医药

行业研究/点评报告

短期影响可控，中长期关注 API 行业的成长价值

—印度“国产关键原料药/中间体生产关联激励计划”点评

点评报告/医药 | 2020 年 06 月 19 日

一、事件概述

近期，印度药品局（Department of Pharmaceuticals）发布国产关键原料药/中间体生产关联激励计划(Production Linked Incentive Scheme)。在该激励计划中，划分了 53 种临床必需、存在技术含量、易于国产的原料药及中间体，并将其划分为发酵类和合成类产品分别给予补贴。

针对发酵类中间体及原料药，补贴期共 6 年，其中前 4 年（2022-2026 年）每年补贴超额销售额的 20%，第 5 年（2026 年）补贴比率为 15%，第 6 年（2027 年）为 5%。

针对合成类中间体及原料药，补贴期共 5 年(2021-2026 年)，每年补贴超额销售额的 10%。

销售额计算的基准年度为 2019 年，8 年内总计划补贴额为 694 亿卢比。

二、分析与判断

➢ 印度补贴政策旨在降低对中国原料药依赖，拟降低 10-15%进口值，对相关公司业绩的短期影响较低

根据印度政府在 2020 年 1 月底的统计，印度共有 68%的原料药进口自中国，2020 年新冠疫情后部分印度药企面临原料药进口成本高、运输延迟等风险，此次补贴政策旨在降低印度制药工业对中国的原料药依赖。印度化工品与运输部部长在 2020 年 3 月 25 日的采访中表示，印度希望通过此政策在未来 8 年内累计降低 4640 亿卢比进口值；5 年后，部分药品年度进口值从现在的 1900 亿卢比/年，降至 850 亿卢比/年。此外，为降低 API 制造成本、增加国内供给，印度政府已提出 300 亿卢比预算，在全国建立了 3 个 API/中间体工业园。

基于如上信息，假设上述政策能顺利推进且基本达到政策目标，平均每年可能影响 550-600 亿卢比，即 50-60 亿元；参照中国医药保健品进出口商会统计，2019 年印度从中国进口原料药约 390-400 亿元，此轮补贴政策目标降低 10-15%的进口值。若 2026 年印度每年进口能降至 850 亿卢比，2021-2026 年印度相关品种的进口复合增速为-14.9%。

从品种上看（具体梳理见附表），此轮补贴既涉及大市场品种如阿司匹林、左乙拉西坦等，又涉及利基品种如倍他米松、地塞米松等；从制剂适应症上看，抗感染类、心脑血管类、神经类、激素类等均有分布；从合成工艺上看，53 个品种中 26 个基于发酵工艺，27 个基于化学合成工艺。从公司的角度看，华海药业、普洛药业、东北制药、天药股份等公司生产的 API 品种与印度名单中重合较多；但结合公司出口布局和业务侧重方向，大部分头部公司对印度的原料药出口额相对较低，且考虑到短期内转移 API 订单较困难，此次补贴政策对公司业绩的短期影响相对较低。

➢ 中长期强调中国 API 行业的洼地红利、前向一体化窗口和生态演绎

我们认为，此次印度补贴政策中期可能对部分公司、部分品种的印度出口带来压力，但我们强调头部公司合规性产能、长期客户合作带来的护城河，中国特色原料药行业在全球的比较优势，新环境下制剂一体化的成本优势，及 API 行业新生态的演绎。

①**公司层面上**，原料药生产的质量管理、成本控制和稳定供应不是一蹴而就的，GMP 认证、客户审计同样需要时间，共同导致客户合作关系往往是长期的且不轻易改变。

②**中国和印度产业环境对比上**，在人力成本、环保成本方面，中国与印度之间的差距在逐步缩小，但从化工产业链的完整性和工业基础设施的完善性出发，中国在未来 5-10 年仍将是世界上重要的原料药生产转移地。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

相关研究

1.不确定外部环境下，中国市场红利持续

2.医药行业周报 20200615：板块超额收益明显，持续推荐估值性价比高的 API

③**产业链上下游布局上**，在全球化发展新阶段和政府医保控费的背景下，医药产业链正逐步从各地分工、资源配置，转变为单区域垂直一体化，具体体现在中国是从中间体、原料药出发的前向一体化，在印度是从优势的制剂领域，延伸至原料药、中间体的后向一体化。我们认为，中国的前向一体化更具成本优势，医药产业创新驱动的背景下，“中间体-原料药-普通制剂-高端制剂”的延展路径更顺畅；印度的后向一体化需要大额的前置投资、各个产业的配合，需要成本、时间和高执行力前提下的统筹规划，容易错失制剂快速发展的窗口期，进而导致中印企业的比较优势发生变化。展望未来，我们更看好中国 API 公司前向一体化拓展窗口期的成长弹性。

④我们也注意到 **API 行业发展的生态**正在发生明显变化，具备稀缺、合规性产能优势的 API 供应商与下游制剂联系更密切，有望受益于合作稳定性带来的商业模式拓展及盈利能力提升。

综合上述几点，我们认为，中长期看，头部 API 公司的成长性更多来自于研发、生产能力提升，而非来自于印度市场出口。

三、投资建议

我们认为在医药产业“市场化、国际化”改革的过渡期，国内 API 具备全球竞争力且处于产业升级窗口期，龙头公司有望受益于产能释放和产品升级带来的业绩弹性。中期，我们看好集采背景下 API 公司前向一体化带来的成长性，及医药创新背景下 API、CDMO 公司在创新药领域业务拓展的潜力，推荐普洛药业、仙琚制药、天宇股份、九洲药业、凯莱英、药明康德，建议关注华海药业、美诺华、B 公司、奥翔药业、博腾股份等。

四、风险提示

新产品获批不及预期风险、产能释放不及预期、政策变动风险。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		6 月 18 日	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000739	普洛药业	21.96	0.47	0.61	0.79	41.25	36.00	27.80	推荐
002332	仙琚制药	16.70	0.45	0.58	0.75	30.01	28.79	22.27	推荐
300702	天宇股份	98.88	3.21	4.02	5.08	55.81	24.60	19.46	推荐
603456	九洲药业	28.20	0.30	0.42	0.67	71.47	67.14	42.09	推荐
002821	凯莱英	215.70	2.39	3.10	3.98	69.96	69.58	54.20	推荐
603259	药明康德	84.70	1.12	1.78	2.07	66.76	47.58	40.92	推荐
600521	华海药业	32.46	0.43	0.62	0.75	62.72	72.13	54.10	未评级
603538	美诺华	52.21	1.01	1.33	1.82	38.36	39.26	28.69	未评级
688166	B 公司	54.91	0.27	0.40	0.59	240.34	137.28	93.07	未评级
603229	奥翔药业	66.83	0.35	0.47	0.63	73.90	142.19	106.08	未评级
300363	博腾股份	28.48	0.34	0.45	0.60	62.39	63.29	47.47	未评级

资料来源：Wind，民生证券研究院
注：未评级公司 EPS 预测为 Wind 一致预期，已有评级公司 EPS 预测为民生证券研究所估计值。

表1：印度 Production Linked Incentive Scheme 部分涉及品种梳理

品种名称	中国 API 联合审评数	其中已通过制剂共同审评数	主要国内生产商	2019 年全球消耗量（吨）	2019 年销量 yoy
发酵类利基 API/中间体品种：共涉及 100 亿卢比补贴，6 年内分期提供					
抗结核（利福平）	11	11	浙江医药、长征药业等	337.93	-11.80%
四环素	14	14	华北制药、利君制药、天方药业等	263.03	-3.40%
类固醇（泼尼松龙）	7	6	天药股份、仙琚制药、利华制药等	77.04	-0.20%
氨基糖苷类（新霉素）	3	2	三峡制药、长征药业等	73.1	0.30%
氨基糖苷类（庆大霉素）	17	17	华北制药、江西制药等	61.58	-8%
类固醇（倍他米松）	9	7	天药股份、仙琚制药、新华联制药等	43.55	21.50%
氨基糖苷类（链霉素）	4	4	华北制药、鲁抗医药等	36.26	-7.90%
类固醇（地塞米松）	6	6	天药股份、仙琚制药、国康瑞金等	16.3	6%
土霉素	21	20	华北制药、利君制药、天方药业等		
强力霉素					
维生素和营养品（维生素 B6）	9	7	天新药业、华中药业等		
维生素和营养品（维生素 B1）	9	7	东北制药、天新药业等		
其他化学合成类 API/中间体品种：共涉及 138 亿卢比补贴，5 年内分期提供					
阿司匹林	13	11	新华制药、国药集团、南京制药等	7540.34	-4.60%
左乙拉西坦	21	12	华海药业、普洛药业、信立泰等	2421.73	9.50%
双氯芬酸钠	26	21	白云山、润都制药、华纳大药厂等	2082.42	6.10%
环丙沙星	2	0	国邦药业、有色凯铂生物药业等	1696.58	-6.50%
缬沙坦	19	16	华海药业、美诺华、海正药业等	1172.47	-14.20%
氯沙坦	19	16	华海药业、美诺华、海正药业等	1145.22	6.20%
卡马西平	9	9	四环生物、万全万特制药、瑞博制药等	1002.89	-0.60%
左氧氟沙星	19	12	普洛药业、东阳光、扬子江药业等	754.09	-5.40%
阿昔洛韦	16	14	普洛药业、诚意药业、浙北药业等	669.89	5.50%
阿托伐他汀	27	19	乐普药业、美诺华、扬子江药业等	654.66	7.10%
替米沙坦	41	38	华海药业、天宇股份、普洛药业等	511.66	11.90%
奥卡西平	5	3	人福药业、九洲药业、瑞科医药等	474.81	3%
奥硝唑	7	6	华东医药、苏泊尔制药、圣和药业等	386.93	-7.40%
氧氟沙星	12	12	浙江医药、普洛药业、京新药业等	368.5	3.40%
诺氟沙星	26	25	乐普药业、海正药业、人福药业等	277.41	-10.60%
替硝唑	4	4	苏泊尔制药、科益药业、广济药业等	275.26	-0.30%
奥美沙坦	25	12	华海药业、正大天晴、石药集团等	218.49	27.90%
磺胺嘧啶	8	8	东北制药、人福药业、华润双鹤等	196.88	-1.50%
洛匹那韦	1	0	迪赛诺化学	87.03	-4.70%
卡比多巴	4	3	新华制药、精华制药、手心制药等	80.11	1.80%
利托那韦	3	2	迪赛诺化学、万全万特制药	30.77	-5%
青蒿琥酯	5	5	新和成、海辰药业、协力制药等	5.79	5.10%
左旋多巴	11	10	白云山、新华制药、精华制药等		

资料来源：Newport，CDE，Department of Pharmaceuticals，民生证券研究院

注：中国 API 联合审评仅代表相关公司在国内市场 API 供应的能力。

分析师简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。