

医药生物行业

点评

行业研究——医药生物行业

# 前向一体化窗口期，期待新增量

## ——第五轮全国集采，API公司参与度如何？

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006  
☎️ : 联系人: 毛雅婷  
✉️ : maoyating@stocke.com.cn

### 行业评级

医药生物

看好

### 报告导读

集采窗口期内，前向一体化有望打开公司成长天花板，我们看好华海药业、普洛药业、仙琚制药、司太立等公司“纯增量”业绩贡献，建议以API品种梯队、国内制剂申报储备等维度看待API公司前向一体化的潜力。

### 投资要点

#### □ 第五轮集采收官，前向一体化窗口期内，API公司参与度如何？

事件：2021年6月24日，第五轮全国集采顺利完成。我们认为，集采加速了原料药公司前向一体化拓展、打开国内发展空间，我们关注原料药公司在制剂申报、原料药注册和带量采购中的具体表现，因此分析了在此轮集采中表现相对突出的原料药公司的中标情况。

#### □ 华海药业：大品种中标，关注放量潜力

中标品种之阿立哌唑片（2020年Wind样本医院销售额1.04亿元，公司市占率1.55%）：3个规格中标价相比2021年一季度市场平均中标价（注：数据来自于Wind医药库，以下同比降价幅度计算方法相同，计算结果仅供参考，不代表公司实际销售情况）平均下降约65-80%，3个品规对应中标额1886万元。假设实际销售额放大3倍，对应收入约5660万元。

中标品种之利伐沙班片（2020年Wind样本医院销售额11.57亿元，公司市占率0%）：2个规格平均中标价下降约80-85%，2个品规对应约500万中标额。假设实际销售额放大3倍，对应收入约1500万元。

我们认为，此轮集采中公司中标品种相对较大，其中利伐沙班片公司在国内并未销售、医院端及基层放量弹性相对较大，该品种中美双报且具有原料药配套优势，虽然看起来集采中标额并不大，但考虑到涉及品种的销售空间及公司销售团队的建设情况，我们看好公司大品种的放量潜力。

#### □ 普洛药业：“做优制剂”新体现，预期中标品种改善盈利能力

公司在此轮集采中中标品种为注射用头孢他啶（2020年Wind样本医院销售额8.28亿元，公司市占率0%）：以5.388元/支单价估算，对应该品种平均降价约80%，对应中标量约554万支、中标额约3000万元，2020年公司制剂收入约7.6亿元，假设实际销售额放大3倍，集采增量对应制剂端收入、利润增量更显著。

我们认为，注射用头孢他啶集采中标是公司“做优制剂”战略的体现，乌苯美司剔除医保后，我们关注到公司制剂收入结构显著改善、集采中标品种市占率提升及头孢类等原料药优势品种加速注册，我们预期公司制剂板块净利润率持续提升，新品种衔接下提升增长的持续性。在市场普遍对公司二季度业绩增速波动性有所担忧的节点下，我们对公司业绩增长持续性、盈利能力提升的趋势

### 相关报告

- 1《【浙商医药】医药行业周报：国内首个CAR-T即将获批，如何看CGT领域未来？》2021.06.19
- 2《【浙商医药】医药行业周报20210613：外科与介入的产品未来》2021.06.13
- 3《【八部委确认高值集采！“中国优势”如何长期发展？》2021.06.05
- 4《医药行业周报20210529：医药成“策略”投资，个股重视变化》2021.05.29
- 5《【浙商医药|孙建】医药创新，“金刚钻”企业有弹性——医药科创企业重点公司梳理》2021.05.24

性、收入结构改善能力保持乐观，看好公司制剂端贡献新增量。

#### □ 仙琚制药：预期中标品种贡献纯增量

中标品种之盐酸罗哌卡因注射剂（2020年 Wind 样本医院销售额 1.83 亿元，公司市占率约 0.1%）：中标价 4.98 元/支，降价约 75-80%，对应中标量约 83 万支、中标额约 411 万元。

中标品种之米索前列醇片（2020年 Wind 样本医院销售额 0.04 亿元，公司市占率约 29.18%）：中标价 1.35 元/片，降价约 35-40%，对应中标量约 342 万片、中标额约 460 万元。

我们认为，考虑到公司存量品种的市占率及公司原料药配套优势，盐酸罗哌卡因注射剂有望贡献收入端和利润端净增量。针对米索前列醇片，虽然公司之前销售市占率相对较高，但该品种市场容量相对较低且公司此次集采中标量相对较大，我们预期该品种仍以增量贡献为主。

#### □ 司太立：中期维度下，预期以价换量、毛利率保持稳定

中标品种之碘海醇注射剂（2020年 Wind 样本医院销售额 8.46 亿元，公司市占率 0%）：2 个品规对应中标额约 1.05 亿元，集采后除了公司外，主要中标方包括 GE、北陆药业、扬子江药业等。

中标品种之碘克沙醇注射剂（2020年 Wind 样本医院销售额 18.24 亿元，公司市占率 0%）：中标价 185.01 元/支，降价约 70%，对应中标额约 8500 万元。

我们认为，假设实际销售量放大 3 倍，我们预期此次集采约为公司贡献 5.7 亿增量收入，相对于公司 2020 年收入体量而言，集采下的前向一体化有望大幅提升公司的收入天花板。我们预期集采降价过程中原料药和制剂毛利率有所下降，但同时考虑到原料药陆续投产后产能利用率提升趋势和潜在规模化优势，我们预期 2-3 年维度下毛利率基本维持稳定，我们预期中期维度下，国内造影剂市场对于公司而言仍然是快速增长的纯增量市场。

#### □ 普利制药：中期维度下，预期注射用阿奇霉素增量占优

中标品种之注射用阿奇霉素（2020年 Wind 样本医院销售额 1.06 亿元，公司市占率 9.11%）：中标价 188.58 元/盒，对应中标额约 1150 万元。

我们认为，根据 wind 医药库样本医院销售数据，2019 年国内注射用阿奇霉素总销售量约 982 万支（此处考虑到 2020 年医院端需求可能受到疫情影响，采用 2019 年数据分析），假设样本医院放大倍数为 3 倍，对应全国注射用阿奇霉素销售量在 3000-3500 万支，对应公司销售量约为 300-350 万支（假设 10% 市占率）。此轮集采中公司拟中标量为 60.82 万支，我们预期公司实际销售量有望明显超出集采中标量，集采降价可能对公司第一年收入有一定的负面影响，但我们认为 2-3 年维度看公司的国内注射用阿奇霉素增长仍然由增量贡献。此外，考虑到销售费用等因素，我们预期注射用阿奇霉素降价中标后，公司在该品种的利润端表现可能好于预期。

#### □ 总结：看好国内制剂申报加速、管线较丰富的 API 公司的业绩弹性

集采窗口期内，前向一体化有望打开公司成长天花板，各公司的业绩节奏受到制剂申报速度、研发战略等因素影响，我们看好国内制剂申报加速、管线较丰富的原料药公司的业绩弹性。针对此轮集采，我们看好华海药业、普洛药业、仙琚制药、司太立等公司“纯增量”制剂品种的放量空间；针对普利药业，我们预期中期维度看国内注射用阿奇霉素仍以增量占优。我们关注到部分原料药公司的利润增长波动性来自于优势 API 品类和商业模式的单一，随着 DMF 注册加速、集采中标品种增加，我们预期头部原料药公司成长属性更清晰、收入天花板更高。

### □ 投资建议

基于主要 API 公司制剂布局弹性角度，我们推荐普洛药业、仙琚制药、华海药业、普利制药、健友股份等公司，建议关注司太立、美诺华等。此外，我们看好 API 公司 CMO/CDMO 业务新增量，推荐九洲药业、天宇股份等。

### □ 风险提示

核心品种放量速度低于预期；核心品种续约流标风险；生产安全事故风险。

**表 1：盈利预测与财务指标**

| 代码        | 重点公司 | 现价    |       |       | EPS   |       |       | PE    |     | 评级 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|----|
|           |      | 6月23日 | 2019A | 2020E | 2021E | TTM   | 2020E | 2021E |     |    |
| 000739.SZ | 普洛药业 | 25.4  | 0.69  | 0.93  | 1.19  | 34.0  | 27.3  | 21.3  | 买入  |    |
| 603707.SH | 健友股份 | 42.1  | 0.86  | 1.13  | 1.52  | 44.9  | 37.2  | 27.7  | 增持  |    |
| 603456.SH | 九洲药业 | 51.2  | 0.46  | 0.75  | 1.08  | 96.1  | 68.2  | 47.4  | 买入  |    |
| 300630.SZ | 普利制药 | 50.0  | 0.93  | 1.30  | 1.78  | 48.7  | 38.5  | 28.1  | 增持  |    |
| 002332.SZ | 仙琚制药 | 12.5  | 0.51  | 0.65  | 0.79  | 22.6  | 19.3  | 15.9  | 增持  |    |
| 600521.SH | 华海药业 | 20.8  | 0.64  | 0.77  | 0.99  | 31.4  | 27.0  | 21.0  | 增持  |    |
| 300702.SZ | 天宇股份 | 37.2  | 3.66  | 3.62  | 5.15  | 20.4  | 10.3  | 7.2   | 增持  |    |
| 688166.SH | 博瑞医药 | 44.0  | 0.41  | 0.60  | 0.85  | 97.8  | 73.3  | 51.8  | 增持  |    |
| 688356.SH | 键凯科技 | 269.0 | 1.43  | 1.75  | 2.37  | 145.7 | 153.7 | 113.5 | 增持  |    |
| 603229.SH | 奥翔药业 | 34.0  | 0.36  | 0.75  | 1.13  | 74.1  | 45.3  | 30.1  | 未评级 |    |
| 603520.SH | 司太立  | 74.8  | 0.97  | 1.76  | 2.55  | 71.1  | 42.5  | 29.3  | 未评级 |    |
| 603538.SH | 美诺华  | 47.0  | 1.12  | 1.47  | 1.99  | 40.4  | 32.0  | 23.6  | 未评级 |    |
| 300636.SZ | 同和药业 | 16.8  | 0.34  | 0.59  | 0.77  | 46.4  | 28.4  | 21.8  | 未评级 |    |
| 平均        |      |       |       |       |       | 60.2  | 50.5  | 37.1  |     |    |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：普洛药业、健友股份、九洲药业、普利制药、仙琚制药、华海药业、天宇股份、博瑞医药、键凯科技在 2021-2022 年 EPS 为浙商证券研究所估计值，其他公司在 2021-2022 年 EPS 为 Wind 一致预期。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>