

原料药板块中报总结——边际改善持续，GLP-1原料药进入快速放量期

行业投资评级：强大于市|维持

中邮证券研究所

蔡明子（首席分析师）

SAC编号：S1340523110001

陈成（分析师）

SAC编号：S1340524020001

中邮证券

2024年9月12日

➤ 核心观点：

原料药：板块二季度收入和利润增速延续回升趋势，收入端表现好于利润端。预计原料药行业目前整体量上恢复良好增长趋势，上游制药企业去库影响逐步减弱，但目前产品价格仍有一定上行压力，板块盈利能力暂未观察到明确提升趋势。（维生素板块个股在量价齐升下业绩增长亮眼，盈利能力提升）

GLP-1原料药：慢病药物拉动肽类药物市场规模持续扩大，国内多肽原料药市场规模增长势头强劲，预计2030年达到653亿元人民币。GLP-1药物司美格鲁肽等销售额持续攀升，产能需求旺盛。从诺泰生物、圣诺生物和翰宇药业三家公司24H1原料药业务营收和毛利上看，诺泰生物和翰宇药业受益于GLP1订单收入大幅增长，3家公司毛利率均有较大幅度上升。GLP1原料药订单逐步兑现到业绩端，相关上游原料药企业有望持续获益。

➤ 核心观点：

原料药板块整体在上游制剂企业去库影响减弱下呈现边际好转趋势，国内原料药企均逐步将业务范围从原料药向制剂/CDMO领域拓展，以寻求新的增长点。在司美格鲁肽等大单品的持续快速放量下，GLP-1原料药订单和产能需求旺盛，相关企业已经逐步兑现到业绩端，收入和利润实现快速增长。建议关注产品种类丰富、产业链拓展见效、产能和订单趋势向好的原料药企。

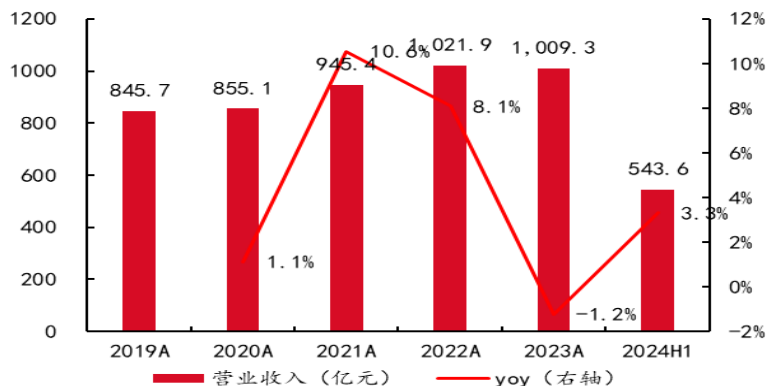
➤ **推荐标的：**圣诺生物。 **受益标的：**诺泰生物、翰宇药业、华海药业、川宁生物、仙琚制药、奥锐特等。

➤ **风险提示：**价格波动风险、市场竞争风险、产能扩张不及预期风险。

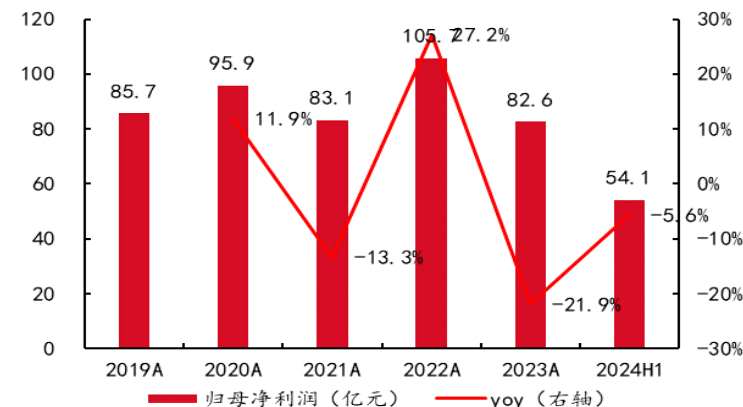
1.1 原料药：24Q2单季增速延续回升趋势

■ **原料药板块24Q2收入和利润增速延续回升趋势。**2024H1原料药板块收入同比增长3.3%，归母净利润同比下降。2024Q2单季，收入和利润同比增速为8.4%和-3.3%，同比增速较2024Q1有所提升。

图表1：2024H1原料药板块收入同比实现正增长，利润端降幅收窄

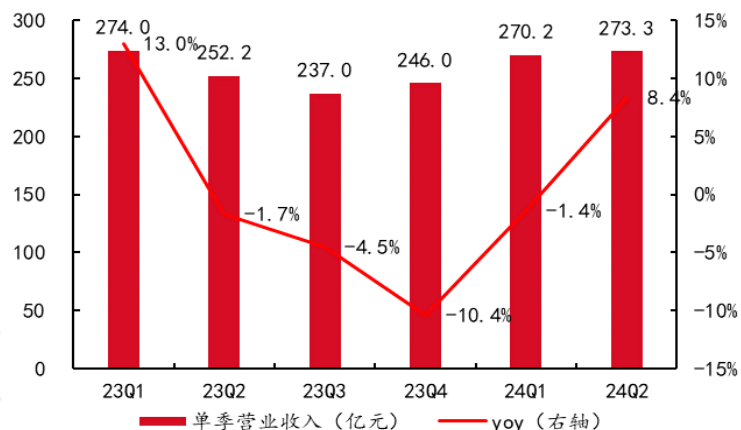


资料来源：Wind、中邮证券研究所

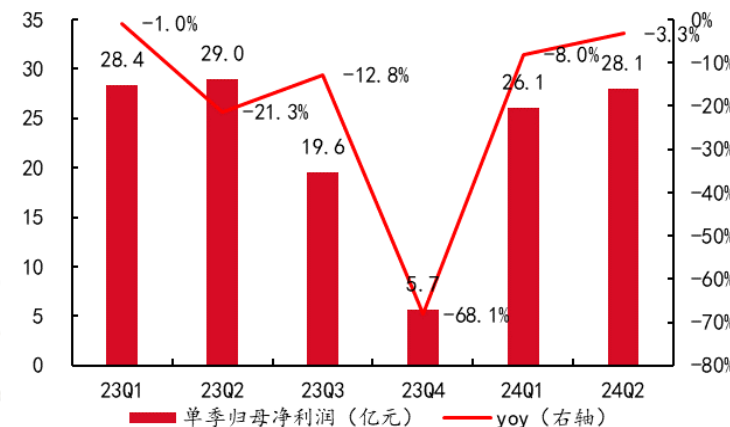


资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表2：24Q2原料药板块收入和利润增速延续回升趋势



资料来源：Wind、中邮证券研究所

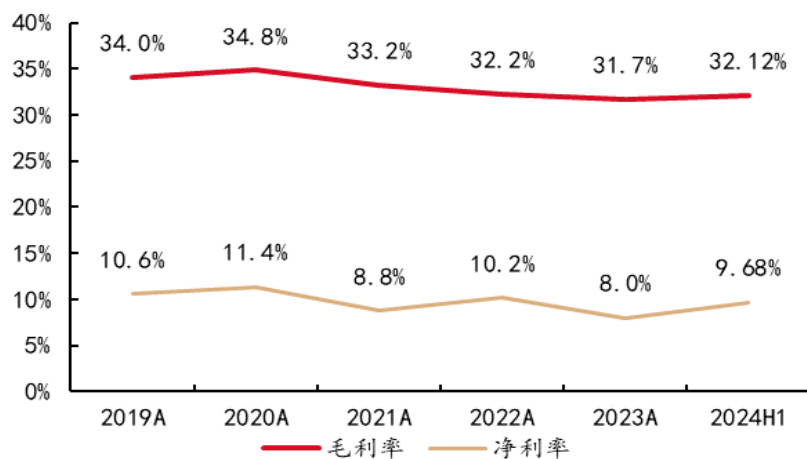


资料来源：Wind、中邮证券研究所

1.2 原料药：盈利能力维持稳定

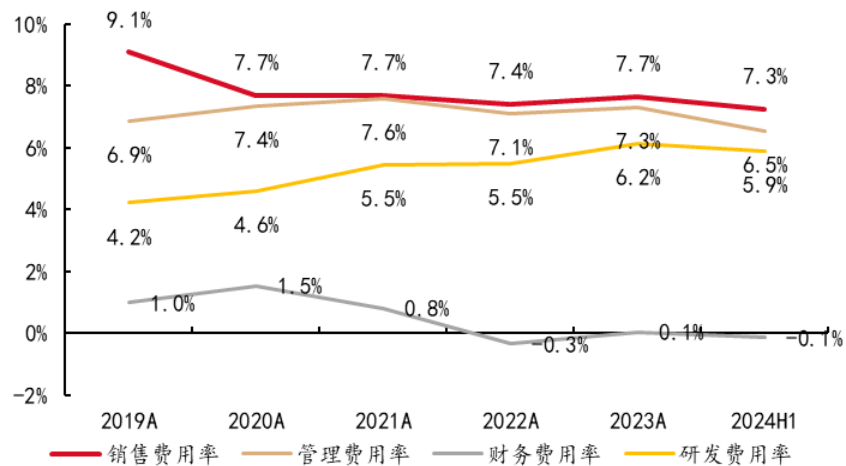
- **原料药板块盈利能力维持稳定。**2024H1板块公司毛利率为32.12% (-1.01pct)，净利率为9.68% (-1.1pct)，费率方面基本维持稳定，盈利能力暂未观察到改善趋势。预计原料药行业整体量上恢复良好增长趋势，价格目前仍有一定上行压力。

图3：2024H1原料药板块盈利能力维持稳定



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表4：2024H1原料药板块四费维持稳定

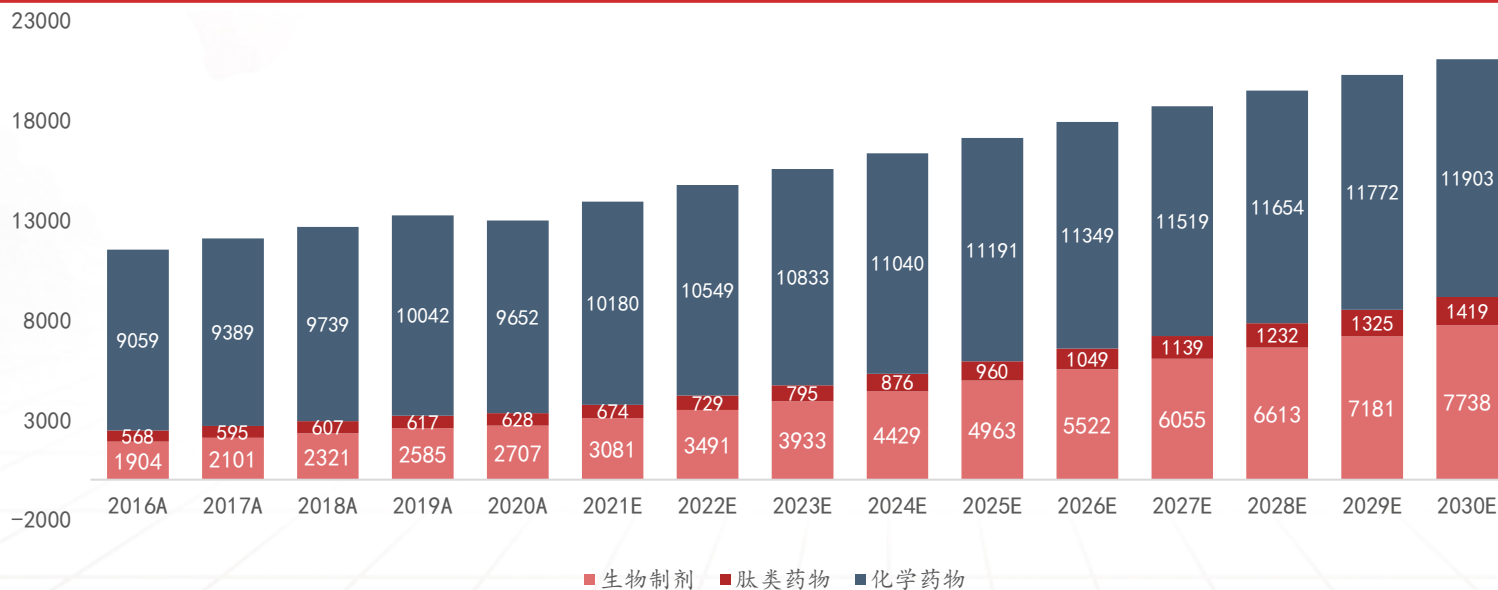


资料来源：Wind、中邮证券研究所

1.3 GLP-1原料药：多肽药物市场规模持续扩容

- **慢病药物拉动肽类药物市场规模持续扩大。**根据弗若斯特沙利文数据，2016年肽类药物市场为568亿美元，2020年达到628亿美元，2016年-2020年复合增速约为**2.6%**。尤其是近几年，随着以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的重磅降糖、减重药物的出现，以及以其为代表的GLP-1R（胰高血糖素样肽-1受体）激动剂类药物在糖尿病、减肥、心血管疾病、非酒精性脂肪性肝病、慢性肾病、阿尔兹海默症等其他适应症领域的研发拓展，肽类药物市场有望进一步扩大。预计于2025年，肽类药物市场将增长至960亿美元，2020年至2025年的复合增长率为**8.8%**，预计到2030年，该市场规模将达到1419亿美元，2025年至2030年复合增长率为**8.1%**。

图表5：肽类药物增长迅速（单位：亿美元）

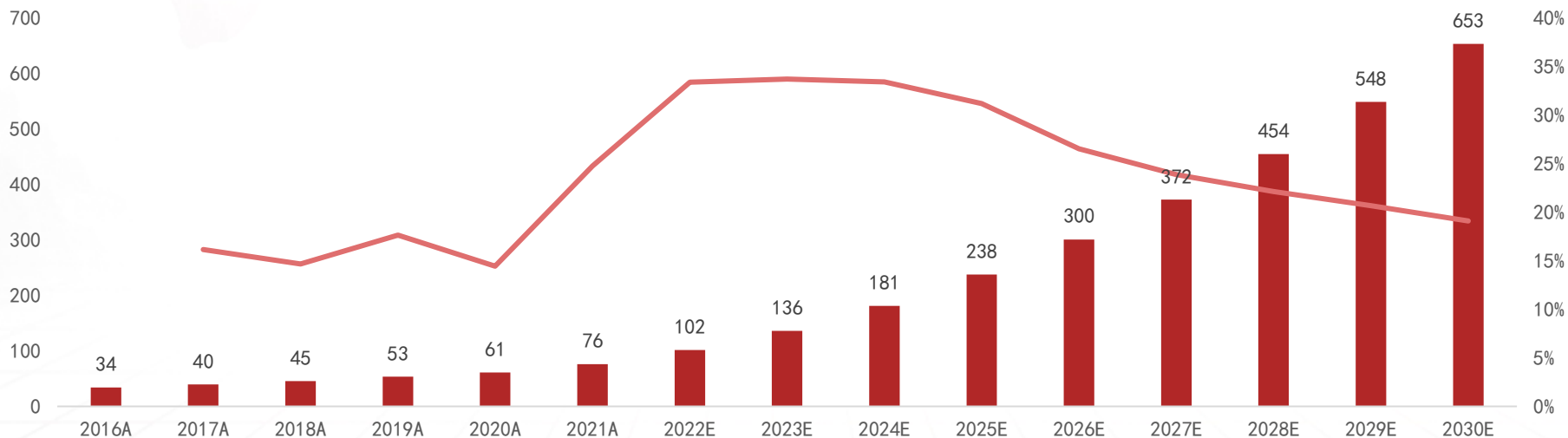


资料来源：弗若斯特沙利文、中邮证券研究所

1.4 GLP-1原料药：国内多肽原料药市场增长强劲

- **国内多肽原料药市场规模增长势头强劲。**我国多肽原料药市场规模从2016年的34.1亿元增长到2021年的76.2亿元，复合增速**17.5%**。预计至2025年，中国多肽原料药市场的规模将达到237.5亿元人民币，而到2030年，这一数字有望攀升至652.5亿元人民币，2021年-2025年预计复合增长率为**32.9%**，在2025年-2030年，预计复合增长率将为**22.4%**，市场将继续保持强劲的增长势头。增速高于制剂，原因之一为口服剂型增加，需要的原料药更多。如诺和诺德口服司美展收入比13%，占原料药比97%。

图表6：中国多肽原料药市场增长迅速（单位：亿元人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文、中邮证券研究所

1.5 GLP-1原料药：产能需求持续旺盛

- **司美格鲁肽销售额持续攀升。** GLP-1药物患者基数大，下游制剂市场空间巨大。目前市场上销售的多肽类药物中，治疗糖尿病的多肽药物占据了销售额的前列，特别是具有减重效果的司美格鲁肽和替尔泊肽等药物一经推出，便迅速跻身销售额排行榜的头部，上升势头迅猛。司美格鲁肽更是超越了度拉糖肽，成为多肽药物领域的新一代“药王”。

图表7：GLP-1类药物患者基数、渗透率与市场规模（2030年）

2030年按适应症预测	美国患者基数	报销比例	GLP-1类药物占比	依从性	日间费用	市场规模
二型糖尿病	2500万-3000万	100%	25-30%	65-70%	15-20美元	~350亿美元-400亿美元
肥胖症	4000万-4500万	50%	50-60%	45-55%	18-23美元	~500亿美元-550亿美元

资料来源：辉瑞官网、中邮证券研究所

- **GLP-1药物产能需求旺盛。** 今年上半年，有约10家多肽企业针对司美格鲁肽和替尔泊肽原料药进行技改及扩建产能。随着多肽药物的关注度逐渐提升，多肽相关偶联药物（PDC）需求也有增长，乐普等大型制药企业也开始布局相关产能。

图表8：国外多家企业进行多肽产能技改扩产

企业	地区	投入金额	事件概述
CordenPharma	美国/欧洲	9亿欧元	CordenPharma投资9亿欧元在美国和欧洲扩展转化肽平台，专注于GLP-1多肽。去年 Corden Pharma 与礼来公司签署了一项重要协议，生产其主要减肥药物 Mounjaro (tirzepatide 替尔泊肽) 的活性药物成分。2023年1月，该公司还与一家未公开的公司签署了一份价值10亿美元的多年期协议，用于生产大量多肽。在7月16日 Corden Pharma 谈到了多笔价值超30亿欧元的长期合同。
Almac	美国		Almac多肽原料药生产能力增加一倍以上
诺和诺德	美国	41亿美元	斥资41亿美元在其位于北卡罗来纳州克莱顿园区新建一个占地140万平方英尺的工厂
	中国	40亿人民币	投资约40亿元人民币，扩建无菌制剂项目
	丹麦		将在丹麦建立下一个主要工厂，满足其减肥药物不断增长的需求
礼来	美国	165亿美元	收购Catalent以增加司美格鲁肽产能
	美国	53亿美元	追加53亿美元用于扩建其位于印第安纳州的工厂，以提升替尔泊肽的关键活性成分API产量
	德国	25亿美元	投入约25亿美元在德国阿尔泽建设的工厂正式启动建设

资料来源：猎药人俱乐部、中邮证券研究所

1.6 GLP-1原料药：订单有望加速，逐步进入业绩兑现期

- **GLP1原料药公司收入和盈利能力均有较大幅度提升。**从诺泰生物、圣诺生物和翰宇药业三家公司原料药业务营收和毛利上看，2024H1诺泰生物和翰宇药业收入大幅增长，3家公司毛利率相较于去年全年均有较大幅度上升。GLP1原料药订单逐步兑现到业绩端，伴随下游制剂销售额的持续攀升，相关上游原料药企业有望持续获益。

图表9：GLP-1 原料药业务收入实现高增长

原料药业务	2023年收入 (亿元)	2023年毛利率	2024H1收入 (亿元)	2024H1毛利率
诺泰生物	4.16	70.01%	3.36	77.36%
圣诺生物	1.19	59.72%	0.57 (+12%)	66.09%
翰宇药业	1.21	58.36%	1.13 (+223%)	73.06% (+13.9pct)

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

- 据翰宇药业披露，2024上半年，公司子公司翰宇武汉与海外客户DS3 RX LLC 签订《产品供应协议》，其拟向公司采购GLP-1原料药，产品价值约2,240-2,400万美金（折合人民币约1.62亿元-1.74亿元），后续，公司又与该客户再次签约，拟采购金额约810万美元（折合人民币约5,889万元（含税））的GLP-1原料药。本次交易出口至美国、加拿大等国家及地区。
- 据诺泰生物披露，公司于2023年5月与欧洲某大型药企签约的合同总金额1.02亿美元CDMO长期供货合同于今年二季度已开始交付，预计今年下半年起将极大加快交付节奏。

图表10：板块个股业绩表现及估值情况

证券代码	证券简称	总市值 (亿)	PE (2024E)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
				2023A	YOY	2024H1	YOY	2023A	YOY	2024H1	YOY
688076.SH	诺泰生物	124	34.5	10.3	58.7%	8.3	107.5%	1.6	26.2%	2.3	442.8%
688117.SH	圣诺生物	33	30.4	4.4	9.9%	2.0	14.4%	0.7	9.1%	0.2	8.1%
300199.SZ	翰宇药业	82	109.1	4.3	-38.8%	2.6	-21.4%	-5.1	-38.7%	-0.1	69.7%

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：盈利预测来自Wind一致预期，收盘价为2024年8月30日）

2.推荐及受益标的

图表11：推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600521.SH	华海药业	16.8	8.3	12.8	16.3	19.8	-28.9%	53.8%	27.6%	21.6%	29.7	19.3	15.2	12.5
301301.SZ	川宁生物	11.3	9.4	14.0	16.7	19.4	128.6%	49.0%	19.5%	15.9%	26.8	18.0	15.1	13.0
002332.SZ	仙琚制药	11.5	5.6	6.8	8.3	10.2	-24.9%	20.6%	22.2%	22.7%	20.2	16.8	13.7	11.2
605116.SH	奥锐特	22.4	2.9	4.0	5.2	6.7	37.2%	37.5%	31.4%	28.9%	31.4	22.8	17.4	13.5
688076.SH	诺泰生物	56.3	1.6	3.6	5.1	6.8	26.2%	119.9%	42.7%	33.4%	75.9	34.5	24.2	18.1
688117.SH	圣诺生物	29.0	0.7	1.1	1.4	1.7	9.1%	52.1%	29.9%	24.3%	46.2	30.4	23.4	18.8
300199.SZ	翰宇药业	9.3	-5.1	0.8	2.6	5.6	-38.7%	-114.6%	252.0%	112.5%	-15.9	109.1	31.0	14.6

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：盈利预测来自Wind一致预期，收盘价为2024年8月30日）

3.风险提示

- 价格波动风险、市场竞争风险、产能扩张不及预期风险。

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES