

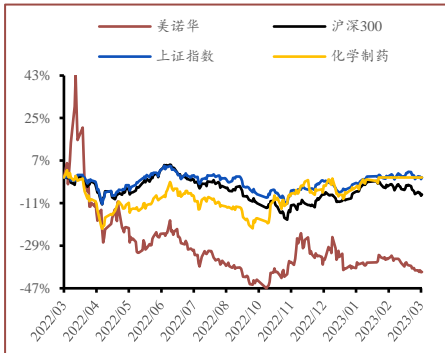
特色原料药业务稳健，CDMO、制剂两翼齐飞

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-03-17
收盘价(元)	25.12
流通股本(亿股)	2.11
每股净资产(元)	8.84
总股本(亿股)	2.13

最近 12 月市场表现


分析师 张文录

 SAC 证书编号: S0160517100001
 zhangwenlu@ctsec.com

分析师 邹一瑜

 SAC 证书编号: S0160522100001
 zouyuy@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **原料药传统业务稳健，储备品种蓄势待发：**公司深耕特色原料药及中间体多年，是国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一，市场份额持续提升，2021 年公司培哌普利、氯吡格雷系列产品全球市占率分别超过 50%和 30%。未来随着全球老龄化趋势加快，慢病需求或将带动原料药市场稳健增长。公司积极推进研发注册，布局沙班、列净、列汀类等专利到期产品，未来有望贡献增量并改善业务毛利率，同时公司积极布局产能建设，在建产能约 1000 吨，优质产能丰收期逐步临近。
- ❖ **与默沙东合作进入交付期，产能陆续释放：**2021 年，公司顺利与大客户默沙东签订十年战略合作，CDMO 快速发展。2020 年至 2021 年公司 CDMO 收入由 1.2 亿元增长至 2.65 亿元，同比增长 118%，项目数量由 175 个增长至 200 余个。展望未来，一方面与默沙东第一批合作进入商业化交付，贡献收入弹性；另一方面，公司积极布局新技术平台及产能，为远期增长打开空间。
- ❖ **厚积薄发，制剂业务迎来快速发展期：**公司紧紧围绕着“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”布局制剂业务：1) 与 KRKA 深度合作，快速丰富管线，培育了自身生产、销售与研发能力；2) 布局自主产品研发，持续丰富产品梯队；3) 积极拓展国内 MAH 客户合作；通过三种方式协同发展，制剂业务逐渐进入快速发展区，2021 年制剂收入为 1.53 亿元，同比增长 103.58%。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 17.23、22.16、27.72 亿元，同比增长 36.96%、28.57%、25.10%；归母净利润为 3.52、3.53、4.67 亿元，同比增长 147.06%、0.28%、32.28%；对应 PE 分别为 10.76、10.73 和 8.11 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**研发进度不及预期；产能建设进度不及预期；汇率波动风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1193	1258	1723	2216	2772
收入增长率 (%)	1.12	5.43	36.96	28.57	25.10
归母净利润 (百万元)	156	143	352	353	467
净利润增长率 (%)	3.35	-8.62	147.06	0.28	32.28
EPS (元/股)	1.06	0.96	2.33	2.33	3.09
PE	35.03	36.99	10.76	10.73	8.11
ROE (%)	9.97	8.14	16.74	14.37	15.98
PB	3.55	3.07	1.80	1.54	1.30

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	特色原料药供应商，制剂+CDMO 持续推进.....	4
1.1	坚定原料药制剂一体化战略，持续布局 CDMO	4
1.2	收入结构优化，盈利能力提升.....	5
2	CDMO：产能陆续释放，与默沙东合作进入交付期.....	7
2.1	携手大客户默沙东，CDMO 驶入加速成长期.....	7
2.2	布局新技术平台，储备产能充足.....	8
3	制剂：厚积薄发，制剂业务迎来快速发展期.....	9
3.1	与 KRKA 深度合作，快速丰富管线，培育了自身生产、销售与研发能力.....	10
3.2	布局自主产品研发，持续丰富产品梯队.....	10
4	原料药：传统产品稳健，储备产品蓄势待发.....	13
4.1	原料药市场稳健增长，专利相继到期刺激仿制药原料药需求.....	13
4.2	传统产品下游稳定，储备品种与产能丰收期渐近.....	15
5	盈利预测.....	17
6	风险提示.....	18

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司业务概览.....	4
图 3.	公司股权结构.....	5
图 4.	公司近年营收情况.....	6
图 5.	公司近年归母净利润情况.....	6
图 6.	公司分业务收入占比.....	6
图 7.	公司毛利率情况.....	6
图 8.	公司费用率.....	7
图 9.	公司研发费用及费用率.....	7
图 10.	CDMO 收入及增速.....	7
图 11.	CDMO 项目数量变化.....	7
图 12.	全球兽药市场规模（亿元）.....	8
图 13.	国内兽药市场规模（亿元）.....	8

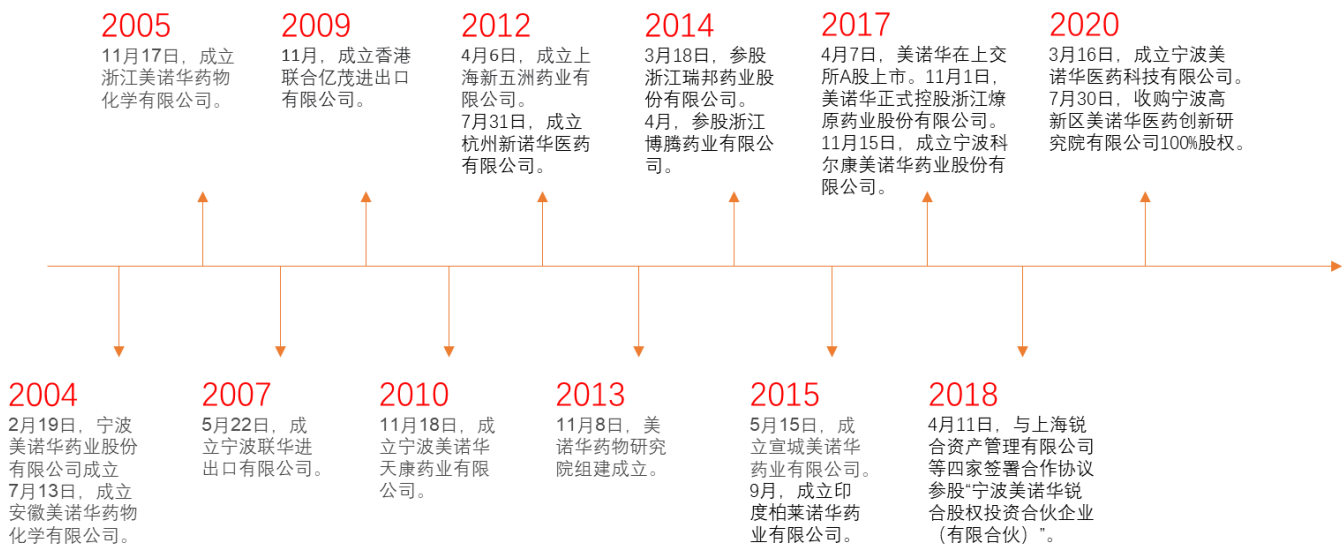
图 14. 全球动保竞争格局（2019 年）	8
图 15. 默沙东动保收入及增速.....	8
图 16. 全球小核酸药物市场规模.....	9
图 17. 小核酸药物市场拆分（%）	9
图 18. KRKA 近年营收净利情况（单位：亿欧元）	10
图 19. 制剂收入及增速.....	12
图 20. 制剂业务毛利及毛利率%.....	12
图 21. 全球分年龄组人群占比.....	13
图 22. 全球糖尿病、高血压患者人数.....	13
图 23. 2010-2024 年全球面临专利悬崖风险药品的销售额情况	14
图 24. 部分原料药价格情况.....	14
图 25. 化工产品价格指数.....	14
图 26. 美元汇率走势.....	14
图 27. 公司核心特色原料药产品.....	15
图 28. 公司原料药业务收入按治疗领域分类.....	15
图 29. 原料药业务客户	16
表 1. 近年员工激励计划.....	5
表 2. 核心 CDMO 产能情况.....	9
表 3. 在研制剂项目情况.....	10
表 4. 部分制剂已获批品种.....	12
表 5. 部分制剂中标情况.....	12
表 6. 制剂研发及生产基地.....	13
表 7. 部分公司布局原料药产品.....	15
表 8. 公司原料药业务产能相关项目	16
表 9. 收入拆分	17
表 10. 可比公司估值水平.....	18

1 特色原料药供应商，制剂+CDMO 持续推进

1.1 坚定原料药制剂一体化战略，持续布局 CDMO

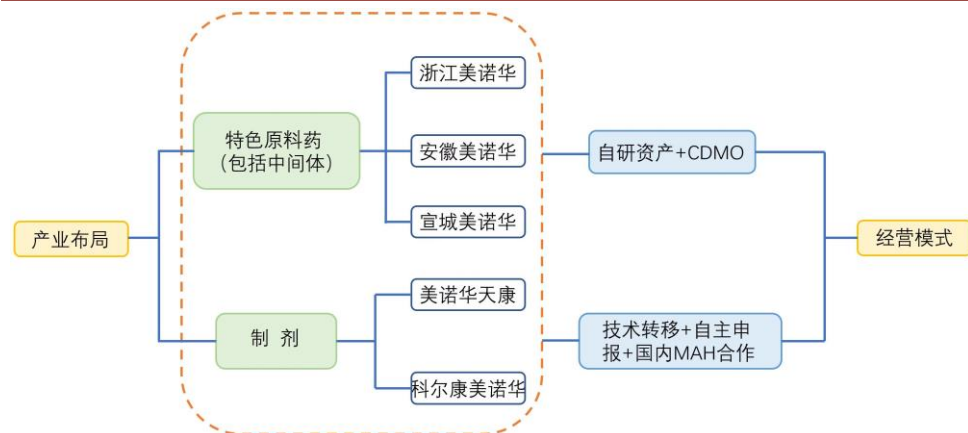
坚定一体化战略，持续布局 CDMO。公司创立于2004年，深耕特色原料药及中间体多年，产品覆盖心血管、中枢神经、胃肠消化道等治疗领域，是国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一。近年来，公司“内涵式增长+外延式拓展”双轮驱动，坚定深入“医药中间体、原料药、制剂”一体化战略，拓展延伸上游中间体和下游制剂业务，以进一步完善产业链布局、充分扩大一体化优势。同时，公司持续布局 CDMO 业务，加速打造 CDMO 一站式综合服务平台，以 CDMO 业务和制剂一体化业务为核心，积极开展前沿的医学产品的开发和商业化。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网，财通证券研究所

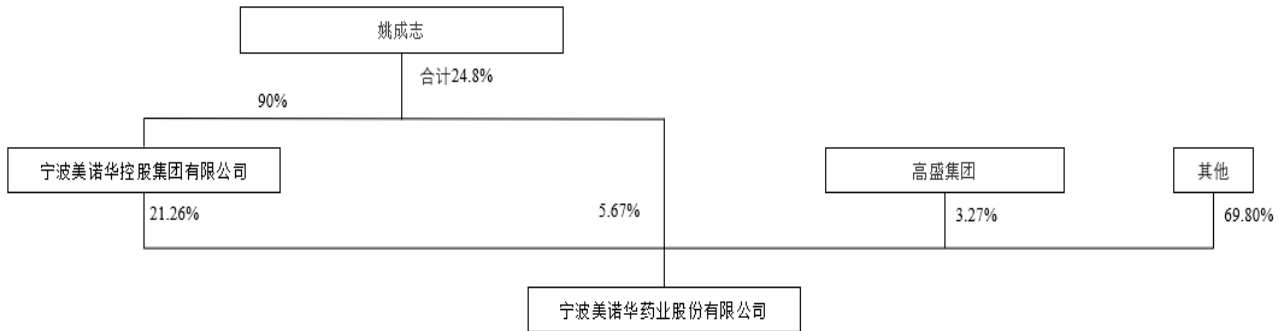
图2.公司业务概览



数据来源：公司年报，财通证券研究所

股权结构稳定，员工激励充分。截至 2022Q3，公司董事长、总经理姚成志先生直接持有公司 5.67% 的股份，同时通过持有宁波美诺华控股集团有限公司 90% 的股份，间接持有公司 19.13% 的股份，总计持有公司 24.8% 的股份，为公司实际控制人，公司股权结构稳定。公司对员工激励充分，2018 年、2021 年先后推出两次激励计划，绑定核心骨干、高管，有助于公司长期发展。

图3.公司股权结构



数据来源：Wind（截至 22Q3），财通证券研究所

表1.近年员工激励计划

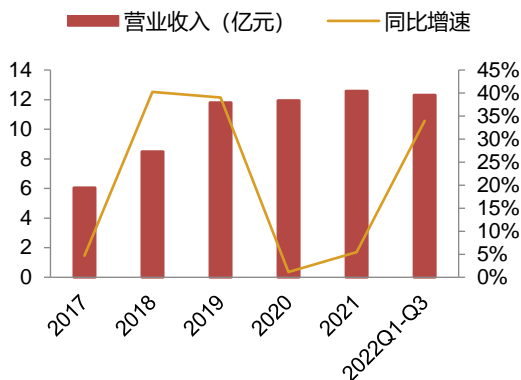
激励形式	2021 年		2018 年
	限制性股票	股票期权	限制性股票
授予对象	合计授予 302 人，其中 3 人为董事、高级管理人员，295 人为核心骨干	合计授予 302 人，其中 3 人为董事、高级管理人员，296 人为核心骨干	合计授予 200 人，其中 5 人为董事、高级管理人员，195 人为核心骨干
授予数量（万股）	173.49	386.51	513.40
授予价格（元/股）	16.13	32.26	7.62
业绩考核目标	三个限售期分别解锁 20/40/40%，解锁条件为以 2020 年指标为基数，21-23 年净利润增长率不低于 45/60/100%；或营业收入增长率不低于 5/15/25%		三个限售期分别解锁 40/30/30%，解锁条件为以 2017 年指标为基数，18-20 年净利润增长率不低于 30/60/120%；或主营业务收入增长率不低于 20/40/60%
成本摊销费用	21-24 年成本摊销费用分别为 131.78、1531.92、938.92、362.39 万元	21-24 年成本摊销费用分别为 79.18、920.43、564.14、217.74 万元	18-21 年成本摊销费用分别为 3527.06、764.20、1822.31、705.41、235.14 万元

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 收入结构优化，盈利能力提升

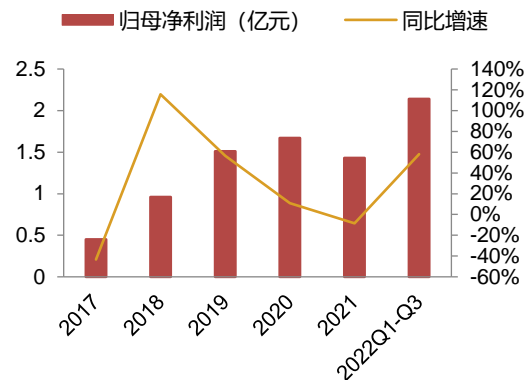
公司业绩稳健增长，CDMO、制剂业务带动增速。公司营收从 2017 年的 6.05 亿元增长至 2021 年的 12.58 亿元，CAGR 达 20.08%；公司归母净利润从 2017 年的 0.45 亿元增长至 2021 年的 1.43 亿元，CAGR 为 33.52%。公司 2022 年前三季度实现营收 12.31 亿元，同比增长 33.96%，归母净利润 2.14 亿元，同比增长 58.06%，主要是受 CDMO、制剂业务发展带动快速增长。

图4.公司近年营收情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

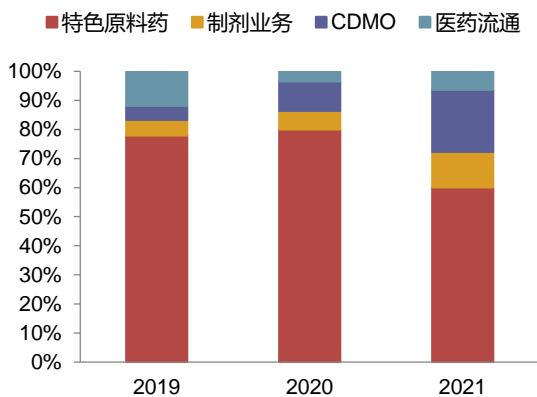
图5.公司近年归母净利情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

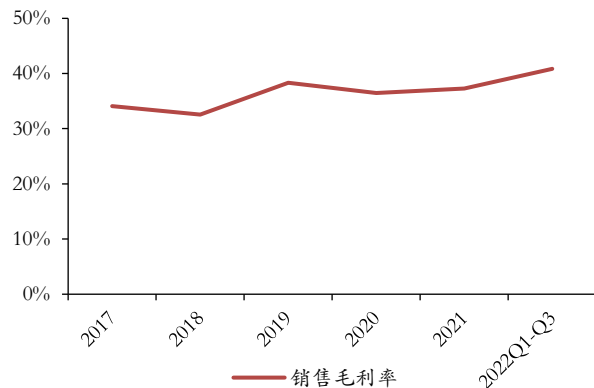
收入结构优化，盈利能力提升。公司业务分为特色原料药、制剂、CDMO和医药流通，其中占比最大的是特色原料药，2021年其占比为60.06%。制剂业务和CDMO业务发展迅速，占比分别从2019年的5.37%、4.85%增长至2021年的12.26%、21.32%，这两个业务毛利率相对于特色原料药要高，2021年分别为47.27%、44.54%，而特色原料药业务的毛利率则为35.68%，因此制剂和CDMO业务占比的提升，带动公司盈利能力改善，从2019年的38.35%上升至2022Q3的40.85%。

图6.公司分业务收入占比



数据来源：公司年报，财通证券研究所

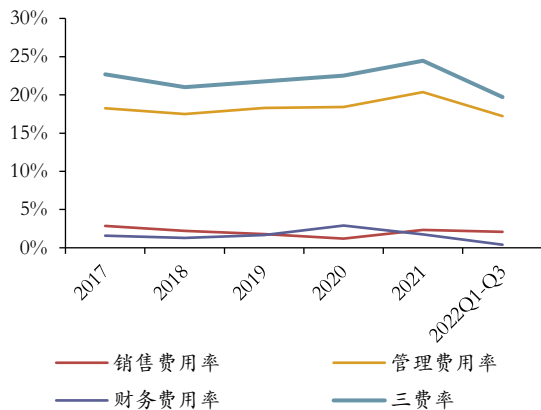
图7.公司毛利率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

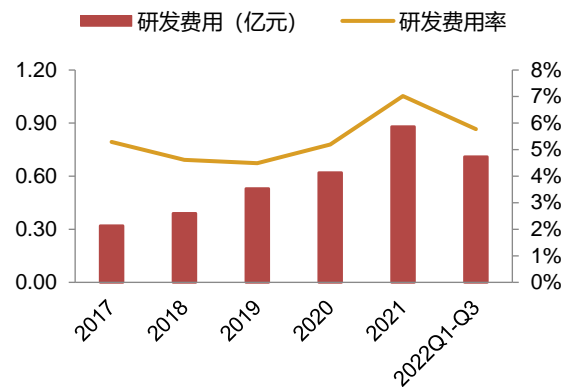
公司注重研发创新，研发投入持续加大。公司三费率较稳定，22年前三季度的三费率有所下降。公司研发投入每年增加，研发费用率均保持在5%左右，持续的研发创新也是公司保持竞争优势和实现快速增长的重要因素之一。截至2021年，公司拥有原料药研发人365人、制剂研发人员90人，其中硕博以上学历占比超过17%，具有丰富的药物合成和制剂工艺开发、质量研究经验和强大的工艺放大技术水平。

图8.公司费用率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图9.公司研发费用及费用率



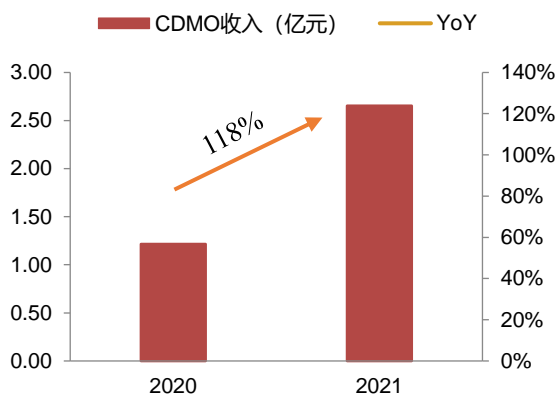
数据来源: Wind, 公司年报, 财通证券研究所

2 CDMO: 产能陆续释放, 与默沙东合作进入交付期

2.1 携手大客户默沙东, CDMO 驶入加速成长期

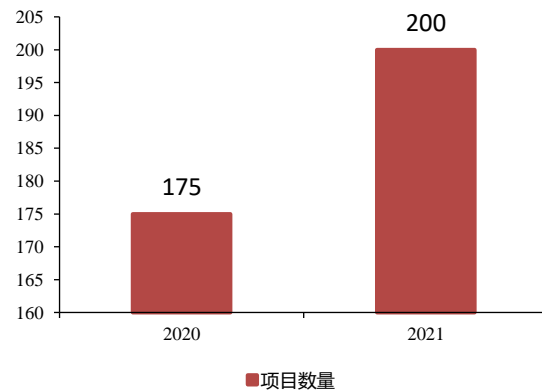
2019 年公司开始布局 CDMO 业务, 以宣城美诺华作为核心生产基地, 尽管布局时间不长, 得益于特色原料药业务协同, 及与大客户默沙东开展长期战略合作, 公司 CDMO 业务快速发展。2020 年至 2021 年公司 CDMO 收入由 1.2 亿元增长至 2.65 亿元, 同比增长 118%, 项目数量由 175 个增长至 200 余个。

图10.CDMO 收入及增速



数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

图11.CDMO 项目数量变化

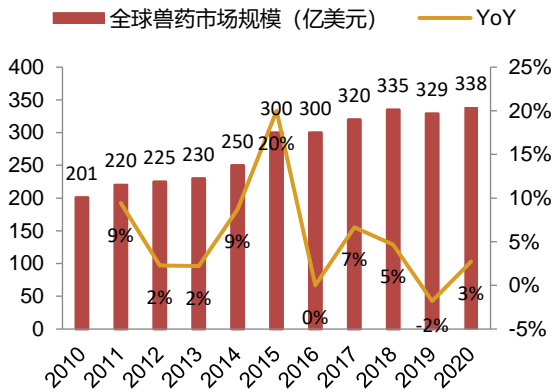


数据来源: 公司年报, 财通证券研究所

与大客户默沙东签订十年战略, CDMO 有望长期受益。2021 年公司顺利与大客户默沙东签订十年战略合作, 有望承接默沙东宠物药、兽药及动物保健等领域项目。全球兽药市场规模可观, 国内市场快速扩容。据普华永道, 2020 年全球兽药市场规模约 338 亿美元, 中国兽药市场规模达 621 亿元, 同比增长 22%, 增速较快。从竞争格局来看, 默沙东是全球第三大动保公司, 有望持续享受成长红利, 因此公司 CDMO 业务也有望长期受益, 有望承接更多默沙东的订单。2019

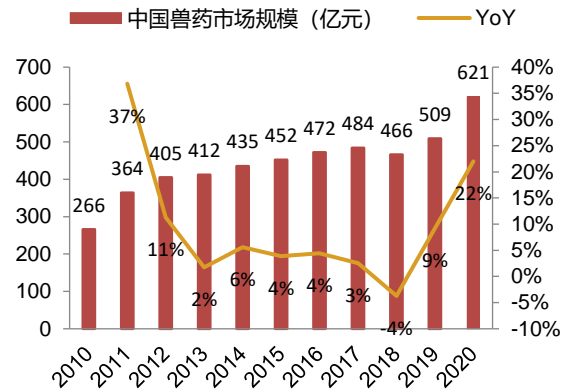
年默沙东占全球动保市场份额约 9.3%，截至 2022 年默沙东动保收入为 55.5 亿美元。此外，与大药企的合作有利于提升公司 CDMO 业务的品牌力，有望承接更多其它兽药或人药订单。

图12.全球兽药市场规模（亿元）



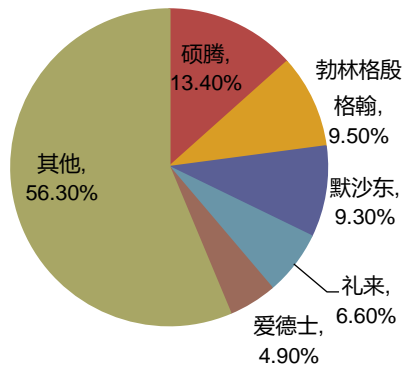
数据来源：普华有策，财通证券研究所
注：此数据不包括中国

图13.国内兽药市场规模（亿元）



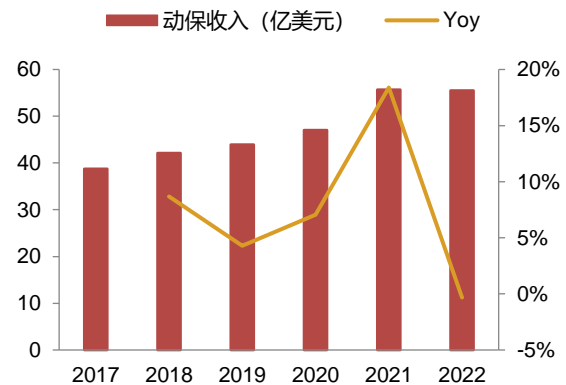
数据来源：普华有策，财通证券研究所

图14.全球动保竞争格局（2019年）



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

图15.默沙东动保收入及增速



数据来源：默沙东年报，财通证券研究所

与默沙东合作项目进入商业化交付期，合作进入兑现期。截至 22H1，公司与默沙东合作的第一批 9 个项目即将开始商业化交付，预计不久将开始贡献收入。我们认为商业化订单通常量较大，因此收入较为可观，随着与默沙东第一批合作商业化交付，公司 CDMO 短期有望加速增长。

2.2 布局新技术平台，储备产能充足

积极布局新技术平台，CDMO 增长可期。除了与大客户深度合作外，公司积极布局小核酸等新技术平台，为远期发展奠定基础。核酸药物是当前全球药物研发的重点之一，市场规模快速扩容，在研产品管线丰富，据弗若斯特沙利文，2016 年至 2021 年全球小核酸药物市场规模由 0.1 亿美元增长至 32.5 亿美元，复合增速 218%。而寡核苷酸（ASO）药物占比约 80%，寡核苷酸由十几个或几十个的核

苷酸串联而成，因此核苷单体是核酸药物的关键原料，核苷中间体市场有望随着小核酸药物市场规模增长而增长。

图16.全球小核酸药物市场规模

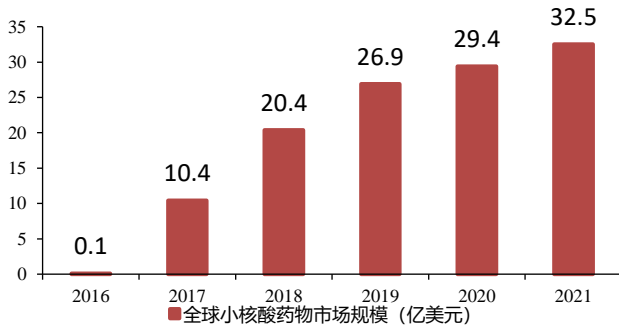
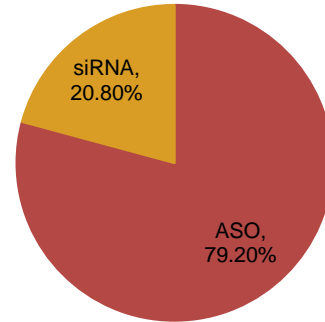


图17.小核酸药物市场拆分 (%)



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

储备充足，新产能将在未来 2-3 年配合需求释放。宣城美诺华一期产能逐渐释放，新产能持续建设中，22H1 宣城美诺华二期开始扩建，按照 2.5 年建设周期，预计 2025 年即将完工。结合公司商业化品种陆续进入交付期及新业务不断落地，产能配合需求陆续释放，CDMO 长期增长可期。

表2.核心 CDMO 产能情况

产能基地	设计产能 (吨/年)	项目进展
宣城美诺华一期	381	2019 年投产
宣城美诺华二期	3760	已启动建设，预计需要 2.5 年建设周期（即 2025 年完工）

数据来源：公司公告，财通证券研究所
注：截至 2022 年半年报

3 制剂：厚积薄发，制剂业务迎来快速发展期

公司紧紧围绕着“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”布局制剂业务：

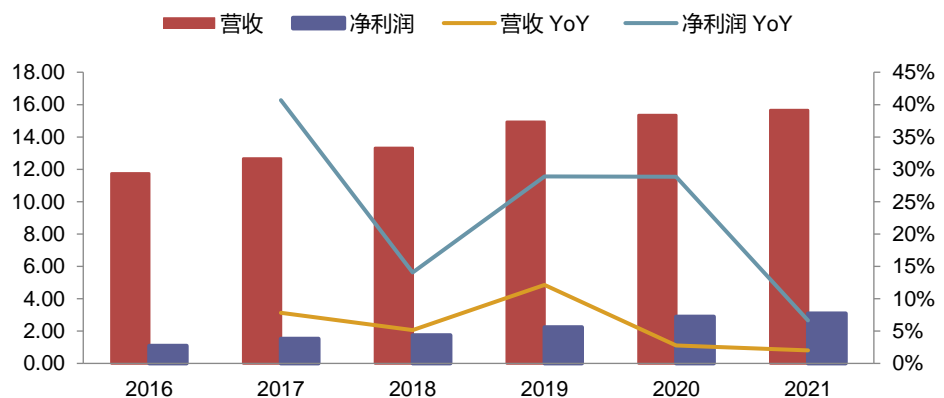
- (1) 与 KRKA 深度合作，快速丰富管线，培育了自身生产、销售与研发能力；
- (2) 布局自主产品研发，持续丰富产品梯队。公司先以自有原料药为基础的“慢病组合”为主，聚焦降压药、降血栓、糖尿病治疗领域为主，随着研发水平不断提升，逐渐过渡至布局抗肿瘤等高端制剂，强化市场竞争力；
- (3) 积极拓展国内 MAH 客户合作。受益于国内 MAH 政策，积极拓展国内 MAH 客户合作，持续推进原料药-制剂一体化。

3.1 与 KRKA 深度合作，快速丰富管线，培育了自身生产、销售与研发能力

2017 年公司与欧洲大客户 KRKA 深入开展制剂合作，在国内设立合资公司（美诺华持股占比 40%），以合资公司为主体并作为药品上市许可持有人（MAH），以公司旗下的制剂工厂为生产厂商，双方协力将 KRKA 在欧洲已上市的制剂产品进行国内转报，并推动其制剂产品在国内市场的开拓。通过这一合作，公司不仅快速获得丰富的制剂产品管线，且培育了自身生产、销售与研发能力。2018 年科尔康美诺华完成包括普瑞巴林在内的 4 个品种技术转移，其中普瑞巴林胶囊实现商业化量产。2019 年完成 6 个品种技术转移，同时公司新增 2 家国内客户，制剂生产能力逐渐得到验证。

此外，KRKA 是国际优秀仿制药制剂企业，储备品种丰富，营收及净利润逐年保持稳健增长；2021 年 KRKA 营收为 15.66 亿欧元，同比增长 2%，净利润 3.08 亿欧元，同比增长 6.6%，因此受益于 KRKA 持续成长，未来更多产品有望转移到公司，贡献长期收益。

图 18. KRKA 近年营收净利情况（单位：亿欧元）



数据来源：KRKA 官网，财通证券研究所

3.2 布局自主产品研发，持续丰富产品梯队

除了与 KRKA 深度合作快速丰富管线外，公司设立杭州美诺华及美诺华医药创新研究院，推进自研品种研发，持续丰富产品梯队。截至 22H1，公司新立项 11 个品种，累计在研品种超 20 个，其中盐酸莫西沙星、磷酸西格列汀、维格列汀处于 CDE 技术审批；此外还有 22 个项目处于小试-BE 阶段，在研品种丰富，产品梯队逐渐成型。

表 3. 在研制剂项目情况

在研项目	药品名称	适应症或主治功能	研发（注册）所处阶段
莫西沙星片制剂研发项目	盐酸莫西沙星	广谱抗菌	CDE 技术审评中

西格列汀制剂研发项目	磷酸西格列汀	2型糖尿病	CDE 技术审评中
维格列汀制剂研发项目	维格列汀片	降糖	CDE 技术审评中
制剂项目 1	制剂项目 1	慢性乙型肝炎	BE
制剂项目 2	制剂项目 2	预防动脉粥样硬化 血栓形成	BE
制剂项目 3	制剂项目 3	治疗抑郁症、广 泛性焦虑障碍、 慢性肌肉骨骼疼 痛	BE
制剂项目 4	制剂项目 4	2型糖尿病	BE
制剂项目 5	制剂项目 5	2型糖尿病	BE
制剂项目 6	制剂项目 6	2型糖尿病	BE
制剂项目 7	制剂项目 7	2型糖尿病	转移验证
制剂项目 8	制剂项目 8	三代抗癫痫	转移验证
制剂项目 9	制剂项目 9	治疗精神分裂 症、中重度躁狂 发作	转移验证
制剂项目 10	制剂项目 10	治疗胃溃疡、胃 黏膜病变	转移验证
制剂项目 11	制剂项目 11	治疗抑郁症	转移验证
制剂项目 12	制剂项目 12	慢性心力衰竭	小试
制剂项目 13	制剂项目 13	精神分裂症	小试
制剂项目 14	制剂项目 14	治疗反流性食管 炎	小试
制剂项目 15	制剂项目 15	癫痫	小试
制剂项目 16	制剂项目 16	治疗原发性高血 压	小试
制剂项目 17	制剂项目 17	广谱喹诺酮类抗 菌药	小试
制剂项目 18	制剂项目 18	松弛骨骼肌，使 气管插管和机械 通气易于进行	小试
制剂项目 19	制剂项目 19	治疗胃食管反流 病、胃黏膜保护	小试
制剂项目 20	制剂项目 20	肥胖或体重超重 患者（体重指数 ≥24）的治疗	小试
制剂项目 21	制剂项目 21	消化道促动力剂	小试
制剂项目 22	制剂项目 22	原发性及继发性 骨关节炎	小试

数据来源：公司公告，财通证券研究所（截至 2022 年半年报）

多个品种陆续获批并快速进入集采放量，制剂业务进入高速区。2020 年公司普瑞巴林胶囊、培哌普利叔丁胺片两大产品顺利获批上市，并于 2021 年 2 月顺利进入第四批国家集采快速放量。2021 年，瑞舒伐他汀钙片、阿托伐他汀钙片、氯沙坦钾片亦获批，其中阿托伐他汀钙片、氯沙坦钾片、赖诺普利片顺利中标广

东 13 省联合集采以及江苏、山东区域集采。2022 年 H1，阿哌沙班片、缬沙坦片获批，异烟肼片通过一致性评价，我们看到公司每年陆续有 3 个及以上品种获批，随着更多品种进入国家集采或省级集采快速放量，制剂业务进入高速发展期。2021 年制剂收入为 1.53 亿元，同比增长 103.58%。

表4.部分制剂已获批品种

年份	获批上市制剂
2020	普瑞巴林胶囊、培哌普利叔丁胺片
2021	瑞舒伐他汀钙片、阿托伐他汀钙片、氯沙坦钾片
22H1	阿哌沙班片、缬沙坦片、异烟肼片（一致性评价）

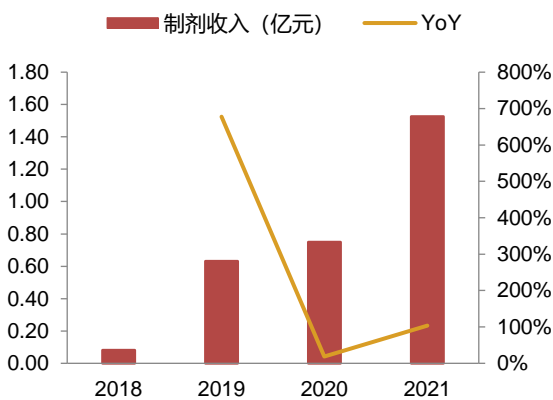
数据来源：公司公告，财通证券研究所

表5.部分制剂中标情况

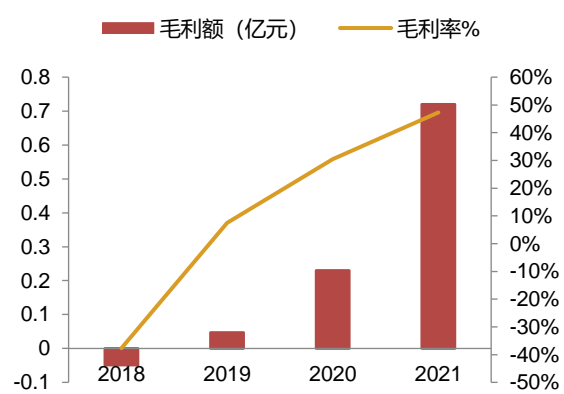
主要药品名称	规格 (mg)	中标价格区间 (元/盒)	医疗机构实际采购量 (盒)	对应收入 (万元)
培哌普利叔丁胺片	4	22.58	2393211	5403.87
普瑞巴林胶囊	75	18.90	1154468	2181.94
普瑞巴林胶囊	150	32.13	84951	272.95
赖诺普利片	10	3.22	8190	2.64
阿托伐他汀钙片	10	5.60	0	0
阿托伐他汀钙片	20	9.51	0	0
阿托伐他汀钙片	40	4.04	0	0
氯沙坦钾片	50	4.96-7.54	0	0
氯沙坦钾片	100	8.57	0	0

数据来源：公司年报，财通证券研究所

注释：截至 2021 年年报，赖诺普利片、阿托伐他汀钙片、氯沙坦钾片还未开始集采

图19.制剂收入及增速


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图20.制剂业务毛利及毛利率%


数据来源：公司公告，财通证券研究所

在建产能充足，积极布局高端制剂产能。随着自研品种获批数量增长及科尔康品种逐渐丰富，公司积极扩产，目前美诺华天康拥有 15 亿片/年产能，在建三车间一期拥有 30 亿片/年产能，预计三车间一、二期完工后，天康美诺华届时将拥有约 75 亿片/年产能，产能充足。另外，公司积极布局抗肿瘤等高端制剂产能，有望打开远期空间。

表6. 制剂研发及生产基地

生产基地	职能	规划产能 (片 (粒) /年)	时间
美诺华天康	生产基地	现有产能 15 亿, 在建三车间一期产能 30 亿, 三车间二期完成后, 总产能约 75 亿	预计于 22 年完工
宁波高新区 高端制剂	研发生产抗肿瘤类产品	3100 万支 (片、颗)	预计 2023 年建成
杭州新诺华	制剂研究	\	2012 年设立
美诺华医药 创新研究院	制剂研发 (偏高端)	\	2017 年

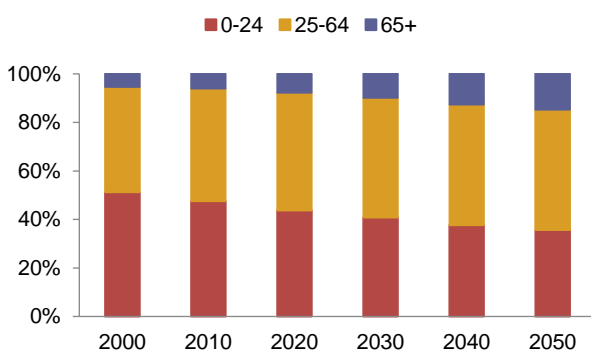
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

4 原料药: 传统产品稳健, 储备产品蓄势待发

4.1 原料药市场稳健增长, 专利相继到期刺激仿制药原料药需求

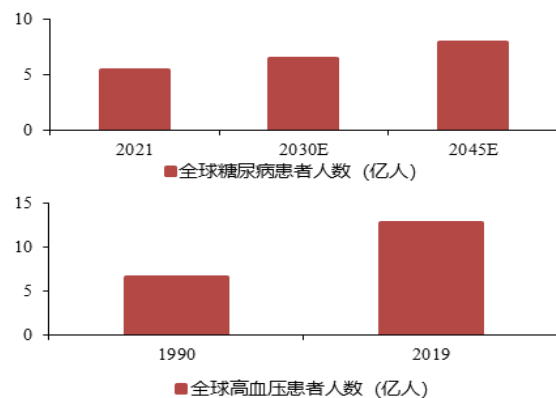
全球老龄化趋势加快, 慢病需求带动原料药市场稳健增长。根据联合国数据, 全球 65 岁及以上人口比例将从 2020 年的 7.7% 上升到 2050 年的 14.8%。随着老龄化进程的加速, 慢病患者人数不断增长, 高血压患者人数从 1990 年的 6.48 亿人增长至 2019 年的 12.78 亿人, 全球糖尿病患者人数预计将从 2021 年的 5.37 亿人增长至 2045 年的 7.83 亿人。与慢病相关的药品需求量也将随之增长, 并带动原料药市场稳健增长。根据 Mordor Intelligence 发布的《API Market- Growth, Trends, and Forecast (2020-2025)》显示, 2018 年全球原料药市场规模已经达到 1657 亿美元, 预计到 2024 年市场规模将达到 2367 亿美元, 年复合增速 6.12%。

图21. 全球分年龄组人群占比



数据来源: United Nation, 财通证券研究所

图22. 全球糖尿病、高血压患者人数

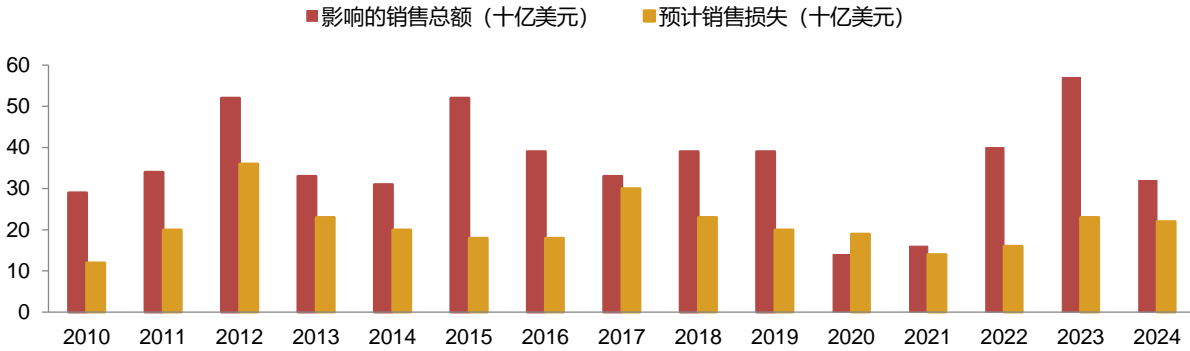


数据来源: IDF, The Lancet, 财通证券研究所

大批专利名药相继到期, 仿制药将刺激原料药需求。据华经产业研究院统计, 2013-2030 年间, 全球药品中共有 1666 个化合物专利到期, 而 2020-2024 年间, 具有到期风险的专利药呈现急剧增加的趋势, 合计市场规模达 1590 亿美元。大

批专利药到期将会刺激仿制药市场持续增长，由于仿制药价格低廉，相应药物的消费者使用量将大幅增加，推动原料药需求快速增长。

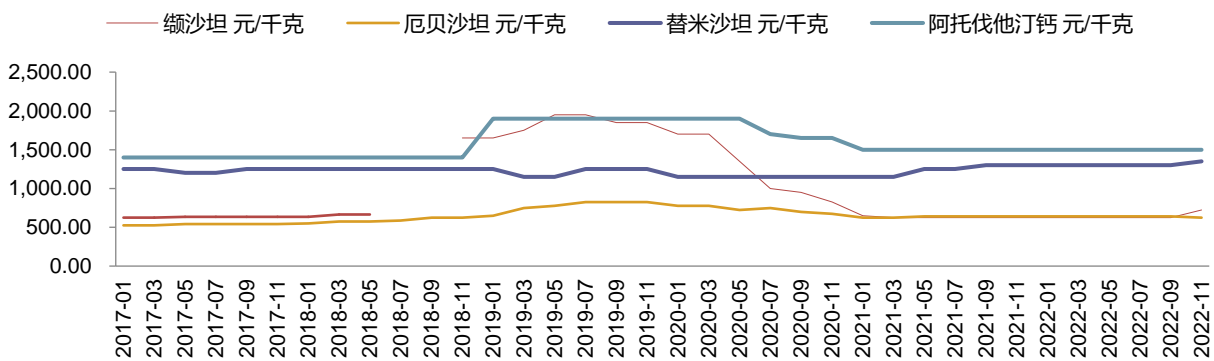
图23.2010-2024 年全球面临专利悬崖风险药品的销售额情况



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

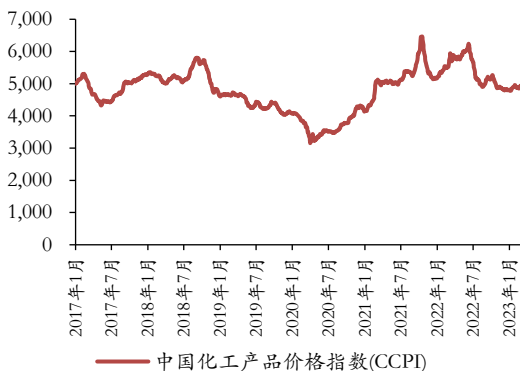
原料药价格回暖，上游原材料及汇率有所改善。2021 年原料药市场竞争较激烈，产品价格下降明显，但是 2022 年开始价格已经见底并有所回暖。同时，上游化工原材料价格上涨、人民币兑美元汇率上涨也对原料药行业盈利能力造成影响，但从 22H2 开始可以看到这些负面因素都在边际向好。

图24.部分原料药价格情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图25.化工产品价格指数



数据来源：Wind，财通证券研究所

图26.美元汇率走势



数据来源：Wind，财通证券研究所

4.2 传统产品下游稳定，储备品种与产能丰收期渐近

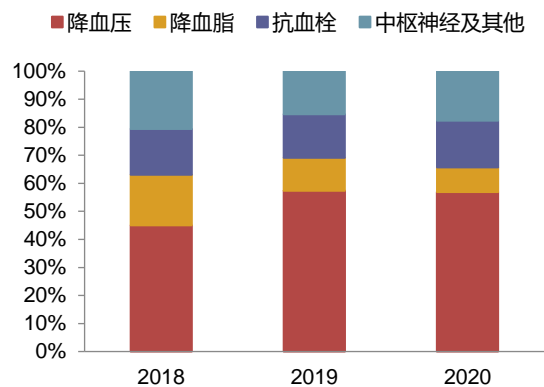
深耕慢病领域原料药多年，市场份额持续提升。公司的特色原料药产品可按治疗领域分为四类，降血压、降血脂、抗血栓以及中枢神经，均为慢性病，下游需求稳定增长。其中，降血压类原料药营收占比最大，2020年其占比达56.94%。深耕多年，公司的品牌影响力和国际知名度带动公司产品市场份额持续拉升。根据公司年报，2021年公司培哌普利系列产品全球市场占有率超过50%，缬沙坦系列产品全球市场占有率超20%，氯吡格雷系列产品全球市场占有率超30%，瑞舒系列产品全球市场占有率达20%。

图27.公司核心特色原料药产品

应用领域	产品名称
降血压	培哌普利
	缬沙坦
	氯沙坦
抗血栓	氯吡格雷
降血脂	阿托伐他汀钙
	瑞舒伐他汀钙
中枢神经	普瑞巴林

数据来源：公司年报，财通证券研究所

图28.公司原料药业务收入按治疗领域分类



数据来源：公司公告，财通证券研究所

积极推进研发注册，储备品种蓄势待发。公司加速推进新产品研发注册，以拓展现有原料药产品在中国市场和欧美规范市场的准入。截至22H1，公司在研原料药品种共计54个，其中20个实现转产，6个品种递交海外市场注册认证，1个品种递交国内CDE登记，1个品种递交国内兽药产品批准文号申请。公司产品管线不断丰富，已经布局沙班类抗血栓类产品，列净类、列汀类等降血糖类产品，未来有望贡献增量，同时，新品种一般来说毛利率会高于传统原料药，因此公司原料药业务毛利率有望改善。

表7.部分公司布局原料药产品

	名称	原研厂家	专利到期日	2021年全球销售额(亿元)	备注
抗血栓	阿哌沙班	百时美施贵宝/辉瑞	2022/9/17	1080.08	
	利伐沙班	拜耳	2020/12/11	537.61	
	依度沙班	第一三共	2022/8/8	50.72 (最新数据为2020年)	
降血糖	达格列净	百时美施贵宝/阿斯利康	2023/5/15	217.78	
	依帕列净	勃林格殷格翰及礼来公司	2023/8/12	398.4	国内已失效
	维达列汀	诺华	2019/12/9	71.42	
	阿格列汀苯甲酸盐	武田	2025/3/15	36.85 (最新数据为2020年)	

数据来源：公司官网，药智网，财通证券研究所

持续优化客户结构，培育重点客户。公司不断加强与国际头部原研公司的联系，22H1 新增 2 家原研公司的供应商认证。公司不断挖掘与现有战略大客户的合作深度，扩大合作范围，与施维雅从单一产品、上游中间体的合作扩展至高级中间体及 API 的合作，也进一步加强与 KRKA 的战略合作与深度绑定。另外，公司多个核心品种与多家全球跨国制药巨头进入项目阶段，与国内众多百强药企进行了不同深度的实质合作与沟通，为接下来 2-3 年业务增长奠定坚实的基础。海外方面，公司市公司积极开拓渠道，培育新客户，特别是在南美、日韩等市场，有了突破性进展。

图29.原料药业务客户



数据来源：公司公告，财通证券研究所

持续构建提升规模化能力，优质产能丰收期逐步临近。公司高标准、现代化先进产能储备充足，四大原料药生产基地产能共计约 3700 吨/年。随着公司经营生产不断发展、战略转型不断推进、优质客户不断增加，公司积极布局产能扩建，截至 22H1，安徽美诺华“年产 400 吨原料药技术改造项目”第一阶段土建主体已全部完工、车间设备安装已基本完成，部分车间准备进行试生产；浙江美诺华“年产 520 吨医药原料药”一期项目土建主体全部完工，部分车间已完成机电安装。

表8.公司原料药业务产能相关项目

项目名称	项目金额 (万元)	项目进度	累计实际投入 (万元)	项目预计收益
浙江美诺华“年产 520 吨医药原料药”一期项目	35000	土建主体全部完工，部分车间已完成机电安装	19119.95	项目全部投产后年营业收入约 6 亿元
安徽美诺华“年产 400 吨原料药技改项目”	41311	第一阶段土建已全部完工，部分车间已完成机电安装	18093.80	项目全部投产后年营业收入约 10 亿元

数据来源：公司公告，财通证券研究所

5 盈利预测

我们对公司 2022-2024 主营业务进行如下关键假设：

(1) 原料药业务：考虑到原料药下游需求稳定增长，价格也有所回暖，原材料价格趋稳，同时，新品种毛利高于传统品种，新品种放量后有望改善业务毛利率，预计原料药业务增速将比较稳定，同时盈利能力将有望改善。

(2) CDMO 业务：公司与默沙东合作的第一批 9 个项目即将开始商业化交付，我们认为商业化订单通常量较大，因此收入较为可观，随着与默沙东第一批合作商业化交付，预计 CDMO 业务短期有望快速增长。

(3) 制剂业务：考虑到公司原料药制剂一体化优势明显，同时加大自研投入，持续丰富产品梯队，随着更多品种进入国家集采或省级集采快速放量，预计未来制剂业务收入增速较快。

(亿元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	11.80	11.94	12.58	17.23	22.16	27.72
增速	39.02%	1.19%	5.36%	36.96%	28.57%	25.10%
毛利率	38.35%	36.45%	37.29%	39.50%	40.82%	41.83%
特色原料药						
收入	9.17	9.52	7.48	8.22	9.29	10.41
增速		3.86%	-21.47%	10.00%	13.00%	12.00%
毛利率	44.22%	39.29%	35.68%	36.00%	36.40%	36.60%
制剂业务						
收入	0.63	0.75	1.53	2.75	4.38	6.15
增速		18.71%	103.58%	80.00%	60.00%	40.00%
毛利率	7.47%	30.39%	47.27%	48.00%	49.00%	50.00%
CDMO						
收入	0.57	1.21	2.65	5.43	7.61	10.27
增速		113.13%	119.01%	105.00%	40.00%	35.00%
毛利率		25.55%	44.54%	45.00%	45.00%	45.00%
医药流通						
收入	1.40	0.41	0.79	0.83	0.85	0.88
增速	46.35%	-70.63%	92.68%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	11.24%	12.19%	9.89%	10%	10%	10%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 17.23、22.16、27.72 亿元，同比增长 36.96%、28.57%、25.10%；归母净利润为 3.52、3.53、4.67 亿元，同比增长 147.06%、0.28%、32.28%；对应 PE 分别为 10.76、10.73 和 8.11 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表10.可比公司估值水平

公司名称	股票代码	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE			
				21A	22E/A	23E	24E	21A	22E/A	23E	24E
奥翔药业	603229.SH	24.03	101.80	0.51	0.56	0.75	1.07	47.12	42.67	32.08	22.47
天宇股份	300702.SZ	23.99	83.48	0.59	0.28	0.61	1.05	40.66	85.68	39.33	22.85
华海药业	600521.SH	19.70	292.24	0.34	0.75	0.91	1.09	57.94	26.27	21.65	18.07
普洛药业	000739.SZ	21.59	254.44	0.81	0.84	1.04	1.28	26.65	25.70	20.76	16.87
平均值				0.56	0.61	0.83	1.12	43.09	45.08	28.45	20.06

数据来源: Wind (截至 2023/3/17), 财通证券研究所

注: 奥翔药业预测值取自 Wind 一致预期, 其他预测值为财通证券研究所预测; 除普洛药业 2022 年为实际值, 其他公司均为预测值

6 风险提示

1. 研发进度不及预期

公司在研项目较多, 而医药行业的产品研发存在技术难度高、审批周期长的特点, 若研发进度不及预期, 可能会对公司未来收入造成影响;

2. 产能建设进度不及预期

公司积极布局产能扩建, 在建产能较多, 若产能建设进度低于预期, 影响产能释放节奏, 进而会对公司收入造成影响;

3. 汇率波动风险

公司海外业务占比较高, 并多以美元等外币结算, 汇率波动将对公司的汇兑损益产生影响, 并给公司收入带来较大影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1193.37	1258.15	1723.21	2215.51	2771.57	成长性					
减:营业成本	758.36	788.93	1042.57	1311.07	1612.13	营业收入增长率	1.1%	5.4%	37.0%	28.6%	25.1%
营业税费	12.90	11.49	15.51	19.94	24.94	营业利润增长率	8.4%	-8.7%	115.1%	0.3%	32.3%
销售费用	14.34	29.29	43.08	57.60	72.06	净利润增长率	3.4%	-8.6%	147.1%	0.3%	32.3%
管理费用	160.58	167.83	230.05	294.66	368.62	EBITDA 增长率	1.7%	15.2%	18.9%	28.0%	27.6%
研发费用	73.73	88.31	112.01	155.09	194.01	EBIT 增长率	-11.9%	15.6%	49.3%	34.7%	32.5%
财务费用	35.24	22.28	5.00	5.00	5.00	NOPLAT 增长率	-19.0%	28.5%	48.1%	34.7%	32.5%
资产减值损失	-56.73	0.30	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	19.0%	25.8%	10.9%	9.8%	11.8%
加:公允价值变动收益	99.01	-5.23	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	13.2%	11.4%	17.8%	15.2%	17.4%
投资和汇兑收益	7.96	27.61	8.62	11.08	13.86	利润率					
营业利润	205.75	187.91	404.23	405.38	536.38	毛利率	36.5%	37.3%	39.5%	40.8%	41.8%
加:营业外净收支	-0.83	-7.61	0.50	0.50	0.50	营业利润率	17.2%	14.9%	23.5%	18.3%	19.4%
利润总额	204.92	180.29	404.73	405.88	536.88	净利润率	13.5%	12.6%	20.4%	15.9%	16.9%
减:所得税	43.27	22.22	52.62	52.76	69.79	EBITDA/营业收入	21.2%	23.2%	20.1%	20.0%	20.4%
净利润	155.96	142.53	352.12	353.12	467.09	EBIT/营业收入	13.6%	14.9%	16.2%	17.0%	18.0%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	236.52	421.79	867.51	1244.56	1728.40	固定资产周转天数	264	246	166	118	85
交易性金融资产	133.14	371.38	371.38	371.38	371.38	流动营业资本周转天数	134	162	113	95	82
应收账款	158.91	210.19	134.55	172.99	212.61	流动资产周转天数	363	494	570	553	556
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	49	61	29	29	28
预付帐款	8.60	26.91	52.13	65.55	80.61	存货周转天数	219	268	420	400	400
存货	454.71	579.69	1199.67	1436.79	1766.72	总资产周转天数	956	1161	1042	910	833
其他流动资产	121.63	63.37	63.37	63.37	63.37	投资资本周转天数	788	940	761	650	581
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.0%	8.1%	16.7%	14.4%	16.0%
长期股权投资	273.57	319.59	319.59	319.59	319.59	ROA	5.0%	3.6%	7.2%	6.4%	7.4%
投资性房地产	0.00	21.89	21.89	21.89	21.89	ROIC	5.0%	5.1%	6.8%	8.3%	9.9%
固定资产	863.24	848.42	781.89	715.37	648.84	费用率					
在建工程	300.05	733.82	733.82	733.82	733.82	销售费用率	1.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%
无形资产	201.93	181.92	181.92	181.92	181.92	管理费用率	13.5%	13.3%	13.4%	13.3%	13.3%
其他非流动资产	61.99	63.92	63.92	63.92	63.92	财务费用率	3.0%	1.8%	0.3%	0.2%	0.2%
资产总额	3126.19	4001.50	4921.66	5521.29	6323.36	三费/营业收入	17.6%	17.4%	16.1%	16.1%	16.1%
短期债务	644.87	425.87	425.87	425.87	425.87	偿债能力					
应付帐款	252.95	283.85	856.91	1077.59	1325.04	资产负债率	43.2%	50.6%	52.6%	51.4%	50.2%
应付票据	119.11	105.21	14.28	17.96	22.08	负债权益比	76.1%	102.2%	111.2%	105.7%	100.7%
其他流动负债	1.05	3.86	3.86	3.86	3.86	流动比率	1.03	1.48	1.57	1.71	1.84
长期借款	108.51	303.00	303.00	303.00	303.00	速动比率	0.63	0.96	0.84	0.94	1.03
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	6.82	6.93	—	—	—
负债总额	1350.73	2022.99	2591.03	2837.55	3172.54	分红指标					
少数股东权益	210.76	227.02	227.02	227.02	227.02	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	149.61	151.32	151.32	151.32	151.32	分红比率					
留存收益	819.60	962.13	1314.25	1667.37	2134.45	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1775.46	1978.51	2330.62	2683.74	3150.83	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	1.06	0.96	2.33	2.33	3.09
净利润	161.65	158.07	352.12	353.12	467.09	BVPS(元)	10.46	11.57	13.90	16.24	19.32
加:折旧和摊销	90.61	103.76	66.53	66.53	66.53	PE(X)	35.0	37.0	10.8	10.7	8.1
资产减值准备	57.59	0.66	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.6	3.1	1.8	1.5	1.3
公允价值变动损失	-99.01	90.36	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	25.50	22.49	0.00	0.00	0.00	P/S	4.7	4.3	2.2	1.7	1.4
投资收益	-7.96	-111.48	-8.62	-11.08	-13.86	EV/EBITDA	24.2	21.3	12.1	8.6	5.9
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-20.82	-28.40	27.08	-42.60	-49.77	PEG	10.5	—	0.1	37.9	0.3
经营活动产生现金流量	228.06	220.63	333.22	365.46	469.49	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-483.44	-603.25	112.51	11.58	14.36	REP					
融资活动产生现金流量	166.50	583.15	0.00	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。