

2024 年 01 月 16 日

海昇药业（870656.BJ）：磺胺类药物“小巨人”，募投扩产扩规模 ——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 2023H1 毛利率 55.25%，高于同行，具有竞争优势

海昇药业是全球磺胺类药物的重要供应商，核心竞争力在生产上主要体现在产品链条长、关键中间体自产以及产品范围广，消除了特定关键中间体市场供应短缺对生产经营的影响；成本优势更加明显。在赛道上取得 SPDZ 原料药批文的企业总共有 11 家，ST 和 ST-Na 原料药批文的企业有 3 家，而分别对应的下游制剂复方磺胺氯达嗪钠粉 391 家，磺胺噻唑钠注射液 11 家，享受竞争对手较少的优势。此外可柔性生产，增加抵御风险能力。募投项目将继续发挥公司产业链拓展的优势，拟募集 6.79 亿用于扩产苯溴马隆、布比卡因、SD(Na)、盐酸多西环素、SDM(Na)和 SMM(Na)等链上产品，以及 CDMO 服务，2023H1 产能利用率 98.10%，募投消纳乐观。

● 直销模式减少市场推广费用支出，与大型制药公司、养殖企业保持紧密合作

公司成立于 2007 年 10 月 31 日，已取得 3 项发明专利，另有 11 项发明专利处于实质审查和公开阶段。产品覆盖欧洲、大洋洲、亚洲、南美洲等境外市场，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。全部采取直销销售模式，减少市场推广支出。2023 年前三季度营收 1.66 亿元，归母净利润 6678 万元，核心产品主要有 SPDZ、DCLL、ST、ASC 等。

● 千亿行业复合增长率全球 8.2%，国内 12.6%，出口削弱政策与猪周期影响

公司所处行业：兽药—兽用化学药品—兽用化学原料药。据 Grand View Research，2022 年全球兽药市场规模约 445.90 亿美元，到 2030 年均复合增长率为 8.2%。根据中研网发布的《2022-2027 年兽药产业深度调研及未来发展趋势预测报告》，2021 年全国兽药行业销售额 686.18 亿元，预计到 2027 年复合增长率为 12.56%。受下游减抗政策，即兽用抗菌药使用减量化，以及猪周期波动的影响较小，且能进行出口转化。

● 可比公司最新 PE(2022)均值 16.8X

凭借在产业链中的精细化深耕，尽管公司与已上市的瑞普生物、国邦医药、普洛药业等综合性大型兽药企业相比仍存在一定的规模差距，但公司保持良好成长性，3 年营收 CAGR 22.18%，3 年归母净利润 CAGR 57.37%，且 2021 年便进入了兽药原料药市场前 20 名。从估值来看，可比公司市值均值 112.20 亿元，市盈率 TTM 均值 16.1X，中值 17.1X。

● 风险提示：市场竞争加剧风险、周期性风险、管理风险、新股破发风险

相关研究报告

《北交所新受理 34 家公司，可关注天工股份、埃维股份等——北交所策略专题报告》-2024.1.15

《北交所周观察：公司债券市场 1 月 15 日开市，241 家北交所公司年报预约完成——北交所策略专题报告》-2024.1.14

《数据要素三年行动计划首推 12 大领域，北交所相关公司有望迎增量——北交所科技新产业跟踪第二期》-2024.1.14

目 录

1、 亮点与看点	4
1.1、 完善产业链、技改、销售模式下，毛利率显著高于竞争对手	5
1.2、 产品与毛利率拆分：SPDZ 为主力产品，DCLL、ST、ASC 等增收	7
1.3、 柔性生产增强抗风险能力，下游猪周期波动影响较小	8
1.4、 募投项目：继续发挥公司产业链拓展的优势	10
2、 行业情况	11
2.1、 发展与变化	11
2.1.1、 国内兽药市场规模预计 2022-2027 年 CAGR 12.56%	11
2.1.2、 对 2021 年中国兽药协会《兽药产业发展报告》的市占率、产能、结构分析	12
2.2、 受下游减抗影响兽药原料药（抗微生物/抗菌）少，且市场持续增长	13
2.3、 下游猪周期：生猪养殖规模化率在逐步提升	15
3、 精细化产业链跻身综合性药企为主的兽药前 20 大公司	16
4、 风险提示	18

图表目录

图 1： 拥有高于同行的毛利率是最大的竞争优势	4
图 2： 红框中的产品为对外销售的主要产品	5
图 3： 以 2019-2020 年的 ASC 技改为例，展示公司技术实力与成本管控	6
图 4： 2021 年与 2022 年受产能影响未能高效扩张（万元）	7
图 5： 三类产品的毛利率变动趋势一致	7
图 6： 生猪存栏量未下滑	9
图 7： 2022 年 11 月开始 SPDZ 市场价格下降趋势放缓	9
图 8： 四年反应釜体积相同，产能利用率高，突破瓶颈后有望提升效益	10
图 9： 大规模企业占据较高市场份额	12
图 10： 解热镇痛抗炎药市场也在小幅上涨	12
图 11： 兽药原料药出口市场 2019-2021 年较为平稳	13
图 12： 2021 年抗微生物药占兽药原料药规模最高	13
图 13： 2021 年出口市场抗寄生虫药比例较高	13
图 14： 受影响兽药原料药产品合计占比小于主营 5%	14
图 15： 受影响系列有外销出口的途径	14
图 16： “禁抗”、“减抗”政策发布实行后的 2021 年，抗微生物兽药原料药不降反增	15
图 17： 归母净利润与大型综合药企比有提升空间（万元）	17
图 18： 3 年利润 CAGR 显示成长性领先	17
图 19： 毛利率优势传导至行业领先的净利率	17
图 20： 资产周转率也排位行业领先（次）	17
表 1： 2021 年进步至兽药原料药市场前 20 名，占有率 1.47%	4
表 2： 6 大产品所耗用的原材料清单，通常采用成本加成法定价	5
表 3： 与主要竞争对手相比，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	6
表 4： 2022 年主要产品占主营收入比例为 90.26%，DCLL 及 ST 系列产品增长，ASC 需求提升	7
表 5： 取得制备 ASC 干品发明专利，列示 2020 年起某期占单品销售收入 10% 以上的主要客户，合作年限长	8

表 6： 拟募集 6.79 亿用于扩产	11
表 7： 所涉产品与现有主营关系	11
表 8： 中型企业平均盈利能力或超过大型企业	12
表 9： 政策非直接影响，需要经过下游产品传导	14
表 10： 8 项研发中 2 项属于“减抗”，但拟用于出口	14
表 11： 4 项募投中 2 项目属于“减抗”，但拟用于出口	15
表 12： 已上市可比公司多为综合性大型药企	16
表 13： 可比公司最新 PE(2022)均值 16.1X	18

1、亮点与看点

海昇药业是**全球磺胺类药物的重要供应商**，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。**核心竞争力主要体现在产品链条长、关键中间体自产以及产品范围广。**

(1) 产品链条长、关键中间体自产

公司现有产品基本为采购基础化工产品后逐步合成，产品纵向链条长，合成过程中的关键中间体大多为自产。使得质量更加稳定可控，消除了特定关键中间体市场供应短缺对生产经营的影响；最后，成本优势更加明显。

(2) 产品范围广

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，并积极拓展了非磺胺类原料药及中间体产品。现已覆盖主要的畜牧养殖动物种类（猪、鸡、牛、羊、鱼等），应用领域广泛。产品范围广，能有效抵御单一兽药品种需求变化对经营业绩的不利影响。

截至 2020 年 6 月，国内共有 6 家企业持有 SPDZ 兽药原料药批准文号；而在这之后，陆续新增 5 家企业获得 SPDZ 兽药原料药批准文号，市场供给逐步增加。

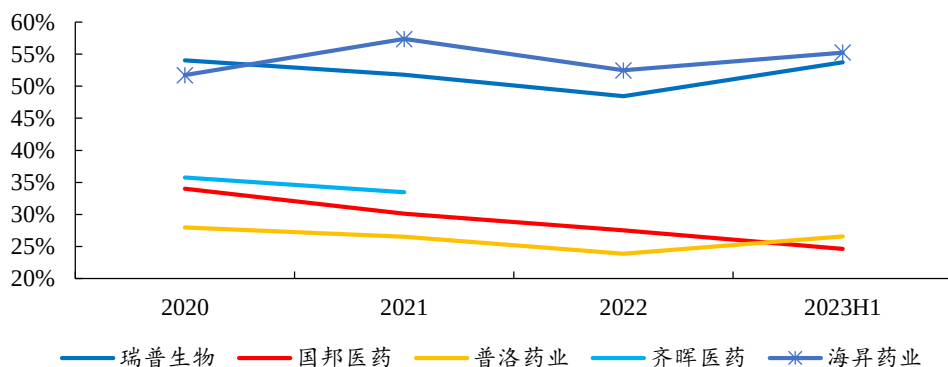
2021 年兽药原料药领域前 20 名企业年销售额门槛为 2.67 亿元。

表1：2021 年进步至兽药原料药市场前 20 名，占有率 1.47%

项目	2020	2021	2022	2023H1
海昇药业营业收入（亿元）	2.07	2.69	2.64	1.27
兽药原料药市场规模（亿元）	149.17	182.85	未发布	未发布
占有率	1.39%	1.47%	不适用	不适用
排名	前 30 名	前 20 名	不适用	不适用

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

图1：拥有高于同行的毛利率是最大的竞争优势



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

1.1、完善产业链、技改、销售模式下，毛利率显著高于竞争对手

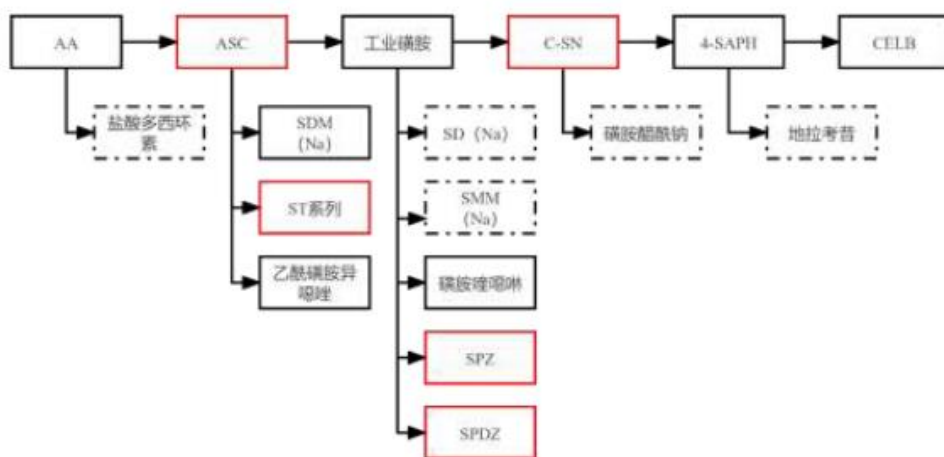
表2：6大产品所耗用的原材料清单，通常采用成本加法定价

产品名称	主要耗用的原材料清单
SPDZ	工业磺胺、三氯氧磷、水合肼、顺酐
DCLL	环丙胺、丙二腈、双氰胺钠
ST	2-氨基噻唑、氯磺酸、苯胺
C-SN	工业磺胺
ASC	氯磺酸、苯胺
4-CPA	苯酐、液碱

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

(1) 产品链条结构完善，高自产占比减少外购提升毛利率。自主掌握通过基础化工原料逐步合成主要原料药及中间体产品的工艺技术，因而销售的主要产品生产所需要的关键中间体以自产为主，而行业中其他公司主要通过直接采购中间体进行后续工序的生产。以磺胺类原料药及中间体产品为例，能够通过基础化工原料逐步合成磺胺类原料药及中间体产品链条上主要产品。

图2：红框中的产品为对外销售的主要产品



资料来源：公司问询函回复

(2) 不断提升技术实力，技改与自动化加入增厚毛利。

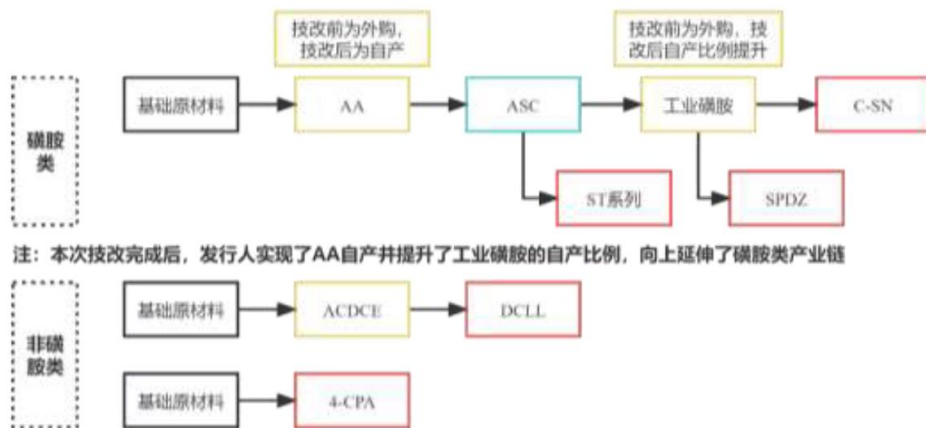
以ACS产线技改为例：取消原外购AA投料人员和现场操作人员，相应地增加DCS自动化改造后操作人员。整体而言，增加了AA生产线，完成了DCS改造，但技改前后生产人员规模未发生较大变化。

①技改完成后，产品收率提升；同时ASC产量由2019年的689.98吨上升至2020年的1,504.25吨，产量大幅提升，带动原材料单耗下降；2020年生产ASC的AA单位耗用量由2019年的0.79下降至0.78，氯磺酸的单位耗用量由2019年的3.58下降至3.47。

②技改完成后，ASC生产工艺水平和产线装备水平大幅提升，减少了溶剂消耗，同时在生产工艺流程中离心、烘箱、真空、萃取、浓缩、尾气等涉及溶剂损耗的环节均接入新增的溶剂回收装置，大幅提升溶剂回收利用率，综合使得溶剂耗用量减少；2020年生产ASC的溶剂平均单位耗用量由2019年的2.68下降至1.38。

③技改完成后，降低了产品中的杂质，提高产品质量，且质保期可从 6 个月延长到 12 个月，提高了产品竞争力和需求量，相应带动产品产量由 2019 年的 689.98 吨上升至 2020 年的 1,504.25 吨，引起单位制造费用下降。

图3：以 2019-2020 年的 ASC 技改为例，展示公司技术实力与成本管控



资料来源：公司问询函回复（注：红框表示现有的六大主要产品；黄色框代表各产品的关键中间体；ASC 因既属于现有的主要产品，又属于后续产品的关键中间体，因此用蓝色框代表。）

（3）销售模式优势

表3：与主要竞争对手相比，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	行业地位
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、经销商渠道及政府招标采购	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。	位列全球动保企业第 17 位，2022 年营收 20.84 亿元。
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。	中国医药保健品进出口商会“中国西药原料行业会员企业出口十强”、“中国医药行业成长 50 强企业”，2022 年营收 57.21 亿元。
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 多个国家及地区。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。	在全国医药工业信息年会上发布的“2021 年度中国医药工业百强榜”中，公司位列第 44 位。在米内网联合发布的 2021 年度中国医药工业百强榜单中，公司位列第 21 位，进入中国 CRO 企业 20 强，位列第 12 位，2022 年营收 105.45 亿元。
齐晖医药	采用以销定产结合安全库存的生产模	原料药、中间体、制	兽用和医用领域	生产型客户和贸易型客	公司的产品获得全球多家知名国际大型动保企业的认可，产品最	子公司常州齐晖和内蒙古齐晖均位于兽药原料药领域单

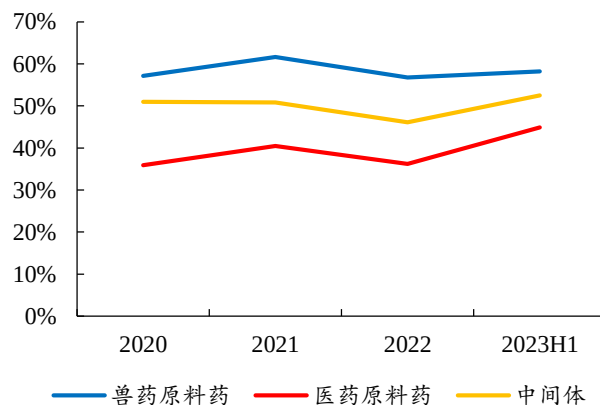
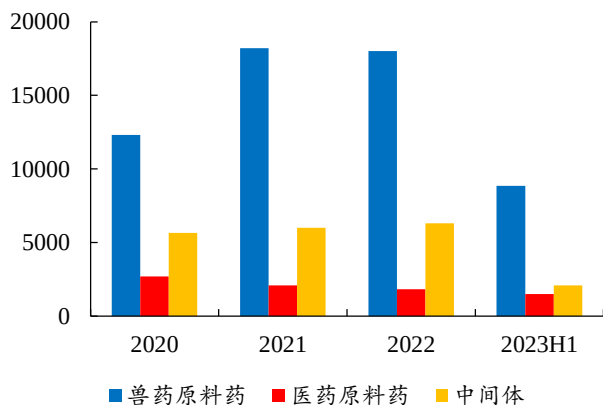
公司名称	产销模式	产品类型	应用领域	客户结构	品牌知名度	行业地位
海昇药业	公司销售为直销模式	剂、动保添加剂		户	终使用客户包括硕腾、默沙东、礼蓝、维克、杨森等企业，广泛覆盖欧洲、亚洲、北美洲、南美洲等多个国家或地区。	体排名前 20 名以内。
	采取以销定产，结合计划生产的方式，销售模式为直销	原料、中间体	兽用和医用领域	生产商和贸易商客户	公司产品覆盖欧洲、大洋洲、亚洲、南美洲等境外市场，稳定的向 ELANCO、CHORI、NUTRIEN、FARMABASE 等行业知名境外客户进行供货，并与鲁抗医药、温氏股份、中牧股份、双胞胎、九洲药业、回盛生物、江苏天和等国内大型制药公司、养殖企业客户保持紧密合作。	在国内市场位居兽药原料药企业前 20 名。

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

1.2、产品与毛利率拆分：SPDZ 为主力产品，DCLL、ST、ASC 等增收

图4：2021 年与 2022 年受产能影响未能高效扩张(万元)

图5：三类产品的毛利率变动趋势一致



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

受不同类别产品的应用领域不同，所处产品的竞争激烈程度也存在差异，以主要原料药产品为例，取得 SPDZ 原料药批文的企业总共有 11 家，而取得其下游制剂药物复方磺胺氯达嗪钠粉有效批文的企业有 391 家；取得 ST 和 ST-Na 原料药批文的企业有 3 家，而取得其下游制剂产品磺胺噻唑钠注射液批文的企业有 11 家。制剂领域竞争激烈程度明显高于原料药领域，导致其毛利率比同类产品的原料药低。

SPDZ 为公司传统的主力产品,2022 年 DCLL 及 ST 系列产品的销售规模增长；中间体产品 ASC 伴随着磺胺类兽药原料药的市场需求增加，其市场需求也将同步提升。

表4：2022 年主要产品占主营收入比例为 90.26%，DCLL 及 ST 系列产品增长，ASC 需求提升

产品大类	产品名称	下游应用领域
兽药原料药	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
	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

产品大类	产品名称	下游应用领域
		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杀的作用
	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
中间体	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：公司问询函回复、开源证券研究所

表5：取得制备 ASC 干品发明专利，列示 2020 年起某期占单品销售收入 10% 以上的主要客户，合作年限长

项目	厂商分布	技术优势	主要客户名称	开始合作
SPDZ	国内取得兽药原料药 SPDZ 产品批准文号的企业有 11 家	生产所需的多个关键中间体自产	ELANCO	2007 年
			FARMABASE	2016 年
			回盛生物	2014 年
ST	国内取得兽药原料药 ST 系列产品批准文号的企业有 3 家	生产所需的多个关键中间体自产	AMPHRAY	2007 年
			OFICHEM	2011 年
			珠海今友进出口贸易有限公司	2019 年
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	生产所需的多个关键中间体自产	CHORI	2007 年
			安徽九诚医药有限公司	2019 年
			富士胶片和光纯药制膜材料（无锡）有限公司	2012 年
			SOMCHITT DISPENSARY CO.,LTD.	十年以上
ASC	根据走访，ASC 生产厂商较少	生产所需的多个关键中间体自产，并取得制备 ASC 干品的发明专利	九洲药业	2010 年
			江苏天和	2014 年
			苏州黄河制药有限公司	2014 年

资料来源：公司问询函回复、国家兽药基础数据库、国家药品监督管理局、开源证券研究所

1.3、柔性生产增强抗风险能力，下游猪周期波动影响较小

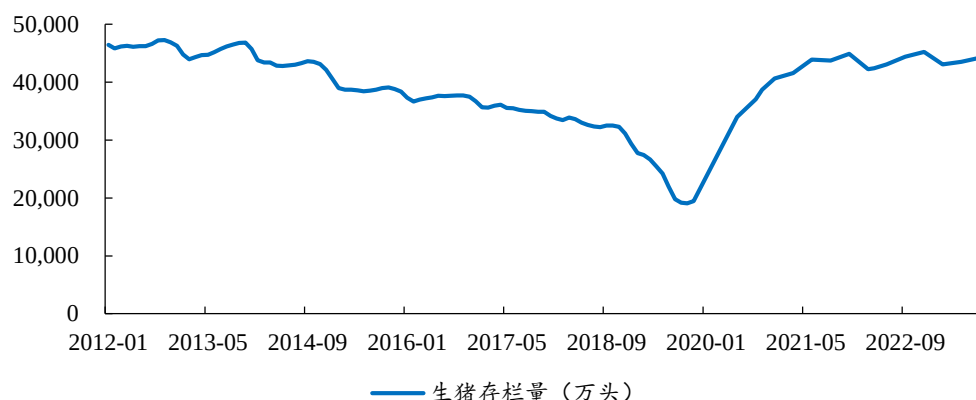
SPDZ 与 ST 系列、SDM (Na) 等产品均在同一车间生产。当某产品受到影响时可切换生产减少损失。如 2022 年 SPDZ 销售价格和毛利率下降时，主动减少了 SPDZ 的生产销售量，增加毛利率更高的 ST 系列产品的生产，带动其产量由 2021 年的 66.11 吨增长至 2022 年的 111.89 吨，涨幅 69.25%；开展 SDM (Na) 及其中间体 ADMP 的工艺验证生产，以便完善工艺记录及数据用于后续产品资质认证。

SPDZ 销售会受到市场供需变化和下游生猪养殖行业的周期性影响。

(1) 供给厂商增多加大竞争。截至 2020 年 6 月，国内共有 6 家企业持有 SPDZ 兽药原料药批准文号；而在这之后，陆续新增 5 家企业获得批文，市场供给逐步增加。

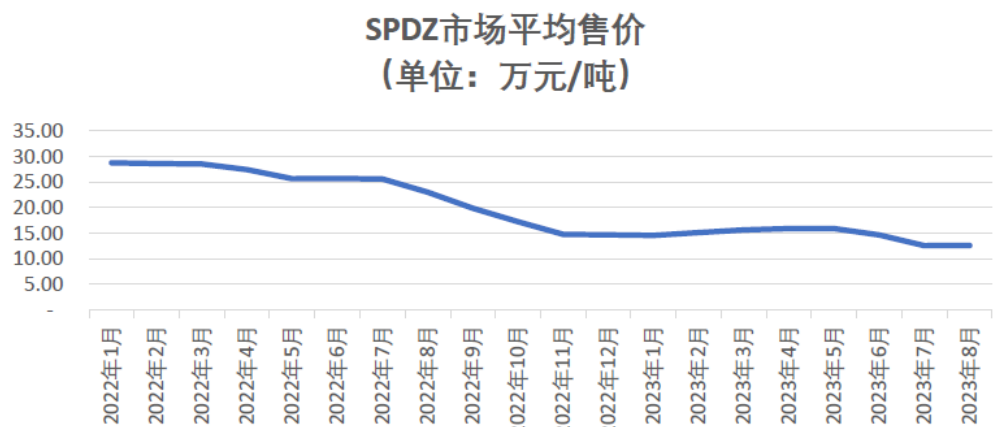
(2) 生猪销售价格低迷压降成本。2022 年下游生猪养殖行业处于周期性低迷，生猪销售价格由 2021 年 1 月的高点 36.80 元/KG 逐步下降至 2022 年 3 月的低点 11.90 元/KG。养殖企业更加关注生猪养殖成本，对兽药产品采购价格敏感度提升，导致上游兽药及兽药原料药销售价格持续走低。

图6：生猪存栏量未下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022 年 11 月开始 SPDZ 市场价格下降趋势放缓



数据来源：公司问询函回复

在价格下行阶段，挑选优质客户合作。2022 年新增向山东鲁抗舍里乐药业有限公司高新区分公司（系鲁抗医药下属分公司）、江西派尼生物药业有限公司（系双胞胎（集团）股份有限公司关联企业和广东温氏大华农生物科技有限公司（系温氏股份下属公司）销售，使其成主要客户。

下游客户虽因库存采购等存周期性，但可就其他产品拓展合作。2023H1，2016 年开始合作的中牧南京动物药业有限公司成为 SPDZ 产品的前五大客户。另有 A 客户因尚在消化前期库存，未新增采购 SPDZ，但仍就其他产品与公司保持合作。

（1）提升关键中间体自产比例并提升回收利用率，通过降低产品单位成本以应对销售单价下降的冲击

SPDZ 生产所需的关键中间体之一为工业磺胺，其既可自产也可外购。2022 年外购规模由 2021 年的 1853.45 万元大幅减少至 253.01 万元，转为自产为主，并同步提升回收利用率，使得单位成本下降，有效应对销售单价下降的冲击。到 2023 年 1-6 月，耗用的工业磺胺全部为自产，未向外采购。

（2）积极拓展其他产品的增量市场需求以弥补 SPDZ 对经营业绩的不利影响。

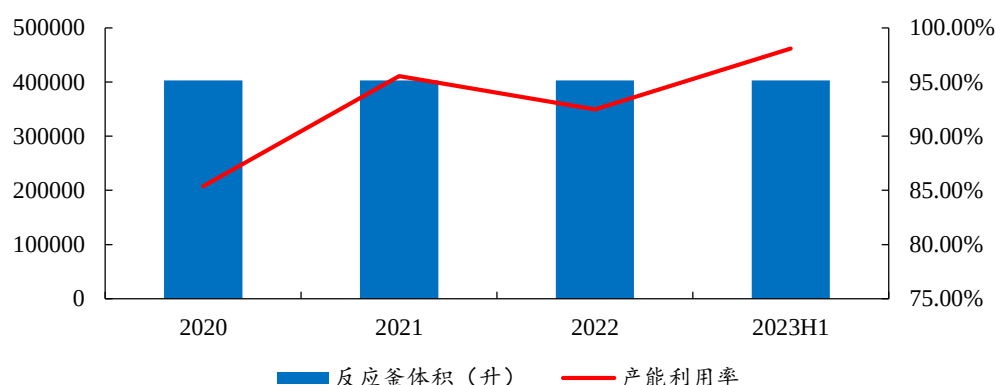
积极拓展其他产品的市场需求，若生猪养殖行业长期处于周期性波动谷底，生

猪价格低迷，其不利影响可能向上传递导致 SPDZ 产品市场价格下降，从而影响经营业绩。但包括 DCLL、ST 系列等在内的其他产品取得一定程度的销售收入增长可对冲风险。

1.4、募投项目：继续发挥公司产业链拓展的优势

通过本次募集资金投资项目又增加了如苯溴马隆、布比卡因、SD (Na)、盐酸多西环素、SDM (Na) 和 SMM (Na) 及 CDMO 产品等。若各新增产品建设项目顺利完工并达到预计效益，将得以成功拓展新增市场空间，为未来经营业绩增长提供助力。

图8：四年反应釜体积相同，产能利用率高，突破瓶颈后有望提升效益



资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

现有四个生产车间，但各产线绝大部分同时负责多种产品生产，且受制于产线资源有限，仅可优先安排毛利水平高、销售规模大的产品，无法满足全部产品的生产。截至报告期末，累计取得 22 个产品的环评批复，但仅有 8 个产品 2022 年的实际产量达到环评批复产量 30%，现有产能基本饱和的现实情况已限制了此类产品为公司带来新增经营业绩。

在此背景下，亟需建设新的车间产线以实现如下几方面目标：

- (1) 完成部分现有主要产品的产能扩张。
- (2) 完成部分现有共线产品的产线搬迁；
- (3) 原共线生产产线中未能安排生产的其他产品在 (1) (2) 中的品种搬迁后得以开始生产。
- (4) 新增产品得到产线资源可以落地生产。

表6：拟募集 6.79 亿用于扩产

编号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集 资金(万元)
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	45000	43900
2	年产 500 吨磺胺嘧啶 (钠) (SD (Na))、500 吨盐酸多西环素项目	19000	19000
3	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	6500	2000
4	CDMO 车间建设项目	3000	3000
	合计	73500	67900

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

表7：所涉产品与现有主营关系

项目名称	具体产品	与现有产品的关系
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	SPDZ	扩产
	DCPD	扩产
	CELB	扩产
	4-SAPH	技改搬迁
	苯溴马隆	技改搬迁
	布比卡因	技改搬迁
	吉西他滨	技改搬迁
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	SDM (Na)	技改搬迁
	ADMP	技改搬迁

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

2、行业情况

公司所处行业：兽药—兽用化学药品—兽用化学原料药。

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，其中兽用化学药品又包括原料药、化学药品制剂，因此海昇药业属于兽用化学原料药细分行业。

2.1、发展与变化

2.1.1、国内兽药市场规模预计 2022-2027 年 CAGR 12.56%

根据 Grand View Research 的研究显示，2022 年全球兽药市场规模约为 445.90 亿美元，到 2030 年兽药行业的全球市场规模其预计将达到约 837.64 亿美元，**年复合增长率为 8.2%**。

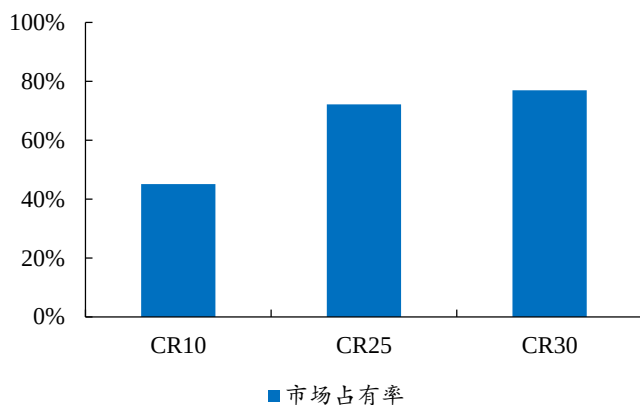
根据中研网发布的《2022-2027 年兽药产业深度调研及未来发展趋势预测报告》，2021 年全国兽药行业销售额 686.18 亿元，其预计到 2027 年兽药行业的国内市场规规模将达到 1,395.72 亿元，**年复合增长率为 12.56%**。

2.1.2、对 2021 年中国兽药协会《兽药产业发展报告》的市占率、产能、结构分析

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，销售额占比 72.14%。划分门槛为：大型企业年销售额 2 亿元。中型企业 500 万元。

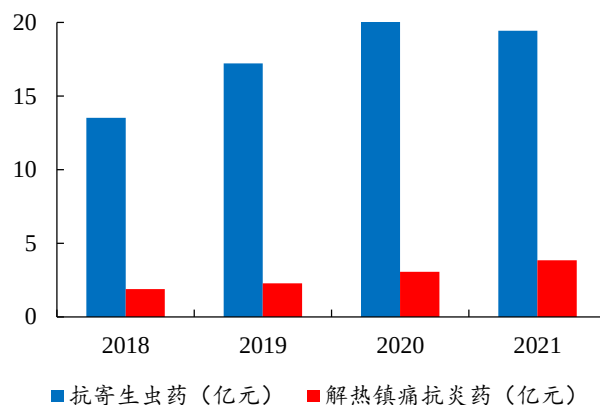
2021 年销售额前 10 名企业的销售额为 82.48 亿元，占原料药总销售额的 45.11%；前 30 名企业的销售额为 140.63 亿元，占原料药总销售额的 76.91%。

图9：大规模企业占据较高市场份额



数据来源：公司问询函回复、中国兽药协会《兽药产业发展报告》（2021 版）、开源证券研究所

图10：解热镇痛抗炎药市场也在小幅上涨



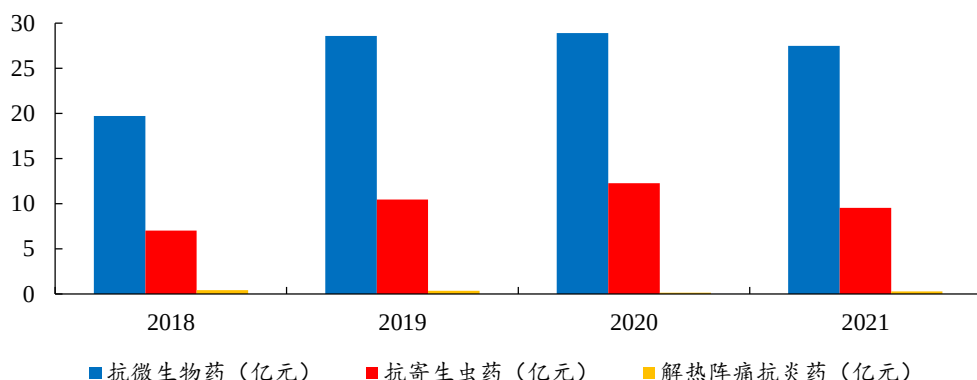
数据来源：公司问询函回复、中国兽药协会《兽药产业发展报告》（2021 版）、开源证券研究所

表8：中型企业平均盈利能力或超过大型企业

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：公司问询函回复、中国兽药协会《兽药产业发展报告》（2021 版）、开源证券研究所

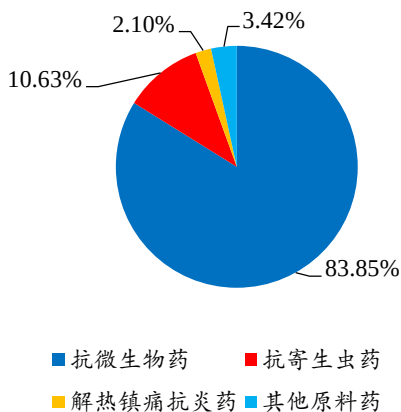
我国兽药原料药出口市场规模由 2018 年的 27.40 亿元增长至 2021 年的 37.72 亿元，**年复合增长率为 11.24%**，其中以抗微生物药出口为主。

图11：兽药原料药出口市场 2019-2021 年较为平稳


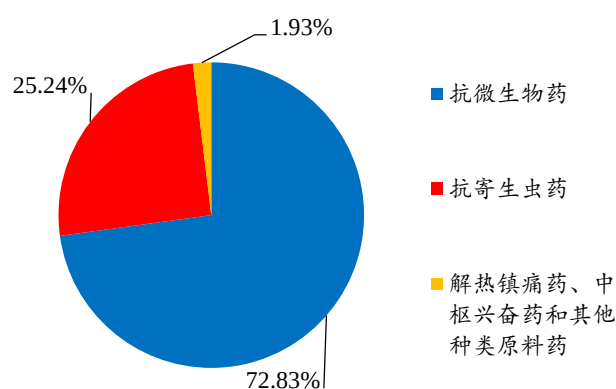
数据来源：公司问询函回复、中国兽药协会《兽药产业发展报告》(2021 版)、开源证券研究所

2021 年兽药原料药市场容量（销售规模）为 182.85 亿元，其中抗微生物药市场规模 153.32 亿元，市场份额 83.85%；抗寄生虫药市场规模 19.44 亿元，市场份额 10.63%；解热镇痛抗炎药市场规模 3.84 亿元，市场份额 2.1%；其他原料药市场规模 6.25 亿元，市场份额 3.42%。抗微生物药产能为 14.67 万吨，抗寄生虫药产能为 1.78 万吨，解热镇痛抗炎药产能为 1.19 万吨。

兽药原料药出口市场容量（销售规模）为 37.72 亿元，其中抗微生物药出口 27.47 亿元，占出口总额 72.83%；抗寄生虫药出口 9.52 亿元，占出口总额的 25.24%；解热镇痛药、中枢兴奋药和其他种类原料药共出口 0.73 亿元，占出口总额的 1.93%。

图12：2021 年抗微生物药占兽药原料药规模最高


数据来源：公司问询函回复、中国兽药协会《兽药产业发展报告》(2021 版)、开源证券研究所

图13：2021 年出口市场抗寄生虫药比例较高


数据来源：公司问询函回复、中国兽药协会《兽药产业发展报告》(2021 版)、开源证券研究所

2.2、受下游减抗影响兽药原料药（抗微生物/抗菌）少，且市场持续增长

根据上述，兽用原料药可分为抗微生物药、抗寄生虫药、解热镇痛抗炎药及其他等四个细分市场，且目前兽药原料药以抗微生物药为主（抗微生物药与兽用抗菌药重叠度较高）。

禁抗：2020 年 7 月起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。——《中华人民共和国农业农村部公告 第 194 号》

减抗：兽用抗菌药使用减量化。——《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案(2021—2025年)》

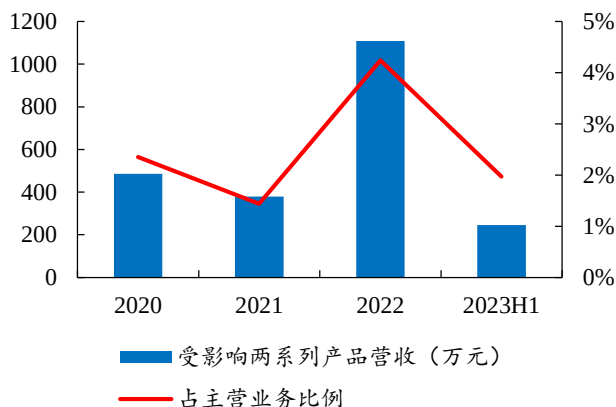
国内“禁抗”、“减抗”政策出台针对性地减少低效、休药期长、易残留的兽药产品，改为使用高效、休药期短、低残留的兽药产品。

表9：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	

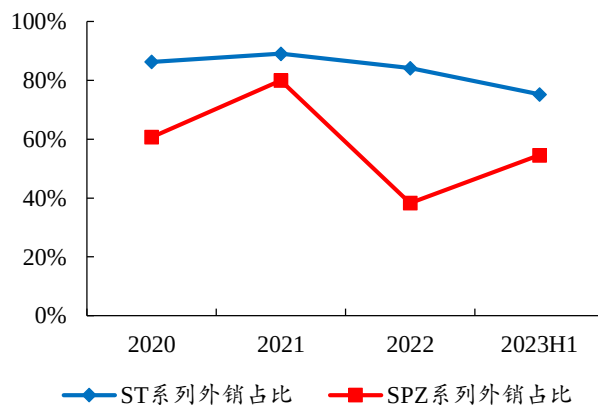
资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

图14：受影响兽药原料药产品合计占比小于主营 5%



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

图15：受影响系列有外销出口的途径



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

截至 2023 年 6 月，海昇药业 8 项在研项目中无“禁抗”，2 项属于“减抗”范围，但拟均主要用于出口。4 项募投项目中亦无“禁抗”，2 项“减抗”。

表10：8 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	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
2	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：公司问询函回复、开源证券研究所

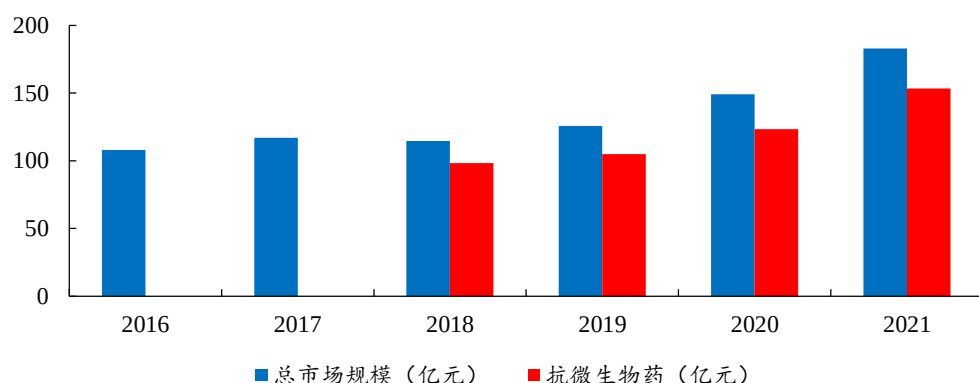
表11：4项募投中2项目属于“减抗”，但拟用于出口

序号	项目名称	涉及品种	产品类别	是否属于“禁抗”及“减抗”政策范围
1	年产 500 吨磺胺嘧啶（钠）（SD（Na））、500 吨盐酸多西环素项目	SD（Na）	兽药原料药	是， 拟主要用于出口， 受“减抗”政策影响 较小
		盐酸多西环素	兽药原料药	
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	SDM（Na）	兽药原料药	
		ADMP	中间体	
		SMM（Na）	兽药原料药	

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

一些具有调养机体、健康肠胃、改善吸收、增强免疫、平衡微生态等功能，不属于药物、抗生素的绿色新型产品，是可以作为功能型饲料添加剂在商品饲料中添加使用。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。

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%。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16：“禁抗”、“减抗”政策发布实行后的 2021 年，抗微生物兽药原料药不降反增


数据来源：公司问询函回复、中国兽药协会《兽药产业发展报告》（2021 版）、开源证券研究所

2.3、下游猪周期：生猪养殖规模化率在逐步提升

猪周期是生猪生产和猪肉销售过程中的价格周期性波动现象。其具体表现为猪肉价格上涨时，养殖户会扩大产能，增加能繁母猪，推动生猪存栏量上升，育肥成熟后生猪出栏量增加，猪肉供给增加，价格下降。养殖户观察到猪肉价格下降，减少产能，淘汰能繁母猪，生猪存栏量和出栏量下降，猪肉供给减少，猪肉价格重新回升，周而复始。我国生猪价格呈现出一定的周期性波动特征，2000 年以来市场经历了 5 至 6 个“猪周期”，基本上三年至四年为一个完整的市场波动周期。目前生猪价格处于弱势，猪周期处于相对底部。

根据农业农村部数据显示，2021 年全国生猪养殖规模化率达 60%，但对比欧盟与美国的生猪规模化养殖率 88%与 97%，未来仍有较大的提升空间。根据长江证券研究所的研究报告显示，自非洲猪瘟 2018 年进入我国以来，行业大型养殖集团企业出栏量快速攀升；2017 年主要养殖上市规模企业合计出栏量约为 3,724 万头，市

场份额仅 5.4%；而 2022 年主要养殖规模企业合计出栏量超过 1.3 亿头，市场份额达到了 19.0%，且这一比例预计 2023 年将继续提升，达到 23.1%。

相较于散养户，规模养殖户的专业性更高，且由于养殖资产数量多、价值高、密度大，一旦发生疫情则损失更大，因此更加注重动物防疫，其在免疫次数、免疫密度等方面的表现通常要优于散养户，所以规模养殖户在防疫方面的平均支出明显高于散养户。公司招股书内容显示，规模养殖户在 2015-2020 年期间的头均医疗防疫支出要比散养户平均高出 5.14 元，而猪企龙头牧原股份在 2015-2020 年的头均医疗防疫支出的平均值高达 94.26 元/头，大幅领先于行业平均水平。因而，生猪养殖规模化率的提升将带动对猪用兽药及兽药原料药需求的提升。

3、精细化产业链跻身综合性药企为主的兽药前 20 大公司

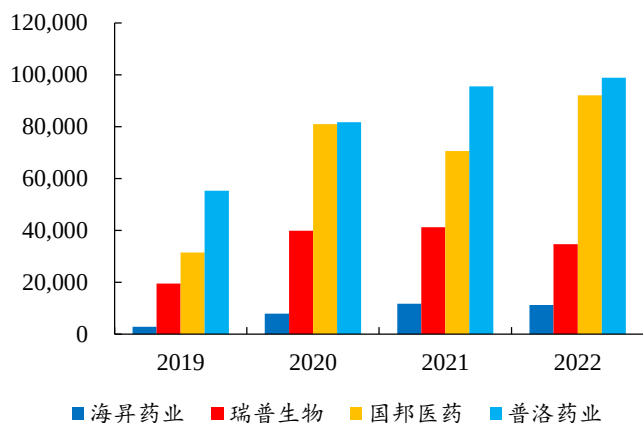
在已上市企业中选取瑞普生物、国邦医药、普洛药业作为可比对象，但在生产品类与下游类别中寻存在一定差异，未上市企业中可与齐晖医药进行比较。

表12：已上市可比公司多为综合性大型药企

公司名称	产品类型	主要产品	简介
瑞普生物	兽用生物制品	家禽、水禽、家畜、反刍兽疫苗	服务于动物健康产业的高新技术企业，中国规模最大、产品种类最全的兽药企业之一，也是国家重大动物疫病防控疫苗生产企业
	原料药	氟苯尼考、替米考星、磷酸替米考星、拖曲珠利、盐酸沃尼妙林	
	制剂	宠物驱虫滴剂、洗消类溶液	
国邦医药	原料药	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星、氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星	面向全球市场、多品种、具备多种关键中间体自产能力的医药制造公司，国内动保原料药领域品种布局最为齐全、广泛的企业之一。
	中间体	硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺	
	制剂和动保添加剂	辛烯基琥珀酸淀粉钠、辛烯基琥珀酸淀粉钠、辛烯基琥珀酸淀粉钠、格列齐特片、阿昔洛韦片等	
普洛药业	原料药及中间体	头孢系列、青霉素系列、精神类系列、心脑血管类系列和兽药原料药中间体系列	集研究、开发、生产原料药、制剂、医药中间体的大型综合性制药企业
	制剂	抗感染类、心脑血管类、精神类和抗肿瘤类	
	CDMO	研发服务、商业化人用药项目、商业化兽药项目和其他商业化产品	
齐晖医药	原料药	盐酸左旋咪唑、阿苯达唑、氯氟碘柳胺钠、甲苯咪唑	产品基本涵盖了兽药抗寄生虫原料药中抗线虫药、抗绦虫药、抗吸虫药、抗球虫药等主要类别
	中间体	盐酸四咪唑、左旋碱	
海昇药业	原料药	SPDZ、DCLL、ST 系列和 C-SN	国内市场位居兽药原料药企业前 20 名
	中间体	ASC 和 4-CPA	

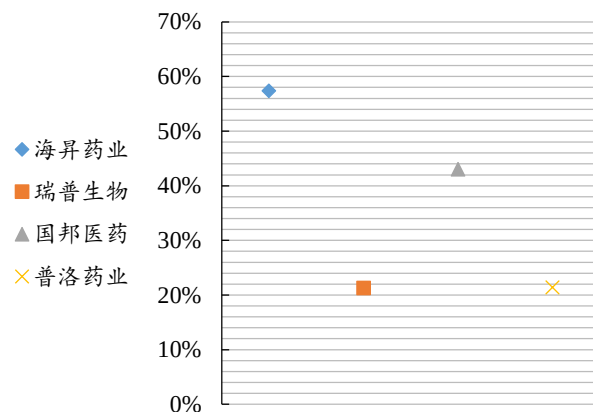
资料来源：公司招股说明书、公司问询函回复、开源证券研究所

图17：归母净利润与大型综合药企比有提升空间（万元）



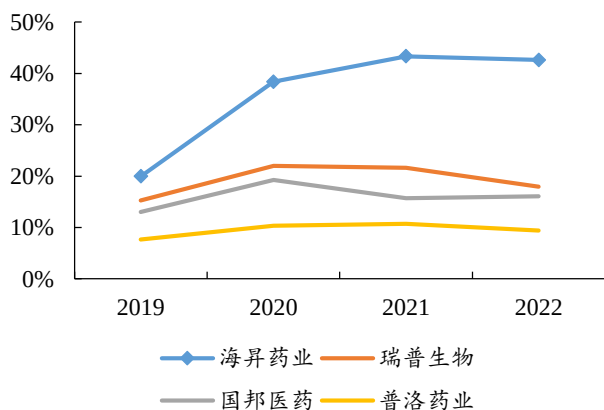
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：3 年利润 CAGR 显示成长性领先



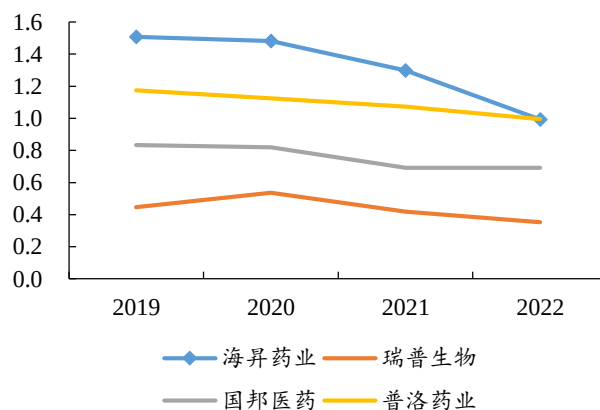
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：毛利率优势传导至行业领先的净利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：资产周转率也排位行业领先（次）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从估值来看,可比公司市值均值 112.20 亿元,市盈率 TTM 均值 16.1X,中值 17.1X。当前总股本为 6000 万股,预计发行股数不超过 2000 万股(未考虑超额配售选择权)。

海昇药业是全球磺胺类药物的重要供应商,专精单条产业链上的 SPDZ、DCLL、ST、ASC 等药物,成长至兽药原料药市场前 20 名,与各大综合性大型兽药企业比肩。募投将继续发挥产业链深度与由此积攒的高毛利率优势。

表13：可比公司最新 PE(2022)均值 16.1X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE(2022)	PE TTM	2022 年 营收/亿元	2022 年归母 净利润/万元	三年营收 CAGR	三年归母净 利润 CAGR	2022 年 毛利率	2022 年 研发费用率
瑞普生物	300119	72.69	20.97	18.77	20.84	34669.87	12.43%	21.28%	48.44%	6.37%
国邦医药	605507	94.33	10.24	13.69	57.21	92090.42	14.59%	43.00%	27.55%	3.45%
普洛药业	000739	169.59	17.14	14.33	105.45	98917.37	13.51%	21.36%	23.90%	5.05%
均值		112.20	16.12	15.60						
中值		94.33	17.14	14.33						
海昇药业	870656	-	-	-	2.64	11268.10	22.18%	57.37%	52.47%	3.62%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截止 2024 年 1 月 15 日）

4、风险提示

市场竞争加剧风险、周期性风险、管理风险、新股破发风险

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）	预计相对强于市场表现 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（underperform）	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（underperform）	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。

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方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

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10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