

2023 年 11 月 29 日

# 无锡晶海（836547）—高端氨基酸综合利用商

## ——北交所新股申购策略报告之一百零三

### 相关研究

### 证券分析师

刘靖 A0230512070005  
liujinq@swsresearch.com

周羽希 A0230521040001  
zhouyx@swsresearch.com

### 联系人

周羽希  
(8621)23297818  
zhouyx@swsresearch.com

### 本期投资提示：

- 基本面：公司专注于氨基酸综合利用业务。**公司 1995 年成立，总部位于江苏无锡，主要从事氨基酸产品研发、生产、销售，下游客户主要为制剂厂商和培养基生产商，近年收入占比超过 70%。**立足于氨基酸的研究与开发，形成众多科技创新成果**公司聚焦于自主研发为主的技术创新，对氨基酸在不同应用领域的功能性应用、产业化量产以及生产工艺等方面形成了具备自主知识产权的先进技术。公司拥 23 项专利，其中发明专利 19 项。公司的技术先进性和产品质量稳定性，得到用户的较广泛的认可，公司与多个世界 500 强企业如雀巢、费森尤斯卡比、丹纳赫旗下 Cytiva 等公司建立了合作伙伴关系。**以产学研为技术支撑，多款产品受国家认可。**公司成立了多个技术研究中心，开发出系列低氮氮发酵技术。其高纯度异亮氨酸、高纯度缬氨酸等多款产品被认定为高新技术产品，“晶海”商标被认定为江苏省著名商标；作为第一起草单位主持 2 项国家标准、1 项行业标准和 1 项团体标准等。**营收稳定增长，盈利能力维持稳定。**2022 年实现营收 3.87 亿元，近 2 年（2020-2022）CAGR 为+20.48%；2022 年实现归母净利润为 6435 万元，近 2 年 CAGR 为+14.16%。2022 年毛利率 31.89%，较 2021 年减少 1.78pct；净利率 16.65%，较 2021 年减少 2.63pct。
- 发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2023 年 11 月 30 日，申购代码“889028”。初始发行规模 1560 万股，占发行后公司总股本的 25%（超额行使前），预计募资 2.58 亿元，发行后公司总市值 10.31 亿元。新股发行价格 16.53 元/股，发行 PE(TTM)为 14.51 倍，可比上市公司 PE(TTM)中值为 42.54 倍。网上顶格申购需冻结资金 1224.87 万元，网下战略配售共引入战投 10 名，包括 2 家券商，3 家私募，1 家产业资本，3 家投资平台，1 家资管计划。
- 行业情况：上游原材料供应充足，氨基酸需求稳增。**氨基酸原材料主要以供应充足的玉米、大豆和小麦等农产品为主，并采用蒸汽或电力提取。营养食品、保健品与化妆品渗透率的持续提高及市场空间的逐渐打开激发了对氨基酸产品的需求的快速增长。同时，随着“健康中国”的不断建设与生物制药行业的疫苗生产等日益增长的需求，生产疫苗的培养基对氨基酸的需求持续增加。**行业发展迅速，氨基酸产业链不断优化延伸。**我国氨基酸产业凭借着技术成熟、品类繁多、供给稳定、产能集中和成本低廉等优势参与到全球竞争之中。近年来，在国家出台多项重要产业政策加持下，行业发展迅速，氨基酸产品不断丰富，品质不断提高，开始逐步涉足具有高附加值的小品种氨基酸。同时，氨基酸生物合成过程、发酵过程、提取技术得到进一步优化、氨基酸及衍生产品拥有广阔的发展空间。
- 申购分析意见：**公司以亮氨酸等支链氨基酸切入行业，后逐步拓宽品种品类至 10 余种，其产品目前主要用于原料药、生物制药中疫苗培养基原料等。公司立足于小品种氨基酸，在产品种类、生产规模上位于行业前列，能够满足客户多样化的需求，在国内市场享有较高的市占率；同时公司未来计划巩固自身在高端高附加值产品的市占率，新增多个新品种氨基酸的研发，进一步增强本土供应实力、推动国产化进程。但公司下游医药生物行业客户占比较高，随着疫情结束，对新冠疫苗培养基产品需求降低，短期业绩存在一定压力，综合博弈面看，公司老股可流通比例占比低，老股成本较高，首日抛压小，建议参与。
- 风险因素：**1) 应用领域较为集中、拓展不达预期的风险；2) 原材料价格波动的风险；3) 新产品的开发和推广的风险；4) 境外销售的风险。



## 目录

---

1. 氨基酸综合利用商，全产业链布局实现循环经济.....	4
2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛较高 .....	5
3. 行业情况：多领域助力氨基酸需求稳增，产业链不断延伸 .....	6
4. 竞争优势：技术创新、行业经验、生产成本、及客户资源优势.....	7
5. 主要风险：应用领域集中、原材料价格波动、新产品开发、境外销售风险等.....	7
6. 可比公司：体量较小，毛利率低于可比.....	8
7. 申购分析意见：参与.....	8

## 图表目录

---

图 1：公司 2022 年主营构成（按产品类型） .....	4
图 2：公司 2022 年主营构成（按销售区域） .....	4
表 1：无锡晶海重要发行要素一览 .....	5
表 2：无锡晶海可比公司收入结构 .....	8
表 3：无锡晶海可比公司财务对比 .....	8
表 4：可比上市公司情况 .....	8

# 1. 氨基酸综合利用商，全产业链布局实现循环经济

**坐落于江苏无锡，专注于氨基酸综合利用业务。**公司 1995 年成立，总部位于江苏无锡，主要从事氨基酸产品研发、生产、销售。公司主要产品包括支链氨基酸（异亮氨酸、缬氨酸、亮氨酸），及色氨酸、苯丙氨酸、脯氨酸等小品种氨基酸，可广泛应用于医药、食品、保健品、日化等众多领域。公司下游客户领域以医药类为主，主要为制剂厂商和培养基生产商，近年收入占比超过 70%。

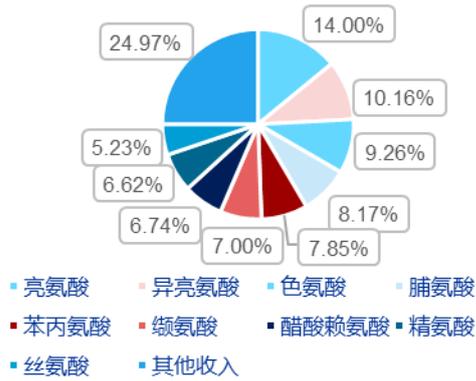
**立足于氨基酸的研究与开发，形成众多科技创新成果。**公司研发及生产团队，对氨基酸理论基础研究、工艺技术和产业化应用有独到的理解。公司聚焦于自主研发为主的技术创新，对氨基酸在不同应用领域的功能性应用、产业化量产以及生产工艺等多个方面形成了具有自主知识产权的高纯度制备、清洁化生产等多项先进技术。公司拥有 23 项专利，其中发明专利 19 项，实用新型 4 项。在行业内，公司的技术先进性和产品质量稳定性，得到用户的较广泛的认可，公司与多个世界 500 强企业如雀巢、费森尤斯卡比、丹纳赫旗下 Cytiva 等公司建立了合作伙伴关系。

**以产学研为技术支撑，公司氨基酸原料在品种类型及生产规模上位居行业前列，多款产品受国家认可。**公司作为国内具有一定优势的通过生物制造方式规模化生产氨基酸产品的企业之一，系列产品及生产规模名列前茅，在国内市场享有较高的市场占有率（超 30%）。同时公司先后成立了江苏省企业技术中心、江苏省氨基酸工程技术研究中心、院士工作站等，以绿色发展制造为宗旨，开发出系列低氨氮发酵技术。公司高纯度异亮氨酸、高纯度缬氨酸等多款产品被认定为高新技术产品，“晶海”商标被认定为江苏省著名商标；作为第一起草单位主持 2 项国家标准、1 项行业标准和 1 项团体标准，参与制定 2 项行业标准和 2 项团体标准。

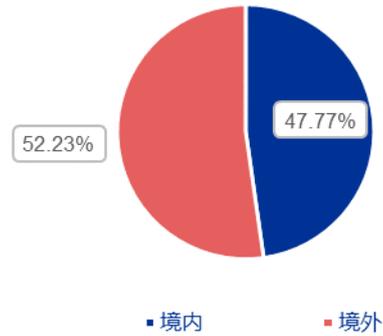
**营收稳定增长，盈利能力维持稳定。**2022 年实现营收 3.87 亿元，近 2 年（2020-2022）CAGR 为+20.48%；2022 年实现归母净利润为 6435 万元，近 2 年（2020-2022）CAGR 为+14.16%。2022 年毛利率 31.89%，较 2021 年减少 1.78pct；净利率 16.65%，较 2021 年减少 2.63pct。

图 1：公司 2022 年主营构成（按产品类型）

图 2：公司 2022 年主营构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

**募投扩产能+增加公司综合竞争力。**募集资金投向为高端高附加值关键系列氨基酸产业化建设项目及补充流动资金项目。针对公司氨基酸产品供应不足而下游需求旺盛的现状，公司将提升自身氨基酸产品的产能及生产效率，同时强化高端氨基酸本土化供应能力，推进国产化替代，公司未来将主要围绕酮酸类氨基酸、D 型氨基酸、羟脯氨酸等新型氨基酸及衍生物展开新产品研发工作布局，提高公司在高端氨基酸市场的占有率，进而增强公司的综合竞争力。

## 2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛较高

### 发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 16.53 元/股。初始发行规模 1560 万股，占发行后总股份的 25%。发行后预计可流通比例为 23.75%，老股占可流通比例为 0%，老股占比较低。

(2) 10 家机构投资者参与战略配售，包括 2 家券商，3 家私募，1 家产业资本，3 家投资平台，1 家资管计划。网上顶格申购量 74.1 万股，需冻结资金 1224.87 万元，顶格门槛较高。

表 1：无锡晶海重要发行要素一览

基本信息	股票代码	836547.BJ	所属申万一级行业	医药生物
	股票简称	无锡晶海	发行代码	889028
	定价方式	直接定价	发行价格（元/股）	16.53
	募集金额（万元）	25,787	主承销商	东方证券
	初始发行股份数量（万股）	1,560.00	占发行后总股本比例	25.00%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
	日期与申购限制	路演日	2023/11/29	申购日
申购款退回日		2023/12/4	网上最高申购量（万股）	74.10

基本面信息	2022 年收入 (万元)	38,651.48	2022 年净利润 (万元)	6,435.01
	2022 年综合毛利率%	31.89	2022 年加权 ROE%	21.91
	2022 年收入增长率%	0.77	2022 年归母净利润增长率%	-12.99
股本信息	发行前总股本 (万股)	4,680.00	发行前限售股 (万股)	4,679.97
	发行后预计可流通比例	23.75%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	14.51	发行 PE (LYR) (倍)	16.03
	停牌前 60 天交易均价	15.14	停牌收盘价 (元)	15.14

资料来源：wind,公司公告,申万宏源研究

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2.发行 PE (TTM) 按发行后股本计算，不考虑超额配售股份数；3.发行 PE (LYR) 按 2022 年归母净利润计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

### 3.行业情况：多领域助力氨基酸需求稳增，产业链不断延伸

氨基酸是含有碱性氨基和酸性羧基的有机化合物，是构成动物营养所需蛋白质的基本物质。氨基酸主要的作用是合成组织蛋白质、转变为碳水化合物和脂肪以及氧化成二氧化碳和水及尿素，产生能量以及变成酸、激素、抗体、肌酸等物质。氨基酸产品目前主要的下游领域是医药行业，被用于生产注射液等制剂及培养基等生物制品，另外，作为营养补充剂用于保健品、日化产品、食品等的生产。

**上游原材料供应充足，氨基酸需求稳增。**氨基酸原材料主要以供应充足的玉米、大豆和小麦等农产品为主，并采用蒸汽或电力提取。未来随着提取工艺的不断进步，行业原材料渐趋丰富。随着全球经济的快速发展，人们更加注重营养摄取，追求更加健康的高质量生活。营养食品、保健品与化妆品渗透率的持续提高及市场空间的逐渐打开激发了对氨基酸产品的需求快速增长。同时，随着“健康中国”的不断建设与生物制药行业的疫苗生产等日益增长的需求，生产疫苗的培养基对氨基酸的需求持续增加。

**行业发展迅速，氨基酸产业链不断优化延伸。**我国为最大的氨基酸出口国，主要出口国家/地区为美国、欧洲、日本、东南亚等地。我国氨基酸产业凭借着技术成熟、品类繁多、供给稳定、产能集中和成本低廉等优势参与到全球竞争之中。近年来，在国家出台多项重要产业政策加持下，行业发展迅速，氨基酸产品不断丰富，品质不断提高，开始逐步涉足具有高附加值的小品种氨基酸。同时，氨基酸生物合成过程、发酵过程、提取技术得到进一步优化、氨基酸及衍生产品拥有广阔的发展空间。

## 4.竞争优势：技术创新、行业经验、生产成本、及客户资源优势

**(1) 技术创新优势。**公司目前拥有 14 个氨基酸产品原料药注册证，2012 年率先在行业通过 2010 版中国 GMP 认证。公司拥有一支专业的技术研发队伍，团队成员大部分具备跨领域的知识结构和丰富的实践经验。核心团队长期服务于生物制品行业，对行业的产业特性、经营特点、管理模式、业务流程等有深入、全面的理解和把握。团队优势让公司在产品研发方面具有技术上的领先优势。

**(2) 行业经验优势。**高端质量氨基酸产品不仅用于一般营养型复合氨基酸输液、要素膳，而且在化妆品、食品、饲料和新材料等领域还有着广泛的用途。目前氨基酸输液也已由维持营养需要扩展到临床治疗。由于生活水平和消费水准的提高，我国氨基酸输液得到快速发展。公司目前拥有 14 个氨基酸产品原料药注册证，2012 年率先在行业通过 2010 版中国 GMP 认证。

**(3) 生产成本优势。**公司的创新技术和产品质量逐步达到国际先进水平，且在生产成本方面具有一定的优势。公司通过创新技术产业化的实施，在达到国外同类产品质量标准的同时，产品的生产成本大大低于日本等同行的生产成本。此外，公司地处无锡市锡山区，依托独特的区位和交通优势，在完全分享长三角中心城市便利的同时，又具有技术创新、人力资源等多方面的综合优势。

**(4) 客户资源优势。**公司是国内规模最大的系列氨基酸生产企业之一，依托技术优势和成本优势，服务于包括世界 500 强企业在内的境内外优质客户。在境外市场，公司与世界 500 强企业如雀巢、费森尤斯卡比、丹纳赫旗下 Cytiva 等公司建立了合作伙伴关系；在境内市场，公司与多家优质制药企业保持着良好的合作关系，如海思科、辰欣药业等均与公司建立了长期业务往来。与下游知名客户的稳定合作，使公司能够及时了解和把握客户的最新需求，能够掌握行业和产品的前沿技术动态，有针对性地进行产品开发和应用领域的开拓，确保公司产品在市场竞争中保持先发优势。

## 5.主要风险：应用领域集中、原材料价格波动、新产品开发、境外销售风险等

- (1) 应用领域较为集中、拓展不达预期的风险；
- (2) 原材料价格波动风险；
- (3) 新产品的开发和推广风险；

(4) 境外销售风险。

## 6. 可比公司：体量较小，毛利率低于可比

表 2：无锡晶海可比公司收入结构

代码	简称	2022 年收入结构
600488.SH	津药药业	甾体激素类:49.2%,,其他:39.81%,,氨基酸类原料药:10.99%
688639.SH	华恒生物	氨基酸产品:95.6%,,其他产品:4.4%
836547.NQ	无锡晶海	其他产品:81.81%,,异亮氨酸:10.03%,,缬氨酸:6.92%,,运输费及保险费收入:1.24%,,租赁及水电费收入:0%

资料来源：wind,申万宏源研究

表 3：无锡晶海可比公司财务对比

代码	简称	2022 年 收入 (百 万元)	2022 年归 母净利润 (百万元)	2022 年 收入增长 率 (%)	2022 年归 母净利润增 长率 (%)	2022 年 毛利率 (%)	2022 年研 发支出占比 (%)	2022 年应 收账款周转 天数 (天)
600488.SH	津药药业	3689	35	(1.59)	(27.25)	49.07	4.97	41
688639.SH	华恒生物	1419	320	48.69	90.23	38.66	5.54	67
836547.NQ	无锡晶海	387	64	0.77	(12.99)	31.89	4.84	88

资料来源：wind，申万宏源研究

## 7. 申购分析意见：参与

公司以亮氨酸等支链氨基酸切入行业，后逐步拓宽品种品类至 10 余种，其产品目前主要用于原料药、生物制药中疫苗培养基原料等。公司立足于小品种氨基酸，在产品种类、生产规模上位于行业前列，能够满足客户多样化的需求，在国内市场享有较高的市占率；同时公司未来计划巩固自身在高端高附加值产品的市占率，新增多个新品种氨基酸的研发，进一步增强本土供应实力、推动国产化进程。但公司下游医药生物行业客户占比较高，随着疫情结束，对新冠疫苗培养基产品需求降低，短期业绩存在一定压力，综合博弈面看，公司老股可流通比例占比低，老股成本较高，首日抛压小，建议参与。

表 4：可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿元)	PE (TTM)
600488.SH	津药药业	58.2	42.91
688639.SH	华恒生物	178.3	42.17
	均值		42.54
	中值		42.54
870976.NQ	无锡晶海	10.3	14.51

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：股价为 2023/11/28 收盘价格

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	<a href="mailto:chentao1@swsresearch.com">chentao1@swsresearch.com</a>
华东 B 组	谢文霓	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swsresearch.com">xiewenni@swsresearch.com</a>
华北组	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swsresearch.com">lidan4@swsresearch.com</a>
华南组	李昇	0755-82990609	<a href="mailto:Lisheng5@swsresearch.com">Lisheng5@swsresearch.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。