历年研发投入情况


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

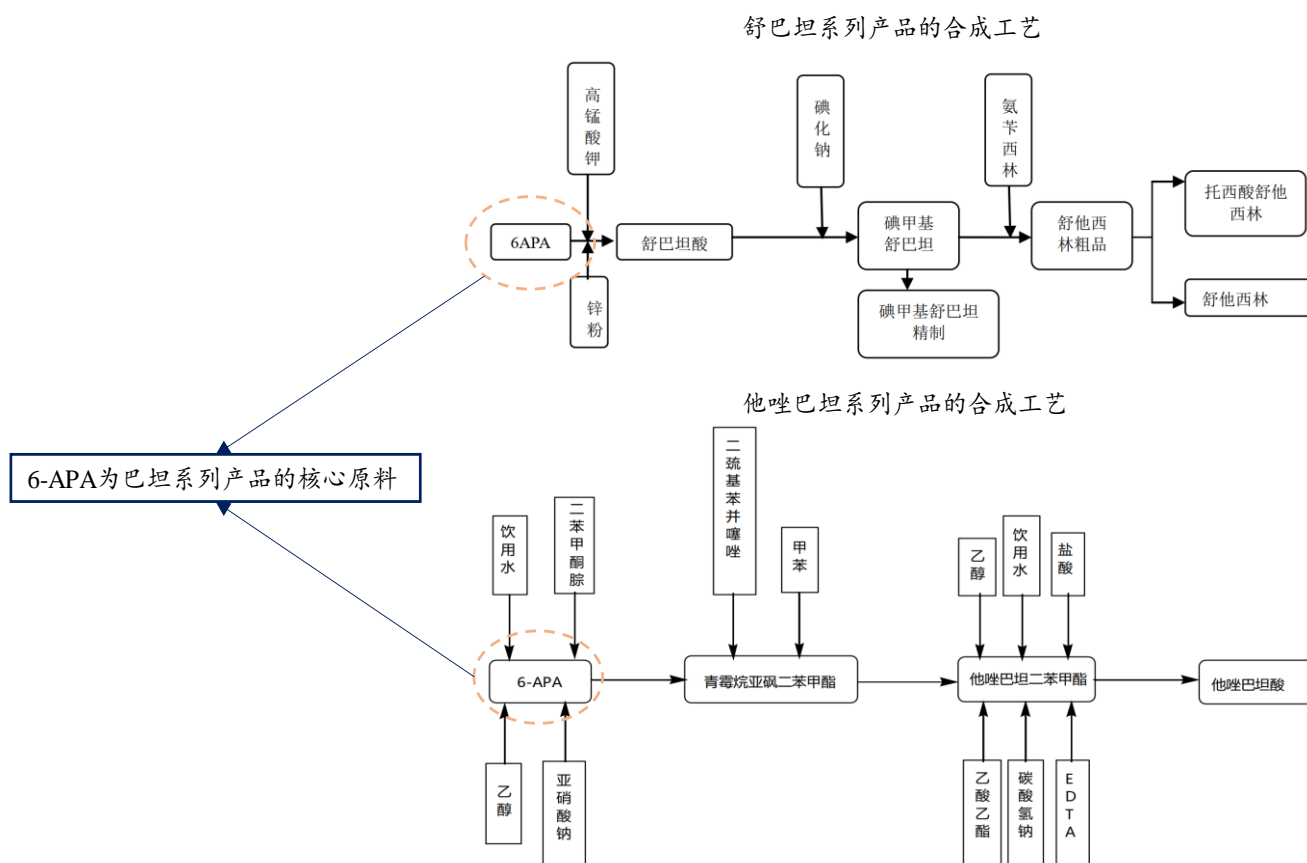
图 10：富祥药业研发人员情况


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2.1. 巴坦系列：核心原料价格逐步下降，期待市场需求的进一步回暖

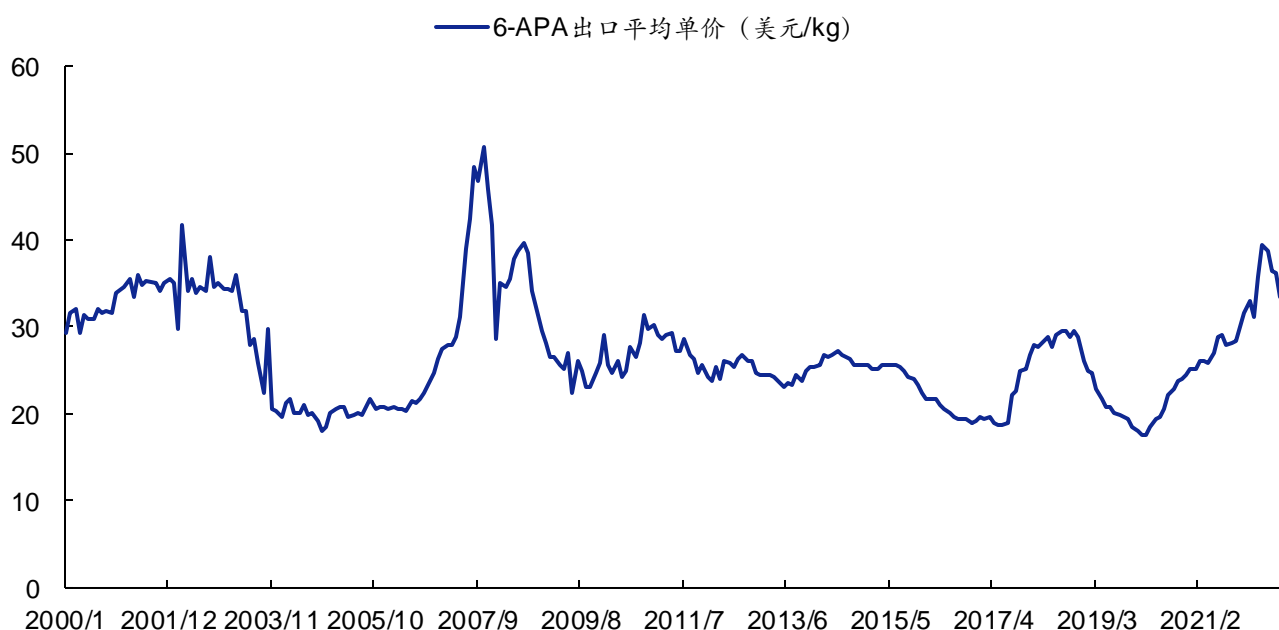
考虑到上游原料成本缓解和下游需求回暖，巴坦类原料药业务有望边际改善。其中，上游原料方面，6-APA 为巴坦系列产品的核心原料，其平均出口价格从 2022 年 4 月的 39.44 美元/kg 逐步下降至 2022 年 9 月的 35.49 美元/kg。根据公司公告，目前 6-APA 市场需求稳定在 3 万吨/年，随着联邦制药、威奇达、川宁生物等产能逐步趋于满产，6-APA 产能供给有望提升至 3.7 万吨/年以上，供给增加有望引导核心原料价格逐步下降；下游需求方面，随着疫情的稳定控制和终端库存的消化，舒巴坦、他唑巴坦的全球市场需求有望恢复至疫前水平，下游需求回暖有望推动巴坦系列产品回归供需平衡的状态。

图 11: 6-APA 为巴坦系列产品的核心原料



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图 12: 巴坦系列产品的核心原料 6-APA 价格情况

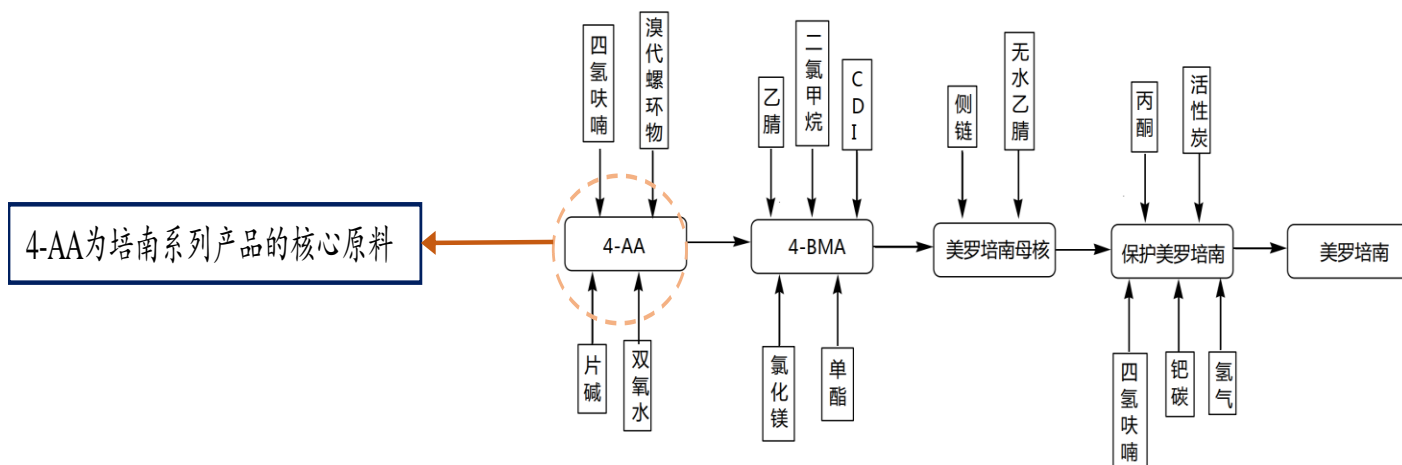


资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.2. 培南系列：原料 4-AA 成本逐步回落，上游成本压力有望缓解

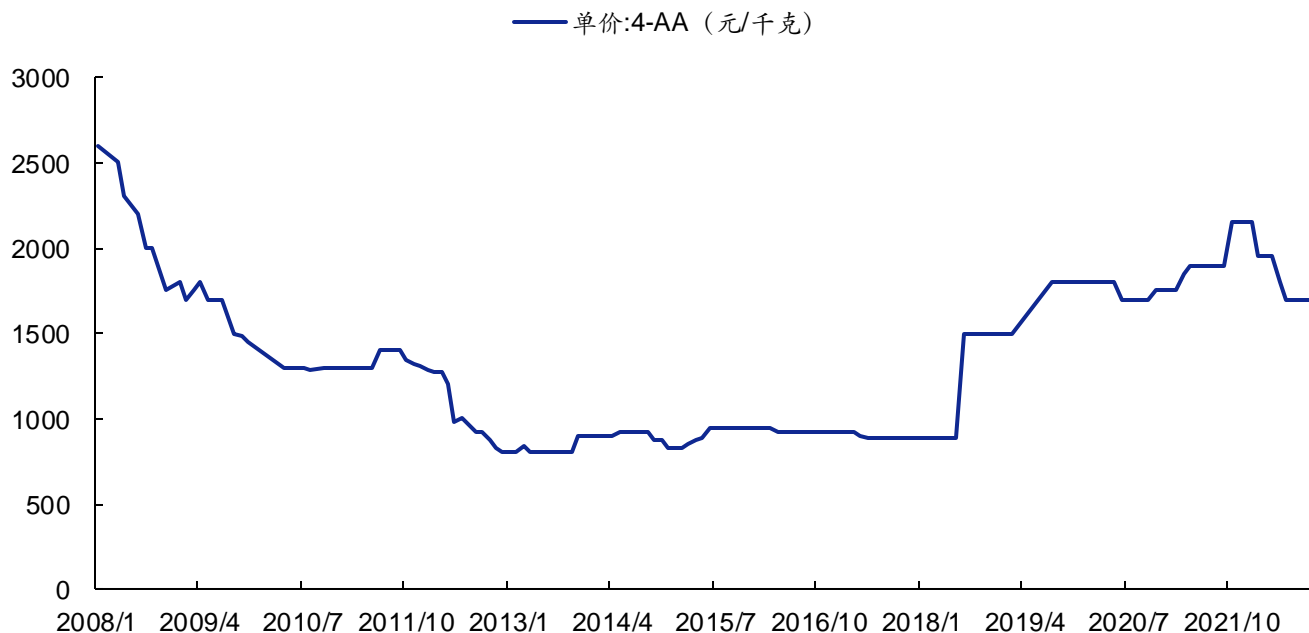
从原料药的合成工艺分析,4-AA 为培南系列产品的核心原料,其单价从 2022 年 1 月的 2150 元/千克下降至 2022 年 10 月的 1700 元/千克。核心原料 4-AA 成本逐步回落,上游成本压力有望缓解。

图 13: 4-AA 为培南类产品的核心原料



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图 14: 培南类产品的核心原料 4-AA 的价格情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.3. 那韦/洛韦系列：快速切入抗病毒药物领域，成为洛韦类药物中间体全球主流供应商

公司通过收购奥通药业快速切入抗病毒药物领域，目前已成为洛韦/那韦类药品中间体全球主要供应商之一。其中，洛韦系列产品主要涉及鸟嘌呤、双乙酰阿昔洛韦、双乙酰鸟嘌呤等洛韦类药物高级中间体；那韦系列产品主要包括氯酮、氯醇、2R-环氧化物等。

表 4：富祥药业抗病毒药物中间体产品情况梳理

产品名称	CAS NO.	质量标准	结构式
鸟嘌呤	73-40-5	内控	
双乙酰阿昔洛韦	75128-73-3	内控	
双乙酰鸟嘌呤	3056-33-5	内控	
氯酮	102123-74-0	内控	
(2R,3S)-1,2-环氧-3-叔丁氧羰基氨基-4-苯基丁烷	98760-08-8	内控	

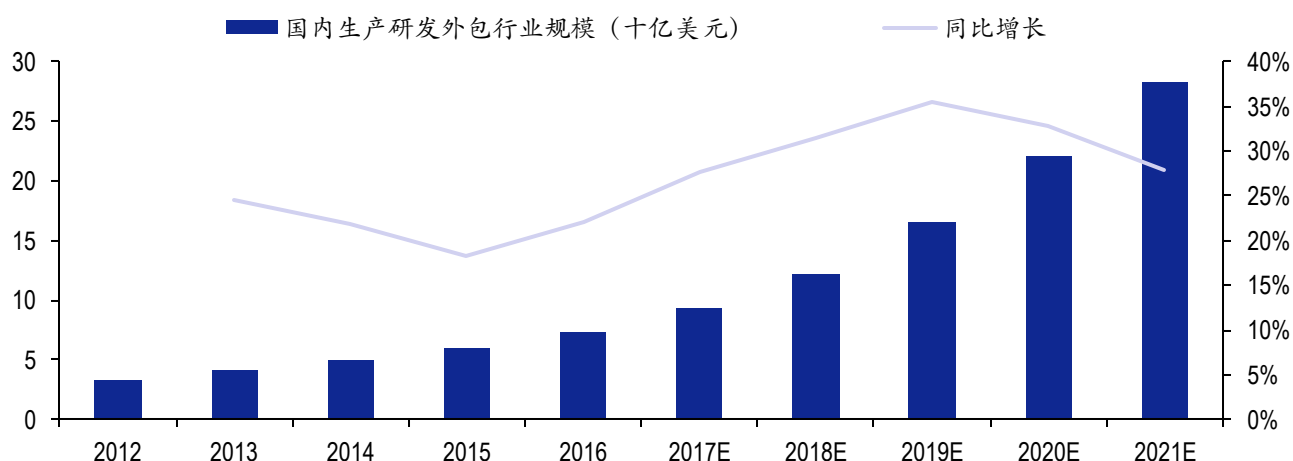
资料来源：公司官网、公司公告、Wind、安信证券研究中心

配套产能方面，根据公司公告，按照“年产 616 吨那韦中间体、900 吨巴坦中间体”项目的产能计划，该项目规划年产 616 吨那韦中间体（其中包括氯酮、氯醇、2R-环氧化物），用于合成治疗艾滋病等病毒感染疾病的药物。目前该项目已建成且根据终端需求逐步释放产能。

3. CDMO 业务：持续强化 CDMO 布局，多个项目持续快速推行

根据 Frost&Sullivan 的数据，国内医药生产研发外包行业规模从 2016 年的 73.1 亿美元快速增长至 2021 年的 283.1 亿美元，CAGR 高达 31.10%。得益于国内工程师红利和供应链稳定性等竞争优势，国内医药生产研发外包行业持续快速增长。

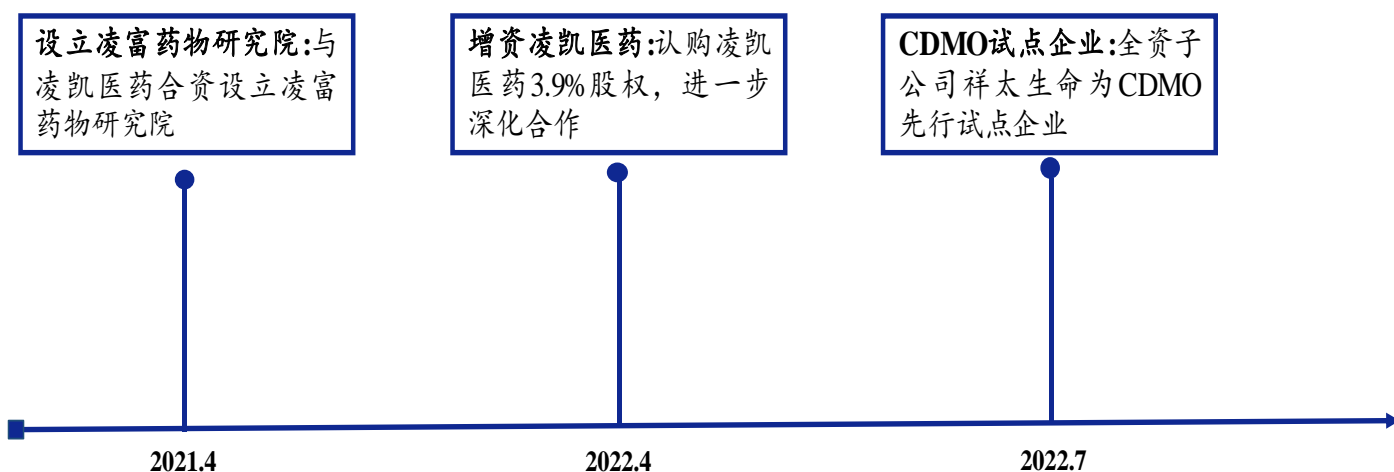
图 15: 国内 CDMO 行业规模情况



资料来源: Frost&Sullivan、安信证券研究中心

公司通过与凌凯医药合资设立凌富药物研究院和设立全资子公司祥太科学的方式，加大对 CDMO 业务的投资布局。公司借助凌凯医药的研发能力和客户资源优势，结合自身的生产能力优势，为客户提供从高级医药中间体到原料药的一站式服务。

图 16: 富祥药业对 CDMO 业务的相关布局情况



资料来源: 公司公告、Wind、安信证券研究中心

服务能力方面，凌凯医药拥有不同类型和不同规模的工厂，利用工厂车间的多功能性、柔性产能的快速切换，可为客户提供从实验室规模到商业化生产规模的研发生产外包服务。

图 17: 凌凯医药的 CDMO 服务能力



- 化合物创新工艺路线开发、优化服务
- 指定路线的工艺优化服务
- 原料药或者高级中间体加工服务/GMP
- 特殊化学品定制合成服务
- 分子砌块定制合成服务
- 中间体加工服务/Non-GMP
- 临床前候选化合物的放大合成和工艺优化
- 高质量公斤级样品的合成

资料来源：凌凯医药公司官网、安信证券研究中心

订单项目方面，公司通过与凌凯医药、凌富药物研究院加强合作，持续推进 CDMO 项目的进展。根据公司公告，截止到 2022H1，公司已签署合同的项目金额达 3.74 亿元，已执行合同的项目金额达 1.18 亿元，CDMO 业务持续实现快速发展。

表 5: 富祥药业 CDMO 业务的项目情况梳理（截止至 2022H1）

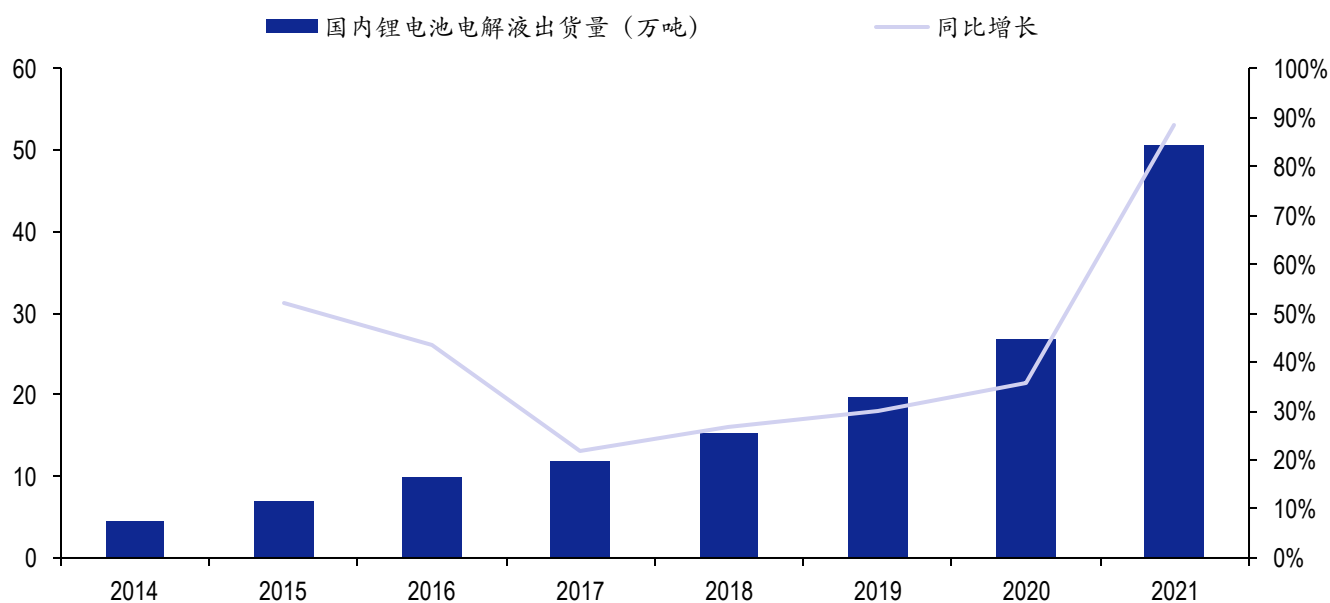
产品名称	产品类别	签署合同金额 (万元)	合同执行情况 (万元)	合作方名称
莫匹拉韦中间体	医药中间体（抗病毒）	341	341	凌富药物研究院
瑞德西韦中间体	医药中间体（抗病毒）	3,467.3	2,607	
帕罗维德中间体	医药中间体（抗病毒）	20,900	6,681	凌凯医药
FX-Y-21003	医药中间体	2,174	2,174	
FX-Y-22003	医药中间体	10,500	45.15	
合计		37,382.3	11,848.15	—

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

4. 新材料：积极布局锂电池电解液添加剂业务

根据《中国锂离子电池电解液行业发展白皮书（2022年）》的数据，2021年国内锂离子电池电解液出货量为50.7万吨，同比增长88.5%。得益于新能源汽车市场需求的快速提升，锂离子电池电解液出货量迅速增长。

图 18：锂电材料市场需求快速提升



资料来源：据《中国锂离子电池电解液行业发展白皮书（2022年）》、公司公告、Wind、安信证券研究中心

公司借助自身强大的研发团队，可为客户提供包括锂电材料、功能性光学材料、半导体材料、PI单体、含氟功能材料、贵金属催化剂等各类新型功能材料设计、研发、定制服务。

图 19：锂电材料市场需求快速提升



资料来源：凌凯医药公司官网、公司公告、Wind、安信证券研究中心

锂电材料方面，公司顺应新能源汽车动力电池快速发展的行业趋势，结合自身化工工艺技术、工程装备技术等优势，积极布局锂电池电解液添加剂业务。目前公司以奥通药业、富祥科技等生产基地为依托，积极布局碳酸亚乙烯酯（VC）和氟代碳酸乙烯酯（FEC）等电解液添加剂。其中，产能建设方面，根据公司公告，公司分别通过子公司奥通药业和富祥科技投资建设了“年产 6000t 锂电池添加剂项目”和“年产 10,000 吨 VC 和 2,000 吨 FEC 项目”。项目建成后，公司有望形成年产 15000 吨 VC 和 3000 吨 FEC 产品的产能，为公司承接相关订单奠定坚实的产能基础。

图 20：富祥药业对锂电池电解液添加剂业务的相关布局（锂电池电解液添加剂生产基地）

奥通药业



投资建设了“年产 6000t 锂电池添加剂项目”

富祥科技



投资建设了“年产 10,000 吨 VC 和 2,000 吨 FEC 项目”

资料来源：公司官网、公司公告、Wind、安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值分析

根据现有业务和以下核心假设，我们预计 2022-2024 年分别实现归母净利润 0.71 亿元、2.90 亿元、3.77 亿元，分别同比增长 44.3%、311.6%、30.1%，给予买入-A 的投资评级。

(1) 考虑到巴坦和培南系列等产品的终端需求增长较稳定，假设 2022-2024 年中间体业务营收分别同比增长 10.00%、10.00%、10.00%；

(2) 考虑到巴坦和培南系列等产品的终端需求增长较稳定，假设 2022-2024 年原料药业务营收分别同比增长 12.00%、10.00%、10.00%；

(3) 考虑到制剂业务目前处于快速拓展阶段，假设 2022-2024 年制剂业务营收分别同比增长 80.00%、60.00%、50.00%；

(4) 考虑到目前 CDMO 业务在手订单增长较快（截止到 2022H1，公司已签署合同的项目金额达 3.74 亿元），假设 CDMO 等新业务 2022 年贡献营收 2 亿元，2023-2024 年分别同比增长 100%和 50%。

图 21：富祥药业的营收拆分

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	7.64	9.58	11.63	13.54	14.93	14.30	17.51	21.26	25.24
同比增长		25.46%	21.43%	16.38%	10.26%	-4.25%	22.47%	21.44%	18.74%
毛利润 (亿元)	3.26	3.66	4.33	5.84	6.04	4.36	4.00	7.00	8.48
毛利率	42.75%	38.20%	37.25%	43.11%	40.44%	30.50%	22.86%	32.91%	33.58%
其中：中间体	4.33	4.73	6.65	7.95	9.52	9.77	10.74	11.82	13.00
同比增长		9.28%	40.67%	19.56%	19.67%	2.61%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利润	1.41	1.16	1.96	3.19	3.24	2.53	2.47	3.90	4.55
毛利率	32.68%	24.47%	29.42%	40.17%	33.99%	25.95%	23.00%	33.00%	35.00%
原料药	3.31	4.85	4.90	5.38	5.29	3.89	4.36	4.80	5.28
同比增长		46.62%	0.86%	9.98%	-1.65%	-26.45%	12.00%	10.00%	10.00%
毛利润	1.85	2.50	2.30	2.54	2.72	1.41	1.09	1.63	1.85
毛利率	55.91%	51.57%	47.05%	47.24%	51.46%	36.30%	25.00%	34.00%	35.00%
制剂			0.09	0.10	0.09	0.22	0.40	0.65	0.97
同比增长				18.93%	-12.77%	146.39%	80.00%	60.00%	50.00%
毛利润			0.07	0.08	0.07	0.16	0.29	0.47	0.70
毛利率			84.46%	81.30%	78.06%	72.28%	72.20%	72.20%	72.20%
CDMO 业务							2.00	4.00	6.00
同比增长								100.00%	50.00%
毛利润							0.15	1.00	1.38
毛利率							7.50%	25.00%	23.00%

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

参考可比公司天宇股份、同和药业、九洲药业的估值水平，并考虑到公司未来的业绩成长性，给予富祥药业 2023 年当期 PE 约 30 倍估值，公司预计 2023 年 EPS 为 0.53 亿元，对应 6 个月目标价格为 15.90 元/股。

图 22：同类可比公司估值比对分析（截止到 2022.11.08）

上市公司	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE			数据来源
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
天宇股份	29.13	35.47	41.36	1.73	3.50	5.25	48.26	24.08	16.06	Wind一致性评价
同和药业	7.78	11.86	16.17	1.09	1.78	2.71	50.82	31.10	20.37	Wind一致性评价
九洲药业	55.90	74.35	96.99	9.38	12.78	17.10	34.92	25.37	18.71	安信预测
均值							44.67	26.85	18.38	—

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

6. 风险提示

核心原料涨价风险：原料药核心原料存在涨价可能性，上游原料成本上升可能导致原料药业务盈利能力下降；

产能投放不及预期风险：受到生产工艺优化和订单需求波动的影响，公司新建产能可能存在投放速度不及预期的风险；

原料药降价风险：新冠疫情的反复，可能会对公司核心原料药产品的终端需求造成影响，终端需求下降或回暖低于预期，均可能会造成原料药价格下行的风险；

环保监管风险：原料药和中间体生产过程中涉及环保问题，可能会引起环保监管的相关风险；

疫情控制效果不及预期：新冠疫情控制效果不及预期，可能会影响工厂正常生产，进而造成经营情况不及预期的风险；

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,493.0	1,429.5	1,750.7	2,126.0	2,524.5	成长性					
减:营业成本	889.2	993.6	1,350.5	1,426.3	1,676.8	营业收入增长率	10.3%	-4.2%	22.5%	21.4%	18.7%
营业税费	15.0	14.6	17.5	21.3	25.2	营业利润增长率	4.8%	-85.3%	65.8%	278.1%	25.3%
销售费用	20.8	34.5	35.0	42.5	50.5	净利润增长率	4.4%	-84.7%	44.3%	311.6%	30.1%
管理费用	103.7	130.7	236.3	287.0	340.8	EBITDA 增长率	1.3%	-57.2%	-11.4%	125.4%	19.5%
财务费用	28.7	13.2	16.9	1.0	-4.0	EBIT 增长率	-0.1%	-72.1%	-11.0%	221.6%	23.8%
资产减值损失	-0.0	-0.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	5.6%	-85.7%	65.6%	221.6%	23.8%
加:公允价值变动收益	-1.3	-83.3	-	9.3	12.5	投资资本增长率	22.3%	40.2%	67.3%	-41.4%	81.5%
投资和汇兑收益	-14.3	-48.7	-	-	-	净资产增长率	99.5%	-4.5%	5.2%	7.0%	8.8%
营业利润	387.0	57.0	94.5	357.3	447.6	利润率					
加:营业外净收支	-8.2	-1.9	-7.0	-5.7	-4.9	毛利率	40.4%	30.5%	22.9%	32.9%	33.6%
利润总额	378.8	55.1	87.5	351.6	442.7	营业利润率	25.9%	4.0%	5.4%	16.8%	17.7%
减:所得税	56.6	15.5	21.9	87.9	110.7	净利润率	21.4%	3.4%	4.0%	13.6%	14.9%
净利润	319.3	48.8	70.5	290.1	377.3	EBITDA/营业收入	35.0%	15.6%	11.3%	21.0%	21.1%
						EBIT/营业收入	30.1%	8.8%	6.4%	16.9%	17.6%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	152	206	185	141	109
货币资金	1,585.2	1,272.5	437.7	1,013.6	631.1	流动营业资本周转天数	54	43	196	165	167
交易性金融资产	106.7	150.8	-	-	-	流动资产周转天数	453	589	481	343	338
应收账款	218.1	242.5	1,378.9	590.0	1,747.9	应收帐款周转天数	45	58	167	167	167
应收票据	-	54.5	27.1	21.9	55.7	存货周转天数	63	89	82	34	34
预付帐款	12.2	15.0	114.0	22.2	138.0	总资产周转天数	801	1,098	945	702	630
存货	288.0	416.1	382.6	21.5	453.6	投资资本周转天数	355	489	623	509	446
其他流动资产	156.5	160.2	22.3	22.4	22.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.6%	1.7%	2.3%	8.9%	10.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	0.8%	1.5%	7.0%	6.6%
长期股权投资	51.6	29.8	29.8	29.8	29.8	ROIC	26.7%	3.1%	3.7%	7.1%	15.0%
投资性房地产	39.0	39.4	39.4	39.4	39.4	费用率					
固定资产	704.2	934.8	864.5	797.7	732.2	销售费用率	1.4%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	480.3	891.0	891.0	891.0	891.0	管理费用率	6.9%	9.1%	13.5%	13.5%	13.5%
无形资产	246.3	256.3	249.9	243.5	237.1	财务费用率	1.9%	0.9%	1.0%	0.0%	-0.2%
其他非流动资产	157.8	215.6	79.4	79.4	79.4	三费/营业收入	10.3%	12.5%	16.5%	15.5%	15.3%
资产总额	4,045.7	4,678.5	4,516.7	3,772.4	5,057.7	偿债能力					
短期债务	377.4	615.2	478.9	-	25.2	资产负债率	24.7%	37.8%	32.2%	13.1%	29.5%
应付帐款	267.5	337.7	116.2	363.1	200.5	负债权益比	32.7%	60.7%	47.4%	15.1%	41.9%
应付票据	159.4	187.8	-	-	-	流动比率	2.67	1.70	3.42	3.63	8.65
其他流动负债	80.6	219.3	96.0	103.5	126.7	速动比率	2.35	1.39	2.86	3.58	7.36
长期借款	65.0	353.0	675.0	-	1,101.9	利息保障倍数	15.66	9.44	6.59	371.05	-110.52
其他非流动负债	48.0	54.2	87.1	29.0	38.7	分红指标					
负债总额	997.9	1,767.2	1,453.2	495.6	1,493.0	DPS(元)	0.20	-	0.02	0.09	0.08
少数股东权益	40.4	31.1	26.2	-0.2	-45.5	分红比率	34.5%	0.0%	17.7%	17.4%	11.7%
股本	550.0	550.0	550.0	550.0	550.0	股息收益率	1.4%	0.0%	0.2%	0.7%	0.6%
留存收益	2,549.0	2,429.2	2,487.3	2,727.0	3,060.2						
股东权益	3,047.7	2,911.3	3,063.5	3,276.8	3,564.7						
						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.58	0.09	0.13	0.53	0.69
现金流量表						BVPS(元)	5.47	5.24	5.52	5.96	6.56
净利润	322.2	39.5	70.5	290.1	377.3	PE(X)	24.2	158.1	109.6	26.6	20.5
加:折旧和摊销	75.2	99.7	86.7	88.2	90.0	PB(X)	2.6	2.7	2.5	2.4	2.1
资产减值准备	3.2	3.9	-	-	-	P/FCF	-32.7	-182.8	-6.4	11.8	-26.3
公允价值变动损失	1.3	83.3	-	9.3	12.5	P/S	5.2	5.4	4.4	3.6	3.1
财务费用	32.3	22.1	16.9	1.0	-4.0	EV/EBITDA	12.4	37.4	42.8	14.9	15.3
投资损失	14.3	48.7	-	-	-	CAGR(%)	-6.5%	103.3%	-40.2%	-6.5%	103.3%
少数股东损益	2.9	-9.3	-4.9	-26.4	-45.3	PEG	-3.7	1.5	-2.7	-4.1	0.2
营运资金的变动	-50.5	-234.3	-1,410.7	1,489.5	-1,896.8	ROIC/WACC	2.8	0.3	0.4	0.7	1.6
经营活动产生现金流量	382.4	72.3	-1,241.5	1,851.7	-1,466.3	REP	1.4	11.2	5.7	4.0	1.3
投资活动产生现金流量	-548.5	-735.5	84.7	-15.0	-18.0						
融资活动产生现金流量	912.7	349.6	322.0	-1,260.8	1,101.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅、冯俊曦声明, 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, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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，无论是否已经明示或暗示，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034