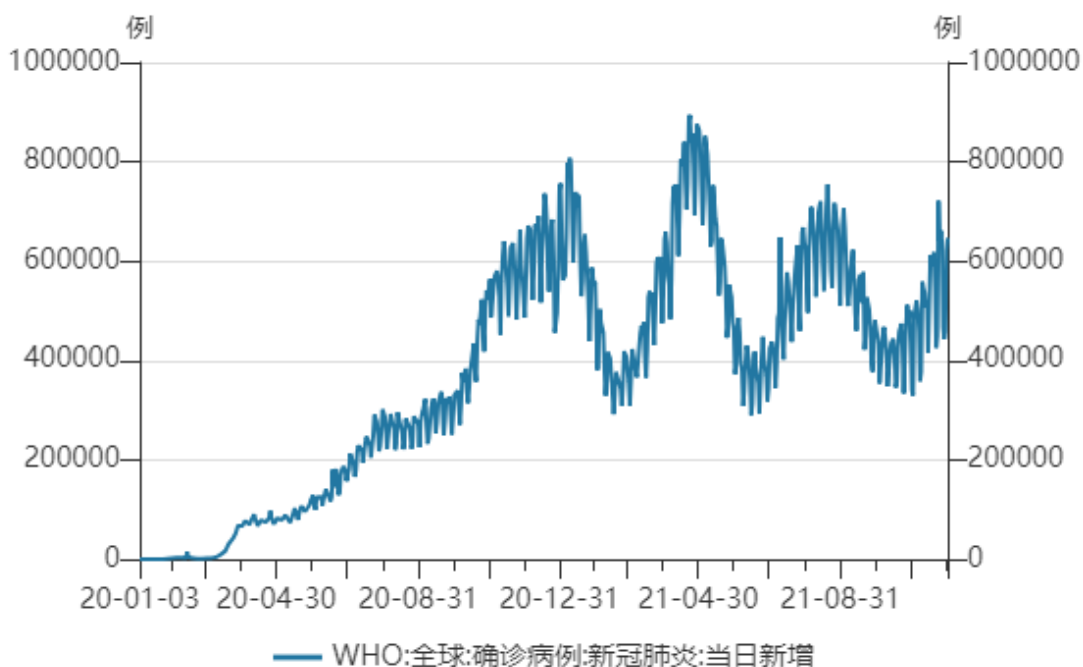


## 原料药产业链跟踪

### 普洛 VS 九洲 VS 天宇 VS 华海 VS 美诺华

近日在南非发现的新冠病毒变异株 Omicron，因变异更多、传播速度更快，受到 WHO 密切关注。

目前，博茨瓦纳、南非、比利时、以色列等多个国家和地区，都发现 Omicron 变异株确诊病例。全球卫生事件仍呈现复杂性和不确定性。



图：当日新增新冠确诊

来源：WIND

因此，在全球新增确诊人数新高的背景下，除了疫苗预防，新冠特效药可大幅降低住院率和死亡率，并具有成本低、临床可及性高等优点，新冠特效药有望成为重要接力。

11 月 16 日，凯莱英公告签订了近 4.8 亿美元的大单，随后 11 月 30 日，博腾股份公告收到 2.17 亿美元订单。据行业内调研人士推测，该订单大概率来自新冠小分子药物。

参考我们在之前的新冠特效药产业链报告中测算数据（详见**产业链报告库**），保守情景下，按照新近的数据 2.63 亿人次确诊病例数来计算，新冠特效药的市场规模在 278.18 亿美元，再按照原料药价值占比 8% 计算（通常为 6.5%-10%），则预计给原料药带来 22.25 亿美元的市场空间。

并且，因中国原料药产业链在全球具有竞争优势，未来新冠特效药的放量将利好国内 CMO/CDMO 能力较强的原料药企业。今天我们来看在原料药环节较有优势的几家企业。

**从产业链上的参与者近期增长情况来看：**前三季度，只有普洛药业和九洲药业正增长。

2021Q1-Q3	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	利润增速 (%)
普洛药业	63.99	10	7.62	21
天宇股份	19.40	-3	2.06	-64
华海药业	45.98	-6	5.90	-30
九洲药业	30.04	72	4.73	98
美诺华	9.19	-3	1.35	-4

图：财务数据

来源：塔坚研究

从机构对产业链景气度的预期来看：

Wind预期	2021E		2022E		2023E		
	亿元	同比增速	亿元	同比增速	亿元	同比增速	
营业收入	普洛药业	91	16%	108	18%	128	18%
	天宇股份	29	11%	35	23%	41	18%
	华海药业	无Wind预期					
	九洲药业	37	40%	48	28%	60	25%
	美诺华	15	22%	19	30%	24	29%
归母净利润	普洛药业	11	30%	14	29%	18	30%
	天宇股份	4	-46%	6	62%	8	32%
	华海药业	无Wind预期					
	九洲药业	6	66%	8	33%	11	30%
	美诺华	2	33%	3	34%	4	32%

图：Wind 机构一致预期增长和景气度情况

来源：Wind

原料药这条产业链各个环节包括：



图：原料药产业链

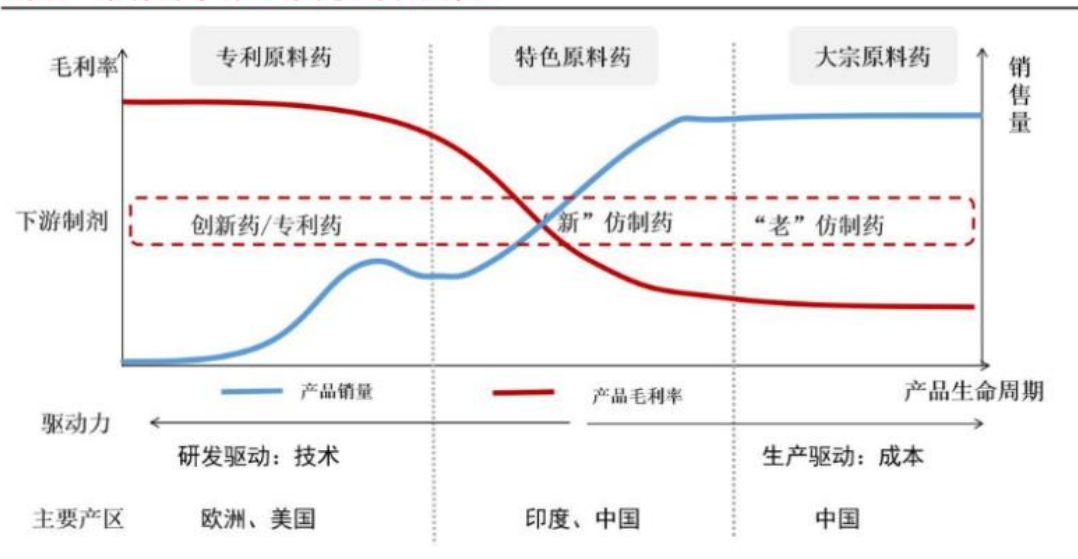
来源：塔坚研究

上游——特定精细化工品，或者动植物提取物。

中游——通过化学合成得到医药中间体，进一步精制得到原料药。

进一步根据专利状态分为专利原料药、特色原料药、大宗原料药，分别对应专利期内（利润高、量小）、将过或刚过专利期、专利过期较久（利润低、量大）三种状态。

图 2：原料药子行业分类和具体特征



资料来源：招商银行研究院

图：原料药分类

来源：塔坚研究

下游——应用领域较为广泛，包括、医药制剂、保健品、饲料、食品和化妆品等

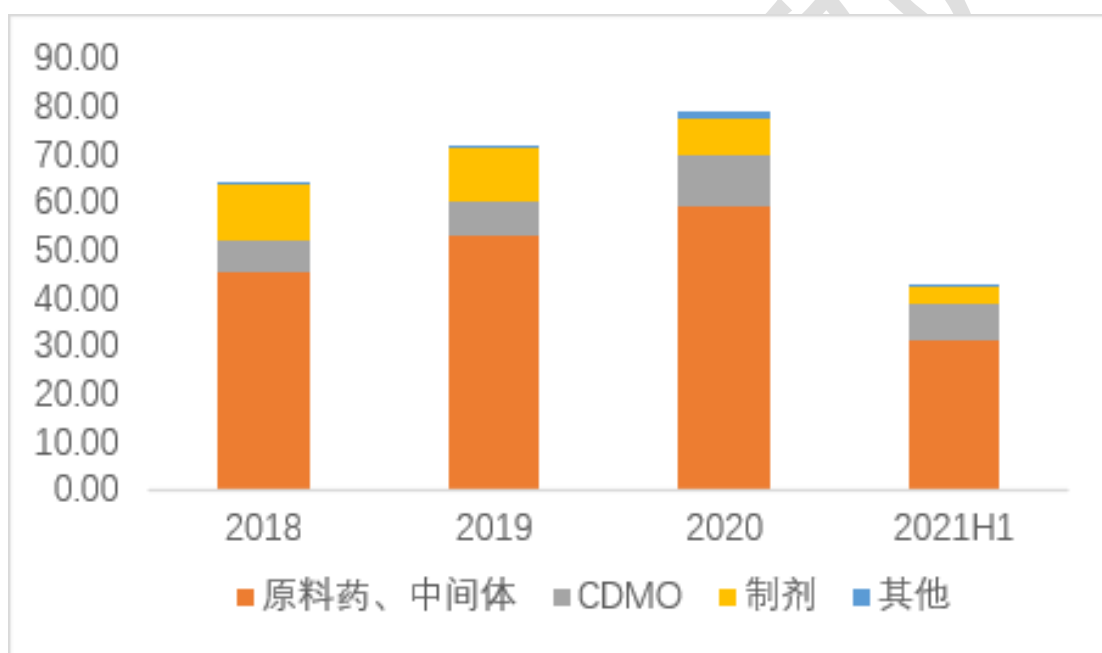
接下来，需要研究的问题来了：

- 1) 原料药与小分子 CDMO 未来市场前景如何？
- 2) 原料药企业成功拓展 CDMO 业务的主要因素是什么？
- 3) 什么样的业务布局，才能在中长期更加具备竞争优势？

## (壹)

接下来，来看五家公司的收入结构。

**普洛药业**——主要由三部分业务构成：原料药、CDMO、制剂。其中：



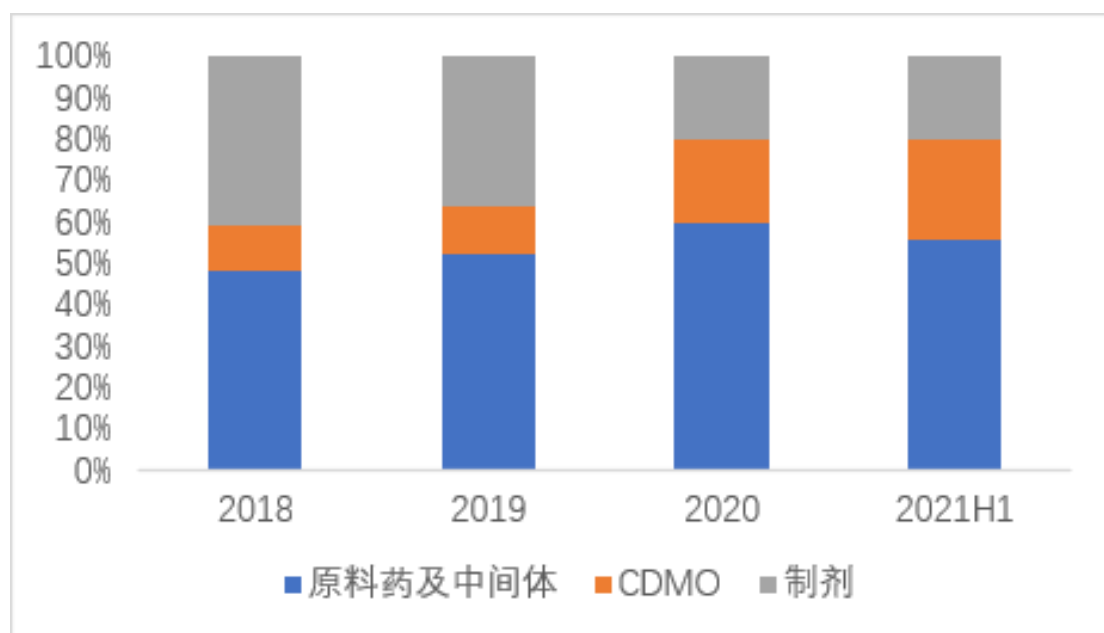
图：普洛药业收入结构

来源：塔坚研究

原料药、中间体业务：基数较大（占比稳定在70%以上），历年稳定的增长（过去三年复合14.3%），产品主要围绕大宗原料药（抗感染类，包含人用和兽用）、特色原料药（人用心脑血管、精神类）；

CDMO 业务：基数小，但增速快，三年复合增速达 26.14%；

制剂业务：2019 年之前稳定在 11 亿元，2020 年受主要药品乌苯美司胶囊退出医保目录影响，只实现 7.6 亿元收入，2021H1 仍未有效恢复。



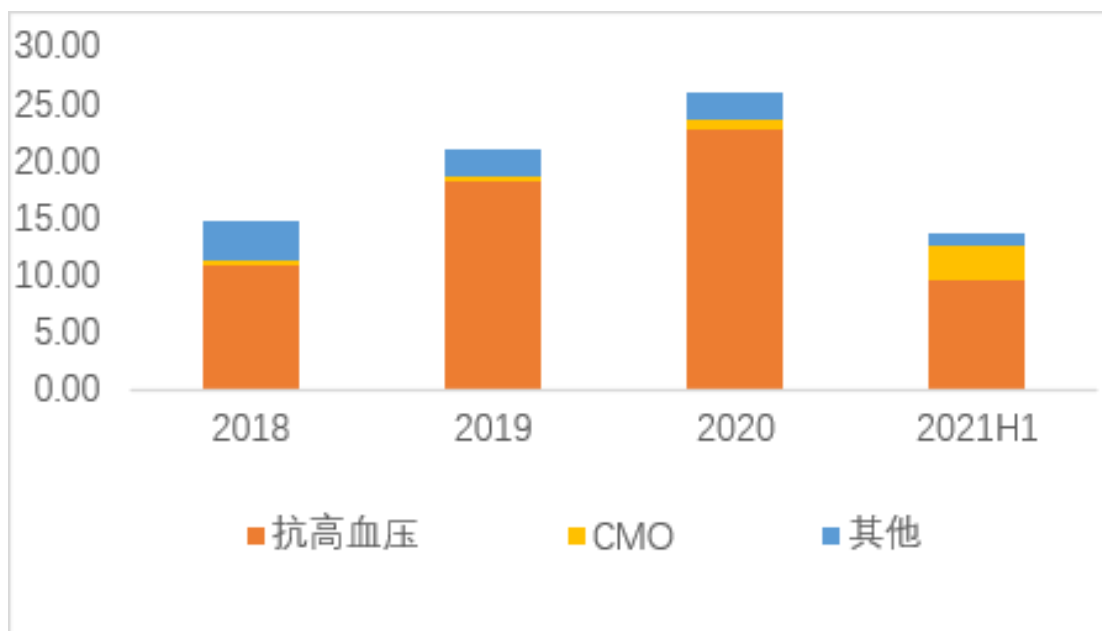
图：普洛药业毛利润结构

来源：塔坚研究

在毛利润结构中，原料药及中间体占比变化不大，毛利润增量提升主要是 CDMO 业务放量，CDMO 的利润占比在提升。

**天宇股份**——主要由特色原料药（沙坦类抗高血压原料药）及中间体构成，2020 年占收入比例高达 88%，三年复合增速 44.56%；CMO 业务 2020 年实现收入 8500 万元，基数较低，但 2021H1 实

现收入 3.06 亿元，同比增长 21 倍。此外，公司不具有制剂生产业务。



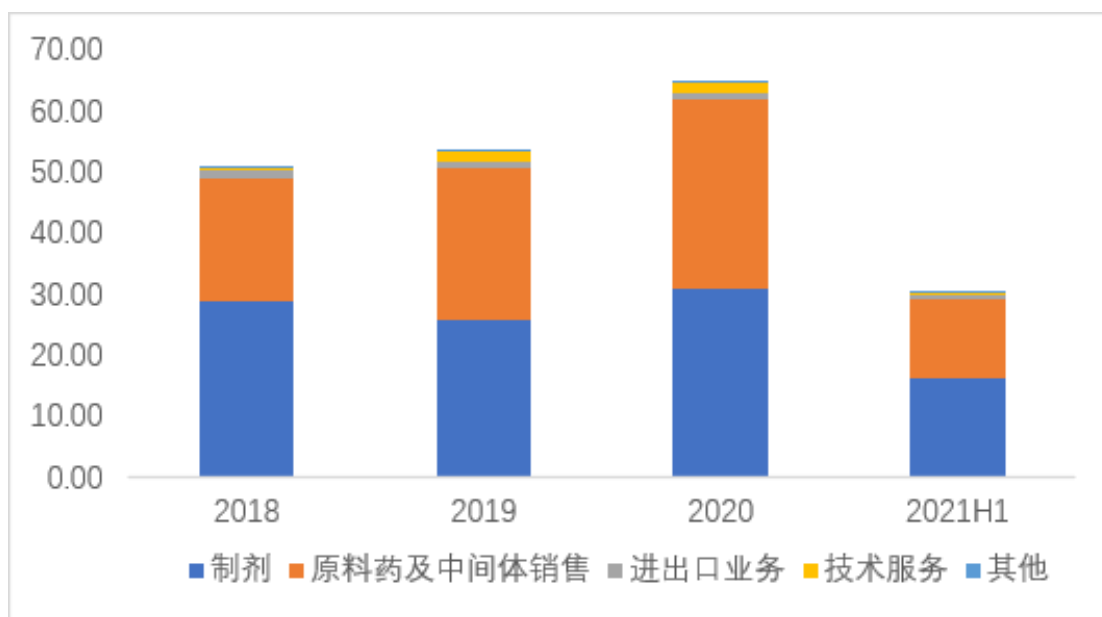
图：天宇股份收入结构（亿元）

来源：塔坚研究

**华海药业**——主要包含两大业务板块，制剂业务与原料药业务（主要包含沙坦类、神经类和普利类），具有一体化能力，制剂是原料药向下游匹配的延伸，2020 年分别占收入 47.77%和 47.83%。

另外注意，华海药业暂无 CDMO 业务的延伸。

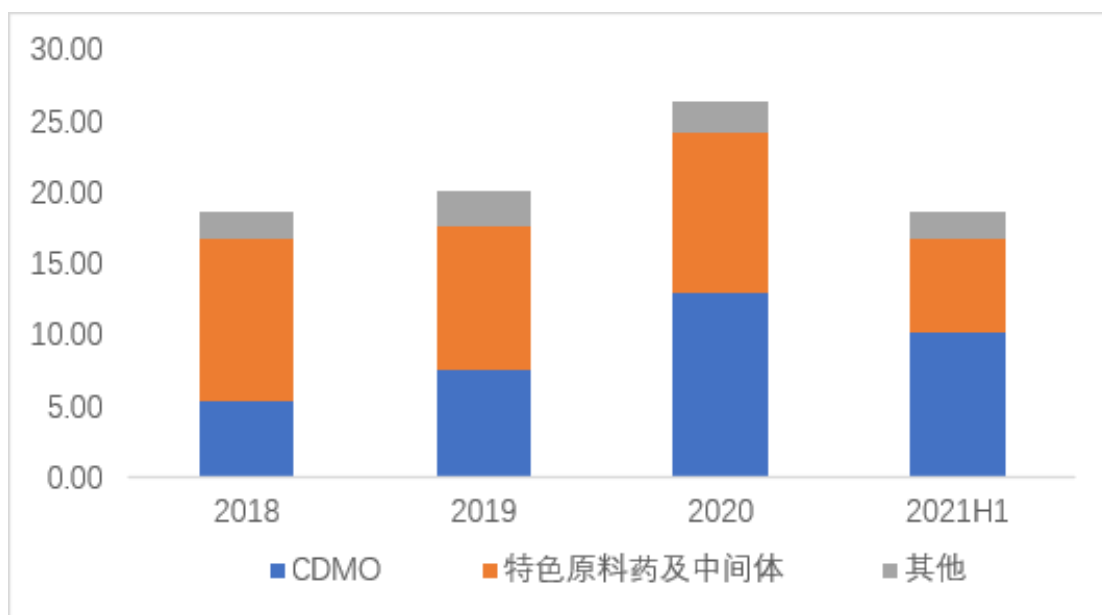




图：华海药业收入结构（亿元）

来源：塔坚研究

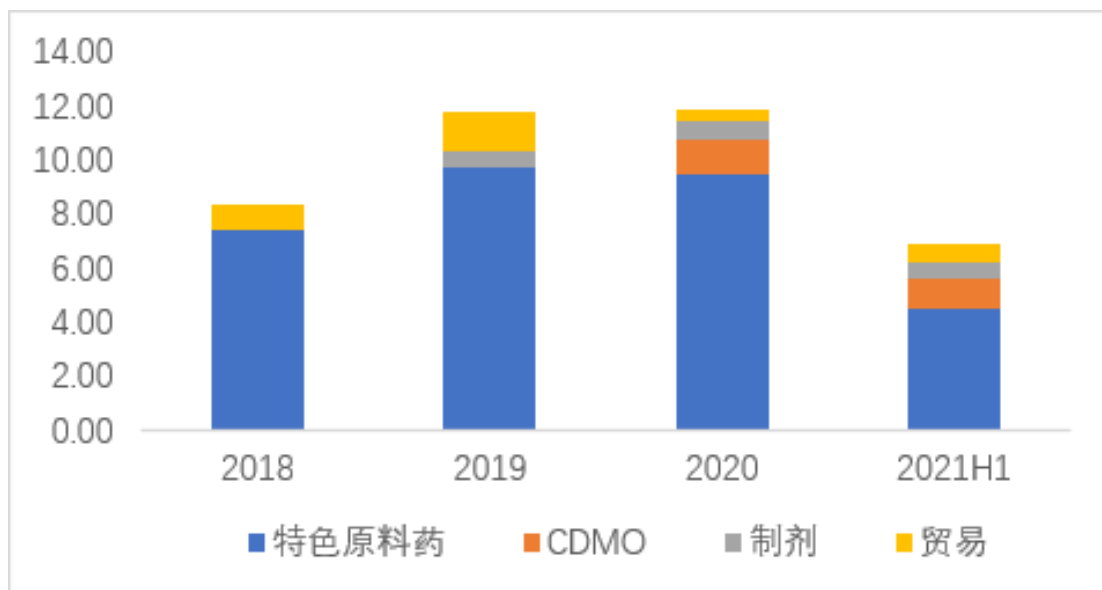
**九洲药业**——收入由两部分构成，其中：特色原料药（包括神经类、抗感染、降糖类）及中间体收入较为稳定，而 CDMO 业务增速较快，三年复合增速达到 55.17%，在 2021 上半年该业务收入达到 10.24 亿元，超过传统特色原料药业务成为主要收入来源。



图：九洲药业收入结构（亿元）

来源：塔坚研究

**美诺华**——由特色原料药（主要为沙坦类）构成，2020 年占比达到 80%，此外，CDMO 业务于 2019 年开始布局，且增速较快，2020 年实现收入 1.22 亿元，同比增长 110%，在 2021 上半年已经达到 1.1 亿元。



图：美诺华收入结构（亿元）

来源：塔坚研究

综上：

从 2021H1 特色原料药的收入规模上来看，普洛药业(31.37 亿元) > 华海药业 (12.9 亿) > 天宇股份 (9.48 亿) > 九洲药业 (6.57 亿) > 美诺华 (4.54 亿)。

从制剂收入规模，华海药业 (16.4 亿元) > 普洛药业 (4.02 亿) > 美诺华 (0.6 亿)。

**而从增量空间较大的 CDMO 业务，九洲药业 (10.24 亿元) > 普洛药业 (7.21 亿元) > 天宇股份 (CMO 3.06 亿元) > 美诺华 (1.06 亿元)。**

并且，因欧美日原料药消费占全球总计 75%，因此，可比公司的业务收入有较多的境外收入，从境外收入占比来看，九洲药业 (78%) > 天宇股份 (72%) ≈ 美诺华 (72%) > 华海药业 (59%) > 普洛药业 (45%)。

	普洛药业	天宇股份	华海药业	九洲药业	美诺华
国内	55%	28%	41%	22%	28%
国外	45%	72%	59%	78%	72%

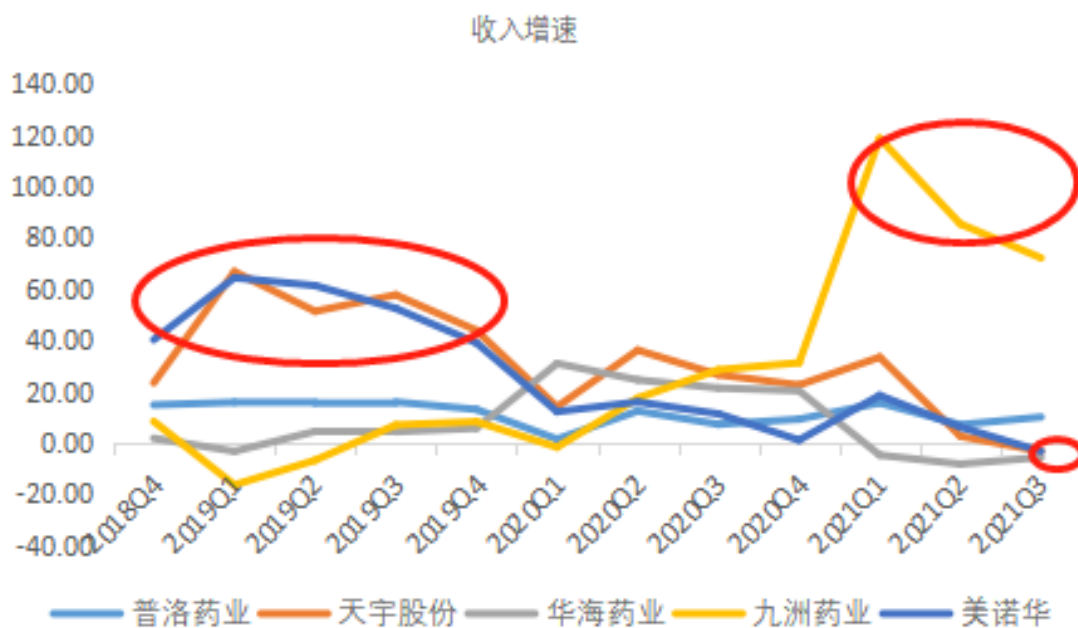
图：境外收入比例（亿元）

来源：塔坚研究

(贰)

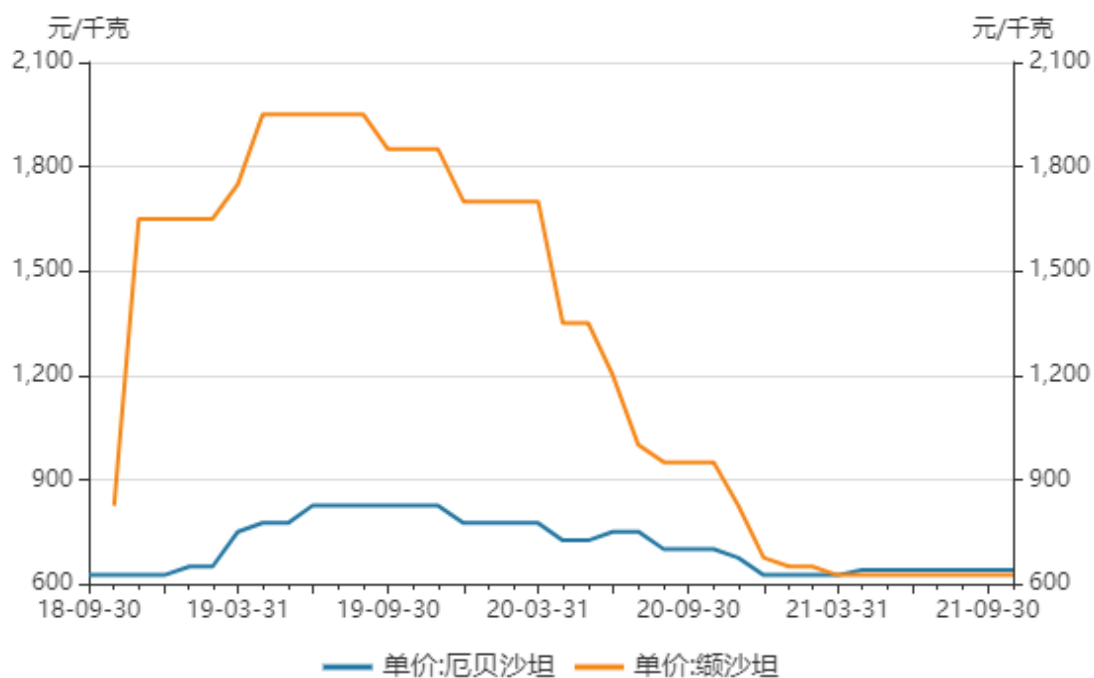
接下来，我们将近期季度的收入、利润增长情况放一起，来感知增长趋势：

## 一、收入增长



图：季度收入增速（%） 来源：塔坚研究

沙坦类药物是天宇股份、华海药业、美诺华的重要收入构成，而在2019Q3之前，美诺华与天宇股份收入增速较高，华海药业则处于低位，这主要是因2018年华海药业的缬沙坦事件导致停产，全球供给减少导致沙坦类药物价格上升，天宇药业和美诺华在此期间较为受益。而后随着供给的恢复，沙坦类药物价格回归常态，2021Q3三家公司共同出现负增长。

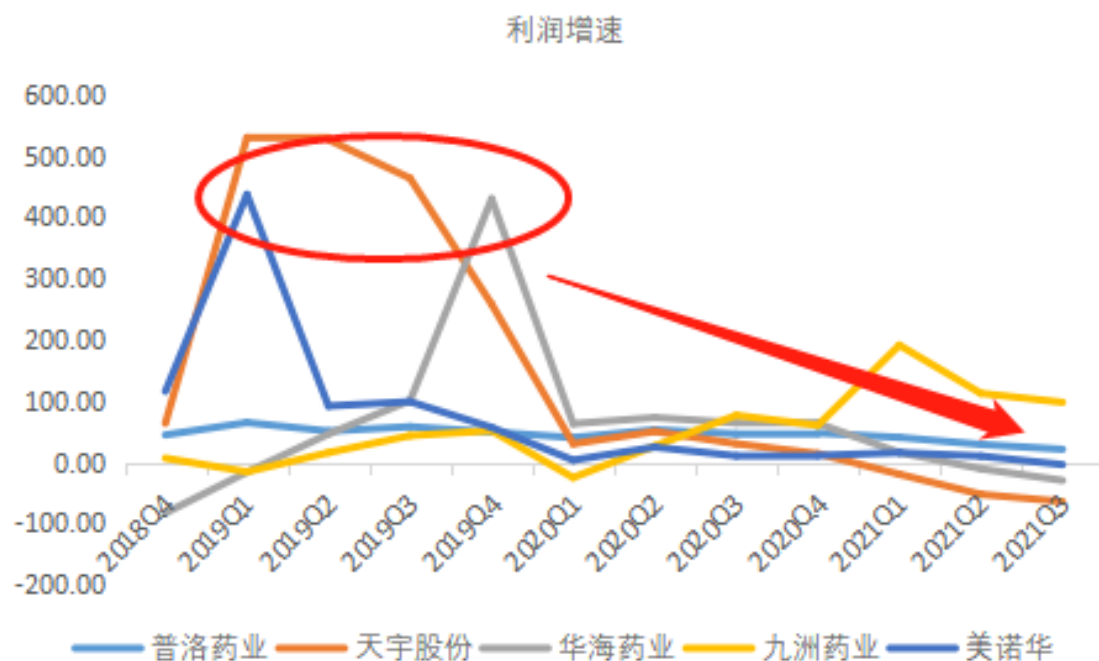


图：沙坦类原料药价格 来源：WIND

另外，九洲药业与普洛药业增速水平与众不同，两家公司均是受益于 CDMO 业务的增长，而九洲药业的增速更高，是因为：

普洛药业收入体量大，CDMO 占总收入比例为 **13%**，对整体收入增速的拉动较小，所以收入增速稳定在 11.5% 的中枢；而九洲药业的 CDMO 占总收入比例 **48%**，展现出了更大的业绩弹性，在 2021Q1-3 维持高于 80% 的增长水平。

## 二、利润增长



图：归母净利润增速 (%) 来源：塔坚研究

利润增长的趋势整体与收入增速较为一致，此外，国内精细化工价格上涨，也是业绩下滑的重要原因。

(叁)

再拆成季度看看：**一、普洛药业**——2021 前三季度实现收入 63.99 亿元，同比增长 10%，利润 7.62 亿元，同比增长 21%。

**1) 从单季度增速分析** 2021Q3 单季度实现营业收入 21.22 亿元，同比增长 17%，环比-8%，净利润 2.08 亿元，同比增长 4%，环比-38%。单季度利润显著放缓，受限于上游化工原材料的上涨。

普洛药业	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业收入 (亿元)	17.95	17.01	22.91	18.19	20.69	19.67	23.1	21.22
同比增速 (%)		2	22	-3	15	16	1	17
环比增速 (%)	-4	-5	35	-21	14	-5	17	-8
净利润	1.22	1.55	2.75	2.01	1.87	2.17	3.36	2.09
同比增速 (%)		40	62	33	53	40	22	4
环比增速 (%)	-19	27	77	-27	-7	16	55	-38



图：普洛药业季度收入（左）季度利润（右）来源：塔坚研究

2) 再追溯几个季度的增长情况：2020Q1 至 2021 年的利润增速高于收入增速，是因为销售费用下滑所致。

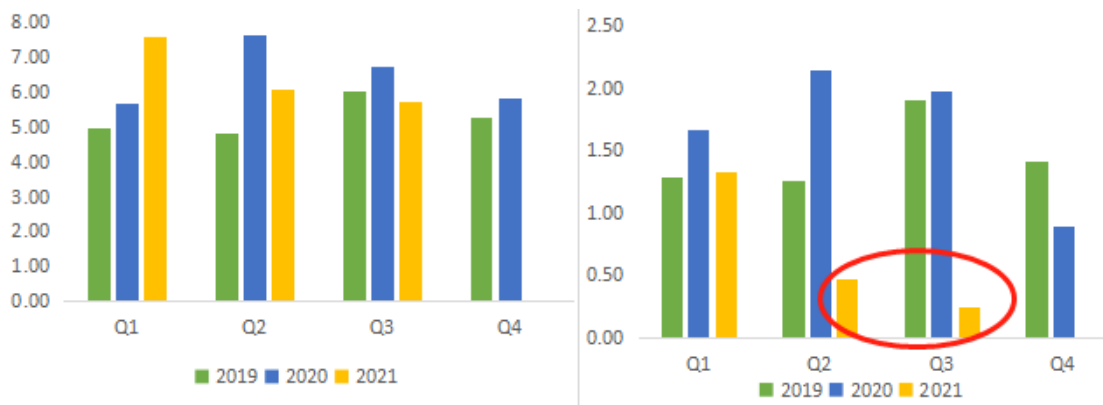
**二、天宇股份**——2021 前三季度实现收入 19.4 亿元，同比增长-3%，利润 2.06 亿元，同比增长-60%。 1) 从单季度增速分析 2021Q3 单季度实现收入 5.73 亿元，同比减少 15%，环比减少 6%，净利润 0.25 亿元，同比减少 87%，环比减少 47%。



## 2021Q3 单季度利润大幅负增长，主要是占比 69.4%的沙坦类降

压药收入和毛利率同步下滑所致，同时摊销股权激励费用。

天宇股份	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业收入 (亿元)	5.28	5.69	7.63	6.72	5.83	7.59	6.08	5.73
同比增速 (%)		14	59	11	10	33	-20	-15
环比增速 (%)	-13	8	34	-12	-13	30	-20	-6
净利润	1.41	1.66	2.15	1.97	0.89	1.33	0.47	0.25
同比增速 (%)		30	71	4	-37	-20	-78	-87
环比增速 (%)	-26	18	30	-8	-55	49	-65	-47



图：天宇股份季度收入（左）季度利润（右）来源：塔坚研究

2) 再追溯前几个季度增长情况 2021 年 Q2-Q3 利润明显下滑，因环保政策置换新场地生产，调试中的产能利用率较低，导致单位成本上升。

### 三、华海药业——2021 前三季度实现收入 45.98 亿元，同比增长

-6%，利润 5.9 亿元，同比增长-30%。 1) 从单季度增速分

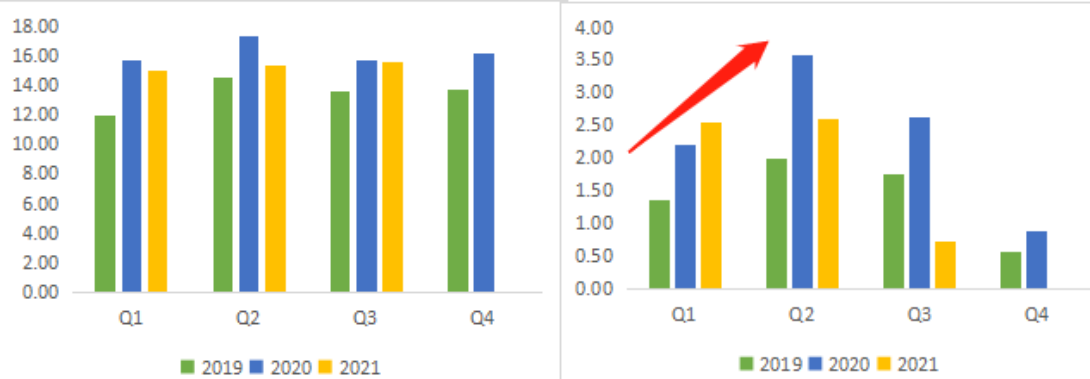
析 2021Q3 单季度实现收入 15.62 亿元，同比不变，环比增长

2%，净利润 0.74 亿元，同比减少 72%，环比减少 72%。近一个

季度利润显著下滑，这主要是竞争加剧导致的毛利率下滑、环保成

本和销售成本上升。

华海药业	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业收入 (亿元)	13.76	15.71	17.35	15.65	16.15	14.97	15.38	15.62
同比增速 (%)		31	19	15	17	-5	-11	0
环比增速 (%)	1	14	10	-10	3	-7	3	2
净利润	0.58	2.21	3.58	2.62	0.89	2.55	2.61	0.74
同比增速 (%)		63	80	48	53	15	-27	-72
环比增速 (%)	-67	281	62	-27	-66	187	2	-72

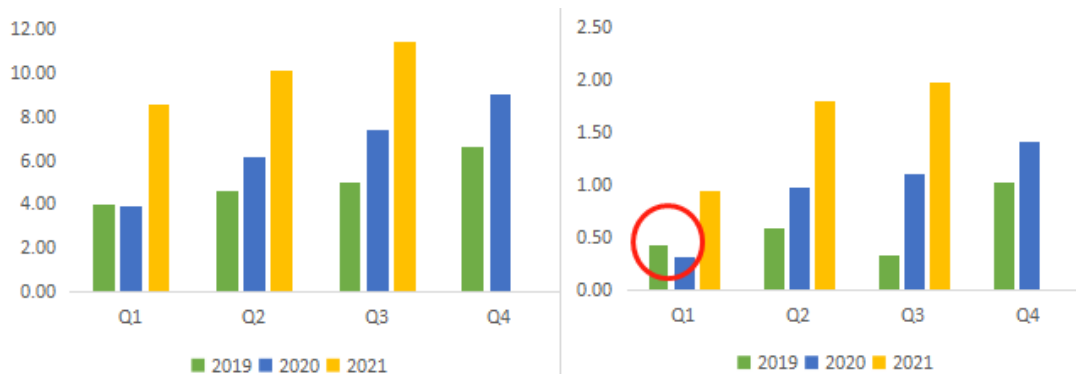


图：华海药业季度收入（左）季度利润（右）来源：塔坚研究

2) 再追溯前几个季度增长情况 2020 年 Q1-Q2 受益于美国缬沙坦销售禁令解除，公司利润和收入有所增长。

**四、九洲药业**——2021 前三季度实现收入 30.04 亿元，同比增长 72%，利润 4.73 亿元，同比增长 724%。 1) 从单季度增速分析 2021Q3 实现营业收入 11.36 亿元，同比增长 54%，环比 12%，净利润 1.98 亿元，同比增长 80%，环比 10%。高增长主要是 CDMO 订单量持续增长。

九洲药业	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业收入 (亿元)	6.59	3.92	6.16	7.38	9.01	8.56	10.12	11.36
同比增速 (%)		-2	34	48	37	118	64	54
环比增速 (%)	32	-41	57	20	22	-5	18	12
净利润	1.02	0.32	0.97	1.1	1.41	0.94	1.8	1.98
同比增速 (%)		-26	64	233	38	194	86	80
环比增速 (%)	209	-69	203	13	28	-33	91	10



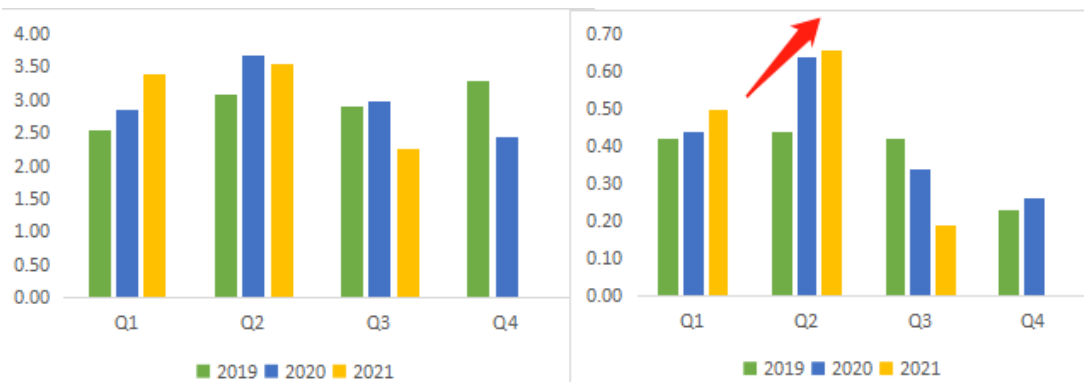
图：九洲药业季度收入（左）季度利润（右）来源：塔坚研究

2) 再追溯前几个季度增长情况 收入在 2020Q1 实现同比负增长，主要是受卫生事件影响。

**五、美诺华**——2021 前三季度实现收入 9.19 亿元，同比增长-3%，利润 1.35 亿元，同比增长-4%。 1) 从单季度增速分析 2021Q3 实现营业收入 2.27 亿元，同比增长-24%，环比-36%，净利润 0.19 亿元，同比增长-44%，环比-71%。

2021Q3 单季度收入下滑，是汇率上升导致外销减少所致。

美诺华	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业收入 (亿元)	3.29	2.85	3.66	2.97	2.45	3.38	3.53	2.27
同比增速 (%)		12	19	2	-26	19	-4	-24
环比增速 (%)	13	-13	28	-19	-18	38	4	-36
净利润	0.23	0.44	0.64	0.34	0.26	0.5	0.66	0.19
同比增速 (%)		5	45	-19	13	14	3	-44
环比增速 (%)	-45	91	45	-47	-24	92	32	-71



图：美诺华季度收入（左）季度利润（右）来源：塔坚研究

- 2) 再追溯前几个季度增长情况 2020年前两个季度增长较快，是受益于浙江美诺华一期项目建设完成，三大基地新增产能1300吨，约是原产能的两倍。

(肆)

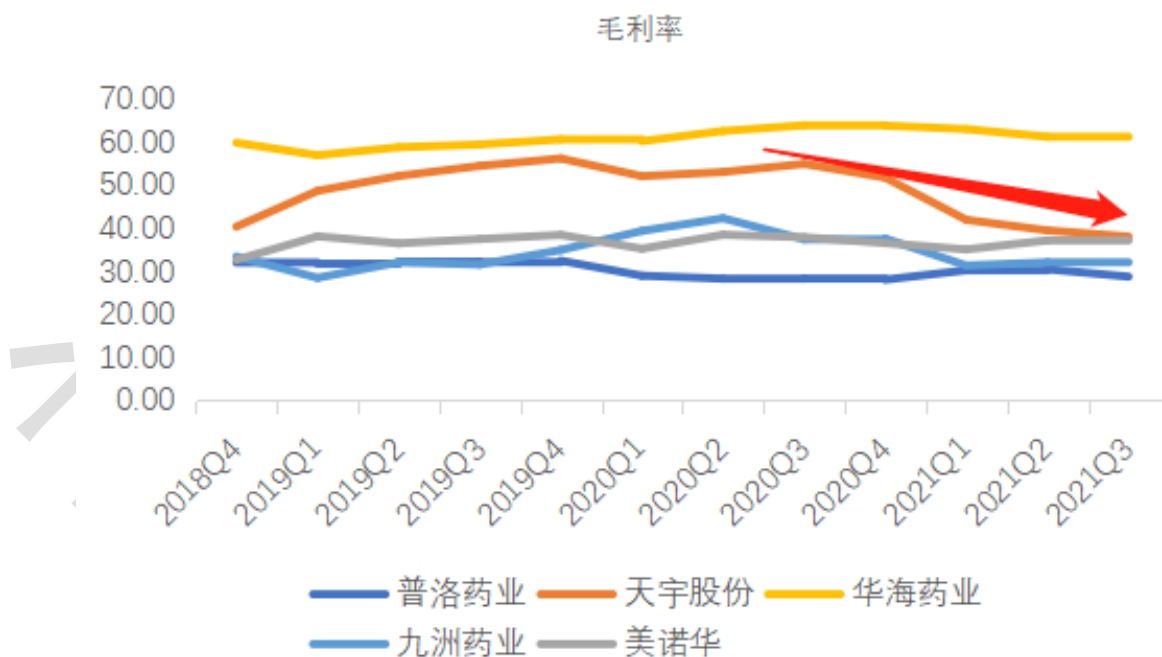
对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变化。

- 一、成本结构** 原料药的成本结构中，原材料是主要成本。不过，普洛药业的原材料（80.2%）>华海药业~天宇股份~美诺华>九洲药业（56.6%），这说明原料药产品越偏向于大宗原料药（如普洛药业），则原材料占比越高。而越偏向于专利原料药（如九洲药业），则原材料占比越低。

成本结构	原材料	人工	制造费用	其他	总计
普洛药业	80.2%	3.1%	16.0%	0.7%	100%
天宇股份	67.7%	9.5%	22.4%	0.5%	100%
华海药业	68.7%	6.3%	19.9%	5.1%	100%
九洲药业	56.6%	9.0%	34.4%	0.0%	100%
美诺华	64.4%	8.2%	22.5%	5.0%	100%

图：主营业务成本构成 来源：公司年报

## 二、毛利率

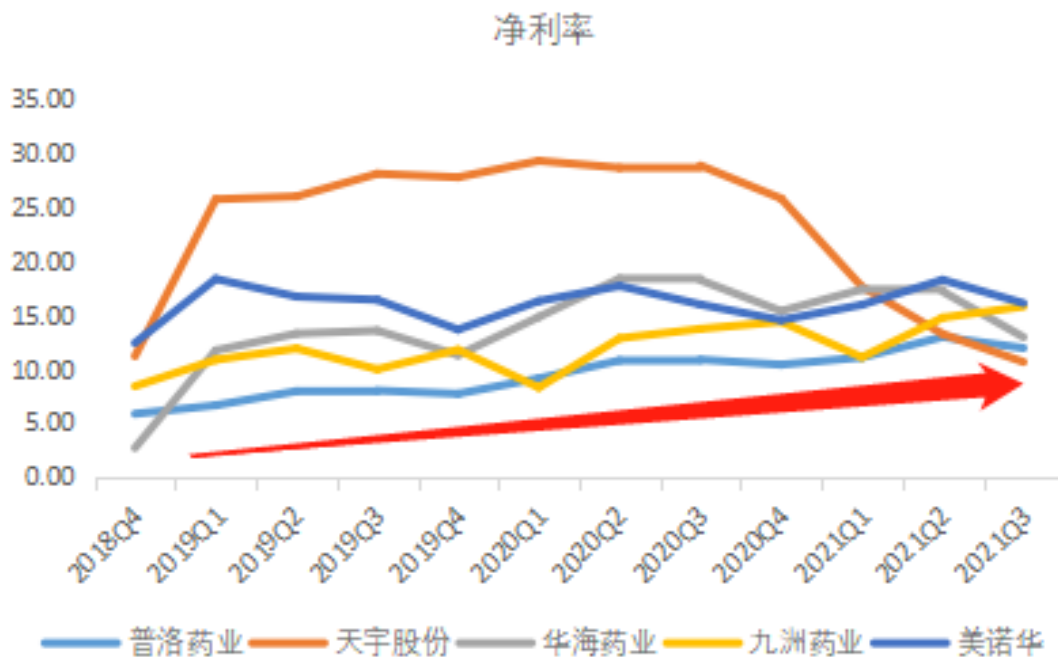


图：公司毛利率 (%) 来源：塔坚研究

从历史综合毛利率均值的角度来看，华海药业 (60.8%) > 天宇股份 (48.5%) > 美诺华 (36.63%) > 九洲药业 (34.32%) > 普洛药

业 (30.21%)。 华海药业 毛利率较高，是因为其制剂业务毛利率高于 70%，且占比较高，九洲药业和普洛药业毛利率较低是受限于抗感染类原料药。此外，天宇股份 的毛利率有下滑，前期毛利率较高是因为产品结构较为单一，沙坦占比 70%，受益于 2018 年 Q4 至 2020 年 Q1 沙坦价格大涨影响，毛利率水平较高，而后恢复至行业平均水平。

### 三、净利率

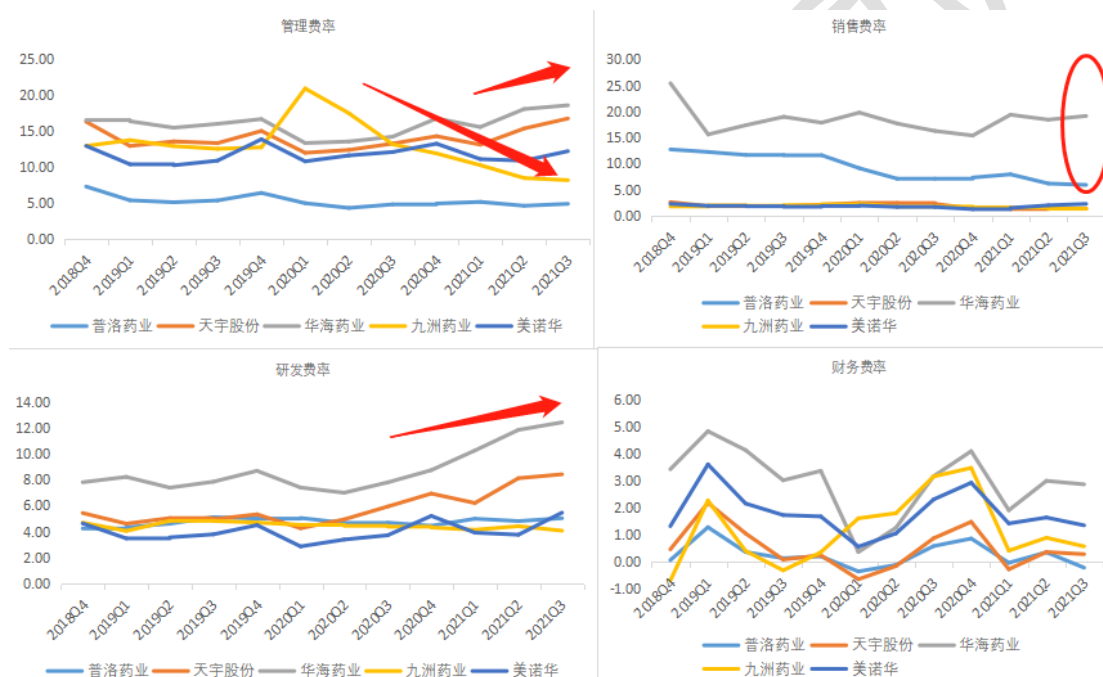


图：净利率 (%) 来源：塔坚研究

波动方向与毛利率较为一致（跟随毛利率同步提升），从历史均值的角度来看，天宇股份 (22.72%) > 美诺华 (16%) > 华海药业 (13.88%) > 九洲药业 (11.95%) > 普洛药业 (9.41%)。 华

海药业净利率水平较低（相较于其较高的毛利率），主要是因各项期间费率均处于较高的水平。 除此之外，各公司的净利率差异主要来自来自于毛利率差异，而普洛药业净利率提升受益于销售费率的缩减。

#### 四、期间费率



图：期间费率 (%) 来源：塔坚研究

1) 管理费率方面，华海药业 (15.88%) > 天宇股份 (13.97%) > 九洲药业 (12.8%) > 美诺华 (11.6%) > 普洛药业 (5.21%)，其中：华海药业管理费率显著较高，主要是因其高昂的环保支出额，2020 年高达 2.91 亿元（其他企业中，环保费高的是天宇股份，也仅

为 0.2 亿元)。 九洲药业近十个季度管理费率有较为显著的下降趋势，这主要是因 CDMO 项目收入增速较快所致。

**2) 销售费率方面**，华海药业 (18.42%) > 普洛药业 (9.17%) > 天宇股份 (1.85%) > 美诺华 (1.77%) > 九洲药业 (1.74%)。相差较大，主要是制剂业务占比不同所致。国内制剂销售公司通常销售费用率较高，普洛药业因乌苯美司制剂销售额的下滑，所以，销售费率在近十个季度也出现显著的下滑。而原料药的销售费用需求较低，并且与下游制剂厂商绑定，例如天宇股份、美诺华和九洲药业 2020 年前五大客户销售额占比分别达到 32.78%、71.17%、51.56%，各公司的核心大客户分别为 Teva、KRKA、Novatis。

**3) 研发费率方面**，华海药业 (8.76%) > 天宇股份 (5.84%) > 普洛药业 (4.74%) > 九洲药业 (4.44%) > 美诺华 (4.01%)。 华海药业费率较高，主要是制剂持续投入，并且新进生物类似药研发。

**4) 财务费率方面**，华海药业 (2.94%) > 美诺华 (1.79%) > 九洲药业 (1.14%) > 天宇股份 (0.47%) > 普洛药业 (0.24%)，主要是负债率差异。



## 四、净资产收益率

ROE(%)	2018	2019	2020	2021Q3	中枢
普洛药业	11.1	14.7	18.6	15.7	15.0
天宇股份	11.3	28.7	18.8	5.5	16.1
华海药业	3.2	10.5	14.8	8.5	9.3
九洲药业	5.6	8.3	12.3	10.8	9.2
美诺华	7.7	10.2	9.8	7.2	8.7
净利率(%)	2018	2019	2020	2021Q3	中枢
普洛药业	5.8	7.7	10.4	11.9	8.9
天宇股份	11.2	27.8	25.8	10.6	18.8
华海药业	2.7	11.3	15.3	12.9	10.5
九洲药业	8.4	11.8	14.4	15.8	12.6
美诺华	12.4	13.6	14.5	16.1	14.1
总资产周转率	2018	2019	2020	2021Q3	中枢
普洛药业	1.11	1.11	1.05	0.73	1.00
天宇股份	0.56	0.74	0.53	0.35	0.54
华海药业	0.49	0.50	0.50	0.31	0.45
九洲药业	0.56	0.43	0.53	0.47	0.50
美诺华	0.37	0.45	0.39	0.25	0.36
权益乘数	2018	2019	2020	2021Q3	中枢
普洛药业	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7
天宇股份	1.8	1.4	1.4	1.5	1.5
华海药业	2.5	1.9	1.9	2.1	2.1
九洲药业	1.2	1.6	1.6	1.5	1.5
美诺华	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7

图：净资产收益率 来源：公司年报

五、从 ROE 历史中枢来看，普洛药业 (15%) 较高，九洲药业 ROE 不断提升。

普洛药业受益于总资产周转率显著较高 (中枢为 1，是其他四家的 0.5 的两倍)，并且较为稳定，这主要是因中间体占比较高、周转率较快。

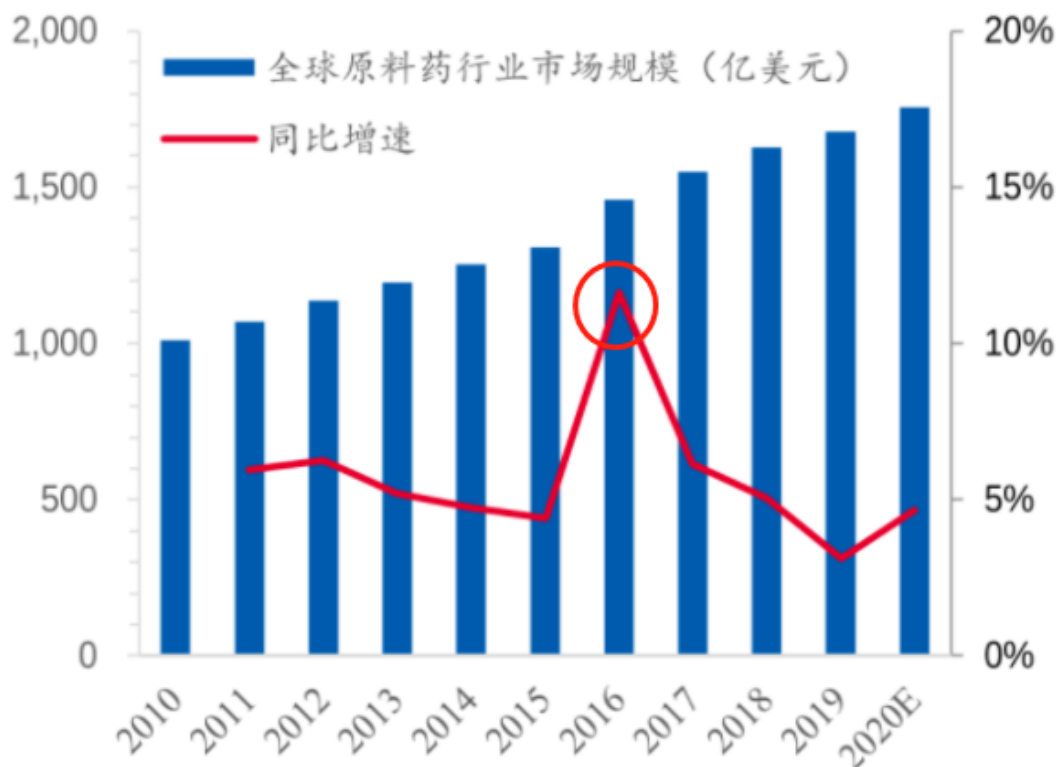
九洲药业净利率不断提升，因为 CDMO 比例提升。

(伍)

原料药的市场规模整体取决于重磅专利药到期，仿制药物带来的需求大幅提升。上一轮专利药到期高峰在 2015 年，高达 500 亿美元专利药到期，推动了 2016 年原料药全球市场规模达到 10% 的高增长。



图：专利药到期金额 来源：东莞证券



图：原料药历史市场规模

来源：公开资料

从预测来看，下一次专利药到期将集中在 2023 年（峰值超过 2015 年水平），预计会进一步推动 2024 年的原料药市场高速增长。

参考美国 Grand View Research 的报告数据，2020 年全球原料药市场规模达到 1877.6 亿美元，由于专利到期和细分市场（如肿瘤）高速增长，预计未来五年复合增速维持 6.6% 以上。

**不过，在仿制药市场竞争日益增长的前提下，原料药厂商转型专利药 CDMO 业务，是原料药企业实现长期增长价值的重要途径。所以，本案我们重点来看看小分子 CDMO 的未来增长前景。**

从全球小分子 CDMO 市场规模看，历史上，全球小分子 CDMO 维持较高的增速，自 2016 年 336.4 亿美元增长至 2020 年 489.1 亿美元（来源：西南证券测算），复合增速为 9.8%。

则：全球小分子 CDMO 市场规模=新药研管线数量\*小分子占比\*外包渗透率\*单项目价值

以上各个核心增长因子，我们分别来看：

.....

(后文还有大约 6000 字内容，详见产业链报告库)

以上，仅为本报告部分内容。如需获取本文全文，以及其他更多内容，请订阅：  
产业链报告库报告库。



识别二维码，订阅产业链报告库  
了解更多，请添加工作人员微信



**【产业链地图，版权、内容与免责声明】** 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业链研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业链内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不以任何利益关联方接触，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业链研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业链，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容以及本平台所有内容（包括但不限于文字、图片、图表、产业链地图）构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面以及本平台所有内容做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

**【数据支持】**【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——  
—国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查、data.im 数据库；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。

并购优塾