

2023 年 11 月 28 日

证券研究报告·新股分析报告

无锡晶海（836547）医药生物



氨基酸原料药“隐形冠军”，募投扩产助推业绩增长

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 公司系国内氨基酸制造领先企业，在国内氨基酸原料药市场占有率超 30%，其氨基酸产品达医药级标准，产品品质较高，客户涵盖国内外多家优质制药企业。2) 下游医药、细胞培养基以及化妆品市场景气度高，对优质氨基酸产品的需求预期增长；结合氨基酸市场的高技术进入壁垒，公司在手的 14 张氨基酸原料药注册证将为公司带来显著的市场优势，未来订单量有望持续增长；3) 公司募投高端高附加值系列氨基酸产业化建设项目，预计投产后将新增产能 2224.0 吨，并引入自动化程度更高的生产线，保障公司可持续发展能力。
- **下游应用市场景气度高，市场需求持续扩张。**在“健康中国”建设加速的背景下，氨基酸行业以及下游医药、培养基以及化妆品领域的需求快速扩张。在医药领域，预计中国医药市场规模将在 2027 年达 1459.0 亿美元；在培养基领域，2030 年全球细胞培养基市场规模预期将达到 131.7 亿美元；在化妆品领域，中国化妆品市场规模将在 2023 年达到 5169 亿元。随着经济快速发展，以健康为主的消费观念深入人心，氨基酸产品需求将持续增加，预计全球氨基酸市场规模将在 2027 年达到 397.8 亿美元，发展前景良好。
- **14 张药证高筑技术壁垒，产品品质行业领先。**目前公司的氨基酸产品均达到医药级标准，已在 2012 年率先在行业通过 2010 版中国 GMP 认证。受氨基酸产品相关应用领域的法律法规影响，氨基酸产品的相应生产资质、许可、认证证书的获取难度较大，存在较高的技术进入壁垒。截至 2023 年 11 月，公司已获得 14 张氨基酸原料药注册证，未来将进一步加强已有产品的欧洲 CEP 注册认证及新产品的原料药登记备案工作，结合现有的原料药注册证形成的技术壁垒，未来市场认可程度将进一步提升。
- **在手订单储备充裕，募投扩产把握市场机遇。**近 2 年公司产能利用率均处于 90% 以上，在国内氨基酸原料药市场占有率超 30%，排名位居前列。2023 年，公司与欧洲最大的临床营养液制造商费森尤斯卡比公司达成了明确合作意向，预期在 2023 年完成醋酸赖氨酸产品欧洲的 CEP 认证注册工作后大量供货；结合下游市场的需求增长，公司需要扩张产能以把握市场机遇。公司拟通过此次募资投入高端高附加值关键系列氨基酸产业化建设项目，预计完全投产后使公司产能增加 51.9%，新增产能新增产能 2224.0 吨（+59.1%），提高订单承接能力。
- **投资建议：**本次公司发行价为 16.53 元/股，对应 PE 为 16.0 倍（不行使超额配售选择权）。公司上市后 PE 显著低于可比公司平均值 30.6 倍。考虑到公司产品品质优良、相应生产资质优势明显，在国内氨基酸原料药市占率高且绑定下游医药市场国内外优质客户，募投项目促进产能扩张，业绩有望持续增长，建议积极关注。
- **风险提示：**应用领域拓展不达预期风险、境外销售风险、汇率波动风险、理财产品到期不能兑付的风险、实际控制人不当控制风险、土地房产权属瑕疵风险、募投资金项目效益不达预期风险。

西南证券研究发展中心

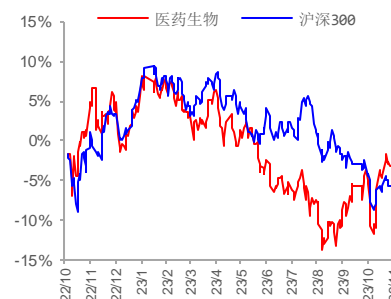
分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

邮箱：liuyan@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：iFinD

本次发行情况

发行前总股本(万股)	4680
本次发行(万股)	1560
发行后总股本(万股)	6240
2022 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.44

主要指标（2022）年

每股净资产(元)	7.36
毛利率(%)	31.89
流动比率	4.19
速动比率	3.32
应收账款周转率	4.48
资产负债率(%)	17.57
加权平均净资产收益率(%)	21.91

相关研究

目 录

1 氨基酸原料药“隐形冠军”，高毛利驱动公司快速成长	1
1.1 公司产品矩阵丰富，氨基酸产品认可度持续提升	1
1.2 股权结构高度集中稳定，董事长持股超 90%	2
1.3 营收规模稳步扩张，盈利能力迎来修复	3
2 下游行业预期向好，政策支持助力需求扩张	5
2.1 氨基酸产品广泛应用于医药、保健品、食品等领域	5
2.2 氨基酸领域需求稳定上升，下游行业前景广阔	6
2.3 行业市场集中度预期提升，绿色清洁环保工艺助推绿色发展	8
3 产品品质行业领先，募投项目助力产能扩张	9
3.1 核心技术竞争力突出，14 张药证高筑技术壁垒	9
3.2 优质存量客户合作稳定，国内氨基酸原料药市占率超 30%	11
3.3 下游市场景气度高涨，募投扩产把握市场发展机遇	12
4 投资建议	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 11 月 28 日)	3
图 3: 2019-2023Q3 公司营业总收入及增速	3
图 4: 2019-2023Q3 公司归母净利润及增速	3
图 5: 2020-2023Q3 公司主营收应用领域区分情况	4
图 6: 2020-2023H1 公司营收按应用领域区分情况	4
图 7: 2020-2023Q3 公司主营业务收入按地区构成情况	4
图 8: 2019-2023H1 公司国内收入构成情况	4
图 9: 2018-2023Q3 公司毛利率及净利率情况	5
图 10: 2018-2023Q3 公司各项费用率	5
图 11: 公司所处产业链	5
图 12: 全球氨基酸产量规模及预测	7
图 13: 全球氨基酸市场规模及预测	7
图 14: 中国医药市场规模	7
图 15: 全球细胞培养基市场规模	7
图 16: 中国化妆品市场规模 (亿元)	8
图 17: 人均医疗保健消费支出	8
图 18: 中国人口老龄化程度	8
图 19: 公司对部分大客户销售情况 (万元)	12
图 20: 新增客户数量 (家)	12
图 21: 公司产能利用率与产销率维持较高水平	13
图 22: 公司在手订单大幅增长	13

表 目 录

表 1: 公司部分主要产品	2
表 2: 生物制造行业相关政策	6
表 3: 公司产品细分领域主要国内竞争对手与公司对比	9
表 4: 可比公司的氨基酸产品原料药注册证与产能情况	10
表 5: 公司产品的关键指标满足各等级标准	10
表 6: 公司正在履行的销售合同情况	11
表 7: 公司募投项目情况	13
表 8: 可比公司估值	14

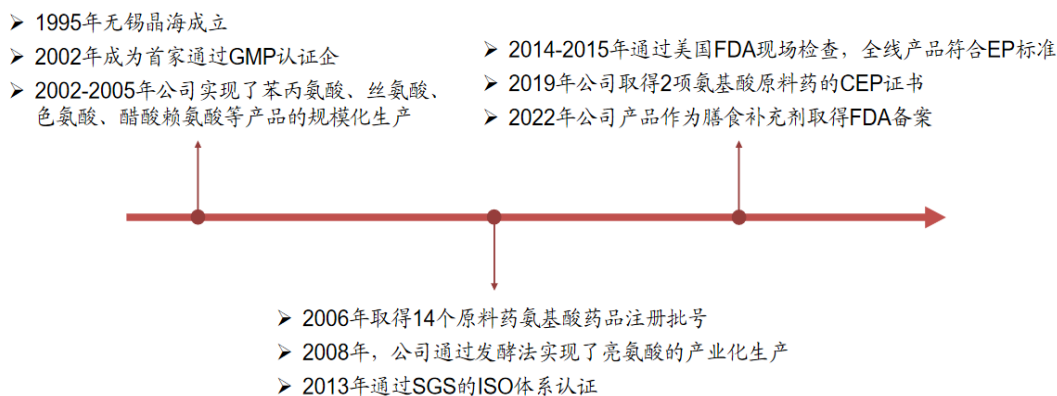
1 氨基酸原料药“隐形冠军”，高毛利驱动公司快速成长

深耕氨基酸研发制造，二十余载造就行业“小巨人”。公司主要从事氨基酸产品研发、生产、销售，主要产品包括支链氨基酸（异亮氨酸、缬氨酸、亮氨酸）、色氨酸、苯丙氨酸、脯氨酸等，可广泛应用于医药、食品、保健品、日化等众多领域，公司产品主要应用于医药领域，核心客群是制剂厂商和培养基生产商，该部分业务占总营收 70% 以上。公司坚持自主创新，重视研发投入，目前拥有专利 27 项，其中发明专利 22 项，实用新型 5 项，2022 年获得国家专精特新“小巨人”称号。

1.1 公司产品矩阵丰富，氨基酸产品认可度持续提升

构建丰富氨基酸产品矩阵，多项认证建立稳固护城河。自 1995 年公司成立后，一直以来致力于氨基酸产品开发与生产，经过数年的研发积累，于 2002 年基于高纯度支链氨基酸制备技术，实现了异亮氨酸和缬氨酸的批量化生产；2002 年率先通过 GMP 认证的企业，2002-2005 年公司实现了苯丙氨酸、丝氨酸、色氨酸、醋酸赖氨酸等产品的规模化生产。公司 2012 年建成二线精制车间，并率先通过 2010 年版 GMP 认证，在 2014 年零缺陷通过 FDA 现场检查，2019 年获得 L-异亮氨酸和 L-缬氨酸欧盟 CEP 证书，2022 年投资建设高端高附加值关键系列氨基酸生产基地。

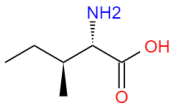
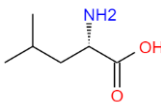
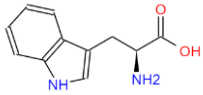
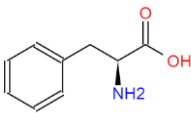
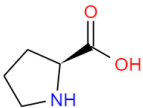
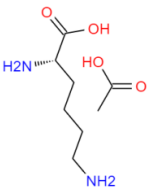
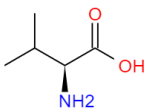
图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司问询函回复，西南证券整理

氨基酸产品类别丰富，下游涵盖医药、保健品、日化产品、食品。公司主要产品亮氨酸、异亮氨酸、色氨酸、苯丙氨酸、脯氨酸、缬氨酸、丝氨酸、醋酸赖氨酸、精氨酸，上述氨基酸类产品总营收占比近 80%。下游主要应用领域包括医药行业，用于生产注射液等制剂及培养基等生物制品，此外还可作为营养补充剂用于保健品、日化产品、食品等的生产。

表 1：公司部分主要产品

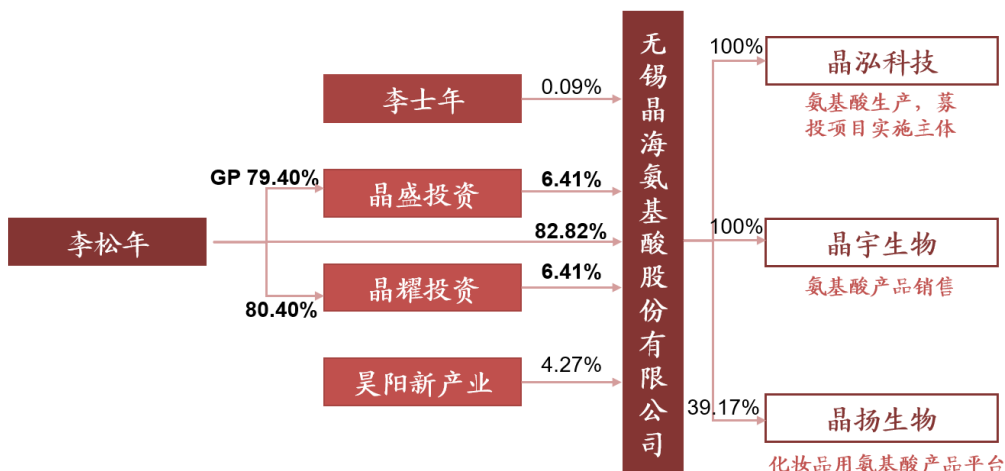
产品名	分子式	结构	用途
L-异亮氨酸 (L-Isoleucine)	C ₆ H ₁₃ NO ₂		用作氨基酸注射液、复合氨基酸输液、食品添加剂等
L-亮氨酸 (L-Leucine)	C ₆ H ₁₃ NO ₂		生化试剂,属于人体必须的氨基酸,主要作为营养增补剂,有降血糖和促进生长的作用
L-色氨酸 (L-Tryptophan)	C ₁₁ H ₁₂ N ₂ O ₂		改善营养、增强体质,用于营养和生化研究,制备组织培养基
L-苯丙氨酸 (L-Phenylalanine)	C ₉ H ₁₁ NO ₂		可用作氨基酸原料药,主要用于功能性食品添加剂用作营养强化剂、氨基酸输液和复合氨基酸制剂的成分,是多种抗癌药物及二肽甜味的原料,用于生化研究,培养基的制备,医药上用作氨基酸类营养药
L-脯氨酸 (L-Proline)	C ₅ H ₉ NO ₂		复方氨基酸大输液原料之一。风味剂,与糖共热发生氨基-羰基反应,可生成特殊的香味物质
L-醋酸赖氨酸 (L-Lysine monoacetate)	C ₈ H ₁₈ N ₂ O ₄		配制复方氨基酸注射液的主要原料之一
L-缬氨酸 (L-Valine)	C ₅ H ₁₁ NO ₂		营养增补剂,可作氨基酸输液、综合氨基酸制剂的主要成分

数据来源：公司招股说明书，Chemical Book，西南证券整理

1.2 股权结构高度集中稳定，董事长持股超 90%

公司股权结构集中，董事长李松年为实际控制人。截至 2023 年 11 月 28 日，公司董事长、总经理李松年先生直接持有公司 82.8% 股份。同时通过担任员工持股平台晶盛投资执行事务合伙人和晶耀投资法定代表人间接持有 12.8% 股份，合计控制公司 95.6% 表决权。昊阳新产业为一家上海私募股权投资基金；李士年先生为李松年先生之弟。公司整体股权结构十分稳定，本次发行结束后李松年先生合计持股比例也~~为 95.6%~~，对公司具有绝对控制权。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 11 月 28 日）



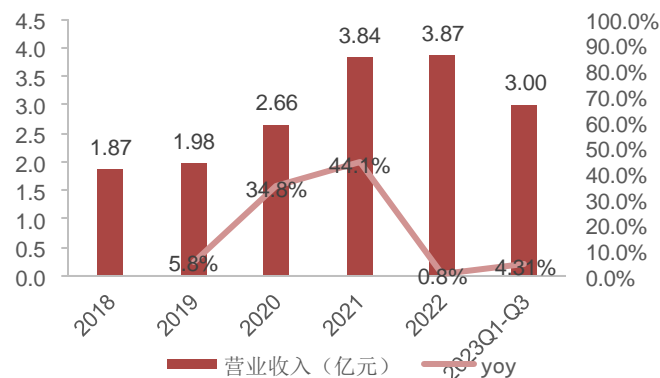
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.3 营收规模稳步扩张，盈利能力迎来修复

营收规模稳定增长，归母净利润企稳修复。1) 营收端，2019-2021 年，公司营收规模快速增长，CAGR 达 27.4%。2022 年，下游疫苗培养基需求下降，但食品保健品收入增幅较大，一定程度上弥补培养基业务影响，全年营收同比增幅收窄至 0.8%。2023 年来，公司强化保健品类业务布局，同时下游厂商需求回暖，前三季度实现营收 3.0 亿元，同比+4.3%。未来，随着公司完善各领域多元布局，下游市场需求提升，营收有望稳步提升。

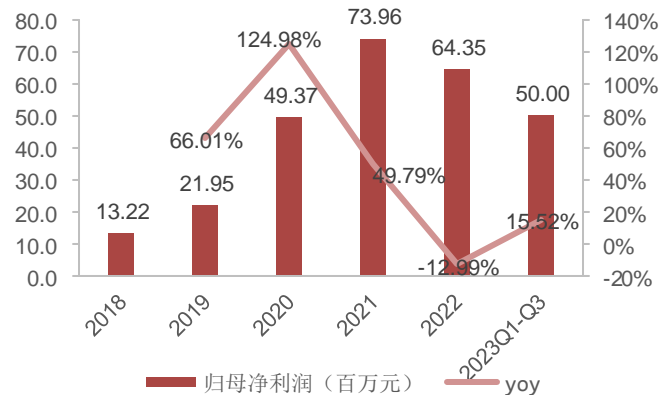
2) 从利润端看，2019-2021 年，公司归母净利润增长迅速，CAGR 达 77.5%。2022 年，受欧美国疫苗需求减弱影响，当年归母净利润同比下滑 12.9%。2023 年来，公司加快在保健品、化妆品等领域的拓展，前三季度归母净利润为 5 千万元，增幅达 15.5%。未来有望随着公司多领域布局成果显现，产品逐步上量，盈利能力有望修复。

图 3：2019-2023Q3 公司营业总收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

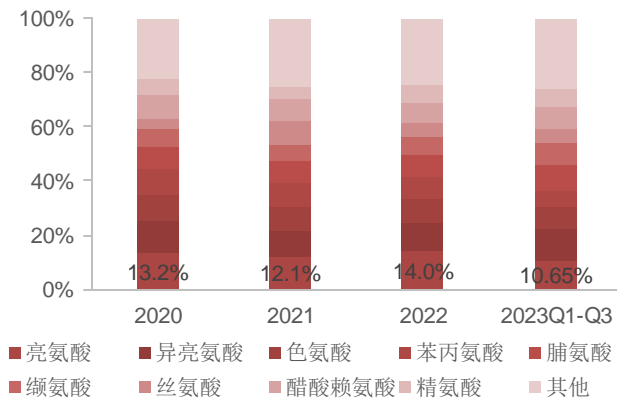
图 4：2019-2023Q3 公司归母净利润及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

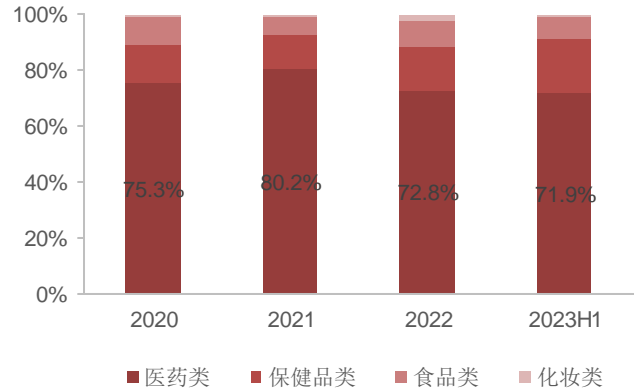
氨基酸产品类型丰富，原料药收入占医药收入近 80%。2023 年 Q1-Q3，从产品结构来看，公司氨基酸产品丰富，约有 9 种主要氨基酸产品，合计占营收近 75%。其中营收占比排名前五的是异亮氨酸、亮氨酸、脯氨酸、醋酸赖氨酸以及色氨酸，占比分别为 11.5%/10.6%/9.4%/7.8%/7.8%。下游应用领域来看，公司产品主要应用于医药领域，占营收的比例超过 70%，其中原料药和培养基是医药类的主要应用领域，分别占 2022 年总营收的 58.2%、14.7%。

图 5：2020-2023Q3 公司主营收入应用领域区分情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

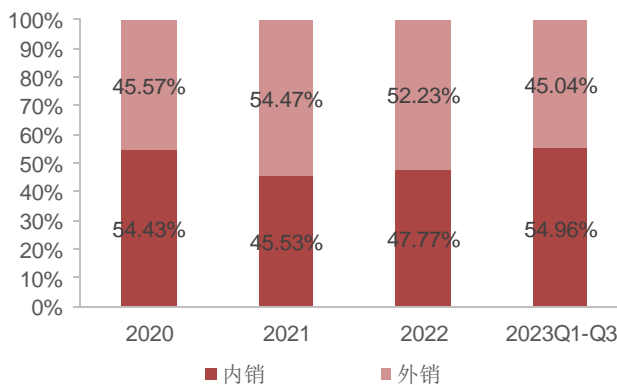
图 6：2020-2023H1 公司营收按应用领域区分情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

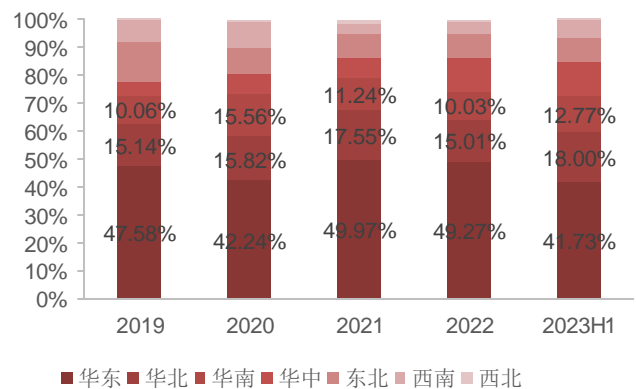
公司内外销占比均衡，华东为主要销售地区。公司销售地区较为均衡，2022 年以后国内恢复加速，各大制药企业下游需求修复，国内收入占比开始回升。2023 年前三季度内销占比 55.0%，外销占比 45.0%，占比较为均衡。国外来看，销售地区中以美国为主；国内来看，华东地区是最主要的销售地区，占国内销售收入的比例维持在 40% 以上。

图 7：2020-2023Q3 公司主营业务收入按地区构成情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

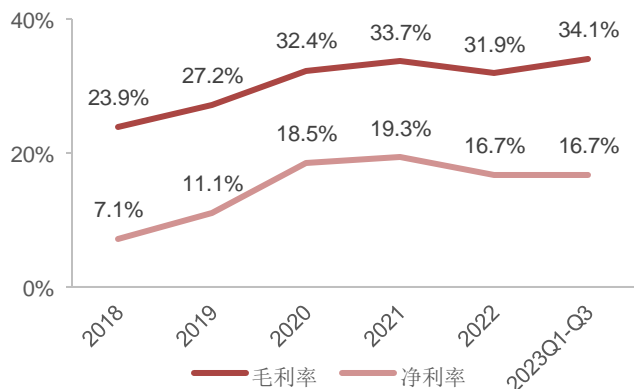
图 8：2019-2023H1 公司国内收入构成情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

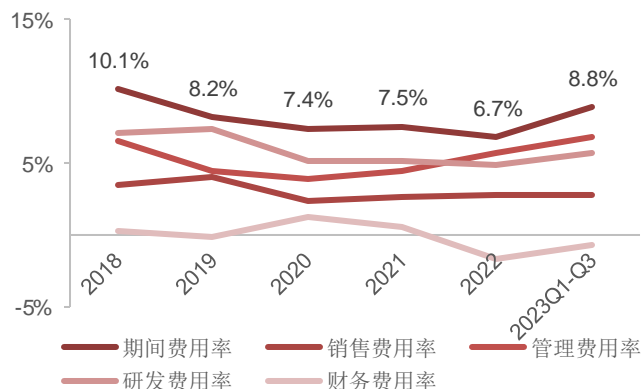
3) 盈利能力及费用端。2018-2021 年，公司毛利率、净利润水平持续提升，主要原因是海外部分竞争对手供应受限，公司出货量增加外加高毛利率产品占比提升。2022 年毛利率同比下降主要是高端培养基氨基酸产品收入有所下滑，毛利率产品占比下降导致毛利率与净利率分别回落至 31.9%/16.7%，2023 年，受高毛利率产品占比提升驱动，毛利率有所修复。从费用端看，公司整体费用率水平较为稳定，2023 年，受公司市场开拓，募投项目新工厂人员准备影响，整体期间费用水平有所抬升。

图 9：2018-2023Q3 公司毛利率及净利率情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 10：2018-2023Q3 公司各项费用率



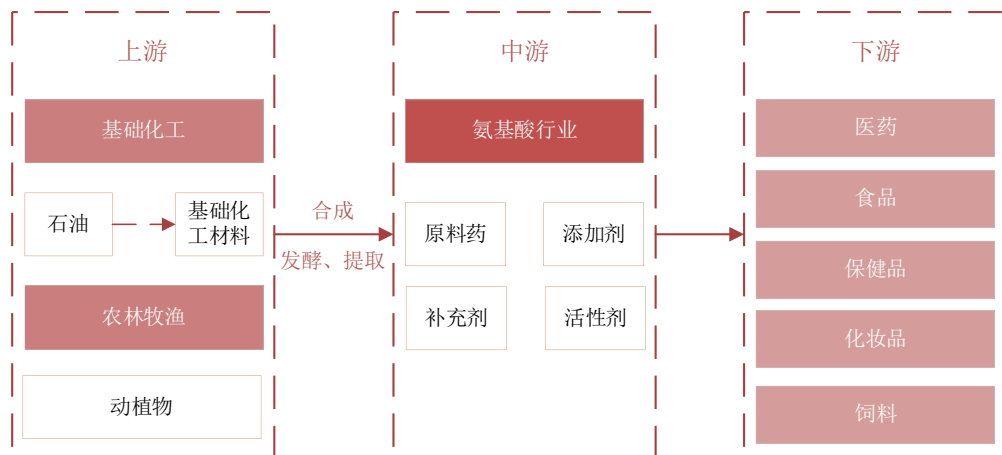
数据来源：iFinD，西南证券整理

2 下游行业预期向好，政策支持助力需求扩张

2.1 氨基酸产品广泛应用于医药、保健品、食品等领域

行业产业链主要包括上游的基础化工与农林牧渔业、中游氨基酸制造业、下游医药、食品、保健品等应用企业。公司属于生物制造业，生物制造是指通过利用微生物或者酶将淀粉、葡萄糖、脂肪酸、蛋白甚至纤维素等农业资源转化为化学品、燃料或者材料的新兴行业，行业上游主要为基础化工与农林牧渔业。公司作为氨基酸制造商，处于行业中游位置。氨基酸作为构成蛋白质大分子的基础结构，在饲料、食品、医药、培养基、保健品等营养健康领域发挥着重要作用，即公司下游企业主要为医药、食品、保健品、化妆品与饲料等终端应用企业。

图 11：公司所处产业链



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

国家政策支持，生物制造及下游行业快速发展。在大力推动绿色发展的背景下，通常以可再生生物资源为原料的生物制造产业在绿色、可持续方面的优势明显，其产品广泛应用于食品、饲料、材料、化工、能源等许多重要的工业制造领域。目前化学产品的生物制造技术已成为传统化工产业升级变革的主要方向，被世界各国纳入重点战略发展领域。我国生物制造行业起步较晚，当前处于快速成长的初级阶段，在此情况下，国家制定了多个与生物制造行业及其上下游行业关系密切的产业政策。《“十四五”生物经济发展规划》提出应做大做强生物经济；《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》要求聚焦生物技术等战略新兴行业；《产业结构调整指导目录（2019 年本）》明确指出公司属于鼓励类产业。

表 2：生物制造行业相关政策

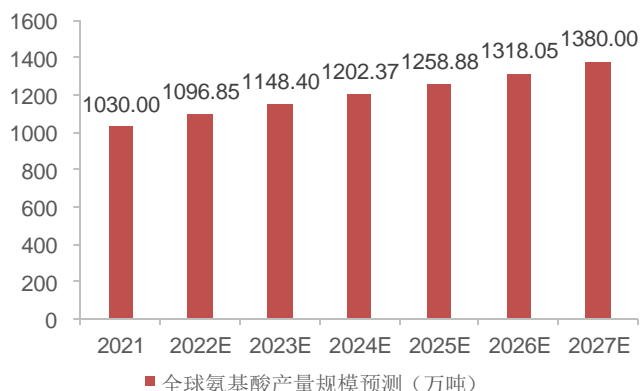
政策及法规	发布部门	发布时间	主要内容
《“十四五”生物经济发展规划》	国家发改委	2022 年	推动生物技术和信息技术融合创新，加快发展生物医药、生物育种、生物材料、生物能源等产业，做大做强生物经济。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	全国人民代表大会	2021 年	聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，培育壮大产业发展新动能。
《推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》	国家发改委、工信部	2021 年	加快绿色低碳转型，推动布局优化调整，培育国际竞争新优势，构建原料药产业新发展格局，夯实医药供应保障基础。
《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	工信部、生态环境部、国家卫健委、国家药监局	2020 年	到 2025 年，产业结构更加合理，采用绿色工艺生产的原料药比重进一步提高，高端特色原料药市场份额显著提升；产业布局更加优化，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地。
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	国家发改委	2019 年	将采用发酵法工艺生产小品种氨基酸（赖氨酸、谷氨酸、苏氨酸除外）列为鼓励类产业。
《中国制造 2025》	国务院	2015 年	大力促进新材料、新能源、高端装备、生物产业绿色低碳发展。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 氨基酸领域需求稳定上升，下游行业前景广阔

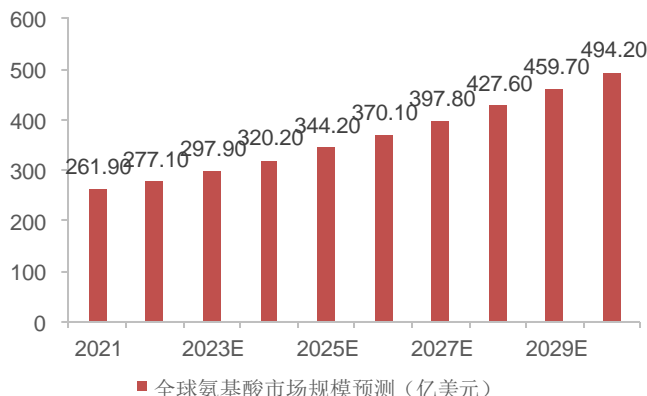
氨基酸领域全球增量空间广阔，国内高附加值小品种氨基酸的市场表现良好。氨基酸作为蛋白质大分子的基础结构，在营养健康领域发挥重要作用。随着经济快速发展，以健康为主的消费观念深入人心，氨基酸市场需求增长稳定。根据 Imarc Group 数据，2022 年，全球氨基酸产量规模达 1096.9 万吨，预计 2027 年将达到 1380.0 万吨，年均复合增长率达 4.7%；根据 Polaris Market Research 数据，全球氨基酸市场规模在 2022 年预计达到 277.1 亿美元，预计在 2027 年可达 397.8 亿美元，年均复合增长率达 7.5%。受益于国家产业政策推动，国内高附加值小品种氨基酸的市场表现良好。根据华经产业研究院数据，全球丙氨酸产能集中于中国，2019 年全球市场需求量为 5.1 万吨，预计 2023 年全球丙氨酸市场需求量为 8 万吨；根据中国生物发酵产业协会数据，全球缬氨酸市场需求量在 2019 年达 3.25 万吨，2016-2019 年的年复合增长率高达 65%，预计在 2020-2023 年将保持 24% 的年复合增长率。

图 12：全球氨基酸产量规模及预测



数据来源：Imarc Group, 公司招股说明书, 西南证券整理

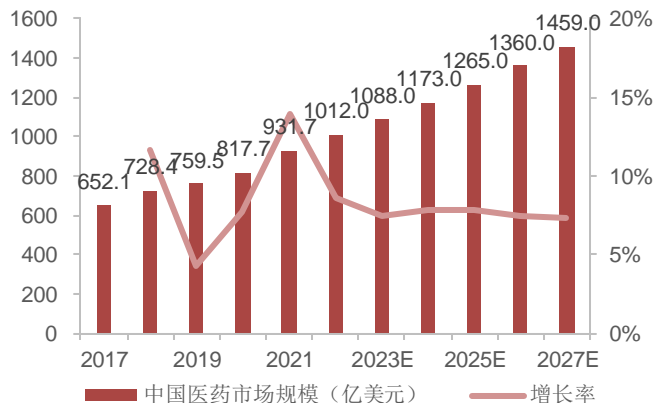
图 13：全球氨基酸市场规模及预测



数据来源：Polaris Market Research, 公司招股说明书, 西南证券整理

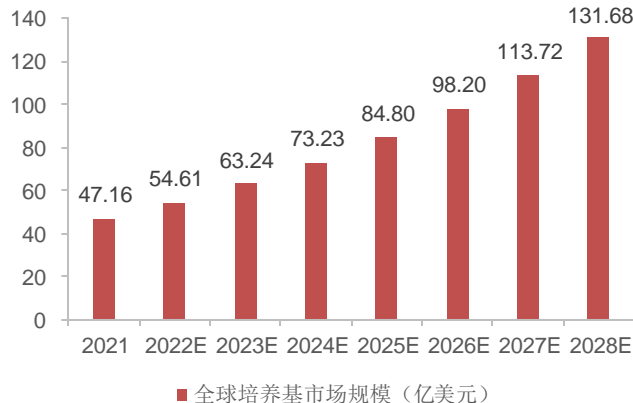
医药与生物制品制备行业前景良好, 国产替代趋势加快。氨基酸作为培养基的必须成分, 在生物制品制造以及医药生产中发挥重要作用, 其性能能够直接影响生物药的生产效率与生产成本。就医药市场而言, 随着“健康中国”建设加速, 据 Statista 数据, 中国医药市场规模已从 2017 年的 652.1 亿美元增长至 2021 年的 931.7 亿美元, 年均复合增长率达 9.3%, 预计至 2027 年, 中国医药市场规模以 7.6% 的年均复合增长率增长至 1459.0 亿美元。就培养基市场而言, 受益于医药产业的快速发展, 培养基的市场需求日益增加, 根据 Facts & Factors 数据, 2021 年全球细胞培养基市场规模达 47.2 亿美元, 预计至 2028 年的年均复合增长率达 15.8%。当前参与培养基市场产品和服务竞争的中国企业数量增加, 随着国内企业品控完善、配方与工艺自主开发进度加快, 细胞培养基的国产化应用有望进一步深化。

图 14：中国医药市场规模



数据来源：Statista, 公司招股说明书, 西南证券整理

图 15：全球细胞培养基市场规模

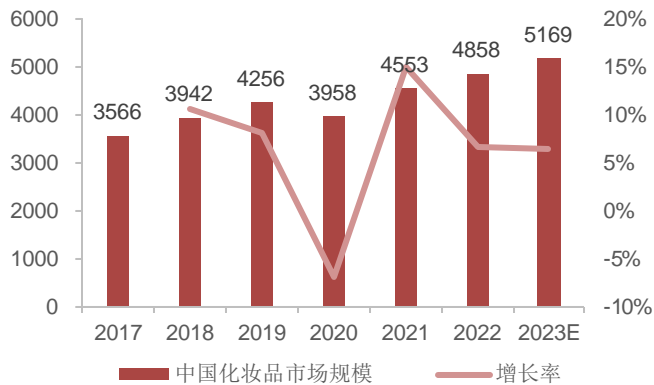


数据来源：Facts & Factors, 公司招股说明书, 西南证券整理

化妆品行业消费增长潜力强劲, 母婴保健品市场或为新增长点。氨基酸作为化妆品的重要原料, 其主要作用为保湿、抗氧化、延缓皮肤衰老等作用, 广泛用于各类化妆品。当前, 中国的化妆品消费市场为仅次于美国的第二大市场, 增速高于全球平均水平, 据 statista 数据预测, 中国化妆品市场将在 2023 年达到 5169 亿元, 且受益于美妆电商与国内消费意识的转变, 化妆品行业将保持高速增长。氨基酸下游的保健品行业前景广阔, 就人均保健品需求来看, 根据国家统计局数据, 2022 年我国人均医疗保健消费支出达 2120 元, 65 岁以上老年人口占比达 14.9%, 较 2017 年增长 3.46pp。根据 HKTDC 报告, 94.7% 的孕妇在怀孕

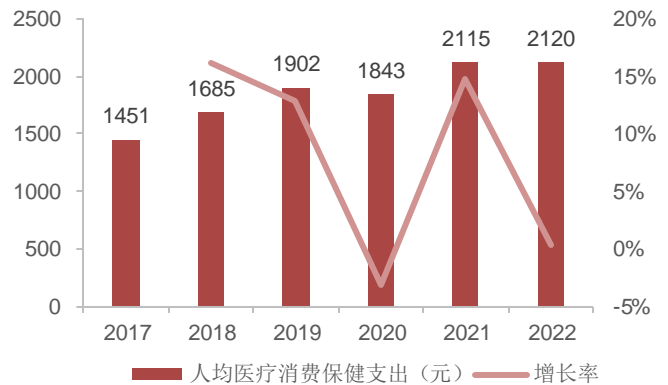
期间食用保健品，因而随着我国三胎政策的放开，结合老龄人口健康保健需求的增长，保健品市场或成为新的消费增长点。

图 16：中国化妆品市场规模（亿元）



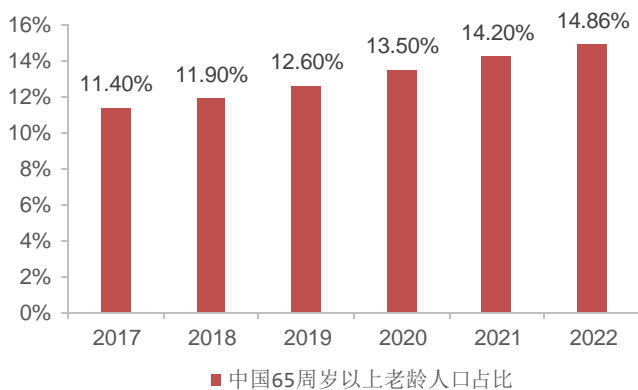
数据来源：Statista，公司招股说明书，西南证券整理

图 17：人均医疗保健消费支出



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 18：中国人口老龄化程度



数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.3 行业市场集中度预期提升，绿色清洁环保工艺助推绿色发展

行业市场集中度预期提升，行业进入壁垒升高。根据公司招股说明书，受国家绿色发展政策的影响，原料药项目审批严格，江苏省禁止新建医药中间体项目，且部分技术落后、环保不达标的中小原料药企业被迫退出市场或关停，使行业趋向于集中化发展。在此背景下，新建原料药工厂投资资金需求超 1 亿元，行业进入壁垒提高，行业集中度将进一步上升。

绿色清洁环保工艺为行业主流，产品柔性定制成为发展趋势。2016 年起，国家环保政策持续收紧，主要原料药生产省份相继出台严格治理文件。随着《推动原料药产业绿色发展的指导意见》印发，绿色清洁环保工艺在氨基酸生产行业中的重要性显著提高，相关清洁生产技术包括使用低氨氮生物发酵的清洁生产技术，降低发酵液氨氮，通过创新使用氢氧化钠作为洗脱剂等实现离交污水无氨氮的排放等。此外，随着行业产品定制化需求的增长，高附加值产品的柔性定制逐步成为行业发展趋势，该定制方式主要用于高端培养基的氨基酸产品，有助于增强客户黏度。

公司竞争对手主要包括远大医药、津药药业、华恒生物、佳禾生物与石家庄冀荣。在我国氨基酸产业起步较晚、国际领先企业占据较高的全球市场份额的背景下，我国氨基酸产业凭借技术成熟、品类繁多、供给稳定、产能集中且成本低廉等优势在全球竞争中得到较大提升。国内氨基酸生产的代表企业包括远大医药、津药药业、华恒生物、佳禾生物与石家庄冀荣。因不同应用领域客户对氨基酸性能要求各有侧重，产品种类多且生产工艺和制备流程的稳定性要求高，不同下游行业的氨基酸生产企业间竞争相对较少，但均要求较高的产业化经验。

表 3：公司产品细分领域主要国内竞争对手与公司对比

同行业公司	基本情况	主要产品	对应终端产品
无锡晶海	成立于 1995 年 5 月，主要从事氨基酸产品研发、生产、销售。	支链氨基酸（异亮氨酸、缬氨酸、亮氨酸）、色氨酸、苯丙氨酸、脯氨酸等	注射液制剂与培养基等生物制品、保健品、日化产品、食品等产品的营养补充剂
远大医药集团有限公司	成立于 2002 年，是一家集制药科技、核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技、生物科技于一体的国际化医药企业。	医药制剂及医疗器械、生物技术产品及营养产品、精品原料药和其他产品	抗肿瘤、心血管急救制剂及高端心脑血管介入医疗器械、抗病毒抗感染、呼吸及五官科以及生物健康产品和精品原料药
天津天药药业股份有限公司	成立于 1999 年，主要从事皮质激素类、氨基酸类原料药及制剂的研发、生产和销售。	地塞米松系列、泼尼松系列、甲泼尼龙系列、倍他米松系列、氨基酸原料药、片剂、小容量注射剂、软膏剂、乳膏剂、涂膜剂、凝胶剂、膜剂、栓剂、硬胶囊剂、丸剂、冻干粉针剂	药品
安徽华恒生物科技股份有限公司	成立于 2005 年，主要从事氨基酸及其衍生物产品研发、生产、销售。	丙氨酸系列产品（L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸）、D-泛酸钙、α-熊果苷	日化、医药及保健品、食品添加剂、饲料等
汕头市佳禾生物科技有限公司	成立于 2012 年 7 月，主要从事氨基酸及其衍生物研发、生产和销售。	维生素、发酵氨基酸、化妆品原料药	化妆品、食品添加剂等
石家庄冀荣药业股份有限公司	成立于 2006 年，主要从事注射剂与医药级氨基酸系列产品的研发、生产和销售。	甘氨酸，甲硫氨酸，脯氨酸，盐酸赖氨酸，苏氨酸，亮氨酸，丙氨酸，苯丙氨酸，色氨酸，丝氨酸原料药等	医药、食品添加剂等

数据来源：iFind，公司招股说明书，西南证券整理

3 产品品质行业领先，募投项目助力产能扩张

3.1 核心技术竞争力突出，14 张药证高筑技术壁垒

公司原料药药证数量行业领先，筑牢技术壁垒。公司氨基酸产品主要应用于医药、食品、保健、日化等行业，相关法律法规针对上述行业制定了较高的准入要求，相应生产资质、许可、认证证书的获取难度较大，形成较高的技术进入壁垒。公司在行业深耕近 30 年，在研究、开发、生产系列氨基酸产品，尤其是氨基酸原料药产品方面积累了丰富的行业经验，形成了出众的生产配套能力和完整的业务体系。目前公司拥有 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，未来将进一步加强已有产品的欧洲 CEP 注册认证及新产品的原料药登记备案工作，结合现有的原料药注册证形成的技术壁垒，未来市场认可程度将进一步提升。截至 2022 年末，公司氨基酸原料药年产能达 3760 吨，主营

产品毛利率为 32.29%，受与同行业可比公司的产品差异影响，公司产品毛利率低于同行业可比公司毛利率平均水平。

表 4：可比公司的氨基酸产品原料药注册证与产能情况

同行业公司	氨基酸原料药注册证数量	产品种类	产品毛利率	氨基酸原料药产能
无锡晶海	14	异亮氨酸、盐酸半胱氨酸、酪氨酸、精氨酸、盐酸精氨酸、醋酸赖氨酸、脯氨酸、色氨酸、谷氨酸、苏氨酸、苯丙氨酸、亮氨酸、丝氨酸、缬氨酸	32.29%	3760 吨
津药药业	23	乙酰酪氨酸、胱氨酸、酪氨酸、半胱氨酸、盐酸半胱氨酸、N-乙酰-L-色氨酸、精氨酸、盐酸组氨酸、色氨酸、门冬氨酸、甲硫氨酸、醋酸赖氨酸、亮氨酸、甘氨酸、缬氨酸、盐酸精氨酸、丝氨酸、谷氨酸等	50.69%	超 3500 吨
远大医药	24	盐酸半胱氨酸、丙氨酸、门冬氨酸、盐酸精氨酸、醋酸赖氨酸、脯氨酸、盐酸赖氨酸、甘氨酸、色氨酸、盐酸组氨酸、谷氨酸、丝氨酸、乙酰半胱氨酸、甲硫氨酸、苏氨酸、乙酰酪氨酸、酪氨酸、缬氨酸、苯丙氨酸、亮氨酸、异亮氨酸等	62.24%	半胱氨酸产能位居世界第一

数据来源：公司问询函回复，iFind，西南证券整理。注：远大医药未披露氨基酸业务的毛利率，故选取其综合毛利率

产品关键指标达到医药级标准，核心技术优势稳固。目前公司的氨基酸产品在关键指标上已达到或超过医药级标准。氨基酸产品根据其品质可大致分为三个等级，由高至低分别为医药级、食品级、饲料级。医药级氨基酸对杂质限度的要求更为严格，相比于食品级与饲料级氨基酸，医药级氨基酸新增对氯化物、硫酸盐、铵盐、细菌内毒素的标准，且对炽灼残渣、铁盐、重金属、砷盐等指标的要求更为严格。因而受其高品质特点的影响，医药级氨基酸的产品附加值更高。从国内市场情况来看，当前国内企业生产的氨基酸主要为饲料级及食品级，国内医药级氨基酸产量偏小、占比较低。因而具备医药级氨基酸生产能力的企业具有显著技术优势。

表 5：公司产品的关键指标满足各等级标准

指标	无锡晶海	医药级标准	食品级标准	饲料级标准
比旋度	+26.6°~+28.8°	+26.6°~+28.8°	+26.6°~+28.9°	+26.6°~+29.0°
酸度	5.5~6.5	5.5~6.5	5.5~7	4.5~6.5
溶液的透光率	≥98.0%	≥98.0%	未要求	未要求
氯化物	≤0.02%	≤0.02%	未要求	未要求
硫酸盐	≤0.03%	≤0.03%	未要求	未要求
铵盐	≤0.02%	≤0.02%	未要求	未要求
其他氨基酸	≤0.5%	≤0.5%	未要求	未要求
干燥失重	≤0.2%	≤0.2%	≤0.3%	≤1.0%
炽灼残渣	≤0.1%	≤0.1%	≤0.1%	≤0.5%
铁盐	≤0.001%	≤0.001%	未要求	未要求
重金属	≤百万分之十	≤百万分之十	未要求	≤百万分之十五
砷盐	≤0.0001%	≤0.0001%	未要求	≤0.0002%
细菌内毒素	< 10EU/g	< 20EU/g	未要求	未要求
含量测定	≥98.5%	≥98.5%	≥98.5%	≥98.5%

数据来源：iFind，公司招股说明书，西南证券整理

3.2 优质存量客户合作稳定，国内氨基酸原料药市占率超 30%

绑定国内优质制药企业，国产氨基酸原料药市场优势明显。依托技术优势和成本优势，公司服务于包括世界 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；在国内市场，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。根据中国生物发酵产业协会就氨基酸原料药市场占有率出具的证明，公司在国内氨基酸原料药市场占有率超 30%，排名位居前列。经过多年耕耘，公司已成为我国氨基酸行业的先进企业之一，产品的市场地位在业内的认可度较高，尤其在医药应用细分领域具备一定的优势，是目前医药制剂及培养基等领域国内头部企业的氨基酸原料药主要供应商。

表 6：公司正在履行的销售合同情况

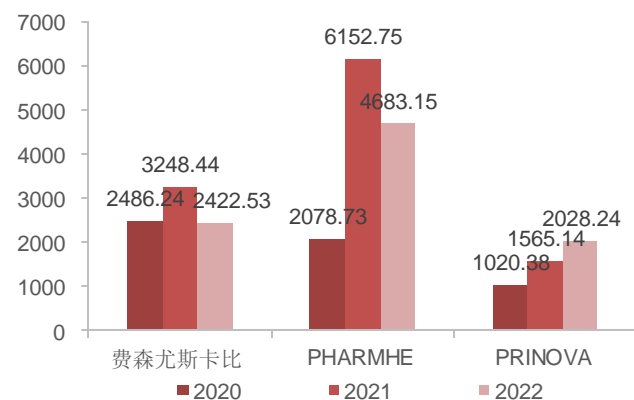
序号	客户名称	合同标的	合同金额 (元、美元)	签订时间/有效期	履行情况
1	费森尤斯卡比(中国)投资有限公司	氨基酸原料药	框架协议	2017.1.1-2025.12.31	正在履行
2	K.P.Manish Global Ingredients Pvt.Ltd.	精氨酸	\$719,470.00	2020.1.21	履行完毕
3	安徽富邦药业有限公司	苯丙氨酸、异亮氨酸等	3,589,400.00	2020.5.26	履行完毕
4	安徽丰原药业股份有限公司	异亮氨酸、亮氨酸、缬氨酸、 苯丙氨酸等	4,392,000.00	2020.9.14	履行完毕
5	Global Life Sciences Solutions Singapore Pte.Ltd	亮氨酸等	\$660,415.25	2020.10.15	履行完毕
6	辽宁海思科制药有限公司	异亮氨酸、丝氨酸等	3,770,100.00	2020.12.21	履行完毕
7	辰欣药业股份有限公司	异亮氨酸、亮氨酸、缬氨酸、 苯丙氨酸等	3,185,800.00	2021.1.5	履行完毕
8	Global Life Sciences Solutions Singapore Pte.Ltd	精氨酸等	\$503,965.00	2021.1.12	履行完毕
9	K.P.Manish Global Ingredients Pvt.Ltd.	精氨酸	9,568,730.0	2021.10.20	履行完毕
10	PHARMHEGLOBAL CORP	丝氨酸等	5,554,175.0	2021.11.29	履行完毕
11	广州绿十字制药有限公司	苯丙氨酸等	522,935,000	2021.12.1	履行完毕
12	PHARMHEGLOBAL CORP	丝氨酸等	5,729,828.0	2021.12.9	履行完毕
13	PRINOVAEUROPE LIMITED.	酪氨酸等	\$563,570.0	2022.4.11	履行完毕
14	无锡晶扬生物科技有限公司	四氢甲基嘧啶羧酸	7,200,000.00	2022.4.22	履行完毕
15	宁波德赛国际贸易有限公司	缬氨酸、脯氨酸、色氨酸等	11,233,750.00	2022.11.10	正在履行
16	湖北一半天制药有限公司	各类氨基酸	年度框架协议	2023.1.1	正在履行
17	辽宁海思科制药有限公司	各类氨基酸	年度框架协议	2023.1.3	正在履行
18	PRINOVAEUROPE LIMITED.	赖氨酸、丝氨酸、脯氨酸等	\$628,600.00	2023.2.6	履行完毕
19	K.P.Manish Global Ingredients Pvt.Ltd.	精氨酸、色氨酸、脯氨酸等	\$992,350.00	2023.2.8	履行完毕
20	辰欣药业股份有限公司	异亮氨酸、亮氨酸、缬氨酸、 苯丙氨酸等	4,565,600.00	2023.3.8	履行完毕
21	无锡晶阳生物科技有限公司	四氢甲基嘧啶羧酸	8,000,000.00	2023.5.30	履行完毕
22	石家庄四药有限公司	异亮氨酸、缬氨酸等	6,259,500.00	2023.6.15	正在履行
23	宁波德赛国际贸易有限公司	脯氨酸、苯丙氨酸、色氨酸等	6,205,500.00	2023.7.5	正在履行
24	PRINOVA EUROPE LIMITED.	亮氨酸等	\$1,218,690.00	2023.8.31	正在履行

数据来源：公司招股说明书、西南证券整理

客户粘性强，潜在竞争者进入困难。氨基酸产品的下游客户极其重视产品质量和稳定性，通常对氨基酸厂商有较严格的认证条件，要求氨基酸厂商具备市场的准入认证、行业内较领先的技术、可靠的质量、优质的服务以及稳定的量产能力。下游客户选择一个合适的供应商需要进行充分的评估，并且对供应商的认证需要耗费较多时间和成本，因而氨基酸厂商通过客户验证后，形成的客户黏性较高，使得新进入者面临着较高的客户资源壁垒，潜在竞争者进入困难。

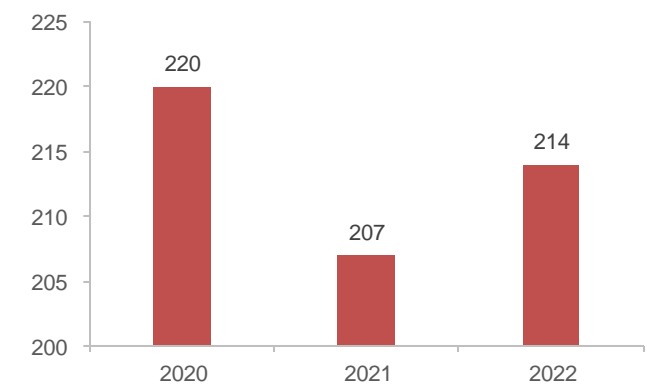
在维护现有客户群体的基础上，公司立足国内医药领域氨基酸市场，重点布局境外保健品和医药领域氨基酸市场。当前公司已与美赞臣、雅培、达能、雀巢等国际知名保健品厂商建立了良好的合作关系，并且美赞臣已新增为公司 2022 年前十大生产商客户。公司目前新客户及新业务实质性开拓进展顺利，市场开发成效显著。

图 19：公司对部分大客户销售情况（万元）



数据来源：iFinD，公司招股说明书，西南证券整理

图 20：新增客户数量（家）

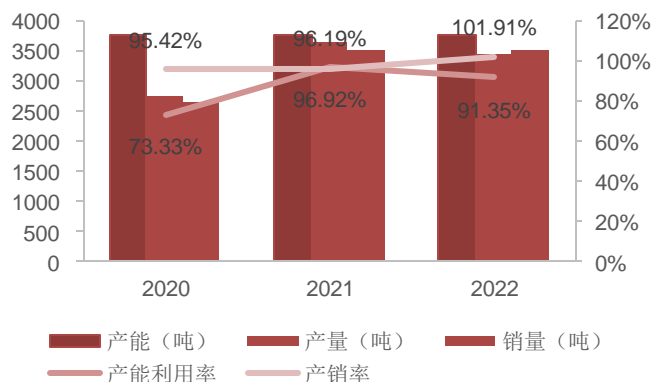


数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

3.3 下游市场景气度高涨，募投扩产把握市场发展机遇

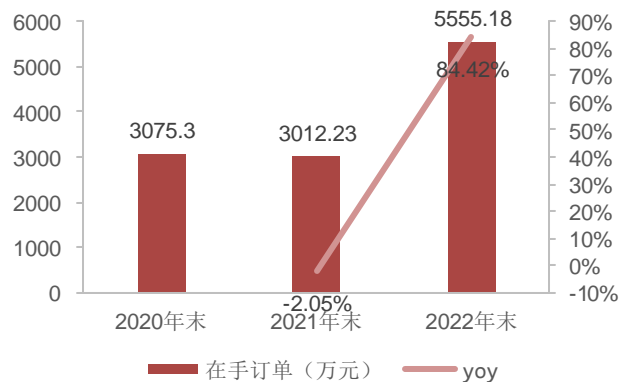
产销产能利用率已达瓶颈，在手订单储备充裕亟需扩产。2022 年，公司产能利用率达 91.4%。截至 2022 年末，公司拥有的在手订单 5555.2 万元，订单增长主要来源于 2023 年宁波德赛、雀巢、K. P. Manish Global Ingredients Pvt. Ltd 等客户。同时，公司已与德国费森尤斯卡比公司达成了明确合作意向，德国费森尤斯卡比公司是欧洲最大的临床营养液制造商之一，每年对氨基酸原材料的需求量较大。目前公司正在着手醋酸赖氨酸产品欧洲的 CEP 认证注册工作。未来随着公司境内氨基酸原料药市场的稳步发展以及境外保健品及医药领域氨基酸市场的迅速拓展，在手订单量将进一步增加。

图 21：公司产能利用率与产销率维持较高水平



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 22：公司在手订单大幅增长



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

募投扩产保障产品供给，把握市场发展机遇。根据公司招股说明书，公司拟通过本次公开发行募集资金 3.4 亿元，其中 3.1 亿元用于高端高附加值关键系列氨基酸产业化建设项目。伴随着氨基酸下游应用领域市场景气度不断上升以及国产化替代进程的持续推进，大健康消费、生物制药、医美以及高端化妆品等高端系列氨基酸领域的需求不断释放，公司氨基酸产品供不应求，现有生产规模预期遭遇瓶颈。公司主要在高端高附加值关键系列氨基酸产业化建设项目投入资金，计划建设期约 2 年，预计将新增产能 2224.03 吨，较原有 3760 吨提升 59.1%。

表 7：公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金投资额 (万元)	建设期
1	高端高附加值关键系列氨基酸产业化建设项目	30,993.06	30,993.06	2 年
2	补充流动资金项目	3,000.00	3,000.00	/
合计		33,993.06	33,993.06	/

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

4 投资建议

本次公司发行价为 16.53 元/股，对应 PE 为 16.0 倍（不行使超额配售选择权）。考虑到目前无以氨基酸原料药为主要产品的上市公司，我们选取了具有氨基酸原料药板块的主板上市公司津药药业、港股上市公司远大医药以及主要产品为小品种氨基酸的华恒生物作为可比公司。其中，根据公司招股说明书数据，津药药业具有 23 种氨基酸原料药产品，该板块业务收入占公司总营收的 10%；远大医药具有 24 种氨基酸类原料药产品，氨基酸类产品（包括氨基酸原料药）约占其总营收的 20%；华恒生物专注丙氨酸系列氨基酸产品，与公司产品结构相对接近。公司上市后 PE 显著低于可比公司平均值 30.6 倍。考虑到公司与费森尤斯卡比、海思科等国内外优质制药企业合作长期稳定，产品品质优良，且已获取行业内相对较多的氨基酸原料药注册证，未来公司市场认可程度预期进一步提升。同时，公司募投项目达产后公司产能预期高增，进一步提升订单承接能力，公司业绩有望延续高增长态势，建议积极关注。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	PE (TTM)	2022 年收入 (亿元)	2022 年扣非归母 净利润 (百万元)	2022 年毛利率 (%)	2022 年 ROE (%)
600488.SH	津药药业	58.20	5.32	42.91	36.89	113.05	49.07	1.19
0512.HK	远大医药	162.22	4.57	6.76	86.05	1829.84	62.24	15.10
688639.SH	华恒生物	178.34	113.20	42.17	14.19	303.65	38.66	24.12
平均值				30.61	45.71	748.85	49.99	13.47
836547.NQ	无锡晶海	/	/	/	3.87	67.38	31.89	21.91

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2023 年 11 月 28 日）

5 风险提示

应用领域拓展不达预期风险、境外销售风险、汇率波动风险、理财产品到期不能兑付的风险、实际控制人不当控制风险、土地房产权属瑕疵风险、募投资金项目效益不达预期风险。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyr@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zym@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsy@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn