

海昇药业 (920656.BJ)

2025年11月18日

投资评级：增持（首次）

磺胺链原料药龙头优势稳固，获 CEP/PMDA 认证打开高端市场空间

——北交所首次覆盖报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/11/17
当前股价(元)	18.40
一年最高最低(元)	28.38/15.20
总市值(亿元)	18.40
流通市值(亿元)	5.96
总股本(亿股)	1.00
流通股本(亿股)	0.32
近3个月换手率(%)	364.27

● 磺胺产业链原料药龙头竞争力领先，2025年前三季度营收净利润双增

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，是行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。公司于2016年被评为国家高新技术企业并延续至今。公司2025年前三季度营收与归母净利润双增，实现营业收入1.64亿元，同比增长40.89%；归属于上市公司股东的净利润达4905万元，同比增长47.16%。募投项目将继续发挥产业链深度与由此积攒的毛利率优势，同时进一步向医药原料药领域拓展。我们预计公司2025-2027年的归母净利润分别为0.66/0.76/0.87亿元，对应EPS分别为0.66/0.76/0.87元/股，对应PE为27.9/24.3/21.2X，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 公司壁垒深厚，凭借高技术水平切入高附加值人用原料药领域

公司凭借自身较强的技术优势和优良的产品品质，在业界树立了良好的口碑，与主要客户合作历史较长，客户关系稳定，已建立起深厚的客户资源壁垒。公司近年向医药原料药领域进一步拓展。2024年公司获得由国家药品监督管理局核准签发的化学原料药苯溴马隆上市申请批准通知书；公司塞来昔布原料药通过日本PMDA认证。2025年5月，公司获得由国家药品监督管理局核准签发的化学原料药甲硫酸新斯的明上市申请批准通知书；6月，公司产品苯溴马隆取得欧洲药品质量管理局签发的原料药欧洲药典适用性证书（CEP证书）。

● 监管要求升级下竞争格局有望改善，“禁抗”“减抗”政策对公司影响较小

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%。随着药品管理政策不断完善、新版兽药GMP等监管要求不断升级落地，研发实力强、生产管理规范的大型生产企业具备竞争优势，原料药市场集中度有望提升，市场竞争格局有望得到改善。2020年-2023H1，公司兽药原料药下游产品属于国内“减抗”政策影响产品范围的主要为用于境内销售的ST系列及SPZ，期间公司两类产品的合计境内销售收入金额及占比较小。国内“禁抗”及“减抗”政策对公司所处细分市场空间影响较小。

● 风险提示：市场竞争风险、客户集中风险、原材料价格波动风险**财务摘要和估值指标**

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	215	166	226	269	324
YOY(%)	-18.7	-22.7	36.0	19.1	20.5
归母净利润(百万元)	85	51	66	76	87
YOY(%)	-24.8	-40.1	29.9	15.1	14.5
毛利率(%)	52.7	40.0	40.0	40.2	40.1
净利率(%)	39.4	30.5	29.2	28.2	26.8
ROE(%)	29.8	7.8	9.4	10.0	10.6
EPS(摊薄/元)	0.85	0.51	0.66	0.76	0.87
P/E(倍)	21.7	36.3	27.9	24.3	21.2
P/B(倍)	6.5	2.8	2.6	2.4	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 看点:关键中间体自产, 提前布局高附加值产业.....	4
1.1、 看点一: 技术实力不断精进, 客户壁垒带来细分领域竞争优势.....	6
1.1.1、 不断提升技术实力, 先进设备为产品的质量控制、研发等提供有力保证.....	6
1.1.2、 细分行业保持竞争优势, 具备深厚的客户壁垒.....	7
1.1.3、 以销定产, 全部直销销售获取更高利润.....	8
1.2、 看点二: 进军人用医药原料药领域, 布局高附加值产业.....	8
1.3、 看点三: 兽药原料药市场呈现积极态势.....	10
1.4、 看点四: 2025 年业绩回升, 2025Q1-3 营收同增长 40.89%	12
2、 行业: 下游发展良好, 新版兽药 GMP 提高行业集中度.....	13
2.1、 新版兽药 GMP 实施将提高行业集中度	14
2.2、 兽药行业: 2016-2021 年我国兽药原料药产销额 CAGR 达 11.09%	16
2.3、 医药原料药: 2020-2026 年全球原料药市场规模预测 CAGR 为 5.84%	19
2.4、 抗微生物药市场规模持续增长, 公司受“禁抗”“减抗”影响较少	19
2.5、 2025 年下游养殖行业景气度提升	21
3、 估值对比: 可比公司 PETTM 均值 31.1X.....	23
4、 风险提示	24
附: 财务预测摘要	25

图表目录

图 1: 2022-2025 原料药在营收中占比 (百万元)	6
图 2: 对比可比公司, 公司毛利率较高 (%)	6
图 3: 公司拥有各种先进设备为产品的质量控制、研发等提供有力的保证	7
图 4: 2025 年 9 月中国兽药原料药市场开始反弹	10
图 5: 2025 年 9 月起各主流兽药品类涨多跌少	11
图 6: 2025 年前三季度动物疫苗及兽药行业整体处于上行阶段	11
图 7: 2025 年前三季度实现营业收入 1.64 亿元 (万元)	12
图 8: 2025 年前三季度归母净利润同比 +47.16% (万元)	12
图 9: 公司 2025 前三季度毛利率有所回升 (%)	12
图 10: 2025 年 Q1-3 公司期间费用率为 9.65% (%)	13
图 11: 完整的化学制药产业链由基础化工原料、中间体等生产环节构成	14
图 12: 农业农村部发布新版兽药 GMP	15
图 13: 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	16
图 14: 2016-2021 年我国兽药原料药产业销售额年复合增长率为 11.09% (亿元)	18
图 15: 2018-2021 年抗微生物药的市场规模年复合增长率为 15.99% (亿元)	19
图 16: 受影响兽药原料药产品合计占比小于主营 5%	20
图 17: 受影响系列外销出口占比较高	20
图 18: “高产能、弱消费”矛盾下, 禽肉价格低位运行	22
图 19: 自 2024 年 5 月份以来, 生猪养殖大部分时间保持盈利	22
图 20: 2018-2023 年单只生猪防疫费用的 CAGR 为 7.79%	23

表 1: 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	4
---	---

表 2: 公司主要兽药原料药产品应用领域广泛.....	5
表 3: 公司在细分行业保持竞争优势	7
表 4: 公司全部通过直销销售, 不涉及对贸易商的市场推广支出补偿, 相应毛利率会相对更高	8
表 5: 公司三项医药原料药认证获得进展	9
表 6: 公司募投项目调整更多资金投入医药原料药技改项目 (元)	9
表 7: 募投新增品种具有良好市场空间	10
表 8: 2024 年度公司前五大客户收入占比为 43.84%	13
表 9: 兽药 GMP 修订后可以更好地保障动物源食品安全和公共卫生安全	15
表 10: 2021 年化学药品占全球兽药市场总销售额比例最大 (亿美元)	17
表 11: 从市场结构来看, 2021 年我国兽药市场结构与全球兽药市场类似 (亿元)	17
表 12: 2021 年我国兽药原料药市场抗微生物药占最大份额 (亿元)	17
表 13: 2021 年我国兽药原料药出口以抗微生物药为主 (亿元)	17
表 14: 截至 2021 年末全国兽药原料药生产企业中大型企业占比较低 (户, 亿元)	18
表 15: 政策非直接影响, 需要经过下游产品传导	20
表 16: 8 项研发中 2 项属于“减抗”, 但拟用于出口	21
表 17: 可比公司 PE TTM 均值为 31.14X.....	24

1、看点:关键中间体自产, 提前布局高附加值产业

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。公司自设立以来,逐步成长为以抗微生物和抗寄生虫为核心的兽药原料药、以解热镇痛和抗菌为核心的医药原料药的生产企业,形成了兽药原料药和医药原料药同步发展的优势。

公司是行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,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;既生产磺胺氯达嗪钠、磺胺噻唑系列、磺胺氯吡嗪钠等兽药原料药,又生产结晶磺胺、塞来昔布等医药原料药,还生产对乙酰氨基基苯磺酰氯等中间体。

随着公司近年的发展,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苯溴马隆、布比卡因等品种;在中间体领域增加了4-氯邻苯二甲酸等品种。

公司自成立以来始终高度重视产品质量,据公司招股说明书披露,公司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、酰磺胺噻唑、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基苯磺酰氯取得欧盟 REACH 认证。

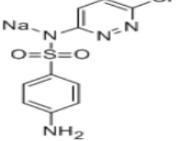
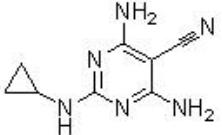
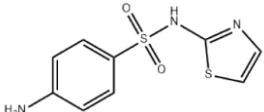
据公司 2024 年年报,2024 年公司获得由国家药品监督管理局核准签发的化学原料药苯溴马隆上市申请批准通知书;公司塞来昔布原料药通过日本 PMDA 认证。

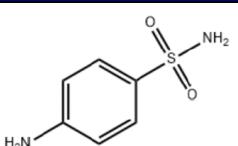
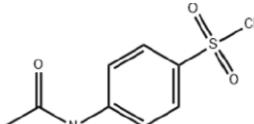
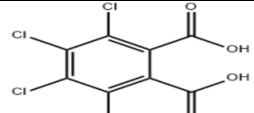
据公司 2025 年半年报,2025 年 5 月,公司获得由国家药品监督管理局核准签发的化学原料药甲硫新斯的明上市申请批准通知书;2025 年 6 月,公司产品苯溴马隆取得欧洲药品质量管理局签发的原料药欧洲药典适用性证书 (CEP 证书)。

凭借高标准的质量控制体系以及强执行力的质量控制措施,公司始终保持较好的产品质量管理效果,产品质量在行业客户群体中建立了良好的口碑。

公司主要产品分类明细和功能用途如下表所示。

表1: 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

产品类别	产品名称	分子式	用途
兽药原料药	SPDZ		磺胺类兽药原料药,通过抑制四氢叶酸转换为叶酸过程干扰氨基苯甲酸(PABA)的生物合成从而抑制细菌的复制,具有广谱的抗菌作用,能抵抗革兰氏阳性和革兰氏阴性菌,用于治疗各类球虫病、畜禽(猪、鸡)大肠杆菌和巴氏杆菌感染
	DCLL		非磺胺类兽药原料药,是一种通过干扰昆虫表皮形成而致效的新型昆虫生长调节剂 (IGRs),强调对害虫种群进行控制和调节,并可选择性地防治害虫;对双翅目昆虫和蚤有高度灭杀作用,可阻止各种蝇、蚊及蚤的幼虫发育成蛹虫和成虫
	ST		磺胺类兽药原料药,用于治疗肺炎球菌、脑膜炎双球菌、淋球菌和溶血性链球菌的感染

产品类别	产品名称	分子式	用途
医药原料药	C-SN		磺胺类医药原料药，通过干扰病原微生物所需核酸的合成，使细菌缺乏营养而停止生长、发育和繁殖，从而起到对包括溶血性链球菌、脑膜炎奈瑟菌、葡萄球菌等革兰阳性及阴性菌在内的细菌抑制的作用
中间体	ASC		多种磺胺类原料药生产所需的中间体，如 ST 系列、SPDZ、SPZ、SMM (Na)、SDM (Na) 等
	4-CPA		中间体，一种用于合成高性能聚合物 BPDA 的主要原材料，最终用于手机、电脑屏幕等高端材料的制造

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司主要兽药原料药产品已覆盖猪、鸡、牛、羊、鱼等主要畜牧养殖动物品种，应用领域广泛。

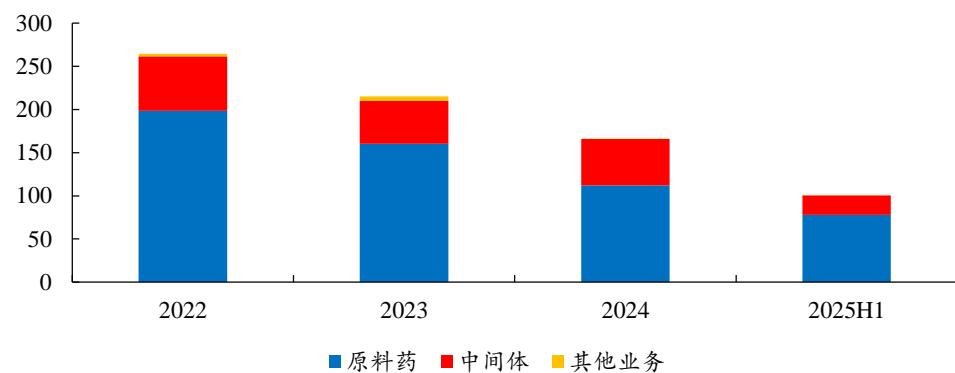
表2：公司主要兽药原料药产品应用领域广泛

产品大类	产品名称	下游应用领域
	SPDZ	具有广谱的抗菌作用，能抵抗革兰氏阳性和革兰氏阴性菌，用于治疗各类球虫病、畜禽（猪、鸡）大肠杆菌和巴氏杆菌感染
兽药原料药	DCLL	是一种新型昆虫生长调节剂 (IGRs)，强调对害虫种群进行控制和调节，并可选择性地防治害虫；对双翅目昆虫和蚤有高度灭杀作用，可阻止各种蝇、蚊及蚤的幼虫发育成蛹虫和成虫
	ST 系列	用于治疗肺炎球菌、脑膜炎双球菌、淋球菌和溶血性链球菌的感染，包括 ST、ST-Na 和 PST
医药原料药	C-SN	对包括溶血性链球菌、脑膜炎奈瑟菌、葡萄球菌等革兰阳性及阴性菌在内的细菌抑制的作用
中间体	ASC	多种磺胺类原料药生产所需的中间体，如 ST 系列、SPDZ、SPZ、SMM (Na)、SDM (Na) 等
	4-CPA	一种用于合成高性能聚合物 BPDA 的主要原材料，最终用于手机、电脑屏幕等高端材料的制造

资料来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

公司自设立以来即专注于兽药原料药、医药原料药及中间体领域，业务保持稳定发展趋势。2022-2025H1，原料药为公司主要营收来源。

图1：2022-2025H1 公司原料药在营收中占比较高（百万元）

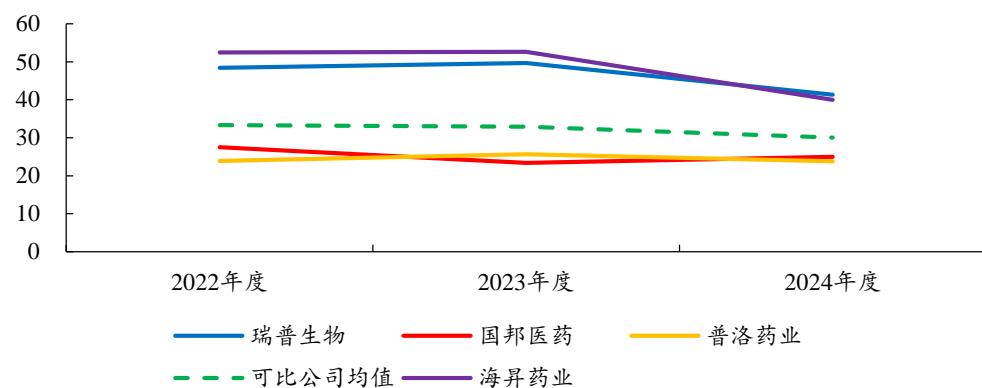


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、看点一：技术实力不断精进，客户壁垒带来细分领域竞争优势

2022-2024 年度，公司毛利率分别为 52.47%、52.67%、39.99%，均高于可比公司均值。

图2：对比可比公司，公司毛利率较高（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.1、不断提升技术实力，先进设备为产品的质量控制、研发等提供有力保证

作为化学药品原料药制造公司，公司不断加大研发投入，并在生产过程中对环保、安全始终保持高度重视。公司于 2016 年被评为国家高新技术企业并延续至今；2017 年被浙江省科学技术厅评为省级高新技术企业研究开发中心；2019 年度、2020 年度、2021 年度连续三年荣获“年度环境保护管理工作先进企业”、“衢州市安全生产联合会会员单位”等荣誉；2022 年被浙江省经济和信息化厅评定为浙江省专精特新中小企业。

公司的研发团队，具有丰富的化学合成经验，擅长磺化、氯化、缩合、环合、水解、溴化、重氮化、氧化、酯化、氢化、格氏反应等多种反应。公司建有 3000 平方米的分析实验大楼，500 平方米带 10 万级洁净区的中试车间，形成从研发到扩大的生产能力。

以执业药师、高级化学分析师带领下组成的 QA、QC 团队，机构健全、业务熟悉、GMP 意识强，有着丰富的质量管理产品认证、注册经验。硬件设施建有 800 平方米的 QA、QC 中心，拥有 IR、UV、HPLC、GC 等各种先进的分析、检测设备为产品的质量控制、研发等提供有力的保证。主要设备 60 多台，其中包括 GC 7 台、HPLC 14 台，日本原装岛津液相色谱仪、安捷伦、赛默飞等品牌仪器。

图3：公司拥有各种先进设备为产品的质量控制、研发等提供有力的保证



资料来源：公司官网

1.1.2、细分行业保持竞争优势，具备深厚的客户壁垒

截至 2023H1，公司主要产品所处细分行业的竞争情况如下表所示。

表3：公司在细分行业保持竞争优势

产品名称	竞争情况
ASC	**
ST 系列	国内取得兽药原料药 ST 系列产品批准文号的企业有 3 家
SPDZ	国内取得兽药原料药 SPDZ 产品批准文号的企业有 11 家
C-SN	国内取得医药原料药 C-SN 产品批准文号的企业有 2 家
DCLL	**
4-CPA	**

资料来源：公司三轮问询回复、开源证券研究所（注：原料药批文数据取自国家兽药基础数据库和国家药品监督管理局网站。）

由于原料药的最终产品直接关系到使用者的食品安全和生命安全，引发的事故可能导致极高的赔付成本，制药生产企业在原料药和中间体的采购方面非常关注产品质量，对供应商产品品质和供货稳定性有很高的要求，在确定供应商前会对候选者进行严格、慎重的考察、遴选。对于一款特定的原料药或中间体，在实现成品稳定供货之前，为满足下游客户对产品质量的要求，可能需要开展长达数年的生产工艺验证，在过程中双方需要反复就产品技术标准和工艺细节进行磋商讨论。因此，合作关系的最终确定意味着客户也已同样耗费了大量时间精力，因而一旦确定供应商后，除非面临重大变动，一般不会更换供应商。

公司凭借自身较强的技术优势和优良的产品品质，在业界树立了良好的口碑，与主要客户合作历史较长，客户关系稳定，已建立起深厚的客户资源壁垒。

公司具备深厚的客户资源壁垒，使得同行业竞争对手较难进入公司主要产品市场并成为相关客户的合格供应商。因此公司具备产品议价优势，可获得较好的产品毛利率。

1.1.3、以销定产，全部直销销售获取更高利润

公司以销定产，结合计划生产的方式，销售模式为直销。

表4：公司全部通过直销销售，不涉及对贸易商的市场推广支出补偿，相应毛利率会相对更高

公司名称	产销模式	产品类型	应用领域	客户结构	品牌知名度
瑞普生物	公司采用订单导向加需求预见的生产模式，公司销售模式按照销售对象及方式的不同，分为大客户直销、经销商渠道和政府招标采购	兽用生物制品、原料药、制剂	兽用领域	大客户直销、经销商渠道及政府采购	公司与多家头部大型养殖集团建立了长期稳定的合作关系。产品质量在国内知名养殖集团中得到广泛认可，“瑞普”品牌在业内具有很高的知名度和美誉度。
国邦医药	生产计划部门根据销售部门产品计划及产品库存情况编制生产计划；	原料药、中间体、制剂、动保添加剂	医用和动物保健品领域	直接销售、医药贸易商、客户代理商	公司建有全球销售网络，产品销往全球 6 大洲、115 个国家及地区，销售客户 3,000 余家，其中包括拜耳、礼蓝、雅培、诺华等全球知名的制药企业。
普洛药业	采购与销售联动，仓储部门根据生产计划和存货结余制定采购计划；销售模式分为直销和代销	原料、中间体、制剂、CDMO	医用和兽用领域	直销、代销	公司销售网络，覆盖北美洲、欧洲、亚洲、南美洲、非洲以及国内各大中型城市，产品远销 70 余个国家和地区。原料药的国内市场除青海、西藏外已覆盖其他所有的省份，国外市场主要分布于欧洲、俄罗斯、北美、东亚日韩、南亚印巴、东南亚、南美等区域。
齐晖医药	采用以销定产结合安全库存的生产模式，公司销售为直销模式	原料药、中间体、制剂、动保添加剂	兽用和医用领域	生产型客户和贸易型客户	公司的产品获得全球多家知名国际大型动物企业的认可，产品最终使用客户包括硕腾、默沙东、礼蓝、维克、杨森等企业，广泛覆盖欧洲、亚洲、北美洲、南美洲等多个国家或地区。
海昇药业	采取以销定产，结合计划生产的方式，销售模式为直销	原料、中间体	兽用和医用领域	生产商和贸易商客户	公司产品覆盖欧洲、大洋洲、亚洲、南美洲等境外市场，稳定的向 ELANCO、CHORI、NUTRIEN、FARMABASE 等行业内知名境外客户进行供货，并与鲁抗医药、温氏股份、中牧股份、双胞胎、九洲药业、回盛生物、江苏天和等国内大型制药公司、养殖企业客户保持紧密合作。

资料来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

1.2、看点二：进军人用医药原料药领域，布局高附加值产业

公司传统业务以兽药原料药为主导，近年来逐步拓展至人用医药原料药领域。

2025 年 5 月，公司获得由国家药品监督管理局核准签发的化学原料药甲硫酸新斯的明上市申请批准通知书。

甲硫酸新斯的明注射液是国家医保甲类产品。根据米内网数据，2024 年新斯的明在中国城市和县级公立医院的销售规模约为 79,118 万元人民币。

2025年6月，公司产品苯溴马隆取得欧洲药品质量管理局签发的原料药欧洲药典适用性证书（CEP证书）。

2024年公司获得由国家药品监督管理局核准签发的化学原料药苯溴马隆上市申请批准通知书；公司塞来昔布原料药通过日本PMDA认证。

表5：公司三项医药原料药认证获得进展

产品名称	产品用途
甲硫酸新斯的明	一种胆碱酯酶抑制剂，主要用于缓解重症肌无力（一种自身免疫性神经肌肉疾病）的症状，如肌无力，眼睑下垂，吞咽困难、手术后的腹气胀、尿潴留，亦用于视神经萎缩及神经炎等。
苯溴马隆	一种尿酸盐转运体1（URAT1）抑制剂，通过抑制肾小管尿酸重吸收来促进尿酸排泄，临幊上主要用于原发性和继发性高尿酸血症、各种原因引起的痛风以及痛风性关节炎非急性发作期的治疗。
塞来昔布	一种选择性非甾体抗炎镇痛药，用于缓解骨关节炎、成人类风湿关节炎和强直性脊柱炎的症状和体征，以及治疗成人急性疼痛。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

上述进展进一步丰富公司的产品线，有利于拓展公司原料药产品销售提升，并提升公司在化学原料药领域的市场竞争力。

同时，公司募投项目调整更多资金投入医药原料药技改项目。2025年4月公司发布公告调整募集资金用途：原计划投入的磺胺氯达嗪钠、3,6-二氯哒嗪项目，因市场供需失衡导致价格持续低位运行，且医药原料药吉西他滨面临需求不足的挑战，故拟将相关资金转向年产150吨氯甲环酸产品的建设；同时，公司计划依托现有在建厂房，新增年产150吨地奥司明及年产150吨甲基橙皮苷两条生产线，进一步丰富医药原料药产品矩阵。

表6：公司募投项目调整更多资金投入医药原料药技改项目（元）

序号	原定募集资金用途	变更前拟投资金额	变更后募集资金用途	变更后拟投资金额
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吨对肼基苯磺酰胺盐酸盐（4-SAPH）、吨苯溴马隆、3吨布比卡因、3吨吉西他滨技改项目	316,461,824.53	年产200吨塞来昔布（塞利克西）（CELB）技改扩建；200吨对肼基苯磺酰胺盐酸盐（4-SAPH）、3吨苯溴马隆、3吨布比卡因技改项目；新增年产150吨氯甲环酸产品技改项目	241,510,274.53
2	-	-	新增年产150吨地奥司明、150吨甲基橙皮苷产品技改项目	74,951,550.00
合计	-	316,461,824.53	-	316,461,824.53

数据来源：公司公告、开源证券研究所

中国是世界上原料药的优势国家，根据国家发改委发布的《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016版）及其修订意见稿、国家统计局发布的《战略性新兴产业分类（2018）》，化学药品与原料药制造均为国家战略性新兴产业，是国家鼓励的产业类别。

表7：募投新增品种具有良好市场空间

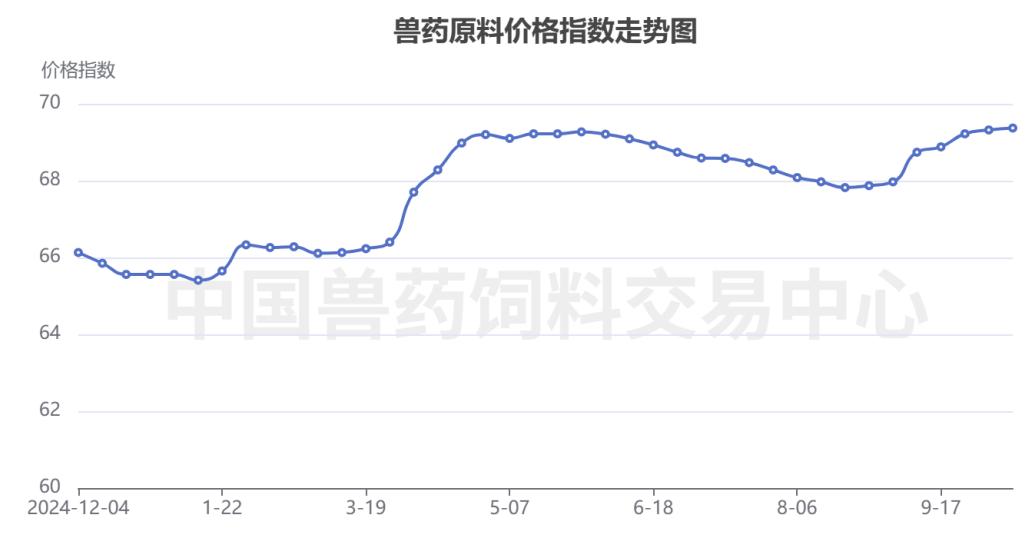
产品名称	产品用途
氨甲环酸	是一种抑制纤溶系统的药物，具有止血、抗过敏、消炎的作用。近几年以来，氨甲环酸因可以增加皮肤活性，抑制黑色素沉淀，在化妆品美白、牙膏上广泛应用，需求量大幅上升。2023 年出口量达到 795 吨，国内消耗量在 500 吨/年以上，需部分进口才能满足国内需求。市场上升空间很大。
地奥司明	增加静脉张力性药物和血管保护剂。全球消耗量每年在万吨以上，目前欧美市场主要由欧洲的公司供应，国内生产地奥司明的主要原料橙皮苷产能、厂家多，但符合 GMP 要求生产地奥司明的厂家基本上没有，大多公司以粗加工出口橙皮苷为主。随着老龄化比例的进一步提高，地奥司明市场的需求逐年提升。
甲基橙皮苷	主要用于美白祛斑和与维生素 C 配合使用，具有很强的抗病毒和抗菌作用。在医美、营业保健、医疗上应用广泛，市场前景很好。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

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%。公司所处行业市场容量不断扩大，未来将持续保持快速增长趋势。

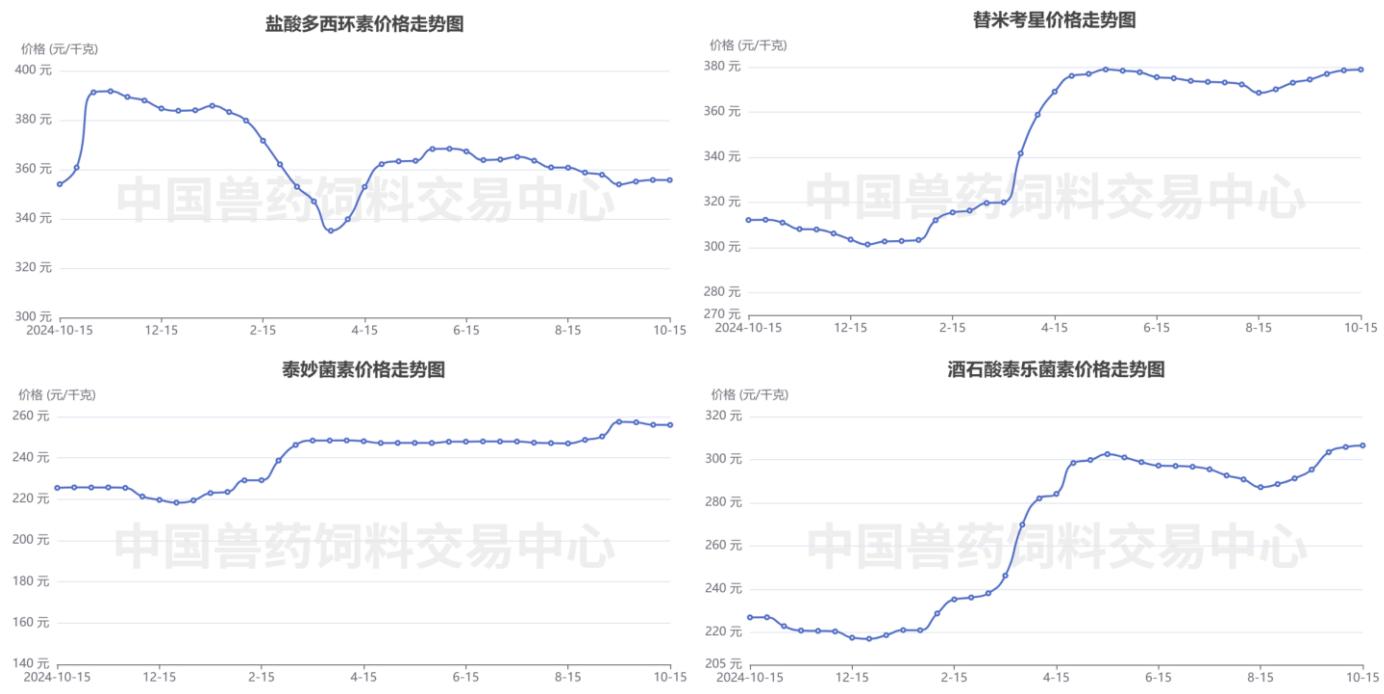
1.3、看点三：兽药原料药市场呈现积极态势

2025 年 9 月，兽药原料药市场摆脱之前的弱势阴跌，开启明显的反弹模式。

图4：2025 年 9 月中国兽药原料药市场开始反弹


资料来源：中国兽药饲料交易中心

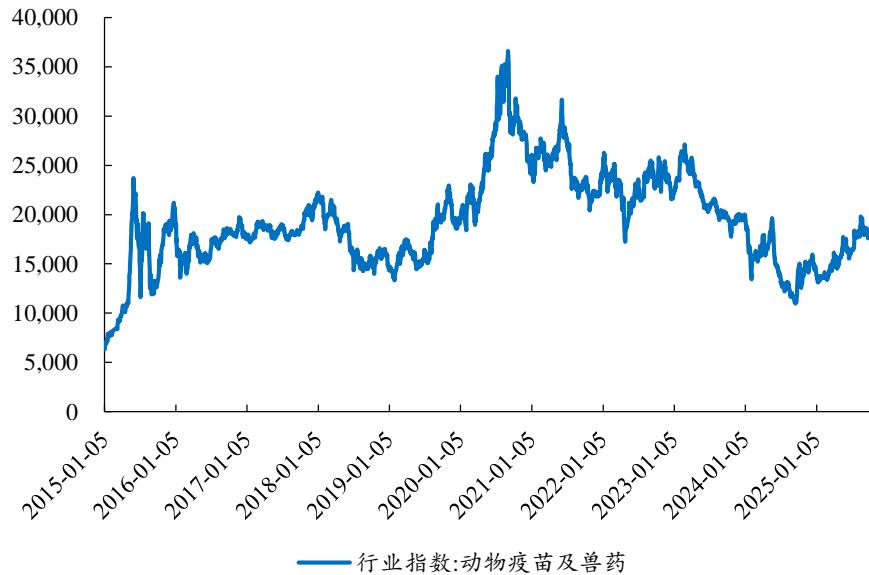
2025 年 9 月起各主流兽药品类涨多跌少，市场格局呈现积极态势。部分产品如酒石酸泰乐菌素价格从 2024 年 12 月 25 日的 217.03 元/千克，回升至 2025 年 10 月 15 日的 305.67 元/千克，上升幅度约为 40.84%。

图5：2025年9月起各主流兽药品类涨多跌少


资料来源：中国兽药饲料交易中心

总体来看兽药原料药板块已进入触底回升期，核心驱动因素包括供需结构改善和下游养殖需求复苏。据公司2025年半年报，公司SPDZ产品受下游养殖景气度提升影响，销量同比增加，销售单价略有上升；其他产品总体稳定。

从动物疫苗及兽药的行业指数来看，该行业自2021年峰值后开始下降，2024年处于相对低位，而后出现回升迹象。截至2025年10月16日，2025年前三季度动物疫苗及兽药行业整体处于上行阶段。

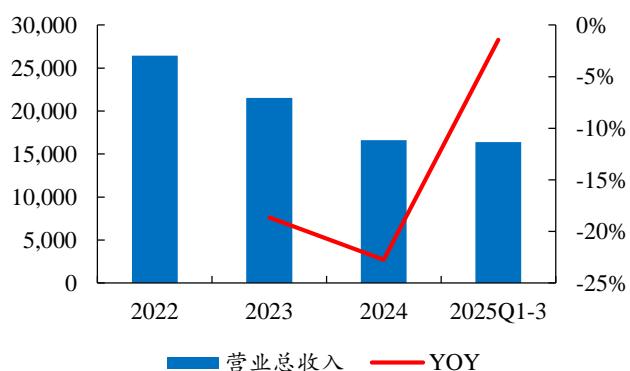
图6：2025年前三季度动物疫苗及兽药行业整体处于上行阶段


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至2025年10月16日）

1.4、看点四：2025年业绩回升，2025Q1-3 营收同增长 40.89%

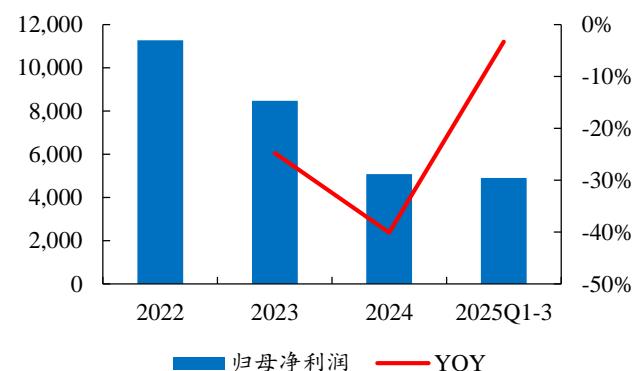
公司 2023-2024 年度业绩下滑，利润承压，2025 年有所好转。公司 2025 年前三季度实现营业收入 1.64 亿元，同比增长 40.89%；归属于上市公司股东的净利润达 4905 万元，同比增长 47.16%，扣非净利润增速为 38.70%。

图7：2025年前三季度实现营业收入 1.64 亿元（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

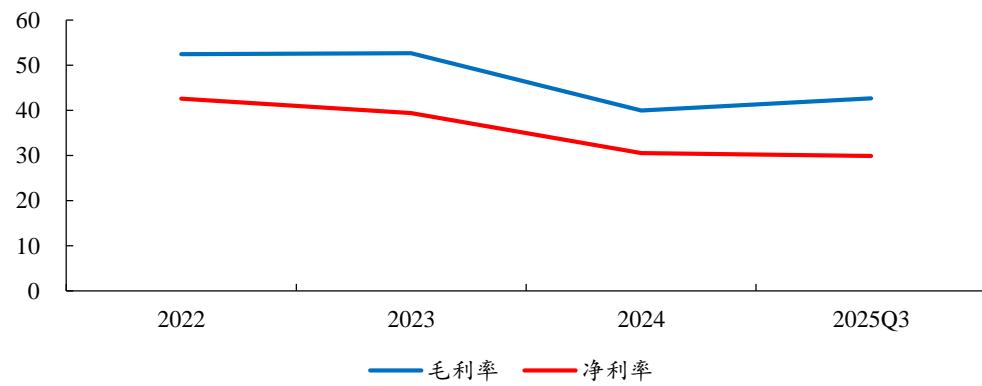
图8：2025年前三季度归母净利同比+47.16%（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年 Q1-3，公司毛利率约为 42.70%，对比 2024 年毛利率有所回升；净利率约为 29.94%，基本维持 2024 年水平。

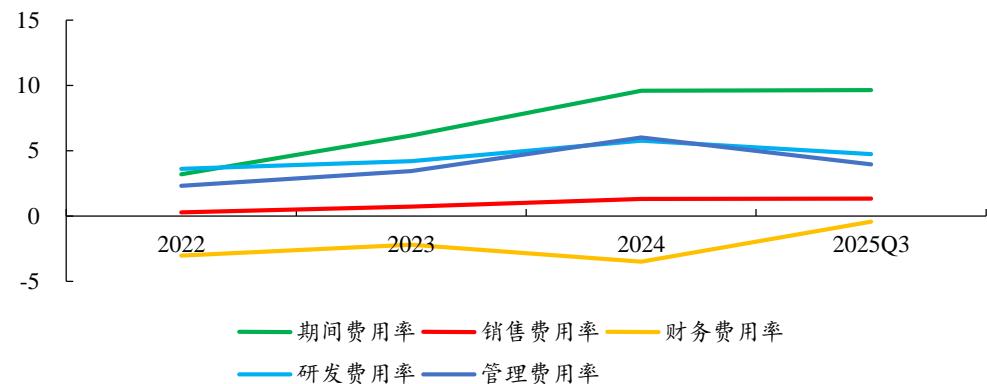
图9：公司 2025 前三季度毛利率有所回升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年 Q1-3，公司管理费用率下降，销售费用率上升，整体费用控制良好。

图10：2025年Q1-3公司期间费用率为9.65%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从客户结构来看，2024年公司前五大客户收入占总营收的43.84%，对比2023年度有所下降。公司积极拓展市场，客户结构优化，抗风险能力提升。

表8：2024年度公司前五大客户收入占比为43.84%

年份	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比（%）
2024 年度	客户一	18,549,504.39	11.16
	客户二	18,419,668.16	11.08
	客户三	16,861,811.05	10.14
	客户四	10,876,283.18	6.54
	客户五	8,174,181.42	4.92
合计		72,881,448.2	43.84
2023 年度	客户一	58,263,090.17	27.09
	客户二	18,724,557.52	8.70
	客户三	17,320,405.24	8.05
	客户四	15,811,061.84	7.35
	客户五	13,544,127.9	6.30
合计		123,663,242.67	57.49

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：下游发展良好，新版兽药GMP提高行业集中度

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。根据《国民经济行业目录》(GB/T4754-2017)，公司所属行业为医药制造业(C27)，所属细分行业为化学药品原料药制造(C2710)。

原料药是由化学合成、植物提取或生物技术所制备而成的各种药用粉末、结晶、浸膏等，是用于进一步生产各类制剂的原料药物，是制剂中的有效成份。化学原料药指通过化学合成所制备的药物活性成份，是用于生产化学药品制剂的主要原材料，无法直接使用，需经进一步加工制成药品制剂。

根据产品终端应用领域可细分为兽药原料药和医药原料药，其中：

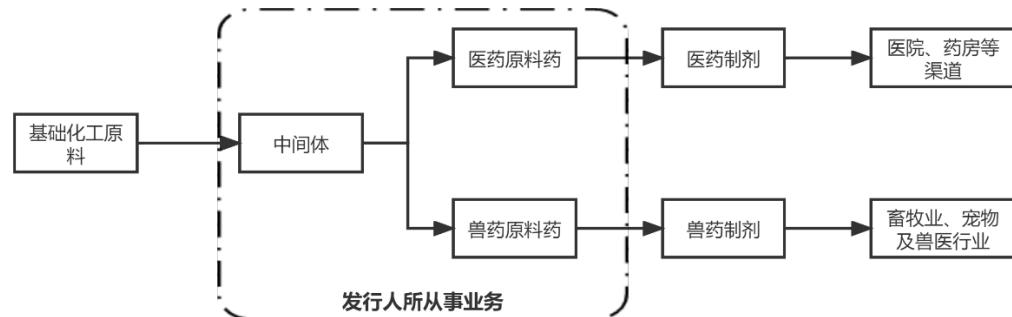
(1) **兽药原料药后续加工成为兽药**。根据《兽药管理条例》，兽药是指用于预防、治疗、诊断动物疾病或者有目的地调节动物生理机能的物质（含药物饲料添加剂）。

(2) **医药原料药后续加工成为药品**。根据《中华人民共和国药品管理法》，药品是指用于预防、治疗、诊断人的疾病，有目的地调节人的生理机能并规定有适应症或者功能主治、用法和用量的物质。

中间体是用于原料药合成工艺过程的中间产品，是生产原料药的关键原料。中间体无需药品生产许可证、药品批准文号和 GMP 证书等，但由于主要应用于药品的合成，其产品规格、质量需满足较高的要求，下游客户通常需要进行严格的审计确认才会进行采购。

从基础化工原料制成化学药品制剂需要经过复杂的化学、物理工艺过程，公司所从事的原料药及中间体的生产集中了主要的合成工序和技术环节，是化学制药产业发展的前提和重要保障。

图11：完整的化学制药产业链由基础化工原料、中间体等生产环节构成



资料来源：公司招股说明书

2.1、新版兽药 GMP 实施将提高行业集中度

兽药生产质量管理规范（兽药 GMP）是兽药生产管理和质量控制的基本要求和准则，是世界各国对兽药生产全过程监督管理普遍采用的法定技术规范。兽药生产是一个十分复杂的过程，涉及到许多环节和管理，任何一个环节疏忽都有可能导致产品质量问题。为加强兽药生产质量管理，2002 年，原农业部实施了兽药 GMP。通过实施兽药 GMP，从人员、厂房、设备、物料、文件、生产过程、产品销售、自检等全过程、全方位规范兽药生产行为，确保兽药产品质量安全，对促进兽药行业健康发展、维护动物产品质量安全发挥了重要作用。

2020 年 4 月 21 日农业农村部发布《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》（新版兽药 GMP），新版兽药 GMP 实施后有效遏制低水平重复建设，提高产业集中度，提升产品质量控制水平，更好地保障动物源食品安全和公共卫生安全。

图12：农业农村部发布新版兽药 GMP

索引号 07B260401202000336 信息所属单位 畜牧兽医局

信息名称 农业农村部办公厅关于印发《兽药生产质量管理规范检查验收评定标准（2020年修订）》的通知

文号 农办牧〔2020〕34号 生效日期 2020年07月13日 发布日期 2020年07月16日

内容概述 为做好新版兽药GMP检查验收工作，依据《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》（农业农村部令2020年第3号）及其配套文件（农业农村部公告第292号），我部组织制定了兽药生产质量管理规范检查验收评定标准。

农业农村部办公厅关于印发《兽药生产质量管理规范检查验收评定标准（2020年修订）》的通知

发布时间：2020年07月16日 字体：[大 中 小]

各省、自治区、直辖市农业农村（农牧、畜牧兽医）厅（局、委），新疆生产建设兵团农业农村局：

为做好新版兽药GMP检查验收工作，依据《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》（农业农村部令2020年第3号）及其配套文件（农业农村部公告第292号），我部组织制定了兽药生产质量管理规范检查验收评定标准。现印发给你们，请遵照执行。

附件:1.兽药生产质量管理规范检查验收评定标准（生物制品类，2020年修订）
2.兽药生产质量管理规范检查验收评定标准（化药、中药类，2020年修订）

农业农村部办公厅
2020年7月13日

资料来源：农业农村部

新版兽药 GMP 主要涉及修订内容如下表所示。

表9：兽药 GMP 修订后可以更好地保障动物源食品安全和公共卫生安全

序号	主要修订内容
1	优化结构，细化内容，提高指导性和可操作性。新版兽药 GMP 共 13 章 287 条，而原兽药 GMP 仅 95 条。各章分节编写，对各项要求尽可能细化，便于使用者理解掌握。同时，根据不同类型兽药的生产工艺和特点，同步制定了无菌兽药、非无菌兽药、兽用生物制品、原料药、中药制剂等 5 类兽药生产质量管理的特殊要求，对正文部分的原则性规定进一步细化，增强指导性和可操作性。鉴于相关兽药生产质量管理要求是对正文的细化，为便于今后及时修订，正文以部令形式发布，相关质量管理的特殊要求作为正文的附录以公告形式发布。
2	提高准入门槛，遏制低水平重复建设。在硬件方面，提高了净化要求和特殊兽药品种生产设施要求。参考欧盟和我国药品生产质量管理规范对无菌制剂空气洁净度级别的要求，将无菌兽药和兽用生物制品生产环境净化设置为 A、B、C、D 四个级别，增加了生产环境动态监测，对厂房建设和净化设备显著提高了要求。对高生物活性的特殊兽药生产，要求使用专门的生产车间、设备及空调净化系统，并与其他兽药生产区严格分开。在软件方面，提高了企业质量管理要求。引入质量风险管理、变更控制、偏差处理、纠正和预防措施、产品质量回顾分析、持续稳定性考察计划、设计确认等制度，最大限度保证兽药产品质量。在人员方面，提高了企业关键管理人员应当具备的资质和技能要求。
3	提高企业生物安全控制要求，确保生物安全。对兽用生物制品生产、检验中涉及生物安全风险的厂房、设施设备以及废弃物、活毒废水和排放空气的处理等，进一步提出了严格要求。有生物安全三级防护要求的兽用生物制品的生产设施需符合生物安全三级防护标准，检验设施需达到生物安全三级实验室标准。
4	完善责任管理机制，压实相关责任。明确企业负责人是兽药质量的主要责任人。将原兽药

序号	主要修订内容
GMP 规定的生产管理部门和质量管理部门承担的职责分别明确到生产管理负责人和质量 管理负责人, 为追究兽药产品质量事故责任人提供依据。	

资料来源: 农村农业部、开源证券研究所

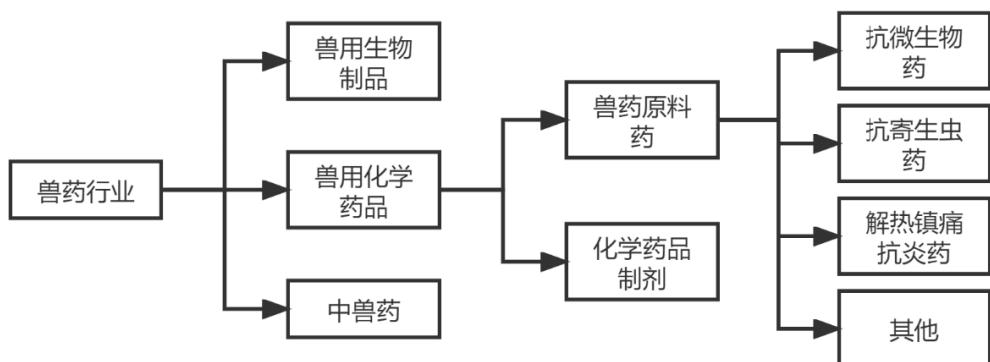
5月11日, 农业农村部畜牧兽医局发布《关于组织开展新版兽药 GMP 实施情况清理行动的通知》, 截止 2022 年 6 月 1 日零时, 凡未通过新版兽药 GMP 检查验收的兽药生产企业(生产车间), 一律停止兽药生产活动。

随着药品管理政策不断完善、新版兽药 GMP 等监管要求不断升级落地, 研发实力强、生产管理规范的大型生产企业具备竞争优势, 落后的原料药产能逐渐淘汰, 原料药市场集中度有望提升, 市场竞争格局有望得到改善。

2.2、兽药行业: 2016-2021 年我国兽药原料药产销额 CAGR 达 11.09%

兽药行业是畜牧养殖业主要上游产业之一, 产品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, 是体现养殖经济效益的重要环节。随着畜牧业的发展, 兽药的重要性逐渐得到行业和社会的重视。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、驱虫和促生长三大类。

图13: 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



资料来源: 公司招股说明书

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 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%。在 2021 年的全球兽药市场规模 383.01 亿美元中, 化学药品(抗感染药、抗寄生虫药、其他化药)销售额为 188.82 亿美元, 占全球兽药市场总销售额比例最大, 达到 49.30%; 生物制品销售额 109.16 亿美元, 占全球兽药市场总销售额的 28.50%; 其他产品销售额 85.03 亿美元, 占全球兽药市场总销售额的 22.20%。

表10：2021年化学药品占全球兽药市场总销售额比例最大（亿美元）

产品类别	销售额	占销售总额比
生物制品	109.16	28.50%
化学药品	188.82	49.30%
其他产品	85.03	22.20%
合计	383.01	100.00%

数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、公司招股说明书、开源证券研究所

根据中国兽药协会《兽药产业发展报告》数据显示，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%，我国兽药市场平均增长速度明显快于全球兽药市场平均增长速度。

从市场结构来看，我国兽药市场结构与全球兽药市场类似，2021年度我国兽药行业的市场整体规模686.18亿元中，化学药品销售额458.03亿元，占兽药整体规模的66.75%，占比最大；生物制品销售额170.18亿元，占兽药整体规模的24.80%；中兽药销售额57.97亿元，占兽药整体规模的8.45%，占比最小。

表11：从市场结构来看，2021年我国兽药市场结构与全球兽药市场类似（亿元）

产品类别	销售额	占销售总额比
生物制品	170.18	24.80%
化学药品	458.03	66.75%
其他产品	57.97	8.45%
合计	686.18	100.00%

数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、公司招股说明书、开源证券研究所

兽药原料药可划分为抗微生物药、抗寄生虫药、解热镇痛抗炎药等类别，目前形成了以抗微生物药为主，抗寄生虫药为辅的市场格局。2021年我国兽药原料药市场销售额为182.85亿元，其中抗微生物药占最大份额，2021年度销售额为153.32亿元，占市场总额的83.85%。

表12：2021年我国兽药原料药市场抗微生物药占最大份额（亿元）

产品类别	销售额	占比
抗微生物药	153.32	83.85%
抗寄生虫药	19.44	10.63%
解热镇痛抗炎药	3.84	2.10%
其他	6.25	3.42%
合计	182.85	100.00%

数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、公司招股说明书、开源证券研究所

伴随着国内兽药原料药行业的快速发展，包括公司在内的国内兽药原料药生产企业除满足国内兽药制剂企业生产所需外，同步积极拓展兽药原料药出口业务。目前我国兽药原料药出口以抗微生物药为主，抗寄生虫药为辅，解热镇痛及其他药出口较少。2021年出口额总计37.72亿元。

表13：2021年我国兽药原料药出口以抗微生物药为主（亿元）

产品类别	销售额	占比
抗微生物药	27.47	72.83%
抗寄生虫药	9.52	25.24%

产品类别	销售额	占比
解热镇痛抗炎药	0.29	0.78%
其他	0.43	1.14%
合计	37.72	100.00%

数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、公司招股说明书、开源证券研究所

根据中国兽药协会统计，截至 2021 年末，全国共有 136 家兽药原料药生产企业，其中 93 家企业为中型企业，占比 68.38%，大型企业占比较低；但销售额主要由大型企业实现，销售量占比；盈利能力方面，毛利占比随着企业规模而逐渐增加，大型企业毛利占比最高，小型企业毛利占比最低。

表14：截至 2021 年末全国兽药原料药生产企业中大型企业占比（户，亿元）

类型	企业数量	销售额	企业数量占比	销售额占比	毛利占比
大型企业	25	131.91	18.36%	72.14%	69.97%
中型企业	93	50.64	68.38%	27.69%	29.91%
小型企业	18	0.3	13.24%	0.16%	0.12%
合计	136	182.85	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、公司招股说明书、开源证券研究所（企业规模划分标准：大型企业是年销售额 2 亿元以上（包含 2 亿元）的企业，中型企业是年销售额 500 万元至 2 亿元（包含 500 万元）的企业，小型企业是年销售额 50 万至 500 万元（包含 50 万元）的企业，微型企业是年销售额 50 万元以下的企业。）

受兽药市场增长驱动，我国兽药原料药市场近年来稳步增长，根据中国兽药协会统计，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%。

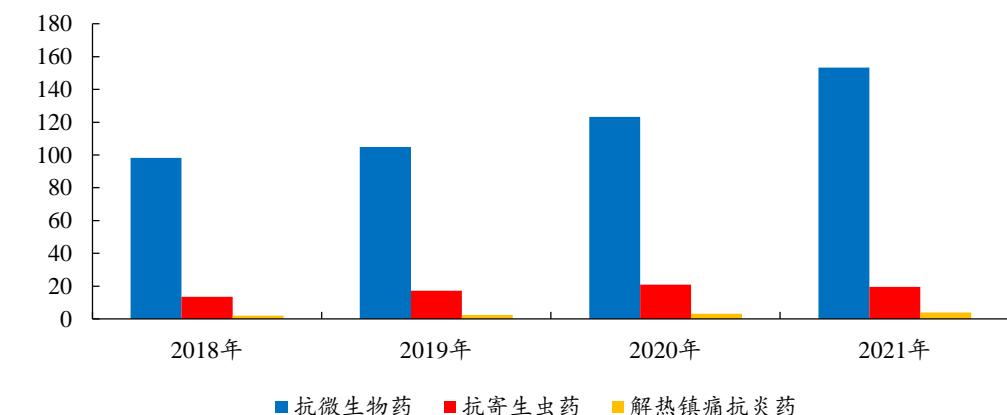
图14：2016 -2021 年我国兽药原料药产业销售额年复合增长率为 11.09%（亿元）



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、公司招股说明书、开源证券研究所

兽药原料药主要包括抗微生物药、抗寄生虫药和解热镇痛抗炎药三类，其中以抗微生物药为主。抗微生物药的市场规模由 2018 年的 98.25 亿元增长至 2021 年的 153.32 亿元，年复合增长率为 15.99%。

图15：2018-2021年抗微生物药的市场规模年复合增长率为15.99%（亿元）



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、公司招股说明书、开源证券研究所

2.3、医药原料药：2020-2026年全球原料药市场规模预测CAGR为5.84%

随着全球人口增长，社会老龄化程度提高，以及人们健康意识的增强，医疗药品的需求不断提高。同时随着各国医疗保障体制的不断完善，医疗支出不断增加，全球医药市场迎来了高速发展。医药行业整体市场规模的扩容，带动医药原料药市场规模逐年上升，尤其是近年来专利到期的原研药品种数量不断增多，仿制药的市场需求不断增加。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%。

目前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%。

受益于种类齐全，产能旺盛，而且由于价格相对较低，我国医药原料药行业在国际市场上具有较强竞争力，外部需求旺盛；另一方面，由于国内医药行业市场稳步增长，拉动国内原料药需求不断增加。在国内外需求共同驱动下，我国医药原料药行业将继续保持快速增长。

2.4、抗微生物药市场规模持续增长，公司受“禁抗”“减抗”影响较少

“禁抗”产品：

根据《中华人民共和国农业农村部公告 第194号》：

“一、自2020年1月1日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至2020年6月30日。

二、自2020年7月1日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。……

四、改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式，不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号，可在商品饲料和养殖过程中使用。2020年1月1日前，我部组织完成抗球虫和中药类药物饲料添加剂品种质量标准和标签说明书修订工作。”

因而“禁抗”产品的范围为上述提到的促生长类药物饲料添加剂(中药类除外)。

“减抗”产品：

根据农业农村部发布的《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案(2021—2025年)》，“减抗”是指兽用抗菌药使用减量化行动。根据农业农村部畜牧兽医局于2019年1月2日印发的《养殖场兽用抗菌药使用减量化效果评价方法和标准(试行)》(农牧便函【2019】3号)，我国批准的兽用抗菌药包括： β 内酰胺类、氨基糖苷类、大环内酯类、四环素类、酰胺醇类、多肽类、林可胺类、磺胺类(抗球虫药磺胺喹噁啉和磺胺氯达嗪钠除外)、喹诺酮类、其他抗生素及化学合成抗菌药。

公司现有兽药原料药产品的下游产品情况如下表所示。

表15：政策非直接影响，需要经过下游产品传导

产品类别	兽药原料药	下游产品是否属于政策影响产品范围		备注
		禁抗	减抗	
磺胺类	SPDZ	否	否	具有抗球虫作用，不属于“减抗”政策影响产品范围
	ST 系列	否	是	超过80%用于出口，受国内“减抗”政策影响较小
	SPZ	否	是	部分用于出口，受国内“减抗”政策影响有限
非磺胺类	DCLL	否	否	

资料来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

2020年-2023H1，公司兽药原料药下游产品属于国内“减抗”政策影响产品范围的主要为用于境内销售的ST系列及SPZ，期间公司两类产品的合计境内销售收入分别为485.57万元、379.13万元、1,108.20万元和245.67万元，占主营业务收入的比例分别为2.35%、1.44%、4.24%和1.97%，金额及占比较小。

图16：受影响兽药原料药产品合计占比小于主营5%

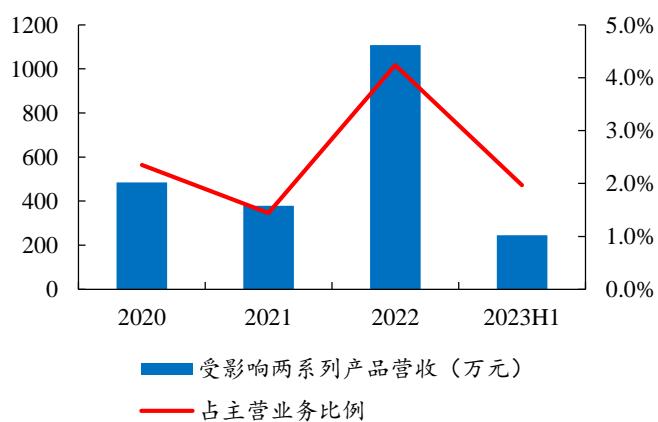
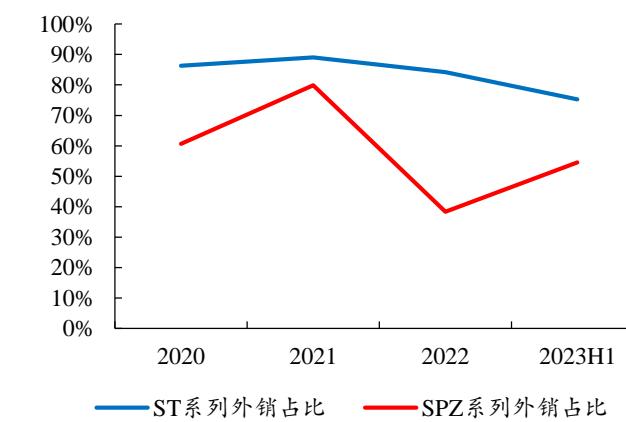


图17：受影响系列外销出口占比较高



数据来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

数据来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

截至2023年6月，海昇药业在研项目不存在属于国内“禁抗”政策范围的产品；属于国内“减抗”政策范围的研发项目为酰磺胺噻唑原料药的合成工艺开发项目和请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

盐酸多西环素的合成工艺开发及杂质研究项目。但两项目所涉产品后续发行人拟均主要用于出口，受国内“减抗”政策影响较小。除此外，其余研发项目均不受影响。

表16：8项研发中2项属于“减抗”，但拟用于出口

序号	项目名称	产品类别	是否属于“禁抗”及“减抗”政策范围
1	溴吡斯的明原料药的合成工艺开发	医药原料药	非兽药原料药，不适用
2	地拉考昔原料药的合成工艺开发	兽药原料药	宠物用药，不适用
3	头孢唑兰原料药的合成工艺开发	医药原料药	非兽药原料药，不适用
4	酞磺胺噻唑原料药的合成工艺开发	兽药原料药	兽用抗菌药，拟主要用于出口，受“减抗”政策影响较小
5	盐酸丁螺环酮原料药的合成工艺开发	医药原料药	非兽药原料药，不适用
6	枸橼酸他莫昔芬原料药的合成工艺开发	医药原料药	非兽药原料药，不适用
7	2-丁基苯并呋喃中间体的合成工艺开发	中间体	非用于生产兽药原料药，不适用
8	盐酸多西环素的合成工艺开发及杂质研究	兽药原料药	兽用抗菌药，拟主要用于出口，受“减抗”政策影响较小

资料来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

为有效应对禁抗减抗政策的影响，公司主要采取了如下应对措施：

(1) 加大政策影响范围外原料药及中间体产品的研发、生产和销售

公司现有产品中受到上述政策影响的主要为 ST 系列及 SPZ 的境内销售业务。为进一步降低国内“减抗”政策对发行人的影响，发行人积极拓展政策影响范围外原料药及中间体产品，在兽药原料药领域又陆续增加了 DCLL、甲硫酸新斯的明等品种；在医药原料药领域又陆续储备了苯溴马隆、布比卡因等品种；在中间体领域增加了 4-CPA 等品种。

(2) 加大境外市场的业务拓展

“禁抗”、“减抗”政策为国内近年逐步推动发展的行业政策，但境外市场不受该等政策影响，因而公司也在积极拓展境外市场，以降低境内相关政策的影响。

综上，我国规范兽用抗菌药物使用相关政策的主要目的是遏制国内抗菌类药物滥用的问题，促进抗菌药物的科学、合理、规范使用，延长抗菌药物的生命周期，而不是否认抗菌药本身的价值与作用。伴随着我国规模化养殖率的提升，畜牧养殖行业对兽药的整体需求仍在持续增长。国内“禁抗”及“减抗”政策对公司所处细分市场空间影响较小。

2.5、2025 年下游养殖行业景气度提升

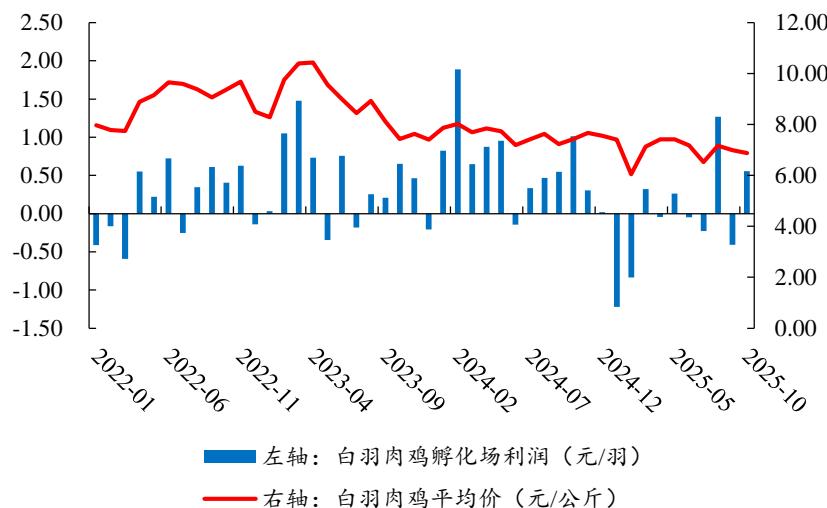
公司所处主要兽用原料药市场仍处于激烈竞争状态，但下游养殖行业景气度有所提升，带动销量同比增加。

2025 年上半年，畜牧业生产总体平稳。国家统计局数据显示，2025 年上半年全国猪牛羊禽肉产量 4,843 万吨，同比增长 2.8%。其中，猪肉、牛肉、禽肉产量分别增长 1.3%、4.5%、7.4%，羊肉产量下降 4.6%；牛奶产量增长 0.5%，禽蛋产量增长 1.5%。

家禽生产较快发展。2025 年上半年，全国家禽出栏 81.4 亿只，同比增加 5.3

亿只，增长 7.0%；禽蛋产量 1,729 万吨，同比增加 26 万吨，增长 1.5%。二季度末，全国家禽存栏 63.3 亿只，同比增长 0.2%。“高产能、弱消费”矛盾下，禽肉价格低位运行，行业亏损扩大。

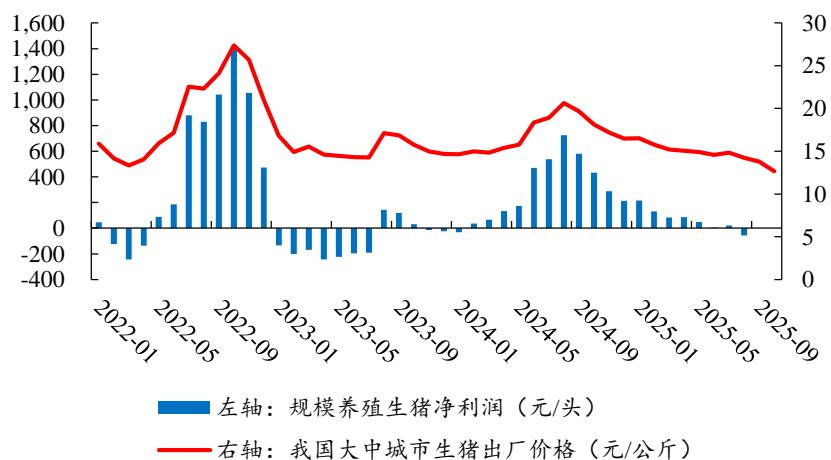
图18：“高产能、弱消费”矛盾下，禽肉价格低位运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

近年来生猪出栏保持增长。2025年上半年，全国生猪出栏 36,619 万头，同比增加 224 万头，增长 0.6%，连续 2 个季度同比增长，增速比一季度提高 0.5 个百分点。二季度末，全国生猪存栏 42,447 万头，同比增加 913 万头，增长 2.2%。其中，能繁母猪存栏 4,043 万头，同比增加 6 万头，增长 0.1%，目前为正常保有量的 103.7%。自 2024 年 5 月份以来，生猪养殖大部分时间保持盈利，行业产能微增，产能调控政策持续。

图19：自 2024 年 5 月份以来，生猪养殖大部分时间保持盈利



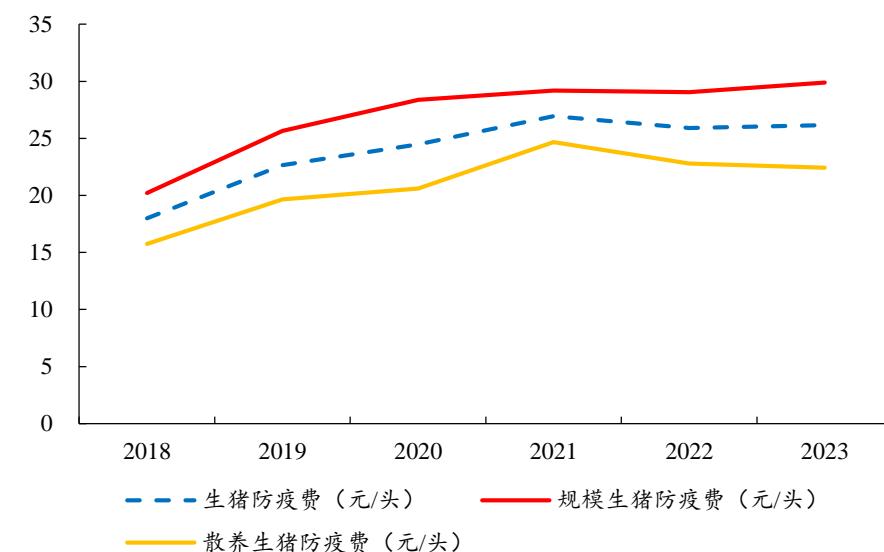
数据来源：Wind、开源证券研究所

近年来受环保政策趋严、养殖用地稀缺、畜禽价格周期性波动、食品安全及动物疫病等因素的影响，畜禽养殖行业集中度不断提升。根据农业农村部统计，2024 年全国畜禽养殖规模化率达到 73%。规模化养殖场与散户相比生物安全防控更加规

范，通过动物疫病防控及生物安全体系建设逐步降低死淘率、降低料肉比、提升人工效率，达到降本增效的目的。

在环保政策趋严、规模化养殖加速推进的驱动下，生猪养殖行业防疫投入持续增加。2018-2023 年期间，单只生猪防疫费用的复合年均增长率达到 7.79%。

图20：2018-2023 年单只生猪防疫费用的 CAGR 为 7.79%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、估值对比：可比公司 PETTM 均值 31.1X

公司是行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。同时，公司熟练掌握生产中所需的复杂反应技术，凭借高技术水平逐步向高附加值领域拓展。

募投项目将继续发挥产业链深度与由此积攒的毛利率优势，并拓展医药原料药产品领域。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.66/0.76/0.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.66/0.76/0.87 元/股，对应 PE 为 27.9/24.3/21.2X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表17：可比公司 PE TTM 均值为 31.14X

公司名称	股票代码	收盘价	市值(亿元)	PE TTM	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
瑞普生物	300119.SZ	20.61	95.79	22.90	0.99	1.16	1.34	20.86	17.69	15.33
国邦医药	605507.SH	23.19	129.59	14.85	1.78	2.21	2.49	13.03	10.49	9.31
普洛药业	000739.SZ	15.47	179.21	20.80	0.78	1.03	1.29	19.83	15.02	11.99
美诺华	603538.SH	22.16	48.89	49.14	0.61	0.85	1.10	36.58	26.06	20.13
天宇股份	300702.SZ	26.46	92.07	48.02	0.89	1.18	1.51	29.68	22.46	17.50
司太立	603520.SH	11.80	51.73	-176.86	0.18	0.50	0.82	64.38	23.61	14.47
均值		19.95	99.55	31.14	0.87	1.16	1.43	30.73	19.22	14.79
海昇药业	920656.BJ	18.40	18.40	27.68	0.66	0.76	0.87	27.91	24.26	21.18

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：海昇药业、国邦医药、普洛药业盈利预测取自开源证券研究所；其余可比公司盈利预测均来自Wind一致预测；均值已剔除负值；数据截至20251117）

4、风险提示

市场竞争风险、客户集中风险、原材料价格波动风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	178	506	462	447	427	营业收入	215	166	226	269	324
现金	101	447	353	338	279	营业成本	102	100	135	161	194
应收票据及应收账款	36	19	44	53	63	营业税金及附加	2	2	2	3	3
其他应收款	0	0	0	0	1	营业费用	2	2	3	4	5
预付账款	6	2	8	4	11	管理费用	7	10	14	16	19
存货	29	24	43	37	60	研发费用	9	10	11	14	17
其他流动资产	6	14	14	14	14	财务费用	-5	-6	-10	-10	-9
非流动资产	129	198	289	379	466	资产减值损失	0	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	5	3	4	3
固定资产	56	126	145	176	214	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	23	23	25	27	31	投资净收益	0	5	3	3	3
其他非流动资产	50	49	120	176	221	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	307	703	751	826	893	营业利润	98	58	77	88	101
流动负债	22	50	53	70	70	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	13	22	34	36	47	利润总额	98	58	77	88	101
其他流动负债	9	28	18	34	27	所得税	14	8	11	12	14
非流动负债	1	0	0	0	0	净利润	85	51	66	76	87
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0	归属母公司净利润	85	51	66	76	87
负债合计	23	51	53	70	74	EBITDA	107	61	80	95	112
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.85	0.51	0.66	0.76	0.87
股本	60	80	100	100	100	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	7	344	324	324	324	成长能力					
留存收益	217	228	271	324	385	营业收入(%)	-18.7	-22.7	36.0	19.1	20.5
归属母公司股东权益	284	653	699	756	819	营业利润(%)	-25.0	-40.8	31.2	14.9	14.4
负债和股东权益	307	703	751	826	893	归属于母公司净利润(%)	-24.8	-40.1	29.9	15.1	14.5
						获利能力					
						毛利率(%)	52.7	40.0	40.0	40.2	40.1
						净利率(%)	39.4	30.5	29.2	28.2	26.8
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	29.8	7.8	9.4	10.0	10.6
经营活动现金流	60	25	15	96	57	ROIC(%)	29.1	6.6	8.4	9.2	10.0
净利润	85	51	66	76	87	偿债能力					
折旧摊销	11	11	11	14	18	资产负债率(%)	7.5	7.2	7.0	8.5	8.3
财务费用	-5	-6	-10	-10	-9	净负债比率(%)	-35.4	-68.4	-50.4	-44.7	-34.0
投资损失	0	-5	-3	-3	-3	流动比率	8.0	10.1	8.8	6.4	5.8
营运资金变动	-36	-32	-48	18	-36	速动比率	6.4	9.5	7.7	5.8	4.8
其他经营现金流	5	5	-0	0	-0	营运能力					
投资活动现金流	-28	-19	-100	-101	-102	总资产周转率	0.7	0.3	0.3	0.3	0.4
资本支出	28	24	103	104	105	应收账款周转率	8.6	6.6	8.0	6.0	6.0
长期投资	0	0	0	0	0	应付账款周转率	26.8	8.0	12.6	0.0	0.0
其他投资现金流	0	5	3	3	3	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-74	341	-10	-9	-15	每股收益(最新摊薄)	0.85	0.51	0.66	0.76	0.87
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.25	0.15	0.96	0.57
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.84	6.53	6.99	7.56	8.19
普通股增加	0	20	20	0	0	估值比率					
资本公积增加	2	337	-20	0	0	P/E	21.7	36.3	27.9	24.3	21.2
其他筹资现金流	-76	-17	-10	-9	-15	P/B	6.5	2.8	2.6	2.4	2.2
现金净增加额	-41	348	-94	-14	-59	EV/EBITDA	16.2	23.0	18.6	15.8	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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形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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn