

证券研究报告|行业专题报告

原料药

行业评级：强于大市（首次评级）

2024年10月14日



# 原料药行业专题：主动去库存尾声阶段，盈利能力持续修复

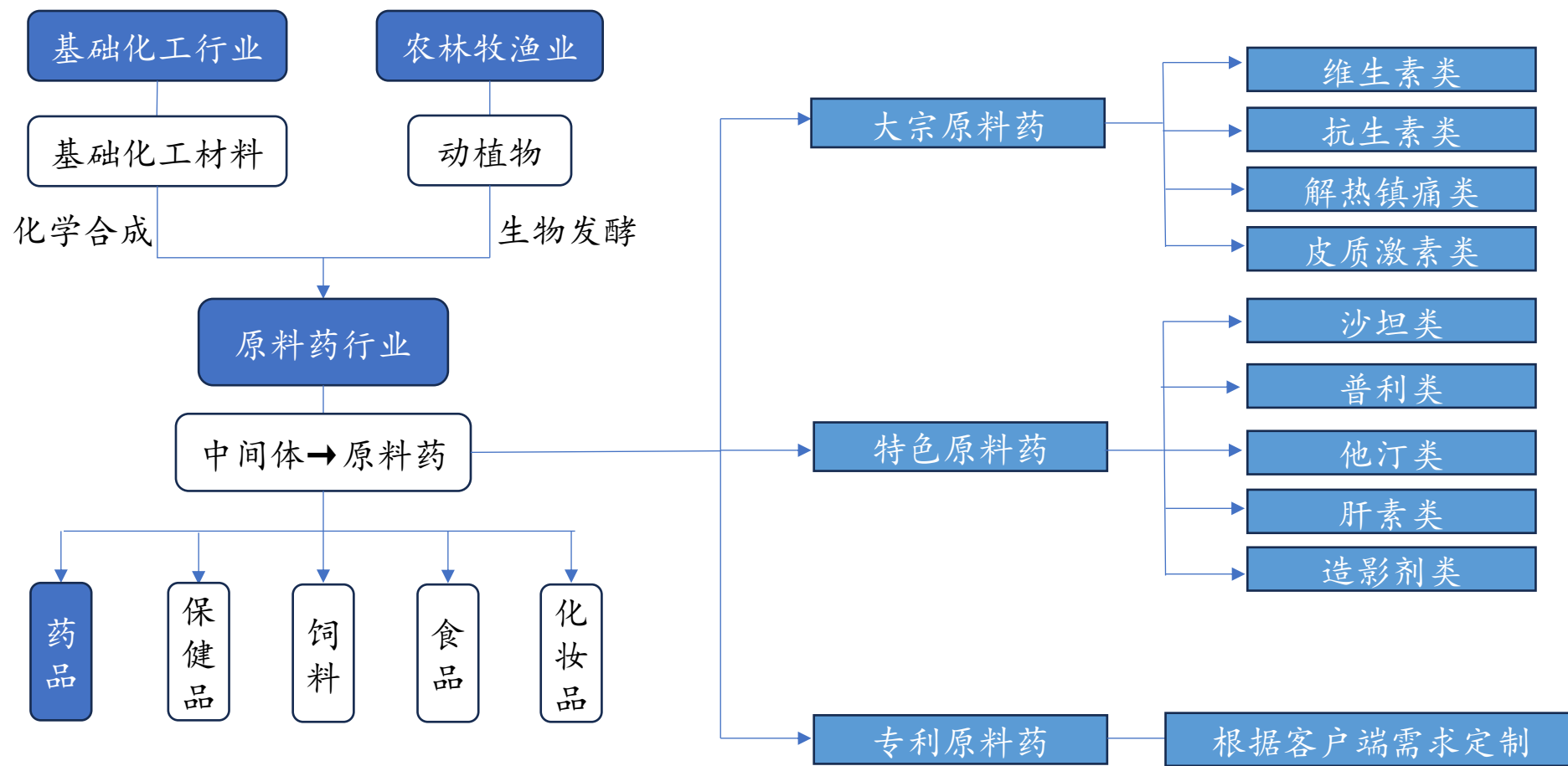
证券分析师：

盛丽华 执业证书编号：S0210523020001

- 原料药板块进入到主动去库存阶段尾声，盈利能力逐步恢复。1) 从量上看：2023 年中国药品原药产量342.7万吨（同比下降7.6%），处于主动去库存时期，24年Q2开始产量实现同比增长，M4-M6产量同比增速分别为6.0%、10.8%、9.4%，出口量看，24H1原料药出口数量同比增长23.4%，需求在回升。2) 从价格上看：出口价格回归疫情前水平，24年H1价格继续下降。
  - 价格拐点将现，部分品种已触底回升。截至24M9，维生素大幅涨价；心血管原料药价格小幅下跌。抗生素原料药及中间体，硫氰酸红霉素、7-ACA/7-ADCA小幅上涨，青霉素工业盐和6-APA价格下跌。激素原料药，皂素、双烯价格上涨明显。解热镇痛原料药：布洛芬价格反弹。
  - 原料药板块企业23Q4-24Q2存货水平持续下降，盈利能力持续修复。重点原料药公司存货水平，在23Q3见顶后，23Q4-24Q2呈现持续下降趋势，24H1营收、扣非净利润、经营性现金流普遍实现了同比增长，企业经营情况向好趋势明显。
  - 投资建议：原料药板块库存出清需求恢复，成本端价格下行利润增厚，重磅产品专利的陆续到期新产品上量，看好原料药板块新一轮景气回升的投资机会。
  - 建议关注：
    - ❑ 特色原料药：受益库存出清、制剂一体化以及新产品上量，关注华海药业、奥锐特、仙琚制药、普洛药业、国邦医药等；
    - ❑ 减重产业链：圣诺生物、诺泰生物
    - ❑ 抗生素中间体竞争格局再优化，产品价格有望维持高位，关注：国药现代、川宁生物、联邦制药。
- 风险提示：**原料药价格下跌风险、安全生产事故风险、原料药销售不及预期风险、新品研发与推广不及预期风险。

# 1 原料药行业概览：24H1产量边际改善，多重催化下成长空间有望开启

- 原料药(API, Active Pharmaceutical Ingredients), 又称活性药物成份, 由化学合成、植物提取或者生物技术所制得, 但病人无法直接服用的物质, 一般再经过添加辅料、加工, 制成可直接使用的药物。产业链结构看, 原料药上游主要是以石油化工为代表的基础化工材料以及天然动植物原料, 通过生物发酵和化学合成的方式生产得到中间体, 中间体再进一步加工合成得到成品原料药。原料药下游主要为药品、保健品、饲料、食品及化妆品行业。根据原料药的生产难度、用量、专利是否到期等, 可将原料药分为大宗原料药、特色原料药和专利原料药。

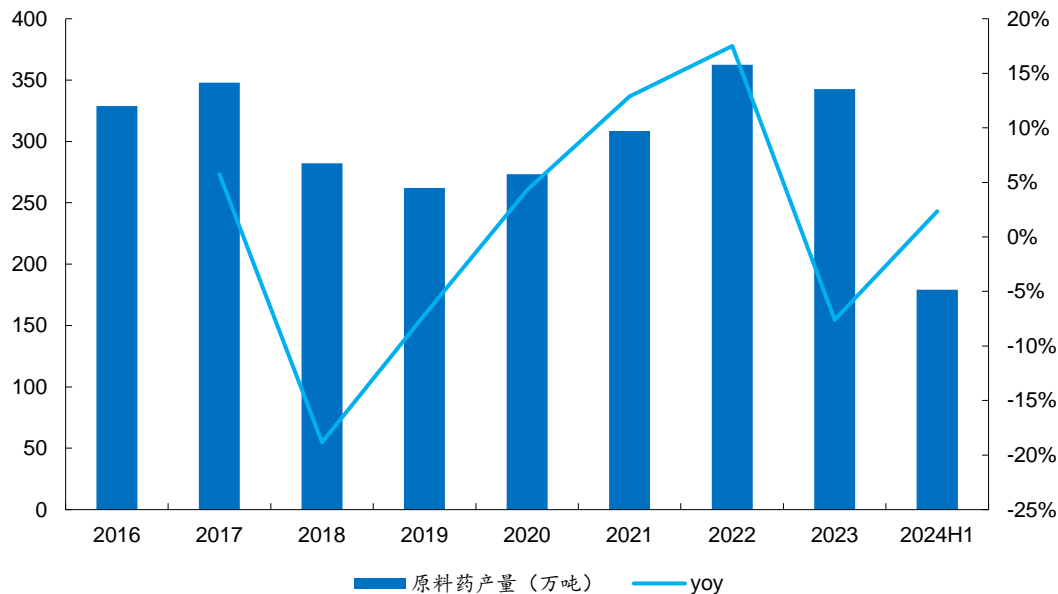


## 大宗/特色/专利原料药对比

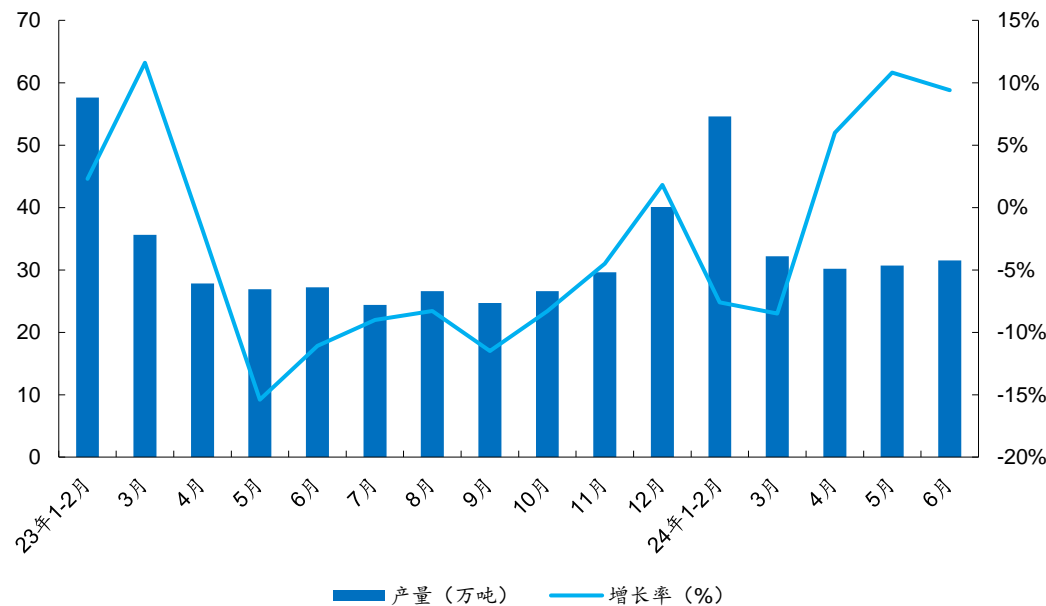
分类	大宗原料药	特色原料药	专利原料药
定义	市场需求相对稳定、应用较为普遍、规模较大的传统药品原料药	专利到期或即将过期的，有一定仿制难度的原料药产品	专利药原料药是指用于制造原研药（专利药）的医药活性成分，主要为满足原创跨国制药公司及新兴生物制药公司的创新药在药品临床研究、注册审批及商业化销售各阶段所需
代表品类	抗生素类、维生素类、氨基酸类、激素类等	沙坦类、普利类、他汀类、肝素类、造影剂类等	差异较大
一般用量	千吨至万吨级（单品种用量）	整体需求增长加快，需求量与下游制剂生命周期相关性较强	主要供给原研药企业，需求弹性大，与大宗原料药和特色原料药比较，需求规模较小
整体需求	全球大宗原料药行业已进入成熟期，下游的需求属于缓慢的自然增长，目前产能主要集中在中国	整体需求增长加快，需求量与下游制剂生命周期相关性较强	主要供给原研药企业，需求弹性大，与大宗原料药和特色原料药比较，需求规模较小
竞争格局	国内市场参与者较多	目前国内市场主要由大型原料药企业占领，未来随着特色原料药研发技术不断提高，参与生产特色原料药的企业预计将会增加	研发技术壁垒较高，国内参与者较少
技术壁垒	低（个例除外）	较高	高
产品附加值	较低（个例除外）	较高	高
获客方式	完成工艺路线开发并具备要求生产条件后即可进行生产，对研发能力要求相对较低，但对成本控制能力要求较高，一般需要具备规模化优势，与下游客户合作关系松散，客户集中度低，更多通过市场化渠道销售	通过产品跟踪筛选或应客户要求，在售药物专利到期前5-6年即介入研发，经常与下游仿制药企业合作进行首仿抢仿，对产品上市时间窗口要求较高，由于经常需要开发避专利路线并配合仿制药企业进行产品申报，因此对于研发能力、质控能力、注册申报能力等仍有较高要求，与下游客户合作关系相对紧密	与专利药公司合作，自药物临床前、临床阶段或上市后以合同定制方式介入生产，介入阶段越早对研发能力要求越高，专利药企对此阶段原料药供应商通常要求较高，要具备工艺开发和持续优化能力，一旦建立合作关系，合作关系通常较为稳定，并且通常会合作多个项目
代表企业	川宁生物、联邦制药	华海药业、仙琚制药、千红制药	CXO公司如凯莱英、博腾、合全等

- **2023年国内原料药受下游去库存影响，产量下降。**由于传统大宗原料药技术门槛低，早期国内传统大宗原料药产量呈现出高速增长趋势，导致国内大宗原料药产能过剩，叠加疫情导致的原料药厂家产能扩建，国内原料药产能及库存出现过剩。2023年中国药品原药产量342.7万吨，同比下降7.6%。我们认为，下降的原因主要是22年疫情相关订单导致的高基数以及下游制剂厂商消化疫情期间的库存导致需求下降。
- **原料药产量单月同比增长明显，去库存或已步入尾声。**月度数据看，24年上半年原料药产量整体趋势向好，其中M4-M6产量同比增速分别为6.0%、10.8%、9.4%。累计值看，2024年1-6月我国化学药品原药产量累计约为179.2万吨，较上一年同比增长约为2.3%。24H1国内原料药产量同比回正，或意味着原料药去库存已接近尾声，需求端有望提振。

### 2016-2024H1中国原料药产量（万吨）

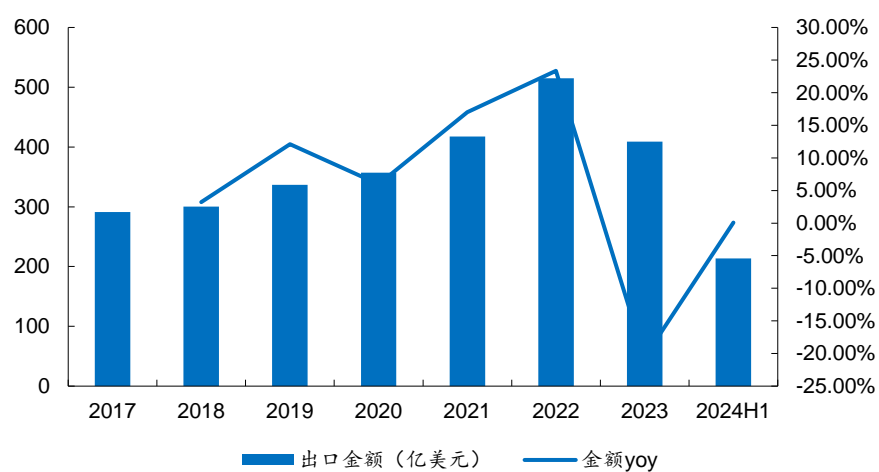


### 2023-2024H1中国原料药月度产量（万吨）

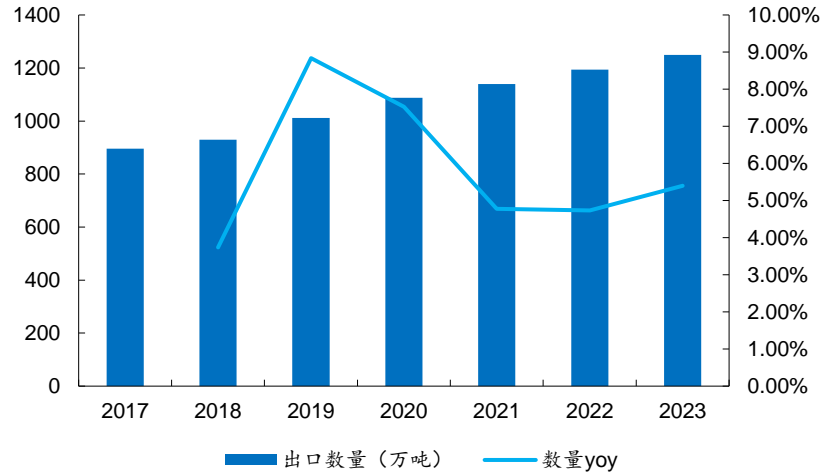


- **2023年中国原料药出口数量持续增长，出口金额下跌，出口单价回落至疫情前水平。**根据PMEC，2023年中国原料药出口量为1249万吨，同比增长5.4%；金额上看，2023年中国原料药产品出口金额为409.1亿美元，同比下降20.7%。单价上看，2023年原料药出口单价为3.28美元/公斤，较2022年的4.35美元/公斤大幅下降24.7%。从历年原料药出口单价走势看，疫情前原料药单价基本维持在3.3美元/公斤水平，受疫情影响，2021、2022年原料药单价大幅走高，我们认为，当前原料药单价已回落至疫情前水平，后续下行空间相对有限。
- **24H1原料药出口量持续增长，出口金额持平，看好2024全年原料药出口数据。**2024年上半年，原料药出口金额213.4亿美元，与去年同期基本持平，出口量看，24H1原料药出口数量同比增长23.4%，体现出下游需求的逐步回暖。从当前趋势看，我们认为2024全年原料药出口金额有望与2023年持平，显示出原料药去库存阶段或已接近尾声，需求端复苏较为明显，看好24年全年原料药出口量表现。

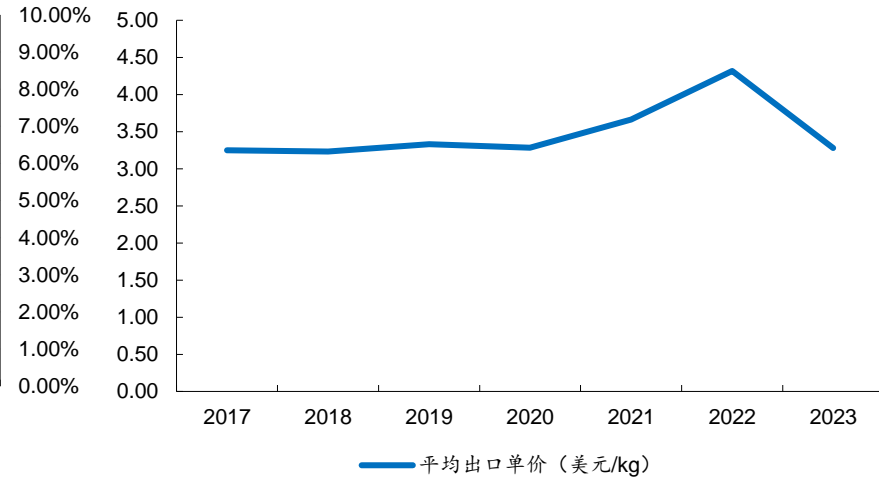
### 2017-2024H1中国原料药出口金额



### 2017-2023中国原料药出口数量



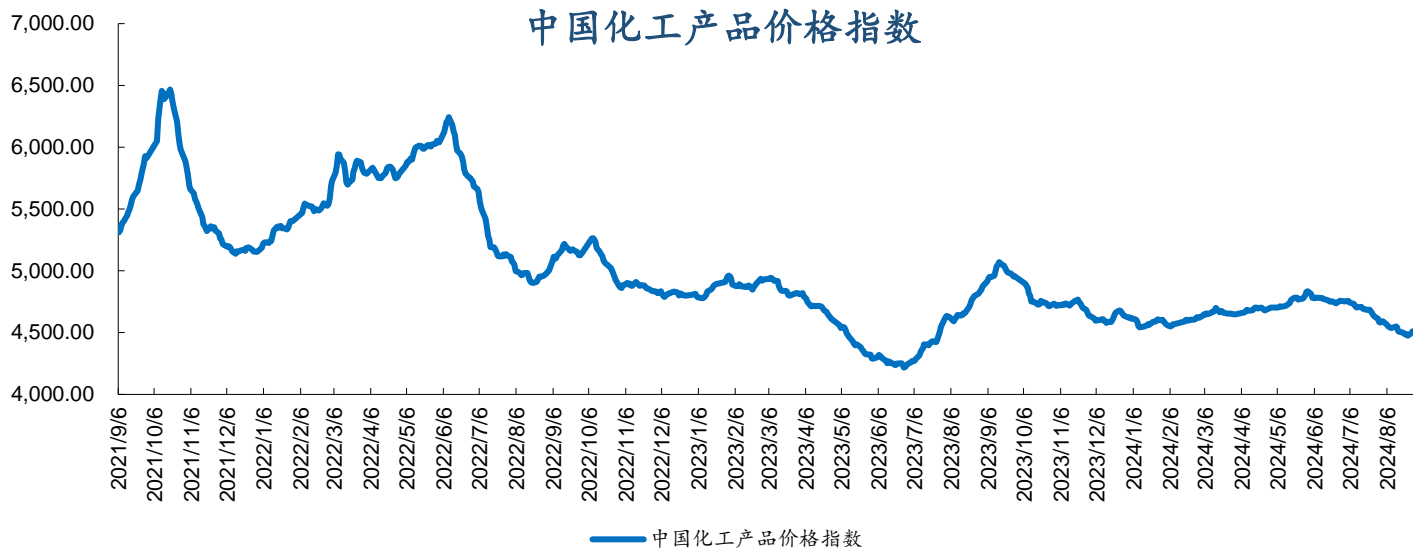
### 2017-2023中国原料药平均出口单价



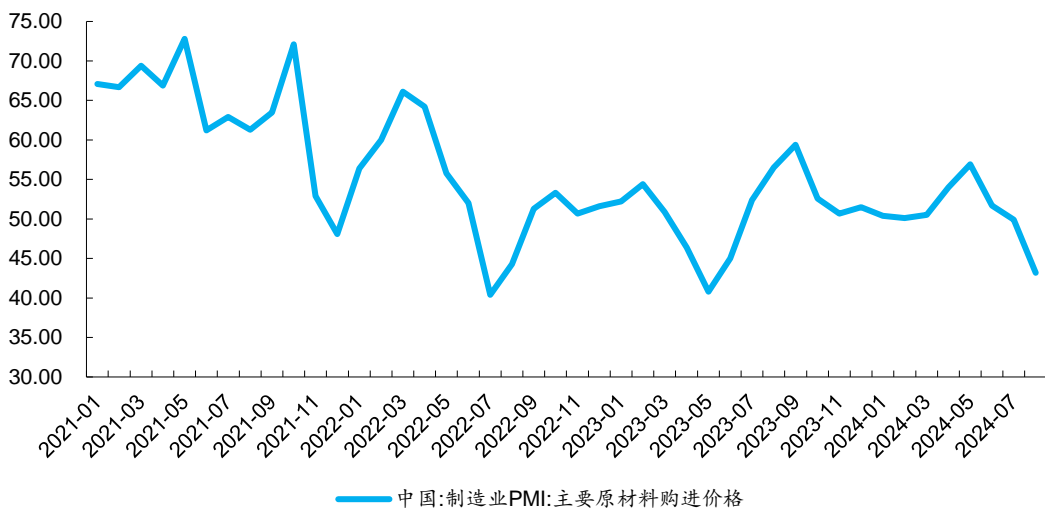


# 原料药上游大宗商品原料处于相对低位，成本端优势有望延续

➤ 上游大宗商品原料仍处于相对底部位置，成本端优势有望延续。截至2024年9月4日，中国化工产品价格指数报收4442点，较去年同期下跌-9.4%。历史维度看，当前国内化工产品价格指数仍处于相对底部位置，石油化工、大宗化学品等原材料的价格较低。我们认为，考虑到原料药价格触底反弹以及上游大宗原料所带来的成本端优势，24H2原料药企业盈利能力有望持续修复。



### 中国：制造业PMI：主要原材料购进价格 (%)



### 布伦特原油期货结算价 (美元/桶)





- 全球多个重磅药物专利陆续到期，专利悬崖有望带来原料药需求增量。当前世界范围内多个重磅原研药物专利陆续到期，以2023年美国专利悬崖到期前10大药品为例，其2022年销售额合计达337.5亿美元，原研药到期后的仿制药及生物类似药放量有望创造上游原料药的增量需求。

### 2023年美国专利悬崖前10大销售额药品

药品名称	原研企业	作用靶点	仿制药/生物类似药上市日期	2022年美国销售额(亿美元)
Humira	艾伯维	TNF	2023年1月	186.2
Stelara	强生	1L12B	2023年9月	63.9
Vyvanse	武田	-	2023年8月	25.3
Aubagio	赛诺菲	DH0dehase	2023年3月	15
Actemra	罗氏	1L-6受体	2023年1月	12
Xyrem	Jazz	GABAB受体	2023年1月	10.2
Symbicort	阿斯利康	IL-2; MADCAM1	2023年7月	9.73
Lexiscan	安斯泰来/吉利德	ADORA2A	2023年4月	7.2
Gattex	武田	GLP-2	2023年3月	5.4
Trokendi XR	Supernus	AMPA、GABA受体	2023年2月	2.61

- **环保政策趋严，行业集中度或将进一步提高，有望充分利好头部企业。**原料药属于重污染行业，“十三五”期间国家出台了多项政策旨在促进化学原料药的绿色发展，如在2020年发布的《推动原料药产业绿色发展的指导意见》中明确提出2025年实现原料药绿色发展目标。“十四五”期间，国家出台的一系列关于原料药行业的政策主要聚焦于再绿色发展的基础上推动原料药产业高质量发展，头部企业通常拥有相较于其他中小厂家更为优化的生产工艺与环保配套，有望在竞争中充分受益。
- **“十四五”聚焦高质量发展，助力产业附加值提升。**2021年11月9日，两部委发布《关于推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》。方案提出，大力发展特色原料药和创新原料药，提高新产品、高附加值产品比重。此外，2022年1月出台的《“十四五”医药工业发展规划》中要求巩固原料药制造优势，加快发展一批市场潜力大、技术门槛高的特色原料药新品种以及核酸、多肽等新产品类型，大力发展专利药原料药合同生产业务，促进原料药产业向更高价值链延伸。
- **带量采购带动原料药需求量增长。**根据药融云转引《医保药品管理改革进展与成效蓝皮书》，带量采购的制度设计实现了量升价降的效果，2021年一季度与2015年相比，第一批国家集采药品的用量增长了3.5倍，药品金额减少了3.6%，由此催生更多原料药需求。随着未来带量采购的逐步推进，国内原料药需求有望进一步释放。
- **带量采购放大原料药企业生产与成本优势。**原料药与制剂关联审评后，制剂企业与上游优质原料药供应商黏性加强，此外，带量采购促进制剂企业对原料药供应稳定性与成本可控性需求增加，由此，原料药企业在产业链中的地位得到提升。一致性评价和集采政策出台后，不少原料药企业开始向下游制剂拓展；此外，集采背景下，企业中标的关键是低成本，因此原料药企业的生产和成本优势开始放大。

## 2 原料药价格跟踪：维生素大幅涨价，解热镇痛及肝素价格下行明显

# 原料药价格跟踪：维生素大幅涨价，解热镇痛及肝素价格下行明显

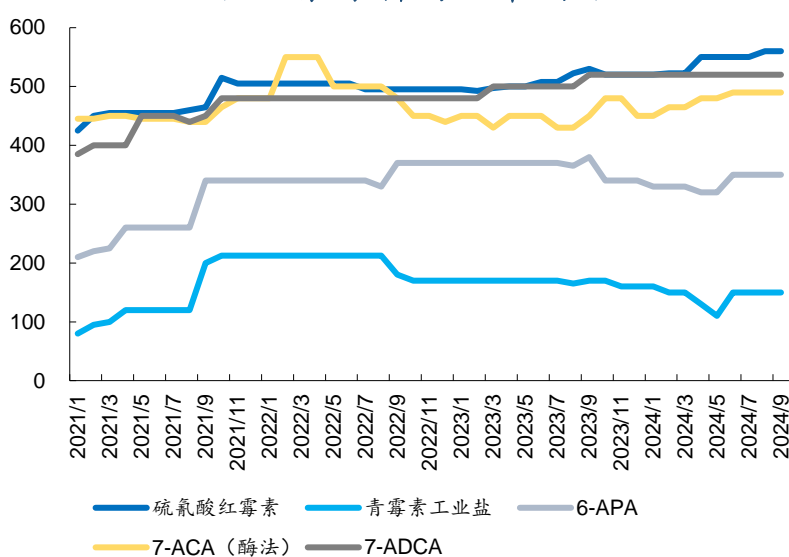
类别	名称	价格 (元/kg)	月度环比	年度同比	年初至今涨跌幅
抗生素原料药及中间体	硫氨酸红霉素	560	0.0%	5.7%	7.7%
	青霉素工业盐	150	0.0%	-11.8%	-6.3%
	6-APA	350	0.0%	-7.9%	6.1%
	7-ACA (酶法)	490	0.0%	8.9%	8.9%
	7-ADCA	520	0.0%	0.0%	0.0%
维生素	维生素A	215	138.9%	181.0%	196.6%
	维生素B1	201	82.7%	71.8%	46.2%
	维生素B2	104	26.1%	9.5%	4.0%
	维生素B6	162.5	49.1%	10.2%	14.0%
	维生素D3	265	430.0%	369.0%	369.0%
	维生素E	137.5	87.1%	105.2%	131.1%
	烟酸	50	72.4%	11.1%	33.3%
	叶酸	182.5	-9.9%	-8.8%	1.4%
心血管原料药	泛酸钙	56	-60.0%	-23.3%	1.8%
	缬沙坦	650	0.0%	-11.6%	-3.7%
	厄贝沙坦	625	0.0%	-2.3%	2.5%
	替米沙坦	1050	0.0%	-4.5%	0.0%
	赖诺普利	2150	0.0%	-10.4%	-4.4%
激素	马来酸依那普利	825	0.0%	0.0%	0.0%
	地塞米松磷酸钠	45000	0.0%	361.5%	0.0%
	氢化可的松	5700	0.0%	0.0%	0.0%
	皂素	630	0.0%	21.2%	14.5%
	黄体酮	1900	0.0%	-3.8%	-2.6%
	醋酸甲地孕酮	2700	0.0%	0.0%	0.0%
解热镇痛	双烯	1080	0.0%	17.4%	13.7%
	阿司匹林	21	0.0%	-14.3%	-8.7%
	布洛芬	165	0.0%	-5.7%	32.0%
	对乙酰氨基酚	25	0.0%	-23.1%	-10.7%
肝素	咖啡因	95	0.0%	-36.7%	-42.4%
	肝素 (美元/kg)	4923	18.2%	-47.6%	-14.9%

- 库存出清叠加供需关系改善等因素，维生素等多种原料药价格已触底回升。原料药价格在经历2023年产能过剩导致的价格低谷后，随着下游库存逐步出清以及供需关系改善，当前已逐步出现底部反弹态势。
- 我们梳理了主要的几大类原料药价格趋势。截至2024年9月，受供需关系改善及巴斯夫路德维希港基地火灾影响，维生素原料药种，VA、VB1、VD3、VE、烟酸等主要品种均出现不同程度的涨价，其中VA、VD3、VE等品种涨价幅度显著；激素原料药中，皂素、双烯价格出现显著上涨，年初至24M9涨幅分别为14.5%及13.7%，地塞米松磷酸钠价格维持高位；跌幅较为明显的原料药品种主要为解热镇痛药及肝素。

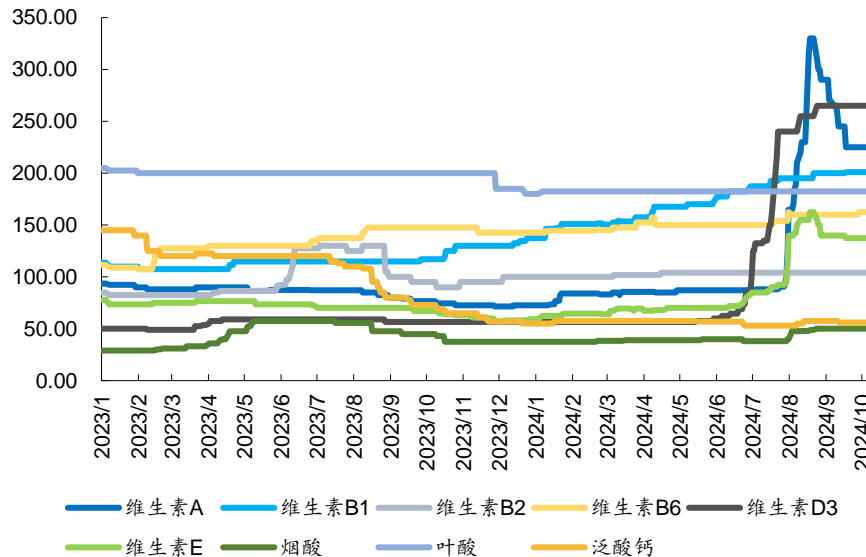
# 原料药价格跟踪：维生素大幅涨价，解热镇痛及肝素价格下行明显

- **抗生素原料药及中间体：**不同品种价格涨跌互现，硫氰酸红霉素、7-ACA/7-ADCA小幅上涨。抗生素原料药及中间体看，青霉素工业盐和6-APA价格下跌相对明显，截至24M9，二者价格同比去年同期降幅分别为-11.8%和-7.9%，其中青霉素工业盐出口对象主要是印度，为了应对印度PLI计划，今年初开始我国企业主动下调价格，青霉素工业盐出口单价下滑；硫氰酸红霉素价格同比上涨5.7%，7-ACA（酶法）价格同比上涨8.9%。
- **维生素：**受巴斯夫工厂火灾影响价格短期大幅上涨。维生素下游饲料行业需求变动对其价格影响较大，2023年维生素处于价格底部，产能供应缩紧，需求端生猪养殖等行业止跌回稳，间接驱动饲料需求增加并推动维生素需求增加，导致维生素价格触底反弹并持续走高。2024年8月7日，全球化工巨头巴斯夫集团通报，受此前发生于路德维希港基地火灾影响，从即日起至另行通知前，部分维生素A、维生素E、类胡萝卜素产品等供应遭遇不可抗力影响，受此事件驱动维生素价格大幅上涨。
- **心血管原料药：**价格小幅下跌。心血管原料药主要分为沙坦和普利两大类，沙坦类看，截至24M9，缬沙坦、厄贝沙坦、替米沙坦价格分别同比-11.6%、-2.3%、-4.5%；普利类看，赖诺普利价格同比-10.4%，马来酸依那普利价格维持平稳。

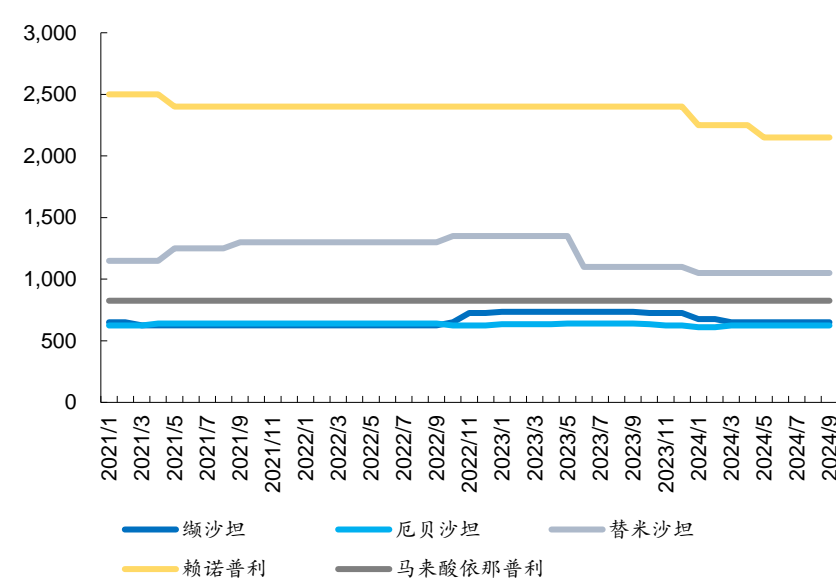
### 抗生素原料药及中间体



### 维生素



### 心血管原料药

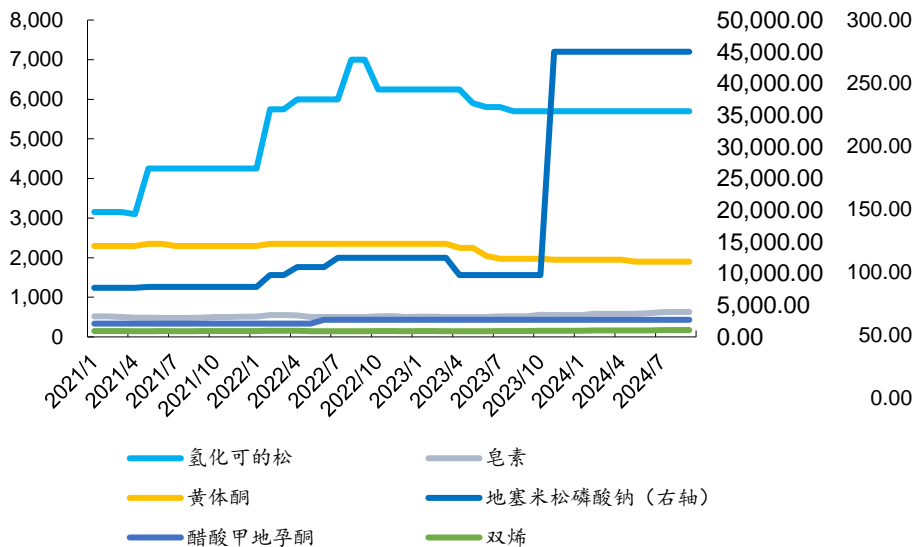




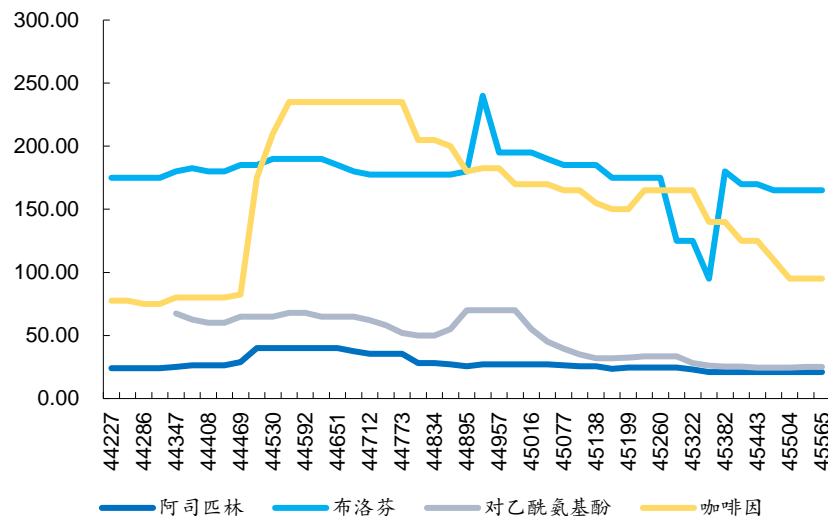
# 原料药价格跟踪：维生素大幅涨价，解热镇痛及肝素价格下行明显

- **激素原料药：**地塞米松磷酸钠价格维持高位，皂素、双烯价格上涨明显。地塞米松磷酸钠自2023年11月价格上涨以来，到目前始终维持45000元/kg的价格高位。24年初至今皂素、双烯价格上涨明显，二者年内分别上涨21.2%及17.4%，黄体酮、醋酸甲地孕酮表现平淡，价格较年初基本维持稳定。
- **解热镇痛原料药：**咖啡因、对乙酰氨基酚等价格持续回调，布洛芬价格反弹。2023年至今解热镇痛类的出口量缓步降低，但国内的库存及产能充足，供需不匹配导致价格持续下跌，当前价格均较23年同期有较大幅度的下降，阿司匹林、布洛芬、对乙酰氨基酚、咖啡因价格分别同比-14.3%、-5.7%、-23.1%、-36.7%，24年看布洛芬企稳回升，年初至今价格上涨32%，而阿司匹林、咖啡因、对乙酰氨基酚价格仍处于底部区间。
- **肝素原料药：**出口均价处于低位，静待拐点。肝素作为传统抗凝剂，疫情期间全球对抗血栓的需求上升，使其价格处于高位，2023年由于客户减少库存影响，自23Q4以来肝素价格大幅下跌，24M8出口价格同比-47.6%，年初至今-14.9%，静待拐点。

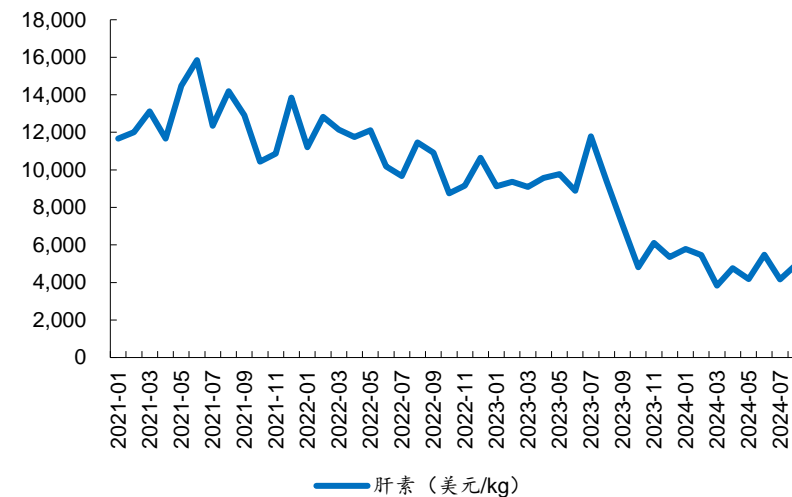
### 激素原料药



### 解热镇痛类原料药



### 肝素原料药



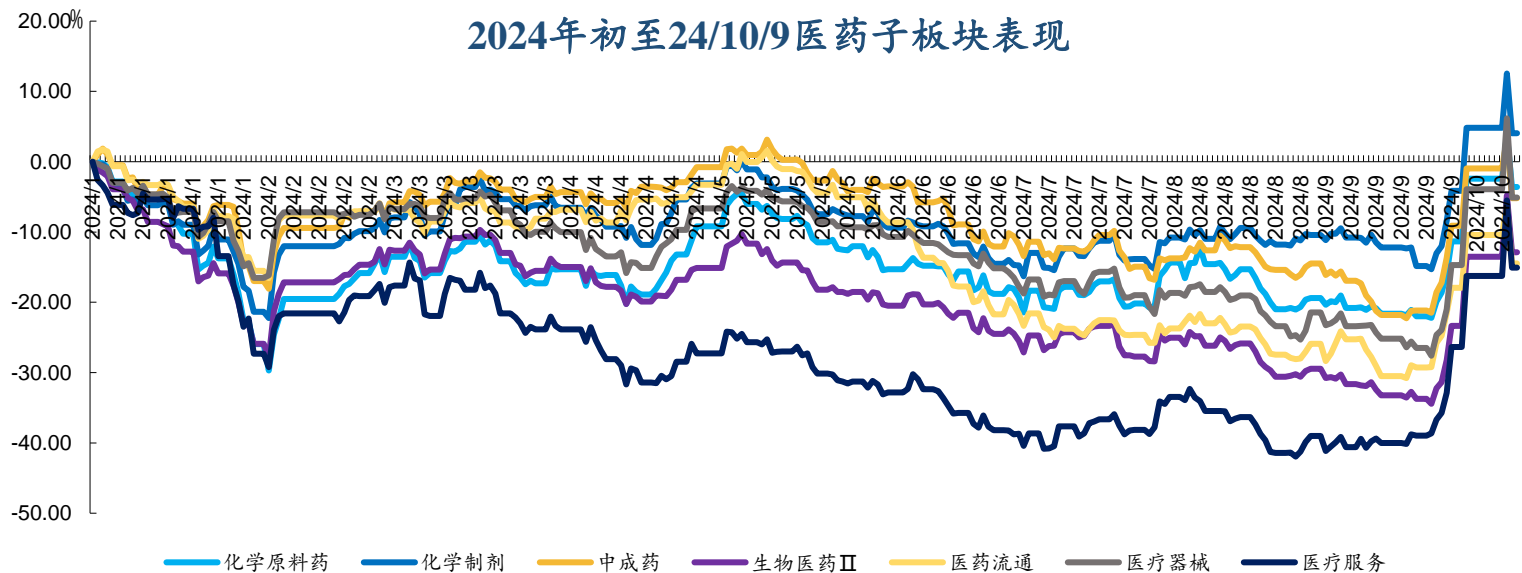
### 3 原料药企业24半年报经营情况与业绩复盘



# 走势复盘：前期走势相对抗跌，后期随大盘短期内快速反弹



➤ **原料药股价及估值复盘：**截至2024/10/9，申万原料药PE（TTM，整体法，剔除负值）为33.99X，达到62.9%分位（自2017/8/11始）。板块走势看，9月下旬前板块处于持续探底阶段，后板块整体随大盘短期内快速抬升。

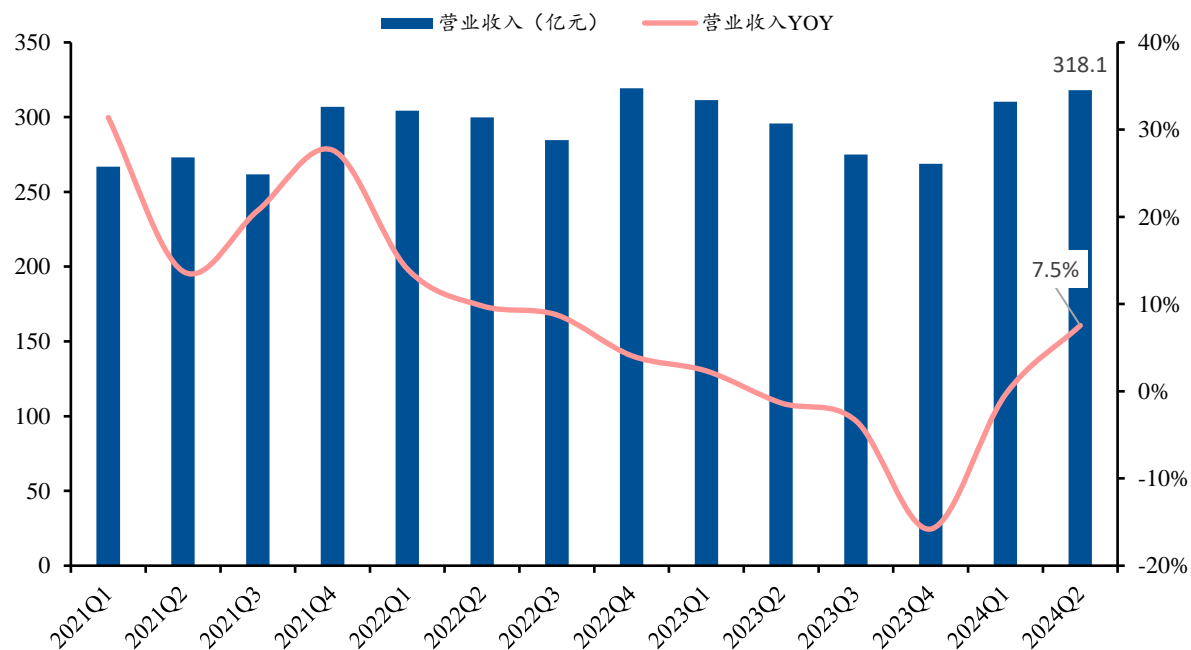


➤ **24年初至今原料药板块走势在医药子行业中相对较好：**自24年以来，截至2024/10/9，医药板块整体出现回调，随后随着大盘大幅反弹。在前期回调阶段，分板块看，截至8月30日，中成药-14.48%、化药制剂-10.44%、化学原料药-19.37%、医疗器械-21.42%、医药流通-25.91%、生物医药-29.43%、医疗服务-39.02%。原料药板块相对抗跌。

# 板块整体表现：Q2业绩边际向好趋势明显，利润端修复弹性大于收入端

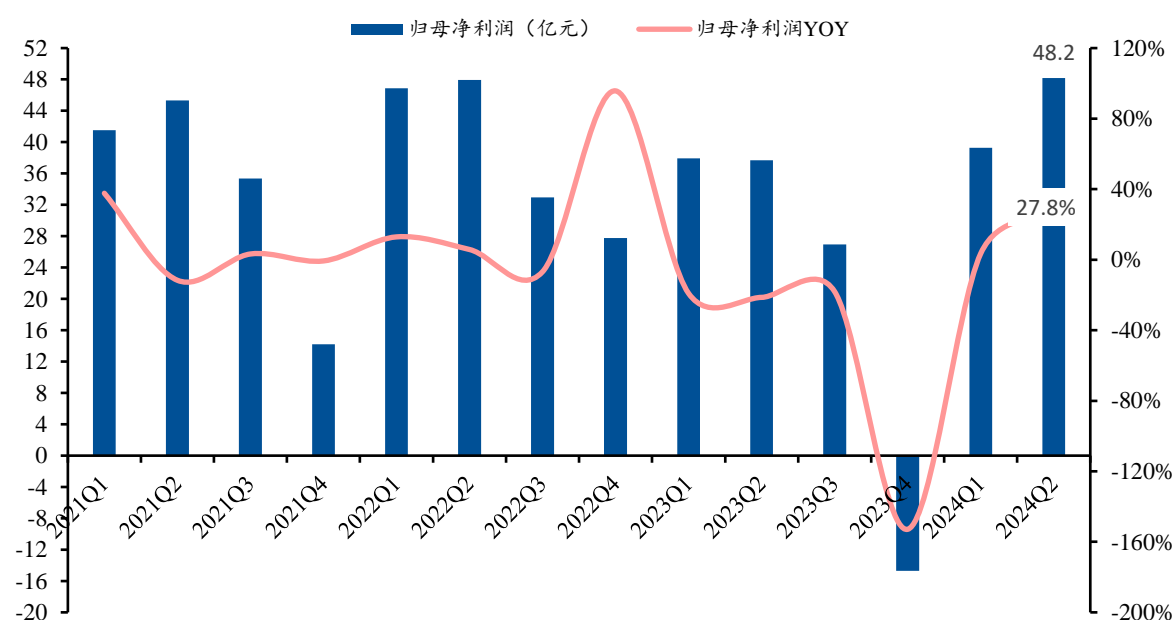
- 2024上半年，板块整体走出触底反弹趋势，经调整的44家原料药公司合计实现营业收入628.3亿元，同比增长3.5%，实现归母净利润87.4亿元，同比增长15.6%。单看Q2，44家公司合计实现营收318.1亿元，+7.5%，归母净利润48.2亿元，+27.8%，业绩边际向好趋势明显。
- 当前看部分原料药价格已触底回升，海外原料药去库存亦已接近尾声，供需关系显著改善，同时上游大宗化工原料价格仍处于相对低位，成本端优势有望带来更强的盈利能力，带动24H2业绩实现反转，其中利润端修复弹性明显大于收入端。

图表：21Q1-24Q2原料药板块收入情况



资料来源：iFind，华福证券研究所

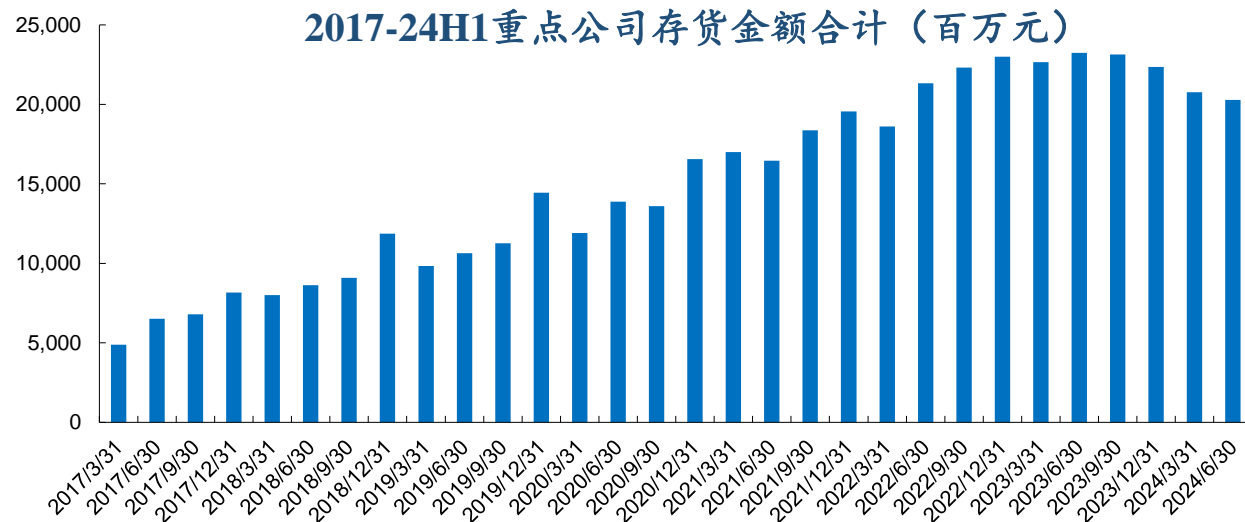
图表：21Q1-23Q2原料药板块归母净利润情况



资料来源：iFind，华福证券研究所

# 存货水平：23Q4-24Q2存货水平持续下降，看好下游需求回升

➤ 原料药企业存货水平下降，看好下游需求回升。24H1重点原料药公司存货水平看，在23Q3库存水平见顶后，23Q4-24Q2库存水平呈现持续下降趋势，我们认为这主要是由于在原料药下游去库存周期，各原料药企业采取较为谨慎的库存策略，避免大规模囤积库存，同时结合国内原料药产量24M4-6单月同比增长明显，我们认为增长的产量与逐步降低的库存量或说明下游去库存周期逐步接近尾声，需求或将逐步提振。



2017-24H1重点公司存货水平（百万元）

■ 存货合计（百万元）

代码	公司	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30
600521.SH	华海药业	1,372	1,417	1,565	1,594	1,721	1,925	2,095	2,185	2,101	2,142	2,212	2,217	2,048	2,182	2,381	2,368	2,494	2,640	2,701	2,739	2,918	3,151	3,286	3,375	3,349	3,451	3,519	3,432	3,237	3,237
301301.SZ	川宁生物								1,004				1,422				1,449	1,290		1,192	1,453		1,223	1,106	1,384	1,067	926	877	1,676	1,361	921
000739.SZ	普洛药业	703	788	765	727	788	721	839	901	760	879	869	993	1,041	958	1,028	1,086	1,050	1,000	1,146	1,250	1,356	1,388	1,696	1,802	1,793	1,897	2,033	2,083	1,871	1,751
002099.SZ	海翔药业	657	692	746	809	845	833	855	905	917	878	894	843	821	899	820	727	695	763	905	908	920	1,005	1,038	1,102	1,061	1,066	997	702	636	724
300636.SZ	同和药业	142	151	146	138	135	153	170	157	172	217	256	240	261	278	300	335	339	370	377	373	413	475	472	497	467	475	485	523	494	526
300702.SZ	天宇股份	0	369	428	461	492	497	550	603	605	672	716	872	803	860	905	995	1,046	1,245	1,400	1,599	1,636	1,789	1,999	2,017	1,879	1,948	1,961	1,890	1,800	1,858
600216.SH	浙江医药	1,029	1,092	981	971	1,270	1,317	1,188	1,192	1,223	1,277	1,360	1,435	1,312	1,470	1,462	1,480	1,481	1,658	1,639	1,873	2,002	2,155	2,032	1,995	1,983	2,071	1,949	2,011	1,814	1,907
603229.SH	奥翔药业	71	89	121	126	124	122	133	129	140	162	185	188	180	181	190	190	176	203	213	243	242	297	304	321	336	326	338	365	311	362
603520.SH	司太立	271	262	272	287	278	280	291	429	419	412	400	425	428	448	492	537	507	491	504	518	493	648	763	739	786	1,010	1,070	1,148	960	993
603538.SH	美诺华	135	144	147	146	165	262	293	299	365	394	432	400	379	382	432	455	496	482	533	580	578	633	686	594	648	657	701	613	660	712
605116.SH	奥锐特				188				228		236		240		237	235	238	257	269	286	327	364	367	393	445	441	498	494	510	514	554
605507.SH	国邦医药				616				869				847		862		990	1,029	1,084	1,219	1,309	1,409	1,504	1,418	1,409	1,464	1,381	1,336	1,369	1,463	1,336
603707.SH	健友股份		902	1,033	1,294	1,435	1,580	1,804	1,952	2,065	2,440	2,801	3,274	3,427	3,903	4,142	4,457	4,692	4,801	4,778	4,894	4,850	5,222	5,534	5,616	5,478	5,556	5,527	4,158	3,926	3,664
002550.SZ	千红制药	178	239	204	195	171	221	217	246	247	225	320	246	374	301	256	316	416	418	405	401	321	358	494	536	709	765	675	602	499	456
688166.SH	博瑞医药				86				103	129		147	137	167	190	231	203	218	223	237	200	229	237	248	280	317	328	345	345	332	330
002332.SZ	仙琚制药	329	369	391	520	580	710	663	661	691	700	678	672	678	734	723	726	805	821	843	888	884	877	847	891	870	886	843	923	880	961

资料来源：ifind, 华福证券研究所

# 盈利能力：持续修复，底部反转逻辑有望延续

➤ 盈利能力持续修复，底部反转逻辑有望延续。在经历了2023年过剩产能出清以及下游去库存后，随着原料药去库存周期迈入尾声，当前原料药企业盈利能力有望持续修复，以选取的重点公司为例，24H1各公司营收、扣非净利润、经营性现金流普遍实现了同比增长，企业经营情况向好趋势明显。截至2024/10/14，当前估值水平看，重点公司平均PE剔除负值与极值后23/24/25年分别为37/22/16X，考虑到24年原料药企业盈利能力普遍修复，及原料药所处底部向上周期，我们认为当前位置处于相对合理区间。

2023及23H1/24H1重点公司收入、利润、经营性现金流增速及估值情况

股票	代码	总市值	流通市值	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
		(亿元)		23A	24E	25E	23A	24E	25E	24E	2024E	2023	23H1	24H1	2023	23H1	24H1	2023	23H1	24H1
华海药业	600521.SH	276	276	0.57	0.87	1.11	33	22	17	15%	3	1	12	19	-26	7	18	78	81	46
川宁生物	301301.SZ	276	76	0.42	0.63	0.75	29	20	16	17%	3	26	22	32	110	65	95	87	1,636	-25
普洛药业	000739.SZ	194	194	0.90	1.00	1.18	18	17	14	17%	3	9	19	8	23	42	1	-22	126	32
海翔药业	002099.SZ	98	97	-0.26	0.16	0.23	-23	38	27	0%		-20	-18	-13	-408	-58	-57	107	-48	34
同和药业	300636.SZ	35	31	0.25	0.40	0.56	33	21	15	7%	1	0	14	0	1	21	36	-16	13	-32
天宇股份	300702.SZ	57	35	0.08	0.71	0.88	209	23	19	7%	2	-5	-9	-6	176	7	-44	10	-149	691
浙江医药	600216.SH	155	155	0.45	0.97	1.17	36	17	14	9%	1	-4	-4	12	-70	-37	33	22	3,138	-17
奥翔药业	603229.SH	68	68	0.31	0.37	0.46	27	22	18	13%	3	7	23	5	7	31	12	84	60	-4
司太立	603520.SH	38	30	0.10	0.27	0.67	87	32	13	6%	2	3	15	23	136	-49	-23	157	76	140
美诺华	603538.SH	27	26	0.05	1.07	1.42	231	11	9	0%		-17	-35	4	-96	-85	-24	-97	-153	44
奥锐特	605116.SH	94	91	0.71	0.98	1.29	32	24	18	17%	4	25	9	32	26	-17	97	132	104	13
国邦医药	605507.SH	113	61	1.10	1.52	1.85	18	13	11	11%	1	-6	4	3	-35	-27	10	-49	-85	-882
健友股份	603707.SH	237	237	-0.12	0.54	0.74	-125	27	20	13%	4	6	17	-7	-116	-1	-40	172	26	-4
千红制药	002550.SZ	79	56	0.14	0.24	0.29	43	25	21	12%	3	-21	-7	-19	-44	-24	61	846	645	165
博瑞医药	688166.SH	130	130	0.48	0.51	0.60	64	60	51	8%	5	16	17	12	-13	11	0	-37	18	192
仙琚制药	002332.SZ	128	127	0.57	0.69	0.85	23	19	15	11%	2	-6	-5	1	-12	-4	12	-2	89	-61
平均值							37	22	16	10%	2	1	5	7	-21	-7	12	92	349	21

# 财务：费用率保持平稳，毛利率及净利率均同比提升

➤ 24H1重点公司毛利率、净利率均同比提升，盈利能力持续修复。以选取的16家原料药重点公司为例，24H1平均毛利率为44.5%，较23H1同比+3.6pct；平均净利率为18.1%，较23H1同比+2.3pct，盈利能力显著修复。费用端看，16家公司平均期间费用率24H1为22.9%，较23H1增长0.8pct，其中销售、管理、研发费用率均同比变化均较小。

2023及23H1/24H1重点公司毛利率、净利率及费用率情况

股票	代码	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)			销售费用率 (%)			管理费用率 (%)			财务费用率 (%)			研发费用率 (%)		
		2023	23H1	24H1	2023	23H1	24H1	2023	23H1	24H1	2023	23H1	24H1	2023	23H1	24H1	2023	23H1	24H1	2023	23H1	24H1
华海药业	600521.SH	60.4	60.1	62.0	44.7	41.1	41.6	9.8	13.1	14.7	15.6	17.0	19.6	27.4	24.1	21.3	1.7	0.0	0.7	11.8	10.0	8.6
川宁生物	301301.SZ	21.2	0.0	0.0	15.1	0.0	0.0	2.9	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0	7.4	0.0	0.0	5.9	0.0	0.0	1.1	1.0	0.9
普洛药业	000739.SZ	32.4	32.1	28.2	23.1	21.6	15.8	7.7	7.9	10.8	11.6	11.6	7.1	11.3	9.6	8.9	0.2	0.3	-0.1	5.4	5.9	4.9
海翔药业	002099.SZ	50.3	49.9	46.9	18.0	15.3	21.6	26.2	28.6	20.3	2.0	2.2	1.3	17.3	13.9	21.8	-1.3	-0.9	-1.6	5.3	5.3	6.2
同和药业	300636.SZ	29.7	28.0	33.7	16.2	14.0	14.5	11.7	13.7	17.6	3.2	3.0	2.6	12.2	10.5	9.6	0.8	0.5	2.3	8.7	10.1	5.8
天宇股份	300702.SZ	56.1	52.0	53.0	22.6	21.4	19.5	27.8	26.0	28.6	2.1	1.8	2.4	20.3	18.5	17.3	0.2	1.0	-0.2	9.6	9.1	9.3
浙江医药	600216.SH	40.8	40.1	40.0	34.4	30.7	26.4	4.1	7.5	11.6	22.5	22.8	15.7	11.9	7.8	10.8	0.0	0.1	-0.1	11.0	10.9	8.6
奥翔药业	603229.SH	51.8	51.3	56.1	32.1	26.6	29.2	18.3	24.0	25.1	2.9	3.0	2.3	31.4	26.6	30.3	-2.2	-3.0	-3.4	9.6	10.2	8.2
司太立	603520.SH	42.7	41.6	47.4	22.9	21.8	21.0	14.0	15.3	20.5	0.8	0.8	0.7	15.1	14.9	13.4	7.1	6.1	6.9	6.1	6.0	4.7
美诺华	603538.SH	38.3	36.4	38.4	21.8	17.6	17.6	13.6	16.7	17.7	1.8	1.8	1.6	18.3	13.7	14.9	1.7	2.1	1.0	7.8	6.1	7.0
奥锐特	605116.SH	51.3	48.2	50.0	21.6	18.3	18.3	32.0	25.1	26.9	5.2	4.8	5.2	17.0	13.8	14.1	-0.6	-0.3	-1.1	10.8	10.1	9.0
国邦医药	605507.SH	25.9	0.0	35.0	10.5	0.0	9.6	13.0	0.0	20.9	2.0	0.0	1.8	7.9	0.0	7.2	0.5	0.0	0.6	3.6	3.5	3.2
健友股份	603707.SH	51.2	50.1	60.3	24.4	22.2	26.9	24.5	24.6	29.1	14.5	14.3	14.3	9.2	7.8	11.2	0.7	0.1	1.4	9.5	6.5	8.1
千红制药	002550.SZ	47.9	43.8	45.5	33.4	17.8	33.2	15.3	20.2	8.8	21.5	16.2	22.2	11.2	8.5	11.0	0.7	-6.9	0.1	5.4	3.9	3.7
博瑞医药	688166.SH	64.0	61.2	59.2	39.3	40.7	30.9	22.1	19.7	24.3	3.0	2.9	2.4	36.9	38.0	30.1	-0.6	-0.2	-1.6	21.1	17.6	21.7
仙琚制药	002332.SZ	60.5	59.4	56.3	45.3	45.3	40.9	11.9	10.5	12.1	30.4	30.7	26.6	13.2	12.6	12.8	1.7	2.0	1.5	6.3	4.4	5.8
平均值		45.3	40.9	44.5	26.6	22.2	22.9	15.9	15.8	18.1	8.8	8.3	7.9	16.7	13.8	14.7	1.0	0.1	0.4	8.3	7.5	7.2



- 华海药业：2024H1营业收入51.3亿元（+19.4%）；归母净利润7.5亿元（+31.6%）。Q2单季度营收26.3亿元（+17.6%），归母净利润4.8亿元（+20.7%）。公司是心血管特色原料药为主的原料药-制剂一体化企业，是全球主要的心血管、精神障碍及神经系统类原料药供应商，分板块看，2024上半年公司原料药中间实现收入9.6亿元（+19.5%），制剂板块收入9.5亿元（+18.7%）。
- 川宁生物：2024H1营业收入32.0亿元（+32.2%）；归母净利润7.7亿元（+96.1%）。Q2单季度营收16.7亿元（+45.7%），归母净利润4.1亿元（+92.0%）。公司是抗生素中间体领域龙头，产品涵盖大环内酯类抗生素及广谱类抗生素的主要中间体，其中硫氰酸红霉素、头孢类中间体、青霉素类中间体产量均位居全球前列。受抗菌药物市场需求影响，公司主要产品量价齐升，营业收入同比增长。公司工艺技术不断提升，产量增加，同时通过节能降耗，有效降低生产成本，实现净利润同比上升。
- 普洛药业：2024H1营业收入64.3亿元（+8.0%）；归母净利润6.2亿元（+4.0%）。Q2单季度营收32.3亿元（+12.6%），归母净利润3.8亿元（+5.4%）。公司业务涵盖原料药中间体、CDMO、制剂，其中原料药中间体主要包括头孢、青霉素、精神类、心脑血管类，制剂业务包括抗感染类、心脑血管类、精神类和抗肿瘤类等品类。24H1公司原料药中间体业务营收47.0亿元，+11.9%；CDMO业务实现营业收入10.3亿元，同比下降9.8%；制剂业务实现营业收入6.8亿元，同比增长18.4%；
- 海翔药业：2024H1营业收入10.4亿元（-13.2%）；归母净利润0.4亿元（+98.7%），扣非归母0.31亿元（-56.73%）。Q2单季度营收5.1亿元（-9.2%），归母净利润0.1亿元（+124.0%）。公司医药板块业务涉及克林霉素系列为主要的特色原料药及中间体、下游仿制药制剂、CDMO业务，同时兼营染料业务。分板块看，24H1原料药及中间体收入5.9亿元（-22.9%），CDMO业务1.3亿元（+30.5%），制剂业务444万元（+37060.7%），染料收入3.1亿元（-5.2%）。

- 同和药业：2024H1营业收入3.8亿元（+0.1 %）；归母净利润0.7亿元（+22.0 %）。Q2单季度营收1.8亿元（+9.1 %），归母净利润0.3亿元（+8.6 %）。公司主营业务为特色、专利化学原料药和中间体，产品线覆盖抗凝血、抗高血糖、抗高血压、抗痛风，以及镇痛类、抗癫痫、抗抑郁。分产品看，24H1原料药实现收入3.2亿元（+11.5%），中间体0.8亿元（-33.9%）；分定制方式看，非合同定制3.4亿元（+7.35%），CMO/CDMO收入0.4亿元（-36.7%）。
- 天宇股份：2024H1营业收入12.7亿元（-6.0 %）；归母净利润0.5亿元（-21.9 %）。Q2单季度营收5.8亿元（+1.2 %），归母净利润0.1亿元（+139.5 %）。公司形成了以沙坦类药物原料药及中间体产品为主，抗病毒、抗哮喘、抗凝血药物原料药及中间体、CDMO 业务多元发展的业务格局，是全球规模最大、品种最为齐全的沙坦原料药及中间体生产企业之一。24H1公司沙坦类原料药销量894吨（+12.74%），销售收入-7.69%，产品单价仍然处于低谷，较去年同期下降，影响毛利率；非沙坦类原料药市场竞争激烈，毛利率亦较去年同期下降。
- 浙江医药：2024H1营业收入44.1亿元（+11.9 %）；归母净利润3.2亿元（+15.8 %）。Q2单季度营收21.6亿元（+11.7 %），归母净利润2.1亿元（+29.6%）。公司业务主要包括生命营养品、原料药及中间体、医药商业配送，其中生命营养品主要品种包括维生素和类维生素产品，原料药主要包括抗耐药抗生素及抗疟疾类，以及叶黄素、天然维生素E、辅酶Q10等大健康产品。分板块看，24H1生命营养品收入20.2亿元（+24.4%），原料药11.6亿（+4.8%），医药商业11.9亿（+5.5%）。
- 奥翔药业：2024H1营业收入4.9亿元（+5.1 %）；归母净利润1.8亿元（+12.3 %）。Q2单季度营收1.9亿元（-7.1 %），归母净利润0.7亿元（+1.2 %）。公司业务包括特色原料药及中间体、CMO/CDMO，并积极拓展制剂和创新药业务。产品按治疗领域与产品用途主要分为九个大类，分别为肝病类、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。目前，公司的成熟产品已有双环醇、恩替卡韦、西他沙星、泊沙康唑、非布司他、奈必洛尔、米格列醇等产品。



- **司太立**：2024H1营业收入13.3亿元（+22.7%）；归母净利润0.2亿元（-35.1%）。Q2单季度营收6.9亿元（+32.9%），归母净利润0.1亿元（-58.7%）。公司主营碘造影剂原料药及制剂、喹诺酮类抗菌药原料药及中间体，并持续拓展 CMO/CDMO 业务。原料药及中间体产品主要包括造影剂（碘海醇等）、喹诺酮类（左氧氟沙星）；制剂产品主要包括碘海醇注射剂液、碘帕醇注射液、钆贝葡胺注射液等，公司持续推进“中间体-原料药-制剂”一体化的产业布局，24H1国内制剂收入 2.97 亿元，同比增长 27.4%。24H1整体利润端受碘价仍处高位影响拖累。
- **美诺华**：2024H1营业收入6.1亿元（+4.4%）；归母净利润0.2亿元（-38.6%）。Q2单季度营收3.5亿元（+2.7%），归母净利润490万元（+138.9%）。公司以 CDMO、特色原料药、制剂一体化三大业务为主要发展核心，核心产品覆盖心血管、中枢神经、抗病毒、降血糖、胃肠消化道等治疗领域，是国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一。公司核心品种包括缬沙坦、氯沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀钙、阿托伐他汀钙、普瑞巴林。
- **奥锐特**：2024H1营业收入7.3亿元（+32.2%）；归母净利润1.9亿元（+96.7%）。Q2单季度营收4.0亿元（+57.7%），归母净利润1.1亿元（+112.7%）。公司主要从事特色复杂原料药、医药中间体和制剂的研发、生产和销售，其中原料药和中间体主要为呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康类产品，制剂核心产品为地屈孕酮片，目前正在 30 个省市挂网，进院 4,411 家（含社区门诊），实现销售收入 9,247.59 万元，助力公司业绩快速释放。
- **国邦医药**：2024H1营业收入28.9亿元（+2.9%）；归母净利润4.0亿元（+13.2%）。Q2单季度营收15.5亿元（+11.0%），归母净利润2.1亿元（+26.4%）。公司是全球大环内酯类和喹诺酮类原料药的主要制造商之一，业务包括医药原料药和制剂（阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星等大单品）、关键医药中间体（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）、动物保健品（司氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等），24H1公司 26 个主要产品保持了良好的经营格局，其中 20 个产品实现了销售量的增长。

- 健友股份：2024H1营业收入21.4亿元（-7.0%）；归母净利润4.1亿元（-35.1%）。Q2单季度营收11.4亿元（+14.3%），归母净利润2.3亿元（-22.0%）。公司为国内肝素原料药龙头，主要业务包括肝素原料药、肝素制剂及抗肿瘤制剂、CDMO。24H1制剂收入占总营收的72.23%，原料药业务收入占总营收的24.85%，其他业务收入占比2.92%。公司制剂业务销售数量继续呈上升趋势，占营业收入比重进一步增加。
- 千红制药：2024H1营业收入8.6亿元（-19.0%）；归母净利润1.8亿元（+53.6%）。Q2单季度营收3.9亿元（-12.0%），归母净利润0.8亿元（+137.9%）。公司主要业务包括肝素原料药及制剂，主要产品为活性酶和多糖类两大系列生化药物。其中活性酶品种主要有胰激肽原酶系列、复方消化酶胶囊II、门冬酰胺酶系列；多糖类品种主要有肝素钠及低分子肝素类系列品种。24H1公司原料药收入2.7亿元（-41.3%），制剂5.8亿元（-1.5%）。
- 博瑞医药：2024H1营业收入6.6亿元（+12.0%）；归母净利润1.1亿元（-2.8%）。Q2单季度营收3.2亿元（+12.4%），归母净利润0.4亿元（+9.4%）。公司主要业务包括原料药及制剂，产品主要覆盖抗病毒、抗真菌、免疫抑制、呼吸系统以及抗肿瘤等治疗领域，并布局GLP-1类创新药。24H1原料药收入5.0亿元（+14.0%），其中核心产品奥司他韦原料药需求及价格有所波动，导致抗病毒类产品收入-28.02%，抗真菌类产品收入+66.82%，免疫抑制类产品收入+71.01%。制剂产品收入1.1亿元（+30.38%），主要得益于市场持续开拓带来的磷酸奥司他韦胶囊、甲磺酸艾立布林注射液等产品的增量。
- 仙琚制药：2024H1营业收入21.4亿元（+0.9%）；归母净利润3.4亿元（+12.6%）。Q2单季度营收11.0亿元（-5.2%），归母净利润1.9亿元（+11.8%）。公司为原料药-制剂一体化企业，主营业务为甾体原料药和制剂的研制、生产与销售。主要产品分为皮质激素类药物、性激素类药物(妇科及计生用药)、麻醉肌松类药物和呼吸科类药物四大类。24H1公司营收及利润均同比增加，主要因素为制剂产品逐步克服集采影响，原料药非规范市场产品销售价格仍处于底部区间，采购订单比较谨慎，公司发挥新产能优势，积极拓展市场，原料药以销售量的增长克服销售价格下跌的不利影响。

## ➤ 核心逻辑

- **原料药量价跟踪：**产量边际改善：2023年中国药品原药产量342.7万吨，同比下降7.6%。24H1化学药品原药产量累计约178.7万吨，同比增长5.6%，其中M4-M6产量同比增速分别为6.0%、10.8%、9.4%，整体趋势向好；出口量持续增长，金额持平：24H1原料药出口金额213.4亿美元，同比持平，出口量同比增长23.4%；价格涨跌互现：24年初至今涨幅居前的为维生素、部分激素，跌幅居前的为解热镇痛药、肝素。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，原料药量价有望走出底部向上趋势。
- **原料药板块24H1行情复盘：**截至2024/10/9，申万原料药PE（TTM，整体法，剔除负值）为33.99X，达到62.9%分位（自2017/8/11始），处于合理位置。板块走势看，9月下旬前板块处于持续探底阶段，后板块整体随大盘短期内快速抬升。
- **原料药企业24H1经营情况总结：**44家公司合计实现营收628.3亿元（+3.5%），归母净利润87.4亿元（+15.6%）。单Q2合计实现营收318.1亿元（+7.5%），归母净利润48.2亿元（+27.8%），当前部分原料药价格触底回升，同时上游大宗化工原料价格仍处低位，成本端优势有望带来更强的盈利能力，利润端修复弹性大于收入端。存货水平看，重点原料药公司在23Q3存货见顶后，23Q4-24Q2存货呈现持续下降趋势，结合国内原料药产量24Q2同比增长明显，或说明下游去库存周期接近尾声，需求有望提振。
- **建议关注：**
  - ❑ 特色原料药：受益库存出清、制剂一体化以及新产品上量，关注华海药业、奥锐特、仙琚制药、普洛药业、国邦医药等；
  - ❑ 建议关注减重产业链：圣诺生物、诺泰生物
  - ❑ 抗生素中间体竞争格局再优化，产品价格有望维持高位，关注：国药现代、川宁生物、联邦制药。

## 4 风险提示

- **原料药价格下跌风险：**原料药经过23年产能过剩导致的跌价后，部分品种当前已出现较大幅度的触底反弹，若后续下游需求减弱或上游产能过剩，则可能出现价格再度下降风险，若终端价格体系失衡，将对公司产品动销和业绩兑现造成影响。
- **安全生产事故风险：**原料药企业若发生生产安全事故可能导致额外的监管风险、订单延迟交付、下游客户丢失等经营风险，影响公司业绩。
- **原料药销售不及预期风险：**随着行业竞争加剧，原料药企业存在销售不及预期风险。
- **新品研发与推广不及预期风险：**若原料药企业产品研发失败或推广销售能力较差则对公司造成较大经营风险。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。



诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

