

无锡晶海836547.BJ

医药生物行业

三十年深耕氨基酸产业：研发驱动全球化进阶，产能释放打开成长空间

投资要点：

◆公司成立于1995年，2016年新三板挂牌，2023年北交所上市，是国家级专精特新“小巨人”企业。公司专注氨基酸研发、生产与销售，产品涵盖支链氨基酸等原料药品类，广泛应用于医药、食品、化妆品等领域，2024年医药级产品营收占比57.11%。公司拥有14个氨基酸原料药注册证，依托两大生产基地，公司产能规模位居行业前列，出口欧美、日韩等40余国，客户覆盖雀巢、雅培、Cytiva等国际龙头，2024年海外收入占比48.12%，市场布局均衡。公司以产学研协同构建技术壁垒，设有江苏省企业技术中心、院士工作站，与江南大学等高校深度合作，研发投入近年占营收超5%。截至2024年，累计获授权专利31项（发明专利24项），主导/参与制定9项国家及行业标准，高纯度异亮氨酸等产品被认定为高新技术产品。公司通过GMP、CEP等国际认证，获评“十三五”生物发酵行业科技创新先进集体、江苏省科学技术二等奖等荣誉，技术实力获行业认可。

◆公司财务呈现“周期波动+结构优化”的特征。2024年受海外去库存及国内需求波动影响，营收3.39亿元(-12.87%)，净利润4285万元(-19.76%)；2025年Q1触底反弹，营收1.04亿元(+13.04%)，净利润1913万元(+30.39%)，毛利率回升至32.24%。近五年销售费用率稳中有降，管理效率提升，研发费用率维持在5%左右，2025Q1销售费用增长10.21%，主要因为海外市场拓展蓄力所致。伴随2025年下半年募投项目产能释放(预计新增超2200吨高端产能)，盈利有望持续优化。

◆全球氨基酸市场规模持续扩张，预计2027年产量达1380万吨(2022-2027年CAGR4.7%)，中国凭借生物制造技术成为主要生产国，在中低端市场占据主导。合成生物学推动行业技术革新，医药级、培养基用氨基酸等高附加值品类需求旺盛，据Facts&Factors数据，2021年全球细胞培养基市场规模达47.16亿美元，预计2022-2028年将以15.8%的年均复合增长率增长。

◆估值和投资建议：我们预计2025-2027年公司营业收入分别为399.45/487.93/564.88百万元，同比增长17.84%/22.15%/15.77%；2025-2027年公司归母净利润分别为57.07/71.20/84.98百万元，同比增长33.17%/24.77%/19.35%。当前市值对应2025-2027年PE分别为35.08/28.12/23.56倍。公司作为国内医药级氨基酸龙头，凭借14项原料药注册证及全球化资质，有望在高端市场进口替代浪潮中巩固优势。首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示：应用领域较为集中、拓展不达预期的风险，理财产品到期不能兑付的风险，核心技术泄露与核心技术人才流失风险，新产品的开发和推广风险，新产品注册风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	389.06	338.98	399.45	487.93	564.88
增长率(%)	0.66%	-12.87%	17.84%	22.15%	15.77%
归母净利润(百万元)	53.41	42.85	57.07	71.20	84.98
增长率(%)	-17.01%	-19.76%	33.17%	24.77%	19.35%
ROE(%)	9.10%	6.49%	8.13%	9.62%	10.84%

医药行业研究组

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

投资评级：增持(首次)

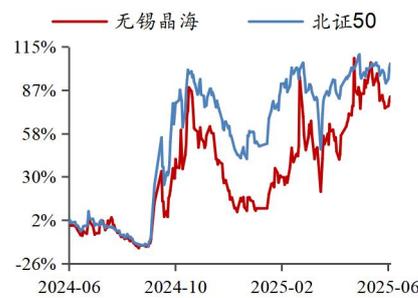
当前价格：25.77元

市场数据

总股本(百万股)	77.69
A股股本(百万股)	77.69
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	45.83
12个月最高/最低(元)	31.00/11.70
第一大股东	李松年
第一大股东持股比例(%)	59.87
上证综指/沪深300	3455.97/3960.07

数据来源：聚源 注：2025年6月25日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-5.97	7.85	-21.02
绝对收益	-1.04	16.94	83.38

数据来源：聚源 注：相对收益与北证50相比

相关研究报告

EPS 最新摊薄 (元/股)	0.69	0.55	0.73	0.92	1.09
P/E (倍)	37.49	46.72	35.08	28.12	23.56
P/B (倍)	3.41	3.03	2.85	2.70	2.55

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司概况：中国医药级氨基酸领域的佼佼者	1
1.1 发展历程：三十年深耕氨基酸产业	1
1.2 公司资质和研发：国家级专精特新“小巨人”企业	2
1.3 公司股权结构稳定，控制权相对集中	5
1.4 公司管理团队行业经验丰富	6
2 公司产品及业务布局	7
2.1 公司以“全品类高品质氨基酸”构建核心竞争力	7
2.2 公司业务构建全场景应用矩阵	9
3 公司财务	12
3.1 近年财务呈现“周期波动+结构优化”特征，静待产能释放	12
3.2 公司近年毛利率和净利率相对稳定	13
4 行业分析	15
4.1 全球医药行业市场规模持续增长	15
4.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显	17
4.3 氨基酸行业发展空间较大	18
5 盈利预测及估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值及建议	24
6 风险提示	25

图表目录

图 1、公司发展历程	1
图 2、公司资质荣誉	2
图 3、公司股权结构图	6
图 4、公司产品图示	7
图 5、14 种氨基酸原料药 APIs	7
图 6、公司产品结构（2024 年，万元，%）	8
图 7、公司核心竞争力	8
图 8、公司氨基酸总表	9
图 9、公司的氨基酸应用市场	10
图 10、2024 年国内外收入占比（万元，%）	10
图 11、公司营业收入及增长情况（亿元，%）	12
图 12、公司归母净利润及增长情况（亿元，%）	12
图 13、杜邦分析（公司 2025 年一季报同比分析）	13
图 14、公司销售净利率和毛利率变化情况（%）	13
图 15、近五年销售费用以及变化（万元，%）	14
图 16、近五年管理费用以及变化（万元，%）	14
图 17、近五年研发费用以及变化（万元，%）	15
图 18、公司费用率变化情况（%）	15
图 19、全球医药市场趋势预测	16
图 20、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势	16

图 21、全球人口增长情况	17
图 22、中国老龄化问题凸显（万人，%）	17
图 23、氨基酸行业上下游产业链	18
图 24、2021-2027 年全球氨基酸产量规模的预测趋势（万吨）	19
图 25、2021-2030 年全球氨基酸市场规模预测趋势（亿美元）	19
图 26、2021-2028 年全球培养基市场规模预测趋势（亿美元）	21
表 1、公司专利情况	3
表 2、公司与其他单位合作研发的项目情况	3
表 3、公司研发项目情况	3
表 4、公司研发投入前五名的研发项目（截止 2024 年，元）	5
表 5、公司管理团队	6
表 6、公司主要药（产）品核心技术情况	10
表 7、销售收入结构预测	23
表 8、可比公司估值	24

1 公司概况：中国医药级氨基酸领域的佼佼者

1.1 发展历程：三十年深耕氨基酸产业

公司成立于1995年5月9日，总部位于江苏省无锡市锡山区，2016年3月17日在全国股转系统挂牌并公开转让，2022年5月23日调至创新层，2023年12月12日北交所上市（证券代码：836547）。公司是国家级专精特新“小巨人”和高新技术企业，专注于氨基酸产品的研发、生产和销售，产品涵盖支链氨基酸（异亮氨酸、缬氨酸、亮氨酸）、色氨酸、苯丙氨酸、脯氨酸等，广泛应用于医药、食品、保健品、日化众多领域，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，其余作为保健品、化妆品及食品原料，在国内氨基酸原料药系列产品等市场占有率较高，曾超过30%，位居行业前列。公司有两家子公司分别是负责氨基酸生产的无锡市晶泓生物科技有限公司，负责氨基酸销售的无锡晶宇生物科技有限公司，还有一家联营公司无锡晶扬生物科技有限公司，由中科欣扬与公司共同投资的生产、销售化妆品用高档氨基酸的合作平台，公司化妆品类主要客户为晶扬生物，以此来拓展化妆品领域，进一步完善公司的战略布局。

图 1、公司发展历程

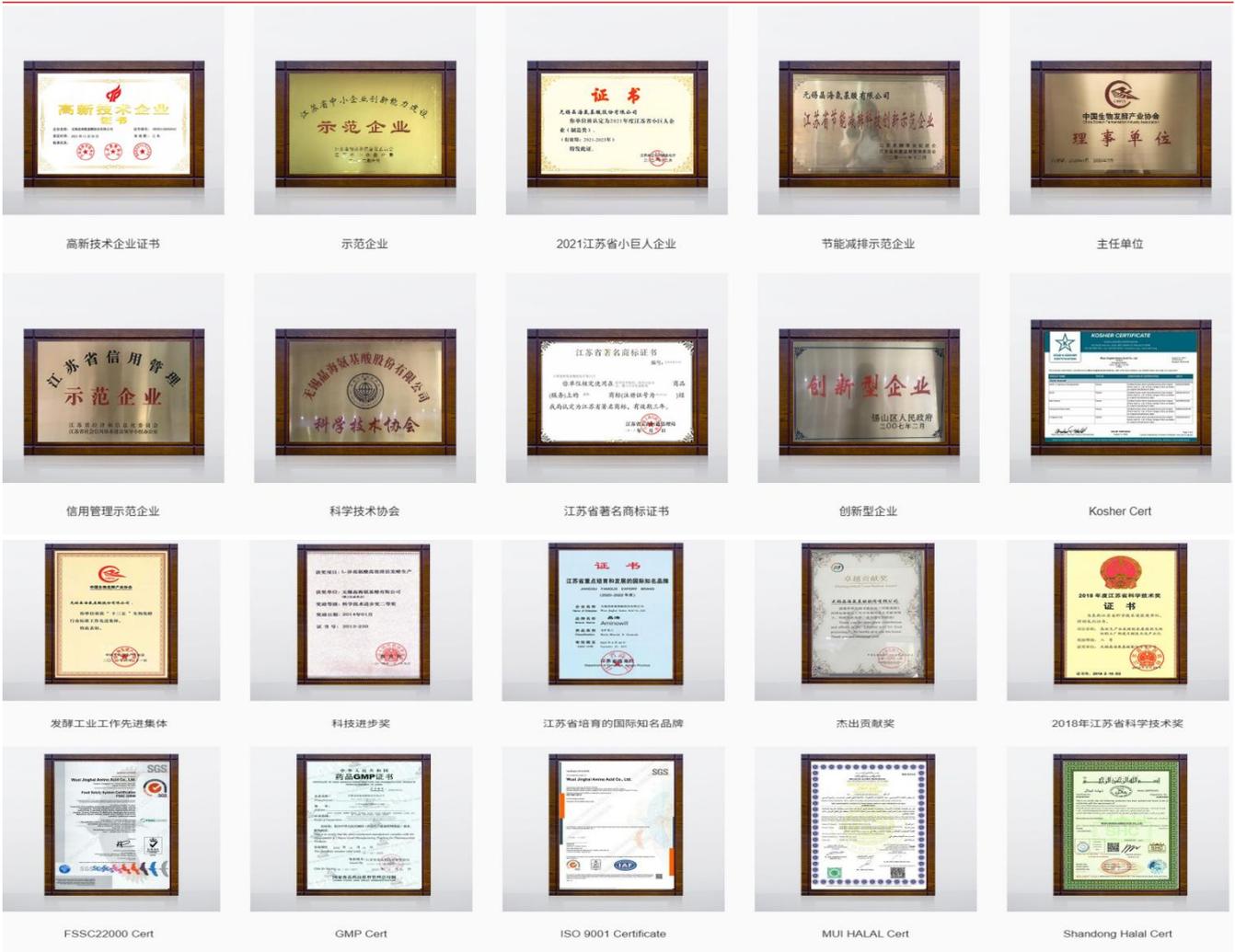


资料来源：公司官网，公司2024年报，公司招股说明书，江海证券研究发展部

1.2 公司资质和研发：国家级专精特新“小巨人”企业

公司资质与荣誉覆盖技术创新、质量管理及行业影响力等多个维度。公司作为国家级高新技术企业，公司以产学研协同创新为核心驱动力，构建了多层次技术研发体系，先后设立江苏省企业技术中心、江苏省氨基酸工程技术研究中心、院士工作站等创新平台，并围绕绿色制造开发低氮氨发酵技术等关键工艺，推动了行业可持续发展。公司通过国家药品 GMP 认证、ISO9001 质量管理体系认证、FSSC22000 食品安全管理体系认证、欧盟 CEP 认证，以及 KOSHER、HALAL 等国际认证，产品符合全球主流市场准入标准。公司还获评国家级专精特新“小巨人”企业、“十三五”生物发酵行业科技创新先进集体、江苏省中小企业创新能力建设示范企业、江苏省节能减排科技创新示范企业、教育部、无锡市科技进步奖等多项奖项，2018 年获得江苏省科学技术二等奖。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。

图 2、公司资质荣誉



资料来源：公司官网，公司 2024 年报，江海证券研究发展部

公司不断扩大新产品研发生产投入，加大对**特医食品、高端培养基和精细化工等领域高端氨基酸**的创新研究和市场开发力度，积极与江南大学、中国药科大学、华东理工大学等国内外重点科研院校开展了广泛的“产、学、研”合作，先后承担了国家 863 项目及江苏省、无锡市多项科技项目，开发出了高技术含量、高附加值氨基酸及其衍生物产品，并实现了高效清洁的氨基酸生产技术。2023 年 9 月，公司与江南大学联手，共同建立晶海·江南大学生物制造联合研究院，以**合成生物学**为研究方向，致力于研发具有广泛市场前景的高附加值生物产品产业化技术。截止 2024 年公司拥有授权发明专利 24 项，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。

表 1、公司专利情况

项目	2024 年年度报告公告日	2023 年末数量
公司拥有的专利数量	31	27
公司拥有的发明专利数量	24	22

资料来源：公司 2024 年报，江海证券研究发展部

表 2、公司与其他单位合作研发的项目情况

合作单位	合作项目	合作协议的主要内容
重庆典索医药科技有限公司	组氨酸和盐酸组氨酸原料药登记备案资料研究	完成组氨酸和盐酸组氨酸原料药登记备案资料研究，完成登记备案，获得登记号
华东理工大学	4-羟基异亮氨酸酶法制备技术开发	完成新型酶法羟化合成 4-羟基异亮氨酸从小试到工业化生产的技术研发，约定公司需支付研发费用 300 万元
西南大学	组氨酸和盐酸组氨酸原料药部分申报资料研究	完成组氨酸和盐酸组氨酸原料药的菌种鉴定、质量研究等
江南大学	基于 合成生物学 构建高效合成非天然氨基酸细胞工厂关键技术研究	共同完成江苏省前沿技术研计划项目

资料来源：公司 2024 年报，江海证券研究发展部

表 3、公司研发项目情况

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司发展的影响
高纯度亮氨酸的制备方法及产业化研究	本项目开发了亮氨酸纯化技术去除亮氨酸中的杂质，通过一系列精制工序制备得到符合药用标准的高纯度亮氨酸，并实现产业化。	产业化验证	优化反应条件和工艺，提高产品纯度，成功应用到产业化生产，投入市场。	提高亮氨酸产品品质，扩大 亮氨酸市场销售份额 。
低溶解度氨基酸纯化精制产业化研究	本项目通过开发精制纯化工工艺路线制备药用级别的低溶解度氨基酸 L-酪氨酸、L-胱氨酸等，并实现产业化。	产业化验证	优化反应条件和工艺，提高产品纯度，产品符合 2020 版中国药典，并成功应用到产业化生产，投入市场。	开发新产品，开拓新市场，增加销售收入，为下游成品药物提供高品质生产前体。

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司发展的影响
高端盐酸半胱氨酸生产技术研究及产业化	本项目通过开发精制纯化工艺路线制备符合药用标准的L-半胱氨酸盐酸盐,并实现产业化。	产业化验证	优化反应条件和工艺,提高产品品质,并成功应用到产业化生产,投入市场。	开发新产品,开拓新市场,增加销售收入,为下游成品药物提供高品质生产前体。
组氨酸原料药质量研究	本项目通过对组氨酸质量进行全面系统的研究,制定更高的质量标准,使组氨酸的质量进一步提升,满足国内国际市场的需求。	进行杂质谱研究、残糖研究和组氨酸中其他氨基酸的研究过程中	建立组氨酸杂质谱分析方法并进行检测;建立组氨酸快速测定含量的方法。建立残糖、残蛋白分析方法,对组氨酸中的杂质进行有效控制。	建立质量标准,提升产品品质,满足国内国际市场需求,扩大销售份额。
基于组氨酸工程菌发酵生产技术研究及产业化	本项目通过菌种构建、低糖间歇流加和清洁提取技术的研发,制备出医药级组氨酸,摆脱国内外药用组氨酸的垄断,并实现产业化。	产业化验证	提高发酵产酸水平,降低生产成本,精制获得高纯度的组氨酸。	开发新产品,打破国外垄断,增加市场份额和销售收入。

资料来源:公司 2024 年报,江海证券研究发展部

合成生物学和发酵技术的创新正在通过实现更高效、可扩展和可持续的工艺来改变氨基酸的生产。传统的化学合成正在逐渐被生物技术方法所取代,例如微生物发酵,这种方法可以实现更高纯度的生产,同时减少对环境的影响。通过采用这些尖端技术,企业不仅可以提高成本效益,还可以满足不断变化的监管和环境标准,从而在不断增长的市场中获得竞争优势。

公司立足现有核心技术,紧跟最新合成生物学技术,对标国际标准,通过不断研发创新,实现**高端高附加值氨基酸原料先进绿色智造**。公司研发模式分为市场需求驱动型研发和公司战略规划型研发。公司开展了对组氨酸原料药的质量属性进行了系统研究,包括化学结构、纯度、杂质分布等。参考国内外相关标准和法规,制定了组氨酸原料药的质量标准草案。同时开展了多种检测方法的研究和验证,如高效液相色谱法、红外光谱法等,提高了检测的准确性和可靠性。

2024 年,公司研发项目进展如下:①低溶解度氨基酸纯化精制产业化研究:低溶解度氨基酸主要包含 L-酪氨酸、L-胱氨酸等。本项目通过开发精制纯化工艺路线制备药用级别的低溶解度氨基酸,为下游成品药物提供前体。报告期内确定了生产工艺,开发出符合 2020 版中国药典标准的低溶解度氨基酸 L-酪氨酸、L-胱氨酸。该技术 2024 年新获实用新型专利授权 1 项:一种去除低溶解度氨基酸的无机盐的在线控制装置(ZL202323049484.2)。②高纯度亮氨酸的制备方法及产业化研究:报告期内完成了高纯度亮氨酸成品制备工艺的研究,确定生产工艺。该技术 2024 年新获发明专利授权 1 项:一种高

纯度亮氨酸的制备方法 (ZL202210124099.0)。③基于组氨酸工程菌发酵生产技术研究及产业化：2024 年完成了组氨酸提取与精制技术的开发，进入组氨酸产业化调试及工艺验证阶段。该技术 2024 年新获实用新型专利授权 1 项：一种发酵过程中葡萄糖间歇流加装置 (ZL202323066001.X)，申请发明专利 3 项：一种从发酵液中分离纯化组氨酸的方法 (2024113495311)；一种提高 L-组氨酸产量的大肠杆菌基因工程菌株的构建方法(2024116346677)；一种促进大肠杆菌合成 L-组氨酸的方法(2024119491812)。④组氨酸原料药质量研究：报告期内完成了组氨酸杂质谱、组氨酸中其他氨基酸的研究；完成组氨酸中残留糖、残留蛋白的研究，建立组氨酸质量标准。相关检测方法申请发明专利 1 项：组氨酸发酵液快速检测含量的方法。⑤高端盐酸半胱氨酸生产技术研究及产业化：2024 年内确定生产工艺，开发出符合 2020 版中国药典标准的 L-半胱氨酸盐酸盐。

表 4、公司研发投入前五名的研发项目（截止 2024 年，元）

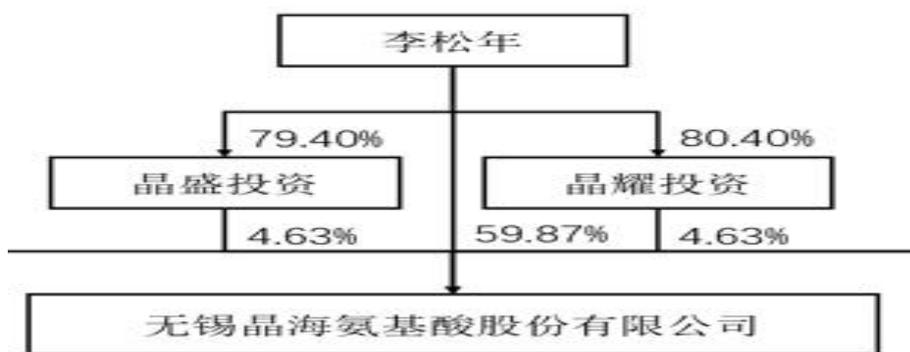
序号	研发项目	2024 年研发投入金额	累计研发投入金额	研发（注册）所处阶段
1	低溶解度氨基酸纯化精制产业化研究	7519495.47	12702496.71	产业化验证
2	高纯度亮氨酸的制备方法 及产业化研究	4664494.32	11157548.72	产业化验证
3	基于组氨酸工程菌发酵生产技术研究及产业化	2646844.46	12498964.87	产业化验证
4	组氨酸原料药质量研究	2451519.74	11022169.82	进行杂质谱研究、残糖研究和组氨酸中其他氨基酸的研究过程中
5	高端盐酸半胱氨酸生产技术研究及产业化	880434.85	5308186.46	产业化验证
合计	-	18162788.84	52689366.58	-

资料来源：公司 2024 年报，江海证券研究发展部

1.3 公司股权结构稳定，控制权相对集中

截至 2025Q1，公司的控股股东和实际控制人为李松年先生。李松年担任无锡市晶盛投资合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人和无锡市晶耀投资有限公司的法定代表人。李松年合计持有公司 59.87% 的股份，公司股权结构稳定，控制权相对集中，有助于公司战略和决策的实施。

图 3、公司股权结构图



资料来源：公司 2024 年报，江海证券研究发展部

1.4 公司管理团队行业经验丰富

公司的管理团队呈现“高度稳定、技术深耕、产研协同”三位一体特征：核心成员平均任职超 15 年，创始人李松年自公司成立起主导战略方向，形成稳定的决策体系。技术背景突出，饶志明（发酵工程专家）、侯一鸣（质量体系专家）等高管及核心技术人员夯实研发与生产壁垒，支撑高新技术企业的定位。产学研深度融合，独立董事涵盖江南大学饶志明教授（战略指导）与首席经济学家李苒洲（资本运作赋能），兼顾技术创新与市场化运营需求，形成“技术+管理+资本”立体化治理架构。

表 5、公司管理团队

姓名	职务	学历	出生年份	个人简历
李松年	董事长 总经理	大专	1963	1985 年 7 月至 1995 年 1 月就职于无锡县磁性材料厂，担任销售经理；1995 年 2 月至 2004 年 1 月就职于江苏晶石集团公司，担任常务副总经理；1995 年 5 月至 2015 年 10 月就职于无锡晶海氨基酸有限公司，担任执行董事、总经理；2015 年 10 月至今就职于无锡晶海氨基酸股份有限公司，担任董事长、总经理。
蔡立明	公司董 事、副总 经理	本科	1968	1998 年 12 月至 2001 年 2 月就职于无锡乐百氏食品有限公司，担任生产部长；2001 年 3 月至今就职于无锡晶海氨基酸有限公司，担任副总经理；2015 年 10 月至今就职于无锡晶海氨基酸股份有限公司，担任董事、副总经理。
陈向红	财务负 责人、 董事会 秘书	大专	1969	1988 年 10 月至 1990 年 11 月就职于无锡市港下建材厂，担任会计；1990 年 12 月至 1997 年 6 月就职于无锡县电容器厂，担任主办会计；1997 年至 2015 年 10 月就职于无锡晶海氨基酸有限公司，担任财务部长；2015 年 10 月至今就职于无锡晶海氨基酸股份有限公司，担任财务总监、董事会秘书。
李苒洲	独立 董事	硕士	1975	注册会计师，曾任湖南省国土规划局会计主管、湖南电视台《财富中国》栏目驻沪记者、新华社瞭望东方周刊财经版责任编辑、上海国资杂志社副主编、副总经理、第一财经日报财经中心副主任、恒泰期货股份公司研究所所长、上海赢仕投资管理有限公司首席经济学家，现任上海图斯管理有限公司首席经济学家。
侯一鸣	公司	硕士	1967	1989 年 8 月至 1993 年 8 月就职于无锡市幸福食品厂，担任科员；1997 年 12 月至 2001

姓名	职务	学历	出生年份	个人简历
	董事、质量总监			年7月就职于广东乐百氏集团有限公司，担任 技术主管 ；2001年7月至2005年7月就职于乐百氏（无锡）食品饮料有限公司，担任 质量经理 ；2005年至2015年10月就职于无锡晶海氨基酸有限公司，担任 质量总监 ；2015年10月至今就职于无锡晶海氨基酸股份有限公司，担任 董事、质量总监 。
李琼	公司董事	本科	1988	2010年7月至2013年3月就职于无锡市北塘区北大街街道，担任 科员 ；2013年3月至2015年10月就职于无锡晶海氨基酸有限公司，担任 外贸部副经理 ；2015年10月至今就职于无锡晶海氨基酸股份有限公司，担任 董事、外贸部副经理 。
饶志明	战略、薪酬与考核、提名、审计委员会委员；薪酬与考核、提名委员会主任委员	--	1975	江南大学 二级教授，博士生导师，曾任江南大学生物工程学院副院长、江南大学食品科学与资源挖掘全国重点实验室副主任、江苏省产业技术研究院食品生物技术研究所常务副所长、江南大学粮食发酵与食品生物制造国家工程研究中心副主任。入选国家“高层次人才特殊支持计划”科技创新领军人才、科技部中青年领军人才、教育部新世纪优秀人才、江苏省杰青等人才计划，现任中国 发酵工程专家 技术委员会委员、中国 氨基酸专家 技术委员会委员、中国饲料工业协会生物饲料技术委员会副主任 Frontiers in Bioengineering and Biotechnology 期刊副主编、Amino Acids、Fermentation 和 Systems Microbiology and Biomanufacturing 期刊编委等。获得过天津市科技进步特等奖、中国商业联合会科技进步特等奖、国家教学成果二等奖、江苏省教学成果特等奖、江苏省教学成果一等奖、江苏省教学成果二等奖以及江苏省科技进步二等奖等奖项。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2 公司产品及业务布局

2.1 公司以“全品类高品质氨基酸”构建核心竞争力

公司作为国家级专精特新“小巨人”企业，专注于氨基酸产品的研发、生产与销售，核心产品包括支链氨基酸（异亮氨酸/缬氨酸/亮氨酸）、色氨酸等14个持有原料药注册证的品类。公司以**医药领域**为主导（制剂厂商与培养基生产商），同步拓展**保健品、特医食品及化妆品**等原料市场。公司依托生物制造技术规模化生产优势，公司曾占据国内氨基酸原料药等系列产品超30%的市场份额，并以首批通过2010版GMP认证的质量体系奠定行业标杆地位，形成“技术-产能-资质”的全链条竞争壁垒。

图4、公司产品图示



资料来源：2024 年报，江海证券研究发展部

图5、14种氨基酸原料药 APIs

L-异亮氨酸 CAS编号: 73-32-5	L-缬氨酸 CAS编号: 72-18-4	L-亮氨酸 CAS编号: 61-90-5	L-苯丙氨酸 CAS编号: 63-81-2	L-苏氨酸 CAS编号: 72-18-5
L-谷氨酸 CAS编号: 73-32-0	L-缬氨酸精氨酸 CAS编号: 57282-49-2	L-精氨酸盐酸盐 CAS编号: 1119-34-2	L-色氨酸 CAS编号: 73-22-3	L-脯氨酸 CAS编号: 147-85-3
L-丝氨酸 CAS编号: 56-45-1	L-半胱氨酸盐酸盐 CAS编号: 7048-04-6	L-精氨酸 CAS编号: 74-79-3	L-酪氨酸 CAS编号: 60-18-4	

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

2024 年报显示，公司产品结构按照营业收入占比（总营收 33,897.88 万元）呈现出“医药核心驱动+多领域协同”特征。其中原料药产品以 19,359.31 万元（57.11%）占主导，对应医药级氨基酸（注射剂、培养基原料等），体现公司生物制药领域的技术壁垒与规模优势；食品营养品类贡献 10,432.32 万元（30.78%），覆盖食品添加剂、保健品原料（如 PRINOVA、ACETO、雀巢、雅培等供应链），是公司第二增长极；培养基类产品收入 1,925.29 万元（5.68%），服务生物制药上游公司（如 PHARMHE、Cytiva 等培养基企业），彰显高端客户粘性；其他产品（3.84%）、化妆品产品（1.73%）及运输费等杂费（0.86%）为补充，印证产品矩阵的多元化延伸。整体来看，医药（原料药产品）+食品营养板块合计占比 87.89%，凸显公司在氨基酸生物制造领域的“医药级品质+大健康场景”双轮驱动的核心竞争力。

图 6、公司产品结构（2024 年，万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司围绕“全品类高品质氨基酸”构建核心竞争力：产品符合 CP/EP/USP 等多国药典及国标，依托两大生产基地、多条发酵与精制产线保障规模化供应；具备 30 余种氨基酸研发生产能力，覆盖医药、食品等多领域需求；持有 GMP、CEP、ISO9001 等全球化认证突破市场准入壁垒，更以丰富的行业经验、专业检测能力及高效服务塑造差异化的竞争优势，多维度协同筑牢生物制造竞争的壁垒。

图 7、公司核心竞争力



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

图 8、公司氨基酸总表

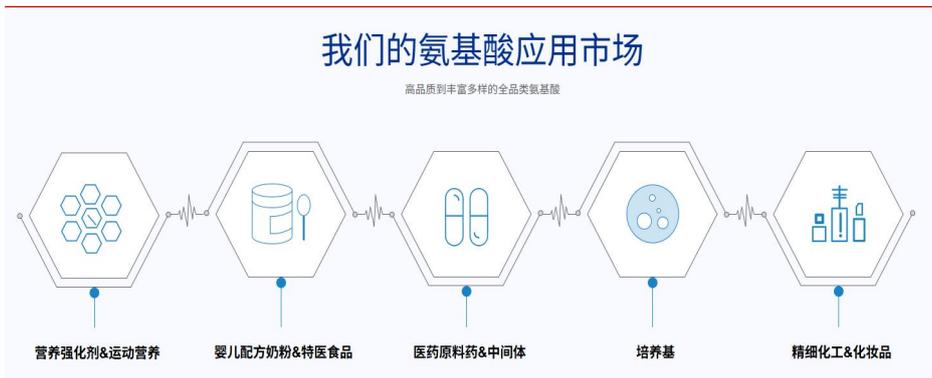
L-异亮氨酸 CAS编号: 73-32-5	L-缬氨酸 CAS编号: 72-18-4	L-亮氨酸 CAS编号: 61-90-5	L-苯丙氨酸 CAS编号: 63-91-2	L-苏氨酸 CAS编号: 72-19-5
L-谷氨酸 CAS编号: 56-86-0	L-醋酸赖氨酸 CAS编号: 57282-49-2	L-精氨酸盐酸盐 CAS编号: 1119-34-2	L-色氨酸 CAS编号: 73-22-3	L-脯氨酸 CAS编号: 147-85-3
L-丝氨酸 CAS编号: 56-45-1	L-半胱氨酸盐酸盐 CAS编号: 7048-04-6	L-酪氨酸 CAS编号: 60-18-4	L-精氨酸 CAS编号: 74-79-3	BCAA CAS编号: /
L-天冬酰胺一水物 CAS编号: 5794-13-8	L-天冬酰胺无水物 CAS编号: 70-47-3	L-谷氨酰胺 CAS编号: 56-85-9	L-蛋氨酸 CAS编号: 63-68-3	DL-蛋氨酸 CAS编号: 59-51-8
L-丙氨酸 CAS编号: 56-41-7	甘氨酸 CAS编号: 56-40-6	L-瓜氨酸 CAS编号: 372-75-8	L-胱氨酸 CAS编号: 56-89-3	L-赖氨酸盐酸盐 CAS编号: 657-27-2
L-鸟氨酸盐酸盐 CAS编号: 3184-13-2	L-天门冬氨酸 CAS编号: 56-84-8	L-组氨酸 CAS编号: 71-00-1	L-组氨酸盐酸盐 CAS编号: 645-35-2	L-半胱氨酸碱 CAS编号: 52-90-4
L-羟脯氨酸 CAS编号: 51-35-4	L-正缬氨酸 CAS编号: 6600-40-4	L-茶氨酸 CAS编号: 3081-61-6	L-赖氨酸碱 CAS编号: 56-87-1	L-叔亮氨酸 CAS编号: 20859-02-3
L-瓜氨酸-DL-苹果酸 CAS编号: 54940-97-5,70796-	L-精氨酸- α -酮戊二 CAS编号: 16856-18-1	D-脯氨酸 CAS编号: 344-25-2	L-脯氨酰胺 CAS编号: 7531-52-4	N-乙酰-L-酪氨酸 CAS编号: 537-55-3
N-乙酰-L-半胱氨酸 CAS编号: 616-91-1	D-天冬氨酸 CAS编号: 1783-96-6	依克多因 CAS编号: 96702-03-3	必需氨基酸EAA CAS编号: /	

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

2.2 公司业务构建全场景应用矩阵

公司的氨基酸产品以品类丰富性构建全场景应用矩阵，覆盖营养强化剂与运动营养（如功能性补剂）、婴儿配方奶粉及特殊医学用途食品（高端营养补充）、医药原料药及中间体（注射剂、药物合成原料）、生物制药培养基（细胞培养核心组分）、精细化工与化妆品（保湿、抗氧化原料）五大领域，以多品类适配能力深度赋能健康产业全链条。

图 9、公司的氨基酸应用市场



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

公司国内客户主要为制剂厂商，采购公司氨基酸产品作为原料药，制成氨基酸输液制剂，或合成抗生素药物、抗心血管药物等。公司境外客户采购公司氨基酸产品作为细胞培养基原料、膳食营养补充剂等应用于生物制品、保健品、食品等的生产。公司内销外销并重，公司产品的国内客户主要为费森尤斯卡比、海思科、辰欣药业等，公司产品国外客户远销北美、欧洲、亚太等国，与雀巢、雅培、费森尤斯卡比、Cytiva、Prinova 等国际龙头建立了长期稳定的合作关系。2024 年公司内销占比 51.88%，外销（其他国家及港澳台地区业务）营业收入达到 16311.99 万元，业务占比 48.12%。

图 10、2024 年国内外收入占比（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司高度重视技术创新与研发工作，已组建专门的研究团队并配备专职的研究人员负责公司技术研发工作。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。公司主要药（产）品核心技术情况如下表。

表 6、公司主要药（产）品核心技术情况

技术名称	技术概述	取得方式	应用情况	应用产品名称	对应专利
高纯度支链氨基酸	1、利用电渗析脱盐技术和盐酸盐处理工艺，提高	自主研发	生产环节，提取	异亮氨酸、缬氨酸、亮氨酸	一种 L-亮氨酸高产菌及其发酵法生产 L-亮氨酸；离子交换法从发酵液中提取 L-

技术名称	技术概述	取得方式	应用情况	应用产品名称	对应专利
制备技术	<p>1、提高了产品纯度和生产效率；</p> <p>2、减少了废水排放，废水量降低了80%；将含氮废水浓度降低了90%。</p>		纯化		<p>异亮氨酸的清洁生产工艺；膜分离与工业色谱分离联用提取分离L-异亮氨酸的方法；膜分离与工业色谱分离联用提取分离L-缬氨酸的方法；一种制备支链氨基酸的工艺及其应用；一种从发酵液中分离纯化支链氨基酸的方法；一种提高L-异亮氨酸产量的方法；一种生产L-异亮氨酸的方法</p>
高附加值氨基酸原料药的研发与产业化	<p>1、采用新型膜组合技术，制备的醋酸赖氨酸质量较高，远销国内外；</p> <p>2、利用创新结晶工艺，制备的产品质量稳定，产品收率提高20%；</p> <p>3、发明简易的干燥设备，提升了产品的干燥效率。</p>	自主研发	生产环节，提取纯化	<p>脯氨酸、醋酸赖氨酸、盐酸精氨酸、苯丙氨酸、苏氨酸、色氨酸、丝氨酸、精氨酸、门冬酰胺、精氨酸谷氨酸</p>	<p>一种醋酸赖氨酸原料药的制备方法；一种生产L-脯氨酸的方法；一种双锥回转真空干燥装置</p>
新型分离介质技术	<p>1、新型分离介质应用在酪氨酸精制纯化中，分离过滤速度大提升，生产效率提升了50%；</p> <p>2、新型分离介质应用在色氨酸精制纯化中，成功的制备出符合EP标准的产品。</p>	自主研发	生产环节，精制	<p>盐酸精氨酸、盐酸半胱氨酸、鸟氨酸盐酸盐、酪氨酸、色氨酸</p>	<p>一种L-精氨酸盐酸盐的制备方法</p>
氨基酸清洁生产关键技术	<p>主要应用于发酵产品的提取工艺中，使得含氮废水减少90%。</p>	自主研发	生产环节，提取	<p>异亮氨酸、亮氨酸、酪氨酸、醋酸赖氨酸、谷氨酸、鸟氨酸盐酸盐</p>	<p>1、一种降低L-异亮氨酸发酵废液中氮含量的方法；2、一种降低L-缬氨酸发酵废液中氮含量的方法；3、一种氨基酸发酵尾气处理系统</p>
L-组氨酸的制备技术	<p>1、通过多种代谢工程策略对大肠杆菌进行改造从而增强菌株L-组氨酸的合成，同时结合高通量筛选等策略，大罐发酵工艺优化及培养基优化，缩短组氨酸发酵周期；</p> <p>2、创新了分离介质的洗脱技术，氨基酸产品质量稳定，同时实现氨基酸清洁化生产。</p>	工程菌株及摇瓶发酵技术受让自江南大学，公司后续自主研发	研发环节，提取	<p>组氨酸产品处于产业化验证</p>	<p>一种无氨氮排放高效纯化组氨酸原料药的方法</p>

资料来源：公司2024年报，江海证券研究发展部

3 公司财务

3.1 近年财务呈现“周期波动+结构优化”特征，静待产能释放

公司 2024 年报显示，实现营业收入 3.39 亿元，同比-12.87%；归母净利润 4285.10 万元，同比-19.76%；2025 一季报显示，实现营业收入 1.04 亿元，同比 13.04%；归母净利润 1913.27 万元，同比 30.39%。2024 年度业绩出现下滑，主要是受全球经济增速放缓、大国博弈环境下贸易风险增加、地缘政治冲突加剧、国内市场需求萎缩的影响，外销及内销收入均有所下滑从而引起净利润的下滑。虽然公司面临的市场环境复杂多变，公司受到下游客户消化库存、市场竞争激烈等影响业绩有所波动，但是公司通过持续的技术创新、不断拓展新的市场领域，以及静待产能释放等，2025Q1 业绩呈现修复特征，整体仍保持着稳健发展的总体趋势。

图 11、公司营业收入及增长情况（亿元，%）



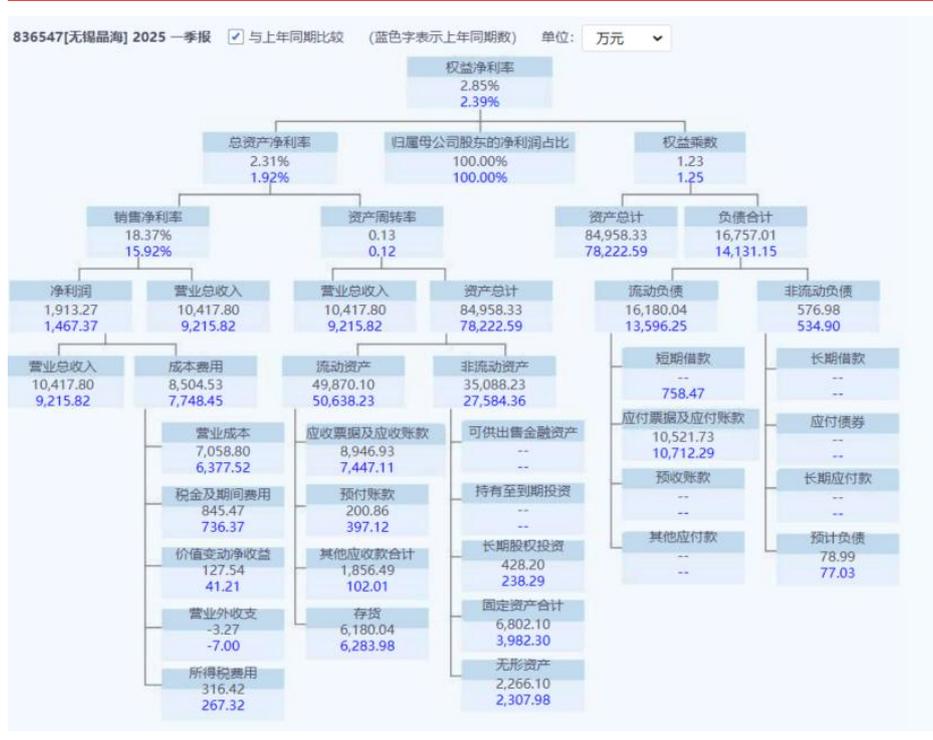
资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 12、公司归母净利润及增长情况（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 13、杜邦分析（公司 2025 年一季报同比分析）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

3.2 公司近年毛利率和净利率相对稳定

2020 年到 2025Q1 毛利率和净利率保持平稳，公司销售毛利率整体保持稳定在 30% 以上。2020 年到 2025Q1 公司销售毛利率分别是 32.37%/33.67%/31.89%/32.77%/30.47%/32.24%。2020 年到 2025Q1 公司销售净利率分别是 18.54%/19.28%/16.65%/13.73%/12.64%/18.37%。2024 年因低毛利品类拖累，毛利率和净利率小幅回落，2025Q1 随产品结构优化和费用控制，毛利率和净利率稳步回升。随着高毛利产品的放量和募投项目产能的释放，成本优化后有望提升公司毛利率和净利率。

图 14、公司销售净利率和毛利率变化情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司销售费用 2024 年逆势增长（布局海外渠道），2025Q1 续增 10.21%，为营收复苏“铺路”。研发费用常年维持 5% 以上的营收占比（2024 年 1816 万元），管理费用 2025 年降本增效，保障利润空间。公司近五年销售费用率和研发费用率总体保持平稳态势。2023 年和 2024 年管理费用率由于募投项目推进而增加。2024 年研发费用率增长，聚焦细胞培养基级氨基酸、高纯度异亮氨酸等高端品类，筑技术壁垒，彰显了公司对研发创新的重视。

图 15、近五年销售费用以及变化（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 16、近五年管理费用以及变化（万元，%）



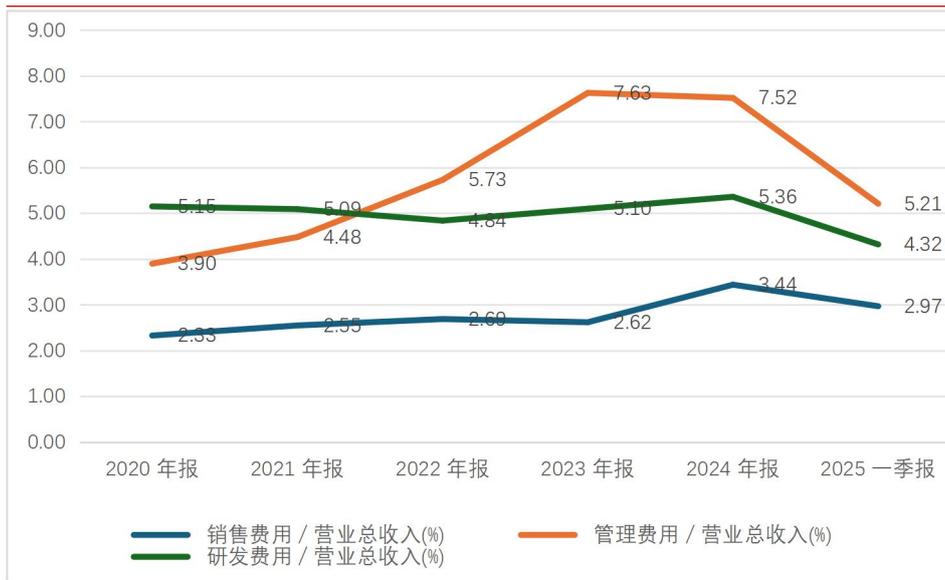
资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 17、近五年研发费用以及变化 (万元, %)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 18、公司费用率变化情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

综述，公司近五年财务表现呈现"周期性波动与结构性优化"双重特征。2020-2023 年间，企业通过产能梯度扩张与需求端稳定性维持稳定增长。2024 年受全球产业链波动及行业竞争加剧影响，业绩出现阶段性回调，但公司凭借技术储备深化与全球渠道重构，2025 年一季度已显现复苏态势。

4 行业分析

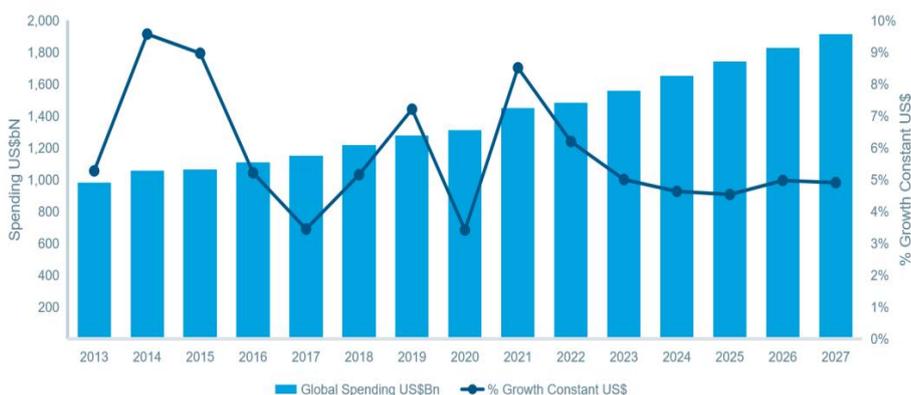
4.1 全球医药行业市场规模持续增长

随着世界经济发展、人口总量的增长、社会老龄化程度的提高以及创新

类药物的持续研发创新和推广，全球医药市场将保持良好的增长态势。全球医药市场，预计到 2027 年全球医药市场的累计净值将增加约 5000 亿美元。预计全球药品市场（按标价或出厂价格计算）的年复合增长率达 3%-6%，到 2027 年市场规模将达到约 1.9 万亿美元。

图 19、全球医药市场趋势预测

Exhibit 3: Global medicine market size and growth 2013–2027



Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2022; IQVIA Institute, Nov 2022
The Global Use of Medicines 2023: Outlook to 2027. Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

IQVIA
INSTITUTE

资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势，五年（2023 年至 2027 年）总增长率在不同的地区从不足 10% 到超过 50% 不等。在销量相对较低的地区，如东欧地区，预计这五年药品市场将增长约为 45%，这主要是由于均价更高的创新药被更广泛地使用所驱动。在北美、西欧以及日本等销量增长较慢的市场，这五年的药品销量增长和美元恒定支出增长预计都不高。在高销量市场如拉丁美洲、亚太地区、中东和非洲市场，预计这五年的支出增长将从 35% 到 55% 不等。中国药品市场支出预计这五年的增长约为 20%。

图 20、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势

Exhibit 4: Spending and Volume Growth by Region



Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2022; IQVIA Institute, Nov 2022
The Global Use of Medicines 2023: Outlook to 2027. Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

IQVIA
INSTITUTE

资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

4.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显

全球人口增长与老龄化趋势凸显。《2024年世界人口展望》报告指出，到2024年中期，全球人口达到近82亿，预计在60年内还将增加20亿，到2080年代中期达到约103亿的峰值。2024年1月，国务院发布首个支持银发经济发展的文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，提出4个方面26项具体措施，旨在推动银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展，并培育高端产品与服务。随着老年群体扩大，保健品等医药需求持续增长，银发经济的兴起将为医药及相关产业链带来新的发展机遇。

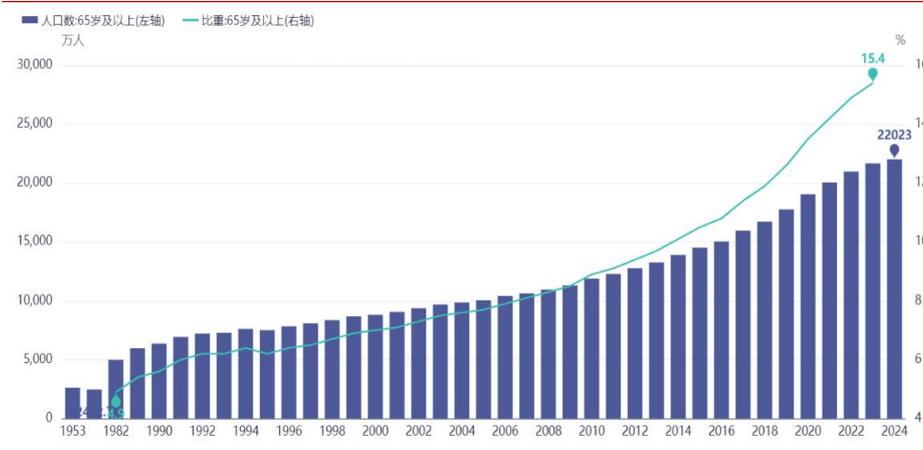
人口老龄化趋势也日益明显，美国国立卫生研究院和美国人口调查局预计到2050年，全球65岁以上人口占比将上升至近16%，总人数达到近16亿人。根据国家统计局的相关数据，2023年我国65岁及以上人口为21,709万人，占全国人口的15.4%，2024年我国65岁及以上人口为22,203万人。

图 21、全球人口增长趋势展望情况



资料来源：《2024年世界人口展望》，江海证券研究发展部

图 22、中国老龄化问题凸显 (万人, %)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

因此，随着经济发展、人口惯性增长、社会老龄化程度的上升以及民众

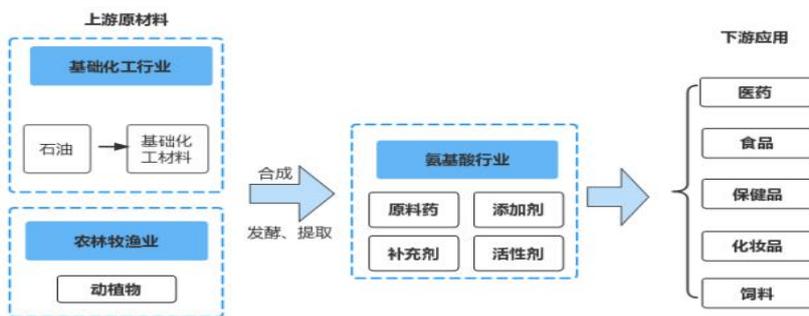
健康意识的不断增强，我国医药行业将保持持续增长趋势。受益于我国医药行业的持续增长，同时随着合成生物学等科学技术的不断发展及应用，氨基酸在医药方面所起的重要作用日益增大，现实和潜在的功能被不断开发，医药行业对氨基酸及其衍生物的需求量将日益增加。

4.3 氨基酸行业发展空间较大

氨基酸：生命科学与营养健康的核心基石

氨基酸作为构成蛋白质的基本单元，是维持动物生命活动及人类营养健康的关键物质，其功能性价值随着全球健康意识提升而持续凸显，已广泛应用于饲料、食品、医药、培养基及保健品等产业，成为现代工业不可或缺的基础原料。氨基酸是由碳、氮、氢、氧和可变侧链基团组成的有机化合物，以及是药物配方、膳食补充剂和治疗中必不可少的成分。在产业链上游，氨基酸生产以微生物发酵法与酶催化法为核心工艺，主要依赖玉米、大豆等大宗农产品提取的葡萄糖作为基础碳源，辅以无机盐及氮源，通过菌种代谢合成目标产物并经提纯制成，能源消耗集中于蒸汽与电力，未来工艺优化有望进一步拓展原料来源；而在产业链下游，氨基酸应用呈现多元化格局，当前国内产量主要流向食品添加剂与动物饲料领域，同时在化妆品及精细化工领域稳步渗透，尤其药用氨基酸虽占比有限，却作为合成抗生素、心血管药物等品类及氨基酸输液制剂的关键原料，在医疗健康领域发挥不可替代作用，伴随人口老龄化进程加速，其作为疾病治疗与康复辅助产品的市场需求将呈现显著增长潜力。

图 23、氨基酸行业上下游产业链



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

据 IMARCGroup 数据,2021 年全球氨基酸产量突破千万吨级,预计 2027 年将达 1,380 万吨,在 2022 年到 2027 年间保持 4.7%的年均复合增长率,行业规模稳步扩张;PolarisMarketResearch 预测全球氨基酸市场规模将从 2021 年的 261.9 亿美元增至 2030 年的 494.2 亿美元,在 2022 年至 2030 年间保持 7.5%的年均复合增长率;另外根据 straitsresearch 分析,2024 年全球氨基酸市场规模价值为 312.3 亿美元,预计将从 2025 年的 338.8 亿美元增

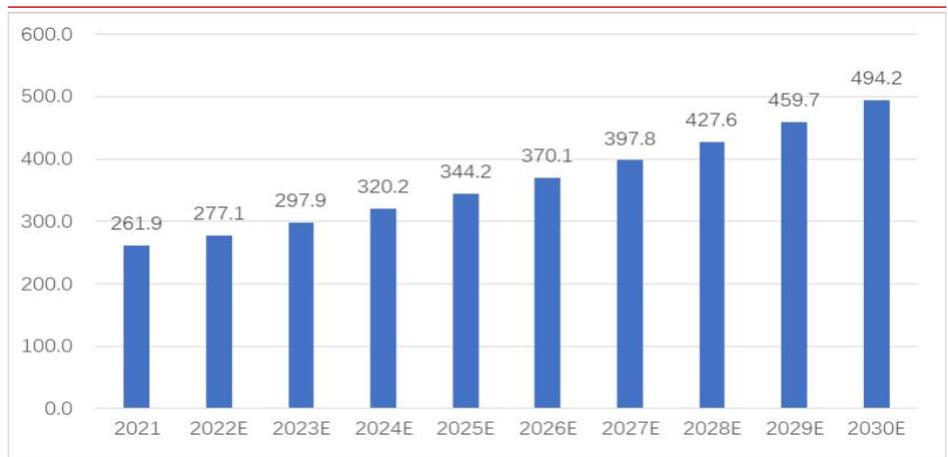
长到 2033 年的 639.5 亿美元，预测期内（2025-2033 年）的复合年增长率为 8.5%，凸显下游应用领域需求增长的潜力。

图 24、2021-2027 年全球氨基酸产量规模的预测趋势（万吨）



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

图 25、2021-2030 年全球氨基酸市场规模预测趋势（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

全球产业格局：技术壁垒与巨头主导

全球氨基酸工业始于 20 世纪 50 年代，日本味之素、协和发酵，德国赢创、韩国希杰等国际企业凭借数十年技术积淀，长期垄断高端产品市场。这些领军企业通过工艺迭代、产业链垂直整合，在医药级氨基酸等高附加值领域构建起技术壁垒，主导全球产业技术标准与市场定价权。其竞争优势集中体现于：（1）研发创新：持续投入生物合成、发酵工程等核心技术，掌控小品种氨基酸合成专利；（2）规模效应：通过全球化产能布局降低成本，强化大宗氨基酸市场话语权；（3）品牌溢价：以质量认证体系与供应链服务能力绑定高端客户。

亚太地区占主导地位，市场份额达 35.25%，北美发达经济体快速增长

亚太地区以 35.25% 的市场份额主导全球氨基酸市场，其强劲增长得益于畜牧业扩张、食品与制药行业需求攀升，以及中国、日本、韩国等国利用玉

米、糖等原料的发酵工艺优势。其中，中国和印度肉类消费增长直接推动了赖氨酸、蛋氨酸等饲料氨基酸需求，以提高养殖效率；而健康意识提升与CFDA、FSSAI 等机构监管支持，则进一步刺激了膳食补充剂和功能性食品领域的发展。与此同时，北美市场凭借膳食补充剂、运动营养及药品需求的快速增长成为全球第二大增速区域，消费者对健康产品的偏好叠加 FDA、CFIA 等严格监管，推动谷氨酰胺、亮氨酸等氨基酸在多元化场景中的应用，而植物基食品趋势与医药领域创新更拓展了其市场潜力。区域层面，德国依托工业基础与创新优势领跑欧洲市场，英国因肉类消费增长带动饲料氨基酸需求，意大利肉类消费激增强化动物营养领域需求，印度运动营养产品热潮与韩国多行业应用扩张则成为新兴增长极。

中国产业崛起：技术突破与结构升级

我国氨基酸产业虽起步较晚，但作为国家战略性新兴产业，已实现从“跟跑”到“并跑”的跨越式发展。通过生物制造技术突破、资源循环利用优化及全产业链整合，中国稳居全球氨基酸生产与出口核心地位，产品覆盖欧洲、东南亚等主要市场。中国目前已成为全球氨基酸生产与消费大国，在原材料成本及工业化生产体系上具备全球领先优势，并占据中低端氨基酸产品较大市场份额。同时，合成生物学作为新兴交叉学科，通过工程化手段重构生物体功能，其市场预计将以 19% 的年复合增长率从 2023 年的 140.9 亿美元增至 2033 年的 801.7 亿美元，应用领域广泛覆盖医药、化工、食品等产业。其中，生物制造作为核心应用场景，正通过改造微生物实现高效、规模化的物质生产，推动工业制造模式革新。行业呈现“大品种规模化、小品种精品化”双轮驱动特征：大宗品种规模化：谷氨酸、赖氨酸等产能集中度显著提升，头部企业通过产能扩张与成本管控重塑竞争格局；小品种精品化：丙氨酸、缬氨酸等高附加值产品依托合成生物学技术实现产业化突破，应用场景延伸至特医食品、化妆品等领域。

国内企业凭借成本优势与快速响应能力，已占据中低端市场主导地位，并加速向高端领域渗透。政策扶持下，苯丙氨酸、异亮氨酸等小品种氨基酸国产化率显著提升，进出口结构持续优化。随着健康消费升级与技术迭代，中国氨基酸产业有望在全球价值链中进一步攀升。

培养基行业：生物医药产业的核心支撑与市场增长引擎

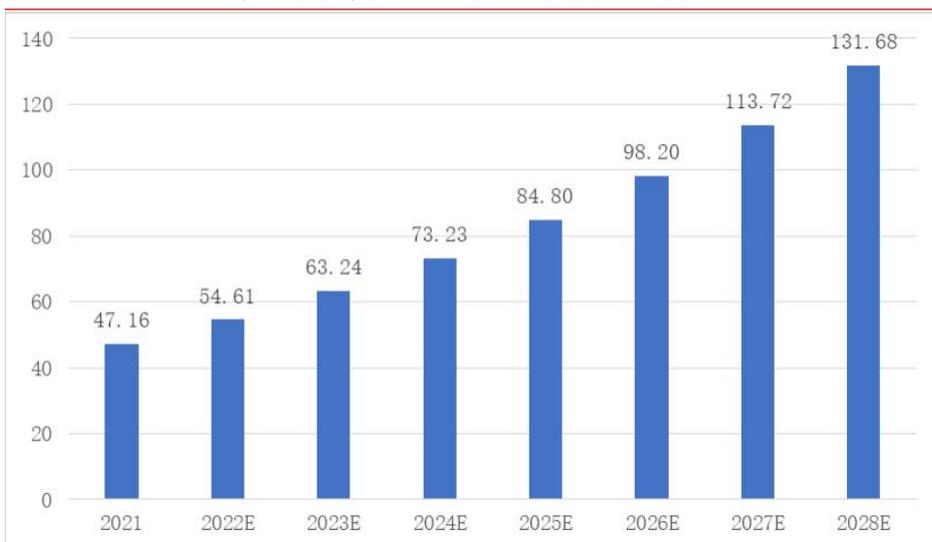
细胞培养基产品是制备及生产生物制品不可或缺的基础材料之一，其制备与应用主要涉及生物制药生产领域和科学研究领域两方面。培养基行业作为生物制药与科学研究领域的基础支撑，近年来受益于全球生物医药产业需求增长及医学技术进步，市场规模持续扩张。据 Facts&Factors 数据，2021 年全球细胞培养基市场规模达 47.16 亿美元，预计 2022-2028 年将以 15.8%

的年均复合增长率增长。中国培养基市场亦呈现活跃态势，随着本土企业加速布局并参与全球竞争，行业供应能力提升与价格优化将进一步刺激下游需求，形成产业升级与市场扩容的良性循环。

培养基行业供给端：国产替代加速与氨基酸需求驱动

当前，全球培养基市场长期由国际巨头主导，其技术壁垒与资本优势使国内企业集中于中低端领域，进口产品因高昂价格与较长供货周期形成市场痛点。然而，伴随国内厂商技术突破、医保控费压力及生物药国产化需求提升，培养基行业正迎来变革机遇：国内企业通过优化配方、提升工艺自主性及完善质量控制体系，加速高端产品替代进程，并逐步拓展海外市场。氨基酸作为培养基核心原料，其纯度、杂质控制等指标直接影响生物药生产效率与成本，其品质升级成为推动培养基性能突破的关键。随着细胞治疗、基因治疗等新兴领域对培养基需求的扩展，培养基市场将持续扩容，并进一步拉动高品质氨基酸的进口替代与需求增长。

图 26、2021-2028 年全球培养基市场规模预测趋势（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

公司的竞争优势：全品类布局、医药赛道稳固与新品类的破局

公司作为国内氨基酸行业领军企业，深耕技术研发与市场开拓，形成差异化竞争优势和全产业链覆盖。产品矩阵横跨医药、食品、化妆品等领域，可一站式满足客户多元化需求；公司医药级氨基酸原料药国内市占率曾超 30%（中国生物发酵产业协会认证），成为国内头部药企核心供应商；公司相较国际巨头，生产成本低，并依托本土化服务网络可实现快速响应。

2024 年，在医药行业政策变革背景下，公司凭借质量稳定性与供应链韧性，巩固了与下游客户的战略合作。据国家统计局数据显示，2024 年医药制造业营业收入 25,298.5 亿元，与 2023 年持平；营业成本为 14,729.6 亿元，

同比增长 2.0%；利润为 3,420.7 亿元，同比下降 1.1%。尽管医药制造业 2024 年利润同比微降 1.1%，但公司通过产品结构优化与高端市场开拓，仍将保持稳健增长态势，进一步夯实公司细分领域的品牌壁垒。

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

假设 1：产能扩张与结构升级驱动规模效应释放

基于“高端高附加值关键系列氨基酸产业化建设项目”的顺利推进（预计 2025 年 7 月竣工），公司总产能将从 2023 年的 3,700 吨跃升至 5,900 吨（增幅 59%），其中医药级氨基酸新增产能（含组氨酸、醋酸赖氨酸等 14 个品种）。假设产能利用率 2025 年达 70%，2026 年提升至 80%，2027 年稳定在 90% 以上，将会带动公司的医药级产品收入占比提升，产能扩张与结构优化将成为业绩增长的核心引擎。

假设 2：国际认证突破与市场准入深化

通过推进欧盟 CEP、日本 JP 等国际注册体系认证，公司构建全球化准入能力：醋酸赖氨酸已获 CEP 证书（2024 年），2025 年积极完成其他氨基酸品种的 CEP/JP 注册，2026 年争取实现 14 个募投品种全覆盖。海外业务收入增长有望成为公司盈利提升的关键驱动。

假设 3：产学研协同与下游应用场景延伸

通过与江南大学等科研机构深度合作，公司构建技术壁垒与需求响应能力：菌种的开发目标是提高产品产酸率、转化率，提升公司成本优势。海外食品保健品领域的需求增长和特医食品投产有望成为公司第二增长极，优化公司盈利结构。基于以上假设，我们预测如下：

原料药产品（占营收 57.11%，2024 年收入 1.94 亿元，毛利率 36.02%）：公司募投项目 2025 年 7 月投产（新增约 2200 吨高端产能），醋酸赖氨酸 CEP 认证打开欧盟市场，随着欧盟、日本等国际医药及其他应用领域市场开拓，高端高附加值关键系列氨基酸产品将会商业化放量，预计公司收入将保持增长，毛利率也将企稳回升。

食品营养品类（占营收 30.78%，2024 年收入 1.04 亿元，毛利率 17.34%）：2024 年获食品生产许可证，切入高壁垒特医食品市场，特医食品下游客户已进行试生产，随着雀巢、雅培等客户采购量提升，奶粉/培养基用氨基酸需求回升，预计收入将保持增长，毛利率也将企稳回升。

培养基类产品（占营收 5.68%，2024 年收入 1925.29 万元，毛利率 42.2%）：

随着细胞治疗、基因治疗等新兴领域对培养基需求的扩展，培养基市场将持续扩容，并进一步拉动高品质氨基酸的进口替代与需求增长。预计收入将保持增长。

化妆品类产品(占营收 1.73%, 2024 年收入 587.37 万元, 毛利率 60.16%):

公司化妆品类主要客户为无锡晶扬生物科技有限公司，其系中科欣扬与公司共同投资的生产、销售化妆品用高档氨基酸的合作平台，四氢嘧啶为公司与其合作的主要产品，无锡晶扬生物科技有限公司的客户主要有美出莱（杭州）化妆品有限责任公司、水羊集团股份有限公司等。功能性化妆品原料需求保持增长，预计收入将保持稳定增长。

其他业务: 其他类产品、运输及保险费、租赁及水电费整体业绩贡献较小，保持稳定预期。预计公司战略收缩低毛利业务，聚焦高附加值领域，其他业务仅维持基础供应。

综合毛利率: 随着国内外拓展，公司募投项目的投产，产能释放带动公司整体毛利率保持稳定提升。预计 2025-2027 年公司综合毛利率分别为 31.59%/32.83%/33.53%。

期间费用率: 2025 年公司募投项目投产后，随着公司技改及管理运营效率的提升，三大费用也将会不断优化。销售费用预计整体保持稳定增长，预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 3.50%/3.60%/3.70%；预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 5.10%/5.10%/5.16%。随着公司产能提升及管理优化，管理费用将会有所改善，预计 2025-2027 年公司管理费用率分别为 6.34%/6.80%/7.07%。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 399.45/487.93/564.88 百万元，同比增长 17.84%/22.15%/15.77%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 57.07/71.20/84.98 百万元，同比增长 33.17%/24.77%/19.35%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 35.08/28.12/23.56 倍。

表 7、销售收入结构预测

收入(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
合计营收	338.98	399.45	487.93	564.88
YOY	-12.87%	17.84%	22.15%	15.77%
原料药产品	193.59	232.31	290.39	333.95
YOY	0.00%	20.00%	25.00%	15.00%
食品营养品类	104.32	119.97	143.97	169.88
YOY	0.00%	15.00%	20.00%	18.00%

培养基类产品	19.25	23.10	27.26	32.17
YOY	0.00%	20.00%	18.00%	18.00%
化妆品类产品	5.87	7.64	9.16	11.00
YOY	0.00%	30.00%	20.00%	20.00%
其他类产品	13.02	13.67	14.36	15.07
YOY	-86.82%	5.00%	5.00%	5.00%
运输及保险费	2.74	2.76	2.79	2.82
YOY	0.00%	1.00%	1.00%	1.00%
租赁及水电费	0.01	0.01	0.01	0.01
YOY	0.00%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	2024	2025E	2026E	2027E
整体	30.47%	31.59%	32.83%	33.53%

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

5.2 估值及建议

公司深耕医药级氨基酸领域，产品符合 EP/USP 等国际标准，具备 GMP、KOSHER 等全球认证，技术壁垒显著。行业趋势向合成生物学转型，公司通过菌种改造降低生产成本，布局特医食品、化妆品原料等高增长赛道。我们选取津药药业、华恒生物、梅花生物作为可比公司。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2025 年 PE 均值为 19.97 倍，参考可比公司平均估值情况，公司估值相对偏高，主要是可比公司津药药业暂无 2025 年-2027 年的预测数据，参考 2024 年的可比公司 PE 均值为 29.46 倍，公司估值相对合理，同时考虑到公司细分领域的差异效应，以及后续产能释放和管理优化后的业绩提升带动的估值修复机会，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600488.SH	津药药业	0.12	--	--	--	34.04	--	--	--
688639.SH	华恒生物	0.76	1.08	1.56	2.05	43.18	30.38	20.96	15.99
600873.SH	梅花生物	0.96	1.12	1.22	1.31	11.17	9.55	8.83	8.17
算术平均值		--				29.46	19.97	14.90	12.08
836547.NQ	无锡晶海	0.55	0.73	0.92	1.09	27.45	35.08	28.12	23.56

资料来源：同花顺 iFinD，数据截至 2025 年 6 月 25 日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺 iFinD 一致预期）

6 风险提示

应用领域较为集中、拓展不达预期的风险：公司主要从事氨基酸产品的研发、生产和销售，产品可广泛应用于医药及保健品、食品及日化等领域，公司已在技术要求最高的医药领域确立了一定的优势地位，公司 2024 年营业收入中来自于医药应用领域的比例较高，存在主要产品在下游领域销售较为集中的风险，若医药领域市场需求和供给发生不利变动，将会对公司的成长性和盈利水平产生不利影响。近年来，公司通过在医药领域建立的质量优势积极拓展食品、日化等应用领域，近年来，来源于非医药领域的业务收入规模和占比逐年提高，但由于不同应用领域的客户需求及竞争情况不同，新领域的市场培育和产品推广存在着一定的挑战。

境外销售风险：2024 年公司境外销售收入占营业收入比例为 48.12%，但境外销售市场较为分散和多元，不存在对单一市场的依赖。境外销售需遵守客户所在国家和地区的法律法规，满足当地所需的供应商资质，符合客户对产品的相关要求。2025 年 4 月，美国特朗普政府宣布系列关税措施，关税范围、力度超市场预期，将对全球宏观经济造成重要影响。2024 年，公司对美国客户的销售占比较小（5%左右），不存在重大依赖，美国关税政策对公司主营业务的影响较小。如果国际政治形势、经济环境不断发生变化，或海外各国对华贸易摩擦不断加剧，均有可能导致公司产品境外销售出现下滑抑或成本增加，进而对公司整体经营业绩产生不利影响。目前，公司的生产基地、研发、销售及管理部门均在国内，境外尚未设立业务机构。如果公司不能及时掌握境外产品及下游市场动态，亦将可能面临境外销售收入减少进而导致整体经营业绩下降的风险。

汇率波动的风险：公司出口业务占比较高，并以美元结算为主。为了减少美元汇率波动带来的风险，公司开展了一定的远期结售汇业务，该业务系经中国人民银行批准的外汇避险金融产品，由公司与银行在交易日约定交易日后的未来某个时间，按约定的币种、金额、汇率进行人民币与美元资金交割。汇率走势通常伴随国内外政治形势、全球经济环境的变化而改变，具有较大的不确定性。如果未来汇率波动加大，而公司又不能很好的匹配外贸业务与远期结售汇业务，将对公司的经营业绩产生不利影响。

理财产品到期不能兑付的风险：截止 2024 末，公司共持有信托产品 2,000 万元已逾期兑付，均为中融信托发行的信托计划。目前中融信托的多款信托产品已出现逾期兑付的情形，经与中融信托沟通，公司持有的信托产品的投资款项能否收回亦存在不确定性，存在本息不能全部兑付的风险。

核心技术泄露与核心技术人才流失风险：公司在菌株培养、发酵控制、

分离提取、再精制等环节形成了核心技术优势，积累了丰富的产业化经验，通过推动科技成果有效转化，取得了良好的经济效益；同时，公司目前已获授权及正在申请的专利范围涵盖了菌株培养、发酵控制、分离提取和应用延伸等各个阶段，覆盖了核心技术的全链条。考虑到核心技术的重要性，公司高度重视技术创新与研发工作，已组建专门的研究团队并配备专职的研究人员负责公司技术研发工作。公司通过签署长期合约及提供具有市场竞争力的薪酬待遇等措施稳定核心技术团队，并与知悉核心技术的员工签订保密协议等防范核心技术泄露。但随着公司业务规模的扩张和技术人员数量的增加，公司的核心技术仍存在扩散的风险，从而可能对公司经营业绩产生不利影响。随着近年来生物产业在国内的迅速兴起，高端技术人才日益短缺并成为同行业竞争对手竞相网罗的对象。若公司技术人员流失严重，公司内部不能保证技术团队的稳定，可能对公司的产品研发、生产经营带来不利影响。

新产品的开发和推广风险：新产品的开发和推广有助于公司维持竞争力优势。公司历来重视自主创新与技术研发，未来将继续通过技术创新开发出更多技术领先、应用于不同领域的氨基酸产品。但是，新技术和新产品的研发存在周期较长、投资较大的固有风险，虽然本公司已构建了较为成熟的技术研发体系，聘请了专业的研发人才，但不排除新产品研发失败的可能。此外，新产品研发成功后能否迅速导入市场取决于公司销售能力及下游应用市场等多重内外部因素，能否尽快实现经济效益存在不确定性。若公司未来不能准确把握技术发展趋势，不能降低产品和技术研发中的各种风险，可能面对新产品开发失败、或不能按计划及时推出新产品、或产品不符合市场需求的风险，将对公司经营造成不利影响。

新产品注册风险：氨基酸原料药产品必须经过质量管理体系考核和注册审批等阶段，才能获得国家药品监督管理局等监管部门颁发的产品注册证书。由于监管法规处于不断调整过程中，存在未来个别产品不能及时注册的可能性，进而导致相关产品不能上市销售的风险。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	507	462	531	559	621
现金	311	56	65	80	93
应收票据及应收账款	80	70	107	109	141
其他应收款	4	7	6	10	9
预付账款	3	5	4	7	6
存货	63	59	82	87	107
其他流动资产	47	266	266	266	266
非流动资产	243	342	357	380	393
长期股权投资	4	4	6	8	9
固定资产	40	69	111	146	170
无形资产	23	23	26	30	31
其他非流动资产	175	245	213	196	182
资产总计	750	804	888	938	1014
流动负债	158	138	180	192	224
短期借款	10	0	6	2	3
应付票据及应付账款	116	96	150	145	193
其他流动负债	32	42	24	46	28
非流动负债	5	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	6	6	6	6
负债合计	163	143	186	198	230
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	62	78	78	78	78
资本公积	396	431	431	431	431
留存收益	128	152	186	222	273
归属母公司股东权益	587	660	702	740	784
负债和股东权益	750	804	888	938	1014

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	128	41	49	95	90
净利润	53	43	57	71	85
折旧摊销	7	6	12	18	24
财务费用	-2	-6	-2	-4	-5
投资损失	-3	-2	-3	-2	-3
营运资金变动	45	-26	-22	2	-20
其他经营现金流	29	26	7	9	9
投资活动现金流	-34	-304	-30	-47	-43
资本支出	67	105	25	39	36
长期投资	28	-203	-2	-2	-1
其他投资现金流	5	5	-4	-6	-5
筹资活动现金流	146	22	-14	-29	-36
短期借款	10	-10	6	-4	1
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	16	15	0	0	0
资本公积增加	230	35	0	0	0
其他筹资现金流	-109	-18	-20	-25	-37
现金净增加额	241	-238	4	19	11

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	389	339	399	488	565
营业成本	262	236	273	328	375
营业税金及附加	2	1	2	3	3
销售费用	10	12	14	18	21
管理费用	30	25	25	33	40
研发费用	20	18	20	25	29
财务费用	-2	-6	-2	-4	-5
资产和信用减值损失	-0	-4	-1	-1	-1
其他收益	5	7	5	7	6
公允价值变动收益	-11	-7	-7	-8	-8
投资净收益	3	2	3	2	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	64	51	67	84	101
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	64	51	67	84	100
所得税	10	8	10	13	16
净利润	53	43	57	71	85
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	53	43	57	71	85
EBITDA	69	53	77	100	122
EPS (元)	0.69	0.55	0.73	0.92	1.09

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.7	-12.9	17.8	22.2	15.8
营业利润(%)	-14.1	-19.9	30.8	25.2	19.8
归属于母公司净利润(%)	-17.0	-19.8	33.2	24.8	19.4
获利能力					
毛利率(%)	32.7	30.5	31.6	32.8	33.5
净利率(%)	13.7	12.6	14.3	14.6	15.0
ROE(%)	9.1	6.5	8.1	9.6	10.8
ROIC(%)	8.7	5.9	7.9	9.4	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	21.7	17.8	20.9	21.1	22.7
净负债比率(%)	-50.6	-7.6	-7.8	-9.9	-10.8
流动比率	3.2	3.4	3.0	2.9	2.8
速动比率	2.8	2.6	2.2	2.2	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	5.2	4.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	3.3	7.3	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.55	0.73	0.92	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.53	0.63	1.23	1.16
每股净资产(最新摊薄)	7.56	8.50	9.04	9.53	10.09
估值比率					
P/E	37.5	46.7	35.1	28.1	23.6
P/B	3.4	3.0	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	24.2	32.6	22.4	17.1	13.9

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

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，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。

分析师介绍

姓名：吴春红

从业经历：中南民族大学金融管理学硕士，17 年证券从业经验，2009 年入职江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，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，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。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“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。