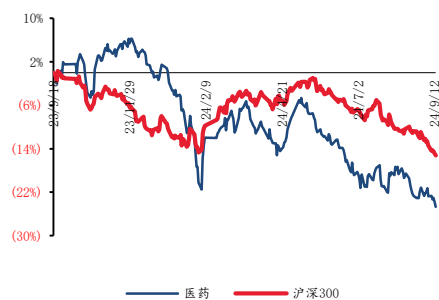


医药生物

原料药板块 Q2 拐点已至，营收及业绩环比持续改善

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告

<<强生 Tremfya 获 FDA 批准治疗溃疡性结肠炎>>--2024-09-13

<<Viridian 在疗法三期临床成功，用于治疗 TED>>--2024-09-13

<<拜耳预充针式阿柏西普获欧盟批准上市>>--2024-09-11

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524080001

报告摘要

● 行业观点

2024 年 H1，在去年同期高基数下，原料药板块营业总收入同比实现小幅增长，归母净利润及扣非净利润同比增速快于营收增速，盈利情况改善明显。原料药板块共选取了 32 家公司，24H1 板块实现营业收入 606.13 亿元(+4.12%)，归母净利润 85.49 亿元(+16.91%)，扣非净利润 77.45 亿元(+11.20%)。24Q2 板块实现营业收入 309.25 亿元(+9.04%)，归母净利润 47.75 亿元(+27.80%)，扣非净利润 41.67 亿元(+12.93%)。环比来看，板块营收及业绩持续改善，24Q1 营收环比+15.59%，归母净利润及扣非净利润环比扭亏为盈，24Q2 营收环比+4.16%，归母净利润环比+26.50%，扣非净利润环比+16.44%。主要原因是：①全球下游厂商去库存逐渐结束，原料药企业出货量逐步恢复，维生素、甾体中间体等产品价格开始上涨，同时新产品法规市场专利开始陆续到期，部分公司新产品加速放量；②美元相对人民币持续升值，对多数公司的营收及汇兑收益亦有正贡献；③各公司降本增效效果开始显现，期间费用率同比下降；④减值影响环比减弱。

板块盈利能力环比提升。24Q1 板块毛利率为 36.38%，同比-0.82pct，环比+1.56pct，净利率为 12.78%，同比+0.73pct，环比+18.32pct；24Q2 毛利率为 37.21%，同比+0.14pct，环比+0.83pct，净利率为 15.52%，同比+2.16pct，环比+2.73pct。板块盈利能力环比提升，主要原因是 2023 年部分产品价格下降，出货量下降，规模效应减弱，期间费用率有所上升，同时 23Q4 受减值影响，净利率大幅下滑，24H1 全球下游厂商去库存逐渐结束，原料药企业出货量逐步恢复，规模效应提升，降本增效效果开始显现，24Q1 板块期间费用率同比-1.48pct，环比-6.21pct，24Q2 期间费用率同比+0.22pct，环比-1.14pct。同时减值影响大幅减弱，盈利能力修复。

板块估值仍处于历史低位。2023 年以来，原料药板块面临行业竞争加剧、产品价格下降的压力，板块业绩承压，估值持续处于历史底部区域，截至 2024 年 Q2 末，原料药板块 PE 为 26.71 倍，处于 10%历史分位，相较医药生物行业的溢价率为 11.07%。

● 投资建议

2023-2026 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 1,750 亿美元，相较 2019-2022 年总额增长 54%，多个重磅产品专利将陆续到期，专利悬崖有望带来原料药增量需求。

2024 年 H1，规模以上工业企业原料药产量为 178.9 万吨，同比增长 2.2%，其中 Q1 为 86.4 万吨，同比下降 7.0%，Q2 为 92.4 万吨，同比增长 12.8%；2024 年 H1，印度原料药及中间体从中国进口额为 16.85 亿元，同比增长 6.78%，其中 Q1/Q2 分别为 8.27 亿元、8.59 亿元，分别同比增长 3.35%、10.41%；进口量为 19.07 万吨，同比大幅增长 14.53%，其中 Q1/Q2 分别为 9.14 万吨、9.93 万吨，分别同比增长 7.21%、22.18%，进口额及进口量均达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端

边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。

随着重磅产品专利的陆续到期及海外去库存逐渐接近尾声，我们判断 2024 年 H2 原料药板块需求端有望持续回暖，迎来 β 行情。建议关注：1) 2024 年持续向制剂领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特 (605116)、奥翔药业 (603229)；2) 新产品业务占比较高或产能扩张相对激进的个股，如同和药业 (300636)、华海药业* (600521)、共同药业 (300966)；3) 原有产品受去库存影响较大或当前利润率水平相对较低的个股，后续业绩修复弹性较大，如国邦医药 (605507) 等。(标*表示未深度覆盖)

● 风险提示

产能释放不及预期，产品价格下降风险，产品研发及技术创新风险，市场竞争加剧风险，环保政策风险，汇率风险。

目录

一、 Q2 利润同比、环比快速增长，盈利能力环比提升	5
(一) 板块营收与业绩同比实现增长，环比持续改善	5
(二) 降本增效效果显现，盈利能力环比提升	6
二、 TOP10 企业贡献七成收入及业绩	8
三、 板块估值仍处于历史低位，在建工程规模下降	11
(一) Q2 估值仍处于历史低位	11
(二) Q2 在建工程规模下降，部分公司处于产能快速扩张阶段	12
四、 投资建议与公司推荐	13
(一) 投资建议	13
(二) 奥锐特：“原料药+制剂”开始兑现，“多肽+寡核苷酸”打开成长天花板	14
(三) 奥翔药业：原料药+CXO 业务稳健增长，制剂打造第三增长曲线	15
(四) 同和药业：新产品有望加速放量，产能即将大规模投放	16
(五) 共同药业：聚焦甾体药物领域，产品向下游延展打开成长空间	18
(六) 国邦医药：医药业务回暖，动保业务弹性可期	19
五、 风险提示	21

图表目录

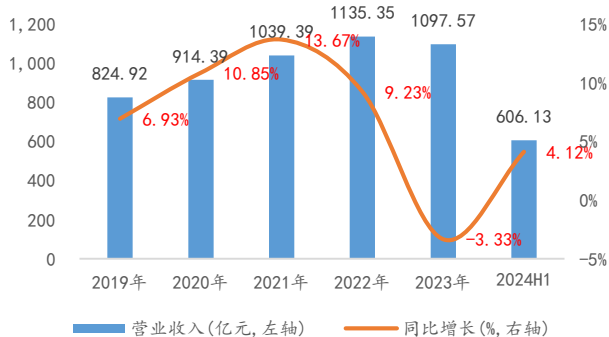
图表 1:	2019-2024H1 原料药板块营收及增速.....	5
图表 2:	2019Q2-2024Q2 原料药板块营收及增速.....	5
图表 3:	2019-2024H1 原料药板块归母净利润及增速.....	5
图表 4:	2019Q2-2024Q2 原料药板块归母净利润及增速.....	5
图表 5:	2019-2024H1 原料药板块扣非净利润及增速.....	6
图表 6:	2019Q2-2024Q2 原料药板块扣非净利润及增速.....	6
图表 7:	2021-2024H1 原料药板块毛利率及净利率 (%).....	7
图表 8:	2022Q1-2024Q2 原料药板块毛利率及净利率 (%).....	7
图表 9:	2021-2024H1 原料药板块期间费用率 (%).....	8
图表 10:	2022Q1-2024Q2 原料药板块期间费用率 (%).....	8
图表 11:	2024 年 H1 原料药板块营收占比情况.....	8
图表 12:	2024 年 H1 原料药板块归母净利润占比情况.....	8
图表 13:	2024Q2 原料药板块营收占比情况.....	9
图表 14:	2024Q2 原料药板块归母净利润占比情况.....	9
图表 15:	2024 年 Q1 及 Q2 收入贡献前 10 的公司 (亿元).....	10
图表 16:	2024 年 Q1 及 Q2 利润贡献前 10 的公司 (亿元).....	11
图表 17:	原料药板块估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	12
图表 18:	原料药板块在建工程情况.....	12
图表 19:	原料药板块在建工程/固定资产.....	12
图表 20:	原料药板块在建工程/固定资产值前 10 公司.....	13
图表 21:	奥锐特盈利预测和主要财务指标.....	15
图表 22:	奥翔药业盈利预测和主要财务指标.....	16
图表 23:	同和药业盈利预测和主要财务指标.....	18
图表 24:	共同药业盈利预测和主要财务指标.....	19
图表 25:	国邦医药盈利预测和主要财务指标.....	21
图表 26:	2024 年 H1 原料药板块收入及业绩表现 (按 20240630 市值排序).....	22

一、 Q2 利润同比、环比快速增长，盈利能力环比提升

(一) 板块营收与业绩同比实现增长，环比持续改善

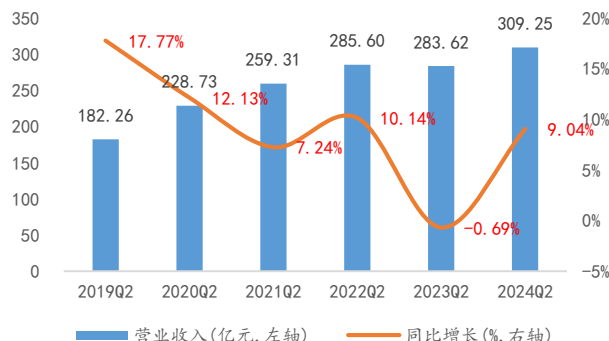
原料药板块共选取了 32 家公司，2024 年 H1，原料药板块实现营业收入 606.13 亿元，同比增长 4.12%，分季度来看，2024 年 Q1 及 Q2，营业收入分别为 296.88 亿元、309.25 亿元，分别同比 -0.56%、+9.04%。

图表1：2019-2024H1 原料药板块营收及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

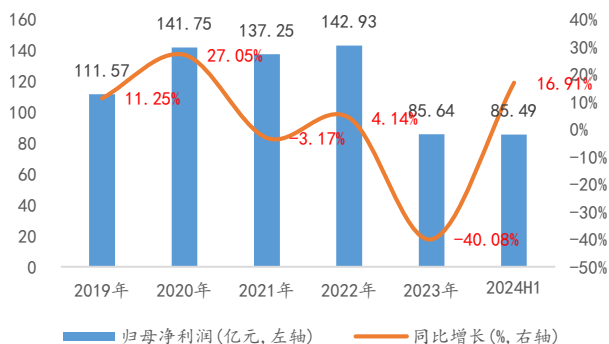
图表2：2019Q2-2024Q2 原料药板块营收及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

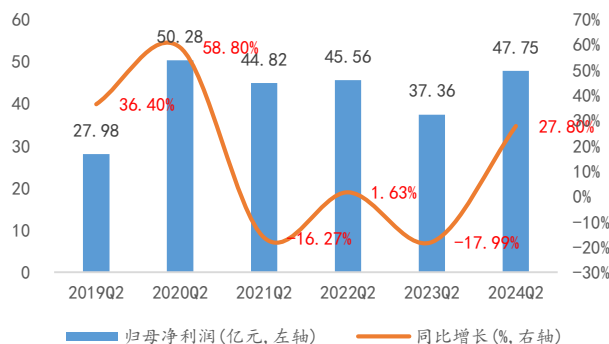
2024 年 H1，原料药板块实现归母净利润 85.49 亿元，同比增长 16.91%，分季度来看，2024Q1 及 Q2，归母净利润分别为 37.74 亿元、47.75 亿元，分别同比+5.52%、+27.80%。

图表3：2019-2024H1 原料药板块归母净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

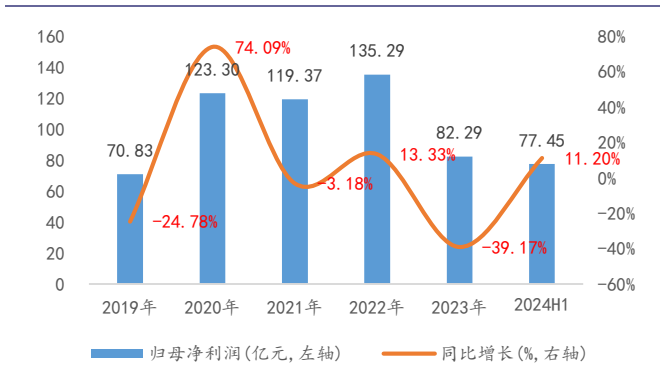
图表4：2019Q2-2024Q2 原料药板块归母净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

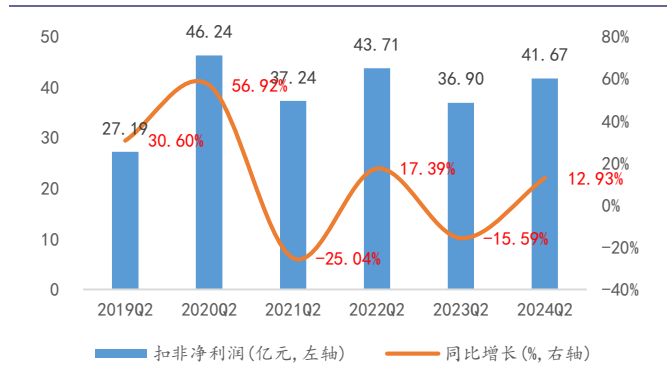
2024 年 H1，原料药板块实现扣非净利润 77.45 亿元，同比增长 11.20%，分季度来看，2024Q1 及 Q2，扣非净利润分别为 35.79 亿元、41.67 亿元，分别同比+9.25%、+12.93%。

图表5：2019-2024H1 原料药板块扣非净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表6：2019Q2-2024Q2 原料药板块扣非净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024 年 H1，在去年同期高基数下，原料药板块营业总收入同比实现小幅增长，归母净利润及扣非净利润同比增速快于营收增速，盈利情况改善明显。环比来看，板块营收及业绩持续改善，2024 年 Q1，营收环比+15.59%，归母净利润及扣非净利润环比扭亏为盈，2024 年 Q2，营收环比+4.16%，归母净利润环比+26.50%，扣非净利润环比+16.44%。主要原因是：①全球下游厂商去库存逐渐结束，原料药企业出货量逐步恢复，维生素、甾体中间体等产品价格开始上涨，同时新产品法规市场专利开始陆续到期，部分公司新产品加速放量；②美元相对人民币持续升值，对多数公司的营收及汇兑收益亦有正贡献；③各公司降本增效效果开始显现，期间费用率同比下降；④减值影响环比减弱。

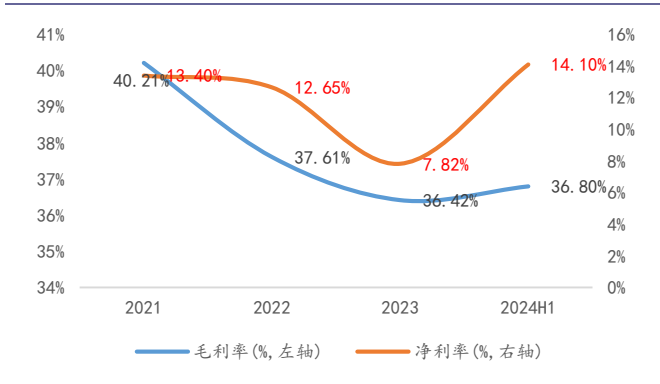
(二) 降本增效效果显现，盈利能力环比提升

2024 年 H1，原料药板块毛利率为 36.80%，同比-0.33pct，净利率为 14.10%，同比+1.54pct。分季度来看，Q1 板块毛利率为 36.38%，同比-0.82pct，环比+1.56pct，净利率为 12.78%，同比+0.73pct，环比+18.32pct；Q2 板块毛利率为 37.21%，同比+0.14pct，环比+0.83pct，净利率为 15.52%，同比+2.16pct，环比+2.73pct。

2024 年 H1，板块盈利能力环比提升，主要原因是 2023 年部分产品价格下降，出货量下降，规模效应减弱，期间费用率有所上升，同时 23Q4 受减值影响，净利率大幅下滑，24H1 全球下游

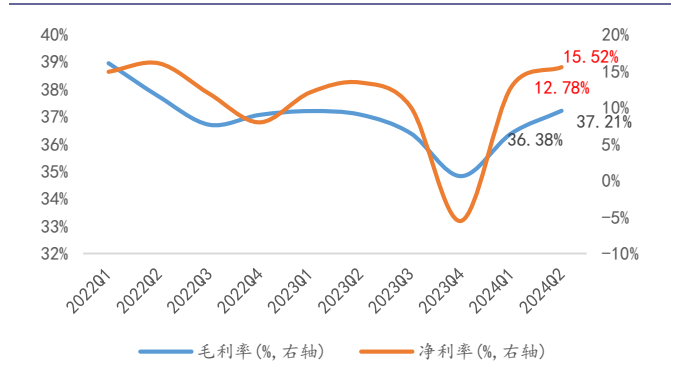
厂商去库存逐渐结束，原料药企业出货量逐步恢复，规模效应提升，降本增效效果开始显现，期间费用率下降，同时减值影响大幅减弱，盈利能力修复。

图表7：2021-2024H1 原料药板块毛利率及净利率 (%)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表8：2022Q1-2024Q2 原料药板块毛利率及净利率 (%)



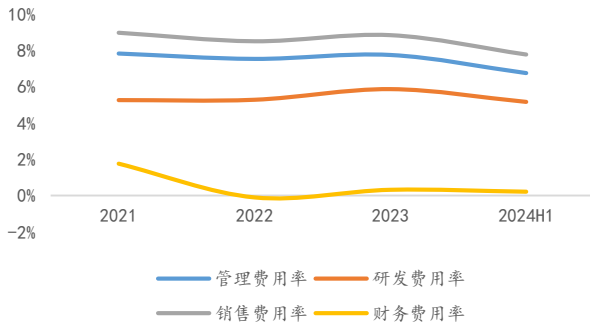
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024年H1，原料药板块期间费用率同比-0.68pct，主要因为降本增效初显成效。其中，管理费用率为6.76%，同比-0.33pct，研发费用率为5.16%，同比-0.09pct，销售费用率为7.77%，同比-0.97pct，财务费用率为0.21%，同比上升0.71pct。

2024年Q1，原料药板块期间费用率同比-1.48pct，环比-6.21pct。其中，管理费用率为6.75%，同比-0.15pct，环比-2.34pct，研发费用率为5.03%，同比+0.23pct，环比-2.05pct，销售费用率为8.14%，同比-0.41pct，环比-1.30pct，财务费用率为0.55%，同比-1.15pct，环比-0.52pct。

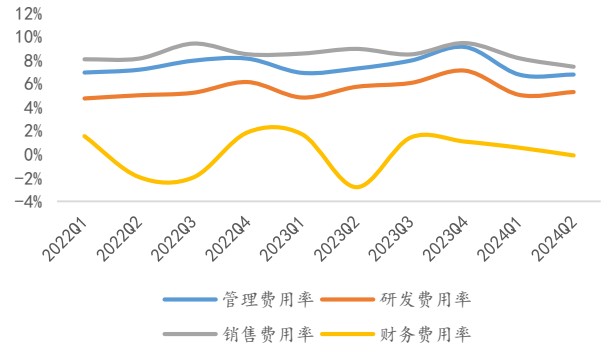
2024年Q2，原料药板块期间费用率同比+0.22pct，环比-1.14pct。其中，管理费用率为6.76%，同比-0.51pct，环比+0.01pct，研发费用率为5.27%，同比-0.44pct，环比+0.24pct，销售费用率为7.41%，同比-1.53pct，环比-0.73pct，财务费用率为-0.11%，同比+2.70pct，环比-0.66pct，受汇率影响财务费用率季度间波动较大。

图表9：2021-2024H1 原料药板块期间费用率（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表10：2022Q1-2024Q2 原料药板块期间费用率（%）

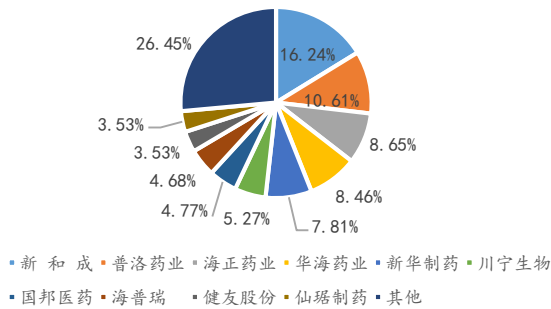


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

二、TOP10 企业贡献七成收入及业绩

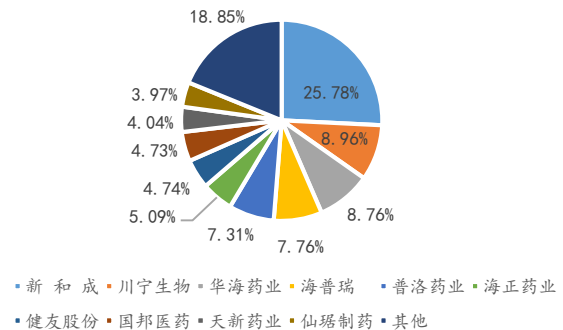
2024 年 H1，原料药板块中少数公司贡献大部分营收及利润，收入及利润占比较高的公司大部分为大宗原料药生产商。从营业收入来看，TOP10 占板块总营收的比重达 73.55%，其中新和成、普洛药业占比超 10%，海正药业、华海药业、新华制药、川宁生物占比超 5%；从归母净利润来看，TOP10 归母净利润总额达 69.38 亿元，占比达 81.15%，板块中有 4 家企业出现亏损，合计亏损 0.30 亿元。

图表11：2024 年 H1 原料药板块营收占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表12：2024 年 H1 原料药板块归母净利润占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024 年 Q2，从营业收入来看，TOP10 占板块总营收的比重达 74.08%，其中新和成、普洛药业占比超 10%，华海药业、海正药业、新华制药、川宁生物占比超 5%；从归母净利润来看，TOP10 占

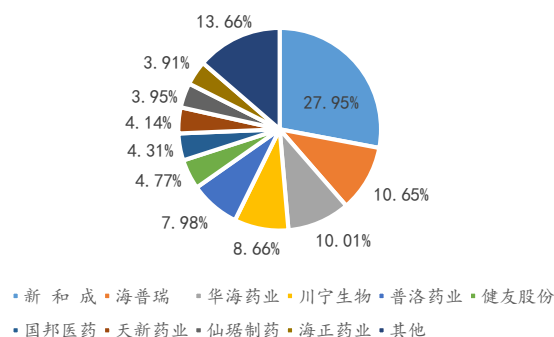
板块总利润的比重达 86.34%，其中，新和成占比近 30%，海普瑞、华海药业占比超 10%，川宁生物、普洛药业占比超 5%。

图表13：2024Q2 原料药板块营收占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表14：2024Q2 原料药板块归母净利润占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

从收入端来看，2024 年 H1 收入占比前 10 的公司中，有 8 家公司营收同比增长，其中涨幅超过 10% 的有 3 家，处于 0%-10% 的有 5 家，另有 2 家公司同比下滑，其中降幅超过 10% 的有 1 家，处于 0%-10% 的有 1 家。

2024 年 Q1 收入占比前 10 的公司中，营收同比增长的公司有 6 家，其中涨幅超过 10% 的有 3 家，处于 0%-10% 的有 3 家，另外 4 家营收同比下滑，其中降幅超过 10% 的有 2 家，处于 0%-10% 的有 2 家。

2024 年 Q2 收入占比前 10 的公司中，营收同比增长的公司提升至 8 家，平均涨幅扩大 9.72pct，其中涨幅超过 30% 的有 2 家，处于 10%-30% 的有 5 家，处于 0%-10% 的有 1 家，另外 2 家营收同比下滑，其中降幅超过 10% 的有 1 家，处于 0%-10% 的有 1 家。

图表15：2024 年 Q1 及 Q2 收入贡献前 10 的公司（亿元）

公司名称	2024Q1 营收	同比	公司名称	2024Q2 营收	同比
新和成	44.99	24.54%	新和成	53.46	40.45%
普洛药业	31.98	3.65%	普洛药业	32.31	12.61%
海正药业	27.27	-11.00%	华海药业	26.30	17.65%
华海药业	24.99	21.36%	海正药业	25.17	-16.01%
新华制药	24.75	-6.25%	新华制药	22.58	11.08%
川宁生物	15.23	19.96%	川宁生物	16.72	45.73%
海普瑞	13.73	5.55%	国邦医药	15.54	11.01%
国邦医药	13.39	-5.07%	海普瑞	14.64	3.70%
仙琚制药	10.38	8.42%	健友股份	11.38	14.27%
健友股份	10.04	-23.19%	仙琚制药	11.00	-5.25%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

从利润端来看，2024 年 H1 利润占比前 10 的公司中，有 9 家公司归母净利润同比增长，其中涨幅超过 30% 的有 4 家，涨幅处于 10%-30% 的有 2 家，处于 0%-10% 的有 3 家，另有 1 家公司同比下滑，其降幅超过 30%。

2024 年 Q1 利润占比前 10 的公司中，归母净利润同比增长的公司有 9 家，其中涨幅超过 30% 的有 5 家，涨幅处于 10%-30% 的有 1 家，处于 0%-10% 的有 3 家，有 1 家公司归母净利润同比下滑。

2024 年 Q2 利润占比前 10 的公司中，归母净利润同比增长的公司有 8 家，平均涨幅扩大 64.69pct，主要因为海普瑞 Q2 归母净利润同比大幅增长 795.34%，其中涨幅超过 30% 的有 3 家，涨幅处于 10%-30% 的有 3 家，处于 0%-10% 的有 2 家，有 2 家公司归母净利润同比下滑。

图表16：2024 年 Q1 及 Q2 利润贡献前 10 的公司（亿元）

公司名称	2024Q1 归母净利润	同比	公司名称	2024Q2 归母净利润	同比	公司名
新和成	8.70	35.21%	新和成	13.35	58.88%	新和
川宁生物	3.53	100.98%	海普瑞	5.09	795.34%	川宁生
华海药业	2.71	56.62%	华海药业	4.78	20.67%	华海药
海正药业	2.49	6.99%	川宁生物	4.14	92.04%	海正药
普洛药业	2.44	1.84%	普洛药业	3.81	5.35%	普洛药
国邦医药	1.99	2.11%	健友股份	2.28	-22.02%	国邦医
健友股份	1.77	-46.68%	国邦医药	2.06	26.42%	健友股
海普瑞	1.55	133.00%	天新药业	1.98	-10.72%	海普瑞
仙琚制药	1.51	13.53%	仙琚制药	1.89	11.80%	仙琚制
天新药业	1.48	35.87%	海正药业	1.87	8.65%	天新药

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

三、 板块估值仍处于历史低位，在建工程规模下降

(一) Q2 估值仍处于历史低位

2023 年以来，原料药板块面临行业竞争加剧、产品价格下降的压力，板块业绩承压，估值持续处于历史底部区域，截至 2024 年 Q2 末，原料药板块 PE 为 26.71 倍，处于 10% 历史分位，相较于医药生物行业的溢价率为 11.07%。

图表17：原料药板块估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）

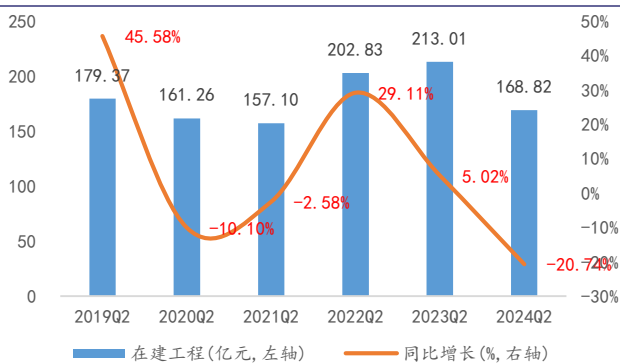


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（二）Q2 在建工程规模下降，部分公司处于产能快速扩张阶段

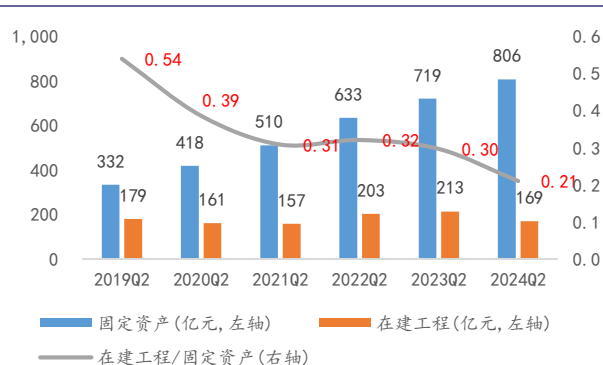
截至 2024 年二季度末，原料药板块在建工程为 168.82 亿元，同比下滑 20.74%，增速较上年同期下降 25.76pct，规模减少 44.19 亿元，固定资产为 805.94 亿元，同比增加 86.63 亿元，同比增长 12.04%，部分在建工程陆续转固，在建工程投入较 2022 年和 2023 年有所放缓，从在建工程与固定资产比值来看，2024 年二季度末为 0.21，同比下降 0.09。

图表18：原料药板块在建工程情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表19：原料药板块在建工程/固定资产



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

具体来看，原料药板块中在建工程/固定资产值大于 0.5 的有 7 家公司，其中有 3 家公司比值

大于 1，处于产能快速扩张阶段，亨迪药业在建工程/固定资产值达 2.53，共同药业为 2.04，奥翔药业为 1.08。

图表20：原料药板块在建工程/固定资产值前 10 公司

公司名称	2024Q2 固定资产 (亿元)	2024Q2 在建工程 (亿元)	2024Q2 在建工程/ 固定资产
亨迪药业	1.23	3.12	2.53
共同药业	5.18	10.57	2.04
奥翔药业	5.00	5.42	1.08
奥锐特	5.92	5.73	0.97
拓新药业	4.61	3.64	0.79
东诚药业	14.17	7.80	0.55
天新药业	11.97	6.39	0.53
富祥药业	15.64	7.84	0.50
美诺华	12.64	6.11	0.48
华海药业	56.51	25.84	0.46

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

四、投资建议与公司推荐

(一) 投资建议

2023-2026 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 1,750 亿美元，相较 2019-2022 年总额增长 54%，多个重磅产品专利将陆续到期，专利悬崖有望带来原料药增量需求。

2024 年 H1，规模以上工业企业原料药产量为 178.9 万吨，同比增长 2.2%，其中 Q1 为 86.4 万吨，同比下降 7.0%，Q2 为 92.4 万吨，同比增长 12.8%；2024 年 H1，印度原料药及中间体从中国进口额为 16.85 亿元，同比增长 6.78%，其中 Q1/Q2 分别为 8.27 亿元、8.59 亿元，分别同比增长 3.35%、10.41%；进口量为 19.07 万吨，同比大幅增长 14.53%，其中 Q1/Q2 分别为 9.14 万吨、9.93 万吨，分别同比增长 7.21%、22.18%，进口额及进口量均达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。

随着重磅产品专利的陆续到期及海外去库存逐渐接近尾声，我们判断 2024 年 H2 原料药板块需求端有望持续回暖，迎来 β 行情。建议关注：1) 2024 年持续向制剂领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特(605116)、奥翔药业(603229)；2) 新产品业务占比较高或产能扩张相对激进的个股，如同和药业(300636)、华海药业*(600521)、共同药业(300966)；3) 原有产品受去

库存影响较大或当前利润率水平相对较低的个股，后续业绩修复弹性较大，如国邦医药（605507）等。（标*表示未深度覆盖）

（二）奥锐特：“原料药+制剂”开始兑现，“多肽+寡核苷酸”打开成长天花板

持续深耕特色原料药领域，产品矩阵丰富，首款制剂产品获批。公司成立于1998年，2020年于上交所主板挂牌上市，深耕特色原料药领域20余年。公司产品矩阵丰富，覆盖六大治疗领域，并积极布局多肽、寡核苷酸等药物领域。同时，积极推动“原料药+制剂”一体化发展战略，2023年6月，公司首款制剂产品地屈孕酮片获批上市。公司共有四大生产基地，分别为八都厂区、苍山厂区、联澳生物厂区、扬州奥锐特厂区，其中苍山厂区和扬州奥锐特厂区均有项目在建。

拓展多肽及寡核苷酸类药物领域，打开成长天花板。多肽药物市场前景广阔，2025年全球市场规模有望达960亿美元。全球寡核苷酸药物市场规模有望高速增长，预计2020-2025年的复合年增长率为32.2%。在多肽领域，2022年3月，公司拟投资2.79亿元新建年产300KG司美格鲁肽原料药生产线及其配套设施，2024年6月已投产。在寡核苷酸领域，2021年7月，公司设立上海奥锐特生物，专注于寡核苷酸药物研发。

积极推进“原料药+制剂”一体化，制剂业务持续贡献收入。公司地屈孕酮片（10mg）于2023年6月获批上市，为国内的首仿产品，截至2024年6月底，已经在30个省市挂网，进院4,411家（含社区门诊），2024H1实现销售收入9,247.59万元，随着产品持续进院，2024年制剂业务有望加速放量。此外，预计公司2024年将提交地屈孕酮复方片、恩扎鲁胺片等制剂产品注册申报，2026年起每年获批3-5个产品。

Q2收入及利润同比实现高速增长，制剂销售占比提升，盈利能力持续大幅提升。2024H1公司实现营业收入7.31亿元（YoY+32.21%），归母净利润1.89亿元（YoY+96.66%），扣非净利润1.87亿元（YoY+98.81%）。2024Q2实现营收3.95亿元（YoY+57.69%），归母净利润1.06亿元（YoY+112.73%），扣非净利润1.05亿元（YoY+108.73%），同比实现高速增长，且达到历史最高水平。我们认为增长的主要原因是：①心血管类、抗肿瘤类等优势原料药销售稳健增长；②地屈孕酮片逐步上量，市场拓展成效进一步体现。Q2毛利率为59.86%，同比+4.96pct，环比+6.18pct，净利率为26.94%，同比+6.53pct，环比+2.45pct。我们认为盈利能力大幅提升主要原因是：①毛利率较高的制剂业务占比提升；②管理费用率下降，2024Q2管理费用率为10.66%，同比-6.90pct。

投资建议：公司地屈孕酮片、司美格鲁肽原料药有望在1-2年内加速放量，预测公司2024/25/26年营收为16.14/20.01/25.28亿元，归母净利润为4.00/5.20/6.76亿元，对应当前PE为23/17/13X，持续给予“买入”评级。

图表21：奥锐特盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,263	1,614	2,001	2,528
营业收入增长率(%)	25.24%	27.87%	23.94%	26.34%
归母净利（百万元）	289	400	520	676
净利润增长率(%)	37.19%	38.21%	30.00%	30.00%
摊薄每股收益（元）	0.71	0.98	1.28	1.66
市盈率（PE）	31.21	22.61	17.31	13.35

资料来源：携宁，太平洋证券整理

（三）奥翔药业：原料药+CXO 业务稳健增长，制剂打造第三增长曲线

以特色原料药为基石，持续拓展 CDMO、制剂业务。公司成立于 2010 年 4 月，于 2017 年上市，成立初期主要从事特色原料药研发、生产及销售；2018 年布局 CRO/CDMO/CMO 业务；2021 年开始布局制剂业务，制剂业务将于 2025 年开始贡献收入。目前，公司产品主要分为肝病类、呼吸系统类、心脑血管类、高端氟产品类、前列腺素类、抗菌类、痛风类、抗肿瘤类和神经系统类九大类，手性结构多，研发难度较大。

原料药及 CXO 业务稳健增长，产品矩阵持续丰富。公司产品种类丰富，研发驱动产品梯队迭代放量，2019-2023 年，公司研发投入的复合增速约为 13%，2024 年 H1 达到 0.40 亿元，研发费用率约 8%，助力公司产品梯队日益完善。第一梯队产品能够贡献稳定的收入和利润，包括双环醇、恩替卡韦、泊沙康唑、非布司他、奈必洛尔、西他沙星等，其中恩替卡韦、双环醇、泊沙康唑等在国际市场占有率位居前列；第二梯队是有望快速放量的产品，这些产品将支撑未来 3 年收入及利润的增长，如舒更葡糖钠、毛果芸香碱等；第三梯队是当前处于研发阶段，3 年后有望开始放量的产品。

制剂将迎来收获期，打造第三增长曲线。公司与 STADA 深度合作，推进制剂国际化进程，2021 年 11 月，公司与 STADA 签订了《合作开发和商业化战略合作协议》，进一步拓宽公司产品线，第一个制剂产品甲磺酸伊马替尼片有望于 2024 年 H2 在欧洲获批，于 2025 年 H1 在中国获批，并将于 2025 年开始贡献销售收入。制剂产能“高端制剂国际化项目（一期）”项目建设稳步推进，有望于 2025 年投产。此外，公司积极布局创新药业务，一方面投资新药公司，另一方面引进、开发新

药，公司正在开发的用于治疗缺血性脑卒中的 1.1 类新药布罗佐喷钠处于临床 II 期阶段。

Q2 收入同比小幅下降，毛利率大幅提升。2024H1 公司实现营业收入 4.92 亿元 (YoY+5.05%)，归母净利润 1.80 亿元 (YoY+12.26%)，扣非净利润 1.72 亿元 (YoY+12.44%)，营收及利润均达历史最高水平，毛利率为 59.80% (YoY+1.80pct)，净利率为 36.52% (YoY+2.34pct)。2024Q2，公司实现营收 1.91 亿元 (YoY-7.12%)，归母净利润 0.67 亿元 (YoY+1.24%)，扣非净利润 0.64 亿元 (YoY+4.52%)，毛利率为 62.19%，同比+5.32pct，环比+3.90pct，净利率为 35.17%，同比+2.90pct，环比-2.21pct。我们认为 Q2 收入同比下降，毛利率及净利率同比提升的主要原因是，毛利率较高的肝病类、心脑血管类、抗菌类产品销售收入增长，占比提升，毛利率较低的痛风类产品销售收入下降，占比下降。

投资建议：我们预测公司 2024/25/26 年收入为 9.63/11.64/15.81 亿元，净利润为 3.17/3.84/5.06 亿元，对应当前 PE 为 18/15/11X，考虑到公司原料药及 CDMO 业务增长稳定，且制剂业务有望于 2025 年开始贡献增量收入，持续给予“买入”评级。

图表22：奥翔药业盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	817	963	1,164	1,581
营业收入增长率 (%)	6.83%	17.93%	20.89%	35.75%
归母净利 (百万元)	254	317	384	506
净利润增长率 (%)	7.87%	24.97%	20.99%	31.89%
摊薄每股收益 (元)	0.31	0.38	0.46	0.61
市盈率 (PE)	21.52	17.55	14.50	10.93

资料来源：携宁，太平洋证券整理

(四)同和药业：新产品有望加速放量，产能即将大规模投放

公司起步于日本规范市场，具备全面的 cGMP 质量体系和高标准的 EHS 体系。江西同和药业股份有限公司成立于 2004 年，主要从事特色化学原料药和医药关键中间体的研发、生产与销售，是全球瑞巴派特、加巴喷丁、醋氯芬酸和塞来昔布的重要供应商，其中瑞巴派特销量国际市场占有率近 50%，此外，公司持续拓展 CDMO 业务，为原研药企（专利持有人）配套生产原料药及中间体。

新产品专利在规范市场开始到期，预计未来三年将实现新产品快速放量。根据 Evaluate Pharma 数据显示，2019 年-2026 年，全球约有 3000 亿美元原研药陆续专利到期，由此衍生出的原料药增量市场有望接近 2000 亿人民币，这其中就包括 2022 年全球药品销售额排名前五的阿哌沙班 (TOP6)、恩格列净 (TOP15)、利伐沙班 (TOP19)、达格列净 (TOP31)，随着公司新产品专利的陆续到期，预计未来三年将实现新产品快速放量，毛利率有望得到改善。2024 年 H1，新产品实现销售收入 1.82 亿元，同比+9.93%。

定增助力产能持续释放，保障中长期业绩增长。公司定增 8 亿元用于二厂区二期工程建设，二厂区一期、二期全部建设投产后，17 个新品种的产能问题有望得到解决，2024 年 6 月，二厂区一期 4 个车间正式投产，2025 年起二期 7 个车间有望陆续投产，保障中长期的业绩增长。

Q2 扣非净利润实现快速增长，产能投放有望助力新产品法规市场放量。2024H1 公司实现营业收入 3.82 亿元 (YoY+0.08%)，归母净利润 0.70 亿元 (YoY+21.96%)，扣非净利润 0.68 亿元 (YoY+36.12%)。2024Q2 实现营收 1.76 亿元 (YoY+9.06%)、归母净利润 0.26 亿元 (YoY+8.59%)、扣非净利润 0.27 亿元 (YoY+61.19%)。分业务来看，2024H1 原料药及中间体业务实现销售收入 3.42 亿元，同比+7.35%，毛利率为 34.73%，同比+3.65pct，CMO/CDMO 业务实现销售收入 0.40 亿元，同比-36.71%，毛利率为 32.75%，同比-11.97pct。分区域来看，2024H1 国外销售收入为 3.27 亿元，同比+13.39%，毛利率为 39.26%，同比+2.58pct，国内销售收入为 0.55 亿元，同比-40.83%，毛利率为 6.68%，同比-16.38pct。

投资建议：公司新产品法规市场专利于 2023 年 Q4 开始陆续到期，我们预计新产品在法规市场有望持续快速放量，预测公司 2024/25/26 年营收为 9.00/12.41/15.84 亿元，归母净利润为 1.80/2.58/3.43 亿元，对应当前 PE 为 16/11/9X，持续给予“买入”评级。

图表23：同和药业盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	722	900	1,241	1,584
营业收入增长率（%）	0.31%	24.63%	37.86%	27.69%
归母净利（百万元）	106	180	258	343
净利润增长率（%）	5.28%	69.83%	43.36%	33.02%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.43	0.61	0.81
市盈率（PE）	24.93	16.23	11.44	8.62

资料来源：携宁，太平洋证券整理

（五）共同药业：聚焦甾体药物领域，产品向下游延展打开成长空间

深耕甾体药物领域近 20 年，布局起始物料到原料药全产业链。公司成立于 2006 年，于 2021 年上市。公司成立初期主要提供甾体药物中间体研发、生产和销售，2011 年，率先实现生物发酵及酶转化技术突破，布局甾体药物起始物料领域，成为全球甾体药物起始物料最大供应商之一，市占率约 60%，在中间体领域，布局了性激素、孕激素、皮质激素和其他类中间体产品，是国内性激素类中间体产品最丰富的供应商。2020 年，公司向下游延伸布局高端甾体原料药产品，实现甾体药物起始物料-中间体-原料药的全产业链布局。

新工艺革新有望推动 BA 市场规模快速增长。双降醇（BA）是甾体药物常用的起始物料之一，公司是国内首家将 BA 实施产业化的企业，占主导份额，2019 年-2021 年，公司 BA 销量均不超过 70 吨，市场需求量较小。近年来，以公司为代表的企业正在持续研发以 BA 为原料的新工艺路径，目前利用 BA 可向下游生产的主要产品包括黄体酮、熊去氧胆酸、及维生素 D3 等产品，但“BA 路线”还未大规模应用到以上产品的生产中，未来随着新工艺路径“BA 路线”的推广与使用，BA 的市场规模有望快速增长。黄体酮市场对应的 BA 需求量约为 1,000 吨/年，熊去氧胆酸“BA 路线”的潜在替代空间达 1,700 吨/年。

纵向延伸+横向拓展并行，打开公司成长天花板。2020 年，公司与华海药业共同出资设立了合资公司华海共同，战略性布局原料药领域，共储备了睾酮、地屈孕酮、氟维司群、依西美坦、熊去氧胆酸等 14 个高端甾体原料药产品。同时，加大皮质激素产品布局，2021 年 4 月，公司与新华制药成立合资公司同新药业，公司持股 40%，首先布局醋酸阿奈可他、17 α -羟基黄体酮。此外，公司表示将提前布局并落实甾体药物 CDMO/CRO，杭州研究院、武汉研究院已投入运营，有望

为 CDMO/CRO 业务赋能。

产能即将大规模投放，助力营收快速增长。公司募投项目“黄体酮及中间体 BA 生产建设项目”于 2023 年年底开始试生产，预计 2024 年正式投产，达产后预计每年贡献营业收入 3.68 亿元。华海共同原料药项目正处于建设中，预计部分产品在 2024 年 H1 进行试验批生产，H2 提交国内外注册申报，2025 年实现部分产品规模化生产。

Q2 利润端承压，下半年产能投放有望助力收入快速增长。2024H1 公司实现营业收入 2.34 亿元 (YoY-12.69%)，归母净利润-0.05 亿元 (YoY-129.30%)，扣非净利润-0.05 亿元 (YoY-138.00%)。2024Q2，公司实现营收 1.12 亿元 (YoY-24.80%)、归母净利润-866.59 万元 (YoY -164.44%)、扣非净利润-839.14 万元 (YoY-165.30%)，毛利率为 12.80%，同比-11.26pct，环比-8.77pct，净利率为-8.76%，同比-17.51pct，环比-11.13pct。我们认为 Q2 利润端承压的主要原因是：①上游植物甾醇涨价及部分产品的工艺优化影响公司毛利率；②期间费用率同比大幅提升，2024Q2 期间费用率为 27.11%(YoY+10.71pct)。截至 2024 年 6 月底，公司固定资产总规模为 5.18 亿元，相较 2024 年 3 月底增加了 3.15 亿元，新产能开始陆续投放，有望助力收入快速增长。

投资建议：公司起始物料产品于 Q1 开始涨价，同时募投项目及产业链升级改造项目也有望于今年投产并实现收益，预测公司 2024/25/26 年营收为 8.62/12.69/16.75 亿元，归母净利润为 0.15/0.70/1.01 亿元，对应当前 PE 为 108/23/16X，持续给予“增持”评级。

图表 24：共同药业盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	566	862	1,269	1,675
营业收入增长率 (%)	-6.31%	52.22%	47.13%	32.05%
归母净利 (百万元)	23	15	70	101
净利润增长率 (%)	-42.78%	-36.26%	375.83%	44.07%
摊薄每股收益 (元)	0.20	0.13	0.61	0.87
市盈率 (PE)	70.10	107.85	22.98	16.11

资料来源：携宁，太平洋证券整理

(六) 国邦医药：医药业务回暖，动保业务弹性可期

持续深耕医药、动保领域，打造一体化产业布局。公司成立于 1996 年，于 2021 年在上交所

上市，是全球规模最大的大环内酯类和喹诺酮类原料药供应商之一，国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一，国内动保原料药领域品种布局最为齐全、广泛的企业之一。截至 2024 年 6 月底，公司产品超过 70 个，产品销往全球 6 大洲、115 个国家及地区，销售客户 3,000 余家，年销售额超过 1 亿元的产品 12 个。

医药板块，抗生素市场需求有望持续旺盛，中间体下游景气度开始提升。公司抗生素产品处于领先地位，市场需求有望持续旺盛，主要产品包括阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星等大单品系列，贡献原料药板块总收入超 90%。从供给端来看，全球抗生素原料药市场集中度较高，竞争格局较为稳定，公司具备产能及价格上的双重竞争优势；从需求端来看，2023 年以来，国内外抗生素需求旺盛，预计主要抗生素产品需求有望恢复增长。同时，公司持续进行全球注册，积极拓展新客户新需求，有望带来产品销量的提升。公司是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一。从供给端来看，硼氢化钠全球市场竞争格局集中，公司 4,000t/a 的产能处于行业领先水平，同时行业竞争对手出现安全环保事故有望引来竞争格局优化；从需求端来看，随着全球去库存周期逐渐接近尾声，精细化学品领域景气度开始抬升，或带动硼氢化钠需求增长，中国原料药产量自 2024 年 4 月开始，连续 3 个月同比实现正增长，2024 年 Q2，中国化学原料药产量为 92.4 万吨，同比增长 12.8%。

动保板块，行业处于周期底部，公司具备竞争优势。公司的主要产品氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等已经具有明显的品牌优势，同时，公司也是马波沙星、沙拉沙星、地克珠利、环丙氨嗪、加米霉素等特色动保专用原料药主要供应商，具备明显的产品矩阵优势。当前动保行业处于周期底部，主要兽药原料药价格持续下跌，2024 年 4 月底，VPi 达到近 5 年历史最低 61.02 点，相较 2021 年高点下跌约 40%，兽药原料药主流品种价格均出现不同幅度的下跌，其中氟苯尼考市场价格相较过去 5 年高点下滑 75%。从供给端来看，在成本和利润的长期压力下，行业产能有望持续出清；从需求端来看，养猪企业扭亏，养猪业有望持续高盈利，带动兽药原料药需求提升，2024 年 1 月起，生猪盈利预期持续为正，且牧原股份等公司 Q2 强势扭亏。公司产业链完整，一体化能力较强，目前公司是氟苯尼考国内产业链条最为齐全的生产商之一，在主要兽药原料药产品上，公司占据领先地位，有望在行业出清的背景下提升市占率。

Q2 收入及利润恢复快速增长，盈利能力提升。2024H1 公司实现营业收入 28.92 亿元 (YoY+2.94%)，归母净利润 4.05 亿元 (YoY+13.18%)，扣非净利润 3.95 亿元 (YoY+10.44%)，毛利率为 26.60% (YoY+1.96pct)，净利率为 13.98% (YoY+1.28pct)。2024Q2 实现营收 15.54 亿元 (YoY+11.01%)，归母净利润 2.06 亿元 (YoY+26.42%)，扣非净利润 2.02 亿元 (YoY+21.99%)，同比均实现快速增长，毛利率为 25.87% (YoY+3.22pct)，净利率为 13.25% (YoY+1.68pct)。我们认

为收入及利润快速增长的主要原因是：①医药板块景气度回升，海外需求旺盛；②主导产品销量持续提升，有效稳固市占率，24H1 公司 20 个产品实现了销量增长。

投资建议：公司主要产品市占率较高，产业链完备，未来有望实现 30 个规模化产品全球领先、80 个产品常规化生产、具备 120 个产品生产能力，预测公司 2024/25/26 年营收为 60.01/68.17/78.28 亿元，归母净利润为 8.33/10.06/12.06 亿元，对应当前 PE 为 12/10/9X，持续给予“买入”评级。

图表25：国邦医药盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,349	6,001	6,817	7,828
营业收入增长率(%)	-6.49%	12.19%	13.59%	14.83%
归母净利（百万元）	612	833	1,006	1,206
净利润增长率(%)	-33.49%	36.01%	20.74%	19.89%
摊薄每股收益（元）	1.10	1.49	1.80	2.16
市盈率（PE）	16.88	12.46	10.32	8.60

资料来源：携宁，太平洋证券整理

五、风险提示

产能释放不及预期，产品价格下降风险，产品研发及技术创新风险，市场竞争加剧风险，环保政策风险，汇率风险。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2024/09/17
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
605116	奥锐特	买入	0.71	0.98	1.28	1.66	31.21	22.61	17.31	13.35	22.16
603229	奥翔药业	买入	0.31	0.38	0.46	0.61	21.52	17.55	14.50	10.93	6.67
300636	同和药业	买入	0.28	0.43	0.61	0.81	24.93	16.23	11.44	8.62	6.98
600521	华海药业	增持	0.56	0.89	1.09	1.35	26.19	17.75	14.42	11.66	15.74
300966	共同药业	增持	0.20	0.13	0.61	0.87	70.10	107.85	22.98	16.11	14.02
605507	国邦医药	买入	1.10	1.49	1.80	2.16	16.88	12.46	10.32	8.60	18.57

资料来源：携宁，太平洋研究院整理

附录：

图表26：2024年H1 原料药板块收入及业绩表现（按20240630市值排序）

代码	简称	市值	2024H1 营业总收入	同比 (%)	2024H1 归母净利润	同比 (%)	2024H1 扣非净利润	同比 (%)
002001.SZ	新和成	593.45	98.45	32.70	22.04	48.62	21.57	56.88
301301.SZ	川宁生物	284.63	31.95	32.20	7.66	96.05	7.66	95.02
600521.SH	华海药业	250.08	51.28	19.43	7.49	31.60	7.65	23.00
603707.SH	健友股份	191.94	21.43	(6.99)	4.05	(35.15)	3.69	(39.70)
000739.SZ	普洛药业	158.68	64.29	7.96	6.25	3.96	6.02	1.24
002399.SZ	海普瑞	114.68	28.37	4.59	6.64	438.05	3.29	313.85
002332.SZ	仙琚制药	112.87	21.38	0.93	3.40	12.56	3.31	11.78
603235.SH	天新药业	105.20	10.67	(4.81)	3.45	4.61	3.29	3.73
605116.SH	奥锐特	101.67	7.31	32.21	1.89	96.66	1.87	98.81
002675.SZ	东诚药业	101.10	14.21	(20.41)	1.12	(39.35)	1.06	(39.02)
605507.SH	固邦医药	93.04	28.92	2.94	4.05	13.18	3.95	10.44
002626.SZ	金达威	88.14	15.23	(1.82)	1.30	(29.31)	1.29	(29.42)
600267.SH	海正药业	84.79	52.43	(13.48)	4.35	7.70	2.59	(7.95)
002099.SZ	海翔药业	82.72	10.39	(13.17)	0.38	98.74	0.31	(54.06)
000756.SZ	新华制药	80.17	47.32	1.29	2.65	(1.63)	2.49	(1.24)
300401.SZ	花园生物	77.68	6.00	(8.61)	1.42	21.25	1.09	3.07
300702.SZ	天宇股份	62.04	12.65	(6.02)	0.53	(21.87)	0.63	(44.37)
603229.SH	奥翔药业	59.60	4.92	5.05	1.80	12.26	1.72	12.44
300233.SZ	金城医药	57.27	17.59	3.12	1.31	28.40	1.21	31.47
300497.SZ	富祥药业	49.12	6.82	(20.25)	(0.22)	62.36	(0.49)	(18.37)
300636.SZ	同和药业	42.87	3.82	0.08	0.70	21.96	0.68	36.12
301211.SZ	亨迪药业	42.08	2.42	(40.39)	0.68	(39.40)	0.65	(40.87)
603520.SH	司太立	41.82	13.30	22.75	0.23	(35.09)	0.20	(23.29)
301089.SZ	拓新药业	37.55	2.19	(66.70)	(0.02)	(100.57)	(0.08)	(102.62)
688356.SH	健凯科技	35.63	1.29	(24.99)	0.28	(59.06)	0.22	(67.48)
300452.SZ	山河药辅	26.63	4.50	(0.67)	0.96	8.16	0.80	(2.33)
605177.SH	东亚药业	25.33	6.48	(3.85)	0.32	(40.54)	0.27	(47.15)
603538.SH	美诺华	24.43	6.08	4.40	0.19	(38.61)	0.20	(23.64)
300583.SZ	赛托生物	23.05	5.67	(14.62)	0.13	(77.97)	0.05	(86.40)
301258.SZ	富士莱	22.79	2.17	(27.14)	(0.00)	(100.36)	(0.06)	(106.70)
002365.SZ	永安药业	21.28	4.26	(26.39)	0.52	(6.49)	0.36	195.74
300966.SZ	共同药业	18.84	2.34	(12.69)	(0.05)	(129.30)	(0.05)	(138.00)

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。