

公司当前基本盘业务进入底部价格周期，业务多维度外延寻求业务增长。公司基本目前处于底部周期，未来有望企稳反转。2021年以来，受到沙坦原料药行业的竞争加剧影响，公司业绩有所波动。面向未来，公司基本盘业务沙坦原料药有望在底部企稳，增量业务有望进一步打开成长空间。1) 非沙坦原料药将在中短期内集中受益于法规市场重磅产品专利悬崖到来而迎来放量；2) 制剂业务借助集采东风实现高速增长，1-3年内第十批药品集采和前期多产品集采续约背景下，公司制剂业务有望延续前期高增长趋势。

沙坦原料药：行业量增有望抵消价减冲击，公司规模效应提升&技改降本推进有望实现利润率企稳。销量：高血压疾病患病率和新兴国家用药渗透率都处于增长区间，未来沙坦原料药消耗量有望跟随基础患者全体扩容和疾病治疗率提升而维持稳步增长；价格：产品价格接近五年内绝对低位（二线厂商毛利率已低于20.0%），鉴于行业资本开支的机会成本属性大于沉默成本，我们预期未来产品价格将随行业平均成本下降而呈现缓步下探趋势。公司作为龙头厂商之一，有望在价格底部企稳之际在规模效应提升和技改持续推进带来的收率提高促进下实现利润率的企稳。我们谨慎预期2024-2026年公司沙坦产品收入端CAGR为-1.1%。

非沙坦原料药：重磅品种专利悬崖临近，公司储备产品即将进入放量阶段。从具体品种的竞争格局和专利到期时间分布上看，我们认为公司非沙坦业务在未来的1-3年内将在1) **部分品种专利到期带来的增量市场**（替格瑞洛、阿哌沙班等大空间单品的法规市场密集到期），以及2) **制剂进口替代贡献的爬坡订单**（磷酸西格列汀、达格列净），两个维度的促进下，在短中期内保持相对较快的业绩增速。我们预期非沙坦产品2023-2026年内收入端CAGR为34.2%。

制剂业务：多产品续约&第十批国采在即，我们看好公司制剂业务在短中期内的业绩成长性。定性角度看：公司具备借助集采实现业绩增长的三大核心要求1) **基数小**（2020年制剂收入四百万）；2) **成本低**（原料药制剂一体化带来的成本优势可超25.0%）；3) **快速形成制剂产品梯队**（批件获取速度呈现边际加速）；定量角度看：公司通过集采实现业绩放量商业模式已经跑通，在多产品续约&第十批国采临近的当下时点，我们仅以公司当前获批的制剂产品进行保守测算，预期制剂业务在2026年可实现近8亿元收入，2023-2026年收入端CAGR达到96.2%。

投资建议：沙坦原料药行业周期见底企稳，我们看好公司在基本面业务企稳，纵横拓展打通非沙坦原料药、制剂等第二曲线业务利润高速释放带来的底部反转。我们预测2024-2026年公司分别实现营业收入26.7、31.4和37.5亿元，分别同比增长5.8%、17.3%和19.6%；归母净利润分别为1.2、2.2和3.4亿元，分别同比增长340.3%、83.2%和55.4%。对应2024-2026年PE倍数分别为49、27和17倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：汇率波动风险，环保处理不达标停产风险，股权质押风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,527	2,673	3,135	3,748
增长率(%)	-5.2	5.8	17.3	19.6
归属母公司股东净利润(百万元)	27	120	221	343
增长率(%)	123.0	340.3	83.2	55.4
每股收益(元)	0.08	0.35	0.63	0.99
PE	214	49	27	17
PB	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源：Choice，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年11月28日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

16.68元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 杨涛

执业证书：S0100124060014

邮箱：yangtao_2@mszq.com

目录

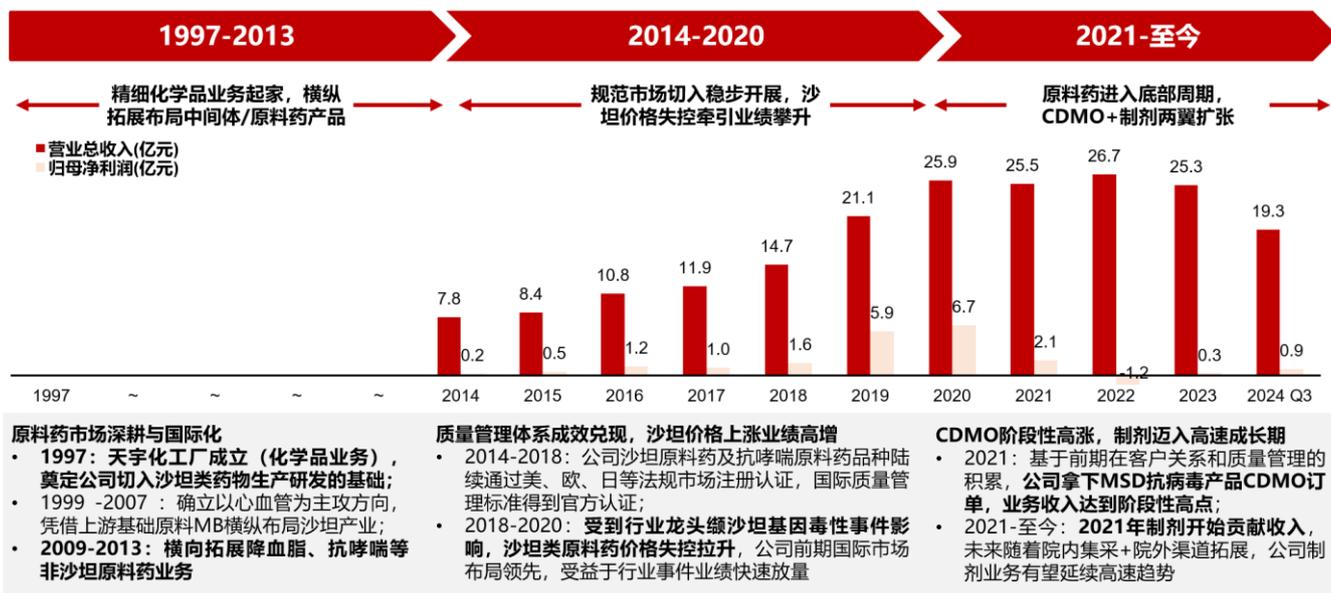
1 沙坦原料药与中间体领域的领军者	3
1.1 深耕仿制药及 CDMO 领域，制剂业务助力产品线拓展	3
1.2 业绩扰动因素陆续出清，近期利润增厚趋势明显	4
2 原料药：沙坦类行业翘楚，非沙坦拓展放量可期	6
2.1 沙坦类：需求具备稳增属性，供需错配有一定价格压力	6
2.2 沙坦类：产品市场准入领先，产能迭代&法规市场占比提升有望实现利润增厚	9
2.3 非沙坦类：存量一代放量可期，储备一代奠定长期空间	11
3 制剂：业绩维持高速增长，一体化转型正当时	14
3.1 多产品成功集采入围，产业垂直整合得到业绩验证	14
3.2 产品续约&国采在即，看好制剂业务短中期的成长性	14
4 CDMO：客户开发稳步推进，定制品种放量在即	20
4.1 受制于下游需求下降，公司当期业绩表现有所回落	20
4.2 切入恒瑞医药供应链，多款原料药品种放量在即	20
5 盈利预测与投资建议	21
5.1 盈利预测假设与业务拆分	21
5.2 估值分析	22
5.3 投资建议	23
6 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 沙坦原料药与中间体领域的领军者

1.1 深耕仿制药及 CDMO 领域，制剂业务助力产品线拓展

精细化学品业务起家，纵横拓展、业务延伸打造多维成长极。浙江天宇股份有限公司（前身天宇化工厂）成立于 1997 年，公司以精细化学品业务起家（其中包含沙坦基础原料沙坦联苯），往后通过纵横拓展形成当前沙坦原料药&中间体、非沙坦原料药&中间体、CDMO 和制剂四大业务板块。立足当前时间节点，我们认为在沙坦原料药价格底部企稳之际，公司多元化业务布局即将实现业绩的同频共振，迈入新一轮的成长兑现期。

图1：天宇股份发展历程



资料来源：公司公告，公司招股说明书，公司公开投资者交流平台，民生证券研究院

公司广泛布局沙坦与非沙坦类原料药及中间体、制剂业务以及 CDMO 业务。主要产品包括沙坦类抗高血压药物、抗哮喘药物和抗病毒药物的原料药及中间体。公司还专注于多剂型仿制药的研发、生产和销售，产品涵盖降血压、降血脂、降血糖、抗血栓、抗哮喘、降尿酸和营养补充剂。在 CDMO 方面，公司服务涵盖临床研究和商业化阶段，客户主要为国内外大型原研药制药企业。

表1：公司主要药物及制剂产品

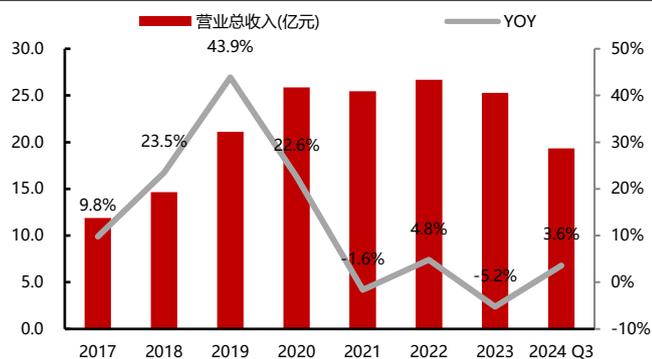
药物类型	代表产品	主要用途
沙坦类抗高血压药物	缙沙坦	缙沙坦适用于各类轻至中度高血压，中间体用于合成缙沙坦原料药，原料药用于合成缙沙坦制剂
	厄贝沙坦	厄贝沙坦用于治疗原发性高血压；中间体用于合成厄贝沙坦原料药，原料药用于合成厄贝沙坦制剂
	沙坦联苯系列	基础医药中间体，用于合成沙坦类抗高血压药物
抗哮喘药物	孟鲁司特钠	孟鲁司特钠适用于成人和儿童哮喘的预防和长期治疗
降血糖药物	磷酸西格列汀	磷酸西格列汀制剂是降血糖药，用于改善 2 型糖尿病患者的血糖控制。
抗前列腺增生药物	赛洛多辛	用于治疗良性前列腺增生症（BPH）引起的症状和体征
制剂产品		厄贝沙坦片、奥美沙坦酯片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、奥美沙坦酯氢氯噻嗪片阿哌沙班片等

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 业绩扰动因素陆续出清，近期利润增厚趋势明显

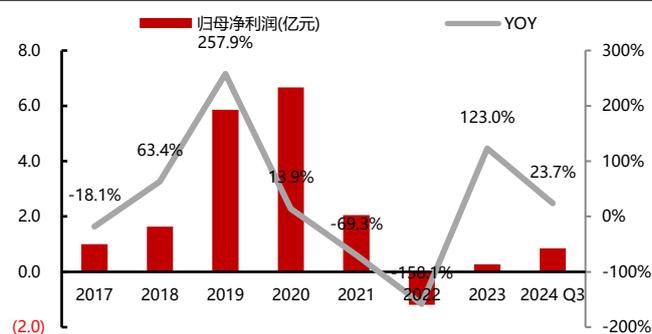
2024 年公司业绩回升趋势明显，利润同比增厚趋势渐明。2018-2020 年，由于缬沙坦基因毒性事件，沙坦类价格失控拉升，公司营收&利润迎来高速增长。2021-2022 年，受华海禁令解除行业竞争加剧导致原料药价格下降、人民币汇率上升等因素影响，公司利润大幅回落。2023 年受益于公司 CDMO&制剂业务高速增长及降本增效成果初现，公司实现归母净利润 0.3 亿元，扭亏为盈。2024 年前三季度，公司实现归母净利润 0.9 亿元，同比 23.7%。

图2：公司 2017-2024Q3 收入及同比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：公司 2017-2024Q3 归母净利润及同比

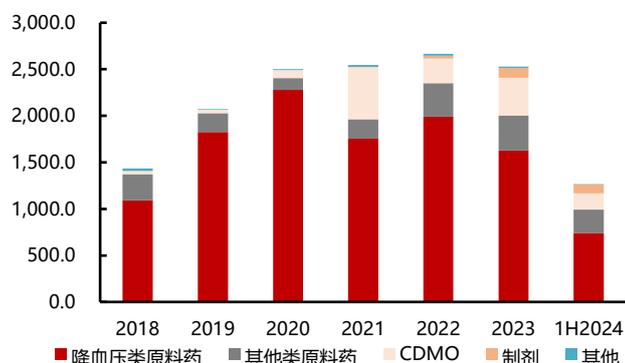


资料来源：公司公告，民生证券研究院

降血压类原料药占比结构下行，非沙坦&CDMO&制剂业绩影响力日益提升。

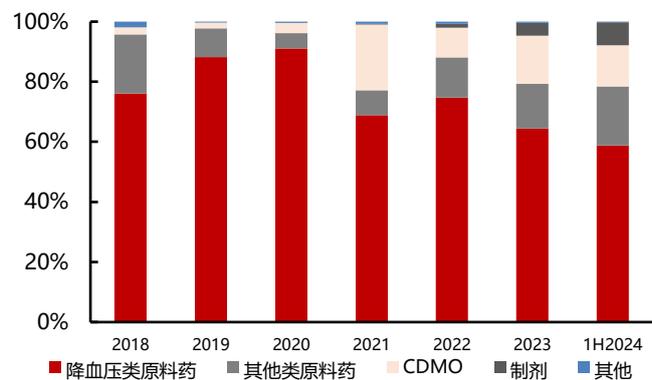
自 2021 年以来，受到沙坦原料药价格下降以及增量业务陆续兑现影响，公司沙坦类原料药收入及占比均呈现波动收窄趋势，2024 年上半年，公司降血压类原料药收入占比为 58.8%。非沙坦原料药、制剂和 CDMO 近年收入占比提升趋势明显，2024 年上半年，上述业务收入占比分别达到 19.6%、13.8%和 7.7%。

图4：公司 2018-2024 H1 营业收入按产品分(百万元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：公司 2018-2024 H1 营业收入构成



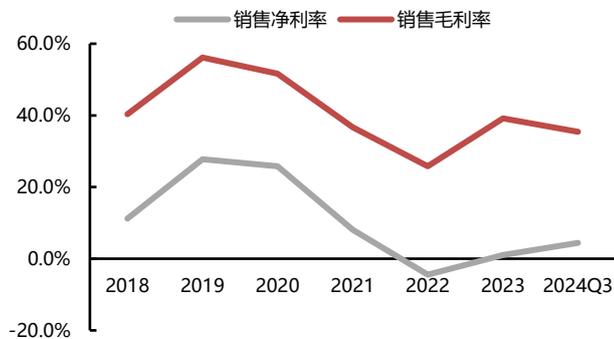
资料来源：公司公告，民生证券研究院

毛净利率触底回升，主要费用率结构持续优化。公司 2018-2022 年内盈利能力

主要受到沙坦类原料药价格波动影响，公司毛、净利率上下波动较大；2022 年，公司集中计提存货减值损失 1.0 亿元叠加外汇套期保值导致的投资损失 0.5 亿元致使公司当年净利率转负；2023 及 2024，公司毛净利率陆续触底回升。从主要

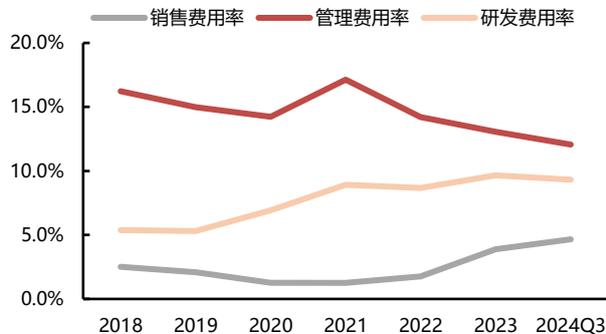
费用率来看，随着公司近年业务的多元化，公司销售、研发费用率呈现波动上升趋势，管理费用率受益于运营效率提升，总体呈现下降趋势。

图6：公司 2017-2024Q3 盈利能力指标



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：公司 2017-2024Q3 三费情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 原料药：沙坦类药物行业翘楚，非沙坦拓展放量可期

2.1 沙坦类：需求具备稳增属性，供需错配有一定价格压力

2.1.1 需求端：高血压患者一线用药，底层患者群体持续增长

沙坦类药物为多国家/地区推荐的高血压患者一线用药，国内高血压用药中沙坦类药物市场规模占比排名第二。沙坦类药物（血管紧张素 II 受体拮抗剂，ARB）被广泛应用于高血压的初始和维持治疗中，并且在多个国际和国内指南中被推荐为一线降压药物（2018 年中国高血压防治指南、美国 2017 年 ACC/AHA 高血压指南、2019 年日本高血压防治指南、欧洲 2018 年 ESC/ESH 高血压指南等）。从国内终端市场规模占比看，2022 年沙坦类终端制剂产品市场规模为 214.4 亿元，在高血压治疗药物总体中占比 26.2%，已成为临床应用较广的抗高血压药物。

表2：2022 年国内抗高血压主要用药品种市场规模统计

药物类别	医院端(亿元)	零售端(亿元)	总计(亿元)	占比	YOY
抗肾上腺素能药	22.3	0.6	22.9	2.8%	2.9%
作用于小动脉平滑肌的药物	4.6	0.0	4.6	0.6%	173.1%
其他抗高血压药	8.0	2.3	10.3	1.3%	38.8%
抗高血压药和利尿剂的复方	6.1	3.9	10.0	1.2%	-10.2%
抗高血压药的复方	0.0	0.1	0.1	0.0%	-29.4%
外周血管扩张剂	123.4	5.0	128.4	15.7%	4.8%
利尿剂	28.0	2.8	30.8	3.8%	8.3%
β-受体阻断药	66.7	13.8	80.5	9.8%	1.6%
钙通道阻滞剂	208.1	69.1	277.2	33.8%	-7.6%
血管紧张素转化酶抑制剂（普利类）	31.1	9.0	40.1	4.9%	-13.5%
血管紧张素 II 受体拮抗剂（沙坦类）	159.6	54.8	214.4	26.2%	-5.4%
作用于肾素-血管紧张素系统的其它药物	0.0	0.0	0.0	0.0%	-25.0%
总计	657.9	161.4	819.2	100.0%	-3.1%

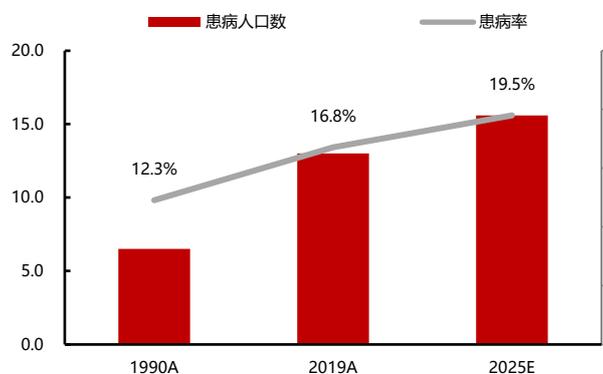
资料来源：药融云，民生证券研究院

全球高血压患病率持续提升，沙坦药物终端需求有望维系爬坡趋势。根据 WHO 统计数据，2019 年全球高血压患者人数为 13.0 亿例，患病率为 16.8%（前期统计 1990 年患者人数 6.5 亿例，患病率 12.3%）。且展望未来，伴随着人们生活习惯发生的改变（不良饮食习惯、精神压力增加）和人口老龄化程度的持续加深（随着年龄增长，血管弹性下降、血压调节能力减弱使得老年人群中高血压的患病率显著增加），全球范围内高血压患者人数及患病率预期仍将呈现出明显的上升趋势（Global MD 预计 2025 年达到 15.6 亿例，患病率 19.5%）。

全球高血压患者主要分布在非发达经济体，疾病知晓率仍有提升空间。根据 WHO 统计，2019 年全球 75.0% 以上的成年高血压患者生活在中等收入/低收入国家，且全球近半数高血压患者并不知晓自身病情。以我国数据来看，根据相关研究，自 1991 年以来我国高血压知晓率、治疗率和控制率均有明显提高，但距离发达国家防控水平仍有差距。未来随着全球经济的持续发展和对慢性病防治、管理意

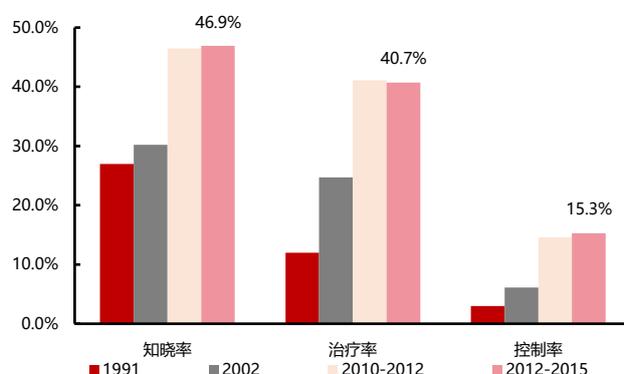
识的提升，高血压相关治疗药品有望持续渗透。

图8：全球高血压患病人数、患病率（含预计）



资料来源：WHO, Global MD, 民生证券研究院

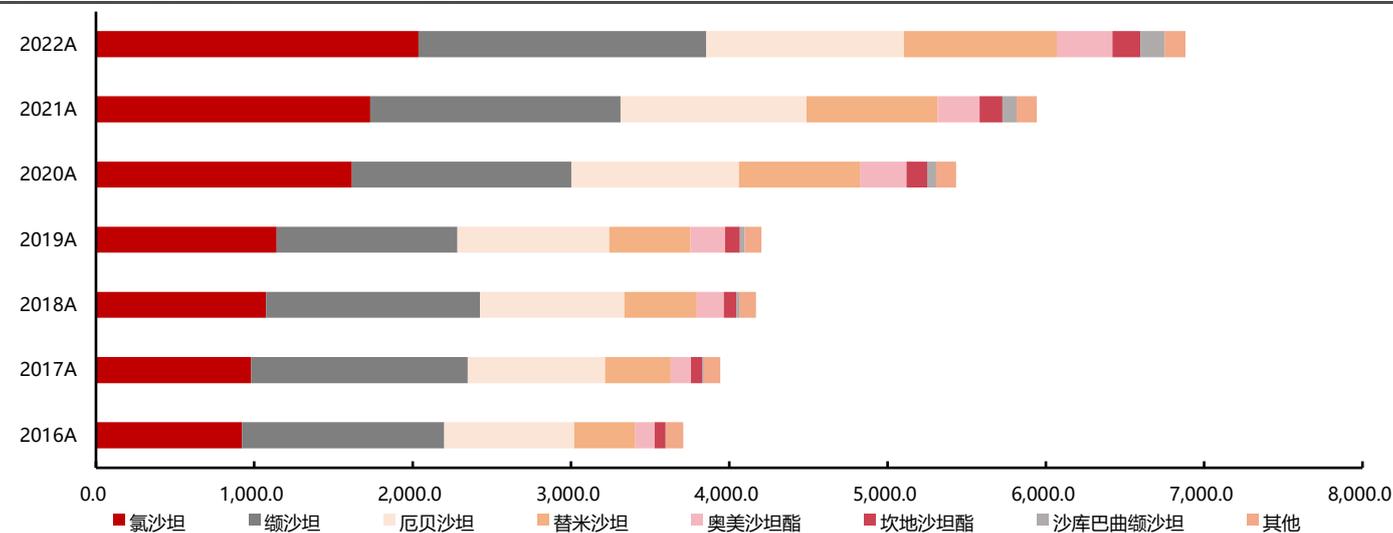
图9：我国高血压知晓率、治疗率和治疗率调查情况



资料来源：《中国高血压防治指南(2024年修订版)》，民生证券研究院

在高血压患者群体扩容及疾病治疗率提升的双重催化下，全球沙坦原料药消耗量维持稳步增长。2016 到 2022 年，沙坦类原料药全球市场消耗量从 3710.0 吨扩容至 6881.2 吨，期内复合增速为 10.8%。从品种结构上看，氯沙坦、缬沙坦、厄贝沙坦和替米沙坦是合计用量排名稳居前四的大规模品种，2022 年合计消耗量占比为 88.2%(氯沙坦 29.6%、缬沙坦 26.4%、厄贝沙坦 18.1%、替米沙坦 14.0%)。

图10：沙坦原料药 2016-2022 全球消耗量 (吨)

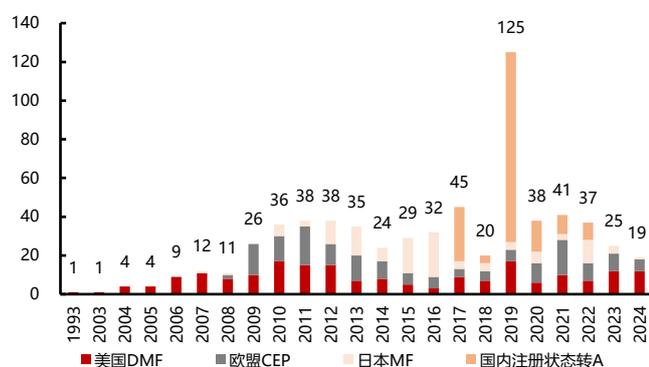


资料来源：药融咨询《原料药产业白皮书》，民生证券研究院

2.1.2 供给端：近年竞争格局恶化明显，当前价格处于近三年低位

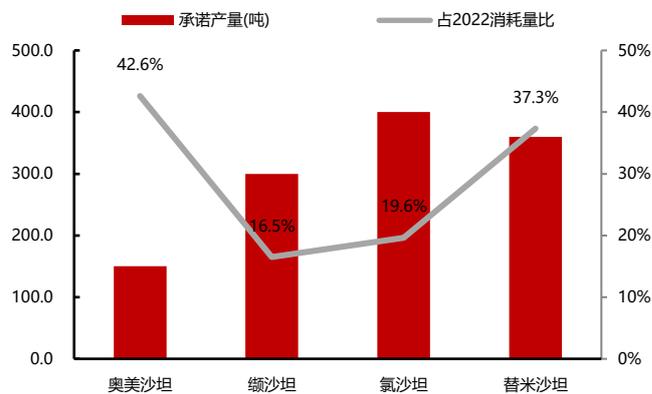
受影响于 2018 年缬沙坦价格失控及印度原料药自产计划，沙坦类原料药竞争格局恶化明显。受到 2018 年华海药业缬沙坦基因毒性事件影响，沙坦原料药市场出现短时间的供需错配，市场价格失控拉升，高位的利润率瞬间吸引众多竞争者切入市场（2019 年沙坦类原料药首次注册证新增量为 125 个，远高于其他时间段）；且 2021 年，印度推出 PLI 计划支持原料自产，其中氯沙坦、奥美沙坦、缬沙坦和替米沙坦等大规模品种均出现较大的新建产能（计划 2023Q2 推向市场）。

图11: 印度 PLI 计划中沙坦类原料药计划产能整理



资料来源: 医药魔方, 民生证券研究院

图12: 沙坦类原料药 2022 年出口量 TOP5 企业

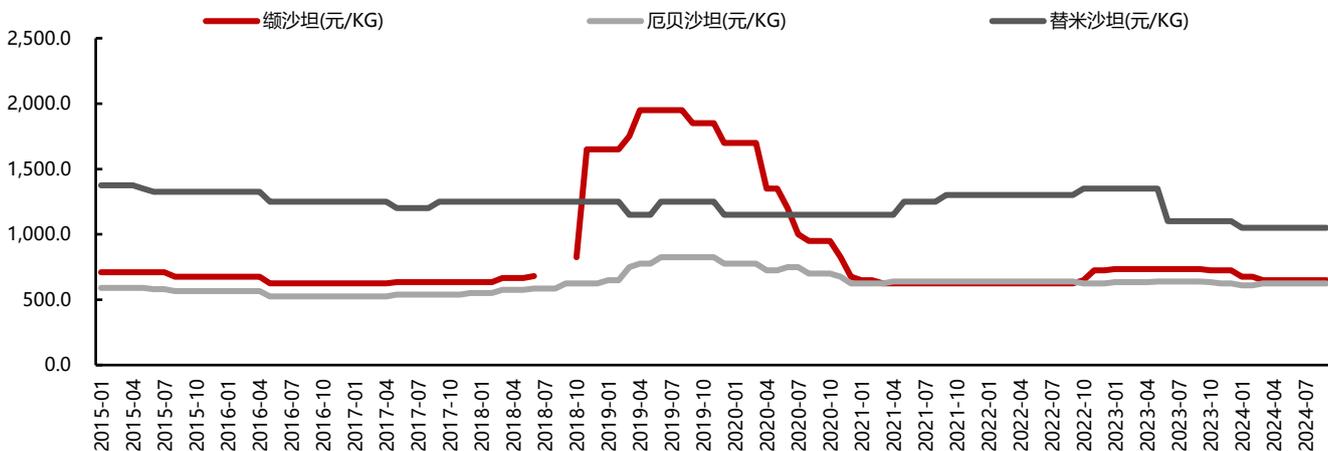


资料来源: Ministry of Chemicals and Fertilizers, 民生证券研究院

行业仍处于磨底出清阶段。从沙坦类原料药总体价格趋势看, 近十年来主要品种缬沙坦、厄贝沙坦、替米沙坦售价总体上呈现下降趋势。2018 年由于沙坦基因毒性事件引致缬沙坦价格飙升, 后续随着市场供应骤增, 约两年时间价格回归正常区间。截止 2024 年 10 月末最新数据, 缬沙坦报价、厄贝沙坦、替米沙坦报价水平环比均持平, 稳住价格下滑趋势, 当前绝对报价水平已接近于近 5 年 (2019-10 至 2024-10) 最低值。

现阶段二线厂商毛利率水平已处于绝对低位, 考虑到沙坦资本开支并非完全的沉默成本, 预期未来市场价格将跟随行业平均成本缓步下滑。以 2024 年上半年的行业参与者毛利率情况对比来看, 当前二线行业参与方毛利率水平已降至 20.0% 以下, 鉴于原料药品种多为灵活产线, 且一般来说产线改造投入较低, 我们认为当前时点沙坦原料药价格大幅下滑的空间和可能性均已较为有限。但考虑到行业过剩产能居多, 随着沙坦原料药产量提升以及厂家工艺 Know-How 积累 (天宇 2014-2016 年缬沙坦产量提升 64.0%, 原料总单耗下降 12.6%), 预期沙坦类原料药未来产品价格将随行业平均成本下降而呈现缓步下探趋势。

图13: 主要沙坦原料药品种价格走势情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.2 沙坦类：产品市场准入领先，产能迭代&法规市场占比

提升有望实现利润增厚

2.2.1 行业红海竞争背景下，公司沙坦业务利收短期增长放缓

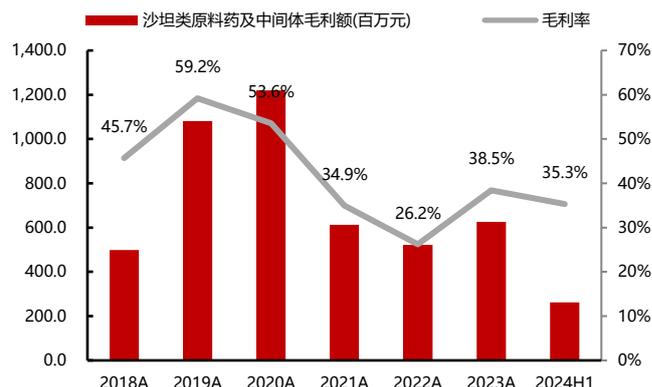
受制于 2021 年以来的激烈竞争，公司沙坦类原料药&中间体业务收入/毛利边际趋窄。受益于 2018-2021 年内的沙坦原料药价格提升，公司沙坦类产品收入及毛利均迎来大幅增长；2021-2023 年内，受制于行业竞争格局恶化，业务收入/毛利总体呈现下降趋势。2024 年上半年，竞争压力的进一步传导影响了产品价格体系，公司沙坦类产品收入及毛利额均出现不同程度下滑。但展望未来，我们预期随着沙坦类原料药行业整体量增覆盖价减而呈现规模提升，公司有望依托自身高端市场起家具有的品牌力与质量优势，通过产品结构和客户结构的调整以及技改降本增效的持续推进维持毛利率稳定，进而推动业务毛利的稳健增长。

图14：公司沙坦类产品营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：公司沙坦类产品毛利额及毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.2 公司规范市场起家，法规市场占比提升缓解竞争压力

公司沙坦类原料药行业底蕴深厚，主要法规市场产品齐全度位列行业第一梯队。在沙坦类制剂产品陆续仿制药化的产业背景下，仿制药企更多通过生产规模和品种丰富度的提升来摊薄自身的加工成本和渠道支出。我们通过梳理全球范围内主要沙坦类原料药产品的主要供应商产品注册情况，认为公司在注册准入方面，相比印度仿制药巨头 Divi's、Dr. Reddy 等具有明显的多品类、跨市场优势，与国内华海药业近似处于行业第一梯队。公司丰富的产品盘和广泛的市场准入给梯瓦 (Teva)、赛诺菲(Sanofi)、诺华(Novartis)和阿拉宾度(Aurobindo)等布局了沙坦类制剂的跨国药企提供了灵活的产品选择和供货安排。

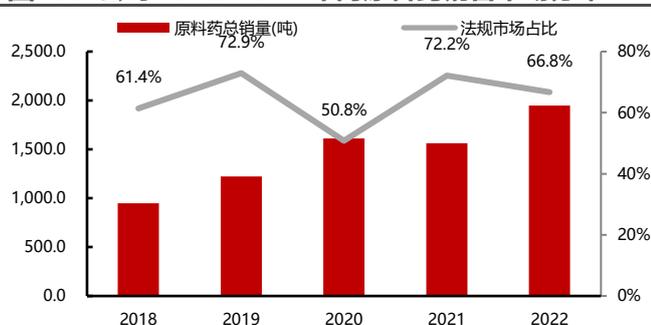
表3：公司主要沙坦品种主要规范市场注册情况

公司名称	缬沙坦	氯沙坦钾	厄贝沙坦	替米沙坦	奥美国沙坦酯	坎地沙坦酯	沙库巴曲缬沙坦纳
Alembic Pharmaceutic	美国、欧盟	美国、欧盟	美国、欧盟	美国、欧盟、 日本	美国、欧盟、 日本	美国、欧盟	
Apitoria Pharma	美国、欧盟	美国、欧盟	美国、欧盟	美国、欧盟	美国、欧盟、 中国		美国
Divi' s	美国、欧盟、日 本、中国		美国、中国	美国、欧盟	美国		
Dr. Reddy	美国、日本、中 国	美国、日本	美国、欧盟	美国、欧盟			美国、中国
Hetero Labs	美国、欧盟、日 本	美国、欧盟	美国、欧盟、 日本	欧盟	美国、欧盟、 日本	日本	
Teva	美国、欧盟	美国、欧盟	美国、欧盟	美国、欧盟	美国、欧盟	欧盟	美国
华海药业	美国、欧盟、中 国	美国、欧盟、 中国	美国、欧盟、 日本、中国	美国、欧盟、 中国	美国、欧盟、 中国	美国、欧盟、 日本、中国	
天宇股份	美国、欧盟、日 本、中国	美国、欧盟、 中国	欧盟、日本、 中国	欧盟	美国、欧盟、 日本、中国	欧盟、日本、 中国	美国、中国
珠海润都	美国、欧盟、日 本、中国	欧盟	美国、欧盟、 日本、中国	欧盟、中国	美国、欧盟、 日本、中国	美国、欧盟、 日本、中国	美国、中国

资料来源：医药魔方，民生证券研究院

公司深耕原料药法规市场，通过高端市场销售占比提升缓解竞争压力。原料药进入法规市场通常需要满足严格的注册要求和质量标准，而非规范市场监管环境较为宽松，对供应商及产品质量要求较低，因而法规市场原料药产品可享受一定的市场溢价。公司与默沙东（MSD）、诺华（Novartis）、赛诺菲（Sanofi）、武田（Takeda）等全球大型制剂厂商建立了长期、稳定的合作关系（2022 年来自国际大型制剂厂商的收入占比为 49.5%），在原料药和制剂关联审批制度（MAH）背景下，优质原料药企更受到制剂厂商青睐。根据最新公开数据，公司法规市场销量占比总体呈现上升趋势，2022 年公司原料药法规市场销量 1299 吨，占比达 66.8%。

图16：公司 2018-2022 年内原料药销售市场分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：公司非沙坦原料药&中间体毛利额及毛利率



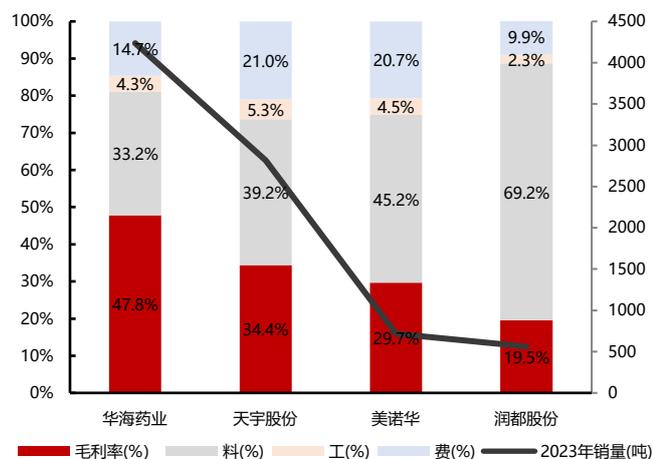
资料来源：各公司官网，民生证券研究院

2.2.3 技改+扩产稳步推进，公司稳态盈利能力有望更上层楼

业内厂商盈利水平梯队落差较大，原料+期间费用差异为主要影响因素。当前沙坦原料药厂商盈利水平的高低主要源自原材料和期间制造费用的差异。**1) 原材料**：沙坦原料药的生产过程是系列的化学反应，中间缩合、酰化和结晶等步骤涉及较多的 Know-How 经验积累，因此原料成本占比有望随规模和技术积累的提升而递减；**2) 期间制造费用**：期间费用主要包含折旧摊销和动力成本，我们认为在沙坦生产工艺基本趋同背景下单吨耗电差异较小，盈利能力差异主要是各厂家产线折旧摊销归属周期不同引致。

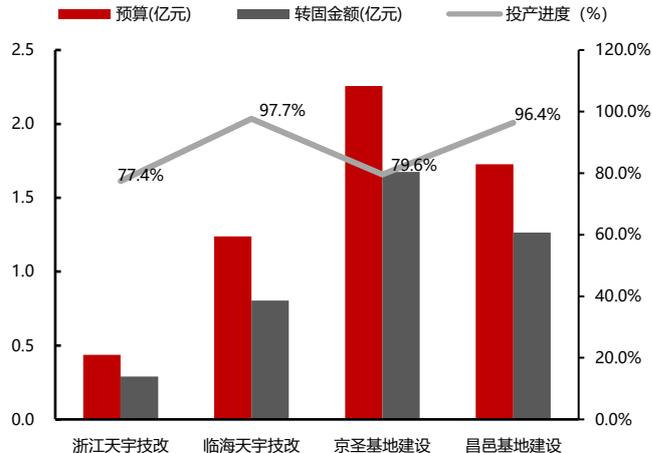
技改+扩产持续推进优化投入产出比率，公司毛利表现仍有持续向上空间。截止 2023 年，公司毛利率水平 34.4%，与行业龙头存有 13.4% 的毛利率差，未来在公司技改降本增效+产能扩充规模效应提升背景下，公司原材料成本占比有望得到持续优化。此外，公司当前原料药&中间体产线资本开支过半已转固，未来产线折旧摊销费用回归常态也有望牵引公司盈利能力继续上行（2023 年折旧摊销占营业收入比：天宇 11.9%vs 华海 7.4%）。

图18：主要企业原料药&中间体业务毛利结构对比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院
注：2023 年销量(吨)为右轴，其余为左轴

图19：公司在建工程投产进度及转固比例 (2024 H1)



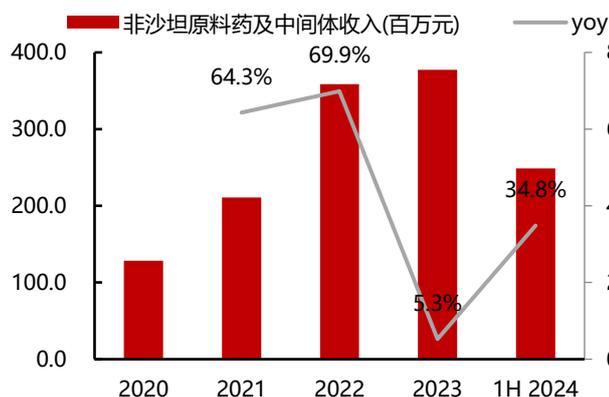
资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：投产进度(%)为右轴，其余为左轴

2.3 非沙坦类：存量一代放量可期，储备一代奠定长期空间

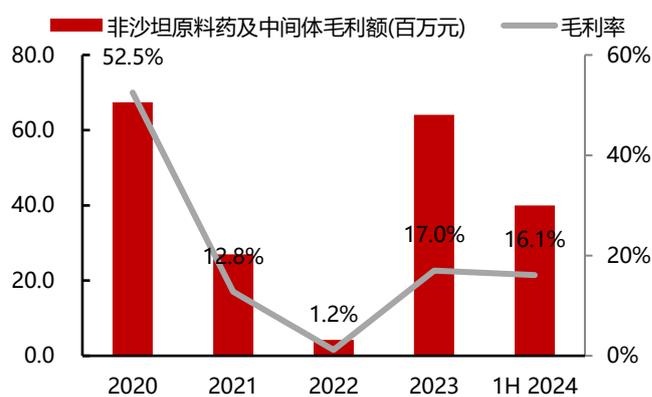
2.3.1 重磅品种专利悬崖临近，公司储备产品即将进入放量阶段

公司非沙坦原料药收入增长趋势明显，毛利率受到产能转移及技改检修有所波动。公司非沙坦原料药 2024 年上半年实现营业收入 2.5 亿元，在 2020-2023 年内得益于 2022 年度的产能扩张，期内收入端复合增速达到 21.9%。毛利端受到公司自身经营节奏影响波动较大，具体来看，2021 年公司受制于生产场地转移及限电导致产能利用率较低，毛利率同比大幅下滑；2022 年，由于公司当期进行部分产品的技术改造和扩产，部分改造费用计入当期制造费用导致毛利率继续下行；进入 2023 年，公司内部开支节奏回归常态化，毛利率水平触底回弹至 17.0%。

展望未来，公司非沙坦原料药产品在已到期市场有望受益于专利药仿制化进程的持续推进而带来销量提升。此外，当前多款重磅特色原料药品种在 24-26 年将陆续迎来重点市场的专利到期，公司和下游制剂厂商有望把握市场机会，推动多年来潜心储备产品进入业绩兑现期。

图20：公司非沙坦原料药&中间体营业收入及同比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：公司非沙坦原料药&中间体毛利额及毛利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3.2 存量一代放量可期，储备一代奠定长期空间

非沙坦原料药重磅品种临近专利期，超前储备有望迎来收获期。公司自 2009 年开始储备非沙坦原料药的品种研发，至今公司非沙坦原料药已经形成抗哮喘、抗凝血、降血糖等在内的综合业务。从具体品种的竞争格局和专利到期时间的分布上看，我们认为公司非沙坦业务将在 1) 部分品种专利到期带来的增量市场，以及 2) 制剂进口替代贡献的爬坡订单，两个维度的促进下，在短中期内保持业绩增长。

1) 受益专利到期：
 ①**利伐沙班**：原研拜尔，销售峰值 47.4 亿欧元(2021 年)，欧洲、美国市场专利密集在 2024、2025 年到期，公司于 2020 及 2024 年成功激活欧、美市场原料药批件；
 ②**替格瑞洛**：原研阿斯利康，销售峰值 15.9 亿美元(2020 年)，美国专利 2025 年 4 月到期，公司 2024 年获批美国市场；
 ③**阿哌沙班**：辉瑞和 BMS 联合开发，2022 年全球销售额 182.7.3 亿美元，美国 2026 年到期。公司阿哌沙班 2020 年通过国内联合评审，2024 年获批美国市场。

2) 制剂进口替代：
 ①**达格列净**：达格列净片 2024Q2 MAT 院内市场销售额 39.7 亿元，原研阿斯利康销售额 38.8 亿元，占比 97.6%，当前过评格局 1+17。公司达格列净原料药 2022 年通过联合评审；
 ②**磷酸西格列汀**：磷酸西格列汀片 2024Q2 MAT 院内市场销售额 15.5 亿元，原研默沙东销售额 15.3 亿元，占比 98.7%，当前过评格局 1+34。公司磷酸西格列汀原料药 2019 年通过联合评审。未来国产企业有望凭借性价比优势推动进口替代，公司作为国产制剂原料提供厂商之一有望跟随国产企业市占率提升受益。

表4：公司非沙坦类原料药注册情况梳理

产品名称	公司产品市场登记情况 (已激活)	主要制剂国内医院销 售额(亿元)	集采情况	中国竞争厂家数		全球登记备案厂家数		
				已申报	已激活	DMF	CEP	MF
阿哌沙班	美国(2024)、中国(2020)	阿哌沙班片(0.4)	国采	18	38	45	-	-
达格列净	中国 (2022)	达格列净片(39.7)	-	-	17	38	-	2
恩格列净	中国 (2022)	恩格列净片(5.1)	国采	-	23	35	-	-
非布司他	中国 (2020)	非布司他片(6.1)	国采	46	24	28	-	6
甲磺酸达比加 群酯	中国 (2022)	甲磺酸达比加群酯胶囊 (3.6)	国采	1	14	36	1	-
利伐沙班	美国 (2024)、欧洲 (2020)、 中国 (2020)	利伐沙班片(14.2)	国采	2	52	59	45	8
磷酸西格列汀	欧洲 (2023)、中国 (2019)	磷酸西格列汀片(15.5)	联盟集采	2	35	43	4	1
尼可地尔	欧洲 (2023)、中国 (2022)	尼可地尔片(5.3)	联盟集采	1	16	1	1	4
普瑞巴林	中国 (2018)	普瑞巴林胶囊(4.4)	国采	9	21	39	28	9
赛洛多辛	日本 (2018)、中国 (2020)	赛洛多辛胶囊(0.7)	国采	7	8	15	-	7
他氟前列素	中国 (2019)	他氟前列素滴眼剂(0.6)	-	-	5	6	-	3
替格瑞洛	美国 (2024)、欧洲 (2021)、 中国 (2017)	替格瑞洛片(7.3)	国采	2	39	34	24	-
维格列汀	美国 (2024)、日本 (2022)、 中国 (2019)	维格列汀片(0.7)	国采	1	26	19	-	10
孟鲁司特钠	中国 (2019)、美国 (2018)、 日本 (2017)、欧洲 (2014)	孟鲁司特钠片(6.2)	国采	5	9	26	15	15
依折麦布	中国 (2019)、日本 (2023)、 美国 (2021)	依折麦布片(6.9)	国采	29	12	20	-	10

资料来源：公司官网，医药魔方，民生证券研究院

研发储备产品代际清晰，新旧轮动奠定长期成长趋势。原料药生产企业通常需要在相关专利药到期前的 8-10 年开始进行合成路线和生产工艺的研发，以尽可能保证与下游制剂药企完成仿制药联合评审，在专利到期时迅速配合抢占市场。根据公司产品手册，公司当前原料药产品梯队分为商业化/待验证/研发中三层，丰富的产品梯队代际更替有望推动公司原料药板块持续向上。

表5：公司待验证原料药品种梳理

产品名称	DMF 预期 时间	主要下游制剂 2023 年 全球销售额(亿美元)	原研厂家	治疗领域	中国竞争厂家数		全球登记备案厂家数		
					已申报	已激活	DMF	CEP	MF
非奈利酮	2024 Q4	非奈利酮片(2.9)	拜尔	糖尿病肾病	-	-	2	-	-
阿贝西利	2025 Q1	阿贝西利片(38.6)	礼来	乳腺癌	-	-	1	-	-
比拉斯汀	2025 Q1	比拉斯汀片(1.1)	大鹏制药	抗组胺药	6	-	7	-	2
苯磺酸米洛 巴林	2025 Q1	苯磺酸美洛加巴林(3.5)	第一三共	镇痛药	-	-	2	-	-
盐酸奈必洛 尔	2025 Q1	-	Menarini Group	抗高血压药	-	-	15	8	-
维贝格隆	2025 Q1	维贝格隆片(3.0)	Urovant Sciences	膀胱过度活动症	-	-	1	-	-

资料来源：公司官网，医药魔方，民生证券研究院

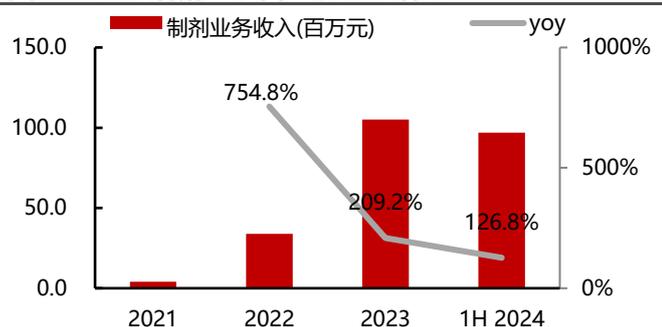
3 制剂：业绩维持高速增长，一体化转型正当时

3.1 多产品成功集采入围，产业垂直整合得到业绩验证

制剂收入同比持续翻倍，公司制剂一体化转型初露锋芒。截至 2023 年，公司制剂业务实现营业收入 1.1 亿元，2024 年上半年维持翻倍增长趋势，期内实现营业收入 1.0 亿元，同比增速达 126.8%（占总收入比 7.7%）。公司在制剂产品依靠集采进行快速放量的商业模式已经跑通，在制剂业务基数日益提升的背景下，预期该新兴增长点将驱动公司整体业绩实现快速增长。

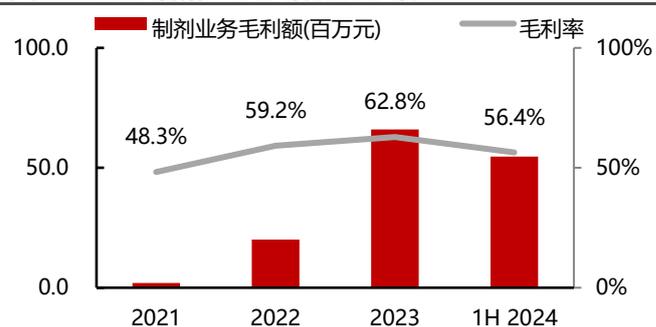
一体化成本优势提升中标确定性，集采深化背景下看好公司制剂业务成长的斜率与高度。在我国仿制药品审批逐渐与国际接轨以及带量采购政策持续深化的现实背景下，仿制药企在渠道布局和销售推广能力上的竞争优势被逐渐弱化，核心竞争要素正逐渐向成本管控能力偏移。公司以精细化工业起家在多产品临近续约&第十批国采在即的当下时点，我们看好公司制剂业务短中期业绩增长的持续性和市场空间。

图22：公司制剂业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：公司制剂业务毛利额及毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 产品续约&国采在即，看好制剂业务短中期的成长性

公司制剂业务为什么能持续高增长？未来制剂业务的成长天花板能有多高？

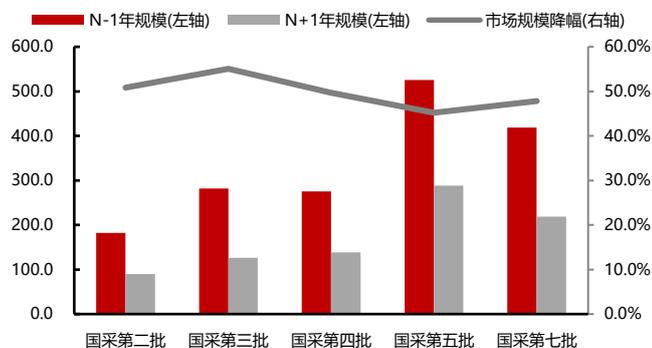
对于公司制剂业务在未来短期内的成长性市场已经形成了一定程度的共识，但在制剂品种愈加复杂、集采降幅难以预判和集采执行效果不易追踪等诸多客观因素的限制下，我们难以对公司制剂业务成长的时间与空间形成有感知、可度量的预期。本小节内容我们将从业务视角出发，围绕集采背景下仿制药企业的核心竞争力、集采对药品市场规模、一体化企业所能拥有的成本优势三个主要方向，对公司当前制剂业务为什么能持续高增、未来制剂业务天花板有多高进行探讨。

3.2.1 集采背景下仿制药企核心竞争力是什么？公司以何维持高增？

集采对市场规模具备强烈击穿力，短期靠集采能走出 α 的核心是客观的零/低基数（保证集采有增量）和成本控制力（保证集采能顺利中标并盈利）。从历史上看，药品集采是以量换价的过程，整体上量增影响弱于价减，集采前后市场规模变

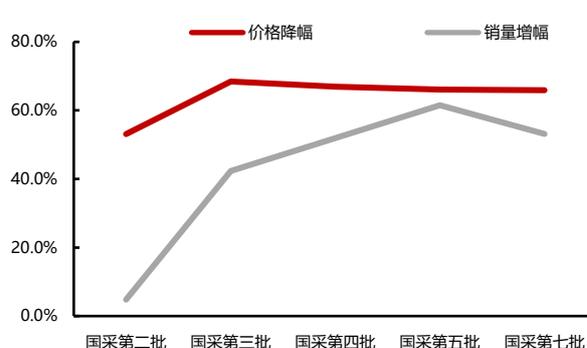
化近似于腰斩。而在市场规模大幅度缩水背景下，仍能靠集采做出增量的企业，不外乎具备以下两个核心要点：1) 前期市场销售参与程度低，近似于零/低基数品种；2) 有优秀的成本控制力，在激烈的价格竞争中保证顺利入围并实现盈利。

图24: 历次集采前后涉及药品样本医院销售额变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 注: N 为集采执行年

图25: 历次集采涉及药品价格与销量变动情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司当前一体化转型契合集采受益的关键特征，在低基现实背景和原料自产优势支撑下，公司交出亮眼的业绩成绩单。公司制剂业务 2018 年开始起步，并于 2021 年仅存有 4.0 百万元销售收入，2022 年开始陆续进入多个省份联盟、国家联盟集采，依靠集采续标入围贡献销售收入，公司获批制剂品种均近似于零/低基数品种。

表6: 截至 2024 年 11 月 15 日公司已实现国采/联盟集采中标品种

药品名称	集采中标情况
维格列汀片	2023 年苏陕国采三至五批续签联盟 (2024-02)、2024 年河南 13 省国采二至五批续签联盟 (2024-05)
阿哌沙班片	2023 年苏陕国采三至五批续签联盟 (2024-02)、2024 年河南 13 省国采二至五批续签联盟 (2024-05)
奥美沙坦酯片	国采第二批续签 (2024-01)、2024 年河南 13 省国采二至五批续签联盟 (2024-05)、2023 年广东国采二至五批续签(替硝唑等) (2024-04)、2023 年江苏 3 省国采一至五批续签联盟 (2023-07)
奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	国采第九批 (2024-03)
厄贝沙坦片	2023 年广东 13 省阿莫西林联盟 (2024-02)、国采第一批扩围续签 (2024-07)
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	2022 年重庆 8 省国采一三批续签联盟 (2022-09)、2023 年江苏 3 省国采一至五批续签联盟 (2023-07)、2023 年广东 13 省阿莫西林联盟 (2024-02)、国采第一批扩围续签 (2022-11)、国采第一批 4+7 续签 (2024-03)
非布司他片	2023 年广东国采二至五批续签(替硝唑等) (2024-04)、2022 年河南 16 省国采三至五批续签联盟 (2024-06)
氯沙坦钾片	国采第一批 4+7 续签 (2023-04)、国采第一批扩围续签 (2023-05)、2023 年广东 13 省阿莫西林联盟 (2024-02)
氯沙坦钾氢氯噻嗪片	国采第八批 (2023-07)
孟鲁司特钠咀嚼片	2023 年苏陕国采三至五批续签联盟 (2014-02)、2024 年河南 13 省国采二至五批续签联盟 (2024-05)
孟鲁司特钠颗粒	2023 年江苏 3 省国采一至五批续签联盟 (2023-07)、2023 年广东国采二至五批续签(替硝唑等) (2024-04)、2022 年河南 16 省国采三至五批续签联盟 (2024-06)、国采第三批续签 (2024-08)
替米沙坦氢氯噻嗪片	2021 年湖北 19 省中成药联盟 (2024-07)
缬沙坦氢氯噻嗪片(I)	2022 年川藏国采二四批续签联盟 (2023-07)、国采第四批续签 (2024-03)、2024 年河南 17 省续签联盟 (2024-10)
缬沙坦片	2023 年苏陕国采三至五批续签联盟 (2024-02)、2024 年河南 13 省国采二至五批续签联盟 (2024-05)
缬沙坦氢氯噻嗪片	国采第四批续签 (2023-04)、2022 年川藏国采二四批续签联盟 (2023-07)、2024 年河南 17 省续签联盟 (2024-10)

资料来源: 公司官网, 医药魔方, 民生证券研究院

公司中标制剂品种均具有一体化优势，原料自产给公司提供了同等毛利率水平报价下行 15.0%的弹性空间。原料药自产对制剂产品能带来多高的成本优势？根据江苏万高药业招股说明书，厄贝沙坦氢氯噻嗪片单位成本中直接原料占比 79.4%（其中厄贝沙坦原料药占比 90.0%以上），我们可以推算原料药在单片成本中占比约 71.4%。再结合天宇股份 2021 年原料药业务毛利率数据 34.9%，推算可知，原料药一体化为公司制剂产品的单片成本带来了超 25.0%的成本改善空间（相对之下沙坦原料药二线厂商 20.0%毛利率对应的成本优势为 14.6%）。

表7：以厄贝沙坦氢氯噻嗪片看一体化企业具备的成本优势

产品名称	单片成本(元)	直接原料占比	API 占比	单片成本(API)	API 毛利率	一体化企业成本优势
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	0.24	85.8%	85.0%	0.17	34.9%	25.4%
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	0.24	85.8%	85.0%	0.17	20.0%	14.6%

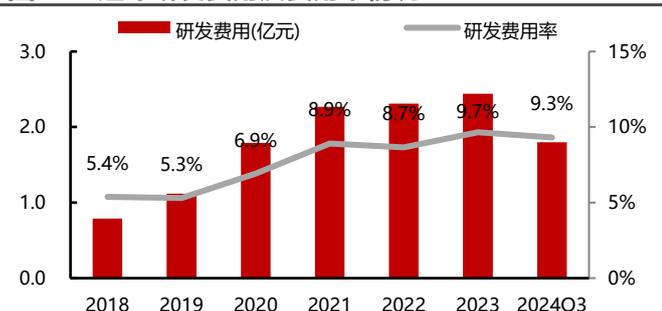
资料来源：江苏万高药业招股说明书，公司公告，民生证券研究院测算

注：上述毛利率及单片成本为 2021 年数据，API 占比 2016 年为 90%以上，近年来考虑到 API 价格有所下滑，假定为 85%

而往中长期看，制剂业务在经历“光脚”品种上量后的增长维系需要 1) 持续累计的制剂批件获取；2) 借助院内巩固的“处方流量”打开零售市场的想象空间。经历前期院内市场集采收入的快速增长期，制剂业务收入体量堆高，单一集采品种对公司的增长牵引力不可避免会出现相对下滑，因而长期的收入成长空间需要持续依靠制剂新品的堆积，或零售市场的增量布局。制剂新品开发（以及关联 API）绕不开公司的研发基因，院外零售市场切入与公司渠道能力挂钩，因此长线视角下制剂业务的增长牵引力将由资本开支转移到费用支出。

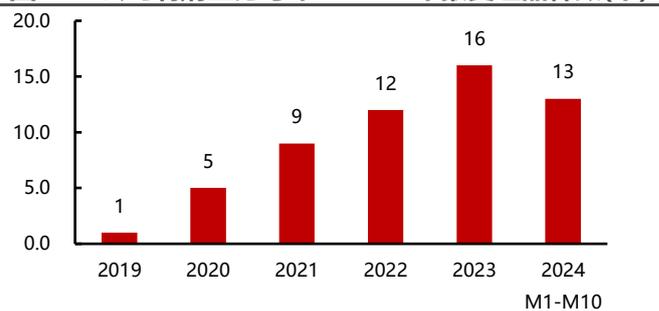
制剂获批节奏加速，研发费用&销售费用稳步推高，中长期公司制剂业务增长的新动能正有序开展。1) **院内市场增量：**2022 及以前、2023、2024 年上半年，公司获批制剂品种分别为 6、13、11 个，节奏上呈现明显的环比加速趋势，新品获批有望保障中长期院内制剂收入的持续增厚。2) **零售市场：**公司自 2021 年开展制剂销售业务以来，销售队伍进行了大面积扩充，2023 年公司体内销售人员数量提升至 226 人。当前公司制剂产品在国内零售市场已覆盖超 1000 家品牌连锁药店，百强连锁覆盖率提升至 77.0%。根据共研网数据，2022 年院外市场药品市场规模占比 36.4%，考虑到公司当前制剂均为成熟的片剂品种，我们预期院外流通市场占比可接近 40.0%，公司当前的院外市场渠道建设具备一定的业绩拓展空间。

图26：近年研发费用及费用率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图27：公司制剂业务每年 NMPA 申报受理品种数(个)



资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，民生证券研究院

3.2.2 转型期的高速增长将如何演绎？持续时间和高度如何判断？

鉴于集采品种/非集采品种在业务开展模式上具备的较大差异，我们后续将公司当前的在手制剂品种分为 1) 已国采公司续约中标品种；2) 已国采公司未中标品种；3) 预期即将纳入集采品种；4) 公司已获批短期未集采/续约品种，四个产品组进行分析。我们后续测算均采用医药魔方样本医院销售数据，考虑到沙坦类片剂品种成熟度高、用药安全性良好，在第三终端市场有一定市场占比，我们选取同样深耕国内沙坦制剂的华海药业作为数据参考对样本数据进行适当倍数的放大处理。2023 年医药魔方统计数据口径内华海药业制剂销售总额为 17.3 亿元，华海药业报表端国内制剂销售额 34.8 亿元，因此在后续品种测算中，我们将放大倍数设定为 2.0。

1) 已国采公司中标/续约中标品种：公司当前已纳入国家药品集采的制剂品种共有 9 个，其中续约中标 7 个，直接中标 2 个。对于续约品种：从市场空间维度看，我们给予每个品种在续约过程当中 5% 的市场规模下滑。鉴于集采续约过程中低价并不是能保证中标的绝对策略，供应的长期稳定性亦变成主要考量因素，我们保守预期公司在续约过程当中中标份额整体落在 2%/4%/6% 三档（中标企业数达到 10 家上限为 2%，小于等于 6 家为 6%，其余 4%）；对于集采中标品种，第八批集采执行时间 2023 年 7 月，2024Q2 MAT 销售额覆盖完整执行年份，市场空间不予折价。第九批集采中标的奥美沙坦酯氢氯噻嗪片参考前述集采降幅市场规模萎缩 50.0%，预期公司市占率为中标企业数的整体平均数。

经测算公司当前已实现国采中标产品预期于当年贡献收入 2.3 亿元，单季度约 5642 万元(公司 2024 年单 Q3 制剂收入 7490 亿元,我们预估其中落差 1848 万元为量外市场销售，占比 24.7%)。

表8：公司已实现国采中标/续约中标品种测算

药品名称	上市厂家数(品种)	中标企业数(估)	2024 销售额	集采情况	公司中标	销售额(估)
缬沙坦氨氯地平片(I)	31	10	6.0	第四批	已续约中标	0.2
维格列汀片	30	10	0.7	第三批	已续约中标	0.0
孟鲁司特钠颗粒	14	9	1.6	第三批	已续约中标	0.1
氯沙坦钾片	12	8	3.8	第一批	已续约中标	0.3
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	19	10	4.9	第一批	已续约中标	0.2
厄贝沙坦片	19	10	4.3	第一批	已续约中标	0.2
奥美沙坦酯片	21	10	3.1	第二批	已续约中标	0.1
氯沙坦钾氢氯噻嗪片	11	4	1.8	第八批	已中标	0.7
奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	10	7	3.5	第九批	已中标	0.4
合计			29.8			2.3

资料来源：公司官网，医药魔方，民生证券研究院测算

注：销售额均为亿元；2024 销售额为 2024 Q2 MAT 销售额；中标企业数假定过评企业 95% 参与集采，70% 入围率（参考第九批集采数据）

2) 预期即将纳入集采品种：根据第十批药品集采《药品填报范围》公司当前已过评即将集采品种共五个（另有氯化钾颗粒，公司 2023/11 申报，预期难以在集采前获评）。对于即将纳入集采品种，一般品种均按照集采平均市场规模降幅

50.0%进行测算，但考虑到磷酸西格列汀片和西格列汀二甲双胍片(II)市场规模较大且过评企业较多，预期集采价格冲击力度较大，保守估算给予市场规模 85.0%降幅。公司市占率参数沿用上述首次中标计算方法，为中标企业的平均值。**经测算预期明年落地执行的第十批药品集采将有望为公司带来 1.3 亿元的制剂业务增量。**

表9：公司预期即将纳入国采品种测算

药品名称	上市厂家数(品种)	中标企业数(估)	2024 销售额	集采情况	公司中标	销售额(估)
叶酸片	9	6	2.3	预期第十批	-	0.4
西格列汀二甲双胍片(II)	16	10	6.4	预期第十批	-	0.2
替米沙坦氢氯噻嗪片	7	5	0.8	预期第十批	-	0.2
复方聚乙二醇电解质散(III)	18	10	1.1	预期第十批	-	0.1
磷酸西格列汀片	35	10	15.5	预期第十批	-	0.5
合计			2.9			1.3

资料来源：公司官网，医药魔方，民生证券研究院测算 注：销售额均为亿元；2024 销售额与中标企业数计算方法与图表 8 相同

3) 已国采公司未中标品种：公司当前已获批未续标制剂品种共计 12 个，另有奥美沙坦酯氨氯地平片、赛洛多辛胶囊为第九批集采品种，集采到期时间为 2027 年底未纳入考虑。市场规模及公司市占率延续上部分关于续约参数设定。最终测算，预期未来 1-3 年内陆续集采到期品种续约将为公司带来 2.5 亿元制剂收入增量。

表10：公司即将进入集采续约品种测算

药品名称	上市厂家数(品种)	中标企业数(估)	2024 销售额	集采情况	集采截止时间	销售额(估)
恩格列净片	24	10	5.0	第四批	2024/5	0.2
普瑞巴林胶囊	29	10	4.4	第四批	2024/6	0.2
利伐沙班片	51	10	14.2	第五批	2024/10	0.5
二甲双胍维格列汀片(III)	5	3	0.0	第七批	2024/11	0.0
坎地沙坦酯片	14	9	1.1	第二批	2025/7	0.1
依折麦布片	10	7	6.8	第七批	2025/11	0.5
缬沙坦氢氯噻嗪片	12	8	4.7	第四批	2025/12	0.4
替格瑞洛片	34	10	7.3	第三批	2025/12	0.3
非布司他片	31	10	6.1	第三批	2025/12	0.2
缬沙坦片	15	10	0.2	第三批	2025/12	0.0
孟鲁司特钠咀嚼片	17	10	1.6	第三批	2025/12	0.1
阿哌沙班片	42	10	0.4	第三批	2025/12	0.0
合计			51.8			2.5

资料来源：公司官网，医药魔方，民生证券研究院测算 注：销售额均为亿元；2024 销售额与中标企业数计算方法与图表 8 相同

4) 公司已获批短期未集采/续约品种：公司当前已获批但暂未进入国采/联盟集采名单的制剂产品共计 6 个，其中包含沙库巴曲缬沙坦钠片、达格列净片等大市场空间产品。考虑到当前未集采品种院内市场竞争相对充分，在药品一品双规管理政策限定下（医疗机构中同一通用名称药品的品种，注射剂型和口服剂型各不得超过 2 种），预期该产品组较难开展院内市场销售，更多销售增量将集中于院外市场拓展。

综合上述，我们保守假定公司未来 1-3 年内仅依靠现有获批产品创收，预期

2026 年公司制剂业务销售收入达 7.9 亿元, 2023-2026 年内复合增速为 96.0%。

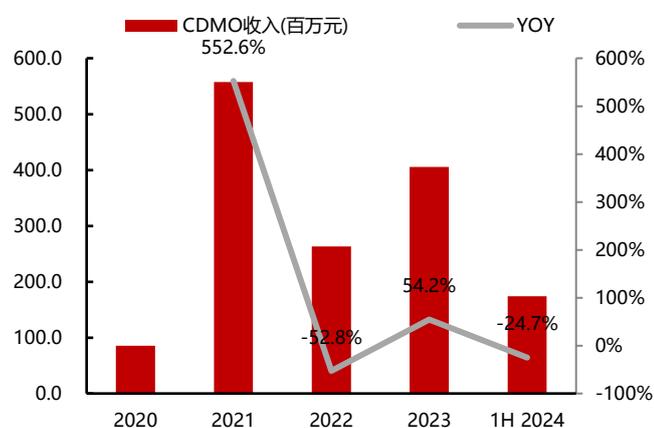
经过上述产品组合的分类推算, 我们认为公司制剂业务未来 1-3 年将集中受益于陆续到来的多品种续约周期&第十批药品集采, 2026 年量内市场空间 5.5 亿元(部分品种 2025/12 月集采执行期结束, 假定该部分品种留有 4 个月时间窗口推进续约)。量外市场公司当前仍有沙库巴曲缬沙坦钠片、达格列净片(2024Q2 MAT 销售额分别为 29.8、39.7 亿元)等大空间单品可参与已有产品组合开展销售, 我们参考公司 2024Q3 推算数据 25.2%, 预期公司 2026 年量外市场占比 30.0%(随着院外市场零售渠道搭建, 以院内处方流浸透形成品牌扩散), 合计制剂业务收入为 7.9 亿元。

4 CDMO：客户开发稳步推进，定制品种放量在即

4.1 受制于下游需求下降，公司当期业绩表现有所回落

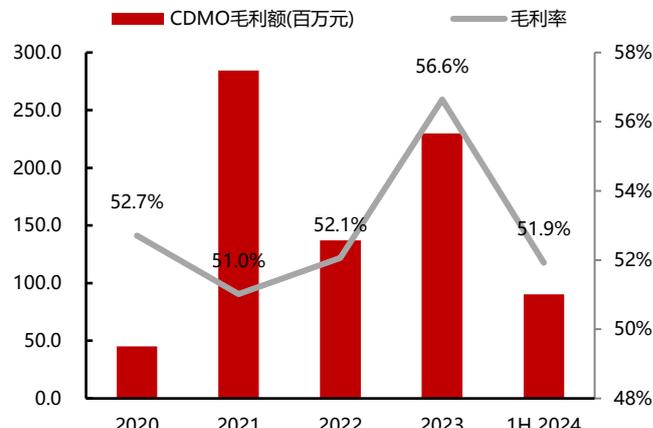
排除一次性大单影响，公司过往年份 CDMO 业务维持良好增长趋势。公司 CDMO 业务在 2020-2023 年内整体呈现上升趋势，期间复合增速为 68.1%。2021 年的阶段性高点，主要系公司承接默沙东抗病毒药莫努匹拉韦的中间体 CDMO 业务，2022 年订单结束业绩回落。2024 年上半年，受到下游客户需求下降（我们认为主要是受到依度沙班法规市场专利陆续到期影响），公司整体实现营业收入 1.7 亿元（同比下降 24.7%），毛利率也出现 4.7 个百分点的下滑。

图28：公司 CDMO 业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：公司 CDMO 毛利额及毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 切入恒瑞医药供应链，多款原料药品种放量在即

品种开发&质量管理受到客户认可，多款定制化原料药品种放量在即。公司当前与恒瑞医药在脯氨酸恒格列净片等品种范围内达成了 CDMO 业务合作。1) 脯氨酸恒格列净片：2021 年 12 月获批国内上市，用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制，样本医院 2024Q2 MAT 销售额同比增速 1534.8%，当前仍处于高速增长阶段。2) 奥特康唑胶囊：2023 年 6 月获批国内上市，用于治疗外阴阴道假丝酵母菌病（VVC）。根据三期临床实验数据，相较针对 VVC 适应症使用广泛的氟康唑而言，奥特康唑疗效显著，VVC 患者痊愈率提高 20%以上，且停药 6 个月内真菌学复发率降为零。预期未来随着客户特色创新品种的销量爬坡，公司 CDMO 业务有望重回增长通道

表11：公司为恒瑞医药 CDMO 代工原料药及制剂品种情况

产品名称	公司产品市场登记情况(已激活)	原研-药品名称 (2024Q2 MAT 销售额)	集采情况	中国竞争厂家数		全球登记备案厂家数		
				已申报	已激活	DMF	CEP	MF
艾瑞昔布	中国 (2019)	恒瑞-艾瑞昔布片(5.7)	联盟集采	-	2	-	-	-
脯氨酸恒格列净	中国 (2020)	恒瑞-脯氨酸恒格列净片(1.1)	-	-	1	-	-	-
奥特康唑	中国 (2023)	恒瑞-奥特康唑胶囊(暂无)	-	-	1	-	-	-

资料来源：公司官网，医药魔方，民生证券研究院 注：销售额均为亿元

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

5.1.1 公司收入及毛利率预测

1) **降血压类原料药**：考虑到以我国为代表的新兴经济体中高血压患者总体的知晓率和控制率仍处在相对低位，我们预期未来沙坦类原料药消耗量每年仍能维持近 10.0% 同比增速；而价格端，当前二线厂商毛利空间有限，且沙坦原料药资本开支并不完全归属于沉默成本，我们预期未来价格持续大幅下滑空间有限。因而，公司作为沙坦原料药行业龙头之一，我们预期降血压原料药在未来收入企稳，2024-2026 年增速分别为-9.0%、3.2%和 2.9%。毛利率在价格略有收窄背景下通过规模化成本摊薄和技改增效保持稳定，预期 2024-2026 毛利率为 35.5%；

2) **其他类原料药**：公司其他类原料药多为高附加值品种，鉴于公司当前体内储备的多款重磅产品（阿哌沙班、利伐沙班、替格瑞洛等）在未来 1-3 年内将迎来主要法规市场的放量周期，我们预期其他类原料药在 2024-2026 年收入有望实现加速增长，2024-2026 年收入增速分别为 20.0%、22.8%和 24.8%。毛利率将跟随产能利用率爬坡实现得到优化，预期 2024-2026 年毛利率为 16.1%、18.0%和 20.0%；

3) **CDMO**：预期在随着公司下游客户产品的持续销量爬坡，公司 CDMO 业务有望重新进入增长通道，预期 2024-2026 年收入增速分别为-1.2%、5.6%和 10.0%，毛利率为 51.9%、52.0%和 52.0%；

4) **制剂业务**：定性角度看，公司制剂业务特征满足中长期内借助集采快速实现业绩放量的主要特征：前期市场销售低基数、较强的成本管控能力和丰富的制剂产品梯队。当量角度看，公司当前已有多品种实现中标/续约中标，集采带量商业模式跑通，预期未来在第十批药品集采和多品种续约集采到来的背景下，公司制剂业务实现持续的高速增长。2024-2026 年，预期公司制剂业务收入增速达到 140.0%、80.0%和 65.0%，毛利率随着片剂加工费等公摊成本的降低迎来修复，依次为 56.4%、57.5%和 59.0%；

综上所述，我们认为公司未来 1-3 年内在沙坦原料药业务边际企稳，非沙坦和制剂第二成长曲线快速放量的背景下将迎来业绩反转。预期公司 2024-2026 年分别实现营业收入 26.7、31.2 和 37.0 亿元，分别同比增长 5.8%、16.8%和 18.6%；毛利率随着高毛利业务占比提升持续优化，预测期内依次为 36.0%、36.9%和 38.5%。

表12：公司营业收入及毛利率预测

单位：百万元人民币	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2587.4	2545.0	2666.7	2527.3	2673.3	3134.6	3748.0
yoy	22.6%	-1.6%	4.8%	-5.2%	5.8%	17.3%	19.6%
毛利率	51.6%	36.7%	25.8%	39.2%	36.0%	36.9%	38.4%
收入拆分							
1、仿制药原料药及中间体	2492.2	1963.9	2350.0	2004.7	2016.3	2240.7	2485.3
yoy	20.7%	-21.2%	19.7%	-14.7%	0.6%	11.1%	10.9%
毛利率	51.7%	32.5%	22.4%	34.4%	30.3%	29.9%	29.8%
a)降血压类原料药	2278.4	1752.9	1991.5	1627.4	1481.2	1529.1	1572.7
yoy	24.7%	-23.1%	13.6%	-18.3%	-9.0%	3.2%	2.9%
毛利率	53.6%	34.9%	26.2%	38.5%	35.5%	35.5%	35.5%
b)其他类原料药	213.8	211.0	358.5	377.4	535.1	711.6	912.7
yoy	8.3%	8.3%	13.4%	14.9%	20.0%	22.8%	24.8%
毛利率	31.5%	12.8%	1.2%	17.0%	16.1%	18.0%	20.0%
2、CDMO	85.4	557.2	263.1	405.7	400.9	423.5	465.8
yoy		552.6%	-52.8%	54.2%	-1.2%	5.6%	10.0%
毛利率	52.7%	51.0%	52.1%	56.6%	51.9%	52.0%	52.0%
3、制剂		4.0	34.0	105.0	252.1	466.3	792.8
yoy			754.8%	209.2%	140.0%	85.0%	70.0%
毛利率		48.3%	59.2%	62.8%	56.4%	57.5%	59.0%
4、其他	9.8	19.9	19.6	11.8	4.0	4.1	4.2
yoy	48.3%	103.2%	-1.3%	-39.7%	-66.2%	2.0%	2.0%
毛利率	37.3%	37.9%	20.7%	37.6%	32.8%	32.8%	32.8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.1.2 公司费用率预测

预期公司未来销售费用率维持较强刚性，研发和管理费用率受益于收入基数带来的摊薄略有下降。从公司当前业务转型趋势及主要费用率的变化情况上判断，公司未来量内市场续约跟踪和量外市场渠道布局均需要较强的研发能力和销售费用，预期未来销售&研发费用率维持较大的费用率刚性；管理费用率将随公司整体收入体量上升而得到一定摊薄。

表13：公司主要费用率预测

公司主要费用项目	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.3%	1.3%	1.8%	3.9%	5.0%	5.1%	5.2%
管理费用率	14.2%	17.1%	14.2%	13.1%	12.0%	11.5%	11.0%
研发费用率	6.9%	8.9%	8.7%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

根据天宇所属行业特性及业务构成情况，我们选取了华海药业、仙琚制药和普洛药业三家可比公司对天宇合理价值进行评估。华海药业/仙琚制药/普洛药业均是在原料药行业中降血压类/甾体激素类/抗感染类的细分领域龙头，且与天宇业务布

局较为相近的是上述三家可比公司均在制剂业务一体化布局方面颇有成效，且近年以来制剂业务已经成为可观的业绩增长点之一。

考虑到 2023 年受到阶段性沙坦原料药竞争加剧影响，天宇期内盈利水平偏低，采用可比公司 PE 估值容易低估公司的投资价值，我们使用 PEG 指标结合公司底部反转期间的业绩成长性对公司进行价值评估。我们预期天宇在 2024-2026 年两年内利润端有望困境反转实现两年近三倍增长（考虑到 2023 年基数较低，我们剔除该年份值进行测算），期内复合增速高达 68.7%（可比公司同期平均增速 21.1%），对应 2025 年 PE 水平，PEG 为 0.71，明显低于可比公司平均 0.85。

表14：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				2024-2026 CAGR	PEG
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
600521.SH	华海药业	17.4	0.57	0.89	1.10	1.35	31	20	16	13	23.2%	0.85
002332.SZ	仙琚制药	12.3	0.57	0.69	0.85	1.04	21	18	14	12	22.5%	0.79
000739.SZ	普洛药业	16.2	0.90	1.00	1.18	1.38	18	16	14	12	17.6%	0.92
可比公司均值							23	18	15	12	21.1%	0.85
300702.SZ	天宇股份	16.8	0.08	0.35	0.63	0.99	214	49	27	17	68.7%	0.71

资料来源：Choice，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Choice 一致预期，股价时间为 2024 年 11 月 28 日，PEG 计算时点为 2025 年

5.3 投资建议

公司为沙坦原料药&中间体领域的行业龙头之一，以精细化工品起家，陆续打通医药中间体、医药原料药到终端制剂的产业链一体化。在未来沙坦原料药行业量增有望覆盖价减的背景下，我们看好公司在基本面业务企稳，依托成本优势打通制剂第二曲线带来的利润高速释放。我们预测 2024-2026 年公司分别实现营业收入 26.7、31.4 和 37.5 亿元，分别同比增长 5.8%、17.3%和 19.6%；归母净利润分别为 1.2、2.2 和 3.4 亿元，分别同比增长 340.3%、83.2%和 55.4%。对应 2024-2026 年 PE 倍数分别为 49、27 和 17 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

6 风险提示

1) 汇率波动风险: 2023 年, 公司营业收入 25.3 亿元, 其中外销收入占比 71.9%, 主要以美元结算为主。人民币汇率波动将直接影响到公司外币资产的合并报表价值, 并给公司出口产品在国际上的竞争力带来影响, 进而对公司经营带来一定的不利影响。人民币汇率升值可能会造成外币应收账款的汇兑损失, 并可能对公司出口产品的国际市场竞争力和盈利能力造成不利影响。

2) 环保处理不达标停产风险: 公司日常生产经营过程中产生的废水、废气等污染物较多, 环保处理设施全面发挥作用需要不断试验及摸索。因此, 若未来环保政策持续趋严, 或公司未能对基层员工做出适当培训, 则可能致使公司出现环保不达标问题, 从而对公司产能释放造成制约。

3) 股权质押风险: 截至 2024 年 11 月 26 日, 公司控股股东林洁女士持有上市公司股份数量为 1.2 万股, 占上市公司总股本的比例为 35.1%, 公司控股股东累计质押的公司股份合计为 0.3 万股, 占其持股数量比例为 27.6%, 占公司总股本的比例为 9.7%。若公司控股股东无法按期偿还借款, 或未到期质押股票出现平仓风险, 且未能及时采取补缴保证金或提前回购等有效措施, 可能会对公司控制权的稳定带来不利影响。

4) FDA 警告信解除未通过的风险: 公司 2022 年 8 月收到 FDA 出具的警告信, 该警告信是 FDA 针对 2022 年 2 月 28 日至 3 月 4 日在公司黄岩江口生产场地的现场检查。FDA 在警告信中针对公司提交的整改报告中存在的不足提出整改要求, 公司将根据 FDA 规定的时间及时递交回复报告, 具体说明采取的各项整改措施和完成计划, FDA 将重新进行现场检查以解除警示, 可能存在检查不通过的风险。

5) 产品类别相对集中的风险: 公司专注于沙坦类原料药及中间体的研发和生产, 储备了系列化的沙坦类原料药及中间体产品。2021 至 2023 年公司降血压类原料及中间体收入占公司营业收入的比重分别为 68.9%和 74.7%和 64.4%。尽管近年来公司不断研究开发新的药品种类, 丰富了公司的产品种类, 但沙坦类原料药及中间体的销售收入依旧占有较大的比重, 公司后续新开发的产品尚未形成盈利来源, 公司存在产品品类集中风险, 可能对公司的盈利能力构成不利影响。

6) CDMO 业务大客户依赖风险: 公司 2021 年承接默沙东抗病毒药莫努匹拉韦的中间体 CDMO 业务, 致使 2021&2022 年业务收入出现较大程度波动。从当前的下游客户制剂销售情况看, 第一三共依度沙班片 2023 年全球销售额 2877 亿日元 (按照 2023 年平均汇率折算为人民币 142 亿元), 预估该产品相关订单为公司当前 CDMO 业务收入的主要来源。未来如若核心客户的备货安排或销售节奏发生变化, 公司 CDMO 业务的业绩表现可能受到较大程度影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,527	2,673	3,135	3,748
营业成本	1,537	1,710	1,974	2,296
营业税金及附加	33	20	24	28
销售费用	98	134	160	195
管理费用	330	321	360	412
研发费用	244	254	298	356
EBIT	170	267	319	461
财务费用	36	51	57	57
资产减值损失	-140	-37	-7	-7
投资收益	-53	-40	0	0
营业利润	71	139	255	397
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	72	139	255	397
所得税	45	19	34	54
净利润	27	120	221	343
归属于母公司净利润	27	120	221	343
EBITDA	477	582	646	796

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	426	308	328	391
应收账款及票据	492	520	610	729
预付款项	19	21	24	28
存货	1,890	2,006	2,241	2,480
其他流动资产	124	111	126	146
流动资产合计	2,951	2,964	3,329	3,774
长期股权投资	33	33	33	33
固定资产	2,457	2,606	2,702	2,757
无形资产	375	375	375	375
非流动资产合计	3,387	3,458	3,488	3,497
资产合计	6,338	6,423	6,817	7,271
短期借款	1,525	1,488	1,488	1,488
应付账款及票据	803	902	1,124	1,339
其他流动负债	235	187	215	251
流动负债合计	2,563	2,577	2,827	3,078
长期借款	187	187	187	187
其他长期负债	100	96	96	96
非流动负债合计	287	283	283	283
负债合计	2,850	2,860	3,110	3,361
股本	348	348	348	348
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,488	3,563	3,707	3,910
负债和股东权益合计	6,338	6,423	6,817	7,271

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.23	5.78	17.26	19.57
EBIT 增长率	425.47	57.25	19.45	44.46
净利润增长率	123.02	340.31	83.23	55.39
盈利能力 (%)				
毛利率	39.17	36.04	37.03	38.74
净利润率	1.08	4.51	7.04	9.15
总资产收益率 ROA	0.43	1.88	3.24	4.72
净资产收益率 ROE	0.78	3.38	5.95	8.77
偿债能力				
流动比率	1.15	1.15	1.18	1.23
速动比率	0.36	0.32	0.33	0.37
现金比率	0.17	0.12	0.12	0.13
资产负债率 (%)	44.97	44.52	45.62	46.23
经营效率				
应收账款周转天数	61.19	68.16	64.85	64.27
存货周转天数	457.47	410.06	387.27	370.14
总资产周转率	0.40	0.42	0.47	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.35	0.63	0.99
每股净资产	10.02	10.24	10.65	11.24
每股经营现金流	-0.13	1.49	1.48	1.75
每股股利	0.05	0.22	0.40	0.63
估值分析				
PE	214	49	27	17
PB	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	15.36	12.59	11.33	9.19
股息收益率 (%)	0.30	1.31	2.40	3.73

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	27	120	221	343
折旧和摊销	307	315	327	335
营运资金变动	-630	-53	-101	-138
经营活动现金流	-44	517	515	609
资本开支	-313	-353	-345	-333
投资	-8	-27	0	0
投资活动现金流	-355	-411	-345	-333
股权募资	0	0	0	0
债务募资	505	-102	0	0
筹资活动现金流	363	-225	-149	-213
现金净流量	-38	-118	21	63

插图目录

图 1: 天宇股份发展历程.....	3
图 2: 公司 2017-2024Q3 收入及同比.....	4
图 3: 公司 2017-2024Q3 归母净利润及同比.....	4
图 4: 公司 2018-2024 H1 营业收入按产品分 (百万元).....	4
图 5: 公司 2018-2024 H1 营业收入构成.....	4
图 6: 公司 2017-2024Q3 盈利能力指标.....	5
图 7: 公司 2017-2024Q3 三费情况.....	5
图 8: 全球高血压患病人数、患病率 (含预计).....	7
图 9: 我国高血压知晓率、治疗率和治疗率调查情况.....	7
图 10: 沙坦原料药 2016-2022 全球消耗量 (吨).....	7
图 11: 印度 PLI 计划中沙坦类原料药计划产能整理.....	8
图 12: 沙坦类原料药 2022 年出口量 TOP5 企业.....	8
图 13: 主要沙坦原料药品种价格走势情况.....	8
图 14: 公司沙坦类产品营业收入及增速.....	9
图 15: 公司沙坦类产品毛利额及毛利率.....	9
图 16: 公司 2018-2022 年内原料药销售市场分布.....	10
图 17: 公司非沙坦原料药&中间体毛利额及毛利率.....	10
图 18: 主要企业原料药&中间体业务毛利结构对比.....	11
图 19: 公司在建工程投产进度及转固比例 (2024 H1).....	11
图 20: 公司非沙坦原料药&中间体营业收入及同比.....	12
图 21: 公司非沙坦原料药&中间体毛利额及毛利率.....	12
图 22: 公司制剂业务营业收入及增速.....	14
图 23: 公司制剂业务毛利额及毛利率.....	14
图 24: 历次集采前后涉及药品样本医院销售额变化.....	15
图 25: 历次集采涉及药品价格与销量变动情况.....	15
图 26: 近年研发费用及费用率情况.....	16
图 27: 公司制剂业务每年 NMPA 申报受理品种数(个).....	16
图 28: 公司 CDMO 业务营业收入及增速.....	20
图 29: 公司 CDMO 毛利额及毛利率.....	20

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司主要药物及制剂产品.....	3
表 2: 2022 年国内抗高血压主要用药品种市场规模统计.....	6
表 3: 公司主要沙坦品种主要规范市场注册情况.....	10
表 4: 公司非沙坦类原料药注册情况梳理.....	13
表 5: 公司待验证原料药品种梳理.....	13
表 6: 截至 2024 年 11 月 15 日公司已实现国采/联盟集采中标品种.....	15
表 7: 以厄贝沙坦氢氯噻嗪片看一体化企业具备的成本优势.....	16
表 8: 公司已实现国采中标/续约中标品种测算.....	17
表 9: 公司预期即将纳入国采品种测算.....	18
表 10: 公司即将进入集采续约品种测算.....	18
表 11: 公司为恒瑞医药 CDMO 代工原料药及制剂品种情况.....	20
表 12: 公司营业收入及毛利率预测.....	22
表 13: 公司主要费用率预测.....	22
表 14: 可比公司 PE 数据对比.....	23
公司财务报表数据预测汇总.....	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026