

森萱医药 (920946.BJ)

原料药海外注册加速，新材料行业标准落地提升壁垒

2026 年 03 月 18 日

——北交所信息更新

投资评级：增持（维持）

诸海滨（分析师）

车欣航（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

chexinhang@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

证书编号：S0790525050001

日期	2026/3/17
当前股价(元)	10.18
一年最高最低(元)	14.70/8.75
总市值(亿元)	43.46
流通市值(亿元)	43.45
总股本(亿股)	4.27
流通股本(亿股)	4.27
近 3 个月换手率(%)	44.76

北交所研究团队

● 2025 年业绩快报：营收 5.53 亿元，同比+3%，归母净利润 1.32 亿元，同比+6%

公司发布 2025 年业绩快报，2025 年，公司实现营收 5.53 亿元，同比增长 2.87%，归母净利润 1.32 亿元，同比增长 6.32%。根据快报数据，我们小幅上调 2025 年，维持 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 1.32（原 1.30）/1.53/1.74 亿元，对应 EPS 为 0.31/0.36/0.41 元/股，对应当前股价 PE 为 33.6/28.8/25.4 倍，维持“增持”评级。

● 内销品种销价略有下滑，积极推进新老产品的海外注册，外销支撑业绩增长

2025 年，公司营业收入、利润指标稳中有升。一方面，部分内销品种受政策、竞争等因素影响，销价略有下降，公司通过不断提升产品的品质和品牌影响力，保持内销产品收入基本持平；另一方面，公司持续推进新老原料药品种的海外注册，外销产品销量增加，为收入、利润稳定增长贡献了主要力量；同时，2025 年内公司持续优化内部管理，有序推行降本增效，提升了运营效率，不断提升产品的竞争力，确保营业收入、毛利稳中有升。2025 年，部分次新原料药品种（如琥布宗、来特莫韦、吡喹酮）已成功形成商业化订单，开始贡献收入。长期发展方面，公司计划通过全面推进新老产品的海外注册（特别是在欧美高端法规市场）以及不断培育新的商业化品种来保障业绩的长期稳定增长。

● 开拓工程塑料、纤维、医药等领域，计划拓展清洁燃料、牙科材料等新场景

三聚甲醛切片等新材料业务方面，森萱医药子公司鲁化森萱三聚甲醛切片项目已在国内的工程塑料、纤维、医药领域开拓了市场，并且产能仍有空间。未来，公司计划将横向拓展其在清洁燃料、牙科材料等新场景的应用，并纵向开拓俄罗斯、东南亚、中国台湾等市场。此外，由子公司鲁化森萱牵头制定的《1,3-二氧戊环》行业标准将于 2026 年 3 月实施，有望提升森萱医药在新材料板块的品牌影响力。

● 风险提示：原料价格上涨风险、行业监管政策变化风险、新品研发风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	590	537	553	635	717
YOY(%)	-5.5	-8.9	2.9	14.8	12.9
归母净利润(百万元)	135	124	132	153	174
YOY(%)	-16.2	-8.0	6.3	16.4	13.4
毛利率(%)	43.0	43.6	43.9	43.8	43.5
净利率(%)	22.8	23.0	23.8	24.1	24.2
ROE(%)	11.7	9.9	10.1	11.0	11.6
EPS(摊薄/元)	0.32	0.29	0.31	0.36	0.41
P/E(倍)	32.8	35.7	33.6	28.8	25.4
P/B(倍)	3.9	3.7	3.5	3.3	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

相关研究报告

《全面推进新老品种原料药海外注册，2025Q1-Q3 归母净利润+13%—北交所信息更新》-2025.11.10

《原料药出口高增长，新品种商业化兑现—北交所信息更新》-2025.9.9

《三聚甲醛切片项目投产，注重研发专利数增至 192 项 —北交所信息更新》-2025.5.27

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	920	863	1112	1180	1313
现金	506	583	812	806	982
应收票据及应收账款	50	72	22	91	38
其他应收款	0	0	1	0	1
预付账款	7	3	7	4	9
存货	146	121	138	137	163
其他流动资产	210	84	133	142	120
非流动资产	408	491	358	369	375
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	352	312	296	313	323
无形资产	37	36	33	31	28
其他非流动资产	19	143	28	25	23
资产总计	1327	1354	1470	1549	1688
流动负债	110	84	118	109	134
短期借款	20	0	10	5	8
应付票据及应付账款	39	31	55	43	63
其他流动负债	51	53	54	61	63
非流动负债	8	5	11	13	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	5	11	13	15
负债合计	118	89	129	122	149
少数股东权益	74	74	78	81	86
股本	427	427	427	427	427
资本公积	218	218	218	218	218
留存收益	490	545	612	691	781
归属母公司股东权益	1136	1191	1263	1345	1453
负债和股东权益	1327	1354	1470	1549	1688

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	189	171	188	97	247
净利润	141	126	136	157	179
折旧摊销	49	45	35	38	44
财务费用	-15	-27	-20	-24	-24
投资损失	-1	-1	-2	-1	-1
营运资金变动	-4	-4	39	-72	51
其他经营现金流	20	33	1	-1	-1
投资活动现金流	-75	-2	73	-51	-32
资本支出	17	20	0	47	47
长期投资	-61	80	0	0	0
其他投资现金流	3	-62	73	-4	15
筹资活动现金流	-91	-92	-32	-52	-40
短期借款	-0	-20	10	-5	3
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-91	-72	-42	-47	-42
现金净增加额	25	79	228	-6	176

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	590	537	553	635	717
营业成本	336	303	310	357	405
营业税金及附加	7	7	7	8	9
营业费用	15	14	15	17	18
管理费用	56	58	56	62	67
研发费用	28	29	29	33	34
财务费用	-15	-27	-20	-24	-24
资产减值损失	-4	-8	-3	-3	-4
其他收益	3	5	3	3	4
公允价值变动收益	3	1	1	1	1
投资净收益	1	1	2	1	1
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	166	150	161	186	211
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	165	147	157	183	208
所得税	24	22	22	26	30
净利润	141	126	136	157	179
少数股东损益	7	2	4	4	5
归属母公司净利润	135	124	132	153	174
EBITDA	193	166	161	186	213
EPS(元)	0.32	0.29	0.31	0.36	0.41

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-5.5	-8.9	2.9	14.8	12.9
营业利润(%)	-12.9	-9.9	7.3	15.7	13.6
归属于母公司净利润(%)	-16.2	-8.0	6.3	16.4	13.4
获利能力					
毛利率(%)	43.0	43.6	43.9	43.8	43.5
净利率(%)	22.8	23.0	23.8	24.1	24.2
ROE(%)	11.7	9.9	10.1	11.0	11.6
ROIC(%)	10.6	8.6	8.6	9.4	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	8.9	6.6	8.8	7.9	8.8
净负债比率(%)	-39.9	-45.8	-59.8	-56.1	-63.3
流动比率	8.4	10.3	9.4	10.8	9.8
速动比率	6.6	8.8	8.1	9.3	8.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	14.4	11.5	15.5	14.4	14.0
应付账款周转率	8.7	9.1	7.9	8.1	8.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.29	0.31	0.36	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.40	0.44	0.23	0.58
每股净资产(最新摊薄)	2.66	2.79	2.96	3.15	3.40
估值比率					
P/E	32.8	35.7	33.6	28.8	25.4
P/B	3.9	3.7	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	20.1	23.3	22.4	19.4	16.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn