

2023年02月10日

## 哈一药业 430478.BJ：深耕医药中间体，逐渐布局 CDMO

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

**● 主营高级医药中间体、原料药，2022H1 实现营收 1.38 亿元 (+36.04%)**

哈一药业成立于 2007 年，主营业务为高级医药中间体、原料药及相关产品的研发、生产与销售，并于 2021 年布局化学原料药 CDMO 业务。主要产品类别包括抗过敏类、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。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 CKD、韩国日东制药、日本住友制药、日本三洋化学等知名医药企业。2021 年实现营收 2.09 亿元 (+3.17%)，其中高级医药中间体、紫外线吸收剂分别占总营收的 90.86%、5.47%。2022H1 实现营收 1.38 亿元 (+36.04%)，归母净利润达 3437.08 万元 (+63.23%)，毛利率、净利率分别为 40.49%、23.45%。

**● 国内 CDMO 市场崛起，医药行业推动医药中间体及原料药需求放量**

医药中间体及原料药在产业链中位于医药行业的上游，是药品制备过程中的关键原料。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。中国是全球主要的化学原料药生产地之一，2021 年产量回升至 308.6 万吨，同比增长 12.87%。在原料药整体市场规模增长的带动下，全球医药中间体市场预计也将保持稳定增长。2020 年受新冠疫情的影响，全球医药市场快速攀升，预计 2020 年我国医药中间体行业市场规模有望增加至约 2090 亿元。医药 CDMO 企业的服务对象主要为欧美和日本等发达国家和地区的制药企业和生物技术企业，目前全球 CDMO 市场仍主要集中在欧美及日本等发达国家市场，但 CDMO 市场已逐渐开始从西方成熟市场向亚洲等新兴市场转移。近年来国内医药 CDMO 市场保持较快增长，2021 年中国医药 CDMO 市场规模达到 473 亿元。

**● 掌握六种核心自研技术，多种产品市场参与度位居世界前列**

哈一药业是国家级高新技术企业，拥有 6 项发明专利、19 项实用新型专利。产品主要采用化学合成法进行制备，形成了酰胺化反应技术、酸碱精制法技术、深冷反应技术、催化加氢还原反应技术、新型药物结晶技术六项自主研发核心技术。主要产品中普仑司特、盐酸沙格雷酯、莫沙必利市场参与度较高，部分细分产品产量市场份额较高，细分产品产量位居世界前列。以上三种产品的市场参与度占全球分别为 50%、63%、40%。

**● 发行价对应 2021 PE（发行后）为 14.71X，可比公司 PE2021 中值为 72.23X**

此次公开发行价格为 12.62 元/股，对应 2021 年归母净利润 PE 为 11.38X（发行前）、14.71X（发行后），低于可比公司 2021PE 中值 72.23X。公司专注于高级医药中间体、原料药及相关产品，并于 2021 年布局化学原料药 CDMO 业务。产品线丰富并自主研发掌握酰胺化反应技术、“一锅煮”生产方法技术等核心技术。考虑到公司技术及品牌优势，下游医药行业的持续发展，有望进一步提高行业渗透率，建议关注。

**● 风险提示：**产品结构波动风险、毛利率波动风险、新股破发风险

## 相关研究报告

《舜宇精工 831906.BJ：汽车智能功能件小巨人，AGV 切入智造领域—北交所新股申购报告》-2023.2.8

《消费电子：疫情态势好转，终端需求反弹在即利好产业链细分行业—北交所策略专题报告》-2023.2.7

《IPO 跟踪（2023.01.28~02.03）：凯大催化北交所成功注册—北交所策略专题报告》-2023.2.4

## 目 录

1、公司情况：化学药品制备专家，深耕高级医药中间体领域.....	3
1.1、业务概要：高级医药中间体高新技术企业，逐步布局 CDMO 业务 .....	3
1.2、募投项目：拟使用 3.6 亿元新增 198 吨普仑司特等 12 种医药中间体产能.....	7
1.3、财务变化：2022H1 营收 1.38 亿元(+36.04%)，盈利能力有所上升 .....	7
2、行业看点：国内 CDMO 市场崛起迅速，下游医药行业推动医药中间体及原料药需求放量 .....	9
3、估值对比：哈一药业对应发行价 2021 PE (发行后) 为 14.71X，可比公司 PE 2021 中值为 72.23X .....	13
4、风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：哈一药业主营业务为高级医药中间体、原料药的研发、生产与销售 .....	3
图 2：2021 年抗过敏类产品营收 7025 万元 (万元) .....	4
图 3：2021 年抗过敏类产品营收占比为 33.64% .....	4
图 4：销售模式以贸易商模式为主 .....	5
图 5：2022H1 营业收入达 1.38 亿元 (+36.04%) .....	7
图 6：2022H1 高级医药中间体营收 1.25 亿元 .....	7
图 7：2022H1 毛利率达 40.49% (+7.31pcts) .....	8
图 8：2022H1 期间费用率下滑至 12.23% .....	8
图 9：2022H1 净利率达 23.45% (+10.43pcts) .....	8
图 10：2022H1 归母净利润达 3437 万元(+63.23%) .....	8
图 11：医药中间体及原料药在产业链中位于医药行业的上游 .....	9
图 12：2021 年我国化学药品原料药产量达 308.6 万吨(+12.87%) .....	10
图 13：2021 年中国化学原料药行业营收总额达 4265 亿元 .....	10
图 14：预计 2020 年我国医药中间体行业市场规模有望增加至约 2090 亿元 .....	11
图 15：2021 年全球医药 CDMO 市场规模达 631 亿美元 .....	11
图 16：2022 年中国医药 CDMO 市场规模有望达 688 亿元 .....	12
图 17：2021 年全球医药行业市场规模达 14526 亿美元 .....	12
图 18：2021 年我国医药市场规模达 17292 亿元 .....	13

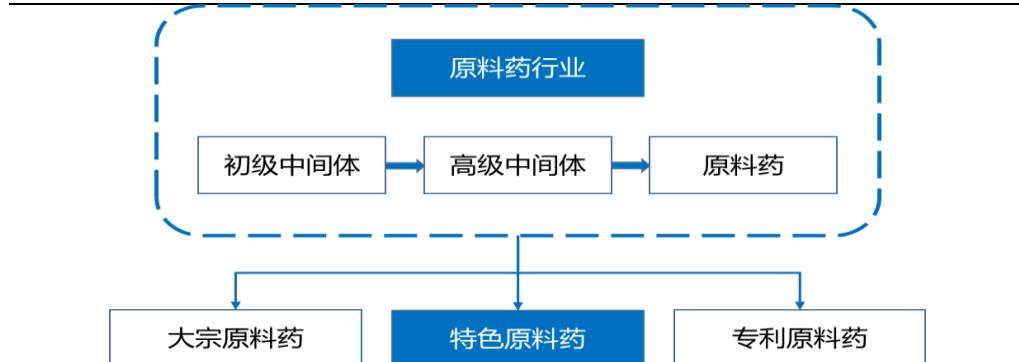
表 1：主要产品类别包括抗过敏类、抗血栓类、抗氧化类等七类 .....	3
表 2：2021 年医药中间体产品共收入 1.90 亿元，占主营业务收入比例为 90.86% .....	5
表 3：2021 年前五大客户销售额占比为 52.60% .....	6
表 4：哈一药业形成了酰胺化反应技术、“一锅煮”生产方法技术等六项自主研发核心技术 .....	6
表 5：拟使用 3.6 亿元新增 198 吨医药中间体产能 .....	7
表 6：哈一药业可比公司有奥翔药业、森普医药、拓新药业、同和药业、富祥药业 .....	13
表 7：主要产品中普仑司特、盐酸沙格雷酯、莫沙必利市场参与度位居世界前列 .....	14
表 8：公司底价对应 2021 PE (发行后) 为 14.71X，可比公司 2021 PE 中值为 72.23X .....	14

## 1、公司情况：化学药品制备专家，深耕高级医药中间体领域

### 1.1、业务概要：高级医药中间体高新技术企业，逐步布局 CDMO 业务

哈一药业主营业务为高级医药中间体、原料药及相关产品的研发、生产与销售，并于 2021 年布局化学原料药 CDMO 业务，为客户提供关键医药中间体的工艺研发、工艺优化、质量及稳定性研究、定制生产等服务，进一步延伸产业链。

**图1：哈一药业主营业务为高级医药中间体、原料药的研发、生产与销售**



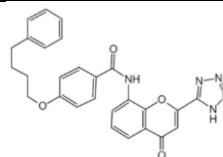
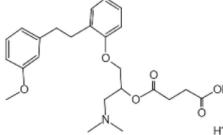
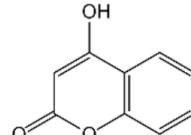
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

哈一药业主要产品类别包括抗过敏类、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。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 CKD、韩国日东制药、日本住友制药、日本三洋化学等知名医药企业。

哈一药业是国家级高新技术企业，拥有 6 项发明专利、19 项实用新型专利，并被认定为“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”及“滁州市工程技术研究中心”。

主要产品包括普仑司特、盐酸沙格雷酯、白藜芦醇、莫沙必利、塞来昔布、4-羟基香豆素、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，具有研发难度大、技术壁垒高、附加值高等特点。

**表1：主要产品类别包括抗过敏类、抗血栓类、抗氧化类等七类**

序号	产品类别	主要产品名称	主要功效	结构式
1	抗过敏类	普仑司特中间体	普仑司特是一种抗白三烯受体拮抗剂，通过与白三烯受体选择性结合而拮抗其作用，普仑司特临床主要用于治疗哮喘及过敏性鼻炎。	
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。	

序号	产品类别	主要产品名称	主要功效	结构式
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。	<chem>Oc1ccc(cc1)C=C2c3cc(O)cc(O)cc3N2</chem>
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。	<chem>CC1=C(Cl)C=C2C=C1N(C)C=C2C3C(O)C(O)C(O)C3</chem>
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。	<chem>CC1=CC2=C(C=C1)C3=C(O)C4=C(O)C=C4C3</chem>
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。	<chem>CC1=CC(F)(F)c2cc(F)nc3cc(S(=O)(=O)N)ccc23</chem>
7	紫外线吸收剂	二苯甲酰基间苯二酚	紫外线吸收剂，广泛用作高档化妆品、工程塑料的添加剂等。	<chem>O=C1C=CC(O)=CC2=C1C(=O)c3ccccc3=CC2</chem>

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2019-2022H1,医药中间体类产品销售收入占主营业务收入比重分别为 81.13%、86.40%、90.86%和 84.30%。从产品结构来看，医药中间体类产品是主要收入来源，2021 年创收 1.90 亿元。此外紫外线吸收剂及其他产品 2021 年分别收入 1143 万元、764 万元，占主营业务收入的 5.47%、3.66%。

近三年，抗过敏类、胃溃疡类、抗病毒类产品销售收入呈增长趋势，紫外线吸收剂销售收入呈下降趋势，其他产品销售收入呈现一定波动。2022 年 1-6 月，主营业务收入较 2021 年同比增长 36.04%，主要原因为抗血栓类、抗氧化类、紫外线吸收剂产品较 2021 年同期增长较大。

图2：2021年抗过敏类产品营收 7025 万元（万元）

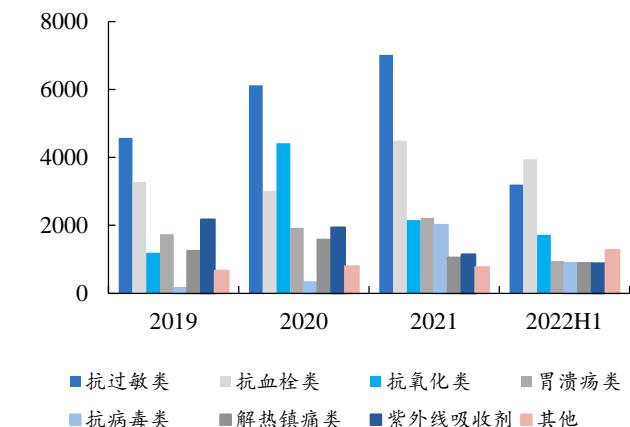
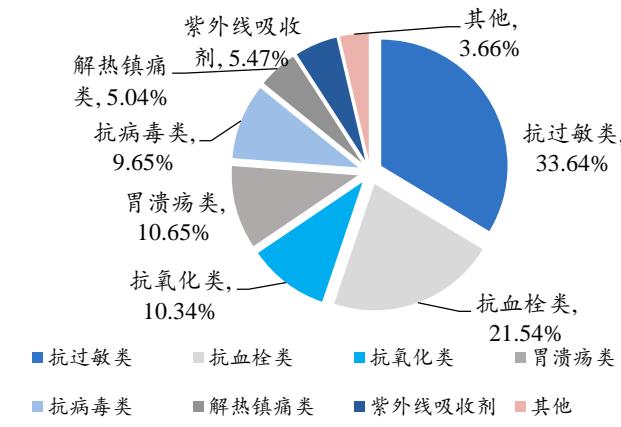


图3：2021年抗过敏类产品营收占比为 33.64%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

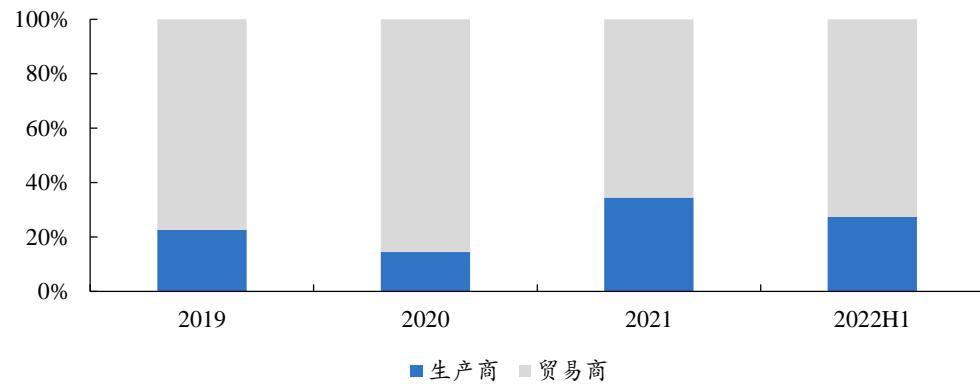
**表2：2021年医药中间体产品共收入1.90亿元，占主营业务收入比例为90.86%**

项目	2019年度		2020年度		2021年度		2022年1-6月	
	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例
抗过敏类	4577.68	30.48%	6128.15	30.45%	7025.05	33.64%	3199.39	23.24%
抗血栓类	3275.13	21.81%	3011.65	14.96%	4496.86	21.54%	3950.56	28.70%
抗氧化类	1188.61	7.91%	4415.24	21.94%	2158.7	10.34%	1721.19	12.50%
胃溃疡类	1739.99	11.58%	1932.24	9.60%	2224.44	10.65%	947.41	6.88%
抗病毒类	153.99	1.03%	321.5	1.60%	2015.39	9.65%	896.02	6.51%
解热镇痛类	1249.17	8.32%	1579.64	7.85%	1052.69	5.04%	889.96	6.47%
紫外线吸收剂	2172.68	14.47%	1939.5	9.64%	1143.19	5.47%	884.9	6.43%
其他	662.46	4.41%	797.15	3.96%	764.35	3.66%	1274.87	9.26%
<b>合计</b>	<b>15019.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>20125.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>20880.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>13764.29</b>	<b>100.00%</b>

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**逐步布局 CDMO 业务。**为抓住 CDMO 行业高速发展的历史性机遇，基于核心技术和国内外客户资源，2021 年 9 月设立控股子公司杭州小蓓，致力于为药企提供高技术附加值的工艺流程研发及优化，进一步加强公司“Development(研发)”的能力，为客户设计合成路线并优化工艺条件，并提供克级至公斤级的产品。杭州小蓓的现阶段主要客户为小分子化学新药制药企业，合作的 CDMO 产品主要应用领域为抗肿瘤和抗病毒类药物的开发和生产。

**销售模式以贸易商模式为主。**主要通过生产、销售高端医药中间体、原料药及其他相关产品获取收入和利润，采取“以销定产、以产定购”的采购模式。销售模式分为生产商模式以及贸易商销售模式，2019-2022H1 贸易商销售模式收入占主营业务收入比例为 77.37%、85.46%、65.48%、72.60%。

**图4：销售模式以贸易商模式为主**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**与主要客户合作关系的稳定性及可持续性较强。**哈一药业与主要客户合作的历史较长，其中与杭州瑞树生化有限公司及其关联方、XINYI(HONG KONG) CHEMICALS CO.,LTD、上海泛凯化工有限公司及其关联方等客户于 2014 年之前合作，合作关系一直维持至今。

2021-2022H1，前五大客户销售收入占比分别为 52.60%、46.75%，且销售收入占比相对分散，不存在对单一客户的依赖。

**表3：2021年前五大客户销售额占比为 52.60%**

序号	客户名称	销售金额(万元)	占比
2022年1-6月			
1	杭州瑞树生化有限公司及其关联方	2505.32	18.20%
2	NAGASE & CO.,LTD	1032.94	7.50%
3	浙江恒康药业股份有限公司	1014.62	7.37%
4	XINYI(HONG KONG) CHEMICALS CO.,LTD	978.83	7.11%
5	上海泛凯化工有限公司及其关联方	904.56	6.57%
合计		<b>6436.27</b>	<b>46.75%</b>
2021			
1	杭州瑞树生化有限公司及其关联方	3144.24	15.06%
2	浙江恒康药业股份有限公司	2865.87	13.72%
3	NAGASE & CO.,LTD.	1867.77	8.94%
4	XINYI(HONGKONG) CHEMICALS CO.,LTD	1612.20	7.72%
5	万邦德制药集团有限公司	1495.53	7.16%
合计		<b>10985.61</b>	<b>52.60%</b>

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

哈一药业产品主要采用化学合成法进行制备，形成了酰胺化反应技术、酸碱精制法技术、深冷反应技术、催化加氢还原反应技术、新型药物结晶技术六项自主研发核心技术。

**表4：哈一药业形成了酰胺化反应技术等六项自主研发核心技术**

序号	技术名称	技术先进性	应用产品
1	酰胺化反应技术	公司多个产品利用酰胺化反应机理合成，目前公司擅长于同类反应的操作，部分反应去除了传统的缚酸剂如吡啶，使合成反应进行得更彻底，减少气味排放，并节省了生产成本。此类反应基本都是要求干燥无水条件下进行，公司在该方面的控制已经形成了一个稳定成熟的工作流程。	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
2	“一锅煮”生产方法技术	“一锅煮”生产方法是基于产品在多步骤的连续化学反应中，具有类似的反应条件或反应类型，把各步的反应物混合在同一容器中，使其发生连环反应，从而达到节省反应时间，提高收率、简化生产操作的目的。公司根据不同的条件和原理，将原来分离分步操作的，不分离中间产物合并两步或以上在一起操作，能够避免中间体的分离纯化，简化操作过程，提高反应收率，降低工业生产中能耗，节约设备、时间、空间与人力，并减少废弃物的排放。	抗病毒类、解热镇痛类中间体等产品的生产
3	酸碱精制法技术	对于产品质量不达标时，经常会将产品精制，常用的方法是找到合适的溶剂进行重结晶，但是寻找合适的溶剂是一项费时费力的工作，且产品质量和收率也会受到影响。酸碱精制法技术是在一定的条件下，通过成盐和萃取过程分离杂质，在将产品酸碱性调回来萃取，在不影响收率的同时，产品精制质量提升效果显著。	抗氧化类、抗病毒类中间体等产品的生产
4	深冷反应技术	化学合成及后处理中，为了使反应安全顺利进行并得到符合要求的纯净产品，需要经常使用-15°C~-70°C的冷却条件，普通的盐水等制冷无法满足相关条件。公司利用吸热硅片吸取热量传递给冷却管内的冷却液，循环水泵来使冷却液完成循环流动，对反应釜进行高效散热冷却。通过该技术，能够保证较低温度的反应环境，使公司具备低温反应条件，满足更多产品的研发与生产需求。	抗过敏类中间体等产品的生产
5	催化加氢还原反应技术	还原反应是有机合成中常用的反应，还原反应中还原剂的选择尤为重要。传统的铁粉等还原手段反应时间长，产生大量固废，增加较大的环保成本；而使用氢气作为还原剂可避免固废的产生，但氢气的使用往往有较大的安全风险。公司通过使用较低活性的催化剂来避免氢气使用的安全风险，使加氢还原步骤可控和易于操作。加氢还原技术的应用，能有效改善公司的生产环境，提高生产效率。	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
6	新型药物结晶技术	纯度、溶解性、晶体性质、晶型、颗粒的尺寸及表面积等是原料药及医药中间体的关键参数指标，控制产品的结晶过程及结果是生产的重要任务。公司利用简单易得、环保安全的二氧化碳作为超临界流体，	胃溃疡类、抗病毒类中间体等产品的生产

序号	技术名称	技术先进性	应用产品	
		开发使用超临界流体结晶技术，通过改变结晶体系的压力和温度，来实现产品的选择性结晶、杂质分离和晶型控制。		

资料来源：公司问询回复、开源证券研究所

## 1.2、募投项目：新增 198 吨普仑司特等 12 种医药中间体产能

**募投新增 198 吨医药中间体产能。**哈一药业拟在现有厂区新建生产所需相关厂房及配套仓储工程，购置相应设备，完善现有生产基地的建设，扩大医药中间体产品生产规模。项目建成达产后，可实现年产 198 吨普仑司特、扎托布洛芬、盐酸伊托必利、枸橼酸莫沙必利、法莫替丁、洛索洛芬钠、白藜芦醇、尼洛替尼、二苯甲酰基间苯二酚、四甲基环戊烯酮、盐酸沙格雷酯、阿扎那韦等 12 种医药中间体的产能。

表5：拟新增 198 吨医药中间体产能

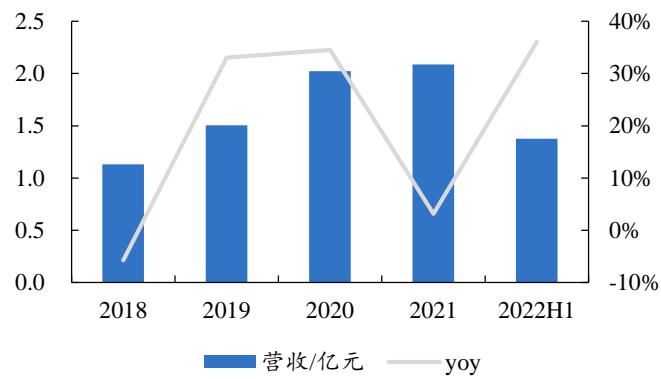
序号	项目名称	投资总额(万元)	募集资金投入金额(万元)	建设期
1	年产 198 吨普仑司特无水物等十二种医药中间体项目（二期）	36304.88	36000.00	24 个月

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

## 1.3、财务变化：2022H1 营收 1.38 亿元(+36.04%)，盈利能力有所上升

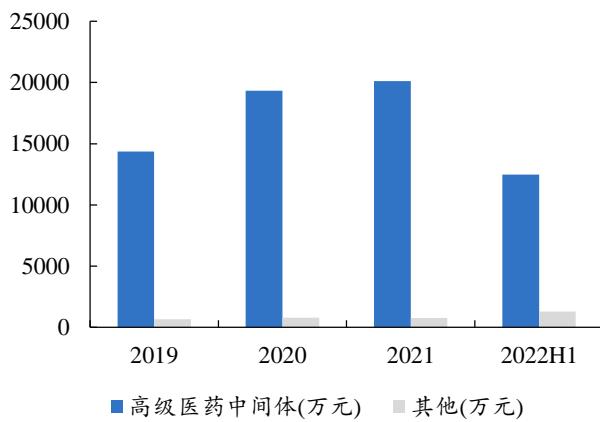
**2019-2021 营业收入呈增长态势，2021 年实现营收 2.09 亿元，同比增长 3.17%。**2022H1 营收 1.38 亿元，较上年同期增长 36.04%。2022H1 营业收入增长的主要原因为抗血栓类、抗氧化类、紫外线吸收剂产品较去年同期增长较大。

图5：2022H1 营业收入达 1.38 亿元 (+36.04%)



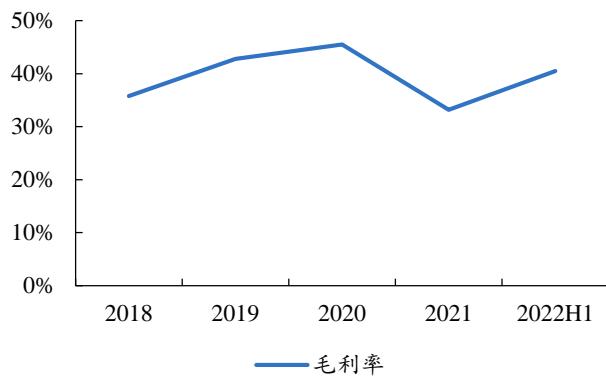
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022H1 高级医药中间体营收 1.25 亿元

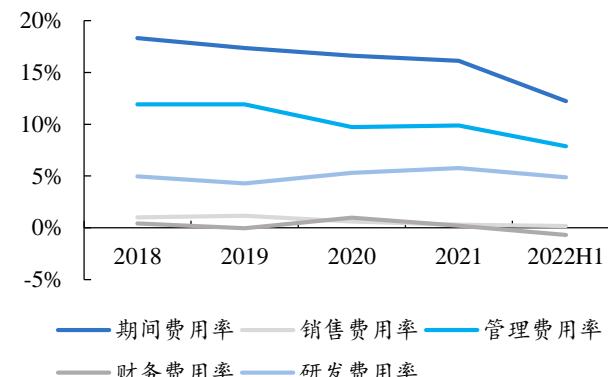


数据来源：Wind、开源证券研究所

**2022H1 毛利率上升至 40.49%，期间费用率整体下滑。**2022 年上半年毛利率为 40.49%，相较 2021 年的 33.18% 有所增长，主要由于抗氧化类、抗病毒类和解热镇痛类产品毛利率上升及 CDMO 业务毛利率较高所致。2019 年-2022 年上半年的期间费用率分别为 17.35%、16.61%、16.13%、12.23%，其中 2021-2022H1 研发费用率分别为 5.76%、4.87%。期间费用率整体下降，成本管控能力较强。

**图7：2022H1 毛利率达 40.49% (+7.31pcts)**


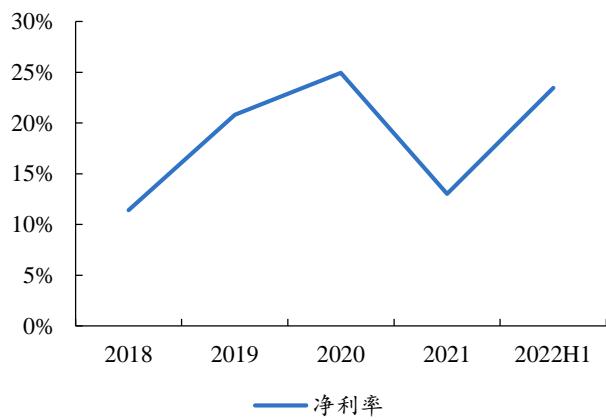
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2022H1 期间费用率下滑至 12.23%**


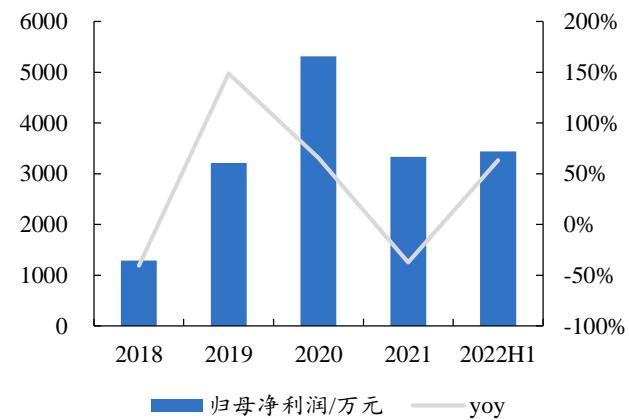
数据来源：Wind、开源证券研究所

**2022H1 净利率增长至 23.45%，实现归母净利润 3437 万元，同比增长 63.23%。**

2021 年度归母净利润为 3332 万元，同比下滑 37.31%，其主要原因是营业成本增加所致。首先子公司峪星药业中间体生产线转固，但尚未全面生产，以及能源动力费用以及环保费用增加，导致制造费用总额增加；其次随着生产规模逐步扩大，2021 年增加了生产人员并提高了人员工资，导致人工成本总额增加。

**图9：2022H1 净利率达 23.45% (+10.43pcts)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2022H1 归母净利润达 3437 万元(+63.23%)**


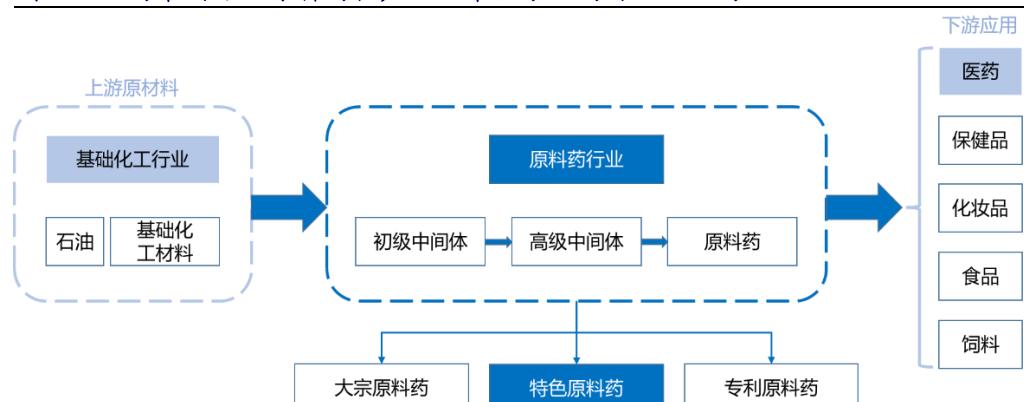
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、行业看点：CDMO 市场崛起，中间体及原料药需求放量

医药中间体及原料药在产业链中位于医药行业的上游，是药品制备过程中的关键原料。从医药中间体是化学药物合成过程中制成的中间化学品，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并最终制成药物成品。

原料药通常指化学原料药，化学药物制剂中的有效成分，主要是由化学合成的各种作为药用的粉末、结晶、浸膏等。根据产品价值与产品特性可细分为：大宗原料药、专利原料药和特色原料药。大宗原料药主要是工艺成熟及市场需求量大的非专利名药。专利原料药是指用于制造原研药(专利药或创新药)的医药活性成分。特色原料药则主要是指原研专利到期的，并且在世界范围内具有突出销售水平的原料药，其生产企业通常都是已掌握能避开专利保护权限的成熟生产工艺技术。特色原料药的特点是规模相对较小、种类多、通常需要进口国许可、附加值相对较高。

图11：医药中间体及原料药在产业链中位于医药行业的上游



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

CDMO 即合同研发生产组织，是一种新兴的研发生产外包组织，主要是为医药生产企业以及生物技术公司的产品，特别是创新产品，提供工艺开发以及制备、工艺优化、注册和验证批生产以及商业化定制研发生产服务的机构。

CDMO 对于药品生产产业链的价值主要有以下两点：一是 CDMO 企业利用自身专业的研发团队以及在生产工艺的研究开发、质量研究、安全性研究上丰富的技术经验积累，能够更高效地完成工艺研究并提供更为专业的生产服务，使客户得以专注于创新药的研发以提高新药研发效率；二是由于新药生产需要一定的固定资产投资和生产人员投入，创新药研发公司通过同 CDMO 企业合作，减少了前期固定投入，而 CDMO 企业通过同时为大量的新药提供定制研发和生产服务，获取到相应的规模效应，再加上其在供应链体系、生产组织管理、质量控制等方面的专业优势，有效地降低了生产成本。

### ➤ 原料药及中间体行业

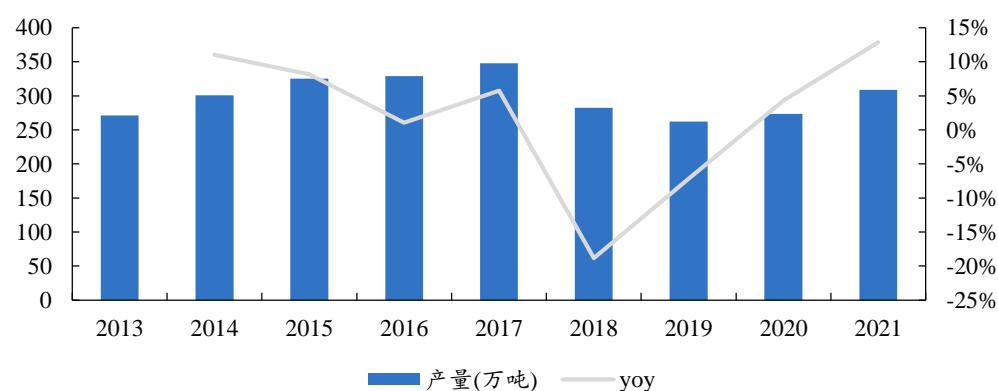
受益于下游药品制剂需求稳步增长，尤其是原研药专利到期数量不断增多，仿制药的品种数量迅速上升，相应的原料药的需求也随之提高，根据 Mordor Intelligence 预测，预计到 2024 年市场规模将达到 2367 亿美元，年复合增速 6.12%。在市场格局方面，经过近几年产能转移，全球原料药市场已形成以中国、印度及西欧地区为主导的全球原料药产能供给格局。

在原料药整体市场规模增长的带动下，全球医药中间体市场预计也将保持稳定

增长。根据 Mordor Intelligence 的预测，全球医药中间体市场 2021 年至 2026 年将以 5.3% 的年复合增长率增长。

中国是全球主要的化学原料药生产地之一，根据国家统计局数据显示，2013-2017 年，我国化学药品原料药产量整体呈增长趋势，从 271 万吨增长至 347.8 万吨，年复合增长率 6.44%；2018-2019 年受环保压力等因素的影响，产量为 282.3 万吨和 262.1 万吨，分别同比下降 18.83% 和 7.16%。2020 年，化学药品原料药产量为 273.4 万吨，同比增长 2.7%，开始恢复增长。2021 年产量回升至 308.6 万吨，同比增长 12.87%。

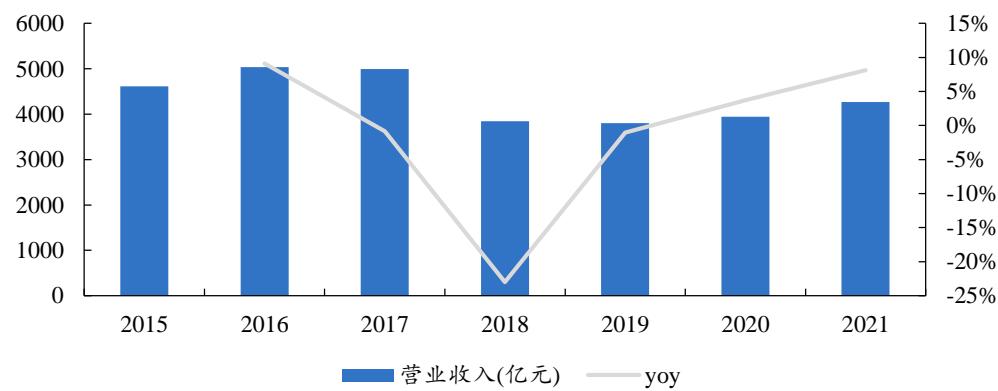
**图12：2021年我国化学药品原料药产量达308.6万吨(+12.87%)**



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

受原料药产量下降影响，处于下游的化学制药企业生产成本升高，原料药价格上升趋势明显。制剂企业先后通过自建原料药生产线或兼并收购原料药生产企业等模式实现产业链的上下游对接，从而降低在产业链流转过程中产生的成本。根据中国化学制药工业协会数据，2020 年以原料药生产为主的企业，营业收入达到 3945 亿元，同比增长 3.7%。2021 年中国化学原料药行业营业收入总额达到 4265 亿元，同比增长 8.11%。

**图13：2021年中国化学原料药行业营收总额达4265亿元**



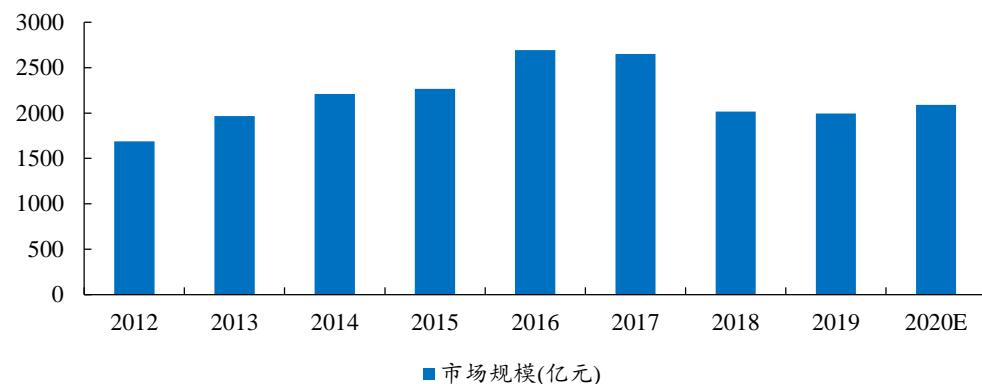
数据来源：中国化学制药工业协会、开源证券研究所

经过多年的发展，目前我国医药中间体生产过程当中所需的化工原料和前置中间体基本能够实现自主配套，随着大型跨国制药公司产业结构调整和国际分工的进一步细化，我国已形成从技术研发到生产销售的完整医药中间体产业体系，并已成为医药行业全球分工中重要的中间体生产大国和全球主要的医药中间体出口大国。

根据前瞻产业研究院数据显示，2019 年我国医药中间体市场规模约为 1996 亿

元，2020 年受新冠疫情的影响，全球医药市场快速攀升，预计 2020 年我国医药中间体行业市场规模有望增加至约 2090 亿元。

图14：预计 2020 年我国医药中间体行业市场规模有望增加至约 2090 亿元



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

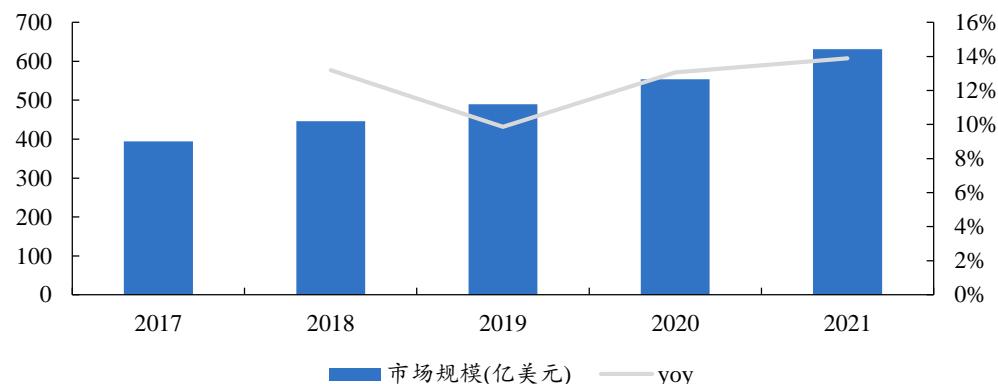
#### ➤ CDMO 行业

从全球区域范围来看，医药 CDMO 企业的服务对象主要为欧美和日本等发达国家和地区的制药企业和生物技术企业，目前全球 CDMO 市场仍主要集中在欧美及日本等发达国家市场，但 CDMO 市场已逐渐开始从西方成熟市场向亚洲等新兴市场转移。

由于欧美拥有高度发达的医药市场和数量众多的大型制药企业，欧美的 CDMO 企业发展时间长、技术先进、成熟度高。但由于上述市场的劳动力成本及环保成本日趋昂贵，CDMO 行业增长相对较为缓慢。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。

近年来全球医药 CDMO 市场稳步增长。根据华经产业研究院数据显示，2017 至 2021 年，全球医药 CDMO 市场规模从 394 亿美元增长至 631 亿美元，复合年增长率达 12.5%。

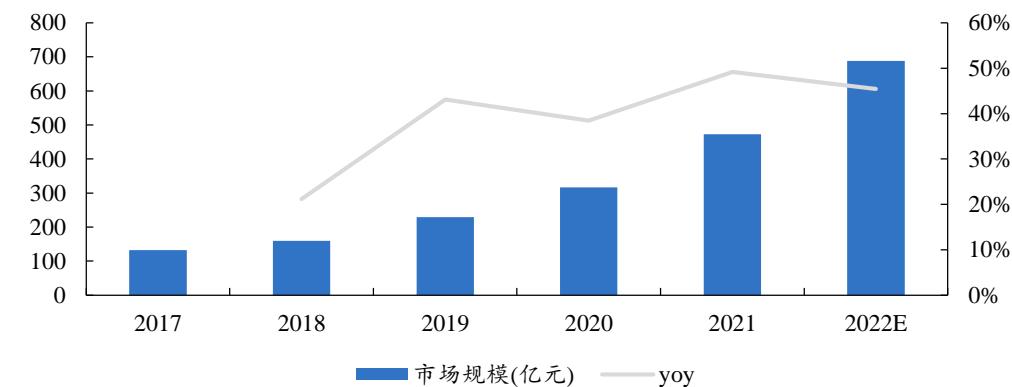
图15：2021年全球医药 CDMO 市场规模达 631 亿美元



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

近年来国内医药 CDMO 市场保持较快增长。根据华经产业研究院数据显示，2021 年中国医药 CDMO 市场规模达到 473 亿元，2017-2021 年期间 CAGR 达 37.6%。未来受新兴制药公司的驱动，预计 2022 年有望达到 688 亿元。

图16：2022年中国医药CDMO市场规模有望达688亿元

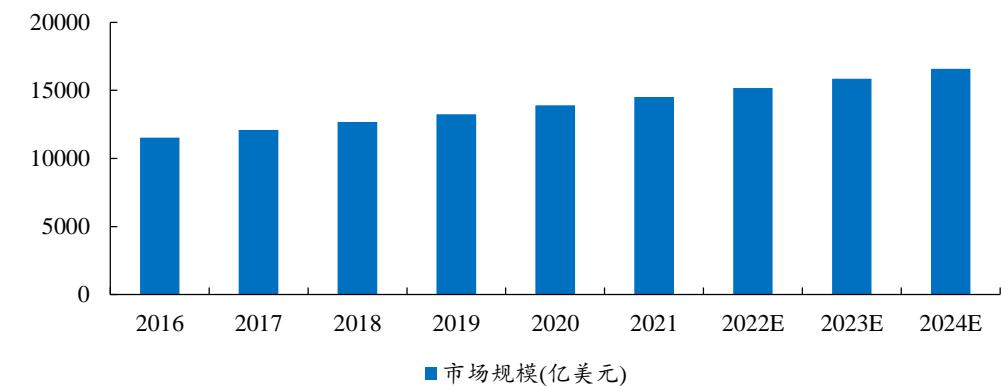


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

#### ➤ 医药行业

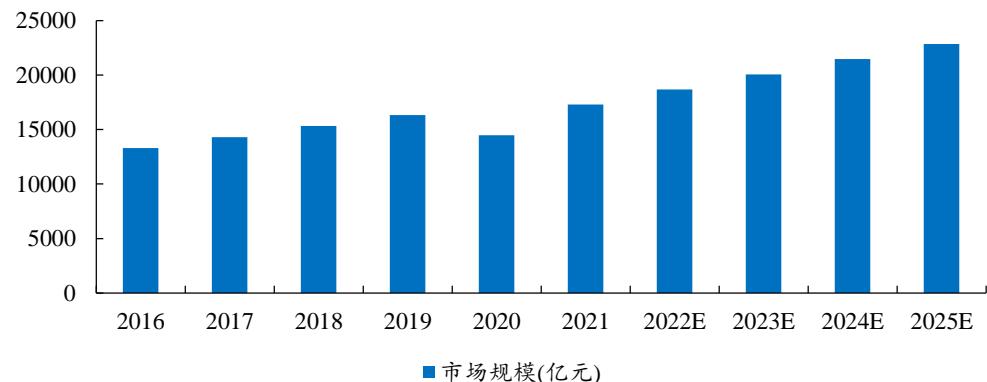
世界人口总量的增长、社会老龄化程度的提高、人们保健意识的增强以及疾病谱的改变，使得人类对生命健康事业愈发重视。同时，全球城市化进程的加快，各个国家与地区医疗保障体制的不断完善，也推动了全球医药行业的发展，进而惠及全球药品市场的发展。根据 IMSHealth 数据显示，2021 年全球医药行业市场规模达 14526 亿美元，预期 2021 年至 2024 年全球医药行业市场规模年复合增长率达 4.50%。

图17：2021年全球医药行业市场规模达14526亿美元



数据来源：IMSHealth、开源证券研究所

近年来，我国 65 岁以上人口占总人口的比重不断增加，随着中国老龄化人口的增加、经济持续高度发展、居民人均可支配收入的上涨、国家医保支出不断加大以及居民健康意识的提高，中国医药市场规模持续高速增长。根据 Frost&Sullivan 数据显示，我国医药市场规模 2021 年达 17292 亿元，预期 2025 年达 22873 亿元，CAGR 为 7.2%。

**图18：2021年我国医药市场规模达17292亿元**


数据来源：Frost&amp;Sullivan、开源证券研究所

### 3、估值对比：发行价2021PE为14.71X低于可比公司

选取奥翔药业、森萱医药、拓新药业、同和药业、富祥药业作为哈一药业同行业可比公司，由于各企业在原料药及中间体行业产业链中布局不同，各自优势的产品领域亦有所不同。

其中，森萱药业及同和药业分别存在部分联苯双酯和塞来昔布原料药产品的销售，奥翔药业存在少量普仑司特原料药及中间体的销售，哈一药业销售的相关产品均为高级中间体，与上述同行业公司的主要产品不属于同质化产品，主要细分产品种类及具体治疗病症领域存在差异。

**表6：哈一药业可比公司有奥翔药业、森萱医药、拓新药业、同和药业、富祥药业**

公司名称	主要业务	产品布局	主要生产技术
奥翔药业	成立于2010年，主要从事特色原料药及医药中间体的研发、生产与销售，以及为客户提供定制生产和研发业务	肝病类、呼吸系统类、心脑血管类、高端氟产品类、前列腺素类和抗菌类、痛风类和抗肿瘤类八大类产品	手性诱导技术、不对称还原技术、绿色合成技术、催化技术、特定反应器等
森萱医药	成立于2014年，主营业务为化学原料药、医药中间体及含氧杂环类工中间体的研发、生产及销售	主要产品包括氟尿嘧啶、苯巴比妥、扑米酮、保泰松、吡罗昔康，主要原料药中间体产品包括利托那韦类医、苯巴比妥医药中间体	高效前体药物合成技术、工艺关键参数的设计技术、自主研发球形结晶装置、醇溶液回收再利用技术、苯巴比妥环合反应工艺技术、高纯度、收率苯巴比妥生产工艺技术等
拓新药业	成立于2001年，主营业务是集化学合成、生物发酵核苷(酸)类原料药及医药中间体的研发、生产及销售	核苷(酸)类原料药及医药中间体，主要产品包括嘧啶系列、核苷酸系列、嘌呤系列、核苷系列	化学合成法生产核苷技术、生物发酵法生产核苷技术
同和药业	成立于2004年，主营业务为化学原料药和医药中间体的研发、生产和销售，主要产品方向为特色化学原料药及中间体、专利原料药中间体	主要产品涵盖神经系统用药(抗癫痫)、消化系统用药(抗溃疡病)、解热镇痛及非甾体抗炎药、循环系统用药(抗高血压)、治疗精神障碍药(抗抑郁药)等五个大类	手性诱导技术、不对称还原技术、绿色合成技术、催化技术、特定反应器技术等化学合成技术
富祥药业	成立于2002年，专业从事原料药、医药中间体及相关产品研发、生产与销售	特色抗菌原料药及其中间体，主要包括舒巴坦系列、他唑巴坦系列的 $\beta$ -内酰胺酶抑制剂原料药及中间体、碳青霉烯类抗菌原料药及中间体、洛韦类抗病毒药物中间体产品等三大系列产品	大吨位一锅法生产技术、催化氧化反应技术、手性合成技术、清洁生产技术等技术工艺
哈一药业	成立于2007年，主营业务为高	包括抗过敏类、解热镇痛类、抗血栓	酰胺化反应技术、“一锅煮”生产方

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司名称	主要业务	产品布局	主要生产技术
	级医药中间体、原料药及相关产品的研发、生产与销售，并于2021年布局化学原料药CDMO业务	类、紫外线吸收剂等药物和抗氧化类产品。	法技术、酸碱精制法技术、深冷反应技术、催化加氢还原反应技术、新型药物结晶技术等

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

主要产品中普仑司特、盐酸沙格雷酯、莫沙必利市场参与度较高，部分细分产品产量市场份额较高，细分产品产量位居世界前列，相关产品在细分市场上享有一定知名度、具有较强竞争力。

**表7：主要产品中普仑司特、盐酸沙格雷酯、莫沙必利市场参与度位居世界前列**

细分产品	近三年全球原料药用量 (吨)	近三年公司产品折算为 原料药产量(吨)	市场参与度
普仑司特	201.91	100.67	49.86%
盐酸沙格雷酯	81.83	51.39	62.81%
莫沙必利	56.75	22.52	39.68%

数据来源：公司问询回复、开源证券研究所

哈一药业此发行价格为 12.62 元/股，对应 2021 年归母净利润 PE 为 11.38X (发行前)、14.71X (发行后)，低于可比公司 2021PE 中值 72.23X。公司专注于高级医药中间体、原料药及相关产品，并于 2021 年布局化学原料药 CDMO 业务。产品线丰富并自主研发掌握酰胺化反应技术等自研核心技术。考虑到公司技术及品牌优势，下游医药行业的持续发展，有望进一步提高行业渗透率，建议关注。

**表8：公司底价对应 2021 PE (发行后) 为 14.71X，可比公司 2021 PE 中值为 72.23X**

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE 2021	2021年营收 /亿元	2021年归母 净利润/万元	三年营收 CAGR	三年归母净 利润 CAGR	2021年毛利 率	2021年研发 费用率
奥翔药业	603229	110.78	72.23	5.70	14593.02	32.68%	49.28%	54.79%	12.08%
森萱医药	830946	39.06	31.54	5.64	13128.18	13.54%	40.97%	44.87%	4.99%
拓新药业	301089	92.33	153.21	5.02	6571.10	8.72%	1.30%	37.92%	4.17%
同和药业	300636	54.26	67.34	5.92	8111.98	30.39%	48.98%	30.21%	6.59%
富祥药业	300497	74.69	155.89	14.30	4883.07	7.11%	-36.94%	30.50%	5.49%
<b>均值</b>		<b>74.22</b>	<b>96.04</b>		<b>18.49%</b>	<b>20.72%</b>	<b>39.66%</b>	<b>6.66%</b>	
<b>中值</b>		<b>74.69</b>	<b>72.23</b>		<b>13.54%</b>	<b>40.97%</b>	<b>37.92%</b>	<b>5.49%</b>	
哈一药业	430478	7.79	23.38	2.09	3332.16	22.67%	37.22%	33.18%	5.76%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 20230209

## 4、风险提示

产品结构波动风险、毛利率波动风险、新股破发风险

## 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	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	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提供。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。

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10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