

证券研究报告

2024年09月12日

行业报告 | 行业专题研究

医药生物

医药行业2024年中报业绩分析-原辅包板块

作者:

分析师 杨松 SAC执业证书编号: S1110521020001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级: 强于大市 (维持评级)

上次评级: 强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

原辅包：整体业绩恢复增长，去库存进入尾声，价格仍处于低位

- **去库存进入尾声，整体业绩恢复增长。**原辅包板块包括华海药业、健友股份、国药现代、仙琚制药、浙江医药等沙坦类、肝素类、抗生素类、激素类、维生素类企业。2023年板块整体营业收入同比-2.71%；归母净利润同比-36.81%；扣非归母净利润同比-37.32%，业绩表现主要系疫情期间下游客户去库存周期引起。2024H1板块整体营业收入同比+4.93%；归母净利润同比+27.57%；扣非归母净利润同比+24.61%。2024H1板块业绩恢复。
- **毛利率略有回升，价格仍在底部震荡。**2023年板块毛利率为32.34%，2024H1板块毛利率为33.31%；我们认为毛利率回升主要系部分企业产能爬坡+公司技改+规模优势导致，整体价格仍处于低位。
- **原料药制剂一体化提供持续业绩增量。**2024H1部分重点公司制剂收入占比持续提升。在集采及续标降价、保供要求持续提升背景下，原料药产能的企业有望通过原料药制剂一体化降低生产成本。

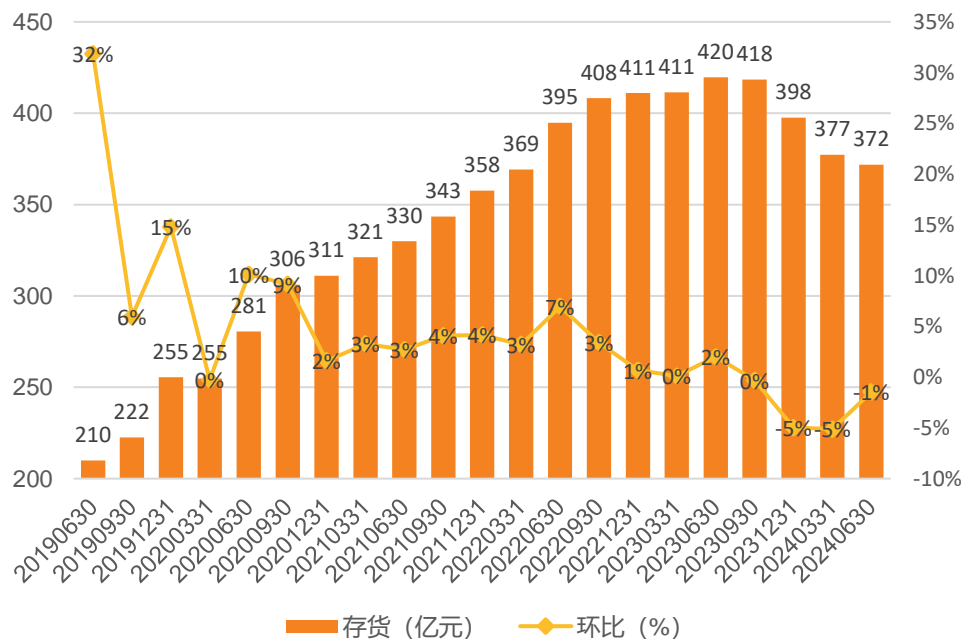
表：原辅包行业主要财务指标情况（百万元）

	2024H1	2024Q2	2023A	2022A	2021A	2020A	2019A
营业收入	64613	32482	119084	122406	118421	105666	102813
营业收入增速	4.93%	9.53%	-2.71%	3.37%	12.07%	2.77%	10.13%
毛利率	33.31%	33.29%	32.34%	33.28%	35.96%	38.67%	38.15%
销售费用率	7.98%	7.32%	9.69%	10.54%	11.93%	12.95%	14.82%
管理费用率	5.94%	5.97%	6.60%	6.26%	6.59%	6.77%	6.45%
研发费用率	4.61%	4.65%	5.39%	4.91%	4.84%	4.12%	3.77%
归母净利润	7510	4236	7175	11355	10352	11446	9758
归母净利润增速	27.57%	36.32%	-36.81%	9.69%	-9.56%	17.30%	115.95%
扣非净利润	6877	3695	6343	10118	8816	9616	8051
扣非净利润增速	24.61%	23.03%	-37.32%	14.77%	-8.31%	19.43%	22.88%
应收账款	21200	19831	18199	20359	19345	16613	14349
经营性现金流	10716	6407	16545	13336	12630	14215	11140
经营性现金流/净利润	136.19%	145.59%	217.72%	114.10%	117.34%	118.70%	103.46%

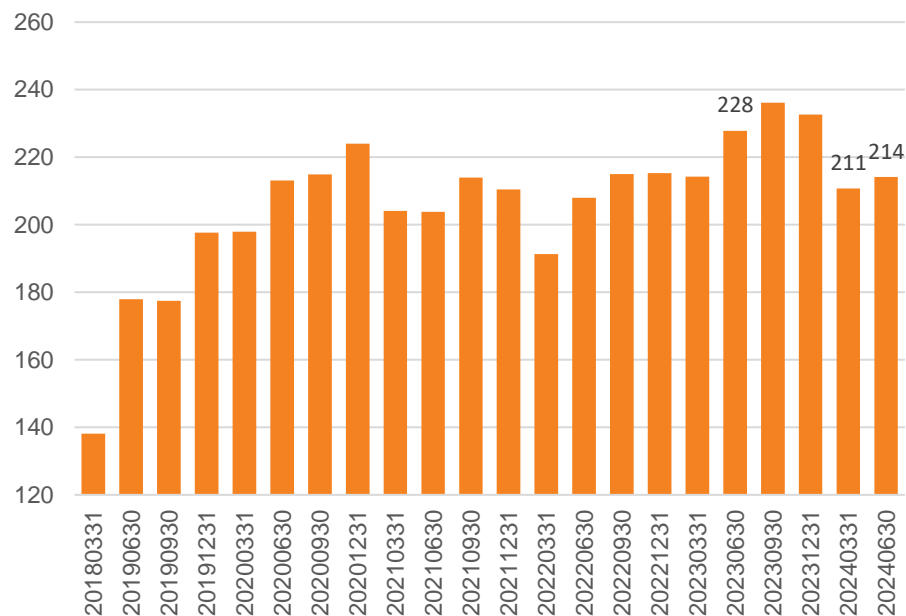
原辅包：去库存接近尾声，需求端有望持续回暖

- 去库存进入尾声，需求端有望持续回暖。自2023Q3起原辅包企业开始降低库存水平，2024Q2已经回落至2022Q1水平，随着2023Q4-2024Q1海外去库存逐渐接近尾声，2024年原料药板块需求端有望持续回暖。
- 存货周转天数略有下降。2024Q2平均存货周转天数约214天，同比下降14天。其中川宁生物（从23Q2的120天降至24Q2的113天）、健友股份（从23Q2的869天降至24Q2的550天）、华海药业（从23Q2的359天降至24Q2的308天）等企业存货周转天数明显下降。

表：2019Q2-2024Q2存货（亿元）及环比（%）*



表：2019Q2-2024Q2平均存货周转天数（天）



原辅包：制剂收入占比持续提升，国内海外齐发力

- **国内集采促进原料药制剂一体化进程，多家企业持续收益。**在集采及续标降价、保供要求持续提升背景下，原料药产能的企业有望通过原料药制剂一体化降低生产成本，通过集采取得市场知名度。华海药业等企业已通过集采红利快速发展，后续天宇股份、司太立等制剂占比较低的企业同样有望借助集采标内市场取得稳定业绩增长。
- **海外有望通过出口先发优势成为制剂出海平台。**早在2000-2008年，海普瑞、华海药业部分原料药企业已经形成大宗原料药、特色原料药的成规模出口。经过多年耕耘，以健友股份为代表的部分企业已经打通海外原料药制剂市场，未来有望作为对接规范市场的平台，成为制剂出海平台。

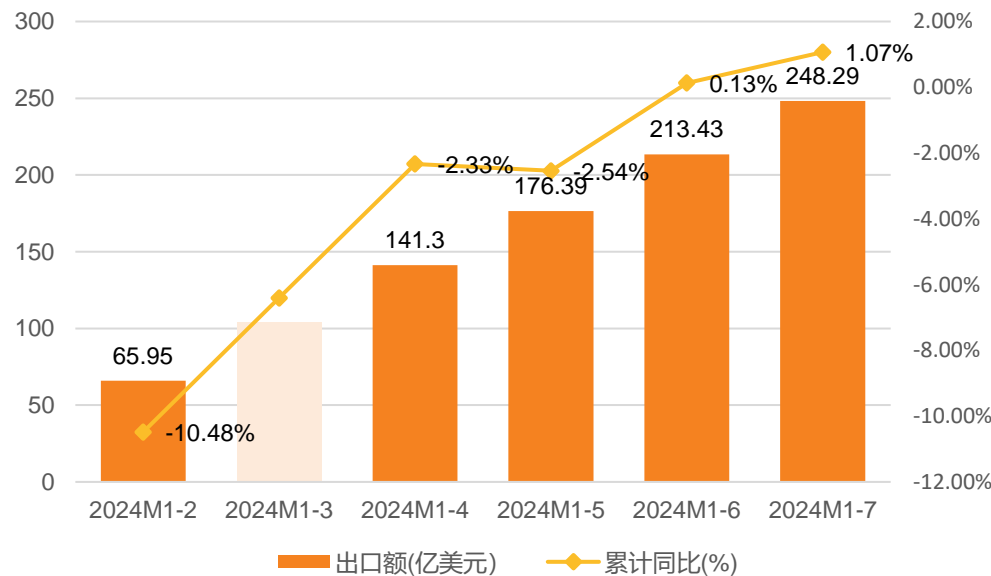
表：2019-2024H1各企业制剂收入占比（%）

公司	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
华海药业	48%	48%	55%	56%	59%	61%
仙琚制药	56.5%	52.3%	57.6%	62.1%	55.2%	57.2%
天宇股份			0.2%	1.3%	4.2%	7.7%
司太立		0.9%	11.0%	16.1%	22.3%	22.3%
健友股份	30.9%	50.6%	57.8%	66.2%	70.5%	72.2%

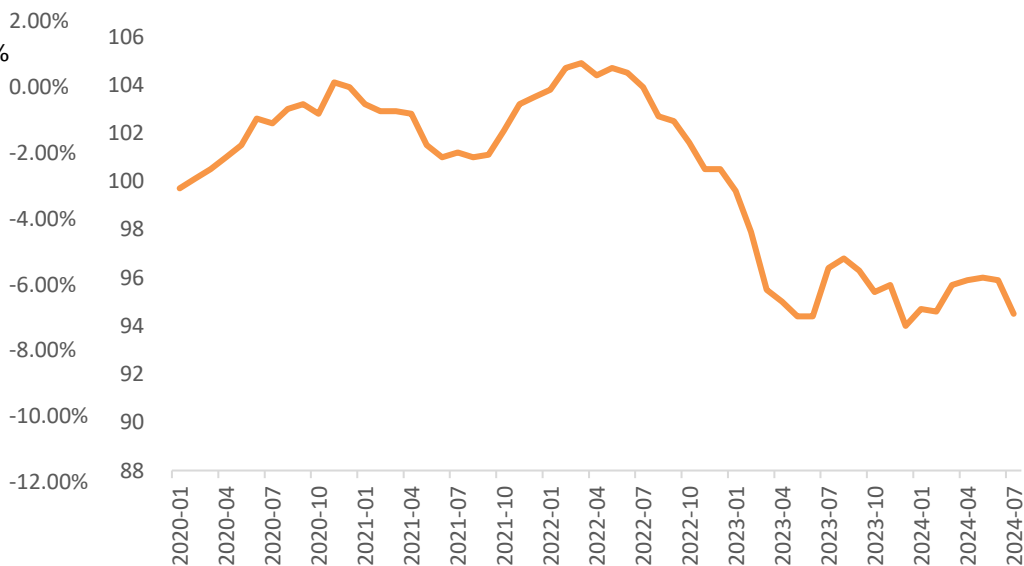
原辅包：出口金额同比回正，呈明显“以价换量”态势

- 原料药出口金额自6月起恢复正增长。2021年疫情引发的全球原料药需求快速增长，2022年原料药外贸达到历史新高。2023年海外市场需求回落，叠加去库存压力，原料药出口金额同比下滑超20%。**2024H1原料药出口金额213.4亿美元，同比增长0.13%**。2024年1-7月原料药出口增速持续稳定上升（yoy+1.07%），显示出市场趋于稳定的迹象。
- 原料药出口量激增，呈明显“以价换量”态势。国家统计局数据显示，2024年起原料药PPI指数在95左右，趋于底部企稳态势。**2024H1原料药出口数量同比增长23.4%**，考虑到量增速远超出口金额增长，出口价格降幅明显，呈现出“以价换量”态势。

图：2024年2-7月原料药出口累计金额（亿美元）及同比（%）*



图：2020年1-2024年7月原料药PPI指数（当月同比）



特色原料药板块分析：特色原料药板块整体价格走势偏弱

图：2024H1特色原料药公司业绩梳理（截至2024年6月30日，市值截至2024年9月11日）

企业	华海药业	天宇股份	美诺华	司太立	海普瑞	健友股份
分类		沙坦类		碘		肝素
市值（亿元）	236.7	51.7	23.9	35.6	125.9	214.1
PE	18.87	18.42		26.11	15.1	24.3
收入（亿元）	51.3	12.7	6.1	13.3	28.4	21.4
收入同比（%）	19.4%	-6.0%	4.4%	22.7%	4.6%	-7.0%
扣非归母净利润（亿元）	7.6	0.6	0.2	0.2	3.3	3.7
扣非归母净利润同比（%）	18.0%	-44.4%	-23.6%	-23.3%	313.8%	-39.7%
原料药板块收入（亿元）	18.5	9.9	未披露	未披露	7.5	5.3
原料药板块收入占比（%）	36.9%	78.4%	/	未披露	26.4%	24.9%
原料药板块收入同比（%）	19.4%	-6.9%	未披露	未披露	7.2%	未披露
品类出口量同比变化（%）		1.7% (沙坦类整体出口情况)		(无)		-37.1% (肝素类原料药整体出口情况)
品类价格同比变化（%）		-11.5% (沙坦类整体出口情况)		-5.2% (碘类整体进口情况)		-47.7% (肝素类原料药整体出口情况)
原料药板块毛利率（%）	未披露	30.50% (-3.98pct)	未披露	未披露	36.45% (+12.26pct)	29.03%
公司整体毛利率（%）	62.01% (+1.87pct)	35.43% (-4.33pct)	29.51% (-0.83pct)	21.49% (-2.07pct)	34.83% (-0.41pct)	40.24% (-9.53pct)
公司原料药板块经营情况	依靠成本优势（规模、技改），通过竞争，2024H1取得α业绩	考虑到沙坦类价格仍持续回落，表现不佳	考虑到沙坦类价格仍持续回落，表现不佳	碘价回落节奏偏慢	肝素类原料药价格处于低位， 2024H1坚持成熟法规市场，产品均价明显优于中国整体出口均价	肝素类原料药价格处于低位

风险提示

□ 个别公司业绩不及预期

公司经营过程中由于业务、管理、疫情、政策等内外部因素影响或造成一定业绩波动

□ 宏观环境风险

若境外业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化，可能给公司境外业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响

□ 原料药价格波动风险

受地缘政治、俄乌冲突、发达国家持续推进“本土化”战略及行业产能过剩等影响，原料药市场价格竞争愈发激烈，将有可能会对公司经营产生影响

营业绩造成不利影响。

□ 汇率变动风险

海外收入的记账本位币涉及欧元、美元、港币等，国际汇率大幅变动可能会对公司汇兑损益造成重大影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS