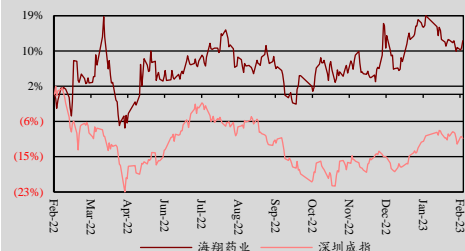


**002099.SZ**
**买入**

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 7.33

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.7	(5.1)	4.9	11.1
相对深圳成指	(6.4)	(4.4)	(3.3)	21.6

发行股数 (百万)	1,618.72
流通股 (百万)	1,609.72
总市值 (人民币 百万)	11,865.18
3个月日均交易额 (人民币 百万)	90.31
主要股东	
浙江东港实业有限公司	32.37

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2023 年 2 月 22 日 收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号:

S1300517050001

# 海翔药业

特色原料药供应商, 培南产品、克林霉素全球龙头, 深度合作 MNC 拓展 C(D)MO 能力

海翔药业是一家覆盖医药中间体、原料药及染料业务产业链的综合企业, 拳头产品培南类药物和克林霉素原料药全球占比高, 兼具规模和全产业链优势, 并以此为基础纵向拓展制剂业务。C(D)MO 业务已与海外优质客户达成长期合作, 近两年扩大投入, 进行深度合作。染料业务方面公司是全球活性蓝 KN-R 细分赛道龙头, 近两年因下游纺织消费端不景气导致短期板块收入和利润承压, 预计 2023 年迎来拐点。首次覆盖给予买入评级。

## 支撑评级的要点

- **医药板块持续向好, 占比逐渐提升。**公司 2022 前三季度完成营业收入 20.71 亿元, 同比增长 15.63%, 完成扣非归母净利润 2.33 亿元, 同比增长 401.08%, 医药板块实现营收 14.31 亿元, 同比增长 37.68%, 占公司总收入近 70%。
- **拳头产品培南类产品居全球龙头地位。**海翔药业培南系列产品覆盖中间体、原料药。培南类药物市场空间较大, 其中最大品种美罗培南国内 2021 年销售额超 60 亿元, 仍在不断增长。公司所掌握的培南类药物关键中间体及原料药制备技术使得其在行业内具有较强话语权。
- **第二大产品克林霉素主供辉瑞原研, 达成 20 年长期深度合作。**公司与辉瑞于 2012 年签订了长达 20 年合同, 协议生产克林霉素等产品, 海翔药业借此机会深度参与国际原料药供应体系。克林霉素适用场景广泛, 目前多种剂型仍在不断开发中, 仍具有较大增长空间。
- **C(D)MO 客户池不断扩大。**公司深耕小分子 C(D)MO 领域, 打造“研发+中试+商业化”一站式平台, 与 BI、辉瑞、明治等大型原研公司达成长期合作, 新增欧美原研客户, 合作范围向临床 III 期项目拓展, 在谈项目多达 10 项。
- **细分染料业务龙头, 疫情期间板块收入利润承压, 预计即将迎来拐点。**公司为活性艳蓝 KN-R 染料细分赛道龙头, 布局核心中间体, 具有完整产业链和工艺优势, 毛利率空间大, 2022 年因为服装消费端不景气收入利润短期承压。

## 估值

- 我们预期公司 2022-2024 年实现营业收入 27.61 亿元、32.92 亿元、39.70 亿元, 同比增长 11.1%、19.2%和 20.6%; 每股净收益为 0.16 元、0.23 元和 0.32 元, 首次覆盖给予**买入**评级。

## 评级面临的主要风险

- 国际原料药价格波动风险; 下游需求波动风险; 合作客户业务不达预期风险; 上游原材料及能源价格波动风险; 汇率波动风险。

## 投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营收入(人民币 百万)	2,471	2,485	2,761	3,292	3,970	
增长率(%)		(16.0)	0.5	11.1	19.2	20.6
EBITDA(人民币 百万)	678	412	607	827	1,051	
归母净利润(人民币 百万)	320	95	260	374	522	
增长率(%)		(58.5)	(70.2)	172.7	44.0	39.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.20	0.06	0.16	0.23	0.32	
市盈率(倍)	37.1	124.6	45.7	31.7	22.7	
市净率(倍)	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	
EV/EBITDA(倍)	16.9	27.0	17.0	12.8	10.5	
每股股息 (人民币)	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5	
股息率(%)	0.2	1.2	3.7	5.4	7.5	

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 盈利预测暂未考虑部分减值情况

## 目录

公司介绍 .....	4
主营业务 .....	8
原料药行业简介 .....	9
集采压缩中间环节利润，对原料药产生的影响偏正面 .....	10
拳头产品培南系列产品市场空间不断增长，海翔药业掌握核心中间体合成技术 .....	11
培南类药物常用于严重耐药场景，全球市场超 39 亿美元 .....	11
最大品种美罗培南类国内市场年销售超 60 亿元，仍在不断增长 .....	11
培南类药物合成步骤长，海翔药业布局培南长生产线，掌握核心中间体 4-AA 合成技术 .....	12
克林霉素业务全球龙头，借主供客户辉瑞打入国际市场 .....	14
克林霉素抗菌优良，新剂型开发带来更大市场 .....	14
与辉瑞签订 20 年生产合约，国内克林霉素出口龙头 .....	14
氟苯尼考空间广阔，短期等待行业沉淀 .....	16
兽药第二大产品氟苯尼考，上游原料短期波动中 .....	16
价格短期波动，等待行业出清，海翔药业储备技术，工艺调整 .....	16
依托特色平台加大管线布局，围绕 API 优势布局制剂 .....	18
CMO/CDMO 经验丰富，海翔药业加大研发投入，多个优质项目在谈中 .....	19
染料业务全产业链及工艺优势，静候下游纺服消费景气度恢复 .....	20
全产业链及技术工艺优势，活性蓝产品获多项技术认证 .....	20
染料业务毛利率空间大，受下游纺服景气度下降短期收入和利润承压 .....	21
盈利预测与估值 .....	23
核心假设 .....	23
估值 .....	24
风险提示 .....	25

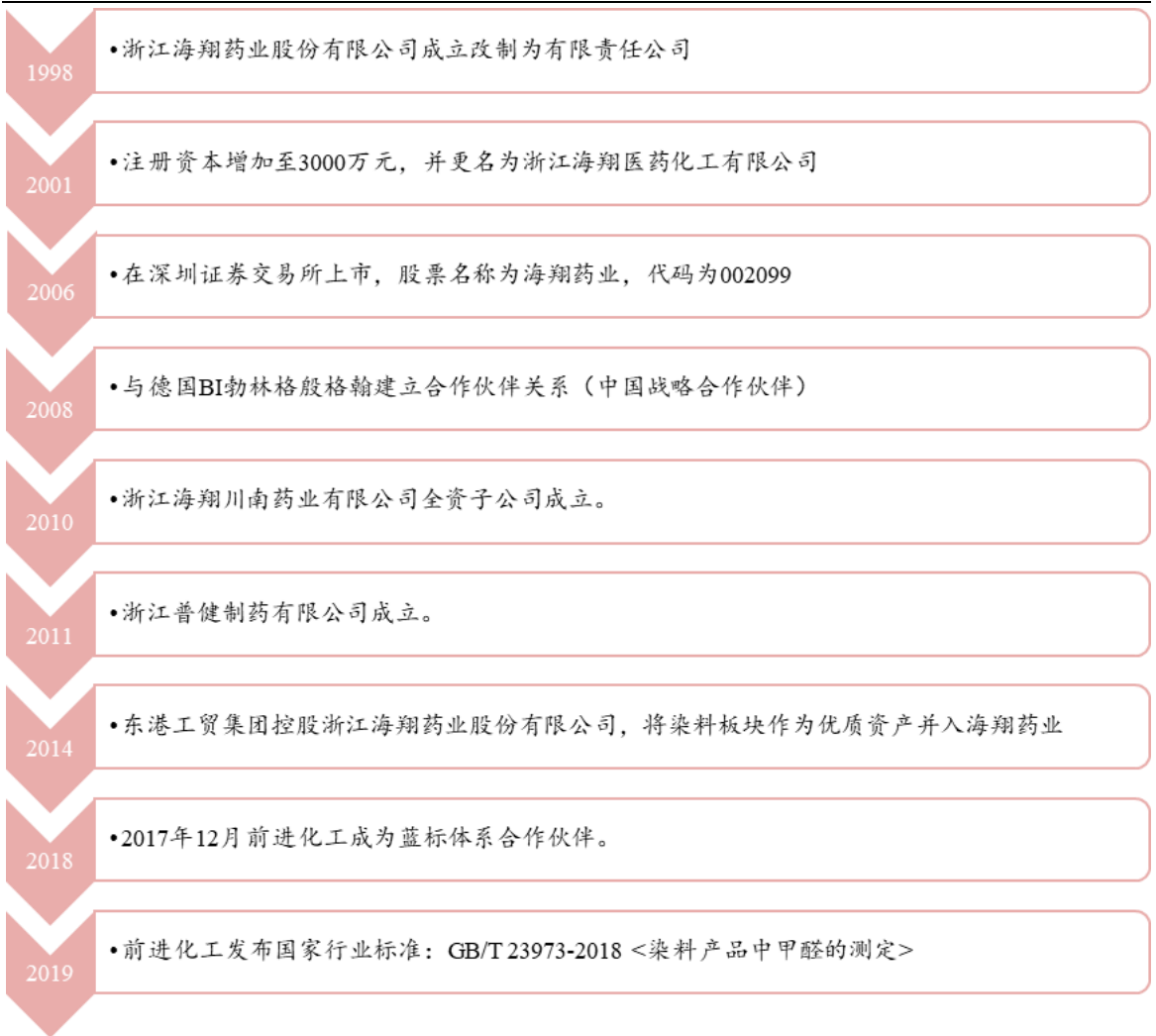
## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 海翔药业发展历史.....	4
图表 2. 公司高管及实际控制人介绍.....	5
图表 3. 组织架构（截止 2022Q3）.....	6
图表 4. 公司业务布局概览.....	6
图表 5. 公司历年收入情况.....	7
图表 6. 公司历年业务占比情况.....	7
图表 7. 2022 年半年度具体收入占比情况.....	7
图表 8. 2022 年半年度海内外收入占比情况.....	7
图表 9. 海翔药业医药业务产品布局.....	8
图表 10. 公司产品线及适应症.....	9
图表 11. 中间体及原料药产业链上下游.....	10
图表 12. Polaris 对于培南类药物市场的分析.....	11
图表 13. 美罗培南院内年销售额情况.....	12
图表 14. 美罗培南合成工艺路线.....	12
图表 15. 培南类相关产品产能情况.....	13
图表 16. 克林霉素相关产品产能情况.....	14
图表 17. 2022 年克林霉素磷酸酯出口份额.....	15
图表 18. 2022 年盐酸克林霉素出口份额.....	15
图表 19. 氟苯尼考传统工艺生产过程.....	16
图表 20. 氟苯尼考价格走势（2022.1-2023.1）.....	17
图表 21. 2022 年氟苯尼考重点企业出口数量份额.....	17
图表 22. 历年在建工程金额.....	18
图表 23. 染料业务主要类别和产品.....	20
图表 24. 活性艳蓝生产工艺流程.....	20
图表 25. 溴氨酸生产工艺.....	21
图表 26. 氨基油生产工艺.....	21
图表 27. 染料业务毛利率变化.....	22
图表 28. 全国服装鞋帽针纺织品类零售额（当月同比）.....	22
图表 29. 公司部分业务拆分及预测（单位：百万元）.....	23
图表 30. 可比公司估值.....	24
利润表(人民币 百万).....	26
现金流量表(人民币 百万).....	26
财务指标.....	26
资产负债表(人民币 百万).....	26

## 公司介绍

海翔药业是一家涵盖医药、染料全产业链的综合性医化企业，根据中国证监会颁发的《上市公司行业分类指引》，公司所处行业为医药制造业（C27）。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）。染料板块业务涉及环保型活性染料及染颜料中间体的研发、生产及销售。

图表 1. 海翔药业发展历史



资料来源：公司官网，中银证券

图表 2. 公司高管及实际控制人介绍

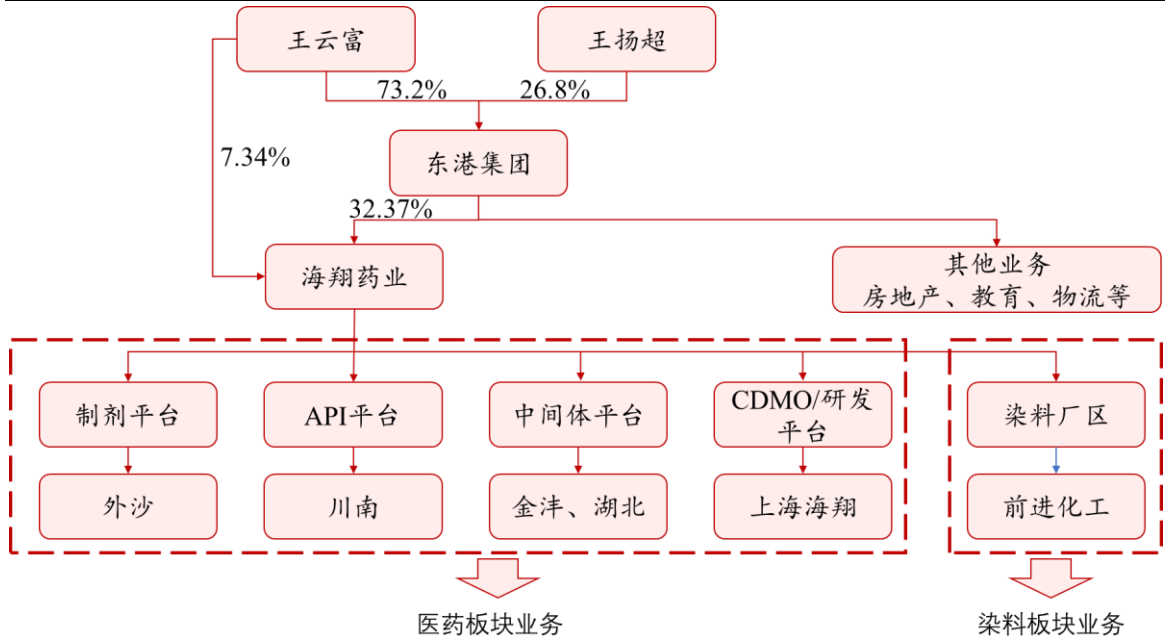
姓名	职位	简介
王云富	实际控制人	王云富先生自 2003 年 3 月起一直在东港集团任职，曾担任东港集团副董事长、总裁、党委副书记、工会主席等职务，2012 年 9 月至今担任东港工贸集团有限公司执行董事、东港投资执行董事。
王扬超	董事长，实际控制人	长江商学院 EMBA。2008 年参加工作，曾任职于东港工贸集团有限公司。现担任公司董事长，兼任上海海翔医药科技发展有限公司执行董事，台州市椒江区工商业联合会副会长，台州市椒江民营企业联合投资股份有限公司董事，台州市青年企业家协会会长等职务。
许国睿	总经理	大学文化，MBA 在读，中共党员。2000 年进入公司工作至今，历任浙江海翔药业销售有限公司部门经理，副总经理，常务副总经理。现担任公司董事、总经理，台州市椒江区工商业联合会九届执委，台州市椒江区进出口企业协会副会长。
姚冰	董事，副总经理	中共党员，澳洲注册会计师。北京大学光华管理学院工商管理硕士，中国外交学院外交学专业硕士。2007 年至 2016 年历任中国外交部北美与大洋洲司，驻加拿大，卡塔尔，新西兰等国外交官及领事官。2016 年至 2019 年在普华永道任高级经理，负责中国企业海外投资并购咨询等业务。2019 年 11 月起担任公司董事，副总经理，兼任公司子公司浙江铭翔药业有限公司执行。
王晓洋	董秘，副总经理	研究生学历，已取得深圳证券交易所董事会秘书资格证书。曾就职于德勤(新加坡)会计师事务所，国泰君安证券股份有限公司投资银行部。2021 年 1 月进入公司工作，现担任公司董事，董事会秘书，副总经理，兼任公司子公司上海珩烽医药科技发展有限公司监事。
洪鸣	董事	硕士研究生，中共党员，工程师。2006 年进入浙江海翔药业股份有限公司工作，历任医药国际注册员，项目经理，业务发展高级经理，销售公司副总经理，医药营销中心总经理。2017 年 5 月起任公司董事，现担任浙江海翔川南药业有限公司执行董事，总经理，浙江海翔药业销售有限公司执行董事。
陶红	董事	本科学历，中共党员，1995 年参加工作，曾任职于东港工贸集团有限公司。现担任公司染料营销中心总经理，兼任公司子公司上海珩烽医药科技发展有限公司，海南荣瑞医药科技有限公司，台州实和工贸有限公司执行董事，上海海翔医药科技发展有限公司，台州港翔化工有限公司监事等职务。
朱勇	财务总监	本科学历，高级会计师，浙江省国际化高端会计人才。曾就职公元塑业集团有限公司财务科长等职务，2010 年 12 月进入浙江海翔药业股份有限公司，历任财务经理、财务副总监等职务。2020 年 7 月 21 日起担任公司财务总监。
毛文华	副总经理	大学文化，高级工程师，质量工程师，执业药师，1988 年毕业于浙江工学院(现浙江工业大学)化学工程专业。1988 年分配至浙江温岭制药厂，先后服务于浙江永宁制药厂，浙江海正药业股份有限公司，浙江医药股份有限公司，2012 年 10 月进入本公司工作至今，2013 年 7 月 19 日起担任公司副总经理。

资料来源：海翔药业年报，Wind，中银证券

公司股权方面，王云富和王扬超是公司实际控制人，王云富先生持有东港工贸集团有限公司 73.20% 的股权，以及直接持有海翔药业 7.34% 的股权。

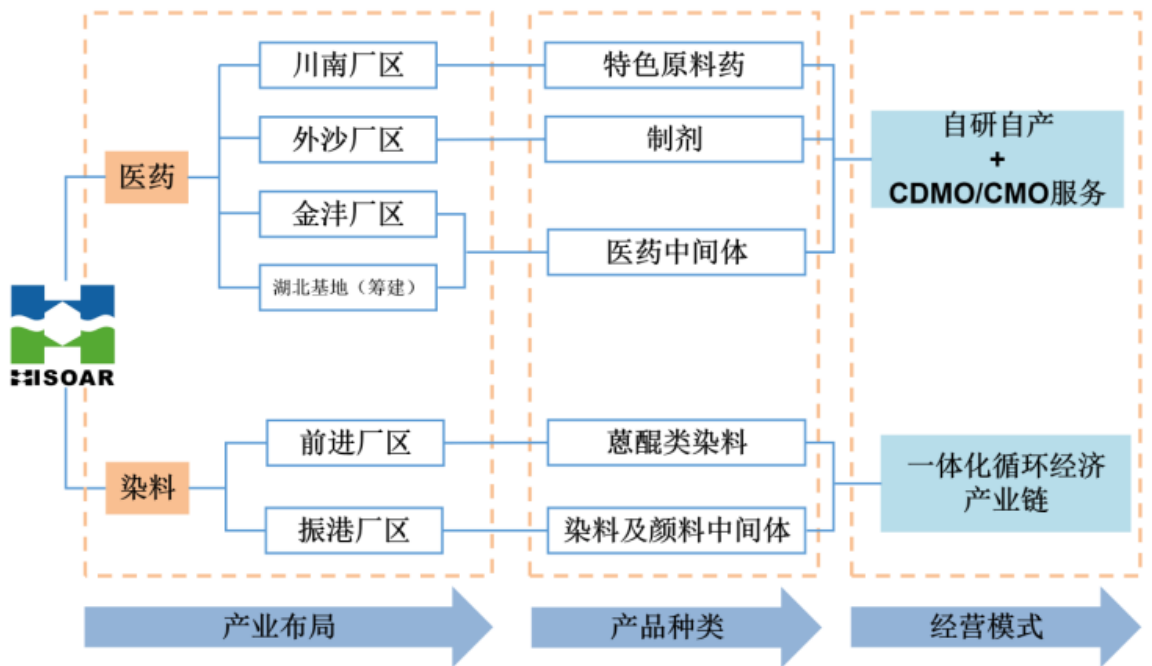
王扬超是王云富之子，目前任公司董事长，未直接持有公司股票，持有东港工贸集团有限公司 26.80% 的股权，间接持有公司股份。

图表 3. 组织架构 (截止 2022Q3)



资料来源: 公司公告, 中银证券

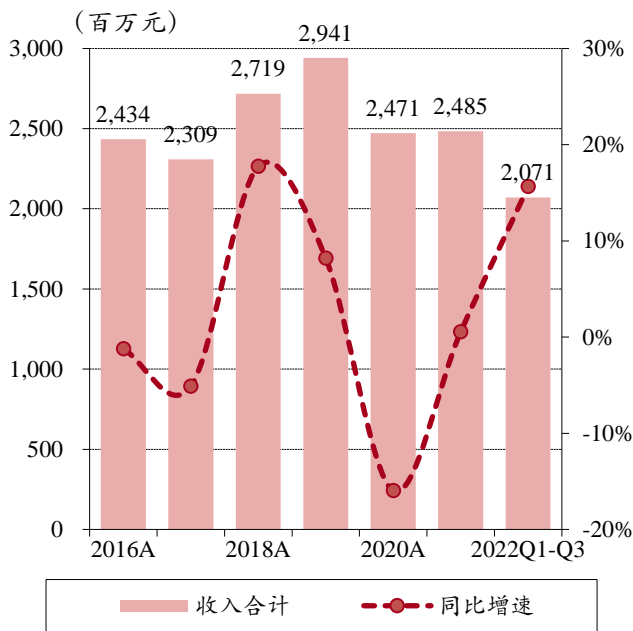
图表 4. 公司业务布局概览



资料来源: 海翔药业 2022 年半年度报告, 中银证券

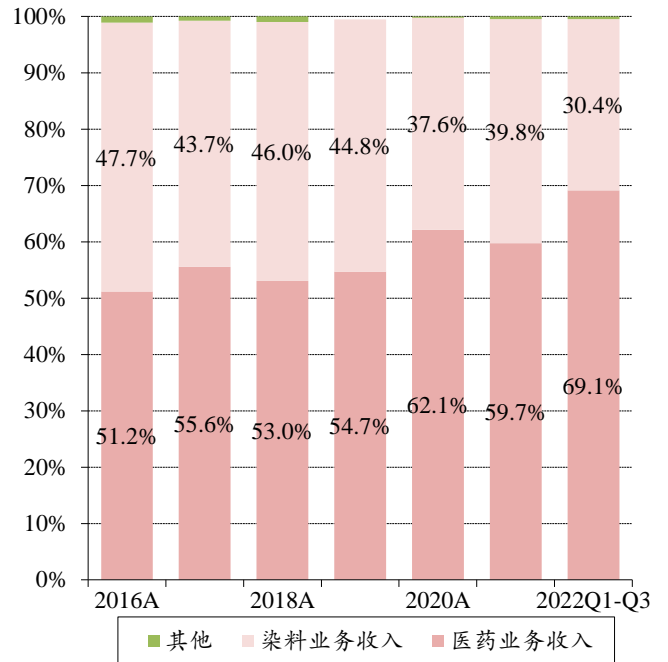
近几年公司的医药业务收入占比逐渐提高, 染料业务占比下降。染料业务与下游纺服消费市场强相关, 这两年因为疫情对消费的抑制, 染料业务受到一定的影响。我们预期未来公司染料业务的边际影响逐渐降低, 同时由于公司在原料药业务方面的规模优势及技术优势, 利润端将实现进一步增长。

图表 5. 公司历年收入情况



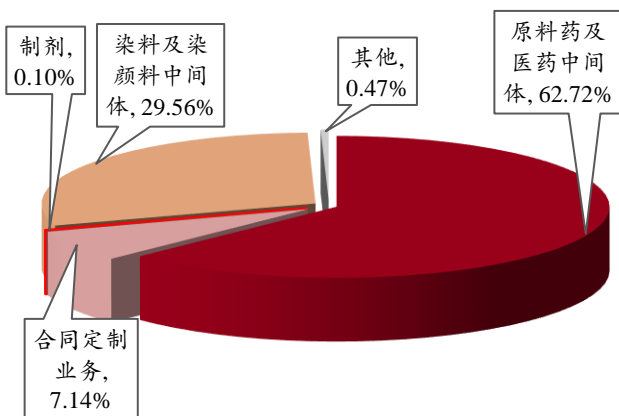
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 公司历年业务占比情况



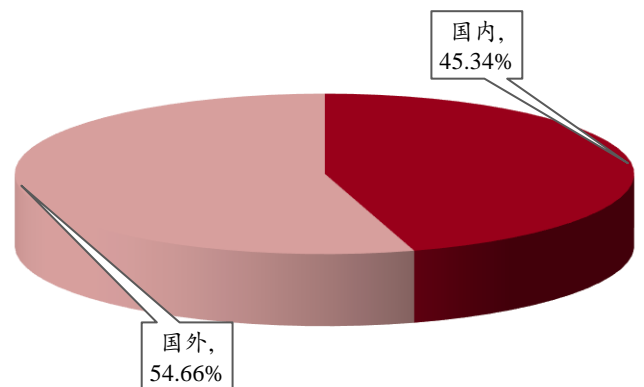
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2022 年半年度具体收入占比情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2022 年半年度海内外收入占比情况



资料来源：公司公告，中银证券

## 主营业务

### ■ 医药板块

以浙江海翔药业股份有限公司为主体，下辖浙江海翔川南药业有限公司、上海海翔医药科技发展有限公司、台州港翔科技有限公司、港翔国际控股（香港）和宜昌海翔药业有限公司（筹建）等多家子公司。主要生产：特色原料药、医药中间体、制剂和精细化学品。主要产品：抗生素类、心血管类、降糖类等原料药、精致化学品及制剂，产品 70% 以上出口。为全球产销量领先的培南类系列产品、克林霉素系列产品制造商。拥有浙江省博士后科研工作站，建有国家新药开发工程技术研究中心手性药物中试基地等。

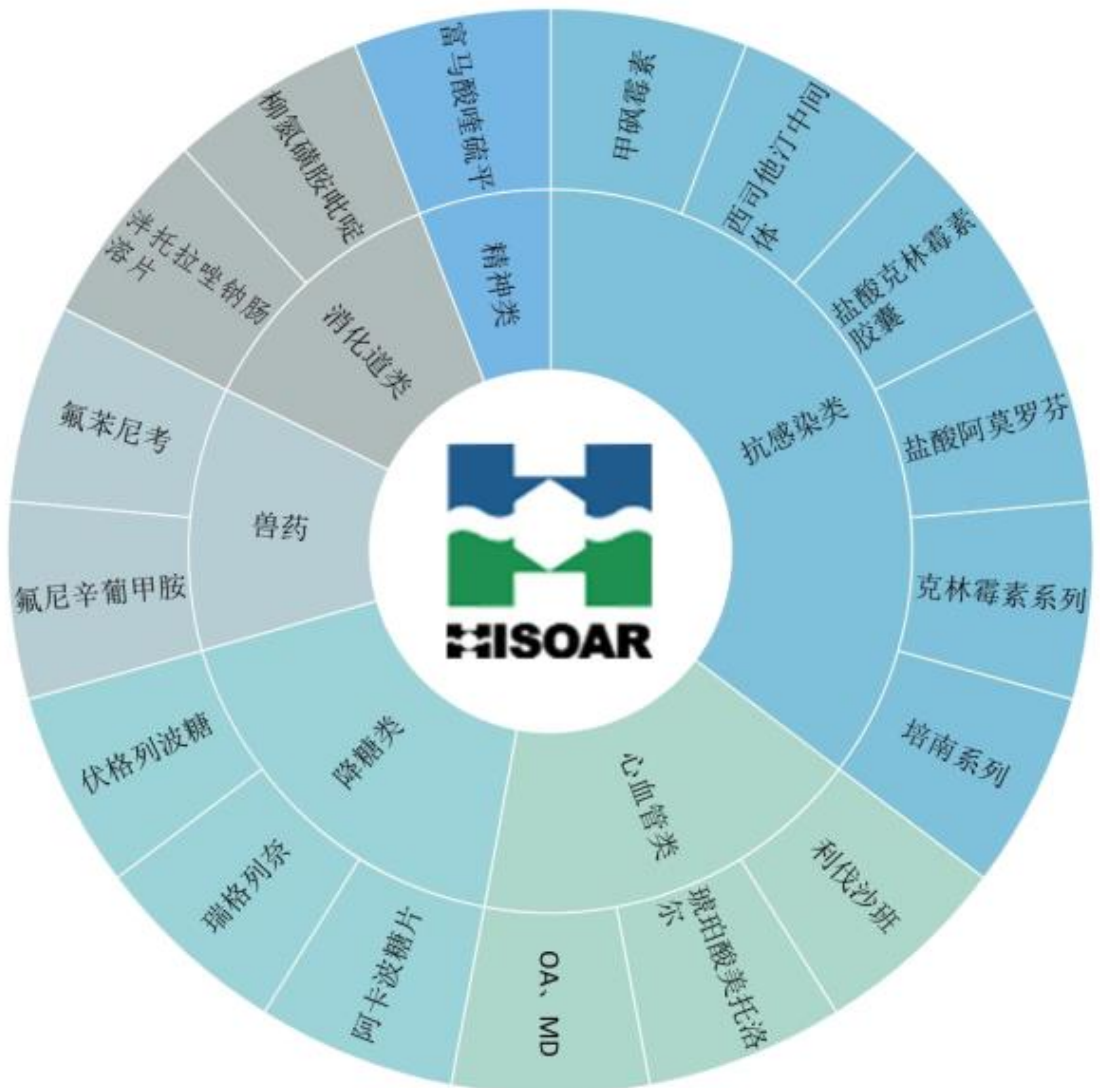
### ■ 染料板块

以台州市前进化工有限公司为主体，下辖：台州市振港染料化工有限公司、盐城市瓯华化学工业有限公司、盐城市瓯华化学研究院等多家子公司。主要生产：染料及染、颜料中间体。染料生产基地：1) 台州椒江：高端染料活性蓝系列产品；2) 江苏盐城：配套的环保型染料中间体及颜料中间体。公司为全球产业链完整、产销规模可观的环保染料活性艳蓝 KN-R 系列产品制造商。

### ■ 其他板块

除医药和染料板块外，公司同时生产相关环保配套设备、医疗化工用品和器具、以及其他系列化学中间体等。

图表 9. 海翔药业医药业务产品布局



资料来源：2020 年年报，中银证券



图表 10. 公司产品线及适应症

应用领域	产品名	适应症
抗感染类	(4-AA、MAP、美罗培南侧链)	用于重症感染以及以 G-菌为主的混合性感染、多重耐药菌感染、产酶菌感染。
	替比培南酯、替比培南侧链	全球首个口服碳青霉烯类新广谱抗生素，主要用于治疗儿童肺炎、中耳炎、鼻窦炎等
	亚胺培南的关键中间体 KETO	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
	西司他汀中间体	西司他汀与亚胺培南共同使用
	盐酸克林霉素胶囊、盐酸克林霉素克林霉素磷酸酯	用于由链球菌属、葡萄球菌属及厌氧菌等敏感菌株所致的下述感染：中耳炎、鼻窦炎、化脓性扁桃体炎、肺炎；皮肤软组织感染
	盐酸克林霉素棕榈酸酯	用于敏感细菌引起的各种感染、败血症、骨髓炎等
	盐酸阿莫罗芬联苯双酯	用于革兰阳性菌引起的各种感染性疾病以及厌氧菌引起的各种感染性疾病
降糖类	甲磺霉素	用于真菌引起的指（趾）甲感染
	伏格列波糖	改善糖尿病餐后高血糖
	瑞格列奈 阿卡波糖片	用于治疗病毒性肝炎和药物性肝损伤引起转氨酶升高 用于流感杆菌、大肠杆菌、沙门菌属所致的呼吸系统、肝胆系统、泌尿系统和消化系统的感染。
心血管类	达比加群酯关键中间体 oa、da	改善糖尿病餐后高血糖
	琥珀酸美托洛尔利伐沙班	用于饮食控制、降低体重与运动不能有效控制高血糖的 2 型糖尿病 用于胰岛素依赖型或非胰岛素依赖型的糖尿病
兽药类	氟苯尼考	用于心房颤动患者中风及血栓的预防
	氟尼辛葡甲胺	用于高血压、心绞痛的治疗 抗凝血药
精神神经类	富马酸喹硫平	用于鸡大肠杆菌病及鸭浆膜炎及鱼的杀鲑产生单胞菌、鳃弧菌等，用于敏感细菌所致牛、猪、鸡肠道感染及支原体引起的慢性呼吸道病
消化道类	磺胺吡啶	用于缓解马的内脏绞痛、肌肉与骨骼紊乱引起的疼痛及抗炎；牛的各种疾病感染引起的急性炎症的控制；另外也可用于母猪乳房炎、子宫炎及无乳综合征的辅助治疗
防疫类	泮托拉唑钠肠溶片 次性使用医用口罩	用于治疗精神分裂症 用于治疗溃疡性结肠炎 用于治疗十二指肠溃疡，胃溃疡，中、重度反流性食管炎 用于过滤细菌

资料来源：海翔药业公告，中银证券

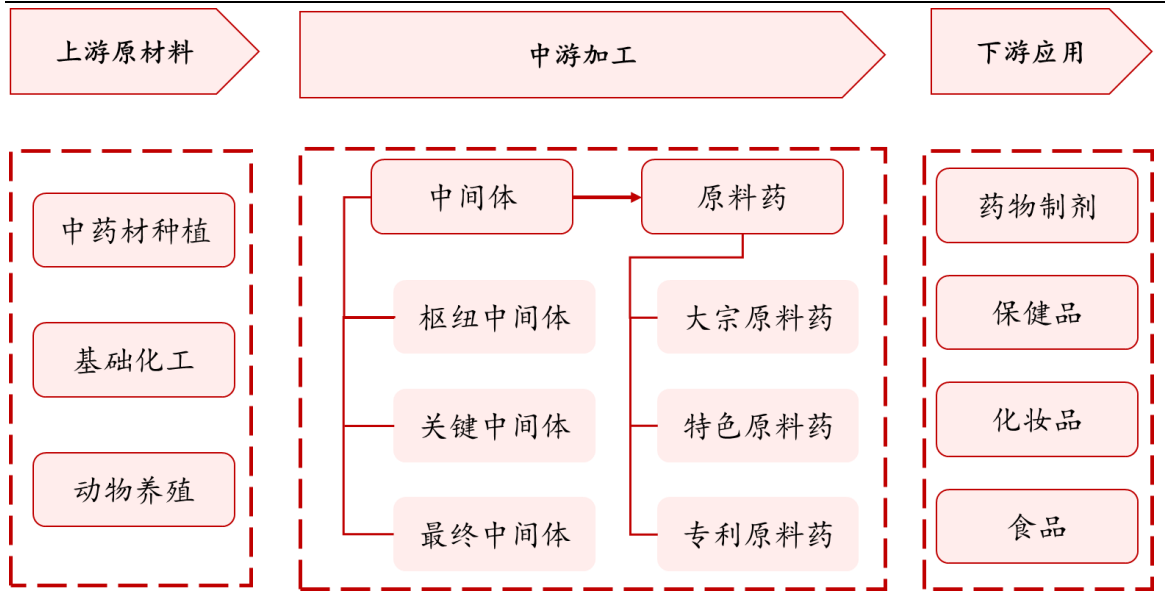
## 原料药行业简介

原料药英文名称是 API(Active Pharmaceutical Ingredients)，即药物活性成分，是在疾病的诊断、治愈、缓解、治疗或预防中提供生物活性或其他直接作用或影响人类或动物身体的结构或任何功能的任何成分。为了 API 能够以所需的速度和程度到达体内的目标部位，通常会添加辅料开发成药剂便于给药和利用。通常可分为大宗原料药，特色原料药，专利原料药。

中间体 (Intermediate) 是原料药工艺步骤中产生的、必须经过进一步分子变化或精制才能成为原料药的一种物料。中间体可以归纳为：

- 枢纽中间体：可由不同方法合成的中间体。
- 关键中间体：通常是分子中重要部分第一次形成的中间体。
- 最终中间体：原料药合成最终反应的前一步。

图表 11. 中间体及原料药产业链上下游



资料来源：中商产业研究院，中银证券

### 集采压缩中间环节利润，对原料药产生的影响偏正面

根据国家公布的集采目录，2022年第七批集采涉及三个产品系列，美罗培南、克林霉素磷酸酯、琥珀酸美托洛尔。根据公司公共，海翔药业医药产品70%出口为主，国内占比不高，总体影响不大。2021年以来海翔药业加强和国内头部企业的合作，开展产业链深度捆绑，合作企业中标助于提升海翔药业国内市场市占率。随着近些年国家一致性评价、集采等政策持续落地实施，对原料药质量及供货稳定要求更高。我们认为受集采压缩了药品销售中间环节的利润，受影响品种价格降幅较大，价格趋近成本线，但集采后的品种销售总量会增长。对拥有核心技术的原料药企业而言，在药品供应方面拥有更大的话语权，整体影响偏正面。

## 拳头产品培南系列产品市场空间不断增长，海翔药业掌握核心中间体合成技术

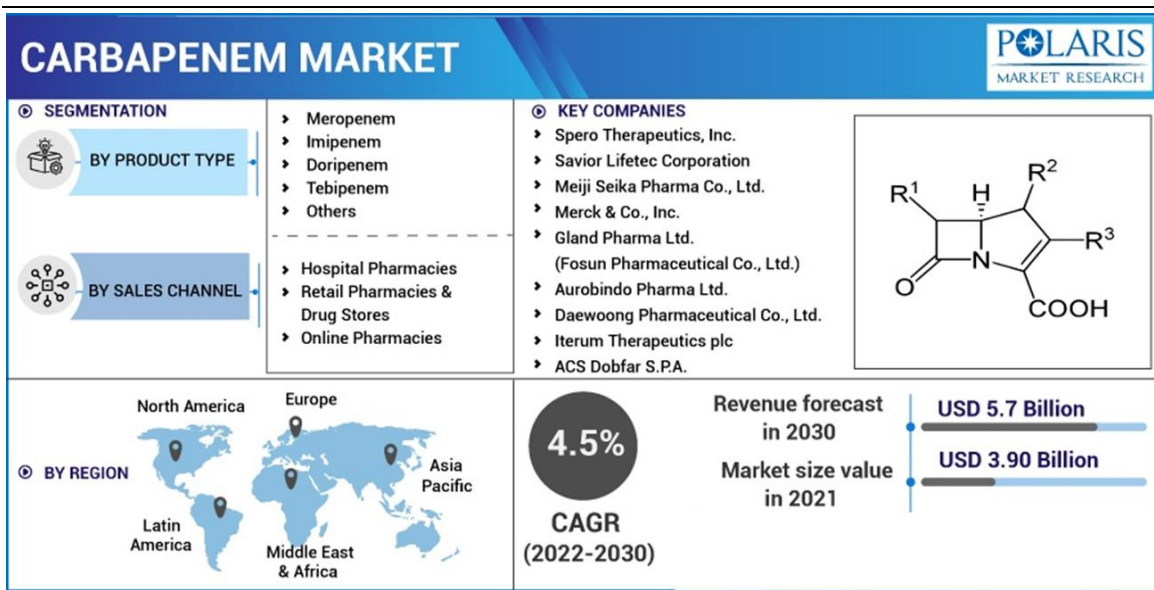
### 培南类药物常用于严重耐药场景，全球市场超 39 亿美元

培南类药物（carbapenems，又称碳青霉烯类抗生素）是一类非典型  $\beta$ -内酰胺类抗生素。在数百种  $\beta$ -内酰胺中，培南类药物具有最广谱的活性和对革兰氏阳性和革兰氏阴性细菌的最大效力，通过与青霉素结合蛋白结合来杀死细菌，从而抑制细菌细胞壁的合成。培南类药物治疗对许多感染有效，包括复杂性尿路感染、支气管肺部感染、复杂腹腔内感染、急性盆腔感染、下呼吸道感染、妇科感染和假单胞菌感染。当感染患者病情严重或被怀疑携带耐药菌时，它们通常被用作“最后一道防线”或“万不得已的抗生素”。

第一个开发可用于治疗微生物感染的培南类药物是 Merck 公司研发的亚胺培南，在 1985 年在美国被批准使用。因为亚胺培南容易被人脱氢肽酶（DHP-I）水解为肾毒性中间体，因此在使用时必须与酶抑制剂西司他汀或倍他米普共同给药。其他可用的培南类化合物包括美罗培南、比阿培南、厄他培南、多尼培南和替比培南（口服）等。美罗培南和其他培南类药物较为稳定，不需要与酶抑制剂联用。

根据 Polaris 市场研究的报告，2021 年全球培南类药物市场大约为 39 亿美元，预测在 10 年间以 4.5% 的年均复合增长率增长，2030 年将达到 57 亿美元，目前市场份额占比最大的培南药物是美罗培南。

图表 12. Polaris 对于培南类药物市场的分析

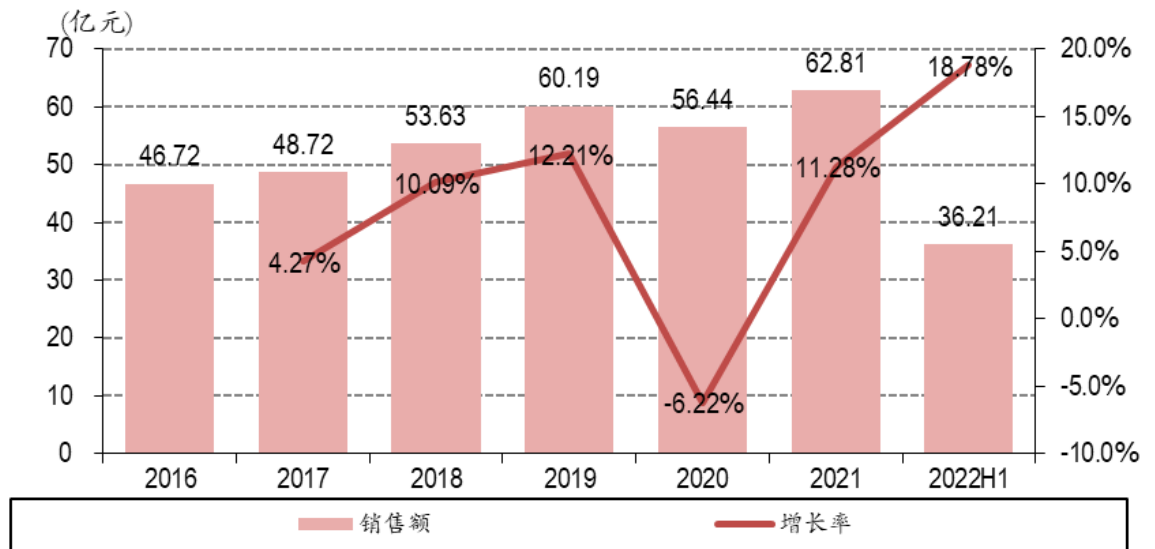


资料来源: Polarismarketresearch, 中银证券

### 最大品种美罗培南类国内市场年销售超 60 亿元，仍在不断增长

国内方面，根据医药经济报作者巴艳凤文章《2021 年印度培南类制剂出口放缓》，2021 年前三季度国内培南类药物销售达 52.6 亿元，同比增长达 10%，我们预计全年药物收入接近 70 亿元，培南类药物的最大品种美罗培南，2021 年全年收入达到 62.81 亿元，同比增长 11.28%。2022 年上半年收入达到 36.21 亿元，同比增长 18.78%，且根据历年的销售额来看，美罗培南的市场仍在不断增长。由于美罗培南纳入第七次集采范围，培南类药物下游制剂大幅降价，我们认为海翔药业具有从中间体到 API 完善产业链的企业更具备在培南类药物领域的竞争优势。

图表 13. 美罗培南院内年销售额情况



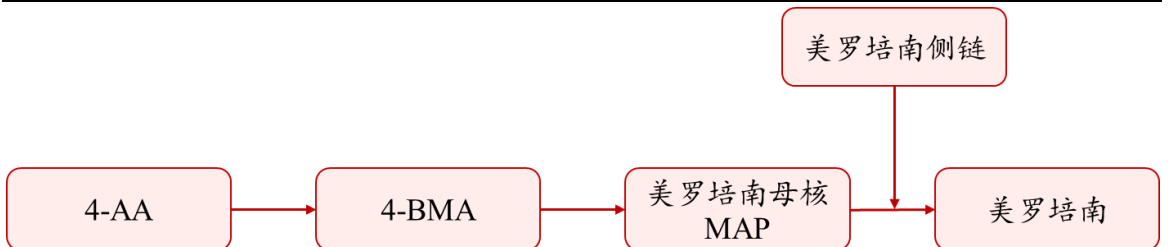
资料来源: insight 数据库, 中银证券

## 培南类药物合成步骤长，海翔药业布局培南长生产线，掌握核心中间体 4-AA 合成技术

培南类产品合成步骤长，生产工艺复杂，中国经过十几年的发展，已经从母核、侧链中间体到原料，形成了完整的产业链基础，我国目前是全球最大的原料药和中间体供应商，制剂方面则是印度在全球占主导地位。根据医药经济报作者巴艳凤文章《2021 年印度培南类制剂出口放缓》，2021 年，印度培南制剂出口增速下滑，与印度疫情、运输成本及培南类原材料供应紧张等因素密不可分。中国经过多年发展，已形成完善和成熟的从中间体到原料的生产供应链，印度培南类产品短期内依然离不开中国的原材料，未来趋势为采购不断向下游延伸。

根据公司公告，海翔药业是拥有全球最完整的培南产业链的企业之一，是值得信赖的优质培南供应商。海翔药业能够生产培南产业链上主要物料，也在积极布局无菌原料药，过去两年公司一直在打通前端产业链，2021 年四季度完成了产能扩产，形成供应链稳定、安全，产能和产量规模等方面优势。2022 年培南系列收入同比大幅增长，市占率持续提高，盈利能力逐步恢复。客户方面，公司培南系列产品以国外法规市场为主，客户主要分布欧洲、美洲、印度、日本等，已成为培南原研及其他头部公司（如辉瑞）供应商，是其供应链重要一环；与国内头部培南企业进行深度合作，提升市场占有率。

图表 14. 美罗培南合成工艺路线



资料来源: 富祥药业招股说明书, 中银证券

4-AA 是培南类药物共同的中间体，4-AA 的合成难度非常大，一度被日本企业垄断经营。海翔药业解决了核心问题：将臭氧技术大规模产业化，在技术上拥有竞争力成为行业的后起之秀。目前，全球的 4-AA 产能约在千吨级别，国内 4-AA 的生产企业除了海翔，主要有金城医药和富祥药业，海翔药业是国内最早做培南系列核心中间体 4-AA 的企业，目前海翔药业 4-AA 以自供为主。

由于海外疫情爆发等原因，培南类产品需求快速增长，供求关系紧张，价格处于高位，2022 年二季度以来价格已慢慢回落至相对平衡阶段。根据健康网数据，目前 4-AA 价格在 1700 元/kg 左右，MAP 报价 2800 元/kg；4-BMA 报价 2300-2500 元/kg。美罗培南粗品出口报价在 850 美元/kg，美罗培南混粉出口报价 950-1000 美元/kg 等等。虽然目前价格平稳涨幅并不高，但从较大的市场需求来看，不排除后期继续上涨的可能。

产能方面，根据公司公告，2021 年下半年培南全产业链扩产完成，培南产能持续爬坡中，2022 年前三季度培南系列收入同比增长超 7 成。目前产能利用率未达到理想水平，仍有提升空间，后续随着入院诊疗量逐步恢复，药品需求有望进一步恢复。下游无菌 API 和无菌粉针剂生产线已经完成安装调试处于验证性生产阶段。客户方面，原有客户加深、扩大合作范围，新增国内外包括原研厂在内各类客户，市场占有率不断提升。新产品管线方面，积极布局其他培南品种原料药，布局口服剂型和儿童用药培南，打造培南全品类供应商。

图表 15. 培南类相关产品产能情况

类别	产品	规划产能 (吨/年)
中间体	4-AA	400
	MAP	400
	KETO	100
	西司他汀酸	80
原料药	美罗培南	120
	多尼培南	5
	比阿培南	5
	无菌美罗培南 (在建)	35
	无菌比阿培南 (在建)	5
	亚胺培南 (在建)	20
	厄他培南 (在建)	10

资料来源：健康网，公司报告，中银证券

## 克林霉素业务全球龙头，借主供客户辉瑞打入国际市场

### 克林霉素抗菌优良，新剂型开发带来更大市场

克林霉素(clindamycin)是一种林可霉素类抗生素，林可霉素类抗生素主要包括林可霉素(lincomycin)和克林霉素两药，其中后者是前者的半合成衍生物，由美国普强公司(现辉瑞公司)开发，1968年用于临床。国内于1975年仿制成功克林霉素，其注射剂在1994年开始用于临床。与林可霉素相比，克林霉素明显更优，不仅抗菌作用更强，而且口服吸收好、血药浓度高，不良反应也小，故在临床上已逐渐替代林可霉素。克林霉素主要用于治疗金黄色葡萄球菌等革兰氏阳性球菌和各种厌氧菌引起的感染。临床常用于治疗扁桃体炎和咽炎、肺部感染、骨关节感染等方面，用治痤疮、心内膜炎、脓毒症、口腔感染、糖尿病及妇科感染等也取得了很好效果。根据新华制药公告，2020年克林霉素在中国城市公立及县级公立医疗机构销售金额为14.79亿元。

克林霉素系列主要产品包括盐酸克林霉素、克林霉素磷酸酯、克林霉素棕榈酸酯。克林霉素磷酸酯作用及用途与克林霉素盐酸盐相似，但吸收迅速、作用持久，血浓度较盐酸盐高两倍，是一个兼有抗厌氧菌与需氧菌作用的广谱抗生素。国外早在多年前就将克林霉素做成其磷酸酯，其目的主要是使克林霉素能够更加广泛作为注射剂应用。根据IQVIA数据，2020年度克林霉素磷酸酯注射剂的全球规模为1.63亿美元；国内2020年市场规模为6.97亿人民币。

盐酸克林霉素棕榈酸酯是克林霉素酯化后的水溶性盐，制成棕榈酸酯可以掩盖其苦味，更适合口服给药，在临床上有更好的依从性。克林霉素棕榈酸酯本身无抗菌作用，但在体内可迅速被水解为活性的克林霉素。目前更新的剂型如缓释剂型仍在不断开发中，旨在应用于更广阔的场景。

### 与辉瑞签订20年生产合约，国内克林霉素出口龙头

海翔药业目前是全球最大的克林霉素系列生产商之一，主攻欧美高端市场，其中包括辉瑞原研等。2012年7月3日，海翔药业与辉瑞签订了关于盐酸克林霉素系列有关产品的合作协议，辉瑞亚洲向海翔药业提供产品生产技术和工艺并授权使用，海翔药业对技术和工艺进行改良，工艺改进后进行商业化生产并长期向辉瑞公司供货。协议规定年产能不低于300吨，且合同生效有效期长达20年。合同不仅彰显了辉瑞对海翔药业生产能力的认可，也帮助海翔药业打入了国际市场。

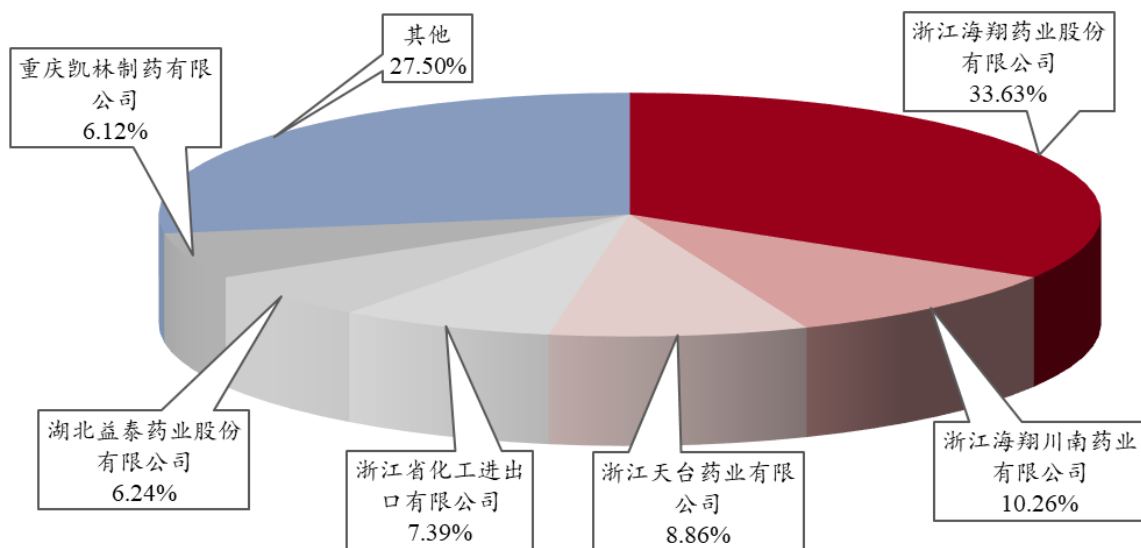
根据健康网数据，在克林霉素磷酸酯和盐酸克林霉素两个产品上，海翔药业出口占比最高，目前国内较大的竞争对手包括重启凯林、天台药业等，由海翔药业占据行业主导地位，规模效应明显。

图表 16. 克林霉素相关产品产能情况

产品	常见主要制剂形式	规划产能(吨/年)
盐酸克林霉素	口服	300
克林霉素磷酸酯	注射液	200
克林霉素棕榈酸酯	口服	40

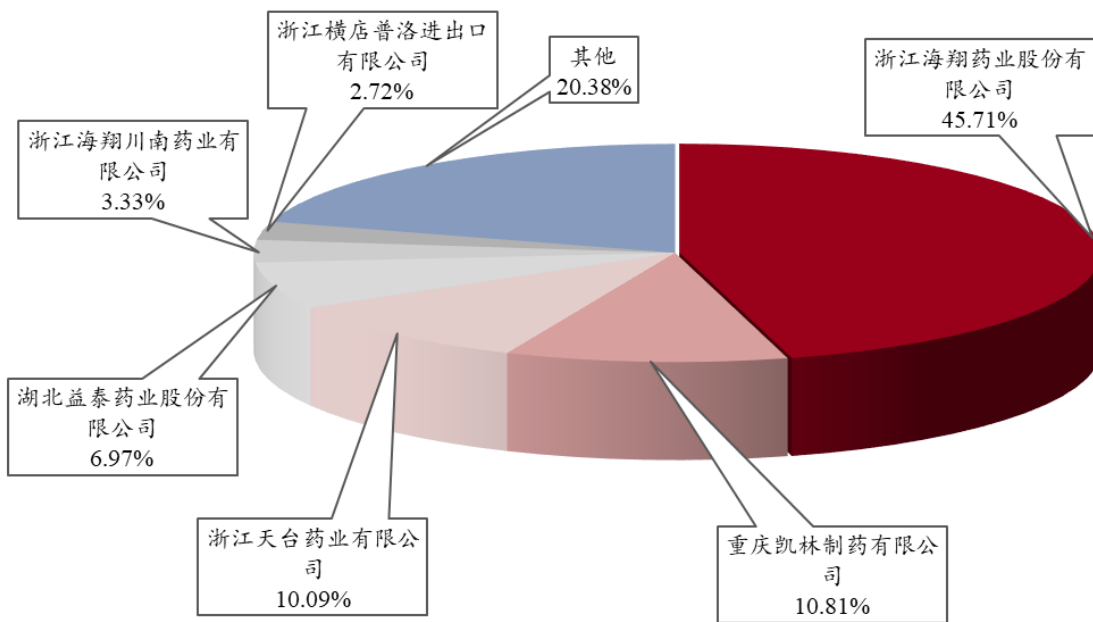
资料来源：健康网，中银证券

图表 17. 2022 年克林霉素磷酸酯出口份额



资料来源：健康网，中银证券

图表 18. 2022 年盐酸克林霉素出口份额



资料来源：健康网，中银证券

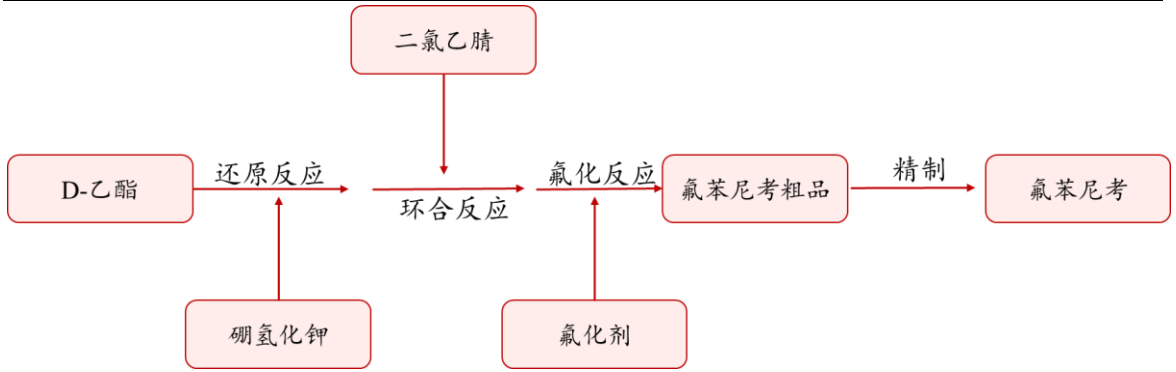
## 氟苯尼考空间广阔，短期等待行业沉淀

### 兽药第二大产品氟苯尼考，上游原料短期波动中

氟苯尼考（florfenicol）是甲砒霉素的氟化合成类似物，是兽药原料药市场中规模第二大产品，由于氟苯尼考其抗菌谱广、吸收良好、体内分布广泛，无潜在的致再生障碍性贫血作用，无致畸、致癌和致突变等三致作用，被用作氯霉素的替代品，主要用于治疗巴斯德氏菌和嗜血杆菌引起的畜禽呼吸道疾病，适合规模化养殖场使用。氟苯尼考于1990年首次在日本上市，用于水产养殖；1996年通过美国FDA注册登记，批准用于牛呼吸系统疾病；1999年于中国批准上市，主要用于敏感细菌所致的动物细菌性疾病的防治。2013年中国氟苯尼考的使用量已高达1万吨。

氟苯尼考的传统合成法中，上游主要是D-乙酯、二氯乙腈、氟化剂的原材料，其中D-乙酯是生产氟苯尼考最重要的原材料，国内主要供应商为普洛药业、湖南引航。近几年因为多方面因素影响，化学合成法的D-乙酯产量较低，不能满足下游氟苯尼考的正常生产需求。去年以来酶法D-乙酯产量快速上升，未来有望成为主导地位，并推动下游氟苯尼考行业变革。

图表 19. 氟苯尼考传统工艺生产过程



资料来源：国邦医药招股说明书，中银证券

### 价格短期波动，等待行业出清，海翔药业储备技术，工艺调整

海翔药业氟苯尼考业务在2022年半年度收入同比增长，但因市场竞争激烈，同质化问题严重，毛利率偏低，根据公司公告，海翔药业目前正在工艺二次开发和产能建设储备。根据中国兽药饲料交易中心数据，2023年1月份氟苯尼考报价为418元/kg，因为2022年底各公司冲业绩和资金回笼的需求，中上游降价出货，消解库存。供需失衡情况下，导致价格进一步逼近2018年以来的历史价格低点。但随着成本因素的制约，氟苯尼考未来价格下探空间已不大。2020年4月，农业农村部发布《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》，进一步提高了动保行业的准入门槛，大量中小动保企业将在政策和市场的双重压力下淘汰出局，供给端产生的空白则会被大型动保集团补足。预计未来整个氟苯尼考行业会逐步向高端化、高质量、高附加值方向升级。



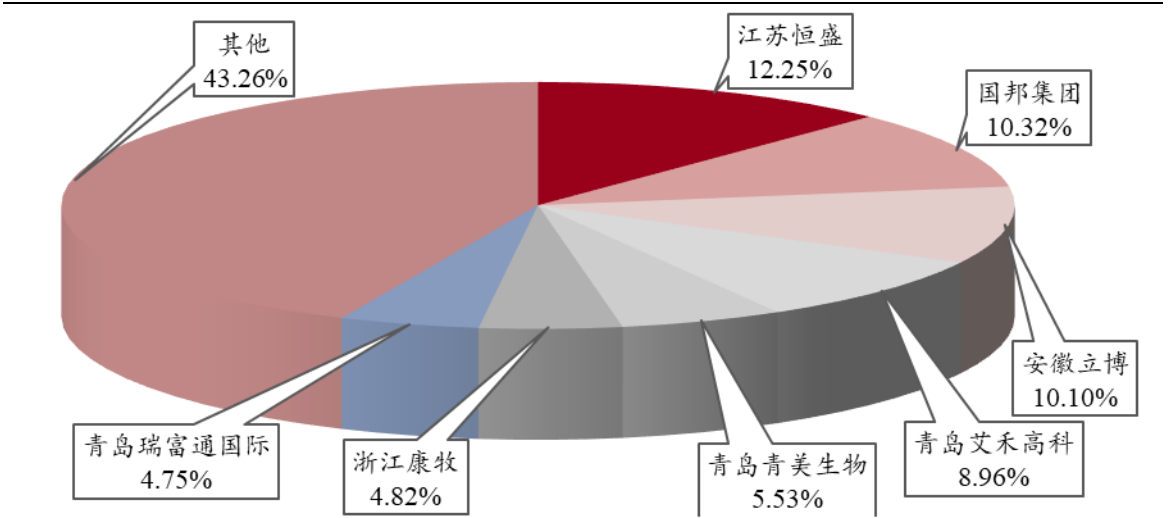
图表 20. 氟苯尼考价格走势图 (2022.1-2023.1)



资料来源：中国兽药饲料交易中心，中银证券

根据健康网数据，2022年1-11月，氟苯尼考的出口量约为2757吨左右，同比增长31.57%。尽管产能和销量方面有所增加，但由于国内销售不畅的情况下，出口市场竞争激烈，价格波动影响较大，出口额仅增加8.55%左右，2022年全年预计出口销售额超过2亿美元。目前国内主要出口氟苯尼考的生产企业为江苏恒盛、国邦医药、安徽立博、青岛艾合高科、青岛青美生物、浙江康牧、浙江海翔药业股份有限公司等，但出口占比较为均衡，占比均在15%以下。根据健康网数据，海翔药业的氟苯尼考产能约在每年300吨左右。

图表 21. 2022年氟苯尼考重点企业出口数量份额



资料来源：健康网，中银证券

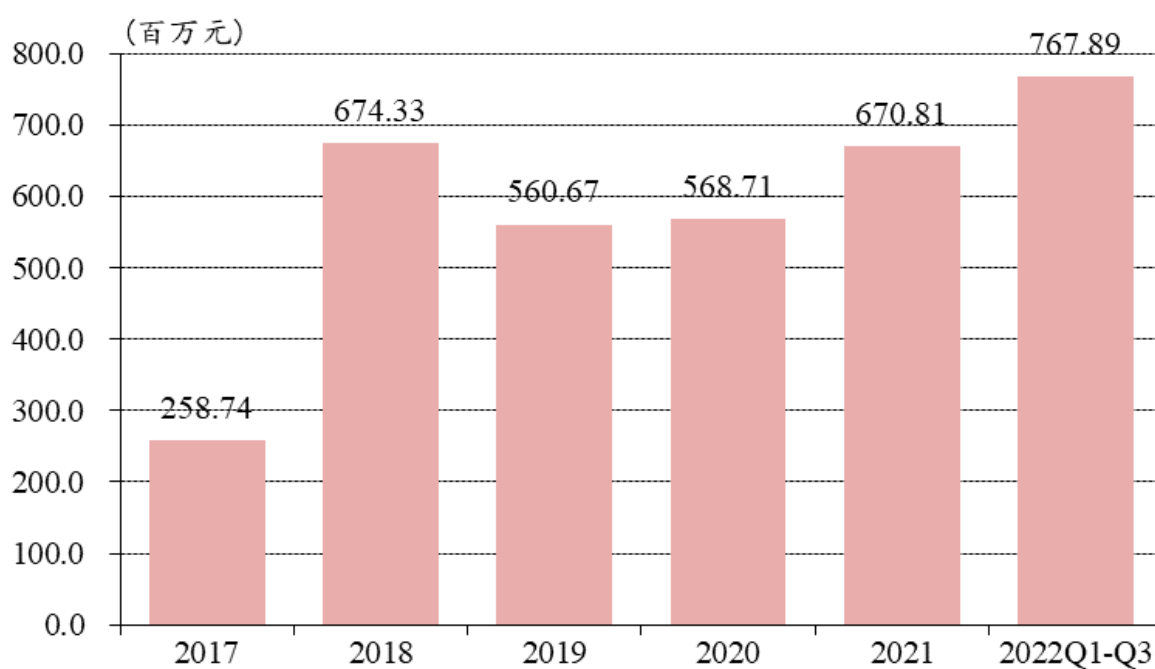
## 依托特色平台加大管线布局，围绕 API 优势布局制剂

近几年公司一直加大研发投入，在上海投建酶生物实验室，搭建了特色酶生物平台和专业团队；在台州投建生物发酵平台，刚取得 45 亩土地计划投建总部研究院及中试车间，持续提升研发软硬件实力。依托各类特色平台，布局 10 余项原料药、中间体项目，新产品涉及免疫类、肝胆类、眼科用药、抗真菌、精神类等多治疗领域，其中半发酵半合成产品 3 项，同时利用酶催化平台对现有产品工艺革新 3 项。

在制剂业务方面，公司围绕化学合成及生物合成方面进行平台建设，管线围绕自有 API 展开，凭借 API 优势实现制剂收入放大。制剂厂区免疫类项目完成车间改造，无菌粉针剂车间已完成设备安装，正在进行验证批生产，后续将根据进度启动注册报批；多剂型车间正在进行设备安装调试。在制剂研发方面，建立口溶膜药物制剂技术及肠溶制剂技术平台，打造特色产品线。其中，盐酸克林霉素胶囊于 2021 年通过一致性评价。2022 年上半年伏格列波糖片、瑞格列奈片、泮托拉唑肠溶片完成 BE 试验，一致性评价资料已递交 CDE 审核中。

公司逐步增大资本投入，重视产业结构优化及调整及投入生产线、完善配套设施建设。2022 年第三季度，公司在建工程金额达到 7.68 亿元，相比于 2021 年底增长 14.5%。

图表 22. 历年在建工程金额



资料来源: Wind, 中银证券

## CMO/CDMO 经验丰富，海翔药业加大研发投入，多个优质项目在谈中

海翔药业是国内最早开展 CDMO/CMO 业务的企业之一，是德国勃林格殷格翰公司在中国重要的战略合作伙伴，双方合作已超十周年，辉瑞、巴斯夫、赛诺菲、诺华、杨森、住友等国际医药企业亦是公司重要合作伙伴。海翔药业专注深耕小分子 CMO/CDMO 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，上海酶生物工程实验室、川南多功能中试车间已投入使用，CMO/CDMO 产能规模、服务能力等综合实力持续提升。

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；与华益泰康达成全方面战略合作，共建国际化 CDMO 服务平台；深度挖掘跨国大型创新药企客户的研发阶段 CDMO 合作机会；新对接 CRO 公司及国内大型药企 CDMO 需求。新建多功能中试车间已于 2021 年投入使用，该车间是 CDMO 专用车间，适用反应类型多，切换效率高等特点，加上原有发酵中试车间，酶工程实验室等，CDMO/CMO 产能规模，项目验证对接效率，综合承接能力大幅提升。未来规划持续投建新中试车间和扩大 CDMO/CMO 专项产能。

收入方面，2021 年 CDMO/CMO 业务收入 2.42 亿元，2022 年前三季度已完成 2.10 亿元收入，增速较快。海翔药业目前已将 CMO/CDMO 事业部独立运行，加大 BD 端投入和拓展。项目拓展方面，公司大客户、战略伙伴新合作商业化落地外。国际方面，欧洲地区新开拓多个客户，开始承接临床期 CDMO 项目，已有数个项目完成样品寄检，正在顺利推进中；国内方面拓展一些新的合作伙伴，与 CRO 公司绑定合作，针对抢仿药及特色仿制药形成产业链互补。2021 年新增 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，2021 年年度报告中表明洽谈中的潜在合作项目超过 10 项。

## 染料业务全产业链及工艺优势，静候下游纺服消费景气度恢复

### 全产业链及技术工艺优势，活性蓝产品获多项技术认证

海翔药业染料业务主要由全资子公司台州前进为主体开展，台州前进主要从事高性能环保染料及相关中间体的研发、生产与销售。高性能环保染料包括活性艳蓝 KN-R 系列、活性蓝 49、活性蓝 221 等，主要以蒽醌活性蓝色为主，相较于其他染料具有性能好，用途广，染色时亲和力大，匀染性能优良等优势，是国家产业政策鼓励发展的一类染料。

海翔药业在染料行业的竞争优势在于公司已经形成从基础化学原料、中间体到商品化染料的完整循环经济产业链。台州前进以溴氨酸、氨基油、1-氨基蒽醌等关键中间体为核心，围绕蒽醌系列染料发展了多色种、系列化的产品集群。充足关键中间体配套产能可以抵御中间体市场价格及供给不稳定带来的不利影响，在成本控制、质量稳定性方面具有显著优势。台州前进不断提升制造装备水平、通过加大节能环保设备技术改造力度来降低能耗、减少污染，不断研发节能环保型染料产品来调整产品结构和提升品牌影响力。

台州前进作为活性艳蓝染料领域的龙头，主持编制了“反应染料色光和强度的测定”等国家标准及活性艳蓝 KN-R、氨基油等行业标准，起草发布了活性艳蓝 KN-R“浙江制造”标准，并通过了浙江制造审核；其生产的 KN-R、P-3R、KE-GN、DK-ER 等产品亦通过了全球有机纺织化学品标准认证（GOTS 5.0）、ECO 认证和 Intertek 认证，20 个产品通过 Blue Sign 认证，拥有相关的技术专利 16 项，KN-R 产品成功入选国家制造业单项冠军。台州前进的 KN-R 采用先进生产工艺，原料单耗低，质量、性能高，溶剂可以有效回收，大幅度降低废水排放量。在染料耐盐碱方面，台州前进攻克了活性艳蓝 KN-R 耐盐碱性能的难题，打破了国际大公司在该技术上的垄断，产品技术指标达到国际先进水平。

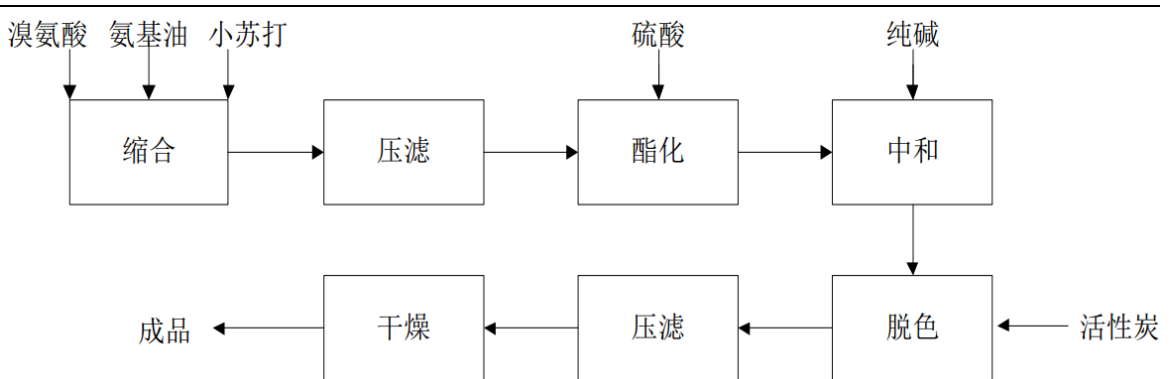
台州前进生产的 KN-R 在染色时亲和力大，匀染性能优良，具有色光鲜艳、色相纯正等优点，是三元色中蓝色组份的首选品种。在染料耐盐碱方面，台州前进攻克了活性艳蓝 KN-R 耐盐碱性能的难题，打破了国际大公司在该技术上的垄断，产品技术指标达到国际先进水平。

图表 23. 染料业务主要类别和产品

主要类别	主要产品及用途
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、活性翠兰 21 以及酸性蒽醌蓝等，主要用于棉、麻、丝等天然纤维织物的染色，具有较高的日晒牢度和优良的匀染性，适用于连续染色、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，用于合成乙烯基型染料、蒽醌型染料。
染颜料中间体	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

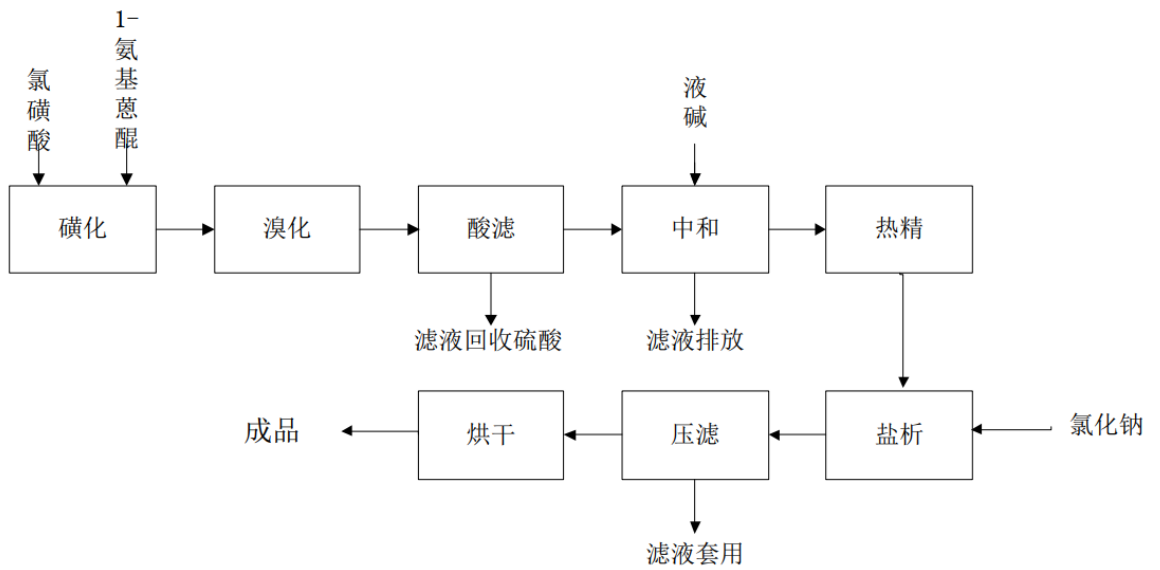
资料来源：海翔药业公告，中银证券

图表 24. 活性艳蓝生产工艺流程



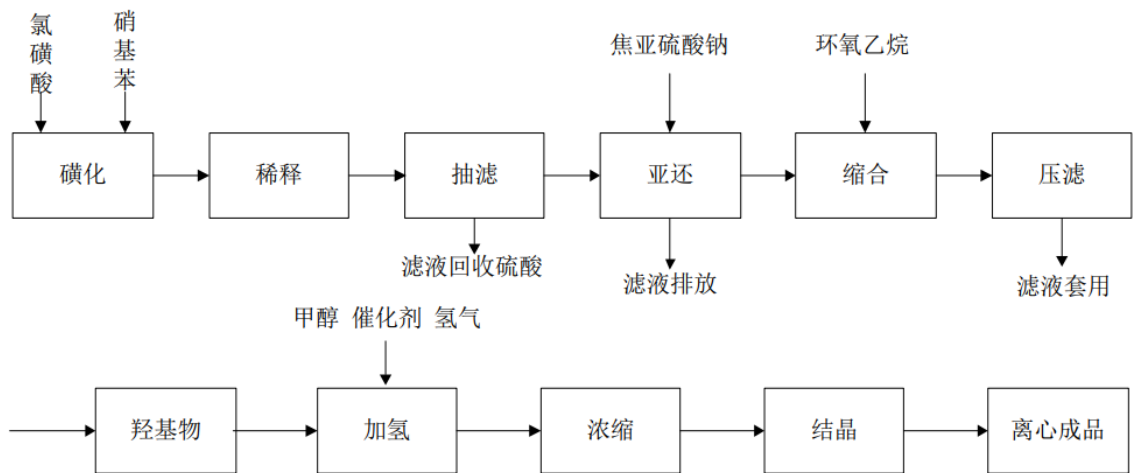
资料来源：海翔药业公告，中银证券

图表 25. 溴氨酸生产工艺



资料来源：海翔药业公告，中银证券

图表 26. 氨基油生产工艺



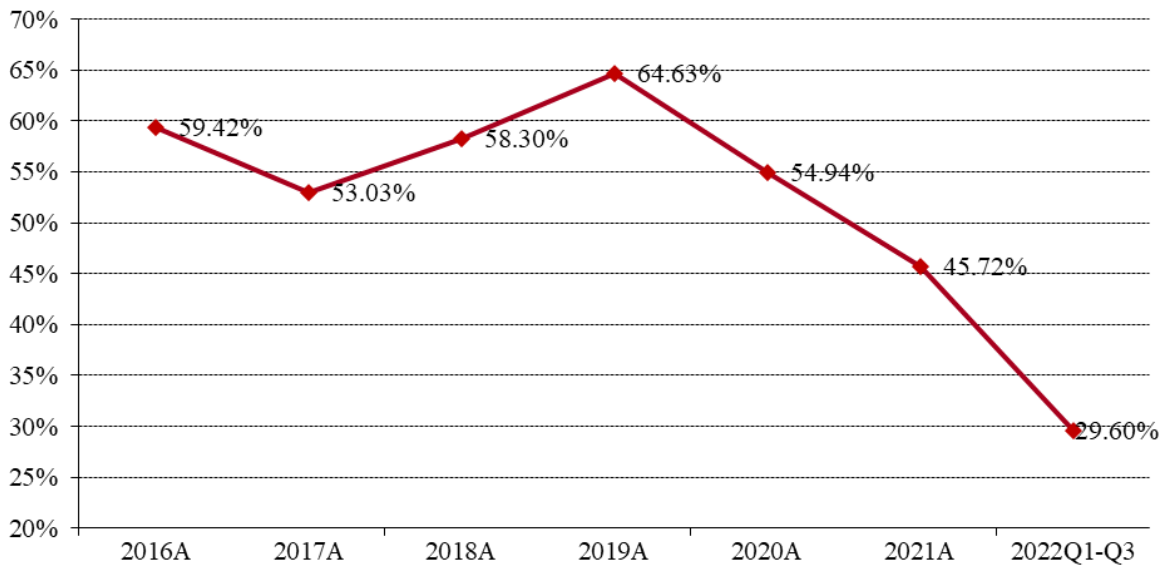
资料来源：海翔药业公告，中银证券

## 染料业务毛利率空间大，受下游纺服景气度下降短期收入和利润承压

染料制造业的上游行业为石油化工、煤化工以及基础化工等资源资金技术密集型行业，与染料行业的产业关联度高，其中石油化工提供苯、芳烃衍生物等原料，煤化工提供了重要原料煤焦油，基础化工提供了纯碱、硝酸等无机原料，这些原材料的价格波动和供应量水平等均会影响染料行业的采购成本和生产水平。染料的下游行业主要为印染加工、纺织等。

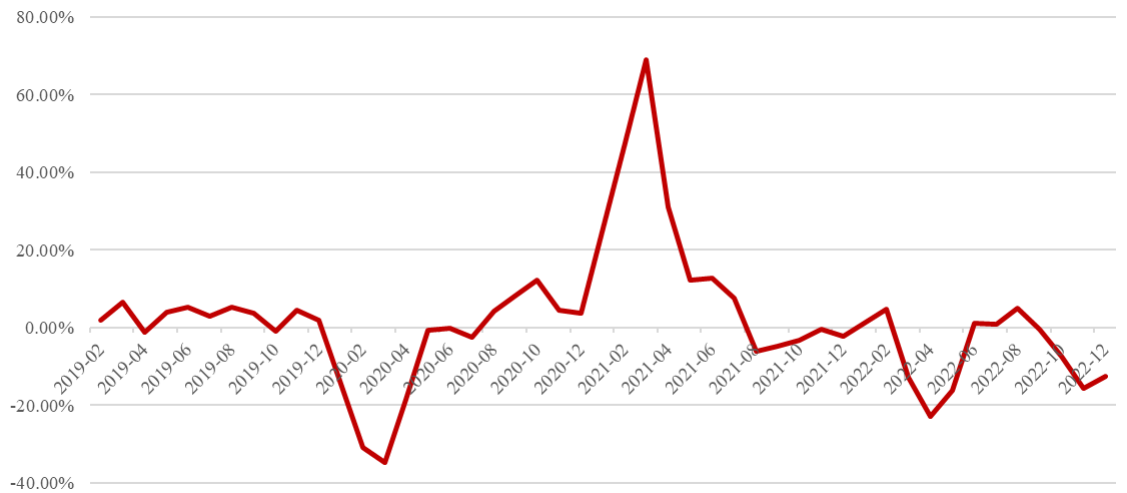
受到下游纺服消费和需求的影响，染料市场在过去的一年处于低谷状态，公司染料业务收入和毛利率处于历史低点。染料价格弹性大，毛利率曾在 2019 年达到高点 64.6%，如今下降到 2022 年前三季度的 29.6%，行业内的主要供应商大多数价格也都在成本线附近。随着疫情放开，纺服终端需求回暖及下游开工率回升，订单逐渐增加，2023 年将成为拐点。公司目前销售策略是保持市场占有率及战略大客户稳定性等待行业回暖。新项目方面，公司着力开拓染颜料一体化布局，高性能有机颜料项目目前已完成小试及中试，正在进行环评和环评等项目报批手续。

图表 27. 染料业务毛利率变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 28. 全国服装鞋帽针纺织品类零售额 (当月同比)



资料来源: Wind, 中银证券

根据海翔药业 2020 年年度报告, 不管从产能还是需求的角度, 中国的染料业务都稳居世界第一位, 产能约占全球的 70%。全球范围内来看, 基础染料产品主要是中国染料企业和印度染料企业之间的竞争, 发达国家已逐渐退出染料业务, 目前的模式主要是从中印进口染料半成品加工生产高附加值产品, 或直接采购染料产品贴牌销售。随着国家“碳达峰、碳中和”的战略部署及推进, 染料行业安全环保要求更趋严格, 行业壁垒逐渐提升。部分环保处理能力相对较差的落后产能逐步退出竞争, 染料行业供给收缩, 市场集中度持续提升, 染料中间体市场趋于集中, 不同程度采取一体化产业链布局, 定价话语权较大。

## 盈利预测与估值

### 核心假设

- **医药自研自产业务：**从产品线看主要包括培南类、克林霉素、氟苯尼考等产品，从成分上看主要包括公司中间体、原料药和制剂。受下游制剂需求增加的影响，培南和克林霉素等占比较大的产品预计保持 20-30% 的增长速度，成为该业务线主要的增长动力。其中培南系列产品继续和优质客户加深合作，同时新进入其他主要培南原研供应商体系；克林霉素开发美国等地区的新客户；氟苯尼考产品目前公司等待酶法等新工艺升级，行业出清后进入市场。
- **CMO/CDMO 业务：**公司手握较多优质客户，新增较多订单，2023 年新增一部分新项目。预计 2024 年收入达到 5 亿元左右。CMO/CDMO 业务毛利率较高，预计超过 50%，将为公司贡献较多收入和利润。
- **染料业务：**随着疫情逐步改善，纺服消费及下游端需求上升，板块收入及毛利率将逐步恢复，预计拐点出现在 2023 年，2024 年的收入水平将逐步回到 2021 年水平附近，毛利率较 2022 年的 30% 略有上升，至 32% 左右。

**收入：**公司收入主要受到医药板块培南系列、克林霉素业务及 C(D)MO 的推动作用，将保持超过 20% 的收入增长，染料业务的收入我们预期需要等到 2024 年才能恢复到 2021 年的水平附近。

**毛利率：**随着染料业务收入占比逐渐下降，医药业务收入占比上升，整体毛利率将逐步提高。

图表 29. 公司部分业务拆分及预测（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>医药</b>					
收入	1,535.47	1,483.87	1,908.00	2410.00	3000.00
YOY (%)	(4.56)	(3.36)	28.58	26.31	24.48
毛利	611.22	471.03	637.4	863.20	1075.00
毛利率 (%)	39.81	31.74	33.41	35.82	35.83
收入占比 (%)	62.13	59.72	69.11	73.21	75.56
<b>自研自产</b>					
收入	1300.16	1242.00	1648.00	2010.00	2500.00
YOY (%)		(4.47)	32.69	21.97	24.38
<b>CMO/CDMO 业务</b>					
收入	235.31	242.00	260.00	400.00	500.00
YOY (%)		2.84	7.44	53.85	25.00
<b>染料板块</b>					
收入	929.95	988.6	840.00	882.00	970.20
YOY (%)	(29.38)	6.31	(15.03)	5.00	10.00
毛利	510.94	451.95	248.64	264.60	310.46
毛利率 (%)	54.94	45.72	29.60	30.00	32.00
收入占比 (%)	37.63	39.79	30.42	26.79	24.44
<b>其他(行业)</b>					
收入	5.96	12.35	12.98		
YOY (%)		107.21	5.07		
毛利	0.42	2.45	1.30		
毛利率 (%)	7.10	19.84	10.00		
收入占比 (%)	0.24	0.50	0.47		
<b>收入合计</b>	<b>2471.39</b>	<b>2484.83</b>	<b>2760.98</b>	<b>3292.00</b>	<b>3970.20</b>
YOY (%)	(15.98)	0.54	11.11	19.23	20.60
毛利率 (%)	45.42	37.24	32.14	34.26	34.90

资料来源：Wind，中银证券

## 估值

我们预期公司 2022-2024 年实现营业收入 27.61 亿元、32.92 亿元、39.70 亿元，同比增长 11.1、19.2 和 20.6；每股净收益为 0.16 元、0.23 元和 0.32 元。

我们选取和公司业务模式相近的、同属于原料药板块的海正药业、国邦医药、普洛药业、美诺华、华海药业、富祥药业做估值对比。

图表 30. 可比公司估值

代码	简称	最新价 (元)	每股收益 (元)				P/E			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600267.SH	海正药业	11.21	0.41	0.50	0.60	0.73	27.18	22.56	18.65	15.31
605507.SH	国邦医药	25.80	1.26	1.71	2.14	2.64	20.42	15.06	12.06	9.77
000739.SZ	普洛药业	24.25	0.81	0.82	1.06	1.38	29.91	29.70	22.80	17.59
603538.SH	美诺华	27.26	0.67	1.45	1.77	2.17	40.83	18.75	15.40	12.56
600521.SH	华海药业	21.04	0.33	0.73	0.92	1.16	64.02	28.99	22.87	18.14
300497.SZ	富祥药业	13.19	0.09	0.13	0.53	0.69	148.57	102.89	24.89	19.12
均值							55.16	36.28	19.39	15.37
002099.SZ	海翔药业	7.33	0.06	0.16	0.23	0.32	124.60	45.69	31.73	22.73

资料来源: Wind, 中银证券

注: 以 2023 年 2 月 22 日交易数据为准, P/E 计算采用最新价/每股收益;

国邦医药、美诺华、华海药业、富祥药业每股收益及 P/E 来自 Wind 一致预期

根据 2023 年 2 月 22 日收盘价, 公司 2022 年 PE 为 45.69 倍, 高于可比公司平均。我们认为海翔药业多个产品线兼具技术和规模优势, 具有较高的护城河。同时海翔药业深度合作国际制药 MNC, 按照 MNC 不会轻易更换供应商的习惯, 存量业务具有较高的稳定性。另外因为海翔药业技术工艺和产能不断提高, 因而会有一部分的增量业务带来业绩的增长, 且根据目前在手订单的情况来看, 增量业务的规模较为可观。首次覆盖给予买入评级。



## 风险提示

1. **国际原料药价格波动风险：**公司培南、克林霉素等原料药业务大部分为出口，国际原料药价格受多方面因素如竞争加剧、物流受阻等影响，进而影响公司收入。
2. **下游需求波动风险：**公司下游主要为药物制剂及纺服，存在制剂端需求收窄、纺服消费终端不景气等因素影响。
3. **合作客户业务不达预期风险：**公司近几年加大 CMO/CDMO 业务投入，与更多优质客户进行合作，存在因合作不达预期、板块收入受影响风险。
4. **上游原材料及能源价格波动风险：**公司主营业务为原料药、染料等业务，上游化学材料及染料等化工原料、及能源价格波动会对公司收益产生影响。
5. **汇率波动风险：**公司海外收入占比较高，存在汇率波动导致的汇兑损益变化而对公司的利润产生一定的影响。

### 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,471	2,485	2,761	3,292	3,970
营业收入	2,471	2,485	2,761	3,292	3,970
营业成本	1,349	1,559	1,874	2,164	2,584
营业税金及附加	24	27	22	30	36
销售费用	25	27	23	28	34
管理费用	505	569	428	471	520
研发费用	132	165	145	151	163
财务费用	34	20	(89)	15	20
其他收益	28	17	20	20	20
资产减值损失	(12)	(11)	0	0	0
信用减值损失	(2)	(10)	0	0	0
资产处置收益	0	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	6	(58)	0	0
投资收益	(20)	3	(3)	3	3
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	395	122	317	456	636
营业外收入	2	2	1	2	2
营业外支出	3	1	1	2	2
利润总额	394	123	317	456	636
所得税	74	29	57	82	115
净利润	320	94	260	374	522
少数股东损益	0	(1)	0	0	0
归母净利润	320	95	260	374	522
EBITDA	678	412	607	827	1,051
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.20	0.06	0.16	0.23	0.32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,240</b>	<b>3,437</b>	<b>3,237</b>	<b>3,433</b>	<b>3,301</b>
货币资金	1,970	1,828	1,501	1,296	818
应收账款	406	489	505	680	749
应收票据	0	0	0	0	0
存货	727	908	1,057	1,213	1,498
预付账款	32	50	49	65	71
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	105	162	126	180	165
<b>非流动资产</b>	<b>3,939</b>	<b>4,583</b>	<b>4,631</b>	<b>4,571</b>	<b>4,459</b>
长期投资	48	259	259	259	259
固定资产	1,993	2,287	2,415	2,467	2,456
无形资产	518	490	456	423	389
其他长期资产	1,380	1,546	1,500	1,422	1,355
<b>资产合计</b>	<b>7,179</b>	<b>8,020</b>	<b>7,868</b>	<b>8,004</b>	<b>7,760</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,182</b>	<b>1,733</b>	<b>1,477</b>	<b>1,867</b>	<b>1,992</b>
短期借款	430	571	300	300	300
应付账款	371	482	543	641	774
其他流动负债	380	680	634	926	918
<b>非流动负债</b>	<b>145</b>	<b>174</b>	<b>459</b>	<b>466</b>	<b>463</b>
长期借款	0	0	300	300	300
其他长期负债	145	174	159	166	163
<b>负债合计</b>	<b>1,326</b>	<b>1,906</b>	<b>1,937</b>	<b>2,334</b>	<b>2,455</b>
股本	1,619	1,619	1,619	1,619	1,619
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
归属母公司股东权益	5,852	6,115	5,933	5,672	5,306
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7,179</b>	<b>8,020</b>	<b>7,868</b>	<b>8,004</b>	<b>7,760</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	320	94	260	374	522
折旧摊销	257	294	339	379	418
营运资金变动	247	77	(168)	(12)	(220)
其他	(290)	(363)	(14)	4	21
<b>经营活动现金流</b>	<b>534</b>	<b>102</b>	<b>417</b>	<b>745</b>	<b>740</b>
资本支出	(74)	(230)	(407)	(309)	(311)
投资变动	21	(213)	0	0	0
其他	(18)	(66)	(3)	3	3
<b>投资活动现金流</b>	<b>(71)</b>	<b>(509)</b>	<b>(410)</b>	<b>(306)</b>	<b>(308)</b>
银行借款	230	140	29	0	0
股权融资	(207)	(62)	(441)	(636)	(887)
其他	(34)	2	78	(10)	(23)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(11)</b>	<b>81</b>	<b>(334)</b>	<b>(645)</b>	<b>(910)</b>
<b>净现金流</b>	<b>452</b>	<b>(326)</b>	<b>(327)</b>	<b>(206)</b>	<b>(477)</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 财务指标

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	(16.0)	0.5	11.1	19.2	20.6
营业利润增长率(%)	(57.0)	(69.1)	159.6	44.0	39.5
归属于母公司净利润增长率(%)	(58.5)	(70.2)	172.7	44.0	39.6
息税前利润增长率(%)	(51.5)	(72.2)	129.0	66.9	41.3
息税折旧前利润增长率(%)	(36.7)	(39.3)	47.4	36.3	27.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(58.5)	(70.2)	172.7	44.0	39.6
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	17.1	4.7	9.7	13.6	16.0
营业利润率(%)	16.0	4.9	11.5	13.9	16.0
毛利率(%)	45.4	37.2	32.1	34.3	34.9
归母净利润率(%)	12.9	3.8	9.4	11.4	13.1
ROE(%)	5.5	1.6	4.4	6.6	9.8
ROIC(%)	9.7	2.3	5.0	8.4	11.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	0.0
流动比率	2.7	2.0	2.2	1.8	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	5.7	5.6	5.6	5.6	5.6
应付账款周转率	6.7	5.8	5.4	5.6	5.6
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	1.0	1.1	0.9	0.9	0.9
管理费用率(%)	20.4	22.9	15.5	14.3	13.1
研发费用率(%)	5.3	6.6	5.3	4.6	4.1
财务费用率(%)	1.4	0.8	(3.2)	0.5	0.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.1	0.3	0.5	0.5
每股净资产(最新摊薄)	3.6	3.8	3.7	3.5	3.3
每股股息	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	37.1	124.6	45.7	31.7	22.7
P/B(最新摊薄)	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2
EV/EBITDA	16.9	27.0	17.0	12.8	10.5
价格/现金流(倍)	22.2	115.9	28.5	15.9	16.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10-20；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10-10 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371