原料药产业链全梳理　行业增长驱动力是什么？未来是否延续告诉增长？

今天我们要研究的行业，是近两年发展极为迅猛的一个行业。近年来，该行业龙头的收入增速都在 30%以上，同时，龙头公司的走势也很亮眼。其中，行业龙头 A 自 2019 年 1 月至今，其股价从 20.92 元涨价到 123.84 元，涨幅达到 491.97%。



图：龙头 A 走势 来源：WIND

龙头 B 自 2019 年 1 月至今，其股价从 13.11 元涨价到 88.60 元，涨幅达到 575.82%。



图：龙头 B 走势 来源：WIND



图：龙头 C 走势 来源：东方财富 Choice 数据

上述 A、B 两家龙头，受益于产能释放及下游需求景气，使其收入市值双双增长。而在龙头 A、B 的对比之下，龙头 C 却相形见绌、表现惨淡，近 8 年来一直横盘震荡，几乎趴着不动。

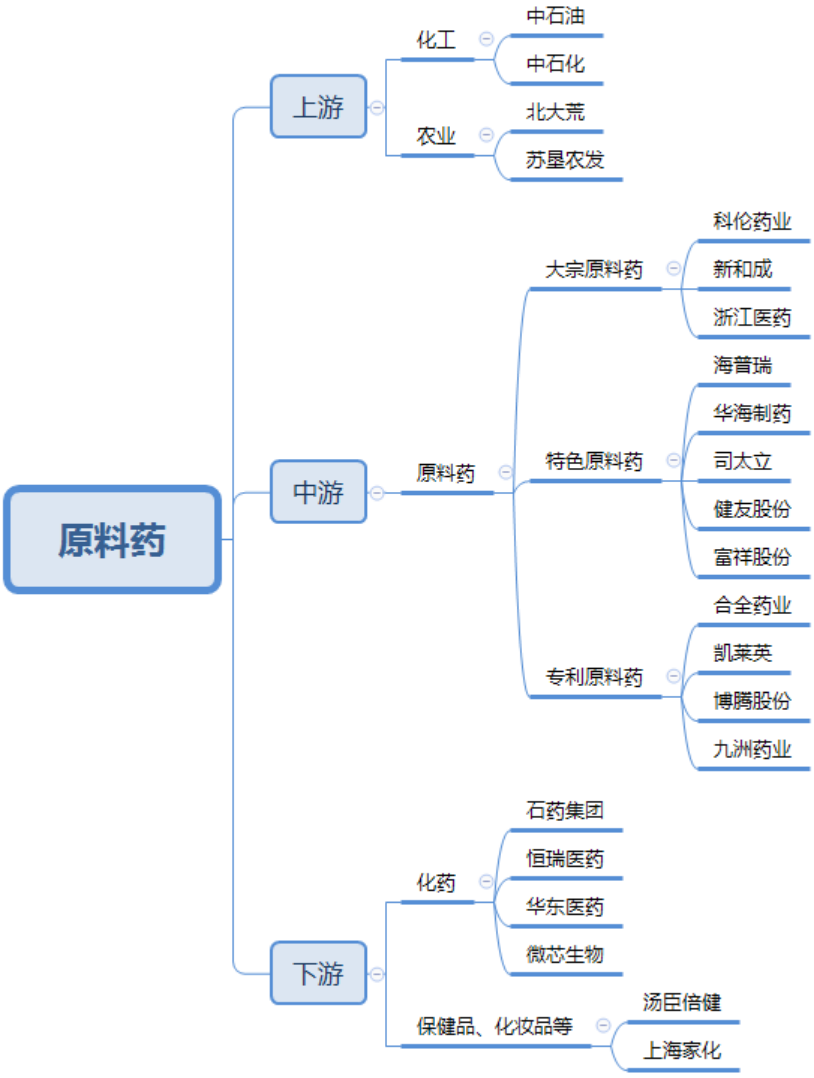
上述三家龙头，分别是天宇股份、司太立、海普瑞。而今天我们要研究的这条产业链，就是：**原料药产业链。**

对原料药这条产业链，眼下，我们要解决几个核心问题：

一是，这条产业链的增长驱动力在哪里？未来是否可以延续高速增长？

二是，该产业链核心赛道在哪里？竞争格局如何？各企业的增长空间在哪里？

(壹)



图：产业链情况

来源：塔坚研究

这条产业链，从上游到下游，依次为：

上游为基础化工行业及农业发酵提取物，在合成、发酵后生产出原料药或中间体，涉及的上市公司有中国石化、中国石油等；

中游为原料药，原料药又可以分为大宗原料药、特色原料药、专利原料药，涉及的上市公司有新和成（大宗原料药）、司太立（特色原料药）、合全药业（专利原料药）等；

下游为终端化药或者其它保健品、化妆品、食品等，涉及的上市公司有恒瑞医药（化药）、石药集团（化药）、汤臣倍健（保健品）、上海家化（化妆品）等。

由于上游化工行业和原料药逻辑相差较大，而下游产业链比较庞大，我们很难在同一篇报告中说清楚，所以，本案主要研究中游的原料药。

（贰）

原料药，按照药品生命周期分类，可以分为大宗原料药、特色原料药、专利原料药三大类。其中：

大宗原料药——一般包括抗感染药、维生素、氨基酸、解热镇痛及非甾体抗炎药、激素、生物碱及有机酸等传统原料药，此类原料药一般不涉及专利问题。

特色原料药——一般是指专利即将过期或刚过期的产品，主要包括降血压、降血脂以及降血糖等系列产品。

专利原料药——主要给创新药企提供定制研发和定制生产，有较高的技术难度，在一段时间内与药企深度捆绑，客户粘性高，毛利率高。

不过，由于大宗原料药经济附加值较低，竞争激烈且分散，行业已经进入稳定期。加之，其价格受供给端产能波动影响，呈周期性变化，与另外两种原料药的驱动力差距较大。同时，未来原料药行业的增长，主要看特色原料药和专利原料药。因此，本案主要研究特色原料药和专利原料药。下面，我们分别来看。

(叁)

先来看特色原料药：

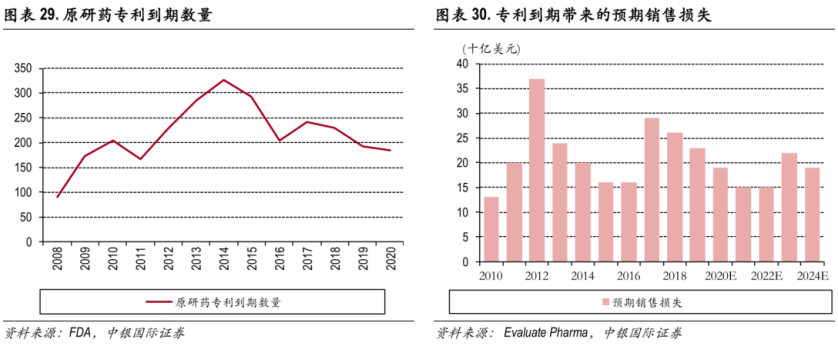
特色原料药需求量较大，仿制难度大，附加值高。其未来增长驱动力，我们主要从需求和供给端两方面来看。其中，需求端，主要体现在：专利到期，带来的仿制药品类增加；欧美的产能向中国转移。而供给端则来源于，我国原料药厂商的产能扩张程度。

我们先来看需求端的影响因素：

1）**专利到期情况**

根据中银国际报告，未来 20 年内，全球药品专利将大规模到期，专利新药上市的速度下降。从 2012 年开始，每年大概有超过 200 个专利药超过专利保护期。而且预计这一过程仍将在未来几年持续。

大量的专利药到期，使越来越多的仿制药进入了市场。加之，由于仿制药相对于原研药有较大的价格优势，往往上市后会迅速占领一定市场，随之拉动相应的特色原料药需求。



图：原研药专利

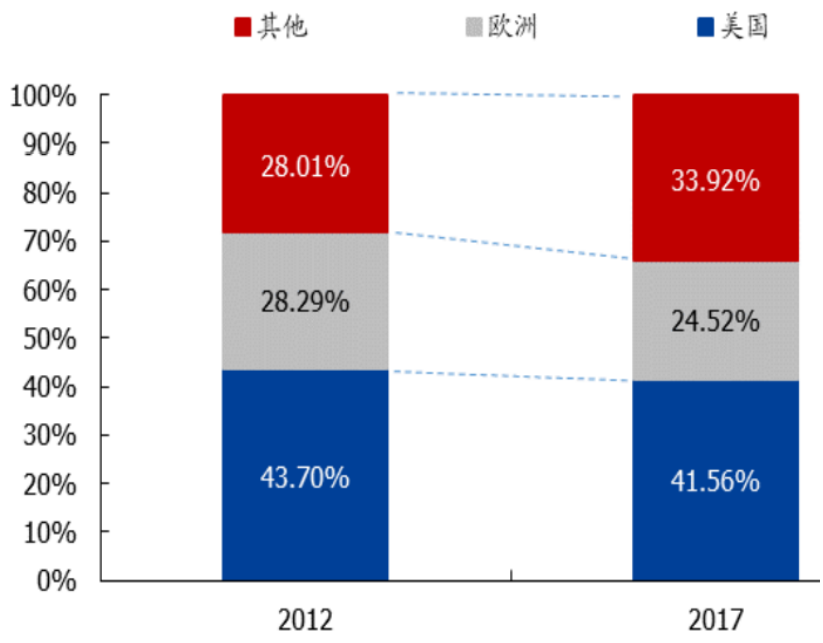
来源：中银国际证券

2）**产业转移**

由于欧美环保压力、人力成本高昂等原因，过去十年间，欧美等发达国家逐渐将原料药产能转移到中印等新兴国家。

从转移程度上来看，除欧洲、美国外其他地区的原料药产能占总产能的比重，从 2012 年的 28.01%提升至 2017 年的 33.92%，年复合增速 3.9%。

图表 13：欧美地区的原料药产能占比渐小



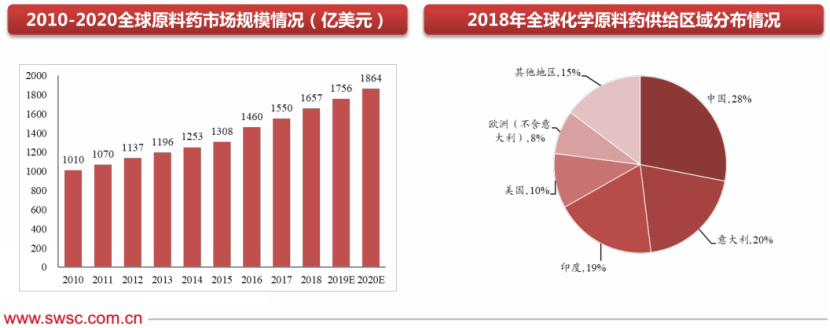
资料来源：米内网，国盛证券研究所

图：原料药产能

来源：国盛证券

其中，中国、印度是主要的承接产能地点。而印度，由于气候炎热，发酵类原料药产品的成本远高于中国，因此发酵工业产能极低，其大约有 60%的原料药从中国进口。因此，中国现在已经成为全球主要的原料药生产基地。

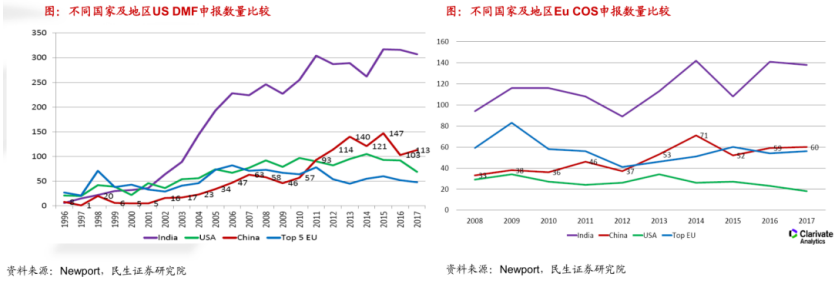
截至 2017 年底，中国拥有 1,474 个 API（原料药）生产基地，据全球首位，远超印度（688 个）。2018 年，我国化学原料药供给占比已达到 28%。



图：市场规模

来源：西南证券

从各国原料药准入认证来看，过去十年中国在美国注册的 DMF（药物主文件）数量迅速增长，复合增速达 7%（2008 年-2017 年），近几年我国每年新增获得的 DMF 注册都在 100 个以上，在欧盟获得 COS（药典适用性）认证也在 60 个以上，仅次于印度。



图：美国及欧盟认证

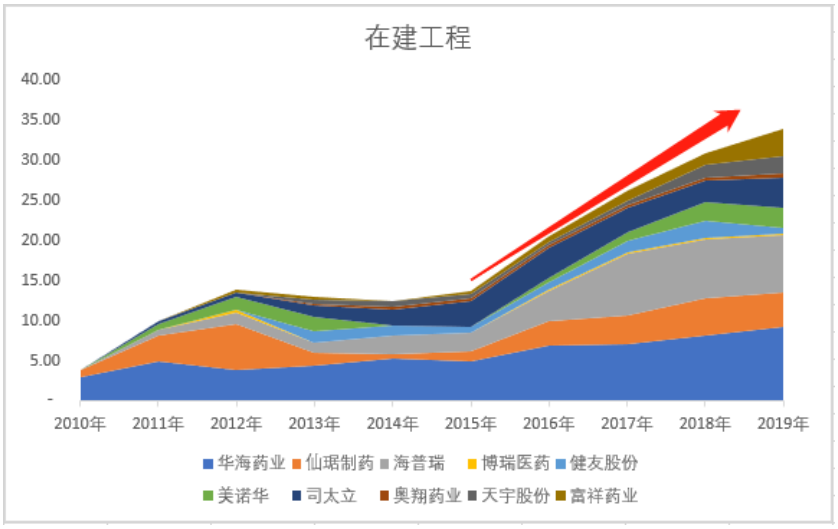
来源：民生证券

预计未来，欧美的产能转移趋势将维持较长时间，而中国凭借人力、技术、气候等优势，承接更多的特色原料药产能。

再来看供给端——产能扩张

由于我们没有全行业的特色原料药产能，因此，我们选取十家行业龙头的在建工程、固定资产情况来看。

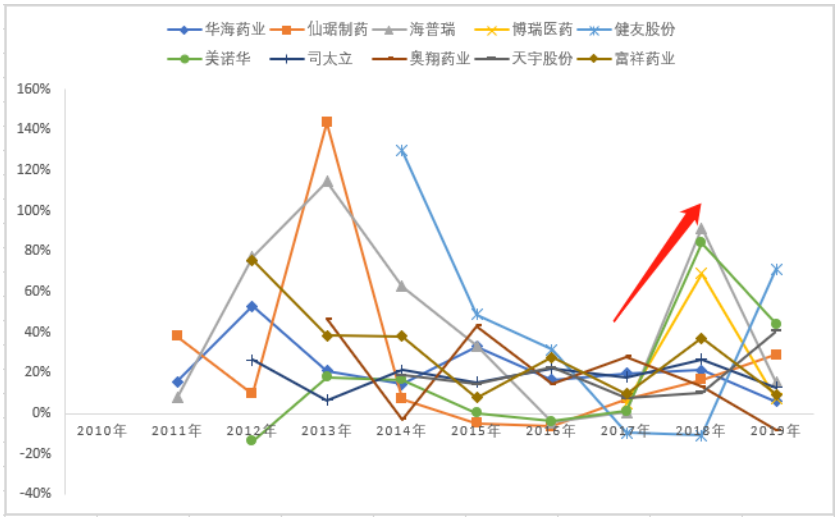
从 2016 年开始，众多原料药上市公司加速扩建产能，在建工程金额快速提升。这十家公司的在建工程金额，在 2015 年-2019 年期间，年复合增速高达 25%。



图：在建工程

来源：塔坚研究

同时，随着在建工程在 2018 年逐渐转固。当年，我们选取的十家公司固定资产平均增长 36%。2019 年，这十家公司的收入随之快速增长，平均同比增长 24%。可以说，2019 年开始，这些原料药上市公司的业绩持续增长主要是这些产能释放所带来的。



图：固定资产增速

来源：塔坚研究

综上，特色原料药在需求端持续景气，国外产能逐步向国内转移的情况下，增长前景长期向好，对于特色原料药行业的公司，可重点关注产能扩建情况和产能释放节奏。

接下来，我们再来看专利原料药行业的增长情况。

（肆）

专利原料药，由于定制生产且难度较高，所以需求量相对较小。目前看，专利原料药的驱动力，一看，创新药；二看，CDMO 的产能转移。

1）创新药数量增长

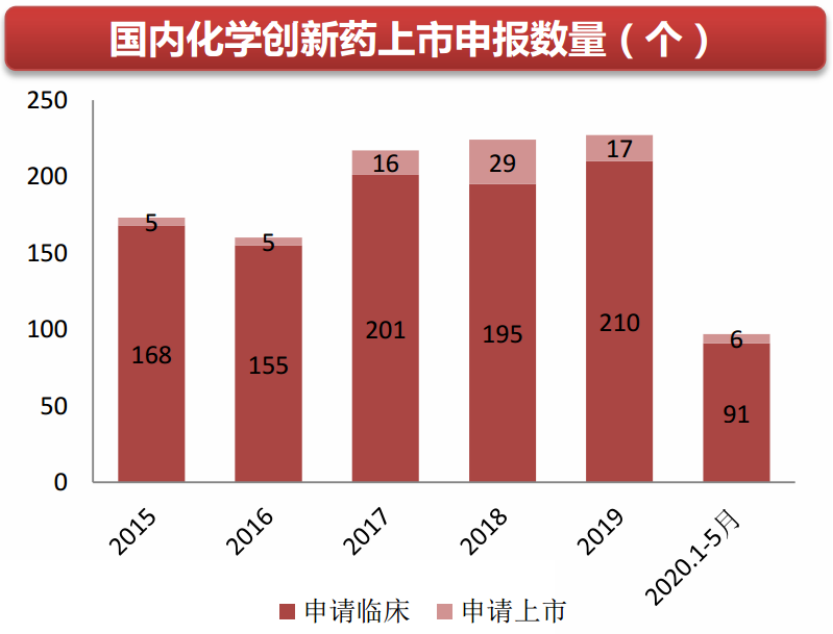
近年来，全球新药研发快速发展，新靶点、新分子以及新疗法不断出现。2010 年，全球在研药物仅 9737 个，而 2018 年则增长至 15267 个，2010-2018 年复合增长率达到 6%。2019 年前 4 个月的在研药物项目已经达到 16181 个，超过 2018 年全年。



图：在研药物数据

来源：中国产业信息网

同时，我国大力鼓励创新药市场，接连施行了创新药进入医保目录谈判、加快审评审批等政策。因此，我国创新药临床申请和上市申请数量稳步增长。近三年，我国创新药临床申请数量、上市数量均保持在高位。其中，2019 年，我国创新药临床申请达到 210 个，申请上市数量达到 17 个。



图：创新药数据

来源：西南证券

受此影响，我国创新药市场规模保持稳定增长状态，2019 年，我国创新药市场规模大约在 900 亿元左右，2016-2019 年复合增长率为 5.2%。受创新药市场稳定增长影响，作为生产专利原料药的 CDMO 行业也随之快速增长，近几年增速保持在 20%左右。

2）产能转移

与特色原料药类似，由于我国生产研发成本较低，生产工艺方面更灵活，也有承接全球产能转移的趋势。

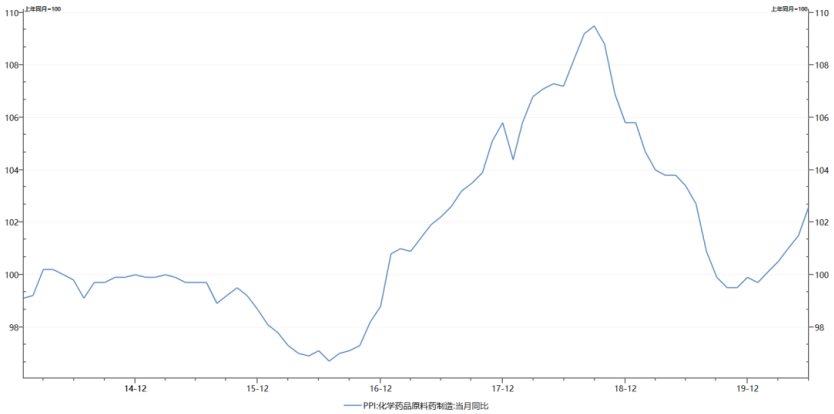
据 Business insight 调查显示，近 40%大型药企的医药外包向亚洲转移明显，中小药企和生物技术公司也在一定程度上出现了转移。

综上，受益于特色原料药、专利原料药未来较大的增长空间。根据化学制药通用名药物协会（Chemical Pharmaceutical Generic Association，CPA）数据，预计 2020 年全球原料药市场规模将达到 1864 亿美元，同比增长 6.1%。而未来，由于我国仍有承接全球原料药产业转移的趋势，预计我国原料药行业的增速将高于全球增速。

（伍）

对原料药产业链，后续跟踪时，我们需要重点关注以下几个行业高频数据：

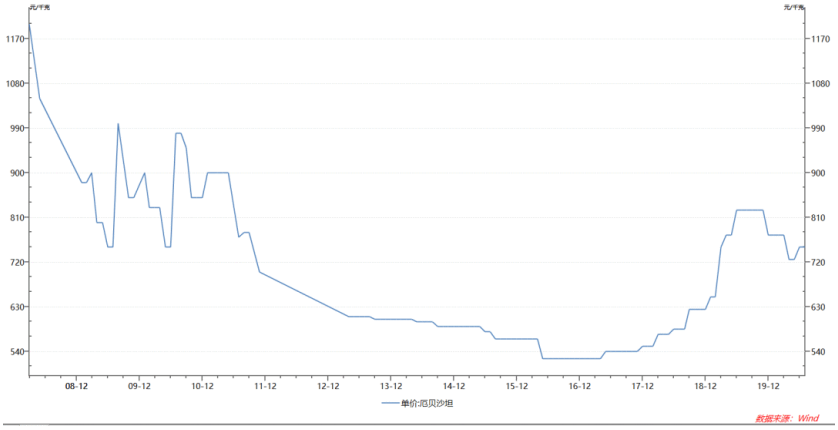
1）化学药品原料药 PPI 生产价格指数：我国化学药品原料药制造 PPI，在经历了从 2018 年四季度的持续下降后，从 2019 年年底开始反弹，目前仍处于上升趋势。



图：化药及原料药 PPI 当月同比

来源：WIND

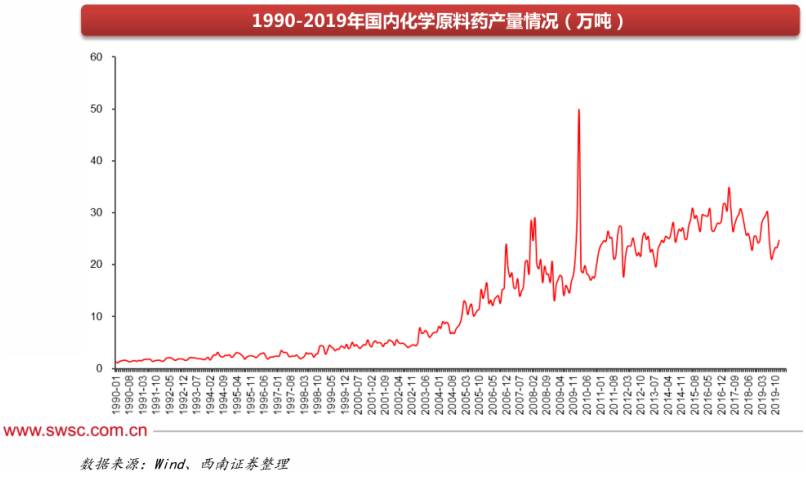
2）细分产品价格：以常见降压药**厄贝沙坦**的原来药价格来看，该药品在 2016 年达到每千克单价达到低值，随后触底反弹。



图：厄贝沙坦价格当月同比

来源：WIND

3）原料药产能：近几年国内原料药产量稳步提升，2019 年中国化学药品原料药产量达 252.3 万吨，近几年产量稳定在 200-300 万吨之间。



图：原料药产量

来源：西南证券

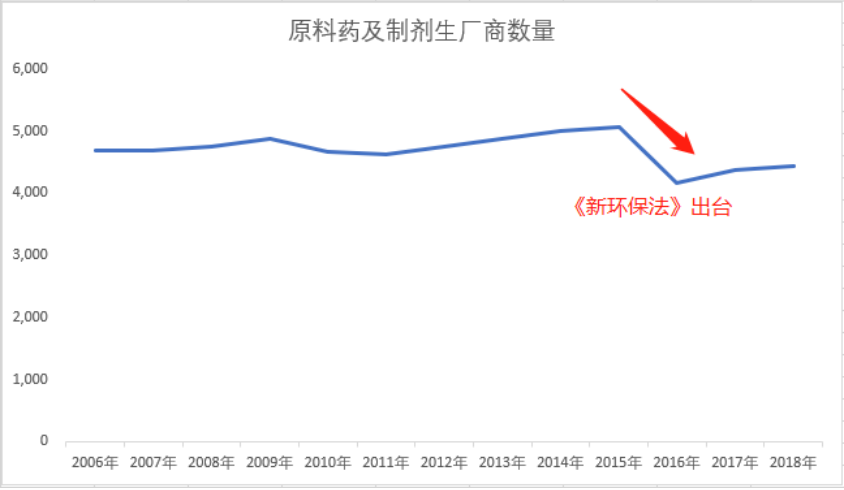
（陆）

然后，我们再来看各领域的竞争格局如何：

1）特色原料药：

我国原料药市场竞争格局较激烈，市占率分散。不过，近年来，随着环保趋严、市场对原料药质量要求提高等因素驱动，一些小型不合规的原料药产能正逐渐出清。

随着 2016 年的《新环保法》出台，环保要求趋严。当年，原料药及制剂生产厂商数量从近 5000 家下降至 4176 家，同比 2015 年下降 17.6%。



图：原料药企业数量

来源：WIND，塔坚研究

随着竞争格局逐渐优化，加之全球仿制药规模不断增长，优质原料药需求持续释放，未来更少的企业能够瓜分更多的产能需求。

那么，既然原料药竞争格局逐渐集中，有哪些公司能在洗牌中逐渐扩大市场规模?

由于各个原料药企业生产的产品不同，我们很难用统一标准来衡量其在整个市场中的地位。所以，我们选取了三个指标来判断特色原料药企业未来的发展方向，分别是：品种类别、产能、及转型程度。

首先，来看产品类别：

代表企业	主要品种	国内	国外
华海药业	普利类、沙坦类	37.40%	62.10%
仙琚制药	皮质激素、性激素、麻醉与松肌药	72.70%	27.00%
海普瑞	肝素钠、低分子肝素	8.90%	91.10%
博瑞医药	抗真菌类、抗病毒类、免疫抑制类	54.00%	46.00%
健友股份	肝素、低分子肝素	28.20%	71.70%
美诺华	降血压类、抗血栓类	22.70%	77.00%
司太立	造影剂、喹诺酮类抗菌药	60.50%	37.70%
奥翔药业	肝病类、抗菌类、呼吸系统类	25.50%	74.40%
天宇股份	抗高血压、抗哮喘、抗病毒	37.60%	62.40%
富祥药业	特色抗菌类	59.70%	40.30%

图：主要品种

来源：塔坚研究

从主要的特色原料药企业来看，产品类别差别较大。比如，司太立、健友股份、仙琚制药主要从事利基（高度专门化）药品，而华海药业、天宇股份、美诺华主要从事抗高血压等需求量较大的原料药。

我们主要来看其所生产的药品中，规模较大、或增长较快的行业情况：

2018 年，我国降压药物市场规模约 621 亿元，同比微增 3.6%。预计到 2030 年市场规模将达到 852 亿元，年复合增速为 2.67%，整个行业处于低速增长。因此，在这种情况下，整个行业处于存量竞争，未来预计原料药厂商集中度会进一步提升。因此，天宇股份、华海药业这类龙头需要追踪研究。

肝素类药品目前竞争格局较好，国内市场原研药占比较大，存在较大的进口替代空间。而国外市场，由于本次卫生事件的原因，增加了肝素的储备和采购。因此，健友股份、海普瑞需要跟踪研究。

再来看产能：

由于我们没有各家公司的产能数据，因此，我们通过固定资产规模进行对比。

我们认为，在原料药企业中，固定资产规模属于先行指标。当公司开始扩建产能，固定资产增加时，大概率是公司判断市场需求增大的时候。同时，在固定资产落地后，该公司的产能释放会带来较快的业绩增长。

对比来看，固定资产较多的是华海药业、海普瑞，两者对应的营业收入体量也较大。而从增长上来看，健友股份、美诺华、天宇股份的固定资产增速较快，预计未来产能释放后，收入将有较快增长。

不过，从单位固定资产带来的收入来看，健友股份的单位固定资产带来的收入较高，对比同样做肝素的海普瑞，它的单位产能带来的收入要比海普瑞高出两倍多,可能和其制剂占比较高有关；此外，司太立单位固定资产带来的收入较低。其它公司基本上处于 1.8 元-2.5 元之间，相对比较平均。

	固定资产	固定资产增速	营业收入	单位固定资产带来的收入
华海药业	28.73	6%	53.88	1.88
仙琚制药	14.50	29%	37.09	2.56
海普瑞	18.55	15%	46.25	2.49
博瑞医药	2.26	7%	5.03	2.22
健友股份	4.17	71%	24.70	5.92
美诺华	6.58	44%	11.80	1.79
司太立	10.91	13%	13.09	1.20
奥翔药业	1.70	-8%	3.08	1.81
天宇股份	9.40	41%	21.11	2.25
富祥药业	5.60	9%	13.54	2.42

图：产能对比

来源：塔坚研究

再来看，转型程度：

	制剂占比	原料药占比	CDMO	发展方向
华海药业	48.0%	46.0%		像创新药发展、全球布局、向下一体化
仙琚制药	54.7%	42.8%		全球化、一体化
海普瑞	49.20%	26.60%	17.00%	肝素产业链全球化、CDMO
博瑞医药	较小			国际化、研发驱动、向下一体化
健友股份	61.70%	30.90%		扩展产品线
美诺华	5.40%	82.70%		产业链一体化、制剂高端化
司太立	已申报	100%		国际化、向下一体化
奥翔药业		97.4%	2.60%	国际化、向下一体化
天宇股份		95.00%	1.80%	制剂一体化、CDMO
富祥药业	0.80%	99.20%		产业链一体化、CDMO

图：转型对比　来源：塔坚研究

带量采购弱化了药企销售能力，打通了原料药企进军下游制剂竞争的道路。同时，由于下游盈利能力更强。因此，大部分特色原料药公司，未来都会向制剂，也就是仿制药方向发展，也有一部分企业向 CDMO 转型。

从我们的统计结果来看，目前华海制药、仙琚制药、健友股份、海普瑞的制剂收入占比较高，说明其目前转型相对比较成功。另外，海普瑞在 CDMO 端收入占比也达到了 17%，说明其在整个肝素产业链，从向下延伸到代工都已经有一定的斩获。

综上，几家龙头对比下来，特点如下：产品专门化程度较高（司太立、仙琚制药）、产能利用率较高（健友股份）、转型较快（华海制药、海普瑞）。

2）专利原料药

专利原料药（CDMO），属于资本密集型行业，产能可以带来规模优势。所以，我们主要对比他们的产能。

	营业收入	固定资产	固定资产增速	单位固定资产带来的收入
药明康德	128.72	43.33	24.10%	2.97
凯莱英	24.60	12.71	40.15%	1.93
博腾股份	15.51	12.45	4.05%	1.25
九洲药业	20.17	19.64	41.71%	1.03

图：产能对比

来源：塔坚研究

从固定资产体量上看，药明康德的固定资产体量较大。不过，需要注意的是，药明康德的主业务是 CRO，而 CDMO 占比相对较小（占收入比例 29%）。其次，为九洲药业，固定资产规模为 19.6 亿元。

从固定资产增速上来看，九州药业、凯莱英的增速较快，预计短期内，随着产能释放，收入增速较快。

从单位固定资产带来的收入来看，药明康德较多，主要是因为 CRO 相对资产较轻。凯莱英次之，不过凯莱英也有一部分 CRO 业务。单看以生产代工为主的博腾药业和九州药业，单位固定资产带来的收入差别不大。

同时，研发能力也是 CDMO 企业的核心竞争力之一，我们从人员结构上来看，药明康德研发人员占比 82%，远高于其他公司。而凯莱英研发人员占比 48%，博腾股份研发人员占比 23%，九洲药业研发人员占比 23%。

总结来看，由于 CDMO 企业大多为一体化经营，从规模化角度来看，还是药明康德固定资产较大，收入规模较大。

(柒)

好，增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱。

……

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。