

天宇股份 (300702)

证券研究报告

2024年12月13日

非沙坦类原料药加速增长，CDMO、制剂协同发展

天宇股份成立于2003年，专业研发、制造、销售原料药及高级医药中间体药品，是全球心血管类原料药龙头，美国默沙东公司口服新冠药莫努匹韦中间体国内核心供货商，全球最大的缬沙坦供应商之一。

原料药及中间体：依托平台优势，助力非沙坦品种

全球沙坦类原料药需求持续增加，同时供给端竞争激烈。考虑到公司原料药规范市场占比持续提升，沙坦类价格逐步企稳，主要品种缬沙坦价格已稳定在600-700元/千克的区间内。

公司官网数据显示，公司非沙坦类的覆盖品种日益丰富，其中有39个品种已实现商业化，待验证有6个，研发中的有13个，有望成为公司第二增长曲线。

CDMO：项目储备充足，需求趋势向好

公司与多个全球大型制剂厂商建立了长期、稳定的合作关系，2021年出色完成默沙东紧急项目研发后，开加速扩建研发和业务团队，随着药品的持续推广和客户产品的持续放量，公司的CDMO业务有望保持稳定增长。

制剂：批文储备丰富，业绩有望实现高增长

带量采购提升了制剂企业与原料药企业的关联度，“原料药+制剂”一体化战略趋势明显。经过公司2019-2024年的积累，制剂目前的批文数量、集采情况以及销售渠道的建立都在逐渐向好，已获批制剂批件46个，涉及品种30个（截至2024H1），2024年有望迎来快速发展阶段。

盈利预测与估值

我们预计公司2024-2026年总体收入分别为27.08/32.40/39.48亿元，同比增长分别为7.15%/19.66%/21.84%；归属于上市公司股东的净利润分别为0.83/2.54/3.51亿元。

考虑到：（1）原料药及中间体业务规范市场销售占比持续提升，沙坦类价格已基本稳定，非沙坦类规模优势有望持续扩大；（2）CDMO业务大客户稳定，同时正推动拓展新项目合作；（3）制剂获批产品持续增长，“原料药+制剂”一体化发展存在成本优势。未来三大业务均有增量的机会，看好公司进入加速发展阶段，同时考虑到原料药价格因素，公司近期业绩波动较大，不适合采用PE估值，应选择PB估值，给予公司2025年2.1倍PB，目标价22.83元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争的风险；产品类别相对集中的风险；汇率波动风险；存货减值风险；法规政策风险；客户依赖风险

投资评级

行业 医药生物/化学制药

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 18.33元

目标价格 22.83元

基本数据

A股总股本(百万股) 347.98

流通A股股本(百万股) 211.16

A股总市值(百万元) 6,378.42

流通A股市值(百万元) 3,870.64

每股净资产(元) 10.16

资产负债率(%) 45.02

一年内最高/最低(元) 23.29/13.16

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,666.68	2,527.27	2,707.91	3,240.35	3,948.01
增长率(%)	4.78	(5.23)	7.15	19.66	21.84
EBITDA(百万元)	523.98	900.14	575.18	676.38	789.11
归属母公司净利润(百万元)	(118.95)	27.36	82.70	253.95	351.20
增长率(%)	(158.12)	(123.00)	202.28	207.06	38.30
EPS(元/股)	(0.34)	0.08	0.24	0.73	1.01
市盈率(P/E)	(53.62)	233.14	77.13	25.12	18.16
市净率(P/B)	1.83	1.83	1.78	1.69	1.56
市销率(P/S)	2.39	2.52	2.36	1.97	1.62
EV/EBITDA	18.15	9.72	11.93	10.74	7.96

资料来源：Wind，天风证券研究所

内容目录

1. 天宇股份：为全球供应高质量的医药产品.....	4
1.1. 以“沙坦类”为基础，成长曲线逐渐多元化.....	4
1.2. 业绩重回增长通道，费用率保持稳定.....	4
2. 原料药及中间体：依托沙坦平台优势，助力非沙坦品种.....	7
2.1. 沙坦类原料药：需求稳中有升，成长空间大.....	7
2.1.1. 高血压患者群体大，渗透率仍有较大空间.....	7
2.1.2. 沙坦类是最主流的降压药，市场规模可观.....	7
2.1.3. 公司布局品种丰富，销量恢复有望助推业绩提升.....	9
2.1.4. 沙坦类原料药价格触底，规范市场占比持续提升.....	10
2.2. 非沙坦类原料药：布局品种丰富，有望成为新增长点.....	11
3. CDMO 业务：公司技术领先，需求趋势向好.....	12
3.1. 市场规模稳健增长，CDMO 市场有望逐渐回暖.....	12
3.2. 公司 CDMO 业务起步较早，与客户合作稳定.....	13
3.2.1. 生产端和研发端双重推动 CDMO 业务发展.....	13
3.2.2. CDMO 项目储备充足，成长空间逐渐打开.....	14
4. 制剂：“原料药+制剂”一体化发展，批文储备丰富.....	15
5. 盈利预测与估值.....	17
5.1. 盈利预测及关键假设.....	17
5.2. 估值与投资评级.....	18
6. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：公司发展历程梳理.....	4
图 2：公司股权结构和主要子公司结构.....	4
图 3：公司历年来营业收入及同比增速.....	5
图 4：公司历年来归母净利润及同比增速.....	5
图 5：公司历年毛利率、净利率情况.....	5
图 6：公司历年期间费用率情况.....	5
图 7：公司 2017-2020 分业务模式营收占比情况.....	6
图 8：公司 2021-2024H1 分业务模式营收占比情况.....	6
图 9：公司历年分地区营收占比情况.....	6
图 10：公司历年沙坦类与非沙坦类原料药及中间体营收占比情况.....	7
图 11：公司历年非沙坦类品种收入（百万元）.....	7
图 12：2020 年中国农村、城市居民主要疾病死因构成比（%）.....	7
图 13：1991-2015 年高血压知晓率、治疗率和控制率（%）.....	7
图 14：常见抗高血压药物机理及特征.....	8
图 15：2016-2022 年中国、全球沙坦类原料药总消耗量（吨）.....	8

图 16: 2018-2022 年全球沙坦类制剂销售额 (亿美元)	8
图 17: 主要沙坦原料药厂家 (天宇股份和华海药业) 的销售量 (吨)	10
图 18: 主要沙坦类原料药价格变化 (元/千克)	10
图 19: 公司原料药销售市场结构	10
图 20: 2023-2024H1 全球创新药投融资事件数	13
图 21: 2023-2024H1 全球创新药投融资金额 (亿美元)	13
图 22: 全球医药市场规模 (单位: 十亿美元)	13
图 23: 全球 CDMO 市场规模 (十亿美元)	13
图 24: 公司核心技术	14
图 25: 2018-2024H1 公司 CDMO 业务收入及增速	15
图 26: 2021-2024H1 公司 CDMO 业务毛利率	15
图 27: 2021-2024H1 公司制剂业务收入及同比增速	15
图 28: 2021-2024H1 公司制剂业务毛利率	15
表 1: 2016-2022 年沙坦类原料药全球消耗量 (吨)	8
表 2: 主要沙坦类产品供应商国内外认证情况	9
表 3: 沙坦类原料药 2022 年出口量 TOP5 企业	9
表 4: 公司已实现商业化的原料药品种	11
表 5: 公司待验证的原料药品种	12
表 6: 公司研发中的原料药品种	12
表 7: 公司 2023 年 CDMO 业务研发进展情况	13
表 8: 公司场地布局	14
表 9: 公司 2023 年制剂业务研发进展情况	15
表 10: 天宇股份制剂申请状态	16
表 11: 天宇股份制剂业务批文情况 (截至 2024H1)	16
表 12: 公司各板块收入 (百万元) 及毛利率 (%) 预测	17
表 13: 可比公司估值	18

1. 天宇股份：为全球供应高质量的医药产品

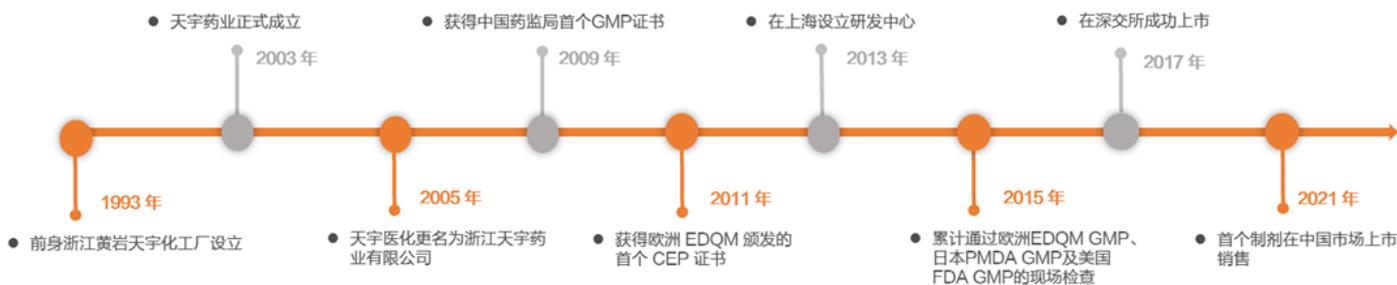
天宇股份成立于 2003 年，是一家专业研发、制造和销售制剂、原料药以及医药中间体的企业。公司产品涵盖降血压类、降血糖类、降血脂类、抗血栓类和抗哮喘类药物，是全球主要的心血管类原料药制造商之一。

1.1. 以“沙坦类”为基础，成长曲线逐渐多元化

天宇股份前身浙江黄岩天宇化工厂成立于 1993 年，1998 年开始生产沙坦类中间体。2003 年，天宇化工成功转型为医药企业，浙江天宇医药化工有限公司设立。2005 年，天宇医化正式更名为浙江天宇药业有限公司。

全方位保证产品质量，持续开发新业务。公司 2009 年获得中国药监局的首个 GMP 认证，截至 2024 年 6 月公司总部和临海天宇子公司均通过中国 CFDA、美国 USFDA、欧盟或欧盟成员国斯洛文尼亚（JAZMP）的 GMP 现场检查，其中临海场地还通过了澳大利亚 TGA、日本 PMDA、墨西哥 COFEPRIS 的 GMP 现场检查，总部还通过了韩国 MFDS 的 GMP 现场检查。2017 年，公司成功在深交所上市。2021 年，公司首个制剂产品厄贝沙坦片在中国市场上市，目前公司制剂产品销售覆盖全国各省份。

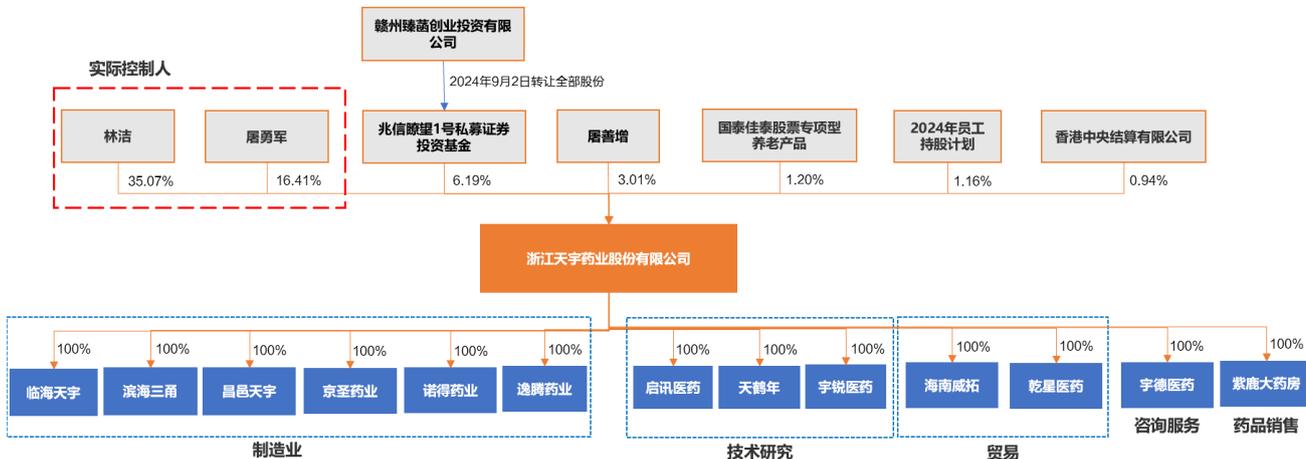
图 1：公司发展历程梳理



资料来源：公司官网，公司公告等，天风证券研究所

股权结构清晰，创始人行业经验丰富。公司实控人屠勇军、林洁夫妇分别直接持有公司 16.41% 和 35.07% 的股份（截至 2024 年 Q3），此前通过全额出资设立的赣州臻茵创业投资有限公司，间接持有公司 6.19% 的股份。2024 年 9 月 2 日，臻茵投资已正式以协议转让方式将其所持公司股份转让给江苏兆信作为基金管理人的瞭望 1 号，本次过户登记完成后，瞭望 1 号与一致行动人林洁、屠勇军、屠善增合计持有公司股份 211,161,884 股，占公司总股本的 60.68%，实际控制人股权集中；创始人屠勇军自 1993 年起进入化工医药行业，在该领域拥有超过 20 年生产和销售经验，对 API 及中间体、CMO/CDMO 及制剂业务拥有丰富经验。

图 2：公司股权结构和主要子公司结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 业绩重回增长通道，费用率保持稳定

公司 2023 年实现营业收入 25.27 亿元，较 2022 年营业收入 26.67 亿元同比下降 5.23%，归母净利润 0.27 亿元，同比上升 123.02%，实现扭亏为赢；2024H1 实现营业收入 12.65 亿元，较 2023H1 营业收入 13.46 亿元同比下降 6.01%，归母净利润 0.53 亿元，同比下降 21.87%；2024Q1-Q3 实现营业收入 19.32 亿元，较 2023 年同期营业收入 18.65 亿元同比增加 3.61%，归母净利润 0.85 亿元，同比增加 23.72%。2024H1 净利润下降的主要原因系：1) 原料药与中间体业务的销售毛利率较 2023H1 下降；2) CDMO 业务的客户需求下降，从而导致毛利额下降。截至 2024 年前三季度，公司的营收和归母净利润已实现同比增长。

图 3：公司历年来营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司历年来归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

分三个阶段对公司财务表现进行分析：

2020 年之前：受益于 NDMA 杂质事件的发生，沙坦类原料药市场总体处于药品紧缺的状态，整个行业从上游化工原料到下游原料药的价格均有大幅升高，毛利率从 2017 年的 37.80% 上升到 2019 年的 56.11%，净利率从 2017 年的 8.43% 大幅跃升至 2019 年的 27.75%。

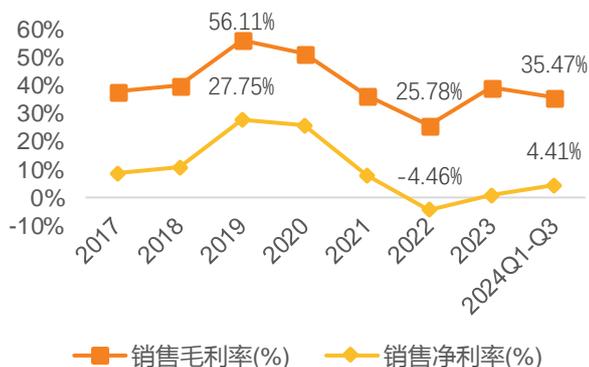
2020-2022 年：2021 年，公司的营业收入首次出现同比负增长（同比-1.64%）；归母净利润下降幅度较大（同比-69.32%）；毛利率、净利率也出现大幅下降，其中毛利率从 2020 年的 51.65% 下降至 36.65%，净利率从 2020 年的 25.78% 下降至 8.04%。公司净利润下滑主要受主营业务毛利下降、研发费用增长、管理费用增长等因素影响。

影响主营业务毛利的主要因素有：1) 市场竞争周期激励所导致的公司沙坦类原料药及中间体产品降价；2) 公司生产规模建设扩大，新投入使用的生产基地产能利用率较低，完工产品分摊的固定成本较高；3) 化学基础原料价格持续上涨，环保费用支出增加、部分产品生产场地转移、限电限产造成的产能冲击，导致生产成本提高。

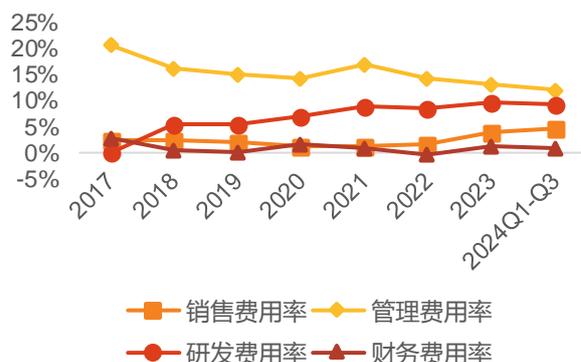
2023 年至今：截至 2022 年末，公司基本上完成了两个募投项目生产基地主要产品的改造和调试，生产运营达到预期目标，公司为未来长期稳定发展所做的系列投入初见成效。同时受原料药及中间体产品销售结构变化、规范市场销售占比提升及 CDMO 业务收入规模增长等影响，2023 年公司销售毛利率为 39.17%（同比+13.39pct），进一步促成了公司净利润的增长。目前沙坦类原料药及中间体的市场竞争仍较激烈，但我们认为相关产品的价格或已趋于稳定，进一步大幅下调的空间有限，公司未来的盈利能力有望逐渐恢复增长。

图 5：公司历年毛利率、净利率情况

图 6：公司历年期间费用率情况



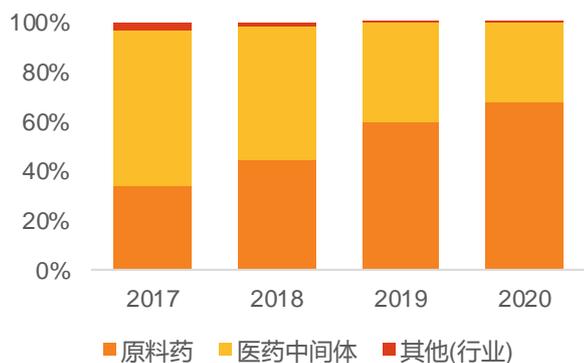
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

业务模式结构：业务重心由中间体提升至原料药。公司早期以医药中间体业务为主，但在 2017-2020 期间，中间体业务营收占比不断下降，而 API 营收占比一直保持上升趋势。2017 年公司的中间体营收占比达到 63%左右，而原料药占比仅为 33.45%。公司在原料药行业多年的生产经营为公司积累了较强的研发成果产业化能力及产品注册认证能力，原料药开始加快成长，至 2019 年 API 的营收占比达到 59.14%，首次超过中间体成为公司占比最高的业务。

图 7：公司 2017-2020 分业务模式营收占比情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

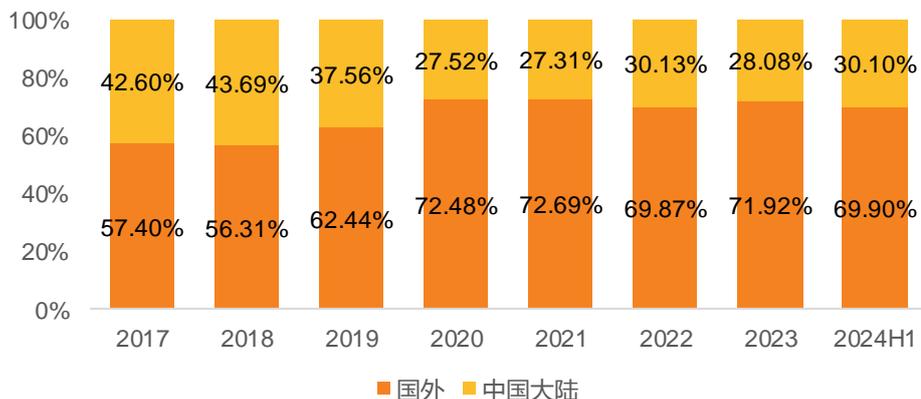
图 8：公司 2021-2024H1 分业务模式营收占比情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

国外业务为主要收入来源，占比持续提升。分地区看，公司主要收入来自国外，2023 年国外地区与中国大陆地区分别实现收入 18.18 亿元和 7.10 亿元，占比分别为 71.92%和 28.08%。公司各生产基地均按照严格的 GMP 质量体系、EHS 管理体系规范建设生产，产品受国际认可度高，主要销往欧盟、印度、韩国、日本、美国等国家和地区。经过持续的发展与提升，公司与默沙东 (MSD)、诺华 (Novartis)、赛诺菲 (Sanofi) 等全球大型制剂厂商建立了长期、稳定的合作关系。

图 9：公司历年分地区营收占比情况

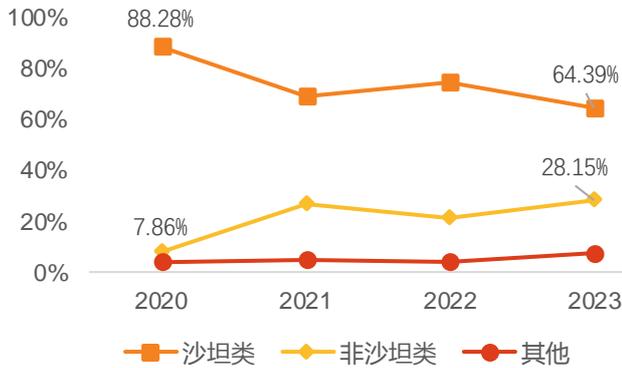


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 原料药及中间体：依托沙坦平台优势，助力非沙坦品种

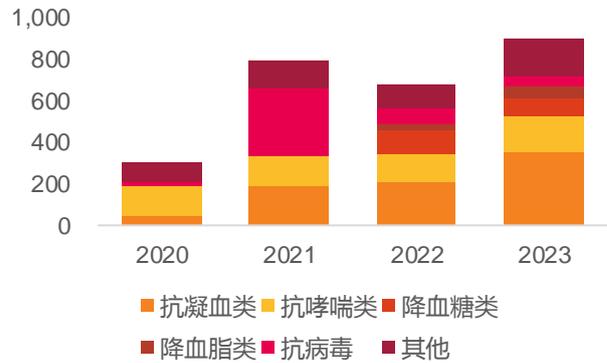
以沙坦类原料药为基石，覆盖品种日益丰富。公司原料药及中间体业务涉及产品按应用领域划分主要包括沙坦类抗高血压类以及抗凝血类、抗哮喘药、降血糖类、降血脂类和抗病毒类等其他品种，尽管沙坦类原料药仍是公司营收的主要来源，但近年来非沙坦类的收入贡献逐渐提升，同时非沙坦类相关品种也在不断丰富。具体而言，沙坦类原料药收入占比已从 2020 年的 88.28% 下降到 2023 年的 64.39%，而同期非沙坦类原料药的收入占比则从 7.86% 上升到了 28.15%，显示出非沙坦类药物市场具有强劲的增长潜力。

图 10：公司历年沙坦类与非沙坦类原料药及中间体营收占比情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司历年非沙坦类品种收入（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

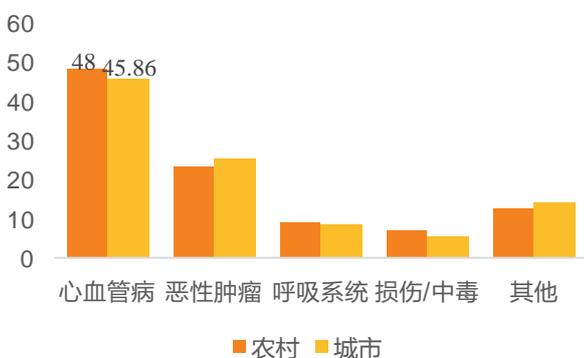
2.1. 沙坦类原料药：需求稳中有升，成长空间大

2.1.1. 高血压患者群体大，渗透率仍有较大空间

高血压是心血管病的危险因素，患者规模大。截至 2020 年，中国心血管疾病患病率处于持续上升阶段，仍居我国死亡率首位，2020 年农村、城市 CVD 分别占死因的 48.00% 和 45.86%，高于肿瘤及其他疾病。1958-2018 年，全国范围内的高血压患病率抽样调查表明，高血压患病率呈上升趋势。国家心血管病中心 2023 年 6 月 9 日发布的《中国心血管健康与疾病报告 2022》推算 CVD 现患人数 3.3 亿人，其中高血压就达 2.45 亿人。

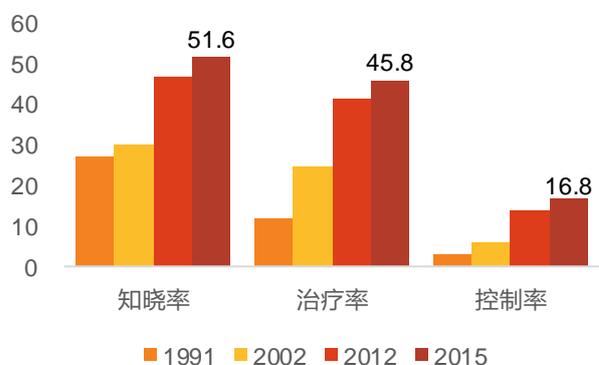
“三率”均有明显提高，但仍不理想。高血压“三率”指的是高血压知晓率、治疗率和控制率。1991-2015 年，我国高血压知晓率、治疗率和控制率均呈持续上升趋势。CCDRFS 研究显示，2018 年中国 ≥ 18 岁成人高血压知晓率、治疗率和控制率分别为 41.0%、34.9% 和 11.0%，超一半的高血压患者未能得到治疗，我国高血压“三率”仍不理想，还有很大改善空间。因此我们认为，对高血压干预及防治需求的持续增加将驱动降压药物需求规模上涨，中国及全球的降压药市场仍有增长空间。

图 12：2020 年中国农村、城市居民主要疾病死因构成比 (%)



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2022》(国家心血管病中心)，天风证券研究所

图 13：1991-2015 年高血压知晓率、治疗率和控制率 (%)



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2022》(国家心血管病中心)，CHS，天风证券研究所

2.1.2. 沙坦类是最主流的降压药，市场规模可观

沙坦类药物是目前高血压治疗领域的主流产品。沙坦类药物通过选择性阻断血管紧张素受体来降血压，是国内外权威指南推荐的一线治疗药物，包括氯沙坦、缬沙坦、厄贝沙

坦等品种。在所有抗高血压药物中，因其临床疗效确切，副作用小，耐受性好，可用于心力衰竭、糖尿病、肾病患者等诸多优势，愈加受到医生和患者的青睐，用药规模持续增加。

图 14：常见抗高血压药物机理及特征

抗高血压类药物	机理	主要药物	特性/适用范围	不足
利尿剂	主要通过利钠利尿、降低容量负荷而发挥降压作用	呋塞米、氢氯噻嗪	尤其适用于老年高血压、单纯收缩期高血压或伴心力衰竭患者，也是难治高血压的基础药物之一	可引起低血钾，长期应用者应定期监测血钾，并适量补钾，痛风者禁用
β -受体阻滞剂	主要通过抑制过度激活的交感神经活性、抑制心肌收缩力、减慢心率发挥降压作用	普萘洛尔、美托洛尔、比索洛尔	尤其适用于伴快速性心律失常、冠心病慢性心力衰竭、交感神经活性增高以及高动力状态的高血压患者	常见的不良反应有疲乏、肢体冷感、激动不安、胃肠不适等，还可能影响糖、脂代谢
钙离子通道阻滞剂 (CCB)	主要通过阻断血管平滑肌细胞上的钙离子通道发挥扩张血管降低血压的作用	氨氯地平、硝苯地平	适用范围相对广，尤其适用于老年高血压、单纯收缩期高血压、伴稳定性心绞痛、冠状动脉或颈动脉粥样硬化及周围血管病患者	常见的不良反应包括头痛、面部潮红、踝部水肿、心跳加快、牙龈增生等
血管紧张素转化酶抑制剂 (ACEI)	抑制血管紧张素转化酶，阻断肾素血管紧张素 II 的生成，抑制激肽酶的降解而发挥降压作用	卡托普利、依那普利、贝那普利	具有良好的靶器官保护和心血管终点事件预防作用，尤其适用于伴慢性心力衰竭、心肌梗死后心功能不全、心房颤动预防、糖尿病肾病、非糖尿病肾病、代谢综合征、蛋白尿或微量蛋白尿患者	易引起干咳，若无法耐受，可换用ARB
血管紧张素 II 受体拮抗剂 (ARB)	具有较强的特异性，通过作用于特定受体从而阻断血管紧张素 II 与其受体结合，实现舒张血管而达到降压目的	氯沙坦、缬沙坦、厄贝沙坦	尤其适用于伴左室肥厚、心力衰竭、糖尿病肾病、冠心病、代谢综合征、微量蛋白尿或蛋白尿患者以及不能耐受ACEI的患者，并可预防心房颤动	长期应用可升高血钾，应注意监测血钾及肌酐水平变化双侧肾动脉狭窄、妊娠妇女高血压症者禁用

资料来源：摩熵医药（原药融云）《原料药产业白皮书》，天风证券研究所

全球沙坦需求庞大，原料药消耗量和制剂市场有望持续增长。2016-2022 年沙坦原料药全球总消耗量为 34282.2 吨，其中缬沙坦总消耗量最大，2016-2022 年总消耗量 9925.53 吨；2016-2022 年中国沙坦类原料药消耗量从 253.85 吨增长至 589.70 吨，总消耗量为 2693.71 吨。由于非规范市场的数据难以统计，预计沙坦类原料药实际需求可能更多。另一方面，沙坦类制剂近 5 年总销售额呈增长趋势，从 2018 年的 145.88 亿美元增至 2022 年的 231.15 亿美元，5 年 CAGR 为 12.19%，其中沙库巴曲缬沙坦制剂以 69.41 亿美元的销售额夺得 2022 年沙坦类制剂全球市场桂冠。制剂市场壮大的同时将进一步驱动沙坦类原料药消耗量的激增，随着国内仿制药的获批以及受集采政策的影响，预计沙库巴曲缬沙坦原料药消耗量和制剂市场将持续增长。

图 15：2016-2022 年中国、全球沙坦类原料药总消耗量（吨）

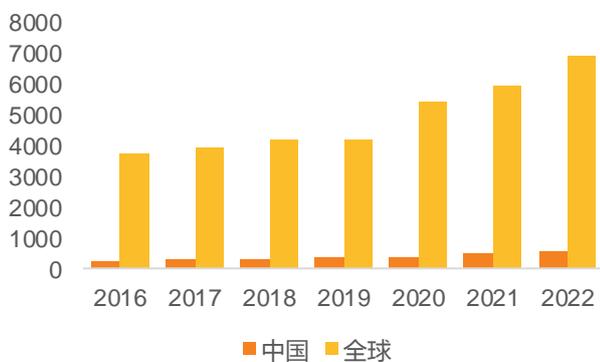
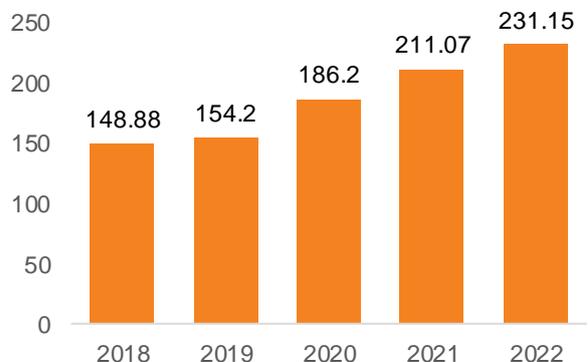


图 16：2018-2022 年全球沙坦类制剂销售额（亿美元）



资料来源：摩熵医药（原药融云）《原料药产业白皮书》，天风证券研究所

资料来源：摩熵医药（原药融云）《原料药产业白皮书》，天风证券研究所

表 1：2016-2022 年沙坦类原料药全球消耗量（吨）

药物名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016-2022CAGR	总计
氯沙坦	922.6	980.32	1073.55	1140.39	1617.13	1732.05	2037.55	14.12%	9503.6

缬沙坦	1277.7	1368.74	1351.8	1143.77	1384.56	1581.88	1817.08	6.05%	9925.53
厄贝沙坦	819.91	866	912.83	958.23	1059.8	1174.56	1248.33	7.26%	7040.16
替米沙坦	386.69	415.53	457.09	512.17	763.61	827.99	964.68	16.46%	4327.77
奥美沙坦酯	122.53	128.93	170.77	218.43	294.14	264.75	352.41	19.25%	1551.95
坎地沙坦酯	67.8	71.5	78.98	93.62	131.76	144.55	176.01	17.23%	764.23
沙库巴曲缬沙坦	2.32	8.06	17.63	30.82	55.69	88.69	152.24	100.84%	355.44
依普沙坦	90.56	79.12	69.87	57.61	65.27	50.12	45.12	-10.96%	457.67
阿利沙坦酯	0.03	0.24	3.17	10.1	17.29	31.27	37.19	227.76%	99.29
阿齐沙坦酯	3.76	8.59	12.8	15.72	20.15	20.36	21.71	33.94%	103.09
阿齐沙坦	11.66	12.88	14.2	15.42	16.59	17.73	18.27	7.77%	106.74
非马沙坦	4.28	4.49	5.43	6.48	7.14	8.81	10.09	15.37%	46.73
总计	3709.84	3944.4	4168.12	4202.76	5433.13	5942.76	6881.18	10.85%	34282.2

资料来源：摩熵医药（原药融云）《原料药产业白皮书》，天风证券研究所

2.1.3. 公司布局品种丰富，销量恢复有望助推业绩提升

公司具备国际化视野，布局品种数量国内领先。华紫研究整理的数据显示，全国主要有十多家沙坦类原料药大型企业，其中只有天宇股份、华海药业及珠海润都等少数企业的多个品种获得国外 DMF、CEP 等认证，其余企业主要面对国内以及亚非拉市场，而沙坦类药物销售额中 70-80% 产生于欧美市场。

表 2：主要沙坦类产品供应商国内外认证情况

企业/品种	阿齐沙坦	奥美沙坦酯	厄贝沙坦	坎地沙坦酯	氯沙坦钾	替米沙坦	缬沙坦
天宇股份	GMP/MF	GMP/DMF/MF/CEP	GMP/CEP/MF	GMP/CEP/MF/KDMF	GMP/DMF/CEP	GMP/DMF/CEP	GMP/DMF/CEP/MF/KDMF
华海药业		GMP/DMF/MF/CEP/KDMF	GMP/DMF/MF/KDMF	GMP/DMF/CEP/MF/KDMF	GMP/DMF/CEP/MF/KDMF	GMP/DMF/CEP/MF/KDMF	GMP/DMF/CEP/KDMF
珠海润都	GMP/KDMF	GMP/DMF/MF	GMP/CEP/MF/DMF	GMP/CEP/MF	DMF	GMP/CEP	GMP/DMF/CEP/MF/KDMF
迪嘉药业	GMP	GMP		GMP		GMP	
浙江金立源			GMP	GMP		GMP/MF/KDMF	GMP
浙江海正药业			GMP		GMP/DMF		GMP/DMF
美诺华		GMP			GMP/CEP		GMP/DMF/MF

资料来源：摩熵医药（原药融云）《原料药产业白皮书》，天风证券研究所

公司占据较大市场份额，销售量回升有望带动业绩增长。天宇股份和华海药业在全球沙坦类药物市场中占有较高份额，2022 年二者的总出口量分别为 112.08 吨和 272.79 吨。具体观察二者在 2020-2023 年的原料药及中间体销售量，发现公司 2023 年的销售量出现明显下滑，从 2022 年的 3746.36 吨减少至 2023 年的 2816.9 吨，主要原因系氯沙坦钾受非规范市场客户去库存等原因影响销量下降。2023 年公司实现 7 个 API 为原研提供商业化服务，新增客户约 130 个，非沙坦类 API 的销售收入 20,591.93 万元（同比+45.53%）；除氯沙坦钾外的沙坦类原料药销量均实现稳定增长，预计随着氯沙坦钾销量的恢复，公司有望迎来原料药及中间体业绩的加速恢复。

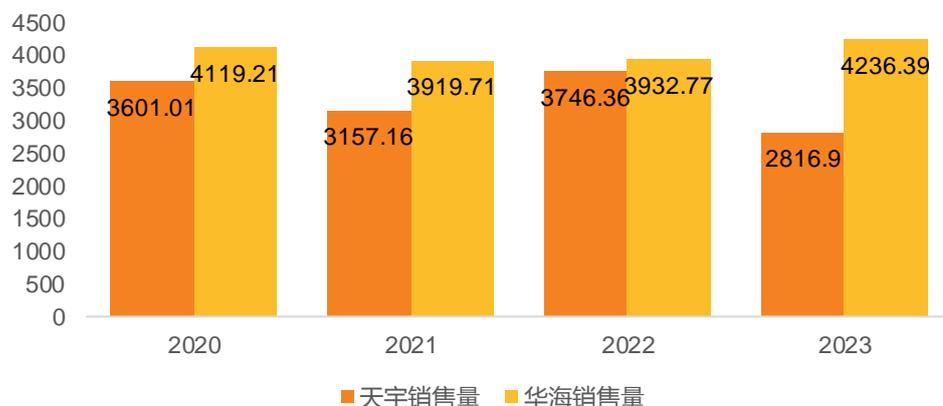
表 3：沙坦类原料药 2022 年出口量 TOP5 企业

企业名称	总出口数量（吨）	出口品种
华海药业	272.79	奥美沙坦酯、坎地沙坦、替米沙坦、缬沙坦、氯沙坦、厄贝沙坦
天宇药业	112.08	缬沙坦、奥美沙坦酯、氯沙坦、厄贝沙坦、替米沙坦

上海医药	57.52	厄贝沙坦、氯沙坦
CERTUS PHARMA	13.4	氯沙坦
JCTECH PHAMRA LTD	11.8	缬沙坦

资料来源：摩熵医药（原药融云）《原料药产业白皮书》，天风证券研究所

图 17：主要沙坦原料药厂家（天宇股份和华海药业）的销售量（吨）



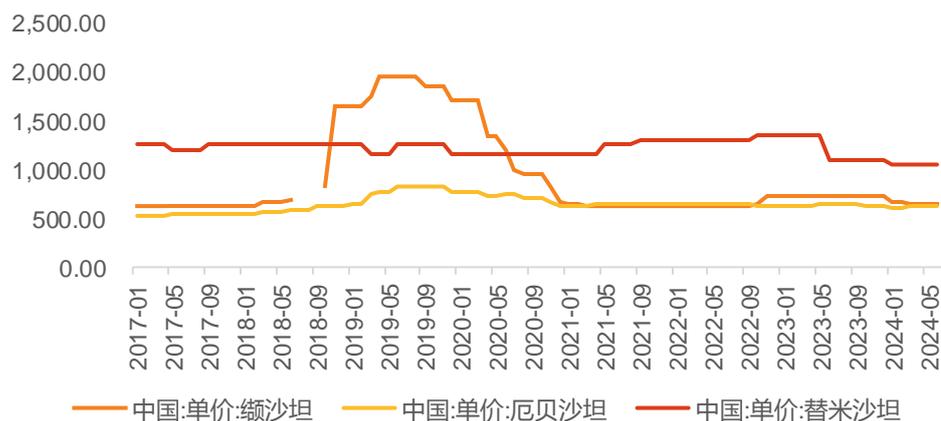
注：天宇股份以“仿制药原料药及中间体”为口径披露销量，华海药业以“沙坦类、普利类和神经系统类化学原料药”为口径披露销量

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.1.4. 沙坦类原料药价格触底，规范市场占比持续提升

缬沙坦杂质事件影响减轻，沙坦市场竞争加剧。2018 年杂质事件导致缬沙坦的价格猛增，天宇股份也受波及，但由于天宇的禁令解除时间（2019 年 5 月）比华海（2019 年 12 月）提前了半年，天宇在这个时间差的机会中实现了量价齐升，业绩得到了充分提升。而后随着相关企业工艺改进完成，缬沙坦逐步恢复供应，尤其是 2019 年 12 月华海药业欧盟出口恢复后，缬沙坦价格的大幅下降使竞争重新趋于激烈，这对天宇业绩和相关产品的毛利率造成较大冲击。目前主要沙坦类原料药价格已基本稳定在一定区间范围，无明显下降趋势，因此公司沙坦类产品的毛利率受价格影响而降低的风险减弱，进而公司业绩所受的不利影响也减弱。

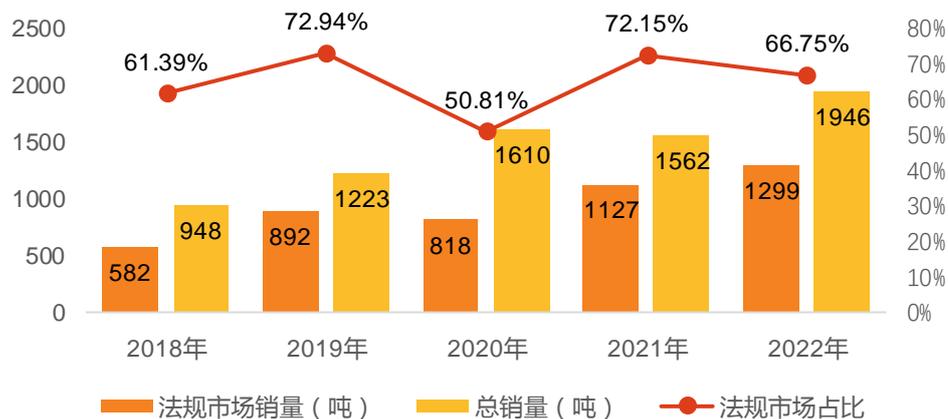
图 18：主要沙坦类原料药价格变化（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

规范市场销量持续提升，有望拉动公司盈利能力。公司重视高端市场的发展，持续推进与全球大型制剂厂商及原研公司的合作，目前公司规范市场占有率已超非规范市场，占比在 70%左右。规范市场价格体系的稳定性强于非规范市场，随着公司未来规范市场占有率的持续提升，毛利率进而盈利能力将得到进一步增强。

图 19：公司原料药销售市场结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 非沙坦类原料药：布局品种丰富，有望成为新增长点

产品管线丰富，业务放量趋势向好。公司非沙坦类原料药布局品种持续增加，在降血脂、降血糖以及抗凝血等心血管药物的领域拥有较为丰富的产品储备。目前公司已实现商业化的原料药品种共有 49 种，其中 39 个为非沙坦类品种；待验证的原料药品种共有 6 种，该 6 种均为非沙坦类品种；研发中的原料药品种共有 13 种，其中 12 种为非沙坦类品种。公司与欧洲、日本等原研客户推进多个专利期内或专利即将到期的原料药和中间体项目，结合目前订单情况及客户商业化项目增加，预计 2024 年非沙坦类产品的业务将迎来较快增长，将成为公司未来业绩的重要增长点。

表 4：公司已实现商业化的原料药品种

Name	Quality Standard	Application	Name	Quality Standard	Application
Apalutamide	In house	Prostate cancer	Nicorandil	JP/EP	Anti angina pectoris
Apixaban	In house	Anticoagulant	Olmesartan medoxomil	USP/EP	Antihypertensive
Avatrombopag maleate	In house	Antithrombocytopenics	Oteseconazole	In house	Antifungal
Azilsartan	In house	Antihypertensive	Pregabalin	In house	Antiepileptic
Azilsartan medoxomil potassium	In house	Antihypertensive	Rivaroxaban	EP	Anticoagulants
Brivaracetam	In house	Antiepileptic	Sacubitril Valsartan Sodium	In house	Antihypertensive
Cabozantinib malate	In house	Anticancer	Silodosin	JP/In house	Benign prostatic hyperplasia
Canagliflozin hemihydrate	In house	SGL2 Inhibitor/Antidiabetic	Sitagliptin hydrochloride monohydrate	In house	Antidiabetic
Candesartan cilexetil	USP/EP	Antihypertensive	Sitagliptin phosphate monohydrate	USP/EP	Antidiabetic
Dabigatran etexilate mesylate	In house	Anticoagulant	Tafluprost	In house	Antiglaucoma
Dapagliflozin	In house	SGL2 Inhibitor/Antidiabetic	Telmisartan	USP/EP	Antihypertensive
Elagolix sodium	In house	Pain due to endometriosis	Ticagrelor	EP	Antiplatelet
Empagliflozin	In house	SGL2 Inhibitor/Antidiabetic	Valsartan	USP/EP	Antihypertensive
Enzalutamide	In house	Anticancer	Vildagliptin	In house	Antidiabetic
Ezetimibe	USP	Cholesterol Absorption Inhibitor	Vonoprazan fumarate	In house	Antiulcer
Febuxostat	In house	Antihypercholesterolemic, Antigout	Dapagliflozin Free Base	In house	Antidiabetic

Ibrutinib	In house	Antihypertensive	Brexiprazole	In house	Antidepressants
Irbesartan	USP/EP	Antiallergic, Anticancer	Edoxaban tosylate monohydrate	In house	Anticoagulant
Losartan potassium	USP/EP	Antihypertensive	Relugolix	In house	Endometriosis
Montelukast sodium	USP/EP	Antiasthma			

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 5：公司待验证的原料药品种

Name	Application	Name	Application
Finerenone	Diabetic nephropathy	Nebivolol Hydrochloride	Antihypertensive
Bilastine	Antihistamine	Abemaciclib	Anticancer
Mirogabalin Besylate	Analgesic	Vibegron	Overactive bladder

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 6：公司研发中的原料药品种

Name	Application	Name	Application
Ribociclib Succinate**	Anticancer	Bempedoic Acid*	Antilipemic
Aprocitentan**	Antihypertensive	Resmetirom*	Nonalcoholic Steatohepatitis
Elaeostant Dihydrochloride**	Anticancer	Ruxolitinib Phosphate	Antimyelofibrosis
Upadacitinib*	Antiarthritic	Ritlecitinib Tosilate	Antialopecia
Acalabrutinib*	Anticancer	Pirtobrutinib	Anticancer
Darolutamide*	Anticancer	Ribociclib Succinate	Anticancer
Alectinib Hydrochloride*	Anticancer		

资料来源：公司官网，天风证券研究所

加快拓展全球业务合作，把握专利悬崖机遇。目前，公司正发力开拓非沙坦类原料药的全球市场业务合作机会，在全球多个市场开始新产品注册，与数家欧洲大型仿制药客户达成战略合作，提升了更多新产品的未来合作空间。全球业务合作的加速拓展有利于公司提前确定目标市场，在未来几年潜力药品专利到期后及时抢占首仿药，把握新一轮专利悬崖带来的机遇，从而助力公司非沙坦类业务收入快速增长。

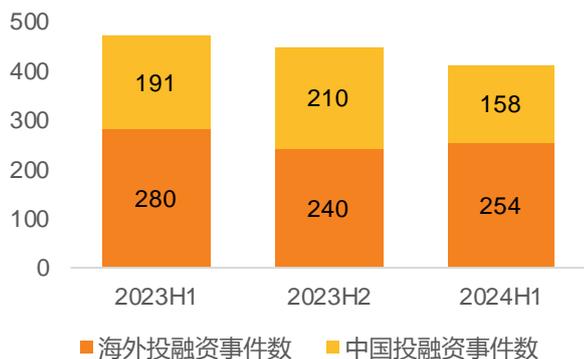
毛利率提升趋势向好，未来业绩预期可观。2024H1 公司非沙坦类原料药及中间体收入 2.49 亿元，较去年同期保持稳定，销量较去年同期增长，毛利率较去年同期下降，主要原因系：（1）非沙坦类原料药商业化逐步增量，订单量小且分散，生产成本相对较高；（2）非沙坦类中间体部分产品竞争激烈，价格下降。未来，随着订单增加及产能规模逐年上升，生产成本下降，加上专利悬崖带来的定价优势，公司非沙坦类产品毛利率有望提升。

3. CDMO 业务：公司技术领先，需求趋势向好

3.1. 市场规模稳健增长，CDMO 市场有望逐渐回暖

全球投融资金额回暖，资本寒冬或将结束。近年来，资本市场的低迷状态笼罩了创新药的整个行业生态链，CDMO 行业因此遭受较大负面影响。据医药魔方 2024H1 全球创新药领域投融资数据显示，一级市场共发生 412 起融资事件（海外 254 起，国内 158 起），同比下降 12.5%（海外-9.3%，国内-17.3%）；从融资金额看，全球融资金额共 151.61 亿美元（海外 134.09 亿，国内 21.52 亿），同比上涨 15.3%（海外+23.2%，国内-17.6%）。虽国内融资事件和金额同比有所下降，但海外市场融资金额增速明显，且国内 CDMO 业务主要来源于海外市场，因此伴随着全球尤其是海外创新药投融资金额的回暖，预计资本市场的低迷状态即将结束，CDMO 行业有望恢复增长。

图 20：2023-2024H1 全球创新药投融资事件数



资料来源：医药魔方 MedAlpha 数据库，天风证券研究所

图 21：2023-2024H1 全球创新药投融资金额（亿美元）



资料来源：医药魔方 MedAlpha 数据库，天风证券研究所

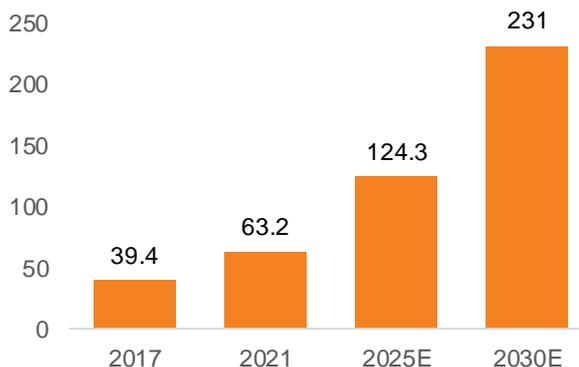
全球医药市场：医药创新企业快速发展，市场规模稳健增长。全球范围内，创新药市场规模远超仿制药及生物类似药市场规模，2021 年创新药市场规模约为 9,670 亿美元，占全球医药市场总体的 69.0%。随着药物靶点和治疗方式的研究进展深入，创新药领域将涌现更多产品。与此同时，创新药市场和 CDMO 业务的合作也在不断深化，据沙利文《CDMO 行业发展现状与未来趋势研究报告》数据显示，2017 年至 2021 年，全球 CDMO 市场规模从 394 亿美元增长至 632 亿美元，预计 2030 年将达到 2,310 亿美元。

图 22：全球医药市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：沙利文《CDMO 行业发展现状与未来趋势研究报告》，天风证券研究所

图 23：全球 CDMO 市场规模（十亿美元）



资料来源：沙利文《CDMO 行业发展现状与未来趋势研究报告》，天风证券研究所

考虑到中国拥有大量的人才和较强的医药市场潜力，高度匹配了医药 CDMO 的核心供需要素，因此在 CDMO 行业步入调整期时，伴随着全球创新药投融资市场回暖以及医药市场规模的持续增长，未来中国的 CDMO 市场有望恢复稳定增长；同时，由于公司美国业务有限，受海外政治生态影响相对较小，CDMO 业务的安全性和稳定性相对较高。

3.2. 公司 CDMO 业务起步较早，与客户合作稳定

3.2.1. 生产端和研发端双重推动 CDMO 业务发展

生产端优势明显。天宇在国内拥有 6 个研发中心和 6 大生产基地，公司总部和临海天宇子公司均通过中国 CFDA、美国 USFDA、欧盟或欧盟成员国斯洛文尼亚（JAZMP）的 GMP 现场检查，其中临海场地还通过了澳大利亚 TGA、日本 PMDA、墨西哥 COFEPRIS 的 GMP 现场检查，总部还通过了韩国 MFDS 的 GMP 现场检查；拥有欧洲、美国 FDA、中国 CFDA 等国家的 GMP 证书或 EIR。随着 2022QX0902、2022TY0901 以及 2022TY0503 项目完结投产，我们看好新增产能奠定公司 CDMO 业务放量基础，公司未来 API 的 CDMO 产品结构将进一步丰富。

表 7：公司 2023 年 CDMO 业务研发进展情况

项目名称	项目目的	项目进展（截至 2023 年）	拟达到目标
2022QX0902	CDMO(API)	小试中	实现商业化生产，满足市场需求

2022TY0901、 2022TY0503	CDMO(API)	项目完结	实现商业化生产， 满足市场需求
---------------------------	-----------	------	--------------------

资料来源：公司公告，天风证券研究所

拥有一定技术壁垒。公司 CDMO 原料药及中间体业务研发工作由公司全资子公司上海启讯医药科技有限公司承担和研发中心共同承担，其中启讯医药是由公司出资 1000 万元设立，截至 23 年末，公司研发人员数量为 693 人，占比 14.78%。同时，天宇至今为众多产品开发了连续流化学工艺，并已布局叠氮反应（2800 公吨/年）、交叉偶联反应（4900 公吨/年）、格氏反应（5100 公吨/年）以及酶催化反应（1940 公吨/年）等核心技术，在酶催化反应方面，天宇拥有自己的酶开发团队、研发平台以及酶库。

表 8：公司场地布局

6 大生产基地	6 大研发中心
山东基地	常州研发中心
滨海基地	2 个上海研发中心
京圣基地	杭州研发中心
临海基地	2 个黄岩研发中心
黄岩总部基地	
诺得基地	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24：公司核心技术



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2.2. CDMO 项目储备充足，成长空间逐渐打开

大客户稳定。公司在沙坦类抗高血压药物领域研发、生产的领域有着长期的沉淀，凭借优良的产品质量、满足客户需求的全系列产品 and 突出的技术及质量文件的服务能力，公司与默沙东（MSD）、诺华（Novartis）、赛诺菲（Sanofi）、武田（Takeda）、第一三共（Daiichi Sankyo）、梯瓦（Teva）、晖致（Viatris）、阿拉宾度（Aurobindo）等全球大型制剂厂商建立了长期、稳定的合作关系。

迅速应对默沙东项目需求，打开 CDMO 业务成长空间。公司自 2013 年在上海设立 CDMO 研发中心，开始 CDMO 业务的拓展。2021 年，CDMO 业务大幅增长，营收规模达到 5.57 亿元（同比+552.66%），主要系 2021 年公司完成默沙东的抗疫新药紧急项目研发。借助相关经验，公司开始扩建研发和业务团队，同时向上游 I 期、II 期临床产品延伸；2022 年由于客户新药上市后市场需求确定性差导致 CDMO 业务下滑（同期-52.79%）。

公司 CDMO 项目储备充足，业绩兑现可期。2023 年 CDMO 业务由于商业化项目的持续增长，营收达 4.06 亿元（同比+54.15%），收入占比进一步提升（从 2022 年的 9.87% 提升至 16.05%），毛利率 56.64%；2024H1 实现营收 1.74 亿元（同比-24.67%），主要系客户需求下降，CDMO 毛利额下降。截至 2024H1，公司积极推进美国、欧洲、日本和国内客户的 CDMO 项目合作，在研项目数量显著增长。2024 年公司除了原有稳定的商业化品种外，增加了与恒瑞医药合作的项目，如降血糖类产品（脯氨酸恒格列净）和抗肿瘤类产品。随着客户拓展能力的增强、在研项目数量的增长以及生产技术的持续升级，公司的

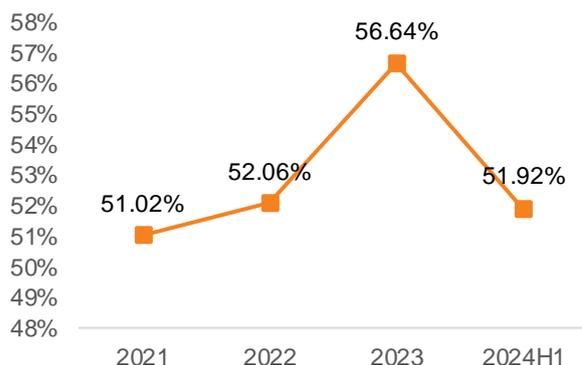
CDMO 业务有望实现可持续增长。

图 25：2018-2024H1 公司 CDMO 业务收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：2021-2024H1 公司 CDMO 业务毛利率



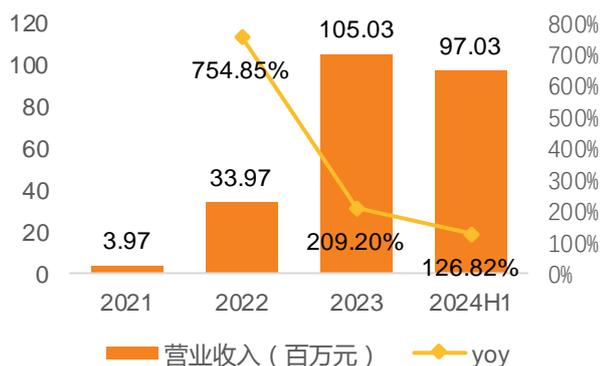
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 制剂：“原料药+制剂”一体化发展，批文储备丰富

带量集采提升了制剂企业与原料药企业的关联度。一方面，与制剂企业的关联和捆绑为原料药企业提供了稳定的销售渠道，可以节约因销售而产生的系列成本；另一方面，带量集采压缩了仿制药的利润空间，原料药的价格波动对下游仿制药制剂企业影响极大，客观上也加强了原料药企业与下游制剂企业的深度绑定。天宇近年来不断推进“制剂+原料药”一体化战略，公司有望凭借成本上的优势，以价换量，利用集采降价政策扩大市场份额。

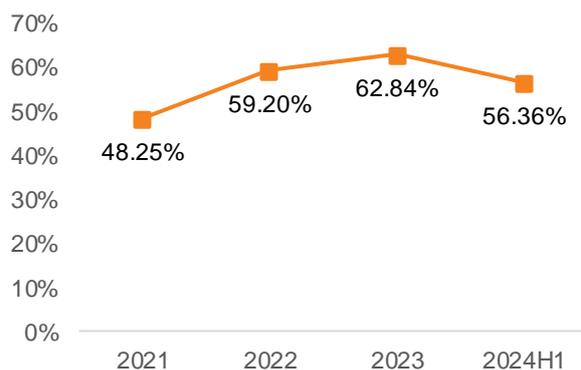
制剂业务快速发展，盈利能力显著提高。2021 年，天宇子公司诺得药业厄贝沙坦片获得药品注册证书，厄贝沙坦片上市首年公司实现制剂销售收入 397.36 万元，是公司“原料药+制剂”一体化战略重大阶段性成果。随后的 2022-2023 年公司分别实现营收 3,397 万元（同比+754.85%）和 10,503 万元（同比+209.20%）；2024H1 公司制剂业务实现销售额 9,702.95 万元（同比+126.82%），制剂销售数量 29,760 万片（同比+286.95%），保持较快增长趋势。

图 27：2021-2024H1 公司制剂业务收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：2021-2024H1 公司制剂业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

积极开拓业务渠道，获批产品稳定增长。诺得药业通过积极参加国家集采和续采项目，进一步扩大产品的市场覆盖率和品牌影响力。同时，公司持续加强零售市场的拓展和专业化推广，2024H1 百强连锁覆盖率达 77%，进一步提升了企业的品牌知名度。制剂研发注册方面，截至 2024H1，公司已获批制剂批件 46 个（涉及品种 30 个），我们认为凭借公司在心脑血管原料药领域丰富积累以及获批产品数量的持续增长，制剂业务有望保持较快增长。

表 9：公司 2023 年制剂业务研发进展情况

项目名称	项目目的	项目进展 (截至 2023 年)	拟达到目标

甲苯磺酸艾多杀班片、沙库巴曲缬沙坦钠片、替米沙坦氯噻嗪片、达比加群酯胶囊、二甲双胍恩格列净片	制剂产品研发	已申报	实现商业化生产，满足市场需求
缬沙坦片、依折麦布片、普瑞巴林胶囊、赛洛多辛胶囊、坎地沙坦酯片	制剂产品研发	已获批	实现商业化生产，满足市场需求

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：天宇股份制剂申请状态

药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	办理状态	状态开始日	任务类型
奥美沙坦酯			2020-03-10			
阿哌沙班			2020-03-10			
依折麦布			2020-03-10			
厄贝沙坦片	化药 4	仿制	2019-03-28	制证完毕-已发批件	2021-01-21	ANDA
缬沙坦	化药	补充申请	2018-03-21	在审评审批中(在药审中心)	2018-03-20	补充申请(药学)
替格瑞洛	化药 3	仿制	2018-02-06	在审评审批中(在药审中心)	2018-02-05	ANDA
阿齐沙坦	化药 3	仿制	2017-10-24	在审评审批中	2017-10-23	ANDA
脯氨酸恒格列净	化药	补充申请	2017-02-17	制证完毕-已发批件	2017-08-29	补充申请(药学)
厄贝沙坦	化药	补充申请	2017-01-26	制证完毕-已发批件	2017-09-14	补充申请
依折麦布	化药 3.1	新药	2015-03-24	制证完毕-已发批件	2016-05-12	验证性临床
氯沙坦钾	化药	补充申请	2014-04-28	制证完毕-已发批件	2015-06-25	补充申请
波生坦	化药 3.1	新药	2014-03-25	制证完毕-已发批件	2016-01-28	验证性临床
缬沙坦	化药	补充申请	2014-01-21	制证完毕-已发批件	2015-05-20	
替米沙坦	化药 6	仿制	2013-04-12	在审评审批中	2013-04-11	ANDA
孟鲁斯特纳	化药 6	仿制	2012-04-28	制证完毕-已发批件	2017-12-11	ANDA
奥美沙坦酯	化药 6	仿制	2011-07-22	在审评审批中	2011-07-21	ANDA
坎地沙坦酯	化药 6	仿制	2011-03-03	已发件	2015-11-19	
厄贝沙坦	化药 6	仿制	2009-12-21	制证完毕-已发批件	2010-11-23	
缬沙坦	化药 6	仿制	2009-12-07	制证完毕-已发批件	2010-12-07	
氯沙坦钾	化药 6	仿制	2006-09-01	制证完毕-已发批件	2008-03-28	

资料来源：药智数据，天风证券研究所

表 11：天宇股份制剂业务批文情况（截至 2024H1）

序号	产品	治疗领域	规格	序号	产品	治疗领域	规格
1	厄贝沙坦片	高血压	0.15g 75mg	16	磷酸西格列汀片	高血糖	100mg 50mg 25mg
2	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	高血压	150mg/ 12.5mg	17	二甲双胍维格列汀片(III)	高血糖	1000/ 50mg
3	奥美沙坦酯片	高血压	20mg	18	恩格列净片	高血糖	10mg
4	奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	高血压	20mg/ 12.5mg	19	达格列净片	高血糖	10mg 5mg
5	奥美沙坦酯氨氯地平	高血压	20mg/ 5mg	20	依折麦布片	高血脂	10mg
6	氯沙坦钾片	高血压	100mg 50mg	21	非布司他片	高尿酸	40mg
7	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	高血压		22	孟鲁斯特纳咀嚼片	哮喘、过敏性鼻炎	5mg 4mg
8	缬沙坦片	高血压	160mg 80mg 40mg	23	孟鲁斯特纳颗粒	哮喘、过敏性鼻炎	4mg
9	缬沙坦氨氯地平片(I)	高血压	80mg/ 5mg	24	阿哌沙班片	抗血栓	2.5mg
10	缬沙坦氢氯噻嗪片	高血压	80mg/ 12.5mg	25	利伐沙班片	抗血栓	10mg

11	坎地沙坦酯片	高血压	8mg	26	替格瑞洛片	抗血栓	90mg 60mg
12	坎地氢噻片	高血压	16mg/ 12.5mg	27	赛洛多辛胶囊	男科类	4mg
13	替米沙坦氢氯噻嗪片	高血压	80mg/ 12.5mg	28	普瑞巴林胶囊	神经系统 镇痛	150mg 100mg 75mg
14	沙库巴曲缬沙坦钠片	高血压	200mg 100mg 50mg	29	复方聚乙二醇电解质散 III	清肠	本品为复方 制剂
15	维格列汀片	高血糖	50mg	30	叶酸片	维生素类	5mg

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测及关键假设

核心板块关键假设：

（一）仿制药原料药及中间体业务：

在沙坦类品种竞争激烈的市场环境下，公司通过持续技改优化生产成本，同时丰富非沙坦类品种，丰富原料药增长点。考虑到沙坦类产品价格趋于稳定，非沙坦类产品规模效应有望持续展开，叠加非沙坦类定价优势，公司原料药板块收入及毛利率有望稳步恢复。我们预计 2024-2026 年仿制药原料药及中间体板块收入分别为 20.66/24.90/30.25 亿元，增速分别为 3.06%/20.52%/21.49%，毛利率分别为 33.00%/34.00%/34.50%。

（二）CDMO 业务：

2021 年借助默沙东的项目，公司顺势开始扩建研发和业务团队，公司 CDMO 业务已在客户、生产及研发等方面积累了一定经验。公司 CDMO 业务毛利率稳定维持在 50%以上，且未出现引起其毛利率波动的影响因素。我们预计 2024-2026 年 CDMO 板块收入分别为 4.10/4.18/4.30 亿元，增速分别为 1.00%/2.00%/3.00%，毛利率分别为 50.00%/53.00%/54.00%。

（三）制剂业务：

国家带量采购促进原料药企业制剂业务快速发展。考虑到集采持续推进，公司制剂业务有望凭借持续扩容的产品矩阵保持较快增速，同时公司作为国内原料药龙头企业，“原料药+制剂”的协同发展将会为公司带来成本优势，公司制剂板块毛利率预计将稳定在 55%左右。我们预计 2024-2026 年制剂板块收入分别为 2.20/3.20/4.80 亿元，增速分别为 109.46%/45.45%/50.00%，毛利率分别为 55.00%/56.00%/56.00%。

表 12：公司各板块收入（百万元）及毛利率（%）预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
仿制药原料药及中间体	收入	1963.92	2350.01	2004.74	2066.00	2490.00	3025.00
	yoy	-21.20%	19.66%	-14.69%	3.06%	20.52%	21.49%
	毛利	639.15	526.39	689.83	681.78	846.60	1043.63
	毛利率	32.54%	22.40%	34.41%	33.00%	34.00%	34.50%
	收入占比	77.17%	88.12%	79.32%	76.29%	76.84%	76.62%
CDMO 业务	收入	557.24	263.08	405.66	409.72	417.91	430.45
	yoy	552.66%	-52.79%	54.20%	1.00%	2.00%	3.00%
	毛利	284.28	136.95	229.77	204.86	221.49	232.44
	毛利率	51.02%	52.06%	56.64%	50.00%	53.00%	54.00%
	收入占比	21.90%	9.87%	16.05%	15.13%	12.90%	10.90%
制剂	收入	3.97	33.97	105.03	220.00	320.00	480.00
	yoy		754.85%	209.20%	109.46%	45.45%	50.00%
	毛利	1.92	20.11	66.01	121.00	179.20	268.80
	毛利率	48.25%	59.20%	62.84%	55.00%	56.00%	56.00%

	收入占比	0.16%	1.27%	4.16%	8.12%	9.88%	12.16%
其他	收入	19.88	19.62	11.84	12.20	12.44	12.56
	yoy	103.27%	-1.31%	-39.65%	3.00%	2.00%	1.00%
	毛利	7.46	4.09	4.44	4.88	3.73	3.77
	毛利率	37.52%	20.85%	37.48%	40.00%	30.00%	30.00%
公司总体情况	收入占比	0.78%	0.74%	0.47%	0.45%	0.38%	0.32%
	收入	2545.01	2666.68	2527.27	2707.91	3240.35	3948.01
	yoy	-1.64%	4.78%	-5.23%	7.15%	19.66%	21.84%
	毛利	932.81	687.54	990.05	1012.52	1251.02	1548.64
	毛利率	36.65%	25.78%	39.17%	37.39%	38.61%	39.23%
	收入占比合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预计公司 2024-2026 年总体收入分别为 27.08/32.40/39.48 亿元，同比增长分别为 7.15%/19.66%/21.84%；归属于上市公司股东的净利润分别为 0.83/2.54/3.51 亿元。

5.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营业务包括原料药及中间体业务、CDMO 业务及制剂业务，我们将奥翔药业、美诺华、华海药业、奥锐特作为可比公司。

考虑到：（1）原料药及中间体业务规范市场销售占比持续提升，沙坦类价格已基本稳定，非沙坦类规模优势有望持续扩大；（2）CDMO 业务大客户稳定，同时正推动拓展新项目合作；（3）制剂获批产品持续增长，“原料药+制剂”一体化发展存在成本优势。未来三大业务均有增量的机会，看好公司进入加速发展阶段，同时考虑到原料药价格因素，公司近期业绩波动较大，不适合采用 PE 估值，选择 PB 估值，给予公司 2025 年 2.1 倍 PB，目标价 22.83 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值

公司简称	收盘价	目前市值 (亿元)	每股净资产 (亿元)				PB(X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
奥翔药业	8.9	73.5	14.61	14.61	2.9	3.2	3.4	3.1	2.8	2.4
美诺华	14.5	31.7	20.85	20.85	10.2	11.1	1.5	1.4	1.3	1.2
华海药业	19.4	284.0	75.47	75.47	5.9	6.8	3.5	3.3	2.9	2.5
奥锐特	21.7	88.2	16.76	16.76	5.7	6.7	4.5	3.8	3.2	2.7
可比公司平均	16.1	119.3	31.9	31.9	6.1	7.0	3.2	2.9	2.5	2.2

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2024 年 12 月 12 日收盘数据。

6. 风险提示

市场竞争的风险。原料药及医药中间体行业的国际化分工合作特征显著。随着全球仿制药市场的蓬勃发展，国际原料药产业加速向发展中国家转移，中国和印度凭借成本优势迅速成长为原料药生产和出口的主要国家。国内原料药及中间体生产企业的竞争实力不断增强，新的竞争者也在不断加入，导致市场整体供给能力增强，市场供应结构发生变化，公司面临的市场竞争可能加剧。

产品类别相对集中的风险。尽管公司不断研究开发新的药品种类，丰富了产品种类，但沙坦类原料药及中间体的销售收入仍占据较大比重。随着现代医学手段的发展和化学、生物制药技术的进步，新的抗高血压治疗手段或新药可能对现有药品产生重大冲击。如果沙坦类抗高血压药物被其他新药替代，而公司后续新开发的产品尚未形成盈利来源，将对公司的盈利能力构成不利影响。

汇率波动风险。公司 2022 年度、2023 年度及 2024H1 营业收入中外销收入占比分别为 69.87%、71.92%和 69.90%，主要以美元结算。人民币汇率波动将直接影响公司外币应收账款的价值，并可能对公司的出口产品在国际上的竞争力和盈利能力带来不利影响。特别是人民币汇率升值可能会造成外币应收账款的汇兑损失。

存货减值风险。公司 2022 年度、2023 年度及 2024H1，公司存货账面价值分别为 201,718.32 万元、188,968.05 万元和 185,806.86 万元，占流动资产账面价值的比例分别为 66.85%、64.03%和 64.58%，总体占比较高。截至 2024H1，公司存货跌价准备余额为 17,815.65 万元，占存货余额的比例为 9.59%。若在未来的生产经营过程中，公司存货规模继续扩大、收入增长放缓，可能导致存货周转率下降，影响公司短期偿债能力；此外，若未来公司存货的市场价格出现长期大幅度下跌或原材料、产成品的成本持续上涨以及销售不及预期等因素，将可能导致存货可变现净值低于成本，从而存在存货跌价损失的风险，并对公司的财务状况和经营成果造成不利影响。

法规政策风险。国家在推进产业结构优化升级、防止盲目投资和低水平扩张等方面出台了一系列法规和政策，这些政策的变化可能对公司业务产生影响。

客户依赖风险。公司与部分大客户建立了稳定的业务关系，但客户集中度较高可能导致公司对个别客户的依赖性较强，一旦主要客户的需求发生变化，将对公司经营产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	476.98	426.15	850.83	259.23	1,267.75
应收票据及应收账款	366.64	492.47	786.27	743.90	1,120.44
预付账款	28.71	19.38	51.85	20.08	67.46
存货	2,017.18	1,889.68	1,488.10	2,051.02	1,607.80
其他	128.16	123.61	149.03	133.53	140.85
流动资产合计	3,017.67	2,951.30	3,326.08	3,207.76	4,204.30
长期股权投资	38.57	33.35	33.35	33.35	33.35
固定资产	2,340.41	2,456.51	2,433.95	2,321.40	2,293.84
在建工程	439.07	298.59	348.59	398.59	448.59
无形资产	423.94	445.66	452.45	458.24	463.03
其他	156.08	152.71	146.08	149.15	144.16
非流动资产合计	3,398.07	3,386.82	3,414.43	3,360.73	3,382.98
资产总计	6,415.75	6,338.12	6,740.51	6,568.49	7,587.28
短期借款	1,066.36	1,524.88	1,300.00	1,165.37	1,200.00
应付票据及应付账款	1,357.71	803.06	1,406.58	1,237.55	1,902.01
其他	204.91	217.21	233.18	209.77	243.08
流动负债合计	2,628.98	2,545.15	2,939.76	2,612.68	3,345.09
长期借款	143.20	187.36	112.42	67.45	53.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	107.52	99.75	108.03	105.10	104.30
非流动负债合计	250.72	287.11	220.45	172.55	158.26
负债合计	2,920.74	2,850.35	3,160.21	2,785.23	3,503.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	347.98	347.98	347.98	347.98	347.98
资本公积	1,490.26	1,455.59	1,458.49	1,458.49	1,458.49
留存收益	1,714.90	1,742.34	1,812.64	2,028.50	2,327.01
其他	(58.14)	(58.14)	(38.80)	(51.69)	(49.54)
股东权益合计	3,495.01	3,487.77	3,580.30	3,783.27	4,083.93
负债和股东权益总计	6,415.75	6,338.12	6,740.51	6,568.49	7,587.28

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(118.95)	27.36	82.70	253.95	351.20
折旧摊销	245.27	295.37	315.76	326.76	342.76
财务费用	(4.07)	41.08	44.79	37.73	32.22
投资损失	29.71	52.66	50.00	30.00	15.00
营运资金变动	(310.19)	(594.44)	663.38	(665.84)	710.96
其它	109.53	134.06	(8.41)	2.23	1.31
经营活动现金流	(48.70)	(43.90)	1,148.24	(15.17)	1,453.45
资本支出	652.60	293.52	341.72	272.93	370.81
长期投资	(3.54)	(5.22)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,169.88)	(643.66)	(741.72)	(572.93)	(755.81)
投资活动现金流	(520.82)	(355.35)	(400.00)	(300.00)	(385.00)
债权融资	661.95	468.26	(333.38)	(225.46)	(9.40)
股权融资	(60.46)	(52.07)	9.83	(50.98)	(50.53)
其他	(82.15)	(52.83)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	519.34	363.35	(323.56)	(276.44)	(59.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(50.18)	(35.90)	424.68	(591.61)	1,008.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,666.68	2,527.27	2,707.91	3,240.35	3,948.01
营业成本	1,979.14	1,537.22	1,695.40	1,989.33	2,399.38
营业税金及附加	17.99	33.17	35.47	42.45	51.72
销售费用	47.43	97.79	126.19	136.42	165.82
管理费用	379.20	330.13	326.30	380.09	461.52
研发费用	231.10	243.82	266.73	324.68	414.54
财务费用	(10.01)	36.34	44.79	37.73	32.22
资产/信用减值损失	(92.60)	(146.52)	(55.00)	(5.00)	0.00
公允价值变动收益	(29.94)	(10.03)	(8.41)	2.23	1.31
投资净收益	(29.71)	(52.66)	(50.00)	(30.00)	(15.00)
其他	275.92	387.26	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	(101.83)	70.75	99.62	296.89	409.13
营业外收入	1.88	6.10	19.86	7.32	8.79
营业外支出	10.55	4.93	12.87	5.45	4.75
利润总额	(110.50)	71.92	106.62	298.76	413.17
所得税	8.45	44.56	23.91	44.81	61.98
净利润	(118.95)	27.36	82.70	253.95	351.20
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(118.95)	27.36	82.70	253.95	351.20
每股收益(元)	(0.34)	0.08	0.24	0.73	1.01

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	4.78%	-5.23%	7.15%	19.66%	21.84%
营业利润	-142.42%	-169.47%	40.81%	198.02%	37.81%
归属于母公司净利润	-158.12%	-123.00%	202.28%	207.06%	38.30%
获利能力					
毛利率	25.78%	39.17%	37.39%	38.61%	39.23%
净利率	-4.46%	1.08%	3.05%	7.84%	8.90%
ROE	-3.40%	0.78%	2.31%	6.71%	8.60%
ROIC	-3.30%	0.99%	2.39%	7.00%	8.04%
偿债能力					
资产负债率	45.52%	44.97%	46.88%	42.40%	46.17%
净负债率	22.56%	38.53%	17.61%	27.34%	1.19%
流动比率	1.13	1.15	1.13	1.23	1.26
速动比率	0.37	0.41	0.63	0.44	0.78
营运能力					
应收账款周转率	6.48	5.88	4.24	4.24	4.24
存货周转率	1.48	1.29	1.60	1.83	2.16
总资产周转率	0.44	0.40	0.41	0.49	0.56
每股指标(元)					
每股收益	-0.34	0.08	0.24	0.73	1.01
每股经营现金流	-0.14	-0.13	3.30	-0.04	4.18
每股净资产	10.04	10.02	10.29	10.87	11.74
估值比率					
市盈率	-53.62	233.14	77.13	25.12	18.16
市净率	1.83	1.83	1.78	1.69	1.56
EV/EBITDA	18.15	9.72	11.93	10.74	7.96
EV/EBIT	34.00	14.42	26.46	20.78	14.08

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/或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/或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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com