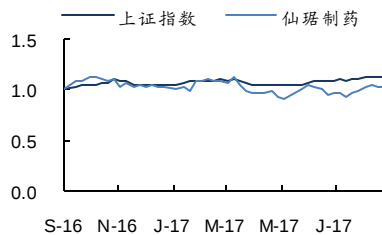


证券研究报告—深度报告
医药保健
制药与生物
仙琚制药(002332)
买入

合理估值: 10.6~11.4 元 元 昨收盘: 8.25 元 (上调评级)

2017 年 09 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	916/721
总市值/流通(百万元)	7,559/5,949
上证综指/深圳成指	3,342/10,931
12 个月最高/最低(元)	9.83/7.21

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001

证券分析师: 徐衍鹏

电话: 021-60875165

E-MAIL: xuyanp@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

快速崛起中的甬体专科药龙头

● 公司从甬体原料药转型制剂, 正步入快速崛起的新阶段

过去十年国内甬体原料药行业经历大起大落, 公司作为行业龙头于困境中积极寻找出路, 向高壁垒专科制剂转型。当前公司正处于快速崛起的新起点上, 甬体原料药行业见底, 三大专科制剂经过多年精心布局开始加快放量。我们推断公司有望成为未来几年医药股中最具成长性的标的之一, 具备“小而美”的特征。天时(赶上此轮招标及医保目录调整机会)、地利(产品质量优势和学术营销优势)、人和(高管激励充分), 当前正是投资公司的绝佳时点。

● 甬体原料药行业: 新工艺成熟, 行业开始去产能

在甬体原料药价格下跌, 而环保等成本上升, 质量要求提高多重因素影响下, 行业开始加快去产能过程。原料药龙头企业收入下降趋缓, 市占率提升, 行业见底。仙琚制药等有望在全球产能转移中获得新的发展机遇。

● 三大专科制剂产品线丰富, 进入加快放量阶段

麻醉科罗库溴铵拮抗剂上市有助加快学术推广, 是潜在重磅肌松药品种; 公司顺阿曲库铵赶上此轮招标(已中标 20 个省份), 未来三年有望继续高增长。呼吸科用药需求快速增加, 同时壁垒很高, 是公司重点学术营销领域, 已有产品塞托溴铵、糠酸莫米松鼻喷雾剂、环索奈德均有望成为重大品种。妇科领域黄体酮胶囊稳定增长, 凝胶剂型上市有望贡献业绩弹性。公司同时在研多个品种, 进一步丰富产品线, 在相关专科的学术影响力日渐增强, 保证产品销售的持续快速增长。

● 风险提示: 产品降价; 研发进展低预期; 营销推广不达预期。

● 上调评级至“买入”, 合理估值在 10.6~11.4 元

不考虑 Newchem 并表, 预测公司 17-19 年净利润为 2.09/2.75/3.57 亿元。假设 Newchem 自 2018 年起全部并表, 则公司 18-19 年备考净利润为 3.45/4.27 亿元, 对应 EPS 为 0.38/0.47 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.9/17.7x。未来三年公司内生业绩复合增速在 30% 左右, 我们按公司 2018 年备考 EPS 0.38 元, 给予 28-30x 估值, 合理估值在 10.6~11.4 元, 距离当前股价有 30% 以上空间, 上调评级至“买入”, 继续重点推荐。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,480	2,504	2,710	2,972	3,292
(+/-%)	0.4%	0.9%	8.2%	9.7%	10.8%
净利润(百万元)	107	146	209	275	357
(+/-%)	87.9%	37.2%	43.2%	31.6%	29.5%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.16	0.23	0.30	0.39
EBIT Margin	7.2%	8.5%	9.7%	11.3%	13.1%
净资产收益率(ROE)	%	6.6%	9.1%	11.6%	14.4%
市盈率(PE)	70.9	51.7	36.1	27.4	21.2
EV/EBITDA		28.9	23.7	19.4	16.1
市净率(PB)		3.4	3.30	3.19	3.05

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

不考虑 Newchem 并表，我们预测公司 17-19 年营业收入为 27.1/29.7/32.9 亿元，同比增长 8.2%/9.7%/10.8%；归属母公司股东的净利润分别为 2.09/2.75/3.57 亿元，同比增长 43.2%/31.6%/29.5%。假设 Newchem 自 2018 年起全部并表，简单按其 2016 年净利润 7000 万元人民币无增长测算，则公司 18-19 年备考净利润 3.45/4.27 亿元，对应 EPS 为 0.38/0.47 元，当前股价对应 PE 分别为 21.9/17.7x。

我们将仙琚制药与可比公司估值情况进行比较，可见公司 18-19 年 PE 水平略低于可比公司平均水平。但考虑到公司未来几年较高的成长性，PEG 估值水平明显低于平均水平。公司 17-19 年净利润 CAGR 达到 43%，即便不考虑 Newchem 并表对业绩的增厚，公司内生业绩复合增速也在 30% 左右。我们按公司 2018 年备考 EPS 0.38 元，给予 28-30x 估值，合理估值在 10.6~11.4 元，距离当前股价有 30% 以上空间，上调评级至“买入”，继续重点推荐。

核心假设或逻辑

1) 甾体原料药行业已基本见底，假设公司皮质激素业务（包含主要原料药）收入和毛利率维持稳定；2) 我们对罗库溴铵和顺阿曲库铵未来三年的增长持有相对乐观的预期，麻醉肌松业务整体 17-19 年的收入增速水平预期值为 30%、28%、24%；3) 公司呼吸科产品线通过代理销售未来几年继续高增长，我们给予 17-19 年 64%、60%、53% 的增长假设。

与市场预期的差异之处

市场认为甾体原料药业务仍会拖累公司业绩，基于以下两点 1) 甾体原料药及上游中间体行业已见底，正处于加速去产能阶段，龙头企业市占率不断提升，收入和利润率企稳；2) 公司制剂近几年加快放量，在收入中占比已达到 70% 以上，成为业绩增长主要驱动力，我们认为公司未来几年业绩快速增长的确定性较强，公司已逐步从原料药的泥潭中走出，迈上快速发展的新台阶。

市场对公司呼吸科的产品未来放量情况持怀疑态度，我们通过梳理呼吸科用药特点及对比重磅产品，认为公司布局产品塞托溴铵、糠酸莫米松鼻喷雾剂、环索奈德等临床治疗有优势、竞争格局较好。公司多年的学术推广已逐渐形成品牌影响力，未来有较大概率会继续实现高速放量增长。

股价变化的催化因素

制剂产品销售放量超预期；原料药随去产能推进，价格恢复性上涨；重磅新产品获批。

核心假设或逻辑的主要风险

产品降价；研发进展低预期；营销推广不达预期。

内容目录

快速崛起中的甬体专科药物龙头	6
2007-2017: 失而复得的十年	6
制剂产品线丰富, 学术营销成效显著	7
核心管理层和技术骨干均有持股, 激励充分	7
甬体原料药行业: 新工艺成熟, 行业开始去产能	8
上游中间体技术成熟, 价格回落到底部	8
甬体原料药企业销售收入趋稳, 市占率不断提升	11
全球甬体原料药产业链整合, 中国有望成为产能转移的承接方	12
麻醉科: 公司是国内肌松药的龙头之一	13
罗库溴铵和顺阿曲库铵各有特点, 临床应用上互相补充	13
罗库溴铵: 最具潜力的肌松药, 学术推广大有可为	14
顺阿曲库铵: 公司抓住本轮招标机遇, 持续加快放量	15
渠道下沉, 公司肌松药业务有望保持 25% 以上增长	16
呼吸科: 高壁垒、高增长的专科领域	16
流行病学: COPD 和哮喘是呼吸科两大主要病种	16
呼吸科用药特点: 对症治疗, 无法根除, 长期用药	17
仙琚制药在呼吸科布局多个潜在重磅品种	18
妇科: 黄体酮拓展科室销售, 未来凝胶剂上市将进一步加快增长	20
盈利预测&投资建议	21
附表: 财务预测与估值	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 公司历年营收和利润增长情况 (单位: 亿元)	6
图 2: 公司单季度收入和利润同比增长情况	6
图 3: 仙琚制药 2010 年毛利润构成情况 (单位: 百万元)	6
图 4: 仙琚制药 2016 年毛利润构成情况 (单位: 百万元)	6
图 5: 甾体原料药的传统工艺路线与新发酵工艺路线比较	9
图 6: 国内皂素与双烯的价格走势 (元/千克)	9
图 7: 国内黄体酮和甲地孕酮的价格走势 (元/千克)	9
图 8: 国内 4-AD 的价格走势 (元/千克)	10
图 9: 赛托生物甾体原料药中间体销售的毛利率变化情况	10
图 10: 国内地塞米松的价格走势 (元/千克)	10
图 11: 国内氢化可的松的价格走势 (元/千克)	10
图 12: 2012-2017 年我国可的松系列原料药的出口情况	11
图 13: 2012-2017 年我国地塞米松原料药的出口情况	11
图 14: 天药股份甾体原料药的收入增长及盈利情况	11
图 15: 远大仙乐药业甾体原料药的收入增速变化	11
图 16: 仙琚制药甾体原料药出口的销售收入增长及盈利情况	12
图 17: 样本医院手术麻醉用肌松药市场规模 (单位: 百万元)	13
图 18: 样本医院肌松药市场格局变化	13
图 19: 样本医院罗库溴铵整体市场规模增长情况	14
图 20: 样本医院仙琚制药罗库溴铵市场份额占比不断提升	14
图 21: 仙琚制药样本医院罗库溴铵历年销售增长情况	14
图 22: 仙琚制药样本医院罗库溴铵单季度销售增长情况	14
图 23: 样本医院顺阿曲库铵历年销售增长情况	15
图 24: 样本医院顺阿曲库铵市场格局变化	15
图 25: 仙琚制药样本医院顺阿曲库铵历年销售增长情况	15
图 26: 仙琚制药样本医院顺阿曲库铵单季度销售增长情况	15
图 27: 样本医院仙琚制药塞托溴铵单季度销售额快速增长 (单位: 万元人民币)	18
图 28: 2016 年美国呼吸用药市场规模排行 (单位: 百万美元)	19
图 29: 样本医院仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂单季度销售快速增长 (单位: 万元)	20
图 30: 样本医院黄体酮不同剂型的市场份额占比	21
图 31: 样本医院黄体酮凝胶剂的销售情况 (单位: 百万元)	21
表 1: 仙琚制药制剂产品线	7
表 2: 公司高管等参与 2015 年增发的情况	8
表 3: 公司核心高管的直接持股情况 (2016 年报)	8
表 4: 2013 年以来国内甾体激素原料药价格降幅	10
表 5: 仙琚制药收购 Newchem 公司的交易情况	12
表 6: 临床肌松药的比较	13
表 7: 仙琚制药顺阿曲库铵中标情况	16
表 8: 常用肌松药进基药与医保目录情况	16
表 9: 临床常用 β_2 受体激动剂分类	17

表 10: 国内样本医院主要平喘类药物销售排行 (单位: 百万元人民币)	18
表 11: 仙琚制药盈利预测 (单位: 百万元)	22
表 12: 仙琚制药与可比公司估值比较	23

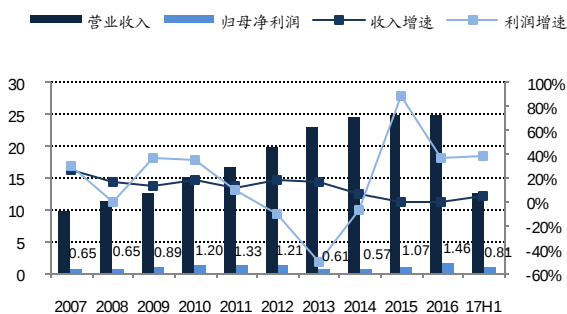
快速崛起中的甾体专科药物龙头

2007-2017：失而复得的十年

仙琚制药是国内甾体行业的龙头企业，以甾体原料药起家，近年来通过不断研发投入，以自身原料药优势为基础拓展制剂业务，成为“原料药-制剂”一体化的行业领先者。

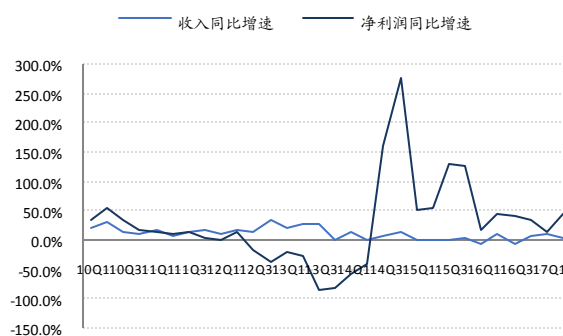
公司于 2009 年上市，在 2010 年以前公司作为甾体原料药行业龙头，充分享受行业规模快速扩张的红利，业绩保持稳定增长。然而 2010-2013 年间，受甾体原料药上游资源紧缺、成本大幅上升影响，公司利润持续走低，公司股价也自 2010 年 11 月创出新高后一路回调。2014 年以来随着甾体原料药行业新工艺逐渐成熟，原料药企业开始逐步减亏；与此同时，仙琚制药在初具规模的制剂产品线基础上加快营销改革，扩建销售队伍，加强学术推广，在妇科、麻醉科、呼吸科等领域逐渐形成一定品牌影响力，产品开始加快放量。在原料药业务复苏、制剂销售增长加快的推动下，公司净利润自 2014 年三季度开始恢复增长，并在 2015-2016 年实现高速爆发式增长。

图 1：公司历年营收和利润增长情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

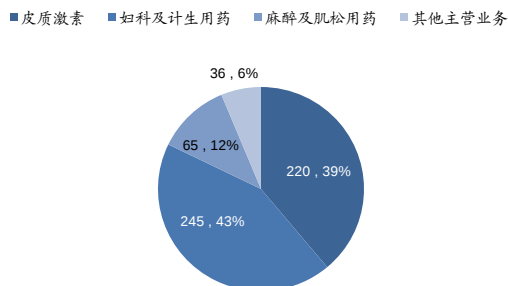
图 2：公司单季度收入和利润同比增长情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

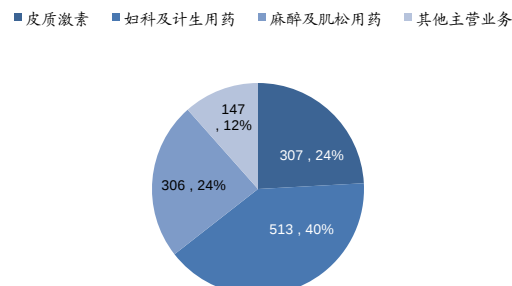
追溯公司毛利润构成的变化可以看出，2010 年皮质激素（以原料药为主）业务贡献了 39% 的毛利润，而到 2016 年已下降到 24%；与此同时妇科药物毛利润翻倍，麻醉科和呼吸科（包括在其他项目里）产品的毛利润占比则大幅上升。公司已从一家原料药为主业的化工类企业成长为一家覆盖麻醉、呼吸等多个专科的高壁垒制剂企业。

图 3：仙琚制药 2010 年毛利润构成情况（单位：百万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：仙琚制药 2016 年毛利润构成情况（单位：百万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

制剂产品线丰富，学术营销成效显著

公司目前制剂产品线分布在妇科、麻醉科、呼吸科、皮肤科及皮质激素等领域，在国内临床已形成较强的品牌影响力，包括黄体酮胶囊、罗库溴铵等多个品种在国内市场居于领先地位。在销售方面，公司采取“自营+代理”两种模式互为补充，目前自有销售队伍 1300 人左右，其中医院线 800 人左右，主要覆盖妇科、麻醉科；OTC 产品线 500 人左右，覆盖全国 6 万家左右药店。另外在呼吸科和大宗普药类产品主要通过招商代理模式销售。经过多年的发展，公司在制剂领域已具备原料药协同、制剂产品丰富、学术营销影响力不断增加等多方面的竞争优势，促使公司近几年的制剂销售实现了快速放量增长。

表 1: 仙琚制药制剂产品线

用药领域	上市/在研	药物名称	适应症	主要竞争企业数量
妇科	已上市	黄体酮胶囊&注射剂	保胎；流产等多种妇科疾病	胶囊剂型：7 家企业 注射剂：3 家企业
		米非司酮片	避孕	6 家
		左炔诺孕酮肠溶胶囊（OTC）	避孕	独家剂型
		其它包括：甲羟孕酮、米索前列醇片、炔雌醇环丙孕酮复方、甲地孕酮等		
	在研	黄体酮阴道凝胶	保胎；流产等多种妇科疾病	1 家
		地诺孕素	子宫内膜异位症	3.1 类新药
赛米司酮		避孕	1.1 类	
		屈螺酮	避孕	3.1 类新药
麻醉科	已上市	苯磺顺阿曲库铵	肌松药	5 家
		罗库溴铵	肌松药	3 家
		维库溴铵	肌松药	10 家
		罗哌卡因	局麻药	18 家
		新斯的明	肌松药的拮抗剂	4 家
	在研	奥美克松钠	罗库溴铵、维库溴铵的拮抗剂	1 家
呼吸科	已上市	糠酸莫米松鼻喷剂	过敏性鼻炎	2 家
		塞托溴铵吸入粉雾剂	COPD；哮喘	4 家
		环索奈德气雾剂	哮喘	2 家
		匹多莫德颗粒	呼吸道感染；慢性支气管炎	8 家
	在研	糠酸莫米松吸入粉雾剂		3.1 类
皮肤科	已上市	糠酸莫米松凝胶	湿疹、皮炎等	3 家
		曲安奈德益康唑乳膏	皮肤、黏膜的真菌感染和湿疹等	10 家以上
		丙酸氟替卡松乳膏	各类皮炎等皮肤病	2 家
皮质激素类普药	已上市	包括：泼尼松、曲安奈德、地塞米松、泼尼松龙、氢化可的松等		
	在研	泼尼松龙磷酸钠口腔崩解片（3.1 类）、屈螺酮（3.1 类）		
其它	在研	噻吩诺啡（阿片类成瘾性的治疗，与军科院事件研发）		

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

核心管理层和技术骨干均有持股，激励充分

公司虽然是一家国有企业，第一大股东仙琚县国资委持股 21.55%，但通过此前的改制，核心管理层均持有公司股份。张宇松先生自 2007 年起担任公司董事、总经理，并于 2016 年 12 月起履新董事长一职，全面掌舵公司。20015 年 11 月公司实施增发，包括董事长张宇松等核心中高层管理人员、技术骨干目前均在公司实现持股（通过员工持股计划），激励比较充分。2015 年增发价 8.93 元，对应除权后价格 5.95 元，增发股份到 2018 年 11 月解禁。

表 2: 公司高管等参与 2015 年增发情况

认购方	认购股数	增发后持股比例
仙居国资（控股股东）	21,276,419 股	21.55%
汇添富基金	仙居制药定增盛世 45 号计划（仙居制药中高层管理干部、业务/技术骨干、子公司的管理/业务骨干自筹资金出资设立）： 22,246,360 股	3.64%
张宇松（现任董事长）	2,022,396 股	0.50%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3: 公司核心高管的直接持股情况（2016 年报）

姓名	职务	期末持股数(股)	期末参考持股市值(元)
金敬德	原董事长	44,289,984	570,012,094
张南	原董事,原董事会秘书	6,190,080	79,666,330
卢焕彤	监事会主席	5,744,640	73,933,517
张宇松	董事长,总经理	3,036,156	39,075,328
陈杰	副总经理	1,075,200	13,837,824
应明华	副总经理	1,013,760	13,047,091

资料来源:公司公告; 其它核心管理层和业务/技术骨干通过员工持股计划间接持股

甾体原料药行业：新工艺成熟，行业开始去产能

上游中间体技术成熟，价格回落到底部

2013 年以前国内甾体原料药的合成主要采用“皂素-双烯”路线，但由于环保整顿及起始原料黄姜资源缺乏，导致双烯中间体价格一路攀升，最高达到 1600 元/千克以上，使得下游原料药企业盈利大幅下滑。

2013 年以来，以赛托生物为首的企业在 4-AD 的发酵生产工艺实现突破，经过几年的发展目前国内甾体原料药合成的“甾醇-雄烯二酮（4-AD）”技术路线已经成熟，4-AD 工艺替代双烯的比例达到 80%，大部分甾体原料药已可以通过成熟的 4-AD 路线生产（部分品种如黄体酮类经双烯路线生产更为便捷，因此仍主要采取传统工艺）。由于 4-AD 的发酵路线成本低，污染小，近几年来工艺突破后吸引大量中小企业涌入生产 4-AD 相关中间体及甾体原料药，造成行业产能过剩，4-AD 及甾体原料药价格一路走低。

植物来源的甾体激素

- 植物**
 - 传统工艺路线
 - 生物技术路线
- 植物提取物**
 - 萜类皂素
 - 植物甾醇
- 甾体激素 核心中间体**
 - 醋酸衍生物、甾醇(双端)等
 - 雄烯二酮、 Δ^4 -雄烯二酮、雄二烯二酮等
- 甾体激素 原料药及制剂**
 - 肾上腺皮质激素类**
 - 可的松、氢化可的松等
 - 强的松、泼尼松龙等
 - 地塞米松、贝美松等
 - 可的松、——
 - 性激素类**
 - 雄激素类(睾酮、孕激素)
 - 雌激素类、孕激素
 - 雄激素、孕激素
 - 孕激素、孕酮等
 - 孕酮、孕酮
 - 糖皮质激素类**
 - 可的松、氢化可的松等
 - 强的松、泼尼松龙等
 - 地塞米松、贝美松等
 - 可的松、——
 - 蛋白同化激素类**
 - 雄激素、孕酮等
 - 孕激素、孕酮等
 - 孕酮、孕酮

随着产品价格无序竞争中不断走低，企业盈利能力下降而环保压力升级，中小企业面临空前生存压力开始退出，行业迎来去产能的过程。伴随去产能过程的推进，双烯的价格在 2016 年触底后已开始回暖上升，与之对应的下游黄体酮原料药（黄体酮目前从双烯路线制备仍然是最便捷和高效的方法）的价格也开始企稳上升。

The chart displays the price trends for two commodities over a five-year period. The Y-axis represents price in units of 10,000, ranging from 0 to 1,800. The X-axis shows time from April 2013 to July 2017. The 'Soap' series (blue line) starts at approximately 1,050, peaks at 1,100 in late 2013, and then generally declines to around 400 by mid-2016, before a slight recovery. The 'Ethylene Glycol' series (black line) starts at approximately 1,650, peaks at 1,700 in late 2013, and then generally declines to around 1,100 by mid-2016, before a slight recovery.

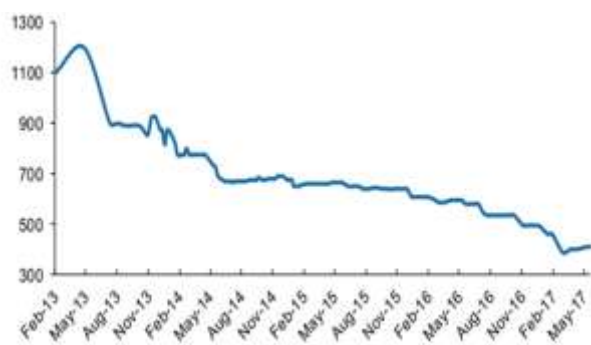
Time	Soap (Price)	Ethylene Glycol (Price)
Apr-13	1050	1650
Jul-13	1000	1650
Oct-13	1100	1600
Jan-14	850	1200
Apr-14	800	1300
Jul-14	850	1350
Oct-14	800	1250
Jan-15	750	1200
Apr-15	650	1150
Jul-15	600	1100
Oct-15	550	1050
Jan-16	500	1000
Apr-16	450	750
Jul-16	400	800
Oct-16	450	850
Jan-17	500	950
Apr-17	550	1050
Jul-17	600	1100

Time	17β-estradiol (E2) (ng/L)	17β-estradiol-3-OH (E2-3-OH) (ng/L)
Apr-13	3200	4000
Jul-13	3200	4000
Oct-13	3000	4000
Jan-14	2800	3800
Apr-14	2800	3500
Jul-14	2800	3000
Oct-14	2800	2800
Jan-15	2800	2800
Apr-15	2800	2800
Jul-15	2800	2800
Oct-15	2800	2800
Jan-16	2800	2800
Apr-16	2200	2200
Jul-16	2200	2200
Oct-16	2200	2200
Jan-17	2200	2200
Apr-17	2200	2200
Jul-17	2200	2200

4-AD 价格在 2017 年一度跌到最低 400 元/千克，赛托生物作为国内 4-AD 中间体的龙头企业其毛利率已从 2015 年的 50% 下降到目前的 20%，盈利能力大幅下降。在目前的毛利率水平上，4-AD 价格继续下降的空间有限，实际上近几个

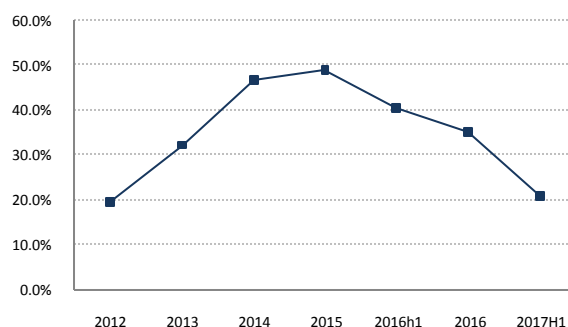
月来已略有回升，目前报价在 440 元/千克左右。

图 8: 国内 4-AD 的价格走势 (元/千克)



资料来源: 中国产业信息

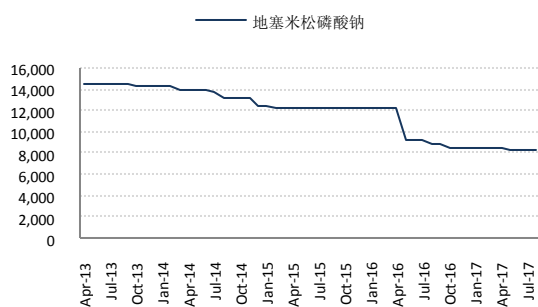
图 9: 赛托生物甾体原料药中间体销售的毛利率变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

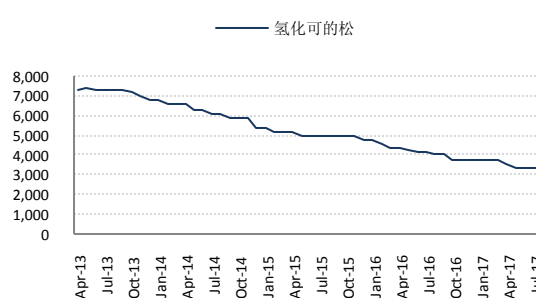
而下游甾体原料药行业的过度竞争也导致价格在过去几年持续走低，但这种降价趋势从去年以来已开始变缓，我们判断行业目前已基本见底，去产能的推进将为行业龙头企业创造新一轮的快速发展周期。

图 10: 国内地塞米松的价格走势 (元/千克)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 国内氢化可的松的价格走势 (元/千克)



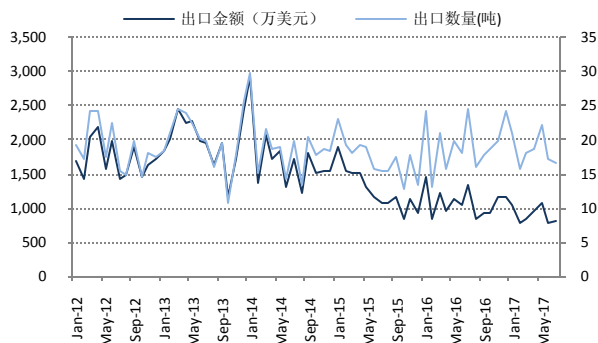
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 4: 2013 年以来国内甾体激素原料药价格降幅

	地塞米松磷酸钠	氢化可的松	醋酸氢化可的松	黄体酮	醋酸甲地孕酮
2013 年最高位以来的降幅	43.1%	53.8%	49.3%	26.6%	50.0%
过去 12 个月的降幅	10.8%	19.3%	9.8%	-11.9% (上涨)	-5.3% (上涨)

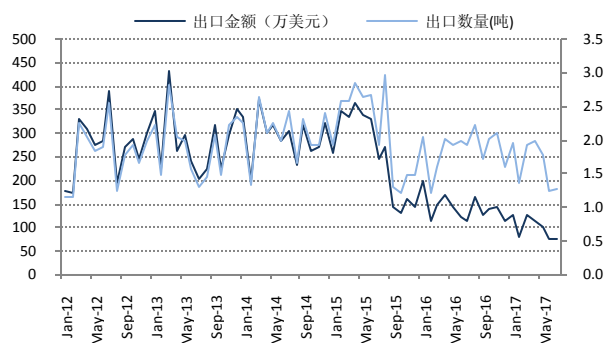
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 时间截至 2017 年 8 月

图 12: 2012-2017 年我国可的松系列原料药的出口情况



资料来源: 海关总署、国信证券经济研究所整理; 左轴为金额, 右轴为数量

图 13: 2012-2017 年我国地塞米松原料药的出口情况



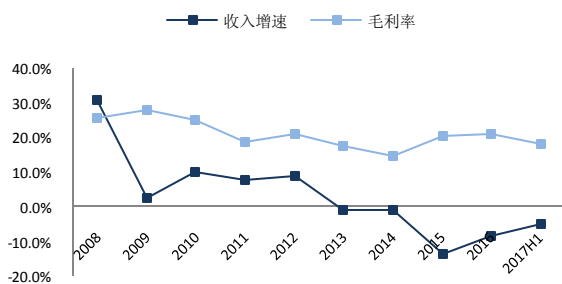
资料来源: 海关总署、国信证券经济研究所整理; 左轴为金额, 右轴为数量

甾体原料药企业销售收入趋稳, 市占率不断提升

上游 4-AD 中间体不断降价大大降低了原料药企业的原材料成本, 但由于甾体原料药行业短时间新进入大量参与者, 这种上游采购成本的下降并未全部贡献到原料药企业的毛利率中。在原料药价格持续走低、环保成本上升、仿制药一致性评价对原料药的质量要求也在提高的状态下, 行业迎来去产能的阶段。中小企业将被淘汰, 行业集中度提高, 以仙琚制药等为首的龙头企业正迎来新的黄金发展时期。

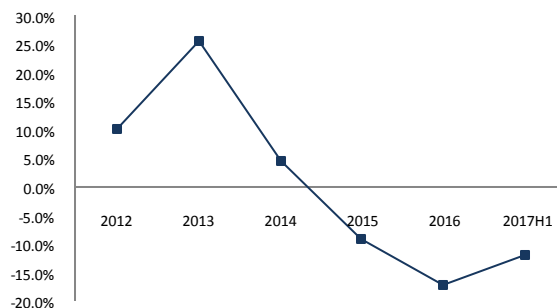
从龙头企业仙琚制药(公司未单独披露原料药业务, 我们采取其出口业务——主要为原料药——为例说明)、天药股份的原料药销售情况来看, 近两年销售收入基本能够维持稳定, 考虑到价格实际上在下降, 说明市场份额在不断提升, 即行业集中度在提高。在行业去产能的过程中, 第一阶段是产品价格的企稳及龙头企业销量的上升, 第二阶段则是随着产能出清, 供给收缩, 产品价格有望提高, 企业的盈利能力也有所恢复。而当下我们认为国内甾体原料药行业正经历第一阶段到第二阶段的过渡之中。

图 14: 天药股份甾体原料药的收入增长及盈利情况



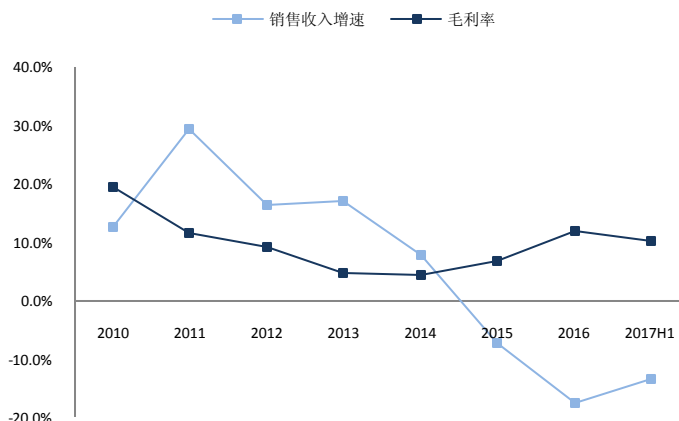
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 远大仙乐药业甾体原料药的收入增速变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

● 图 16: 仙琚制药甾体原料药出口的销售收入增长及盈利情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理;

全球甾体原料药产业链整合, 中国有望成为产能转移的承接方

作为国内甾体原料药龙头企业, 仙琚制药和天药股份每年出口额也并不算高, 大概每年在 3-4 亿人民币左右; 并非甾体原料药市场不大, 而是因为甾体原料药的壁垒很高, 从技术与质量的角度依其不同层由高到底可将全球市场划分为以下三个层次:

- ✓ 第一层次: 以辉瑞、拜耳、先灵葆雅、赛诺菲为代表的规范市场, 价格相对稳定;
- ✓ 第二层次: 以意大利 newchem、西班牙 crystal pharm 及印度少数企业等为代表, 也主要面向规范市场, 价格相对稳定;
- ✓ 第三层次: 以中国为代表, 主要面向低端市场, 行业无序竞争, 价格波动较大;

在规范市场中, 过去全球主要制剂企业的 API 也以自供为主, 但随着成本的上升产能转移的趋势在加快。以 New chem 为代表的企业在高端原料药市场有一定销售; 而国内原料药企业目前基本主要销售到中低端市场, 通常是以化工品形式销售, 利润率也有限, 这是由于中国的甾体激素原料药在技术和质量及品种方面与欧美仍有差距。

但随着国内技术工艺的成熟和质量的提高, 特别是以仙琚制药等为代表的甾体原料药龙头企业开始主动参与全球产业链的布局与整合, 积极向中高端市场开拓, 未来也将在全球甾体原料药市场获得更大的市场份额与发展空间。而高端市场原料药具备相对稳定的高毛利率特征, 未来原料药出口也有望成为仙琚制药业绩增长的潜在驱动力。

表 5: 仙琚制药收购 Newchem 公司的交易情况

标的公司	意大利 Newchem S.P.A.公司 100%股权
作价	1.1 亿欧元 (8.37 亿元人民币)
盈利情况	Newchem 公司 2016 年营业收入为 4.54 亿元人民币, 净利润为 7000 万元人民币; 基于原料药行业特征, 我们推断 Newchem 公司每年业绩保持稳定略有增长的趋势;
并表时间	预计 2017 年底

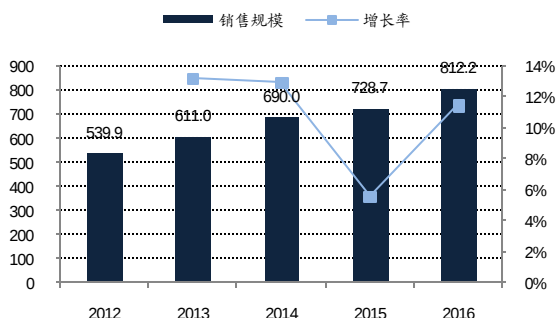
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

麻醉科：公司是国内肌松药的龙头之一

公司是国内肌松药市场的龙头之一，产品包括罗库溴铵、苯磺顺阿曲库铵、维库溴铵等产品，其中前两者为目前国内及全球临床应用的最主要两大肌松药，公司也是唯一一家同时具备这两大核心品种的厂家。

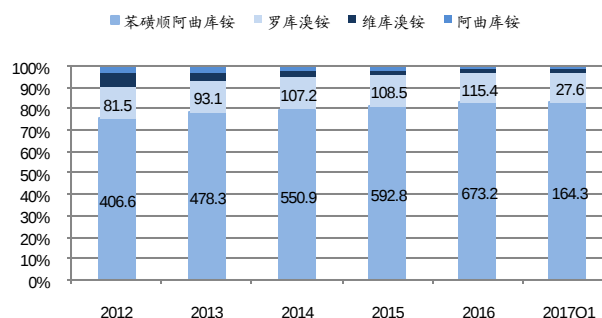
从肌松药市场发展来看，手术量增长是其市场规模扩大的直接推动力，2016 年国内样本医院市场规模超过 8 亿元，增长 11.5%；预计全国肌松药市场规模在 30 亿元以上。顺阿曲库铵处于主导地位，市占比超过 80%，罗库溴铵销售保持较快增长，另外维库溴铵和阿曲库铵仍然在临床特别是基层市场使用较多。

图 17：样本医院手术麻醉用肌松药市场规模（单位：百万元）



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图 18：样本医院肌松药市场格局变化



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

罗库溴铵和顺阿曲库铵各有特点，临床应用上互相补充

从临床需求来看，理想的肌松药需满足起效快、消除快、作用时间短、能够拮抗等许多要求。目前临床常用的肌松药有以下 4 种，其药理活性比较如下：

表 6：临床肌松药的比较

	药量(mg/kg)	起效时间 (min)	T25%恢复 (min, 临床时效)	T95%恢复 (min, 总时效)
阿曲库铵	0.3-0.4	2-3	50-70	50-70
顺阿曲库铵	0.2	2.6-2.7	66-70	83-91
维库溴铵	0.08-0.1	2-3	45-60	60-80
罗库溴铵	0.6	1.5	23-75	60-70

资料来源：CNKI、国信证券经济研究所整理

在众多临床用药中，罗库溴铵和顺阿曲库铵属于相对能够较好满足临床要求的产品，两者都是中效肌松药，肌松效果较强，但两者各有特点：

- ✓ 罗库溴铵主要通过肝脏清除，少量经肾脏代谢，因此对肝肾功能有依赖。顺阿曲库铵通过霍夫曼及酯水解代谢，适应于肝肾功能异常的患者；
- ✓ 顺阿曲库铵是新型的非甾体类肌松药，给予标准剂量抗胆碱药物可以很容易地拮抗其神经肌肉阻滞作用。罗库溴铵是甾体类肌松药，舒更葡糖钠注射液（默沙东研发，2017 年 4 月在中国上市）是该类肌松药的特异性拮抗剂；
- ✓ 罗库溴铵起效快，持续时间相对较短，更适合短小手术，对日间手术和 ERAS（促进术后恢复）作用很大；
- ✓ 顺阿曲库铵在水溶液中不稳定，因此通常制成冻干粉针剂；罗库溴铵为水针剂，临床应用便捷性更好；

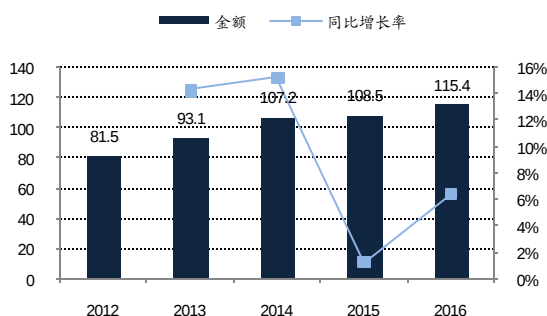
因此两者在临床应用中互为补充，基本能够较好地满足手术需求。从全球市场来看，两者的市场规模接近（罗库溴铵略低）；中国市场目前顺阿曲库溴铵规模遥遥领先，为罗库溴铵的 5 倍以上，同时一些相对老的肌松药品种仍然在临床使用（特别是基层市场）。

罗库溴铵：最具潜力的肌松药，学术推广大有可为

公司是罗库溴铵制剂市场的龙头企业。从结构上看，罗库溴铵属于甾体类衍生物，公司具备原料药-制剂一体化的产业布局，目前在罗库溴铵制剂市场居于领先地位。2016 年样本医院罗库溴铵销售额为 1.15 亿元，预计全国市场规模在 5 亿元左右。尽管整体市场增长并不快，但仙琚制药多年来学术推广使公司产品在临床具有较好的认可度，公司罗库溴铵销售保持了 20% 以上的增速，市场份额不断提升，目前已超过原研欧加农的占比，达到 50% 以上。

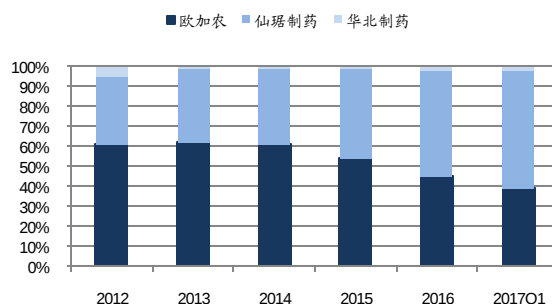
拮抗剂国内上市，学术推广大有可为。2017 年 4 月，默沙东研制的首个选择性松弛结合剂拮抗剂舒更葡糖钠在中国上市，它能够特异性逆转罗库溴铵和维库溴铵的肌松作用，使用麻醉医生在手术过程中更精准地控制病人肌松的程度，并使其在术后及时苏醒。因此舒更葡糖钠的上市有利于罗库溴铵的学术推广，进一步扩大临床使用范围和促进用量增长。另外，仙琚制药自身正在研发的 1.1 类新药奥美克松钠，作用类似于舒更葡糖钠，目前已经完成 I 期临床试验。

图 19：样本医院罗库溴铵整体市场规模增长情况



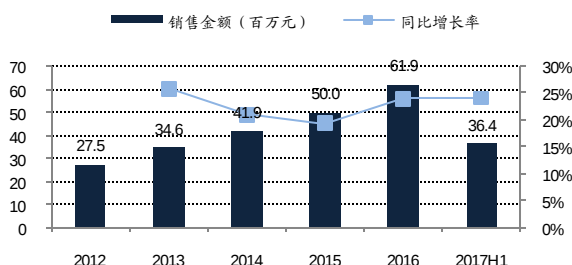
资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图 20：样本医院仙琚制药罗库溴铵市场份额占比不断提升



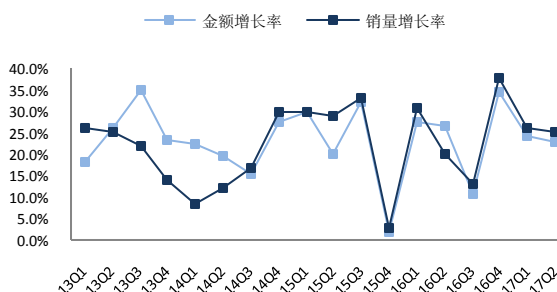
资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图 21：仙琚制药样本医院罗库溴铵历年销售增长情况



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图 22：仙琚制药样本医院罗库溴铵单季度销售增长情况



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

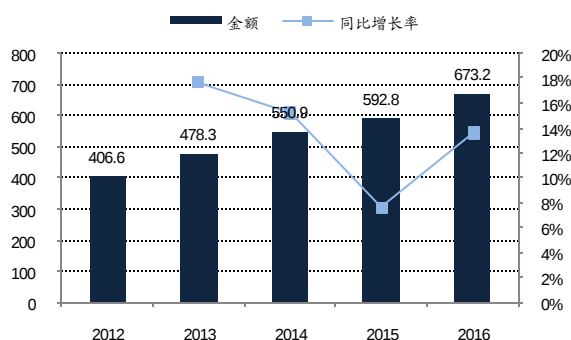
全国大多数省份已中标，未来几年加快放量。在本轮招标中，公司罗库溴铵继续扩大中标省份，目前已在绝大多数（27 个以上）省份中标，随着在新开标省

份的采购推进，今年以来继续保持较快的增长。我们预计未来三年公司罗库溴铵随着市场渗透率和市占比的进一步提高，有望继续保持 20% 以上销售增长率。

顺阿曲库铵：公司抓住本轮招标机遇，持续加快放量

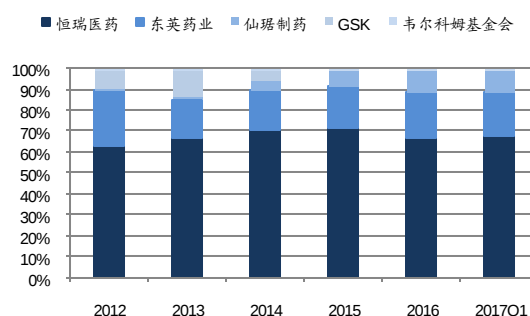
顺阿曲库铵在国内肌松药市场处于绝对龙头地位，2016 年样本医院销售规模达 6.73 亿元，增长 13%；估计全国市场规模在 30 亿元左右。恒瑞医药市占比近 70%，东英药业近 20%，但 2014 年以来随着仙琚制药开始加强营销推广，借助本轮招标机遇不断增加市场覆盖，销售增长迅速，目前市占比已超过 10%。

图 23：样本医院顺阿曲库铵历年销售增长情况



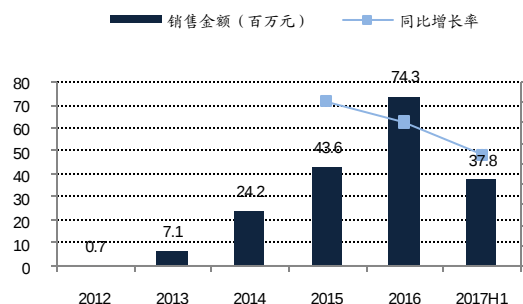
资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图 24：样本医院顺阿曲库铵市场格局变化



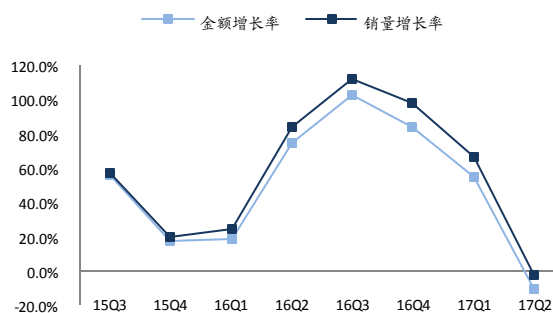
资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图 25：仙琚制药样本医院顺阿曲库铵历年销售增长情况



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图 26：仙琚制药样本医院顺阿曲库铵单季度销售增长情况



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

2016 年公司顺阿曲库铵在 11 个省份有中标销售，纯销增长达到 50% 以上；在去年较高基数基础上，上半年销售增速略有下滑，其中二季度同比持平。但考虑到 2017 上半年公司顺阿曲库铵继续扩大中标省份范围，目前总共在 20 个省份有中标（17 年新增 6 个省份），随着新中标省份陆续进入执行阶段，公司顺阿曲库铵未来 3 年有望继续保持快速放量增长。

表 7: 仙琚制药顺阿曲库铵中标情况

中标省份	中标价格(元)	中标时间
四川	45.28	2017.8
山西	45.28	2017.8
江苏	45.28	2017.7
重庆	51.95	2017.7
江西	58.00(挂网)	2017.7
贵州	48.26	2017.6
黑龙江	46.00	2017.4
湖北	45.28	2017.4
上海	49.57	2017.2
山东	47.55	2016.10
内蒙古	47.53	2016.10
广西	48.76	2016.7
北京	48.63	2016.4
天津	45.28	2016.3
福建	45.28	2015.12
浙江	53.02	2015.3
湖南	48.63	2015.2
吉林	49.94	2014.5
广东	50.98	2014.5
海南	56.78	2013.12

资料来源:药智网、国信证券经济研究所整理

渠道下沉, 公司肌松药业务有望保持 25%以上增长

就全国市场来看, 未来罗库溴铵和顺阿曲库铵仍然存在巨大的市场潜力, 包括渠道下沉的潜力。目前在二级及以下医院和基层市场临床用肌松药中, 相对早期品种, 如维库溴铵和阿曲库铵仍然比例使用较大(特别是唯一的基药维库溴铵仍然是基层采购的主要肌松药品种)。

表 8: 常用肌松药进基药与医保目录情况

	基药目录	2017 医保目录
顺阿曲库铵	否	乙类(限阿曲库铵注射剂不能耐受的患者; 2009 版医保目录也同样的限制)
罗库溴铵	否	乙类
阿曲库铵	否	甲类
维库溴铵	是	甲类

资料来源:国信证券经济研究所整理

随着公司罗库溴铵学术推广的加强、顺阿曲库铵在本轮招标中新中标半数以上省份加快放量, 我们预测公司麻醉肌松业务未来 3 年有望继续保持 25%左右的年复合增长率, 是公司未来业绩成长性的主要推动力之一。

呼吸科: 高壁垒、高增长的专科领域

流行病学: COPD 和哮喘是呼吸科两大主要病种

- 中国哮喘发病率在 1%-3%左右, 比欧美发达国家的平均水平 5%-20%左右要低很多; 但随着国内环境污染加剧及老龄化趋严, 中国的发病率在不断上升。根据中国哮喘联盟 2013 年一项覆盖全国 7 个大区 8 个省市、样本量超过 16 万人的流行病学调查结果, 我国哮喘总患病率为 1.24%, 北京地区和上海地区较 10 年前的调查结果分别增高了 147.9%和 190.2%。
- COPD 是一种进行性加重的慢性气流受限性疾病。气流受限导致患者呼气期间气体过度滞留肺中, 进而导致患者出现呼吸困难、运动耐量下降、生

活质量恶化、死亡风险增高等危害。根据《2000—2014 年中国 40 岁以上成人慢性阻塞性肺疾病患病率的 Meta 分析》一文，我国 40 岁以上成人 COPD 平均患病率为 9.3%；其中男性患病率为 12.5%，高于女性平均水平 6.1%。男性、高年龄者、吸烟人群等是 COPD 的高危人群。

呼吸科用药特点：对症治疗，无法根除，长期用药

哮喘、COPD、过敏性鼻炎等都是慢性病，无法根治，需长期用药，目前临床用药只能缓解症状。主要临床用药有以下三类：

- ✓ 长效 $\beta 2$ 受体激动剂（LABA）
- ✓ 长效抗胆碱能药（LAMA）
- ✓ 吸入糖皮质激素（ICS）

LABA 和 LAMA 都是支气管扩张剂，在 COPD 和哮喘的治疗中都有积极的作用；ICS 主要用在哮喘治疗，在 COPD 方面效果不大。LAMA 主要用在 COPD，也可用在哮喘辅助治疗。临床用药根据病程采取单独或联合治疗的方式，两种或三种药物联合吸入优于单药治疗。

1) $\beta 2$ 受体激动剂 (LABA):

- ✓ 呼吸系统用药里最大的类别，支气管扩张的一线用药，广泛应用于 COPD 和哮喘的治疗中；
- ✓ 按作用时时效分为短效与长效。短效的作用时间短，一般为 4-6 小时，如沙丁胺醇、特布他林、非诺特罗等，用于急性发作时治疗；长效的作用时间长，一般可以持续 12-24 小时，如丙卡特罗、沙美特罗、班布特罗等，用于维持治疗。

表 9: 临床常用 $\beta 2$ 受体激动剂分类

分类依据	分类	代表药物	临床意义
与受体的结合特点	非选择性	异丙肾上腺素、肾上腺素	尽可能避免应用于哮喘患者
	选择性	沙丁胺醇、特布他林、选择性福莫特罗、沙美特罗、茚达特罗	对哮喘的治疗安全、有效
作用时间	短效（4~6 小时）	特布他林、沙丁胺醇、克仑特罗、氢溴酸菲诺特罗	用于哮喘急性发作期的缓解治疗
	长效（12 小时）	沙美特罗、福莫特罗、班布特罗、丙卡特罗、茚达特罗	用于哮喘（尤其是夜间哮喘）的预防和缓解期的治疗
起效快慢	速效（数分钟）	特布他林、沙丁胺醇、克仑特罗、福莫特罗、茚达特罗	用于哮喘急性发作期的缓解治疗
	缓效（0.5 小时）	沙美特罗	不作为哮喘急性发作的选择药

资料来源：丁香园

2) 抗胆碱能药（LAMA）:

- ✓ 主要用于 COPD 的治疗，也用于哮喘的治疗；
- ✓ 目前临床主要应用品种是噻托溴铵和异丙托溴铵；
- ✓ 噻托溴铵在 2000 年左右应用于临床，作用时间至少为 24 小时，因此作为 COPD 维持用药时推荐每日一次给药，在欧美国家临床使用极为广泛；
- ✓ 异丙托溴铵持续时间短，大概 4-8 小时，用于急性发作。

3) 糖皮质激素（ICS）:

- ✓ 主要应用于哮喘、过敏性鼻炎等的治疗

- ✓ 目前用于临床的 ICS 有：二丙酸倍氯米松（BDP）、布地奈德（BUD）、丙酸氟替卡松（FP）、莫米松、环索奈德（Ciclesonide, CIC）等几种。在国内使用的主要是 BDP、BUD 和 FP；

从国内临床用药来看，糖皮质激素、 $\beta 2$ 受体激动剂类药物被广泛应用于哮喘治疗中。

表 10：国内样本医院主要平喘类药物销售排行（单位：百万元人民币）

药物名称	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR	药物类别
布地奈德	443	579	756	865	1,000	22.6%	糖皮质激素
孟鲁司特	260	315	383	448	503	18.0%	白三烯受体拮抗剂
多索茶碱	300	309	350	362	361	4.7%	磷酸二酯酶抑制剂
布地奈德+福莫特罗，复方	95	146	251	308	352	38.8%	糖皮质激素+ $\beta 2$ 受体激动剂
沙美特罗+氟替卡松，复方	333	328	288	288	272	-4.9%	糖皮质激素+ $\beta 2$ 受体激动剂
特布他林	71	88	120	172	203	29.8%	$\beta 2$ 受体激动剂
沙丁胺醇	30	35	44	99	182	56.9%	$\beta 2$ 受体激动剂
甲氧那明+氨茶碱+ 氯苯那敏+那可丁，复方	76	86	96	109	119	11.8%	--
其他	56	61	63	70	86	11.1%	--
沙丁胺醇，复方	50	63	77	80	83	13.6%	$\beta 2$ 受体激动剂
丙卡特罗	25	28	32	35	43	15.2%	$\beta 2$ 受体激动剂

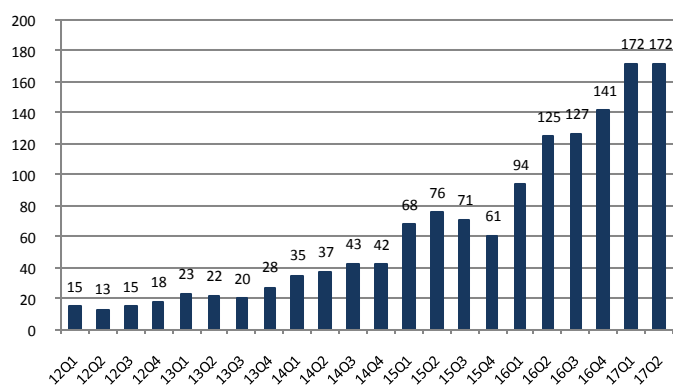
资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

仙琚制药在呼吸科布局多个潜在重磅品种

1) 噻托溴铵粉雾剂

属于长效抗胆碱能药物，用于 COPD 的维持治疗；FDA 也已批准用于治疗哮喘。PDB 样本医院 2016 年销售额为 2.3 亿元，2012-2016 年 4 年的 CAGR 为 23%；其中 BI 占据多数市场，正大天晴市场份额不断提升，2016 年两者的市占比例分别为 67%和 30%。仙琚制药目前销售额较小，但在近几年的营销推广下销售额也在快速增长。

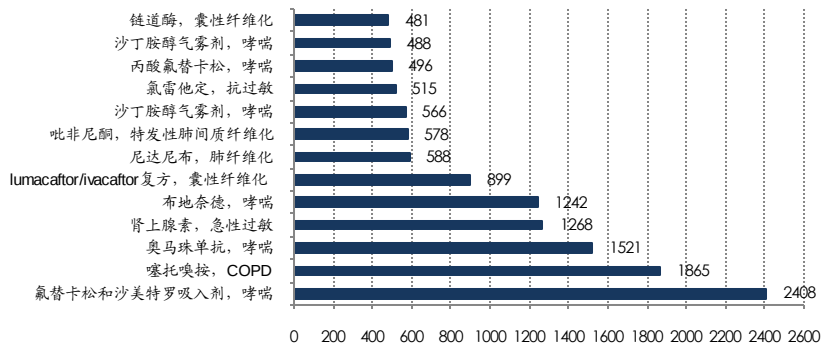
图 27：样本医院仙琚制药噻托溴铵单季度销售额快速增长（单位：万元人民币）



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

从美国市场来看，2016 年噻托溴铵销售额超过 18 亿美元，是呼吸科第二大用药品种。作为目前呼吸科应用的最有效的抗胆碱能药物，我们认为随着国内 COPD 发病率的提升及临床学术推广的加强，噻托溴铵也有望成为国内市场呼吸科的一大重磅用药品种。

图 28: 2016 年美国呼吸用药市场规模排行 (单位: 百万美元)



资料来源: IMS

2) 糠酸莫米松鼻喷雾剂

属于糖皮质激素, 用于治疗过敏性鼻炎。目前临床关于过敏性鼻炎的药物治疗方案通常如下:

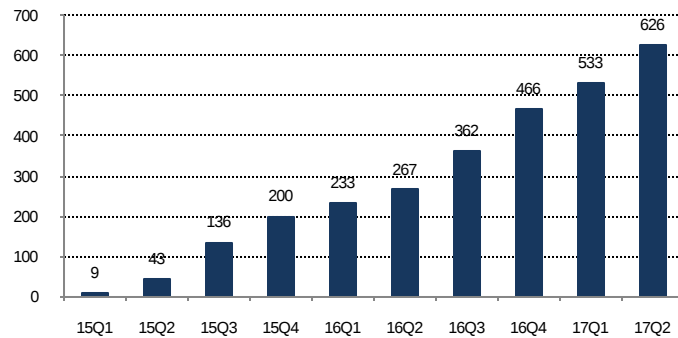
- 激素鼻喷剂是目前治疗过敏性鼻炎最有效的一线药物, 对缓解鼻塞症状尤其有效, 在说明书推荐剂量下使用副作用少;
- 对于间歇性或轻度的过敏性鼻炎, 如果患者不想使用激素或想尽量避免使用激素, 可以有下列选择:
 - ✓ 抗组胺鼻喷剂, 如氮卓斯汀、左卡巴斯汀, 规律使用或按需使用;
 - ✓ 二代的口服抗组胺药, 规律或按需服用;
 - ✓ 色甘酸钠的鼻喷剂, 规律或按需使用。需要说明的一点是: 此药作用较弱, 需要一日多次给, 依从性不高, 但因安全性好, 比较适合用于儿童;

因此临床常用的品种包括丙酸氟替卡松鼻喷雾剂 (2009&2017 医保乙类)、糠酸莫米松鼻喷雾剂 (新进入 2017 版国家医保乙类目录)、盐酸氮卓斯汀鼻喷雾剂 (非医保)。从 PDB 样本医院销售情况来看:

- ✓ 丙酸氟替卡松鼻喷雾剂: 销售逐年下滑, 2016 年只有 2300 万元;
- ✓ 糠酸莫米松鼻喷雾剂: 销售快速增长, 2016 年达到 1.16 亿元 (估计全国市场在 5 亿元左右); 2012-2016 年 CAGR 为 30%;
- ✓ 盐酸氮卓斯汀鼻喷雾剂: 2016 年销售达到 4700 万元, 近几年保持稳定增长。

从目前的临床应用趋势及医保政策来看, 糠酸莫米松鼻喷雾剂是治疗过敏性鼻炎领域最具前景的药物。国内市场目前只有先灵葆雅和仙琚制药两家企业竞争。先灵葆雅 2016 年在样本医院销售额达到 1 亿元, 保持较快增长。仙琚制药近几年不断加大销售投入, 截至目前已在 19 个省份中标, 随着各地开标放量, 产品销售保持快速增长。

图 29: 样本医院仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂单季度销售快速增长 (单位: 万元)



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

3) 环索奈德气雾剂

属于糖皮质激素, 用于抗哮喘治疗。由于原研药未在国内上市, 国内只有仙琚制药和安徽威尔曼制药两家企业拥有生产批文, 但临床推广刚刚起步, 目前两家销售额均很少。

从药物分类上看, 环索奈德与布地奈德属同品类, 后者是目前呼吸科的重磅药物, 国内市场在阿斯利康的推广下保持快速增长, 2016 年仅 PDB 样本医院销售额就达到 10 亿元人民币。

环索奈德是由赛诺菲-安万特和 Altana 研发的吸入用新一代皮质类固醇抗哮喘药, 2004 年 FDA 批准用于治疗成人、青少年以及 4 岁以上儿童的持续性哮喘, 并于 12 年增加了过敏性鼻炎适应症。

大多数吸入糖皮质激素 (ICS) 是其活性形式, 当吸入给药时可能残存相当部分的药物在口腔和咽喉部, 这些残存的药物就可能产生局部的副作用, 并且这些残存的药物经吞咽进入胃肠道, 可以吸收进入血循环。而环索奈德(CIC)是一种前体药, 吸入肺内后, 转化成活体形式 des-CIC。des-CIC 与受体的结合力是 CIC 的 100 倍, 是其主要活性形式。因此, CIC 是近年问世的药代动力学较为优良的 ICS, 代表了新的 ICS 开发的方向。临床应用的研究显示, CIC 的临床疗效与氟替卡松、布地奈德相似。随着后续更多临床研究的开展及学术推广的加强, 环索奈德也有望成为 ICS 领域又一重磅药物。

受国内污染加重影响, 近些年呼吸科相关疾病发病率提升, 临床用药需求快速增加。公司从自身原料药优势出发, 围绕当前临床急需用药进行制剂产品线布局, 目前已初具规模。在营销方面, 通过采取与外企合作的模式, 加强临床学术推广, 重要品种抓住本轮招标及医保目录调整的机会, 正迎来加快放量阶段。公司整体呼吸科制剂保持高速增长, 2016 年销售增速达到 70% 以上, 未来几年仍有望持续, 是未来几年公司业绩增长的重要驱动力。

妇科: 黄体酮拓展科室销售, 未来凝胶剂上市将进一步加快增长

黄体酮是天然的孕激素, 临床广泛应用于保胎及多种女性激素紊乱导致的疾病治疗, 2017 上半年国内 PDB 样本医院的用药金额达到 1.56 亿元, 主要以胶囊

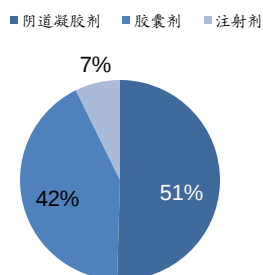
剂和阴道凝胶剂为主，另外有少量针剂。

临床应用的黄体酮三种剂型中，胶囊剂口服较为方便，是早期应用的主要品种，但也有生物利用度低的问题；针剂有注射痛，使用不方便，临床应用相对较少；而阴道凝胶剂则避免了前面两种剂型的主要缺点，近年来在临床应用不断增加。

国内黄体酮胶囊剂市场呈现稳中略有上升的发展势头，而阴道凝胶剂自在国内上市以来则保持快速增长。从市场格局来看，阴道凝胶剂目前国内只有 Fleet laboratories 一家企业生产销售，仙琚制药则处于临床研究阶段，最快有望于 2018 年上市销售。在胶囊剂和针剂市场，仙琚制药的份额均处于第一位；其中胶囊剂目前有 7 家企业竞争，针剂只有 3 家企业。

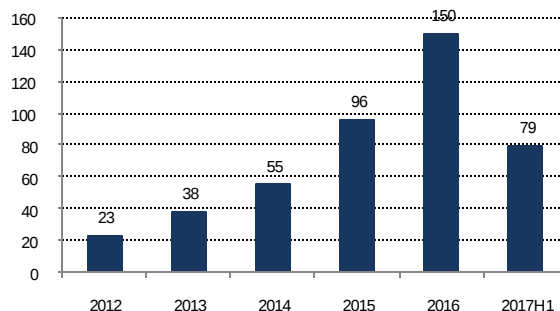
2016 年公司的黄体酮胶囊剂销售额在 3 亿元以上，目前大部分是在内分泌科销售，公司正在积极拓展辅助生殖领域的销售推广（在 ivf 后期服用黄体酮保胎），随着多科室的拓展我们预测公司黄体酮胶囊剂的销售有望继续保持 10% 以上的稳定增长；而未来随着阴道凝胶剂的上市则将进一步加快增长。

图 30：样本医院黄体酮不同剂型的市场份额占比



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图 31：样本医院黄体酮凝胶剂的销售情况（单位：百万元）



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

盈利预测&投资建议

关键假设：

- ✓ 考虑到甾体原料药行业已基本见底，假设公司皮质激素业务（包含主要原料药）收入和毛利率维持稳定；
- ✓ 暂时不考虑黄体酮凝胶剂上市后的增量，假设现有黄体酮胶囊和针剂整体收入保持 15% 的增速；
- ✓ 基本前文阐述逻辑，我们对罗库溴铵和顺阿曲库铵未来三年的增长持有相对乐观的预期，具体增长假设见下表；
- ✓ 呼吸科产品线通过代理销售未来几年继续高增长，我们给予 17-19 年 64%、60%、53% 的增长假设；但考虑到塞托溴铵、糠酸莫米松鼻喷雾剂及环索奈德均具备成为重磅品种的潜力，未来销售有可能超预期；
- ✓ 假设 17-19 年公司管理费用率维持 2016 年的水平，即在 10.5% 左右；考虑到公司继续加大销售投入，假设销售费用率稳中有升，17-19 年分别为 32%、32.5%、32.5%

表 11: 仙琚制药盈利预测 (单位: 百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
合计									
营业收入	1,689	1,992	2,315	2,471	2,480	2,504	2,711	2,973	3,293
增长率		17.9%	16.2%	6.7%	0.4%	1.0%	8.2%	9.7%	10.8%
营业成本	1,010	1,202	1,518	1,515	1,396	1,229	1,270	1,331	1,414
毛利率	40.2%	39.7%	34.4%	38.7%	43.7%	50.9%	53.1%	55.2%	57.1%
分产品线:									
皮质激素									
收入	707	816	890	881	862	776	776	776	776
增长率		15.4%	9.0%	-1.0%	-2.1%	-10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	510	597	687	668	610	469	466	466	466
毛利率	27.8%	26.8%	22.7%	24.2%	29.3%	39.6%	40.0%	40.0%	40.0%
妇科及计生用药									
收入	481	577	630	761	736	733	784	842	910
增长率		19.9%	9.1%	20.9%	-3.3%	-0.4%	6.9%	7.5%	8.0%
成本	198	236	273	315	247	220	231	240	250
毛利率	58.9%	59.0%	56.6%	58.6%	66.4%	70.0%	70.5%	71.5%	72.5%
其中: 黄体酮					300	339	390	448	516
增长率						13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其它					436	394	394	394	394
增长率						-9.6%	0.0%	0.0%	0.0%
麻醉及肌松用药									
收入	116	133	162	222	274	334	437	561	699
增长率		14.6%	21.3%	37.3%	23.4%	22.1%	30.8%	28.1%	24.6%
成本	22	17	30	26	30	28	35	42	49
毛利率	81.5%	86.9%	81.7%	88.4%	89.0%	91.5%	92.0%	92.5%	93.0%
其中: 罗库溴铵					150	173	216	265	318
增长率						15.0%	25.0%	23.0%	20.0%
苯磺顺阿曲库铵					100	150	210	284	369
增长率						50.0%	40.0%	35.0%	30.0%
其它					24	12	12	12	12
增长率						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他									
收入	385	466	634	607	608	661	713	794	909
增长率		21.2%	36.1%	-4.4%	0.2%	8.7%	8.0%	11.3%	14.4%
成本	280	351	527	507	508	512	539	584	650
毛利率	27.2%	24.7%	16.9%	16.4%	16.4%	22.5%	24.5%	26.5%	28.5%
其中: 呼吸科						81	134	214	329
增长率							64.9%	60.3%	53.5%
其它						580	580	580	580
增长率							0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

盈利预测&投资建议

不考虑 Newchem 并表, 我们预测公司 17-19 年营业收入为 27.1/29.7/32.9 亿元, 同比增长 8.2%/9.7%/10.8%; 归属母公司股东的净利润分别为 2.09/2.75/3.57 亿元, 同比增长 43.2%/31.6%/29.5%。假设 Newchem 自 2018 年起全部并表, 简单按其 2016 年净利润 7000 万元人民币无增长测算, 则公司 18-19 年备考净利润 3.45/4.27 亿元, 对应 EPS 为 0.38/ 0.47 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.9/17.7x。

我们将仙琚制药与可比公司估值情况进行比较, 可见公司 18-19 年 PE 水平略低于可比公司平均水平。但考虑到公司未来几年较高的成长性, PEG 估值水平明显低于平均水平。公司 17-19 年净利润 CAGR 达到 43%, 即便不考虑 Newchem 并表对业绩的增厚, 公司内生业绩复合增速也在 30%左右。我们按公司 2018 年备考 EPS 0.38 元, 给予 28-30x 估值, 合理估值在 10.6~11.4 元,

距离当前股价有 30%以上空间，上调评级至“买入”，继续重点推荐。

表 12: 仙琚制药与可比公司估值比较

股票 代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS (元)				P/E				ROE	PEG	Growth
				16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E			
600276	恒瑞医药	58.12	1637	0.92	1.11	1.33	1.62	63	52	44	36	21%	2.52	21%
000963	华东医药	48.51	472	1.49	1.87	2.22	2.61	33	26	22	19	20%	1.26	21%
002294	信立泰	30.80	322	1.33	1.65	1.97	1.93	23	19	16	16	26%	1.42	13%
600521	华海药业	22.32	233	0.48	0.60	0.74	0.96	46	37	30	23	11%	1.43	26%
002020	京新药业	11.37	84	0.29	0.36	0.46	0.56	39	31	25	20	9%	1.26	25%
600079	人福医药	18.01	232	0.65	0.83	0.97	1.18	28	22	19	15	8%	0.98	22%
600062	华润双鹤	21.22	184	0.82	1.00	1.15	1.31	26	21	18	16	11%	1.26	17%
600420	现代制药	14.91	166	0.43	0.76	0.89	1.04	35	20	17	14	8%	0.57	34%
002262	恩华药业	14.06	142	0.31	0.39	0.48	0.63	46	36	29	22	15%	1.33	27%
平均								29	24	20		1.34		
002332	仙琚制药	8.25	76	0.16	0.23	0.38	0.47	52	36	22	18	7%	0.84	43%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测; 股价为 2017-9-25 日收盘价格; 仙琚制药 18-19 年 EPS 为备考业绩

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2504	2710	2972	3292	现金及现金等价物	488	414	525	645
营业成本	1229	1270	1331	1414	应收款项	865	853	936	1036
营业税金及附加	27	22	25	27	存货净额	372	295	308	329
销售费用	776	867	966	1070	其他流动资产	378	439	482	533
管理费用	267	289	316	350	流动资产合计	2103	2001	2250	2544
财务费用	30	5	(3)	(6)	固定资产	1197	1095	986	875
投资收益	17	0	0	0	无形资产及其他	102	98	94	90
资产减值及公允价值变动	(14)	0	0	0	投资性房地产	70	70	70	70
其他收入	0	0	0	0	长期股权投资	149	149	149	149
营业利润	178	256	337	437	资产总计	3621	3412	3548	3727
营业外净收支	5	0	0	0	短期借款及交易性金融负债	541	200	200	200
利润总额	183	256	337	437	应付款项	354	425	444	473
所得税费用	37	47	61	80	其他流动负债	446	445	479	522
少数股东损益	0	0	0	1	流动负债合计	1341	1070	1123	1195
归属于母公司净利润	146	209	275	357	长期借款及应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					财务费用	30	5	(3)	(6)
净利润	146	209	275	357	营运资本变动	76	99	(86)	(103)
资产减值准备	(10)	2	(1)	(2)	其它	10	(2)	1	2
折旧摊销	92	104	114	116	经营活动现金流	328	413	304	370
公允价值变动损失	14	0	0	0	资本开支	(172)	0	0	0
长期负债合计	42	42	42	42	其它投资现金流	0	0	0	0
负债合计	1384	1112	1165	1237	投资活动现金流	(154)	0	0	0
少数股东权益	12	12	12	12	权益性融资	4	0	0	0
股东权益	2225	2288	2371	2478	负债净变化	(84)	0	0	0
负债和股东权益总计	3621	3412	3548	3727	支付股利、利息	(103)	(147)	(193)	(250)
每股收益	0.24	0.23	0.30	0.39	其它融资现金流	170	(341)	0	0
每股净资产	3.64	2.50	2.59	2.70	融资活动现金流	(199)	(487)	(193)	(250)
ROIC	6%	9%	12%	16%	现金净变动	(25)	(74)	111	120
ROE	7%	9%	12%	14%	货币资金的期初余额	513	488	414	525
毛利率	51%	53%	55%	57%	货币资金的期末余额	488	414	525	645
EBIT Margin	8%	10%	11%	13%	企业自由现金流	160	418	302	366
					权益自由现金流	247	72	304	370

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许 婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁 佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王 玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴 国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金 锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简 洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪 婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛 恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林 若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王 灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹 云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周 鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李 杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		