

VD3、VE等持续涨价，关注维生素提价持续性

——原料药板块2024Q2跟踪报告

西南证券研究发展中心
2024年7月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

核心观点

2024年原料药最新报价及行情回顾（报价截至2024年7月26日）：

- **价格上涨品种：大宗原料药中，维生素类：**维生素D3在2024年7月价格为240元/千克(环比+182.4%，同比+306.8%)，维生素E价格为92.5元/千克(环比+17.1%，同比+27.6%)，维生素B1价格为195元/千克(环比+6.8%，同比+69.6%)，维生素A价格为90.5元/千克(环比+3.4%，同比+4.0%)；维生素B6价格为154元/千克(环比+2.7%，同比+14.5%)；**抗生素及中间体类：**青霉素工业盐2024年6月价格为150元/BOU(环比+36.4%，同比-11.8%)，6-APA价格为350元/千克(环比+9.4%，同比-5.4%)，7-ACA价格为490元/千克(环比+2.1%，同比+8.9%)；**激素类：**皂素6月价格为600元/千克(环比+3.4%，同比+20%)。**特色原料药中，肝素及其盐：**6月价格为5477.2美元/千克(环比+31%，同比-38.4%)。
- **价格持平品种：大宗原料药中，维生素类：**叶酸2024年7月价格为182.5元/千克(同比-8.8%)，维生素B2价格为104元/千克(同比-18.4%)，生物素价格为32元/千克(同比-22%)，烟酸价格为38元/千克(同比-33.9%)，泛酸钙价格为53元/千克(同比-55.8%)；**抗生素及中间体类：**硫氰酸红霉素2024年6月价格为550元/千克(同比+8.4%)；**激素类：**地塞米松磷酸钠价格为45000元/千克(同比+361.5%)；**解热镇痛类：**阿司匹林价格为21元/千克(同比-17.6%)，扑热息痛价格为24.5元/千克(同比-30%)。**特色原料药中，心血管原料药类：**马来酸依那普利价格为825元/千克，近一年内价格无变化；厄贝沙坦价格为625元/千克(同比-2.3%)，阿托伐他汀钙价格为1250元/千克(同比-3.8%)，赖诺普利价格为2150元/千克(同比-10.4%)，缬沙坦价格为650元/千克(同比-11.6%)。
- **价格下降品种：大宗原料药中，解热镇痛类：**安乃近价格为96.5元/千克(环比-1%，同比-0.5%)，布洛芬价格为165元/千克(环比-2.9%，同比-10.8%)，咖啡因价格为110元/千克(环比-12%，同比-33.3%)。**特色原料药中，培南类：**4-AA 6月价格为825元/千克(环比-9.8%，同比-36%)。

核心观点

核心观点：

- **短中期维度**：7月VD3、VE、VB1、青霉素工业盐、6-APA、肝素及其盐等原料药品种提价环比超5%，咖啡因、4-AA、布洛芬、安乃近报价环比下滑，建议密切关注维生素、抗生素及肝素类价格变动趋势。
- **长期维度**：**三条路径打开特色原料药长期成长空间**。1) “原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间；2) 优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期；3) 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **相关标的**：新和成、浙江医药、天新药业、花园生物、博瑞医药、川宁生物、健友股份、九洲药业等。
- **风险提示**：原料药价格不及预期；产品销量不及预期；突发停产整顿风险；原料药行业政策风险。

2024年7月大宗原料药和特色原料药报价

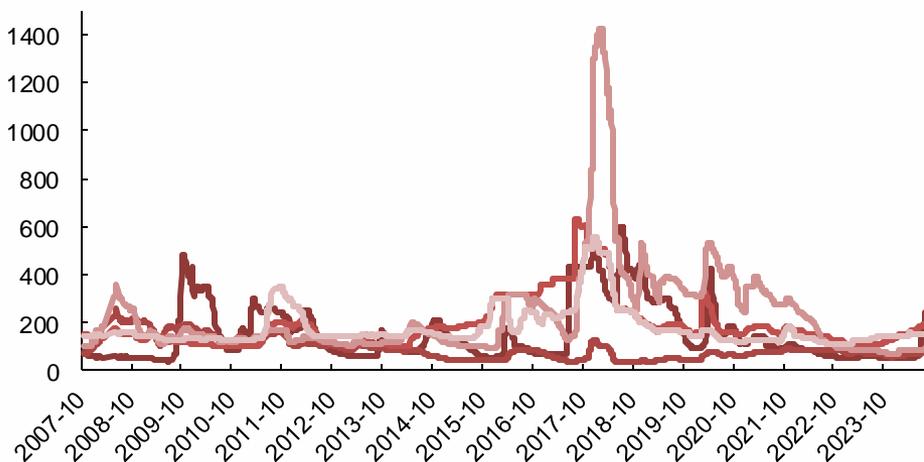
2024年7月原料药最新报价及行情回顾

原料药类别	原料药产品	最新报价(元/千克)	环比变化	同比变化	年初至今涨跌幅	历史最高价(元/千克)	历史最低价(元/千克)
维生素	维生素D3	240	182.4%	306.8%	50.1%	600	40
	维生素E	92.5	17.1%	27.5%	32.3%	260	34
	维生素B1	195	6.8%	69.5%	32.7%	630	101
	维生素A	90.5	3.4%	4.0%	20.7%	1425	71.5
	维生素B6	154	2.7%	14.5%	5.3%	560	107.5
	叶酸	182.5	0.0%	-8.8%	1.4%	3100	150
	维生素B2	104	0.0%	-18.4%	4.0%	850	82.5
	生物素	32	0.0%	-22.0%	-5.9%	330	32
	烟酸	38	0.0%	-33.9%	1.3%	150	27.5
	泛酸钙	53	0.0%	-5.3%	-3.6%	750	52
抗生素及中间体	青霉素工业盐	150	36.1%	-11.3%	-3.1%	212.5	47
	6-APA	350	9.4%	-5.4%	-3.0%	490	135
	7-ACA-酶法	490	2.1%	8.9%	6.7%	1000	330
	硫氰酸红霉素	550	0.0%	8.4%	5.8%	550	270
激素类药	皂素	600	3.4%	20.0%	5.5%	1050	130
	地塞米松磷酸钠	45000	0.0%	361.5%	0.0%	45000	7300
解热镇痛药	阿司匹林	21	0.0%	-17.6%	-14.3%	40	16
	扑热息痛	24.5	0.0%	-30.0%	-26.9%	70	18
	安乃近	96.5	-1.0%	-0.5%	-0.5%	102.5	37
	布洛芬	165	-2.9%	-10.3%	36.0%	240	67.5
	咖啡因	110	-12.0%	-33.3%	-24.2%	235	52
肝素(美元/千克)	肝素及其盐	5477.2	31.0%	-38.4%	-21.9%	15848.9	507.1
心血管原料药	马来酸依那普利	825	0.0%	0.0%	0.0%	900	380
	厄贝沙坦	625	0.0%	-2.3%	0.0%	1200	525
	阿托伐他汀钙	1250	0.0%	-3.8%	-3.8%	7000	1250
	赖诺普利	2150	0.0%	-10.4%	-10.4%	8000	2250
	缬沙坦	650	0.0%	-11.6%	-10.3%	2200	625
培南类	4-AA	825	-9.8%	-36.0%	-34.6%	2600	800

1.1 维生素：VD3、VE价格快速持续攀升，下游需求有望边际改善

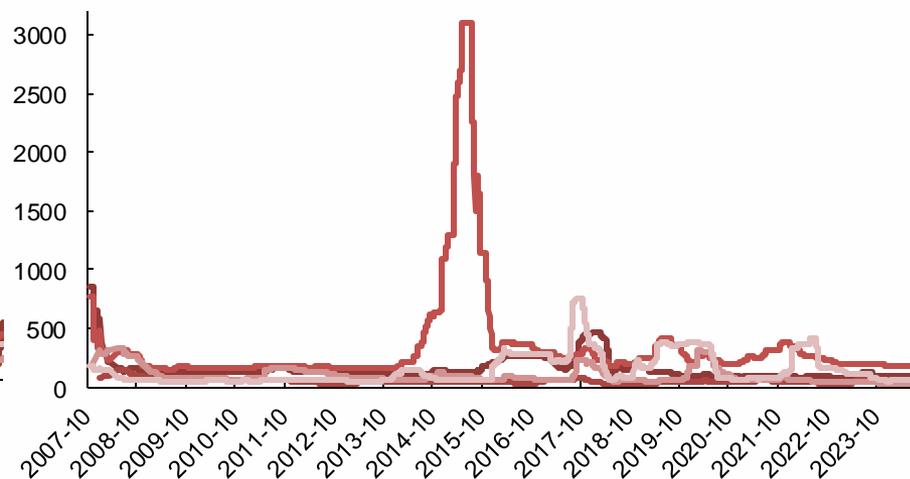
- **价格上涨品种**：根据Wind统计数据，VD3、VE、VB1、VA、VB6在2024年7月最新报价分别为240元/千克、92.5元/千克、195元/千克、90.5元/千克、154元/千克，分别环比上涨182.4%、17.1%、6.8%、3.4%、2.7%。
- **价格持平品种**：根据Wind统计数据，VB2、烟酸、叶酸、生物素、泛酸钙在2024年7月最新报价分别为104元/千克、38元/千克、182.5元/千克、32元/千克、53元/千克，环比保持不变。
- **价格下降品种**：根据Wind统计数据，截至2024年7月无环比报价下降维生素品种。

2007-2024年7月报价环比上涨维生素品种价格趋势(元/千克)



— 维生素D3 (50万IU/g, 国产) — 维生素E (50%, 国产)
— 维生素B1 (98%, 国产) — 维生素A (50万IU/g, 国产)
— 维生素B6 (98%, 国产)

2007-2024年7月报价环比持平/下降维生素品种价格趋势(元/千克)



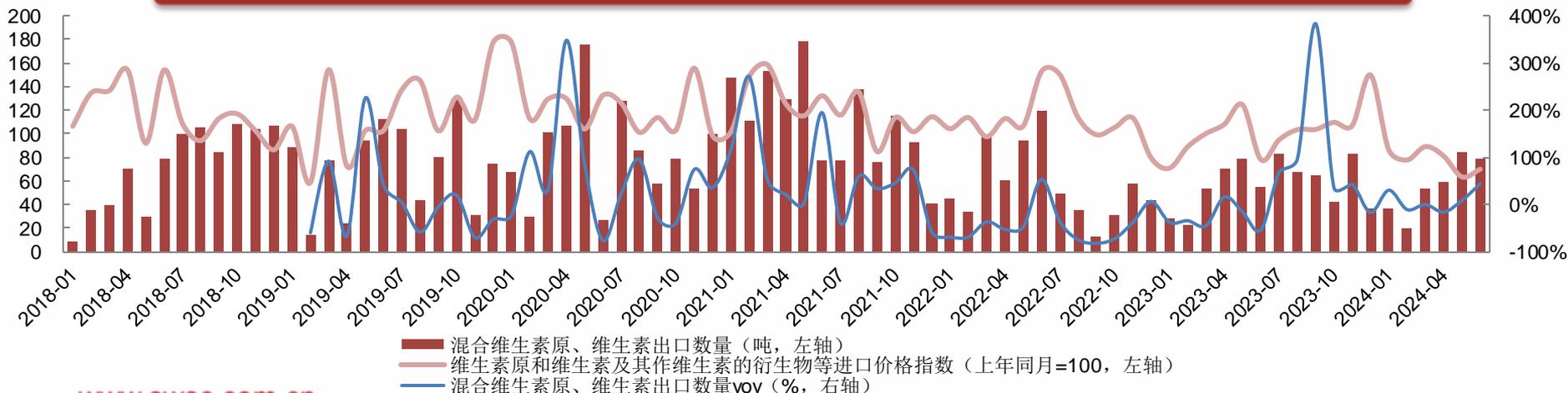
— 维生素B2 (80%, 国产) — 烟酸 (99%, 国产)
— 叶酸 (98%, 国产) — 生物素 (2%, 国产)
— 泛酸钙 (98%, 国产)

1.1 维生素：VD3、VE价格快速持续攀升，下游需求有望边际改善

维生素行业2023-2024H1复盘：

- **2023年：去库存周期接近尾声，供需比略有改善。**根据wind数据，中国混合维生素原、维生素出口数量自2022Q2开始下降，2023Q2-3维生素出口量趋于平稳，国际用户去库存周期接近尾声，国内外维生素市场从“超买-去库存”模式向常态化采购转变；2023年维生素价格持续低迷，部分产品厂家盈利能力下滑，产量和出货意愿下降，供需比略有改善。
- **2024H1：维生素出口转向常态化采购趋势持续，2024H1累计出口量同比增长8.2%。**根据wind数据，2024H1中国混合维生素原、维生素累计出口量332.6吨（+8.2%），逐月持续提升。前期超买库存消化叠加国际运价上涨，VB2、VE、泛酸钙、VA等品种累计出口量均明显增长，VB6、VC累计出口量同比微增；据博亚和讯，预计全年维生素出口同比表现增长，下半年出口增量或弱于上半年。据中国饲料行业信息网，7月2日帝斯曼瑞士工厂受洪水和泥石流影响关闭，有厂家VA出口报价提至25美元/千克，截至25日浙江医药和帝斯曼VE报价提至120元/千克、125元/千克后停签停报，后期仍有调涨意向。7月-9月部分维生素厂家减产和停产检修叠加需求端持续复苏，国内维生素厂家挺价意愿或将持续。

2018-2024Q2维生素月度出口量及价格指数变化趋势



www.swsc.com.cn

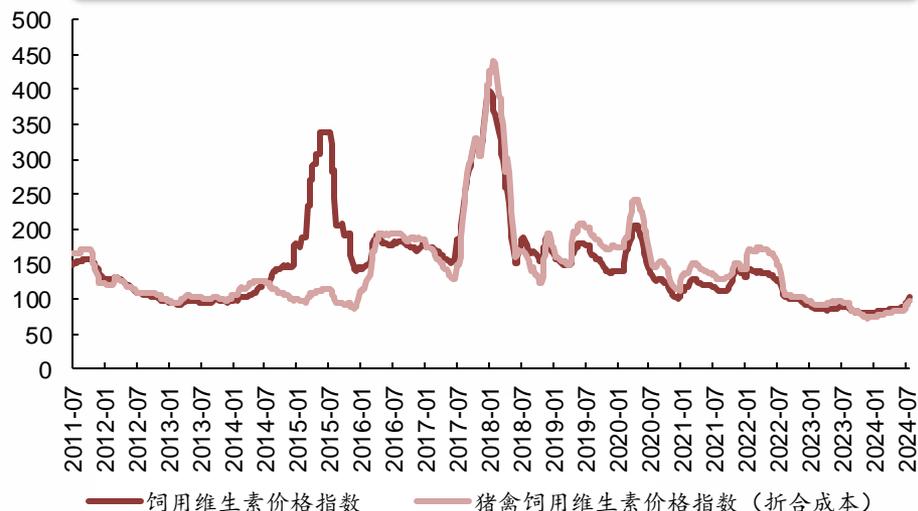
数据来源：Wind，博亚和讯，百川盈孚，西南证券整理（截至2024年6月）

1.1 维生素：VD3、VE价格快速持续攀升，下游需求有望边际改善

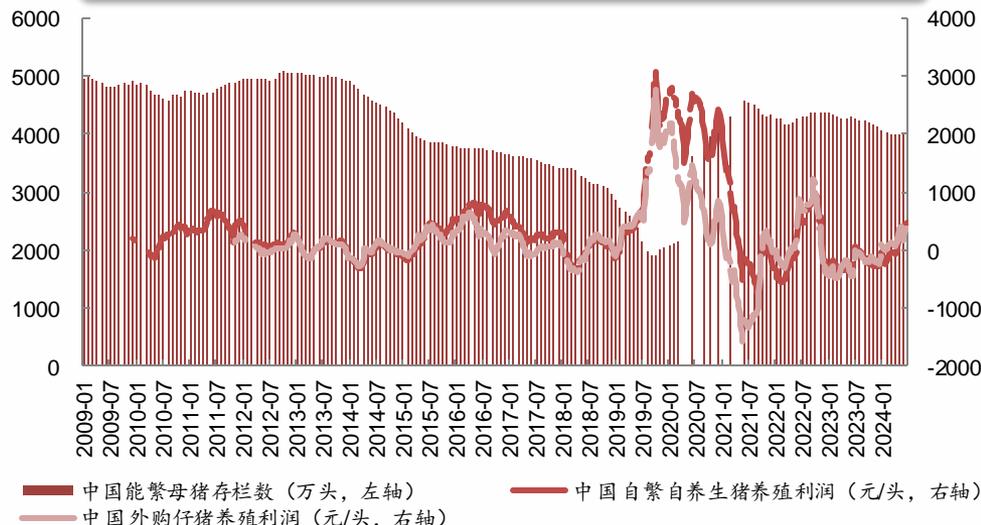
2023年饲用维生素使用成本震荡下跌，2024H1价格指数持续修复

- 多品种维生素下游应用于饲料占比超60%。维生素下游应用主要为饲料、医药化妆品、食品饮料，除VC、肌醇、VB1等品种，维生素下游场景超60%用于饲料添加剂，饲料产量及饲料中维生素添加比例对国内维生素需求有较大影响。
- 近年猪和肉禽饲料产量有所增长，但饲料添加剂维生素消耗量下滑，预计随存栏量下降、养殖利润修复，饲用维生素需求有望稳中向好。据中国饲料工业协会数据，2022年、2023年猪饲料产量分别同比+4.0%、+10.1%，肉禽类饲料产量分别同比+0.2%、+6.6%，饲用维生素消耗占比近七成的猪和肉禽饲料产量近两年保持增长。而维生素产量有所下滑，我们认为主要由养殖利润下滑、饲用维生素添加比例下降等因素所致。随着能繁母猪存栏量下降，截至7月26日，自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为459.4元/头（同比+712.9元/头）、374.8元/头（同比+729.9元/头），养殖利润逐渐修复，有望带动维生素、蛋氨酸等下游添加剂需求边际改善。

2011-2024年7月饲用维生素价格指数变动情况



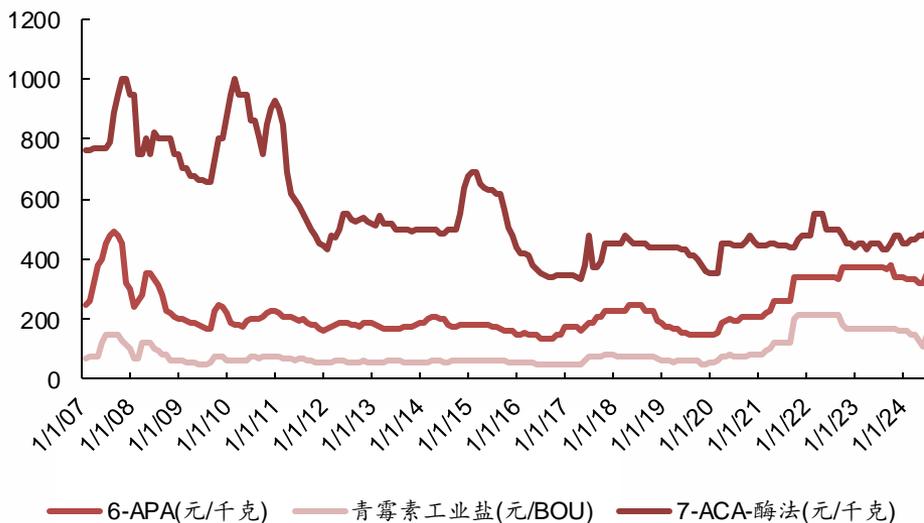
2009-2024年7月我国能繁母猪存栏量及养殖利润情况



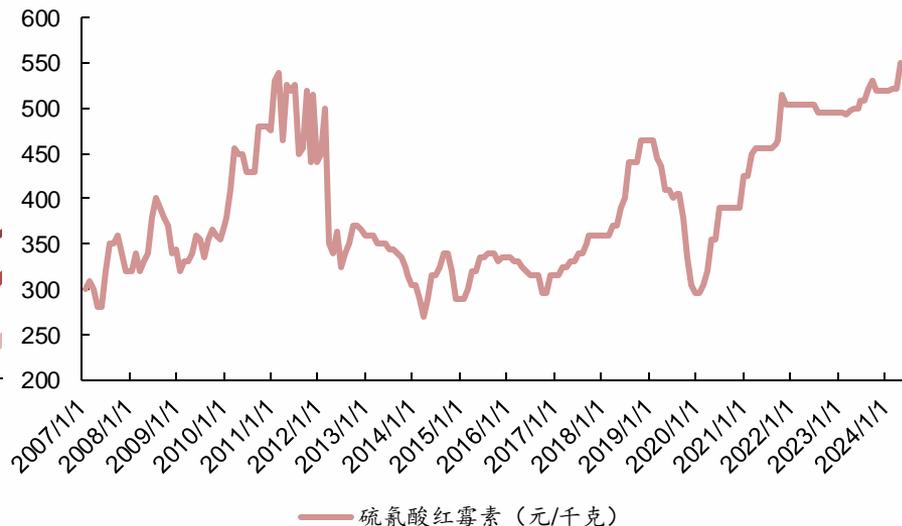
1.2 抗生素及中间体：青霉素工业盐报价环比明显上涨

- **青霉素工业盐、6-APA、7-ACA**：根据Wind数据，2024年6月青霉素工业盐最新报价为150元/BOU（环比+36.4%、同比-11.8%）；6-APA报价为350元/千克（环比+9.4%、同比-5.4%）；7-ACA报价为490元/千克（环比+2.1%、同比+8.9%）。
- **硫氰酸红霉素**：根据Wind数据，2024年6月硫氰酸红霉素最新报价为550元/千克（同比+8.4%），环比无变化。

2007-2024年6月报价环比上涨抗生素品种价格趋势



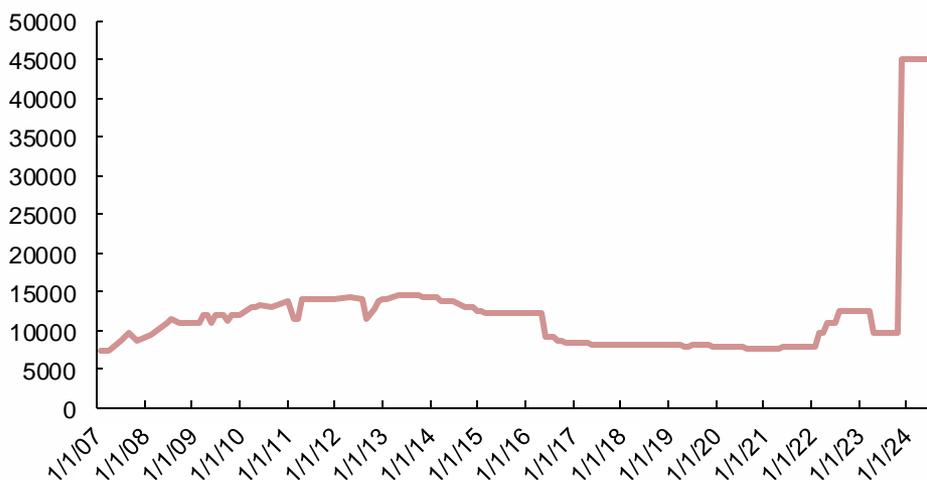
2007-2024年6月硫氰酸红霉素产品价格



1.3 激素类药：地塞米松磷酸钠价格维持高位

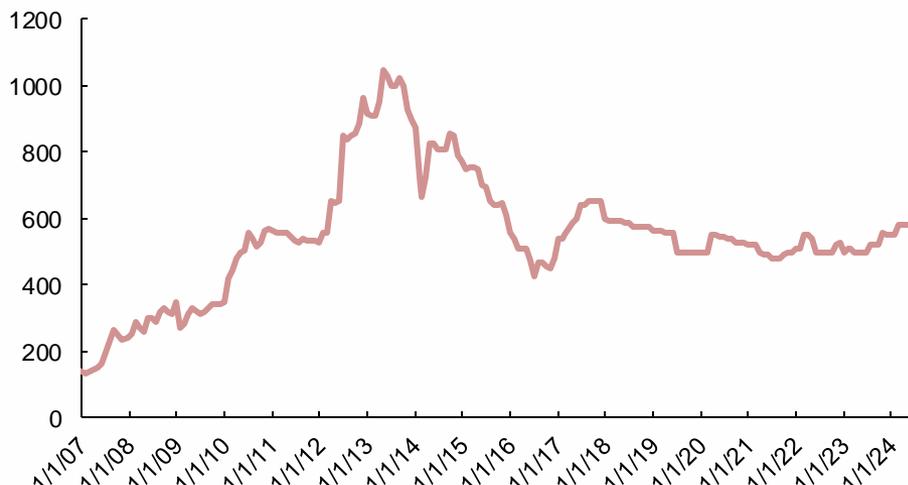
- 根据Wind统计数据，地塞米松磷酸钠和皂素2024年6月最新报价分别为45000元/千克（环比无变化，同比+361.5%）和600元/千克（环比+3.4%、同比+20%）。
- 地塞米松作为一种广泛应用于临床的激素药物，在新冠疫情期间被用于治疗重症和危重症患者，减轻炎症和提高生存率，曾被视作新冠重症唯一有效药。随着新冠疫情逐步得到控制，新冠病毒毒性减弱，重症和危重患者比例逐渐减少；且新冠特效药价格进一步下降（国产新冠口服液每疗程价格在千元以内），激素类药物的需求量下滑，地塞米松价格回落。2024年以来地塞米松价格上涨明显，主要受主要受供求关系影响，包括成本压力上涨、利润不足、质量要求提高，临床急救药品需求短缺等影响。

2007-2024年6月地塞米松磷酸钠价格（元/千克）



— 地塞米松磷酸钠

2007-2024年6月皂素价格（元/千克）

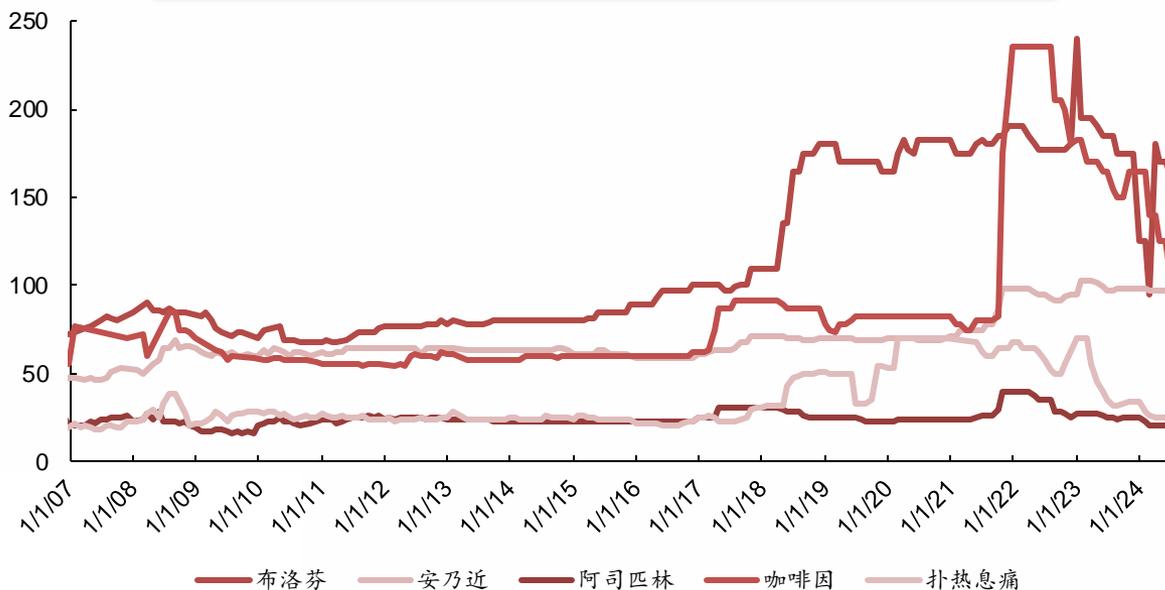


— 皂素

1.4 解热镇痛药：咖啡因、布洛芬、安乃近价格环比下滑

- **咖啡因、布洛芬、安乃近**：根据Wind统计数据，咖啡因、布洛芬、安乃近6月最新报价分别为110元/千克（环比-12%、同比-33.3%）、165元/千克（环比-2.9%、同比-10.8%）、96.5元/千克（环比-1%、同比-0.5%），价格环比、同比均有所下滑，其中咖啡因2023年以来价格波动显著。
- **阿司匹林、扑热息痛**：根据Wind统计数据，阿司匹林、扑热息痛6月最新报价分别为21元/千克（同比-17.6%）、24.5元/千克（同比-30%），价格较上月无变化。扑热息痛2020Q1价格出现大幅上涨以来，此后维持在高位，主要由受新冠疫情影响致使扑热息痛需求量上升，2023年以来扑热息痛价格持续回调，目前价格已接近历史低位。

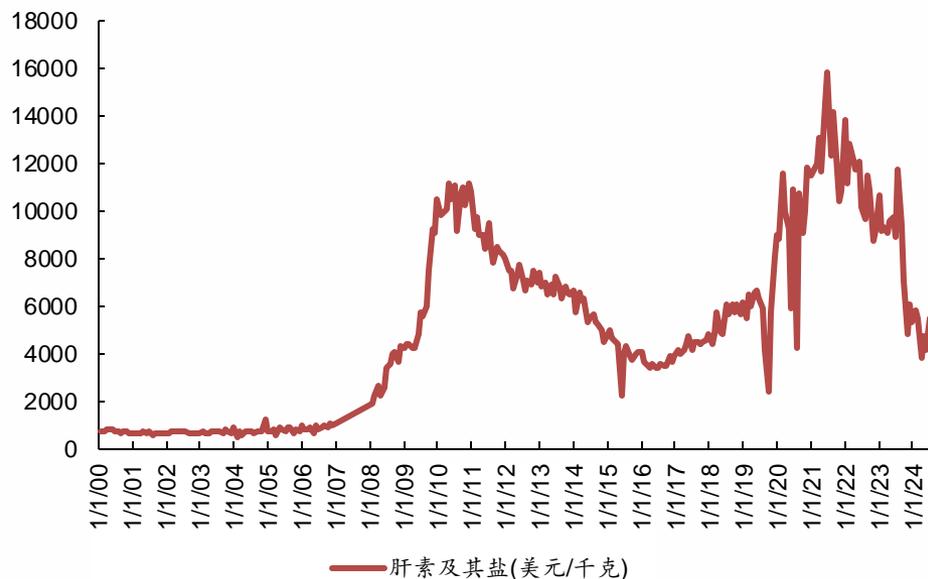
2007-2024年6月解热镇痛产品价格（元/千克）



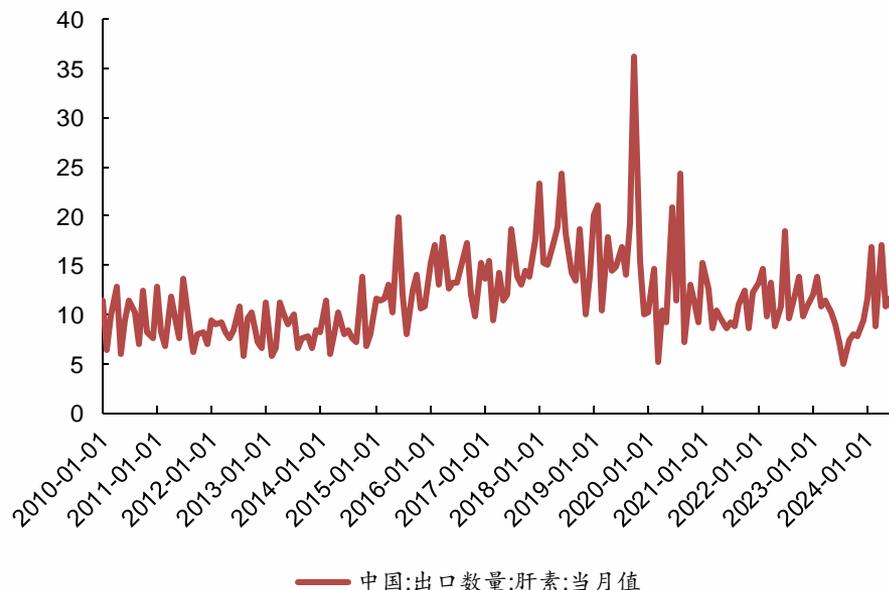
2.1 肝素：出口均价及出口量环比提升明显

- 根据Wind统计数据，2024年6月肝素的出口平均价格为5477.2美元/千克（环比+31%、同比-38.4%）。2024年6月我国肝素出口量为10.02吨，同比提升38%。肝素出口价格自2020年11月超过1万美元/千克以来，持续在1.2万美元/千克附近波动，最高出口价格为2021年6月的1.6万美元/千克。此后出口价格震荡下行，2023年1月价格下跌到1万美元/千克以下，2023年7月价格一度回升至1万美元/千克以上，此后一路下跌，2024年6月环比上浮约31%至5477.2美元/千克。

2000-2024年6月肝素出口平均价格



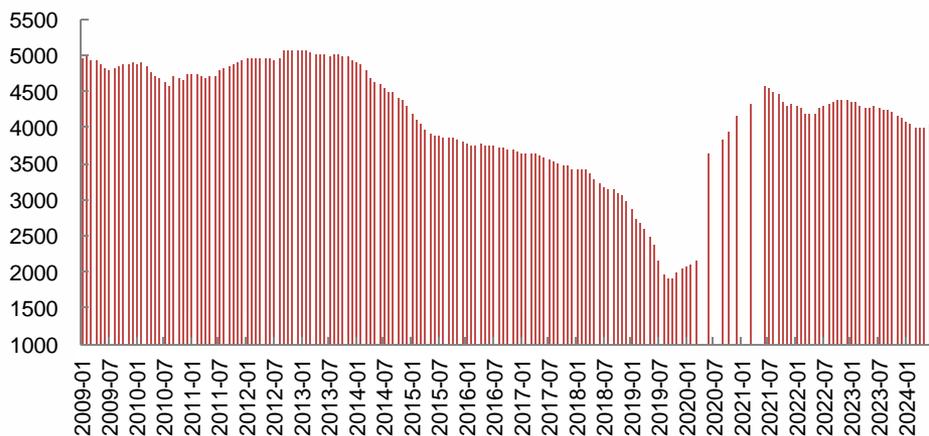
2011-2024年6月肝素月出口数量（吨）



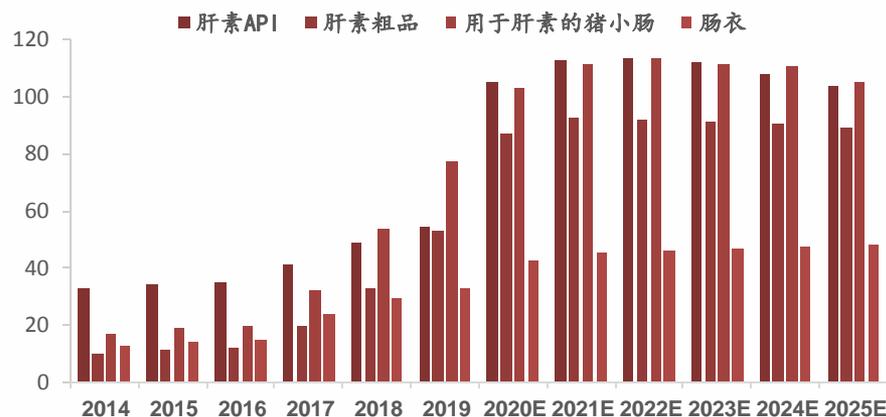
2.1 肝素：出口均价及出口量环比提升明显

- 肝素上游原料主要来源于猪小肠，我国拥有较高的生猪出栏量，生猪养殖和屠宰量占全球50%以上，猪小肠资源丰富，是全球最大的肝素原料药出口国。根据国家统计局数据，2019年全年生猪出栏量为5.4亿头(-21.6%)，主要受2018年下半年起非洲猪瘟疫情爆发影响；2020年全年生猪出栏量为5.3亿头(-3.2%)，猪小肠供给端进一步紧缩；2021年全年生猪出栏量为6.7亿头(+28.9%)，呈大幅回升状态；2023年全年生猪出栏量为7.3亿头(+3.8%)，延续回升的趋势。能繁母猪生猪存栏量从2014年开始持续下降，2019年首次跌破2000万并于2019年9月达到最低点；2020年开始反弹，2022年12月能繁母猪存栏量为4390万头，逐步恢复到去产能化最初时期水平。2024年6月末能繁母猪存栏4038万头，环比上升1.1%，同比下滑6%。
- **上游原料供给减少叠加下游肝素产品需求增加推动肝素价格上涨。**据Frost & Sullivan预测，肝素粗品价格从2014年的10.3美元/mega上涨到2019年的53.3美元/mega，年复合增长率为38.9%；肝素API的价格从2014年的33美元/mega上涨到2019年的54.3美元/mega，年复合增长率为10.5%；预计2025年肝素粗品价格将维持在90美元/mega附近，肝素API价格维持在110美元/mega左右。

2009-2024年6月中国能繁母猪生猪存栏量（万头）



2014-2025年全球肝素原料药及上游原料价格及预测(美元/mega)



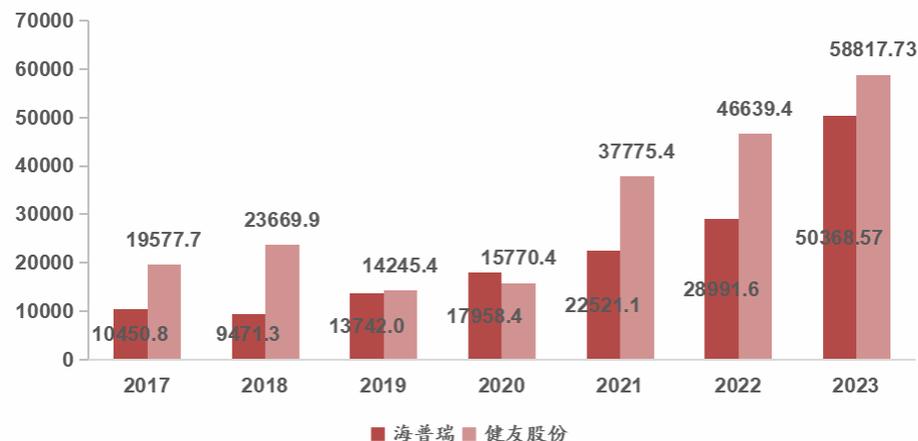
2.1 肝素：出口均价及出口量环比提升明显

- 肝素原料药行业上市企业较多，东诚药业、海普瑞、健友股份、常山药业、红日药业等，我们选取该行业两个龙头企业海普瑞和健友股份，通过分析两家企业近五年肝素原料药生产量和库存量，观察肝素行业近年发展趋势：
- **从生产量看：**健友股份和海普瑞在2019年和2020年生产量出现下滑，2019年海普瑞生产量为8.7万亿单位，较上一年减少20%，2020年生产量为7.5万亿单位，与2019年相比减少14.6%；2019年健友股份生产量为4.2万亿单位，与上一年相比增加0.2%，2020年生产量为4万亿单位，较2019年减少5.9%。2021年随着非洲猪瘟疫情缓解，两家生产商产能均恢复到2018年的水平，健友股份和海普瑞2021年-2023年生产量均稳步增长。
- **从库存量看：**2023年海普瑞库存量为5.03万亿单位，与上一年相比增加74.04%，近六年复合增长率为29.97%；2023年健友股份库存量为5.88万亿单位，与上一年相比增加26.11%，近六年复合增长率为20.12%。两家生产商近年为减少原材料价格上涨带来的损失并有效降低生产成本，持续增加肝素的库存，但大量存货也导致近年肝素销量出现下滑。同时，原料药企业大量囤货也会造成供给量减少，从而导致价格上升。随着全球疫情影响逐步减弱，医疗体系及用药回归常态，需求疲软导致价格下降回落正常区间。

2017-2023年健友股份和海普瑞肝素生产量(亿单位)



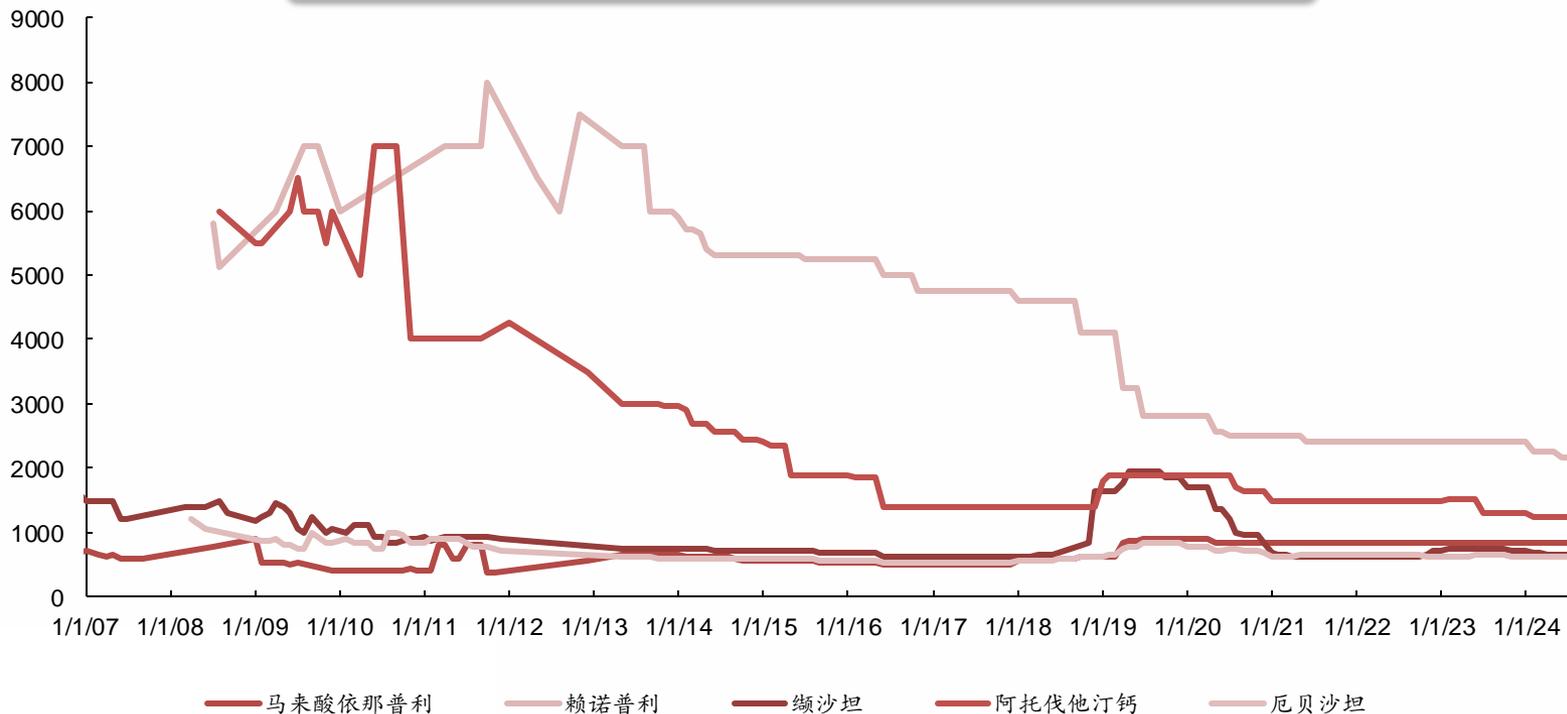
2017-2023年健友股份和海普瑞肝素库存量(亿单位)



2.2 心血管原料药：药品报价相对稳定

- 根据Wind统计数据，马来酸依那普利、赖诺普利、缬沙坦、阿托伐他汀钙、厄贝沙坦2024年6月最新报价分别为825元/千克、2150元/千克、650元/千克、1250元/千克和625元/千克，环比均保持不变；马来酸依那普利同比保持不变，缬沙坦同比下跌11.6%，赖诺普利同比下跌10.4%，阿托伐他汀钙同比下跌3.8%，厄贝沙坦同比下跌2.3%，心血管类原料药单价相对稳定。

2007-2024年6月心血管原料药产品价格(元/千克)



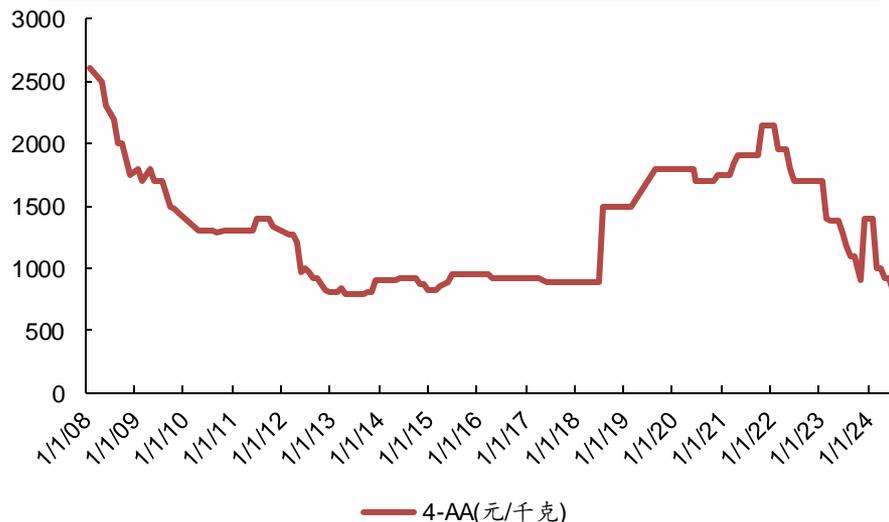
2.3 培南类：4-AA报价环比持续下滑

□ 根据Wind统计数据，截至6月30日，4-AA的最新报价为825元/千克，环比下滑9.8%、同比下滑36%。

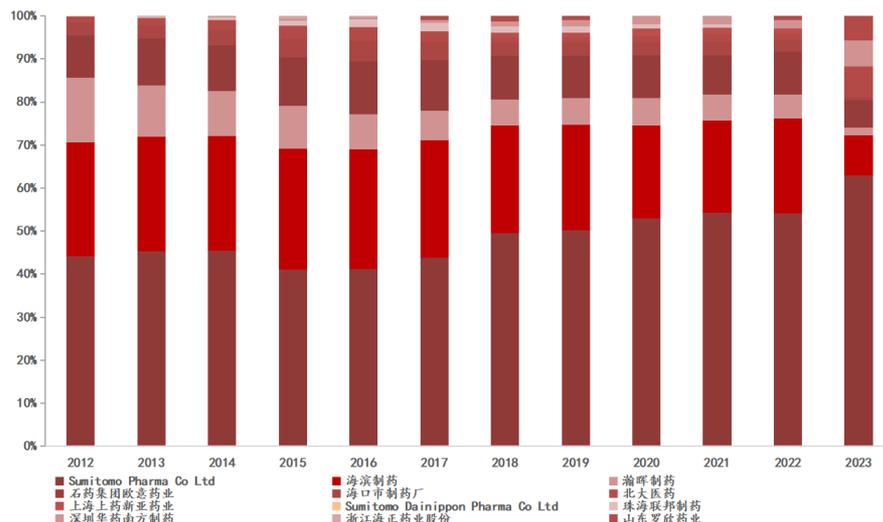
按单品种各生产企业历年销售占比看：

□ **美罗培南**：根据PDB数据库统计，2012-2023年美罗培南的主要生产商为住友制药，每年占有所有生产商销售比例在50%左右，2023年销售比例突破60%。除住友制药以外2012年至2023年美罗培南的市场主要由海滨制药、瀚晖制药和欧意药业占据，其中海滨制药是除住友制药外第二大生产商。2023年多家企业销售额占比接近且超过5%，欧意药业的美罗培南销售额占有所有生产商销售比例6.29%，北大医药的美罗培南销售额占有所有生产商销售占比6.95%，罗欣药业的美罗培南销售额占有所有生产商销售占比5.52%，华药南方制药的美罗培南销售额占有所有生产商销售占比5.94%。2023年销售占比前三的生产商为住友制药(占比61.37%)、海滨制药(占比9.13%)、北大医药(占比6.95%)。

2008-2024年6月4-AA产品价格



2012-2023年美罗培南各生产企业历年销售占比



原料药板块2023年报总结

2023年原料药板块收入略降，盈利能力下滑

原料药板块共选取39家公司，2023年原料药板块实现收入988.8亿元（-5.6%），归母净利润84.3亿元（-36.1%），扣非归母净利润76.1亿元（-38.8%）。分季度看，板块2023Q4实现收入238.3亿元（-13.4%），归母净利润-1.0亿元（-104.7%），扣非归母净利润-3.5亿元（-119.7%）。2023年原料药板块收入端下降，在行业去库存周期、非法规市场价格竞争影响下盈利能力下滑。

从盈利水平看，利润端短期承压，2023年原料药板块毛利率（32%，-2pp）、净利率（8%，-5pp）下滑明显，其中管理费率（6%，+0.5pp）、财务费率（0%，+0.4pp）、研发费率（6%，+0.7pp）均持续提升。2023Q4利润端仍有承压，销售费率（8.4%，环比+0.8pp）、管理费率（8.1%，环比+0.6pp）、研发费率（6.8%，环比+0.2pp）环比持续提升。随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、企业经营效率提升、费率下行、规模效应扩大有望推动盈利能力提升。2024Q1费用端压力持续改善，销售费率（7.0%，环比-1.4pp）、管理费率（6.3%，环比-1.8pp）、财务费用率（0.2%，环比-0.3pp）、研发费率（5.8%，环比-1pp）环比持续下降。

原料药板块22Q1-24Q1业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
单季度收入	256.8	265.7	250.1	275.2	272.1	256.1	235.8	238.3	261.3
同比增速	11.2%	10.4%	10.4%	2.6%	5.9%	-3.6%	-5.7%	-13.4%	-4.0%
归母净利润	41.0	40.5	30.1	20.5	32.9	32.9	23.5	-1.0	30.0
同比增速	4.5%	-5.4%	-6.6%	12.2%	-19.7%	-18.7%	-22.0%	-104.7%	-9.0%
扣非归母净利润	37.4	38.5	29.9	17.8	30.1	31.7	21.4	-3.5	28.6
同比增速	2.9%	0.5%	-1.5%	37.7%	-20.9%	-18.7%	-28.6%	-119.7%	-4.8%

原料药板块22Q1-24Q1盈利能力指标概览

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
毛利率	37.6%	35.5%	34.0%	32.8%	35.2%	34.6%	34.5%	30.4%	34.0%
净利率	16.0%	15.2%	12.0%	7.4%	12.1%	12.8%	10.0%	-0.4%	11.5%
销售费率	7.2%	7.2%	8.0%	7.7%	7.8%	7.3%	7.6%	8.4%	7.0%
管理费率	6.1%	6.3%	7.1%	7.1%	6.3%	6.8%	7.5%	8.1%	6.3%
财务费率	1.1%	-1.9%	-1.8%	0.8%	1.2%	-2.7%	1.0%	0.5%	0.2%
研发费率	4.9%	5.4%	5.9%	6.1%	5.1%	6.4%	6.6%	6.8%	5.8%

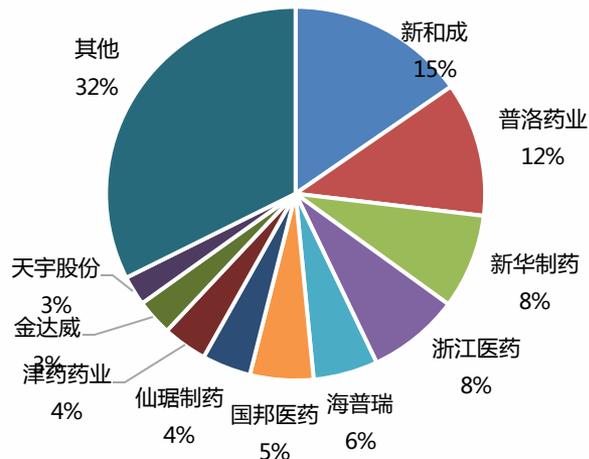
原料药板块2023年报总结

2023年头部企业贡献近一半业绩，收入、利润贡献集中度较低

2023年：原料药板块实现收入988.8亿元，16家样本公司收入实现正增长，0家公司收入增速超30%、5家公司净利润增速超30%；0家公司收入增速超50%，3家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，2023年新和成、普洛药业、新华制药、浙江医药、海普瑞贡献比例为15%、12%、8%、8%、6%；从净利润贡献看，新和成、普洛药业、新诺威、国邦医药、仙琚制药贡献比例为32%、13%、9%、7%、7%。

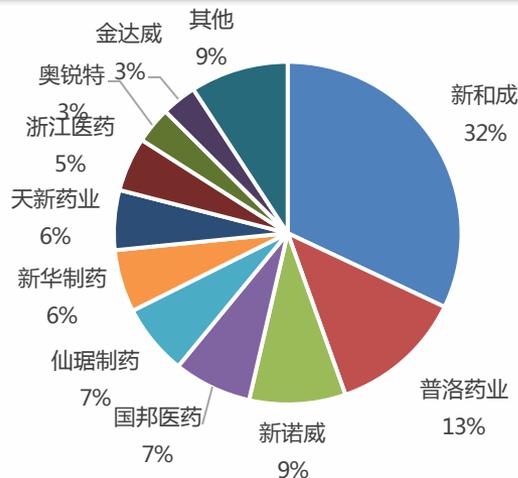
2023年板块收入占比



板块2023年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-5.63%	0	0	16	23
占比		0%	0%	41%	59%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-36.14%	3	5	18	21
占比		8%	13%	46%	54%

2023年板块归母净利润占比

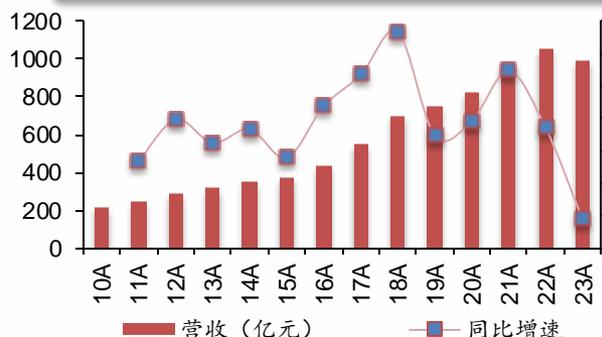


原料药板块2023年报总结

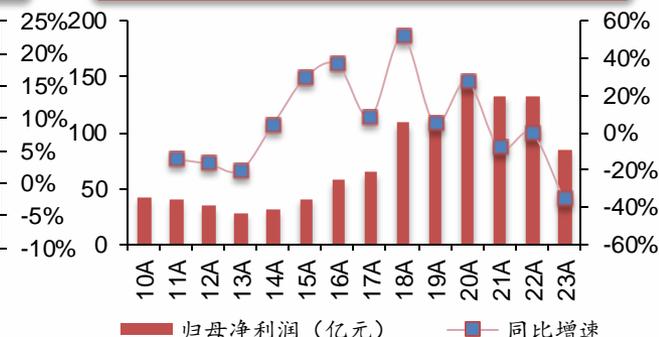
累计季度表现

2023年收入略降，利润端受制于去库存周期、非法规市场价格竞争等因素短期承压。2023年原料药板块实现收入988.8亿元（-5.6%），归母净利润84.3亿元（-36.1%），扣非归母净利润76.1亿元（-38.8%）。收入端较22年略降、利润端短期承压，主要由于国际客户去库存，Q1执行原有订单出货量仍较高、Q2以来出货量放缓，夏季停产检修以及非法规市场价格竞争激烈带来的原料药产品价格下滑等因素所致。

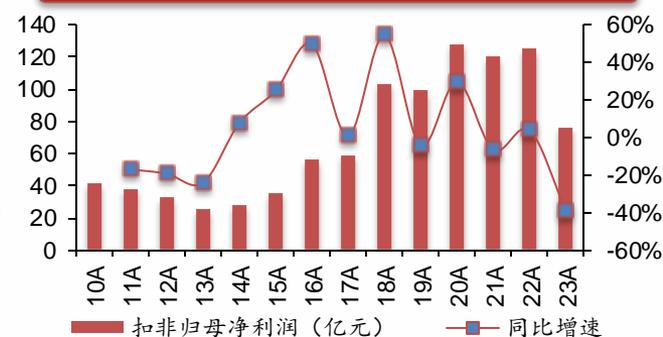
2010年~2023年收入及增速



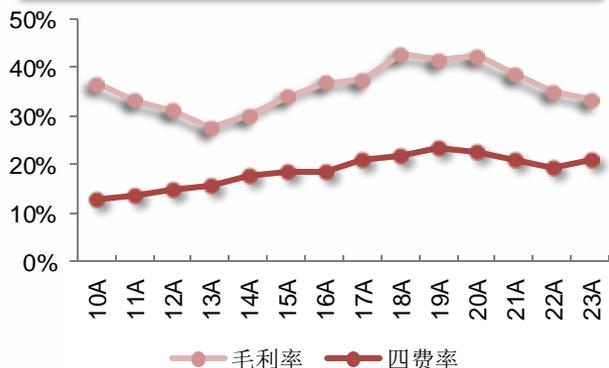
2010年~2023年归母净利润及增速



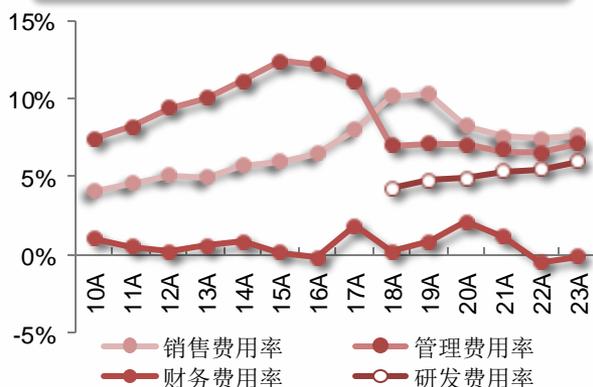
2010年~2023年扣非归母净利润收入及增速



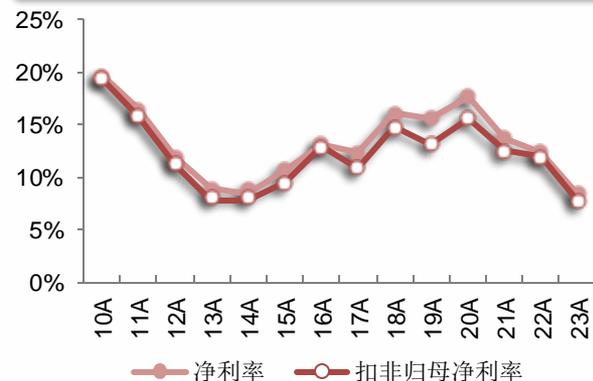
2010年~2023年毛利率与四费率变化趋势



2010年~2023年期间费用率变化趋势



2010年~2023年净利率变化趋势

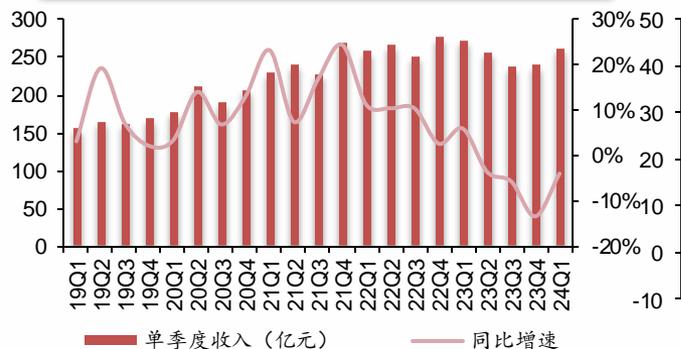


原料药板块2023年报总结

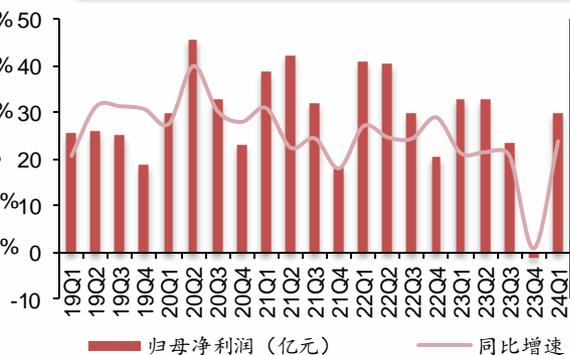
单季度表现

23Q4收入端增速持续下滑，利润端明显承压。2023Q4原料药板块收入端持续下滑（-13.4%）、利润端明显承压（-104.7%），主要由于部分原料药品种上游原材料成本波动、大额计提减值项等影响。随着上游成本压力持续缓解，汇兑收益等财务因素或将对制剂出口属性较强的公司净利润形成正向贡献。

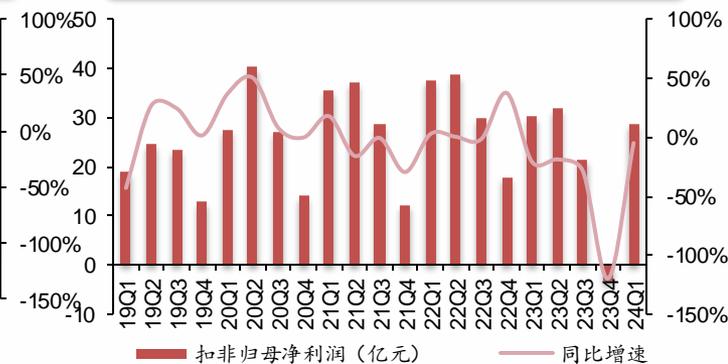
19Q1~24Q1收入及增速（单季度）



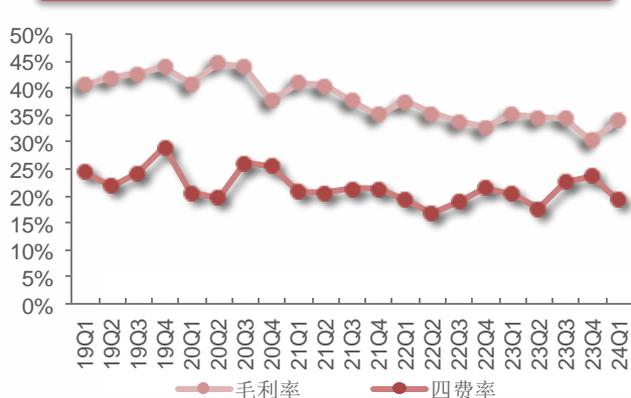
19Q1~24Q1归母净利润及增速（单季度）



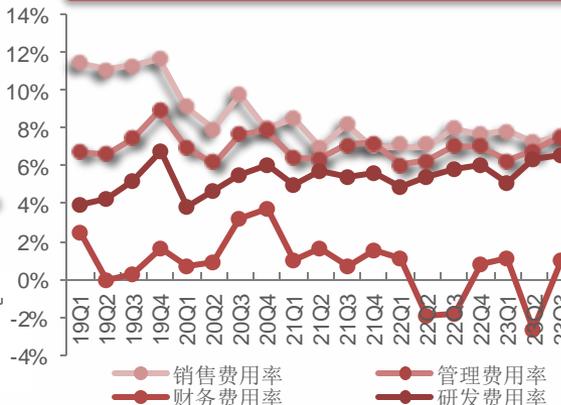
19Q1~24Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



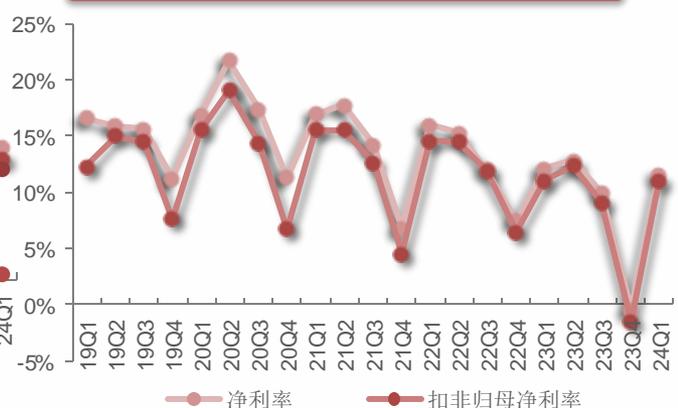
19Q1~24Q1毛利率与四费率变化趋势



19Q1~24Q1期间费用率变化趋势



19Q1~24Q1净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

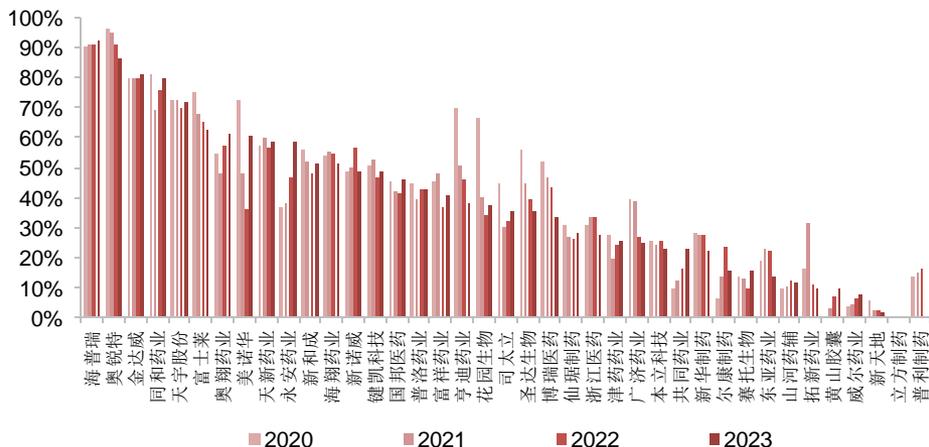
数据来源：Wind，西南证券整理

原料药板块2023年报总结

制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- ❑ **“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。**《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- ❑ **海外出口加速：**2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中健友股份2023年海外收入28.8亿元，远超国内业务收入10.5亿元；普洛药业2023年海外收入49.2亿元（+8.1%）。
- ❑ **国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2023年公司实现国内制剂收入34.8亿元（-7.3%），截至2023年获批并通过一致性评价产品60余个、获批原料药登记号63个，快速放量有望持续。

2020-2023年部分原料药及制剂企业海外收入占比



2022、2023H1我国API及制剂公司制剂获批数量Top10 (个)

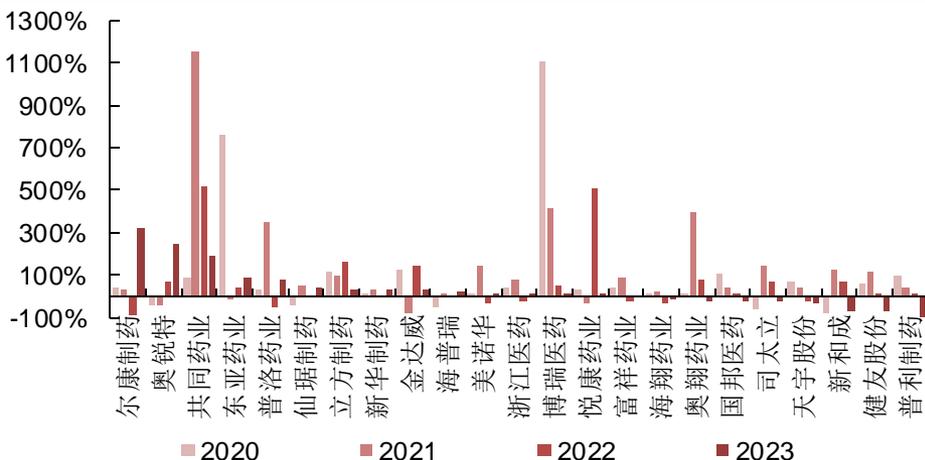


原料药板块2023年报总结

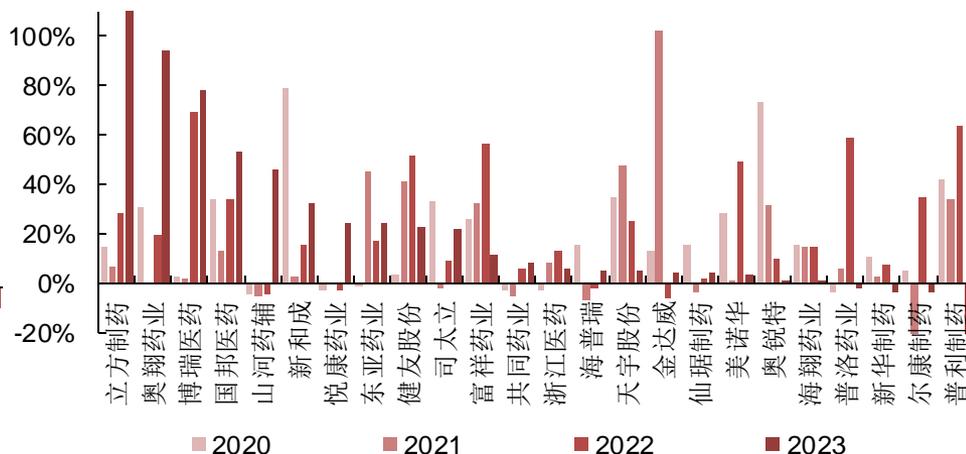
优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期

- ❑ 原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高。近年奥翔药业、普洛药业、天宇股份等企业CDMO收入占比持续提升，其中2023年普洛药业CDMO收入占比达17.5%，天宇股份CDMO毛利率达55%以上，优异的M端能力为原料药企业带来穿越周期属性的业绩弹性。
- ❑ 步入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。从在建工程来看，2023年尔康制药、奥锐特、共同药业等增速较高，均保持150%以上增速；从绝对值来看，博瑞医药、新和成、共同药业2023年在建工程分别为17.4亿元、16.2亿元、11.8亿元；从固定资产来看，2023年立方制药、奥翔药业、博瑞医药、国邦医药等企业高速增长，增速均超50%；从绝对值来看，2023年新和成、浙江医药、国邦医药、新华制药、普洛药业等固定资产均超30亿元。

部分A股API及制剂企业在建工程增速



部分A股API及制剂企业固定资产增速



www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，西南证券整理

原料药板块2023年报总结

创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- **基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求。博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1) 仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2) 创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品。截至2024Q1，公司自主研发长效多肽靶向偶联药BGC0228处于临床I期试验阶段，已完成剂量爬坡研究，最高剂量至175mg/m²；多肽类降糖药BGM0504注射液2型糖尿病治疗及减重适应症II期临床已完成全部受试者入组，其中糖尿病适应症5mg剂量组受试者已全部出组，10mg剂量组剩一例尚未出组。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

东诚药业核医药业务板块

产品名称	主要应用
氟[¹⁸ F]脱氧葡萄糖注射液 (¹⁸ F-FDG)	诊断用核素药物，PET-CT显像的主要显像剂，主要用于恶性肿瘤的早期诊断筛选、肿瘤分期、疗效评价、愈后评估等，也可用于测定心脏及脑中的葡萄糖代谢，用于冠心病及神经精神病的早期诊断、鉴别诊断及指导治疗
云克注射液 (钨[⁹⁹ Tc]亚甲基二膦酸盐注射液)	治疗用核素药物，主要用于治疗类风湿关节炎，同时在强直性脊柱炎等自身免疫性疾病和骨科疾病以及肿瘤骨转移中也有应用，并具有较好的疗效。药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射，环保部门和药监部门对云克注射液进行了豁免管理，按普通处方药进行使用管理
碘[¹²⁵ I]密封籽源	治疗用核素药物，主要治疗浅表、胸腹腔内的肿瘤(如头颈部肿瘤、肺癌、胰腺癌、早期前列腺肿瘤)，也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤
钨[^{99m} Tc]标记药物	PECT医学显像剂，根据标记的化合物不同，临床医学显像的应用也不同，可用于心肌病和冠状动脉疾患等鉴别诊断、全身或局部骨显像、肾显像等
尿素[¹⁴ C]胶囊	诊断用核素药物，鉴别和诊断胃幽门螺旋杆菌感染
碘[¹³¹ I]化钠口服液	短半衰期核素药物，诊断、治疗药，用于诊断和治疗甲亢和甲状腺癌

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lntyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn