

2024年01月24日

# 海昇药业 (870656.BJ)

## 新股覆盖研究

### 投资要点

- ◆ 本周三（1月24日）有一只北交所新股“海昇药业”申购，发行价格为19.90元，全额行使超额配售选择权则发行后市盈率为15.08X（以2022年扣非归母净利润计算）。
- ◆ **海昇药业 (870656)**：公司主要从事兽药原料药、医药原料药及中间体的研发、生产和销售。公司2020-2022年分别实现营业收入2.07亿元/2.69亿元/2.64亿元，YOY依次为42.92%/29.85%/-1.72%，三年营业收入的年复合增速22.18%；实现归母净利润0.79亿元/1.17亿元/1.13亿元，YOY依次为174.94%/46.70%/-3.37%，三年归母净利润的年复合增速57.37%。最新报告期，2023年1-9月公司实现营业收入1.66亿元，同比变动-16.23%；实现归母净利润0.67亿元，同比变动-19.89%。
  - ① **投资亮点**：1、公司为兽药原料药领域的重要供应商，产品获得下游知名企业认可。经过长期积累，公司现已在兽药原料药领域建立起较强竞争力；产品获得了下游知名客户的认可，报告期内公司的第一大客户为全球前四大动物保健公司之一的礼蓝动保（Elanco），2023H1占公司总营收的36.30%。根据中国兽药协会发布的《兽药产业发展报告》（2021年度）数据推算，公司在国内市场位居兽药原料药企业前20名。截至目前，公司拥有六项兽药原料药产品的批文，基本覆盖主要的畜牧养殖动物种类，其中核心产品磺胺氯达嗪钠（SPDZ）具有广谱抗菌作用，能抵抗革兰氏阳性和革兰氏阴性菌，是目前最主要的猪用抗菌兽药原料药之一，或有望受益于生猪养殖的规模化推进。2、公司在磺胺类原料药及中间体领域已建立起较为突出的竞争优势，并积极拓展非磺胺类原料药及中间体产品。公司自主掌握通过基础化工原料制成磺胺类原料药及中间体产业链主要产品的合成技术，为业内磺胺类原料药及中间体产业链最长、品种最全、最具竞争力的企业之一。在巩固磺胺类产品竞争地位的基础上，公司积极拓展非磺胺类原料药及中间体产品，在兽药原料药领域又陆续增加了地昔尼尔、甲硫酸新斯的明等品种；在医药原料药领域又陆续储备了主要用于治疗痛风的苯溴马隆、以及用于局部麻醉和术后镇痛的布比卡因等品种；在中间体领域增加了可应用于手机、电脑屏幕等高端材料制造的4-氯邻苯二甲酸等品种。
  - ② **同行业上市公司对比**：公司主要从事磺胺类兽药原料药、医药原料药及中间体的研发、生产和销售；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，公司所属的“医药制造业（C27）”最近一个月静态平均市盈率为23.04X。选取瑞普生物、国邦医药、普洛药业为海昇药业的可比上市公司，上述公司均为沪深A股，与海昇药业在业务体量、估值基准等方面存在较大差异，可比性相对有限。从可比公司情况来看，2022年第四季度至2023年第三季度可比公司的平均收入为64.50亿元，可比PE-TTM（算术平均）为14.25X，销售毛利率为33.78%。
- ◆ **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。

### 交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	60.00
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@huajinsec.cn

### 相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（上海合晶）-2024年第9期-总第436期 2024.1.23  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（成都华微）-2024年第8期-总第435期 2024.1.21  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（许昌智能）-2024年第7期-总第434期 2024.1.17  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（华阳智能）-2024年第6期-总第433期 2024.1.17  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（北自科技）-2024年第5期-总第432期 2024.1.12



## 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)	207.2	269.0	264.4
同比增长(%)	42.92	29.85	-1.72
营业利润(百万元)	92.6	136.0	131.3
同比增长(%)	178.64	46.86	-3.52
净利润(百万元)	79.5	116.6	112.7
同比增长(%)	174.94	46.70	-3.37
每股收益(元)	1.42	1.94	1.88

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、海昇药业 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	7
(四) 募投项目投入 .....	7
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	8
(六) 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化 .....	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 4: 公司 ROE 变化 .....	5
图 5: 兽药行业分类 .....	5
图 6: 2016-2021 年国内兽药原料药市场规模(单位: 亿元) .....	6
图 7: 2018-2021 年国内兽药原料药主要产品市场规模(单位: 亿元) .....	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况 .....	8
表 2: 同行业上市公司指标对比 .....	8

## 一、海昇药业

公司主要从事磺胺类兽药原料药、医药原料药及中间体的研发、生产和销售。其中核心的兽药原料药主要用于抗微生物和抗寄生虫；医药原料药以解热镇痛和抗菌为主。

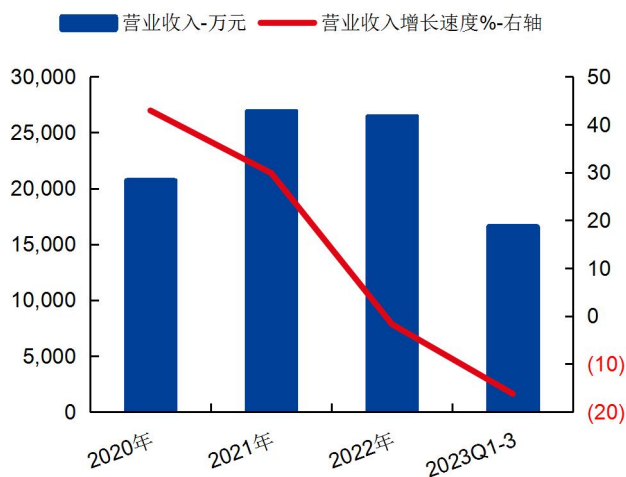
公司现已拥有兽药生产许可证和药品生产许可证。兽药原料药磺胺氯达嗪钠、磺胺噻唑、磺胺噻唑钠、酞磺胺噻唑、磺胺氯吡嗪钠和甲硫酸新斯的明六项产品取得兽药产品批准文号；医药原料药结晶磺胺取得药品批准文号和欧盟 CEP 证书，塞来昔布取得日本 MF 登录证和欧盟 CEP 证书，苯溴马隆和塞来昔布取得出口欧盟原料药证明文件；磺胺类产品的重要中间体对乙酰氨基苯磺酰氯取得欧盟 REACH 认证。

### （一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 2.07 亿元/2.69 亿元/2.64 亿元，YOY 依次为 42.92%/29.85%/-1.72%，三年营业收入的年复合增速 22.18%；实现归母净利润 0.79 亿元/1.17 亿元/1.13 亿元，YOY 依次为 174.94%/46.70%/-3.37%，三年归母净利润的年复合增速 57.37%。最新报告期，2023 年 1-9 月公司实现营业收入 1.66 亿元，同比变动-16.23%；实现归母净利润 0.67 亿元，同比变动-19.89%。

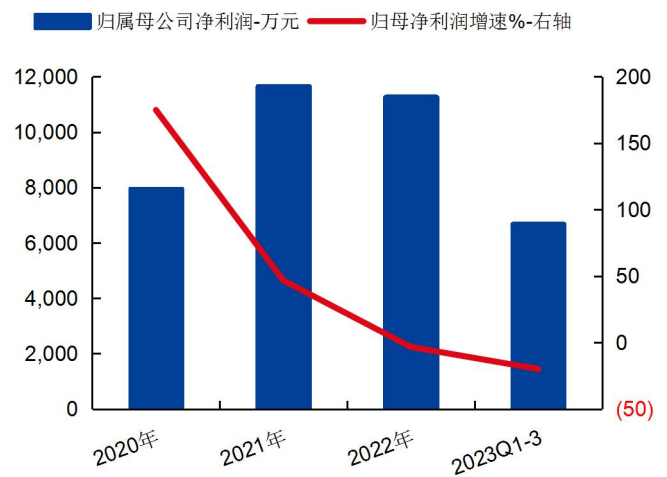
2022 年，公司主营收入按产品类型可分为三大板块，分别为兽药原料药（1.80 亿元，68.88%）、医药原料药（0.18 亿元，6.98%）、中间体（0.63 亿元，24.14%）。

图 1：公司收入规模及增速变化



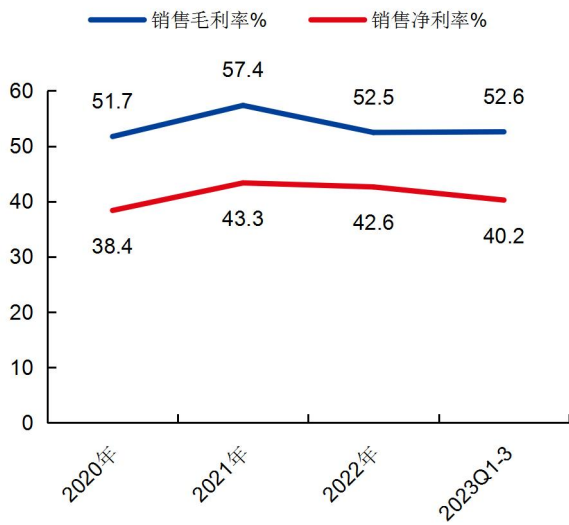
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



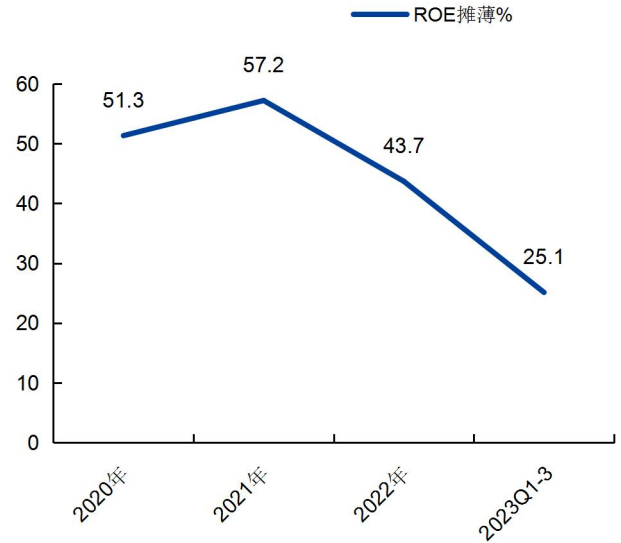
资料来源：wind，华金证券研究所

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

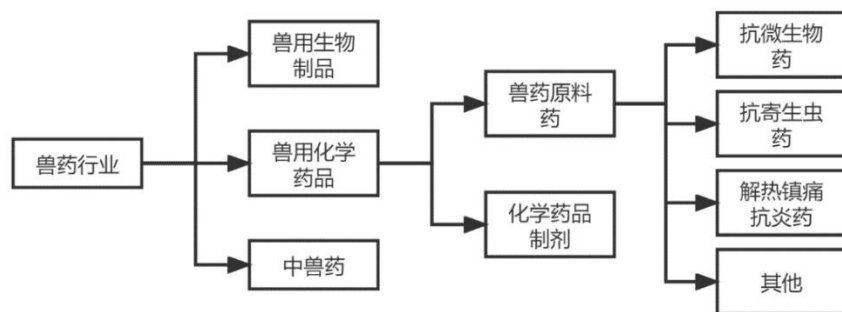
## （二）行业情况

公司主要从事兽药原料药、医药原料药及中间体的研发、生产和销售。

### （1）兽药原料药行业

兽药主要用于动物疾病预防、治疗、诊断或有目的地调节动物生理机能。根据中国兽药协会发布的《兽药产业发展报告》，国内兽药行业主要包括兽用生物制品、兽用化学药品、中兽药三大细分领域。兽用生物制品行业主要包括疫苗、治疗用生物制品、诊断制品及其他生物制品。兽用化学药品包括原料药、化学药品制剂，其中原料药以抗微生物药、抗寄生虫药和解热镇痛抗炎药为主。中兽药则包括抗菌、驱动和促生长三大类。

图 5：兽药行业分类



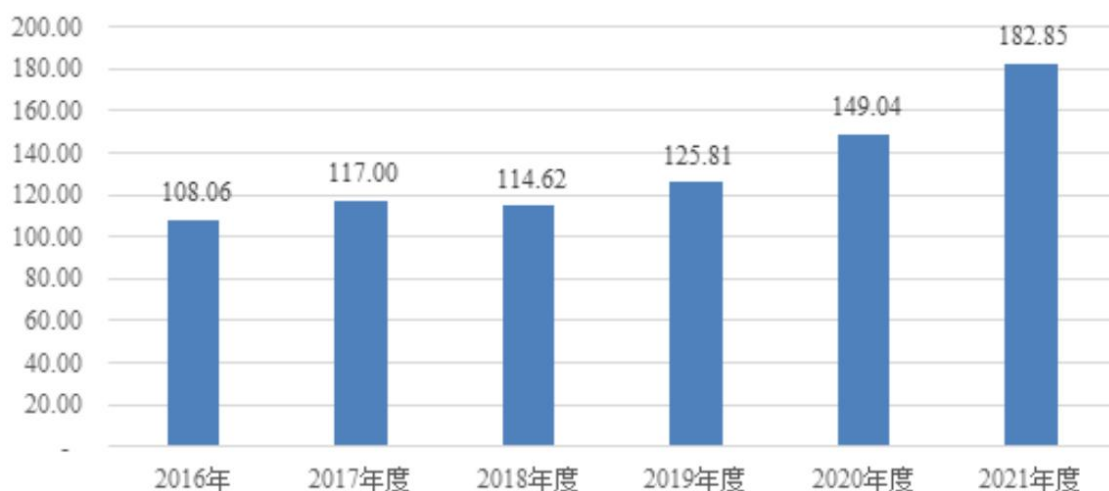
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

根据中国兽药协会发布的《兽药产业发展报告》数据显示，2016年至2021年全球兽药市场规模从300亿美元增长到383.01亿美元，年复合增长率为5.01%。其中，2021年化学药品（抗感染药、抗寄生虫药、其他化药）占全球兽药市场总销售额比例最大（约49.30%），生物制品和其他产品分别约占28.50%、22.20%。

2016年至2021年我国兽药产业销售额从472.29亿元增长到686.18亿元，年复合增长率为7.76%，国内增速高于上述全球市场增速。分结构看，2021年化学药品、生物制品、中兽药分别占比约为66.75%、24.80%、8.45%。

就兽药原料药而言，自1990s后，因环保、成本等原因，原料药生产重心开始由欧美向中印转移。兽药原料药可划分为抗微生物药、抗寄生虫药、解热镇痛抗炎药等。根据中国兽药协会《兽药产业发展报告》，2016年至2021年我国兽药原料药产业销售额从108.06亿元增长到182.85亿元，年复合增长率为11.09%。

图6：2016-2021年国内兽药原料药市场规模(单位:亿元)



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》，华金证券研究所

具体来看，2021年抗微生物药、抗寄生虫药、解热镇痛抗炎药销售额占比分别约为83.85%、10.63%、2.10%。就我国兽药原料药的出口情况而言，2021年我国兽药原料药出口额总计37.72亿元，其中以抗微生物药为主（72.83%），抗寄生虫药为辅（25.24%），解热镇痛（0.78%）及其他药（1.14%）出口较少。

图7：2018-2021年国内兽药原料药主要产品市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》，华金证券研究所

## (2) 医药原料药行业

在社会老龄化、医疗水平提升、居民健康意识提升等多因素的驱动下，医药行业整体市场规模的扩容带动医药原料药需求提升；同时，根据 Ims Health Holdings, Inc. 的预测显示，在未

来 20 年内，全球药品专利将大规模到期，专利新药上市的速度减缓，在各国医疗控费背景下，仿制药市场的发展将有效驱动上游原料药市场的规模扩张。根据 Mordor Intelligence 的报告，2020 年全球原料药市场规模约为 1,749.6 亿美元，预计至 2026 年将达到 2,458.8 亿美元，2020-2026 年预测年复合增长率为 5.84%。

由于我国医药原料药种类齐全，产能旺盛，而且由于价格相对较低，具备较强国际竞争力，我国已经成为全球第一大原料药生产国与出口国，根据华经产业研究院数据显示，2021 年我国原料药市场规模达到 4,265 亿元，相较 2018 年的 3,843 亿元，增长 10.98%。

### （三）公司亮点

1、**公司为兽药原料药领域的重要供应商，产品获得下游知名企业认可。**经过长期积累，公司现已在兽药原料药领域建立起较强竞争力；产品获得了下游知名客户的认可，报告期内公司的第一大客户为全球前四大动物保健公司之一的礼蓝动保（Elanco），2023H1 占公司总营收的 36.30%。根据中国兽药协会发布的《兽药产业发展报告》（2021 年度）数据推算，公司在国内市场位居兽药原料药企业前 20 名。截至目前，公司拥有六项兽药原料药产品的批文，基本覆盖主要的畜牧养殖动物种类，其中核心产品磺胺氯达嗪钠（SPDZ）具有广谱抗菌作用，能抵抗革兰氏阳性和革兰氏阴性菌，是目前最主要的猪用抗菌兽药原料药之一，或有望受益于生猪养殖的规模化推进。

2、**公司在磺胺类原料药及中间体领域已建立起较为突出的竞争优势，并积极拓展非磺胺类原料药及中间体产品。**公司自主掌握通过基础化工原料制成磺胺类原料药及中间体产业链主要产品的合成技术，为业内磺胺类原料药及中间体产业链最长、品种最全、最具竞争力的企业之一。在巩固磺胺类产品竞争地位的基础上，公司积极拓展非磺胺类原料药及中间体产品，在兽药原料药领域又陆续增加了地昔尼尔、甲硫酸新斯的明等品种；在医药原料药领域又陆续储备了主要用于治疗痛风的苯溴马隆、以及用于局部麻醉和术后镇痛的布比卡因等品种；在中间体领域增加了可应用于手机、电脑屏幕等高端材料制造的 4-氯邻苯二甲酸等品种。

### （四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

- 1、**年产 800 吨磺胺氯达嗪钠（SPDZ）、200 吨 3,6-二氯吡嗪（DCPD）、200 吨塞来昔布（塞利克西）（CELB）技改扩建；200 吨对胍基苯磺酰胺盐酸盐（4-SAPH）、3 吨苯溴马隆、3 吨布比卡因、3 吨吉西他滨技改项目：**该项目是公司在现有生产技术及工艺基础上进行的产能扩充。项目达产后，将实现年产 800 吨 SPDZ、200 吨 DCPD、200 吨 CELB、200 吨 4-SAPH、3 吨苯溴马隆和 3 吨布比卡因的产能。
- 2、**现有年产 300 吨磺胺间二甲氧基嘧啶（钠）（SDM（Na））、70 吨 4-氨基-2,6-二甲氧基嘧啶（ADMP）产品自动化（智能化）提升改造、年产 300 吨磺胺间甲氧基嘧啶（钠）（SMM（Na））产品技改项目：**该项目是公司在现有厂区预留土地上新建生产车间内重新设计、建设新的生产线，提升自动化控制水平、提升设备档次、提高节能环保的标准。项

目达产后，将实现年产 300 吨 SDM (Na)、70 吨 ADMP 和 300 吨 SMM (Na) 的产能。

**3、CDMO 车间建设项目：**该项目的委托公司均为公司长期合作伙伴，熟悉公司的原料配套和擅长的合成技术，因而选择一些未来前景看好且公司又具有技术优势的产品进行委托定制。

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 800 吨磺胺氯达嗪钠 (SPDZ)、200 吨 3,6-二氯哒嗪 (DCPD)、200 吨塞来昔布 (塞利克西) (CELB) 技改扩建；200 吨对胍基苯磺酰胺盐酸盐 (4-SAPH)、3 吨苯溴马隆、3 吨布比卡因、3 吨吉西他滨技改项目	45,000	38,900	34 个月
2	现有年产 300 吨磺胺间二甲氧基嘧啶 (钠) (SDM (Na))、70 吨 4-氨基-2,6-二甲氧基嘧啶 (ADMP) 产品自动化 (智能化) 提升改造、年产 300 吨磺胺间甲氧基嘧啶 (钠) (SMM (Na)) 产品技改项目	6,500	2,000	12 个月
3	CDMO 车间建设项目	3,000	2,000	17 个月
	<b>总计</b>	<b>54,500</b>	<b>42,900</b>	

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

公司主要从事磺胺类兽药原料药、医药原料药及中间体的研发、生产和销售；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，公司所属的“医药制造业 (C27)”最近一个月静态平均市盈率为 23.04X。

根据主营业务的相似性，公司选取瑞普生物、国邦医药、普洛药业为海昇药业的可比上市公司，上述公司均为沪深 A 股，与海昇药业在业务体量、估值基准等方面存在较大差异，可比性相对有限。从可比公司情况来看，2022 年第四季度至 2023 年第三季度可比公司的平均收入为 64.50 亿元，可比 PE-TTM (算术平均) 为 14.25X，销售毛利率为 33.78%。

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 (%)
300119.SZ	瑞普生物	65.79	16.98	21.95	10.56%	3.87	9.55%	50.74	8.88
605507.SH	国邦医药	85.89	12.47	56.61	4.73%	6.89	-23.96%	24.87	9.43
000739.SZ	普洛药业	157.33	13.30	114.94	13.87%	11.83	39.09%	25.73	19.68
	<b>平均值</b>	103.01	14.25	64.50	9.72%	7.53	8.23%	33.78	12.66
870656.BJ	海昇药业	15.92	15.08	2.64	-1.72%	1.13	-3.37%	52.47%	43.68

资料来源：Wind (数据截至日期：2024 年 1 月 23 日)，华金证券研究所

备注：(1) 可比公司的收入 TTM、收入增速 TTM、归母净利润 TTM、以及归母净利润增速 TTM 等数据选取各上市公司 2022 第四季度至 2023 第三季度的财务数据；(2) 海昇药业的财务数据选取 2022 年全年的相关数据，总市值=发行后总股本 0.83 亿股\*发行价格 19.90 元=15.92 亿元。(3) 康农种业发行后市盈率为本次发行价格除以每股收益，每股收益按 2022 年度经审计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润除以本次发行后总股本计算 (全额行使超额配售选择权)。



## （六）风险提示

产品相对集中、客户相对集中、经营资质申请与续期、产品质量控制不当、安全生产相关、环保相关、下游行业周期性波动、增值税出口退税率变动、汇率波动、工艺技术和产品研发不足或滞后、新品推广不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧、新增产能消化不及预期、核心技术泄密等风险。

## 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](http://www.huajinsec.cn)