

2023年03月20日

海森药业（001367.SZ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 本周四（3月23日）有一家主板上市公司“海森药业”询价。

◆ **海森药业（001367）**：公司是一家从事化学药品原料药及中间体研发、生产和销售的高新技术企业。公司2020-2022年分别实现营业收入2.85亿元/3.89亿元/4.23亿元，YOY依次为6.74%/36.58%/8.69%，三年营业收入的年复合增速16.58%；实现归母净利润0.63亿元/0.94亿元/1.07亿元，YOY依次为-8.89%/49.62%/13.50%，三年归母净利润的年复合增速15.66%。公司初步预测2023年一季度净利润在2,450-2,650万元之间，同比增长0.53%-8.74%。

- ① **投资亮点**：1、公司是国内主要的硫糖铝原料药生产厂家，产品毛利率高。硫糖铝制剂主要用于治疗胃部疾病，目前该产品的国内主要供应商为昆明积大制药、广东华南药业两家，其2019年销售额占比分别达到68.53%及26.88%，合计市场占有率达到95.41%，而上述客户均为公司硫糖铝产品客户，反映了公司产品在硫糖铝市场中竞争力强。2019-2022H1报告期内，该产品的毛利率分别为66.32%、63.71%、58.85%、54.73%，具备较好的毛利率水平。2、报告期内，公司管理费用率、研发费用率优于同行。2019-2022H1报告期内，公司管理费用率分别为6.05%、6.03%、6.21%、5.44%，大幅低于行业平均11.61%、10.63%、11.54%、9.30%；研发费用率分别为3.53%、3.80%、3.10%、2.74%，大幅低于行业平均6.94%、6.82%、7.70%、5.92%。
- ② **同行业上市公司对比**：公司专注于化学原料药及中间体的生产；根据主营产品的相似性，选取美诺华、天宇股份、富祥药业、奥翔药业、普洛药业为可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年第四季度至2022年第三季度行业平均收入规模34.24亿元，可比PE-TTM（剔除近期业绩波动较大的天宇股份、富祥药业/算术平均）为32.61X，销售毛利率为32.86%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	284.8	389.0	422.8
同比增长(%)	6.74	36.58	8.69
营业利润(百万元)	74.0	108.9	120.8
同比增长(%)	-8.09	47.17	10.95
净利润(百万元)	62.8	94.0	106.7
同比增长(%)	-8.89	49.62	13.50
每股收益(元)	1.23	1.84	2.09

数据来源：聚源、华金证券研究所

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	51.00
流通股本(百万股)	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

相关报告

科源制药-新股专题覆盖报告（科源制药）
-2023年第40期-总第237期 2023.3.18
南芯科技-新股专题覆盖报告（南芯科技）
-2023年第41期-总第238期 2023.3.18
云天励飞-新股专题覆盖报告（云天励飞）
-2023年第39期-总第236期 2023.3.17
华海诚科-新股专题覆盖报告（华海诚科）
-2023年第38期-总第235期 2023.3.17
国泰环保-新股专题覆盖报告（国泰环保）
-2023年第37期-总第234期 2023.3.17



内容目录

一、海森药业	3
(一) 基本财务状况	3
(二) 行业情况	4
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	3
图 2: 公司归母净利润及增速变化	3
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	4
图 4: 公司 ROE 变化	4
图 5: 2015-2019 年消化系统用药规模 (亿元)	4
图 6: 2015-2019 年解热镇痛用药规模 (亿元)	5
图 7: 2015-2019 年心血管系统药物规模及增速 (亿元)	5
图 8: 2019 年心血管用药产品排序	5
图 9: 2015-2019 年抗抑郁类用药规模及增速 (亿元)	6
图 10: 2015-2019 年抗菌类用药规模及增速 (亿元)	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、海森药业

公司是一家从事化学药品原料药及中间体研发、生产和销售的高新技术企业。公司注重技术产业化与产品体系化，产品在国内外市场的占有率较高，并积极向化学药品制剂研发、生产与销售产业链延伸，致力于实现一体化产业链。

公司的产品体系以消化系统类、解热镇痛类和心血管类原料药为主，以抗抑郁类、抗菌类等原料药为辅，同时以抗病毒类、非甾体抗炎类等特色原料药与制剂为预备，覆盖面广，技术成熟。公司已通过国家 GMP 认证、日本 PMDA 认证、韩国 MFDS 认证等多个国家和地区的认证，通过美国 FDA 现场检查、墨西哥 COFEPRIS 检查，主要产品获得欧盟 CEP 证书、印度 CDSCO 注册证书，是硫酸铝、阿托伐他汀钙等产品国内主要生产厂家之一，在全球市场上也取得了较高的市场占有率。

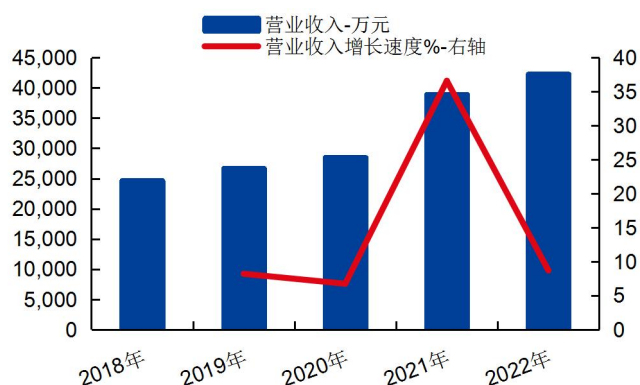
公司作为高新技术企业，建立了“浙江省海森药物研究院”及“海森药业院士专家工作站”，研发团队在原料药研发方面经验丰富，拥有享受国务院特殊津贴专家，也有国内个别产品领域的早期开拓者。截至本招股意向书签署之日，公司已取得的专利共计 22 项，其中发明专利 20 项。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 2.85 亿元/3.89 亿元/4.23 亿元，YOY 依次为 6.74%/36.58%/8.69%，三年营业收入的年复合增速 16.58%；实现归母净利润 0.63 亿元/0.94 亿元/1.07 亿元，YOY 依次为-8.89%/49.62%/13.50%，三年归母净利润的年复合增速 15.66%。

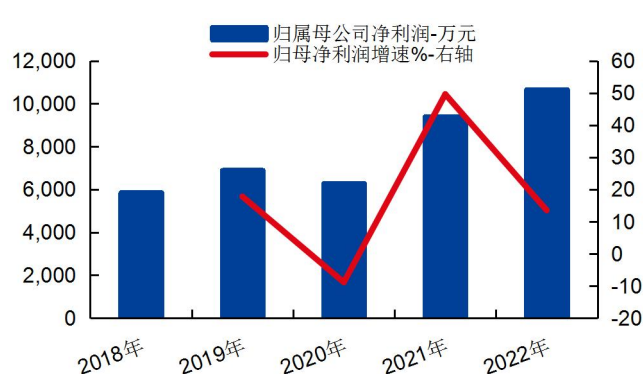
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为原料药（1.63 亿元，77.66%）、中间体（0.43 亿元，20.37%）、草酸艾司西酞普兰片（0.02 亿元，1.01%）、其他（0.02 亿元，0.96%）。2019 年至 2022 年 1-6 月报告期间，原料药一直为公司最主要的收入来源，收入占比维持在 75%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



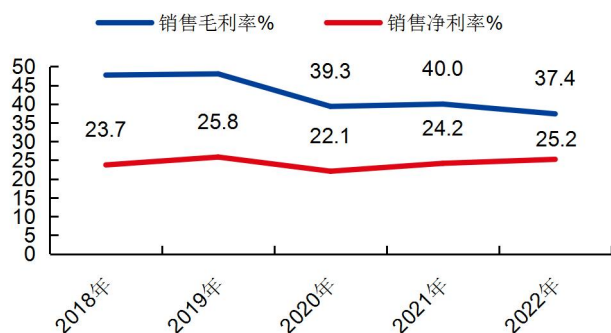
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



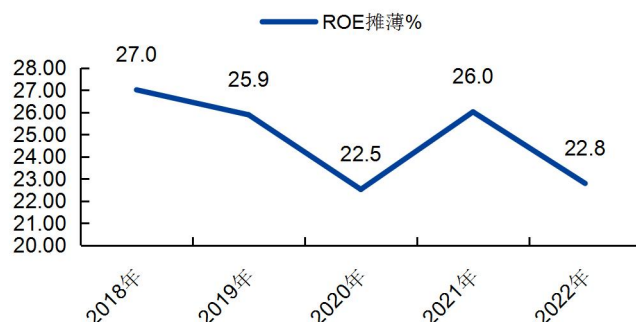
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司主要产品包括化学药品原料药及中间体，涵盖了消化系统药物（如硫糖铝）、解热镇痛类药物（如安乃近、安替比林）、心血管类药物（如阿托伐他汀钙）、抗抑郁类药物（如盐酸帕罗西汀）以及抗菌类药物（如甲磺酸帕珠沙星）等多个重点用药领域，分属于对应的消化系统药物、解热镇痛类药物、心血管类药物、抗抑郁类药物及抗菌类药物行业。

1、消化系统药物行业

据《2022 中国卫生健康统计年鉴》显示，2008-2018 年消化系统疾病的两周患病率（两周患病率=调查居民中两周内患病人数或人次/调查总人数之比）为 35.8%，消化系统疾病的慢性病患病率为 43.8%，在我国两周患病率和慢性病患病率中分别排第五位、第四位。根据南方所数据，包含重点城市公立医院、城市社区医院、县级公立医院、乡级卫生院及零售板块，2015-2019 年全国消化系统用药规模不断增加，2019 年消化系统用药规模为 2,089.34 亿元，较上年同期同比增加 4.68%。

图 5：2015-2019 年消化系统用药规模（亿元）



资料来源：南方所，华金证券研究所

2、解热镇痛类药物行业

发热、疼痛是人体有炎症时的常有症状，解热镇痛类药物是家庭应用中极为广泛的药物。根据南方所数据，2015-2019 年全国解热镇痛用药规模由 88.43 亿元增加至 2019 年的 201.20 亿元，年均复合增速超过 20%。

图 6：2015-2019 年解热镇痛用药规模（亿元）



资料来源：南方所，华金证券研究所

3、心血管类药物行业

据国家心血管病中发布的《中国心血管健康与疾病报告 2021》，中国心血管病患者人数为 3.30 亿；据《2022 中国卫生健康统计年鉴》显示，2008-2018 年这十年中，心血管疾病中心脏病及高血压患病率大幅增长，心血管疾病也是中国人群的首位死亡原因，心血管疾病高患病率及高死亡率增加其治疗及药物的需求。且心血管疾病多为慢性疾病，大部分心血管疾病患者从开始患有高血压、高血脂到严重的心血管疾病（如冠心病等）通常需要经历几十年的患病期，具有病程时间长、需持续用药的特点，市场对于心血管疾病药物具有刚性需求，心血管药物的销量是药物市场排名第三的治疗领域用药。

根据南方所数据，2015-2019 年全国心血管系统用药规模由 1,084.36 亿元增加至 2019 年的 1,471.94 亿元，年均复合增速为 7.94%。阿托伐他汀钙是治疗血脂异常和预防心血管疾病类药物，根据 2019 年的用药规模统计，阿托伐他汀钙是医院端和零售端的主要用药产品，规模分别为 128.96 亿元和 21.94 亿元。

图 7：2015-2019 年心血管系统药物规模及增速（亿元）



资料来源：南方所，华金证券研究所

图 8：2019 年心血管用药产品排序

排序	医院端		零售端	
	产品名称	行业规模（亿元）	产品名称	行业规模（亿元）
1	阿托伐他汀钙	128.96	阿托伐他汀钙片	21.94
2	瑞舒伐他汀钙	66.23	苯磺酸氨氯地平片	20.21
3	硝苯地平	63.51	苯磺酸左氨氯地平片	16.94
4	氨氯地平	62.36	瑞舒伐他汀钙片	12.09
5	丁苯酞	55.41	硝苯地平控释片	10.43
6	左氨氯地平（左旋氨氯地平）	50.28	缬沙坦胶囊	8.64
7	缬沙坦	49.64	厄贝沙坦片	6.74
8	前列地尔	41.94	琥珀酸美托洛尔缓释片	6.16
9	厄贝沙坦	36.82	非洛地平缓释片	5.41
10	磷酸肌酸钠	33.28	替米沙坦片	5.21
11	其他	229.17	其他	33.43

资料来源：南方所，华金证券研究所

4、抗抑郁类药物行业

据世界卫生组织（WHO）网站，从2005年至2015年，全球抑郁症患者增加了18%以上，2017年全球有超过2.64亿名抑郁症患者，目前人数还在不断增长。根据南方所数据，2015-2019年抗抑郁类用药规模不断增加，年复合增速为16.91%，至2019年全国抗抑郁类用药规模达到97.19亿元，较上年同比增加11.38%。

图 9：2015-2019 年抗抑郁类用药规模及增速（亿元）

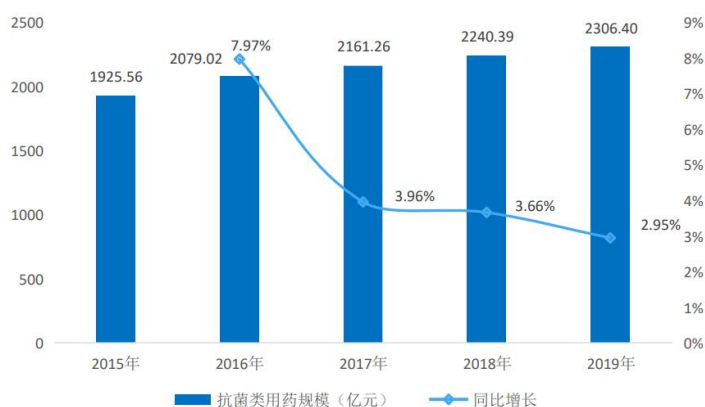


资料来源：南方所，华金证券研究所

5、抗菌类药物行业

自《抗菌药物临床应用管理办法》于2012年8月正式实施以来，国家持续加强对抗菌药物临床应用的管理，相关药物市场近些年来增长也受到了不同程度的影响。根据南方所对全身用抗感染药物及感觉系统药物的统计对抗菌类用药情况统计，2015-2019年全国抗菌类用药规模小幅增加，年复合增速为4.62%。2019年全国抗菌类用药规模为2,306.40亿元，较上年同比增加2.95%。

图 10：2015-2019 年抗菌类用药规模及增速（亿元）



资料来源：南方所，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、**公司是国内主要的硫糖铝原料药生产厂家，产品毛利率高。**硫糖铝制剂主要用于治疗胃部疾病，目前该产品的国内主要供应商为昆明积大制药、广东华南药业两家，其 2019 年销售额占比分别达到 68.53%及 26.88%，合计市场占有率达到 95.41%，而上述客户均为公司硫糖铝产品客户，反映了公司产品在硫糖铝市场中竞争力强。2019-2022H1 报告期内，该产品的毛利率分别为 66.32%、63.71%、58.85%、54.73%，具备较好的毛利率水平。

2、**报告期内，公司管理费用率、研发费用率优于同行。**2019-2022H1 报告期内，公司管理费用率分别为 6.05%、6.03%、6.21%、5.44%，大幅低于行业平均 11.61%、10.63%、11.54%、9.30%；研发费用率分别为 3.53%、3.80%、3.10%、2.74%，大幅低于行业平均 6.94%、6.82%、7.70%、5.92%。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

- 1、**年产 200 吨阿托伐他汀钙等原料药生产线技改项目：**本项目主要是在海森药业现有厂区内拆除原第三车间，新建第三车间与十二车间，新增 1 条 L1 产品生产线（阿托伐他汀钙原料）、1 条 A9 生产线（阿托伐他汀钙原料）、2 条阿托伐他汀钙生产线、2 条阿托伐他汀钙精烘包相关设备；新增 1 条帕瑞昔布钠生产线、1 条塞来昔布生产线、1 条倍他司汀生产线、1 条氨基丁酸生产线、1 条酶法合成手性医药中间体生产线；新增 1 套纯化水系统、1 套凉水塔、1 台变压器、50kg/h 固废焚烧能力。
- 2、**研发中心及综合办公楼建设项目：**本项目拟新建 1 栋研发中心大楼及 1 栋综合办公大楼。其中，研发中心大楼将集合公司现有的所有研发功能，并新建 1 条制剂中试车间。项目建成后，公司将购置全新的研发设备，引进研发人员。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	年产 200 吨阿托伐他汀钙等原料药生产线技改项目	32,000.00	32,000.00	30 个月
2	研发中心及综合办公楼建设项目	11,546.11	11,546.11	24 个月
3	补充流动资金	16,500.00	16,500.00	-
	总计	60,046.11	60,046.11	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 4.23 亿元，同比增长 8.69%；实现归属于母公司净利润 1.07 亿元，同比增长 13.50%。鉴于 2023 年第一季度仍处于新冠疫情恢复期，因此结合疫情态势以及公司目前的在手订单、经营状况以及市场环境，公司初步预测 2023 年第一季度营业收入为 10,500-11,500 万元，同比增长 12.77%-23.51%；预计 2023 年一季度净利润在 2,450-2,650 万元之间，同比增长 0.53%-8.74%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润在 2,450-2,650 万元之间，同比增长 0.51%-8.72%。

公司专注于化学原料药及中间体的生产；根据主营产品的相似性，选取美诺华、天宇股份、富祥药业、奥翔药业、普洛药业为可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年第四季度至 2022 年第三季度行业平均收入规模 34.24 亿元，可比 PE-TTM（剔除近期业绩波动较大的天宇股份、富祥药业/算术平均）为 32.61X，销售毛利率为 32.86%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM (亿元)	收入增速 -TTM	归母净利润 -TTM (亿元)	净利润增长 率-TTM	销售毛利 率-TTM	ROE 摊薄 -TTM
603538.SH	美诺华	53.61	24.24	15.70	34.87%	2.21	36.73%	40.30%	11.34%
300702.SZ	天宇股份	83.48	223.22	26.90	6.60%	0.37	-87.33%	27.92%	1.01%
300497.SZ	富祥药业	72.16	-108.77	15.96	10.06%	-0.66	-135.51%	20.63%	-2.32%
603229.SH	奥翔药业	101.80	47.86	7.18	33.68%	2.13	62.41%	51.54%	15.16%
000739.SZ	普洛药业	254.44	25.72	105.45	17.92%	9.89	3.52%	23.90%	17.95%
001367.SZ	海森药业	/	/	4.23	8.69%	1.07	13.50%	37.36%	22.79%

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：由于除普洛药业外的可比上市公司尚未披露 2022 年报，可比上市公司的收入-TTM、净利润-TTM 数据范围为 2021Q4-2022Q3；普洛药业、海森药业的收入-TTM、净利润-TTM 数据为 2022 年全年数据。

（六）风险提示

新产品研发和注册风险、核心技术人才流失与核心技术泄密风险、产品集中度风险、原材料供应及价格波动风险、客户集中度提升风险、国际市场贸易环境变化风险、药品集中带量采购风险、行业监管政策变动风险、安乃近产品在境内外被限用的政策、业务及合规等风险、限电措施的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn