

仙琚制药 (002332.SZ)

剑指高端原料药规范市场，全力推进制剂一体化，呼吸科昂首挺进

为什么说甾体行业是一个好行业？甾体市场规模大，壁垒高，玩家少。甾体药物是仅次于抗生素的第二大类药物。2016年全球甾体药物市场规模达到1040亿美元，我国甾体药物市场规模约为600亿元，每年增速10%左右。我国的甾体药物研究开发相对处于初级阶段，目前国外已上市的甾体药物有400多种，我国现有品种仅为其1/3左右，且大多为中低档产品，未来还有巨大的成长潜力。甾体原料药由于其致敏性而需要专线生产、工艺复杂、反应步骤多等因素导致壁垒较高，且需要全品种布局才能形成规模，甾体制剂的研发及仿制难度也较大，因此参与者少，行业集中度较高。全球范围内的甾体药物生产厂家主要为少数大型跨国制药公司，随着溢多利先后收购河南利华制药和湖南新合新，国内甾体行业集中度进一步提升。目前国内甾体激素类原料药生产厂家主要有仙琚制药、天药股份、溢多利等，竞争格局良好。

公司价值提升变化一：制剂一体化布局起步早，四大制剂业务齐发力，呼吸科赛道好，国产替代持续推进，公司业务快速增长。目前，公司制剂业务收入约占总收入的56%，制剂一体化布局较早，目前已有多个品种上市，且占据甾体类制剂品种较大市场份额。呼吸科领域市场规模大，大品种辈出，壁垒较高，参与玩家较少，整体竞争格局较好，且随着国内仿制技术水平提高，国产替代进程加速。公司呼吸科板块2019年收入达3亿元，同比增长55%，2016-2019三年CAGR约89%，增长迅速。公司的糠酸莫米松鼻喷雾剂是唯一上市的国产仿制药，快速抢占市场份额，仍处于快速放量阶段；公司也有大品种噻托溴铵粉雾剂布局，原研销售峰值约35亿美金。

公司价值提升变化二：布局原料药高端产能，逐步拓展规范市场，公司毛利空间有望大幅提升，并拓宽呼吸科管线。甾体原料药行业由于壁垒较高等因素，导致集中度较高，国内产能出清进一步提升行业集中度。公司杨府新厂区平台搭建已完成，并收购了意大利Newchem公司和Effechem公司，向高端原料药生产发展，进一步推动向海外规范市场发展，预计未来会有更多收入占比来源于规范市场。由于规范市场毛利率较高，因此公司毛利空间有望大幅提升。同时，Newchem公司呼吸科原料药品种布局丰富，不乏布地奈德、氟替卡松等大品种，有助于拓宽仙琚制药呼吸科管线。

盈利预测与估值。公司是甾体领域龙头。制剂一体化布局较早，四大制剂业务齐发力，呼吸科高速增长；公司通过升级自身产能+收购高端产能，向中高端寻求突破，逐步拓展海外规范市场；公司目前估值性价比较高。我们预计2020-2022年公司总营收有望达到41.38亿元、47.10亿元、54.34亿元，同比增长分别为11.6%、13.8%、15.4%；归母净利润有望达到5.10亿元、6.47亿元、8.32亿元，同比增长分别为24.4%、26.8%、28.6%；EPS分别为0.56元、0.71元、0.91元，对应PE分别为27X、22X、17X，估值性价比较高。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原料药价格波动风险；制剂销售不及预期风险；研发进度不及预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,622	3,709	4,138	4,710	5,434
增长率 yoy (%)	27.0	2.4	11.6	13.8	15.4
归母净利润(百万元)	301	410	510	647	832
增长率 yoy (%)	45.8	36.2	24.4	26.8	28.6
EPS最新摊薄(元/股)	0.33	0.45	0.56	0.71	0.91
净资产收益率(%)	12.7	14.5	15.7	17.2	18.3
P/E(倍)	46.2	33.9	27.3	21.5	16.7
P/B(倍)	5.3	4.7	4.1	3.5	3.0

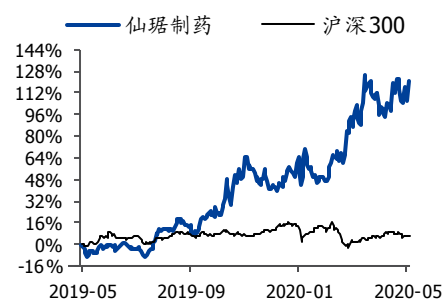
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	化学制药
最新收盘价	15.18
总市值(百万元)	13,908.10
总股本(百万股)	916.21
其中自由流通股(%)	98.67
30日日均成交量(百万股)	12.78

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2721	2857	3508	3518	4309
现金	892	1028	1145	1303	1504
应收票据及应收账款	1032	717	1234	986	1576
其他应收款	31	31	38	40	50
预付账款	30	34	38	44	50
存货	661	672	677	768	754
其他流动资产	74	375	375	375	375
非流动资产	2722	2968	3083	3243	3448
长期投资	167	168	171	173	177
固定资产	1125	1450	1577	1727	1905
无形资产	213	197	210	226	245
其他非流动资产	1217	1152	1125	1116	1121
资产总计	5443	5824	6591	6761	7757
流动负债	1606	1747	2221	1910	2209
短期借款	696	535	1069	659	946
应付票据及应付账款	400	362	410	418	453
其他流动负债	510	850	743	834	809
非流动负债	1127	1019	850	691	543
长期借款	1071	960	792	633	484
其他非流动负债	56	58	58	58	58
负债合计	2733	2766	3072	2602	2752
少数股东权益	79	117	159	226	311
股本	916	916	916	916	916
资本公积	892	852	852	852	852
留存收益	822	1173	1573	2115	2817
归属母公司股东权益	2632	2942	3360	3933	4694
负债和股东权益	5443	5824	6591	6761	7757

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	193	520	220	1154	536
净利润	345	442	552	714	916
折旧摊销	132	150	140	164	192
财务费用	73	64	45	39	25
投资损失	-10	-15	-2	-2	-3
营运资金变动	-368	-181	-515	238	-595
其他经营现金流	21	58	0	0	0
投资活动现金流	73	-211	-253	-323	-394
资本支出	169	262	112	158	201
长期投资	-33	-12	-3	-3	-3
其他投资现金流	209	39	-144	-168	-196
筹资活动现金流	-293	-167	-383	-263	-229
短期借款	-114	-161	0	0	0
长期借款	-19	-111	-168	-159	-149
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	32	-41	0	0	0
其他筹资现金流	-191	145	-215	-104	-80
现金净增加额	-24	143	-416	568	-87

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3622	3709	4138	4710	5434
营业成本	1482	1463	1481	1587	1671
营业税金及附加	34	35	43	48	53
营业费用	1195	1127	1338	1512	1795
管理费用	258	284	310	354	408
研发费用	143	205	235	283	353
财务费用	73	64	45	39	25
资产减值损失	34	-19	0	0	0
其他收益	17	37	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	15	2	2	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	431	543	688	889	1132
营业外收入	9	3	8	6	6
营业外支出	9	19	12	12	13
利润总额	430	527	684	882	1125
所得税	85	85	132	168	208
净利润	345	442	552	714	916
少数股东损益	44	32	42	67	85
归属母公司净利润	301	410	510	647	832
EBITDA	648	742	869	1086	1342
EPS (元/股)	0.33	0.45	0.56	0.71	0.91

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	27.0	2.4	11.6	13.8	15.4
营业利润 (%)	44.9	26.0	26.7	29.2	27.3
归属母公司净利润 (%)	45.8	36.2	24.4	26.8	28.6
获利能力					
毛利率 (%)	59.1	60.5	64.2	66.3	69.3
净利率 (%)	8.3	11.1	12.3	13.7	15.3
ROE (%)	12.7	14.5	15.7	17.2	18.3
ROIC (%)	9.3	10.4	10.7	13.6	14.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.2	47.5	46.6	38.5	35.5
净负债比率 (%)	34.5	26.2	27.6	6.1	4.1
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.8	2.0
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.5	4.2	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.45	0.56	0.71	0.91
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.21	0.57	0.24	1.26	0.59
每股净资产 (最新摊薄)	2.87	3.21	3.67	4.29	5.12
估值比率					
P/E	46.2	33.9	27.3	21.5	16.7
P/B	5.3	4.7	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	23.0	20.0	17.3	13.3	10.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、甾体市场规模大，壁垒高，玩家少	5
1.1 全球甾体市场规模超千亿美元，国内潜力空间巨大，特色原料药行业集中度提升	5
1.2 甾体药物壁垒高，参与者少	7
1.3 专科药市场有望持续扩大，国产进口替代潜力大	7
二、甾体领域龙头稳扎稳打，逐步寻求向中高端突破	7
三、四大制剂业务齐发力，呼吸科板块高速增长潜力大	10
3.1 黄体酮胶囊稳定放量，高端新剂型有望提供新的业绩增长动力	12
3.2 罗库溴铵目前在国内麻醉肌松市场占比较小，未来具有较大潜力	12
3.3 呼吸科赛道空间大，格局好，公司有望逐步实现国产替代	13
四、顺利完成甾体原料药生产工艺切换，布局高端产能，逐步拓展规范市场	15
4.1 顺利完成工艺切换，毛利率提升明显	15
4.2 API厂区搬迁升级产能+收购意大利高端产能，拓宽呼吸科管线，逐步拓展规范市场	16
五、盈利预测与估值	20
风险提示	21

图表目录

图表 1: 我国甾体市场规模达 600 亿元	5
图表 2: 近年环保政策出台加速	6
图表 3: 原料药及制剂企业数量变化	6
图表 4: 公司发展历程	8
图表 5: 公司股权结构	9
图表 6: 公司收入与利润情况	9
图表 7: 近年公司毛利率与净利率提升	9
图表 8: 公司三费情况	10
图表 9: 公司研发投入增加	10
图表 10: 各业务收入情况 (亿元)	10
图表 11: 各业务占比总收入情况	10
图表 12: 仙琚制药主要制剂品种	11
图表 13: 样本医院黄体酮不同剂型销售额占比	12
图表 14: 肌松药分类	12
图表 15: 样本医院麻醉肌松药物占比	13
图表 16: 公司呼吸科销售额快速增长	14
图表 17: 仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂国产替代进展快速 (万元)	14
图表 18: 噻托溴铵粉雾剂全球销售峰值约 35 亿美元	15
图表 19: 噻托溴铵粉雾剂国内市场主要由原研与正大天晴占据 (万元)	15
图表 20: 双烯价格走势	16
图表 21: 甾体合成路线	16
图表 22: 仙琚制药获得 DMF 文号数较多 (截止 2020Q1)	17
图表 23: 仙琚制药获得 FDA 批准原料药一览	17
图表 24: 仙琚制药获得欧盟批准原料药一览	18
图表 25: Newchem 获得 FDA 批准原料药一览	19

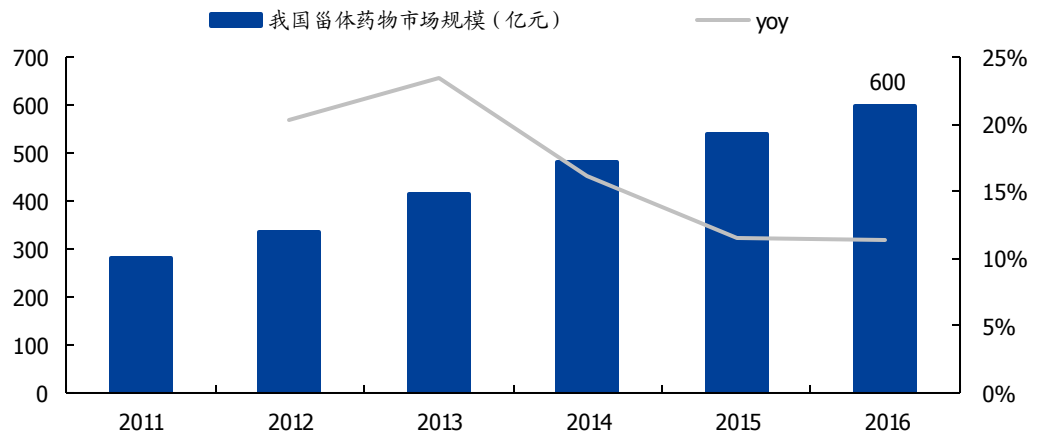
图表 26: Newchem 获得欧盟批准原料药一览.....	19
图表 27: 公司收入分拆 (亿元)	20
图表 28: 可比公司情况.....	21

一、甾体市场规模大，壁垒高，玩家少

1.1 全球甾体市场规模超千亿美元，国内潜力空间巨大，特色原料药行业集中度提升

全球甾体市场规模超千亿美元，空间巨大。甾体化合物是广泛存在于自然界中的一类天然化学成分，又称类固醇化合物，是环戊烷多氢菲类化合物的总称，过去主要从动植物体内提取，现已逐渐由人工方法合成，甾体药物是仅次于抗生素的第二大类药物。近年来，甾体药物在医疗领域的应用范围不断扩大，被广泛应用于治疗风湿性关节炎、支气管哮喘、湿疹等皮肤病和过敏性休克、前列腺炎等内分泌疾病，也应用于避孕、安胎、减轻女性更年期症状、手术麻醉、预防冠心病和艾滋病、减肥等方面。2016年全球甾体药物市场规模达到1040亿美元，我国甾体药物市场规模约为600亿元，每年增速10%左右，市场空间巨大。

图表 1: 我国甾体市场规模达 600 亿元



资料来源: 中国产业研究报告网, 国盛证券研究所

国内甾体市场相对空白，潜力空间巨大。甾体药物主要包括糖皮质激素、性激素、孕激素及其他高端衍生物等。我国的甾体药物研究开发相对处于初级阶段，与印度、欧美等国家还有一定的差距，许多甾体药物（尤其是高端产品）在我国仍是空白。目前，国外已经上市的甾体药物有400多种，我国现有品种仅为其1/3左右，且大多为中低档产品，未来还有巨大的成长潜力与开拓海外规范市场潜力。

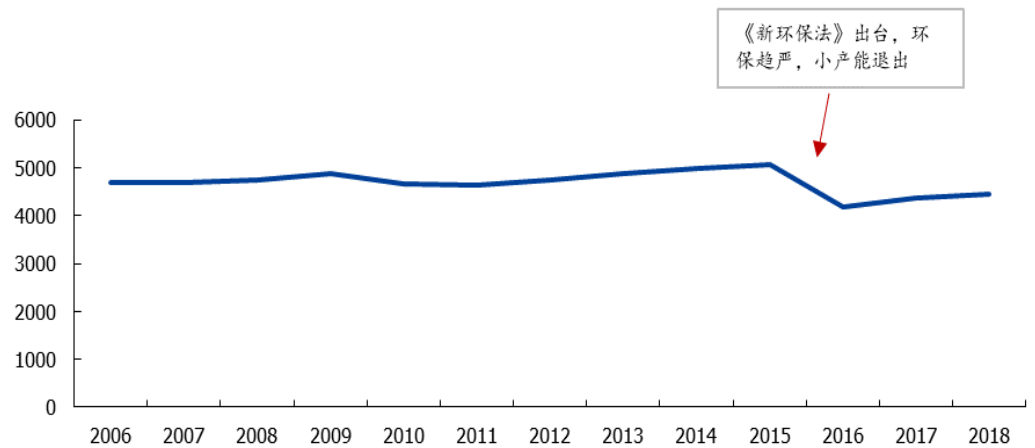
环保趋严，壁垒提升，国内产能向头部集中。近几年关于环保的政策出台加速，涉及水、大气、污染物等多个方面，配合行政惩罚、许可管理、税收手段等多种政策。环保压力的增大增加了原料药企的环保支出，逼迫部分小产能退出市场，改善了产能供大于求的状态，提升了行业集中度。在环保淘汰落后产能的浪潮中，最终能剩下的才是优质原料药企。同时，环保趋严也提高了企业进入原料药行业的壁垒，新进入者造成的冲击也会随之减弱。

图表 2: 近年环保政策出台加速

时间	文件名称	要求
2010.7.1	《制药工业水污染物排放标准》	原料药行业的废水排放标准更严，企业排水若不达标则面临停产整顿
2012.5.16	《重点流域水污染防治规划》	加大医药等企业结构调整，关停高污染、高能耗的“低、小、散”企业
2013.9.10	《大气污染防治行动计划》	到 2017 年，重点行业排污强度比 2012 年下降 30% 以上。推进非有机溶剂型涂料和农药等产品创新，减少生产和使用过程中挥发性有机物排放
2015.1.1	《新环保法》	增加行政拘留、查封扣押等强制性手段，排污实行许可管理制度
2015.4.16	《水污染防治行动计划》	原料药制造被列为十大重点整治行业之一，实行主要污染物排放等量或减量置换；制药（抗生素、维生素）行业实施绿色酶法生产技术改造；原料药企业污水排放受到限制
2015.12.31	关于未通过药品生产质量管理对方（2010 年修订）认证企业停止生产和下放无菌药品认证有关事宜的公告	新版 GMP 标准更接近国际标准，清退落后产能，收缩供给侧
2016.11.7	《医药工业发展规划指南》	绿色生产技术开发应用。以化学原料药为重点，开发应用有毒有害原料替代、生物合成和生物催化、无溶剂分离等清洁生产工艺，提高挥发性有机物无组织排放控制水平和发酵菌渣等三废治理水平。
2016.11.24	《“十三五”生态环境保护规划》	原料药行业达标排放
2017.11.6	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案(征求意见稿)》	天津、北京、石家庄、济南、郑州、太原等城市实施医药、农药企业在冬季采暖季全部停产政策
2018.1.1	《环境保护税法》	将环保费改为环保税，同时对于排放少的企业给予税收减免，要求原料药制造业推进行业达标排放改造，化工、医药等 8 个行业缴纳的环保税将占 80%

资料来源：政府官网，国盛证券研究所

图表 3: 原料药及制剂企业数量变化



资料来源：wind，国盛证券研究所

政策变迁，质量为王。随着关联审评与一致性评价的实施，原料药与制剂之间的关系将更加紧密，优质特色原料药企业产业链话语权提升。制剂企业在申请阶段需要将制剂与原辅包一并申报审评，原料药如果出现质量问题将影响制剂的上市进程，因此优质原料药供应商对于制剂企业来说尤为重要。另外，制剂商业化后如果想更换原料药供应商，其难度大大增加，且会消耗更多成本。未来，拥有原料药文号的供应商将具有更强的客户粘性，带来产业链话语权的提升。同时，仿制药一致性评价已实现常态化，CDE 对仿制药的质量要求趋严，而原料药的质量又与制剂密切相关，因此优质的特色原料药企业对于

制剂企业来说更为重要。国内的制剂批文数远多于原料药批文数，若考虑拥有美国 DMF（原料药批文）的原料药数量就更少了，因此优质特色原料药企的产业链话语权逐渐提升，质量为王。

1.2 甾体药物壁垒高，参与者少

甾体原料药由于其致敏性、工艺复杂、反应步骤多等因素导致壁垒较高，且需要全品种布局，甾体制剂的研发及仿制难度也较大，因此参与者少，行业集中度较高。

- 生产线具有致敏性，因此对制造工艺、生产环境有较高的要求，需要专用车间生产，不能共线生产，导致对于工艺要求和固定资产投资要求比较高；
- 原料药工艺复杂，反应步骤多，技术壁垒高，需要十几步甚至几十步反应合成，因此技术壁垒较高，也导致甾体类原料药单位价值较高；
- 参与者通常需要全品类布局，全球甾体激素有 400 多种，单制剂品种对于原料药的需求有限，因此若要形成规模，一般企业都会进行全品类布局；
- 甾体药物制剂研发及仿制难度大，甾体药物制剂存在多种特殊剂型，比如气雾剂、鼻喷雾剂、吸入粉雾剂等，研发及仿制难度大；
- 行业内生产企业集中，全球范围内的甾体药物生产厂家主要为少数大型跨国制药公司，例如辉瑞、拜耳、默沙东、赛诺菲-安万特、葛兰素史克等。随着溢多利先后收购河南利华制药和湖南新合新，国内甾体行业集中度进一步提升。目前，国内甾体激素类原料药生产厂家主要有仙琚制药、天药股份、溢多利等，竞争格局良好。

1.3 专科药市场有望持续扩大，国产进口替代潜力大

近年来，随着国内处方药市场销售模式转变、医保结构性优化等因素推动，专科药市场迎来春天。甾体药物有望乘时代东风，展现市场潜力。

- 专科药市场占比有望扩大：专科药由于需要进行医生及患者教育，初期开拓市场需耗费较大精力。随着近年来国内处方药市场逐步转型“医学驱动，学术主导”为核心的产品推广模式，专科药的市场占比有望进一步扩大；
- 专科药易形成品牌，有进口替代潜力：专科药领域比较容易形成品牌，诞生大品种，也给国内企业带来较大的进口替代潜力；
- 专科药在医保占比有望扩大：近年来，随着国家医保不断进行结构性优化，辅助用药、抗生素等用药限制，专科药的优势逐渐体现，未来在医保中的占比有望持续扩大。

二、甾体领域龙头稳扎稳打，逐步寻求向中高端突破

仙琚制药前身为仙居制药厂，创建于 1972 年，于 2010 年在深交所挂牌上市，目前已成长为国内甾体药物龙头企业。公司于 2017 年收购了意大利 Newchem 公司和 Effechem 公司，对高端原料药进行布局与延伸，并计划进行制剂转报与出口，驱动公司长期业绩成长。2019 年公司完成城南厂区搬迁，新的杨府厂区目前已完成平台搭建，公司将努力往高品质、高价值、有品牌的方向发展，寻求产品由中端向中高端的突破。

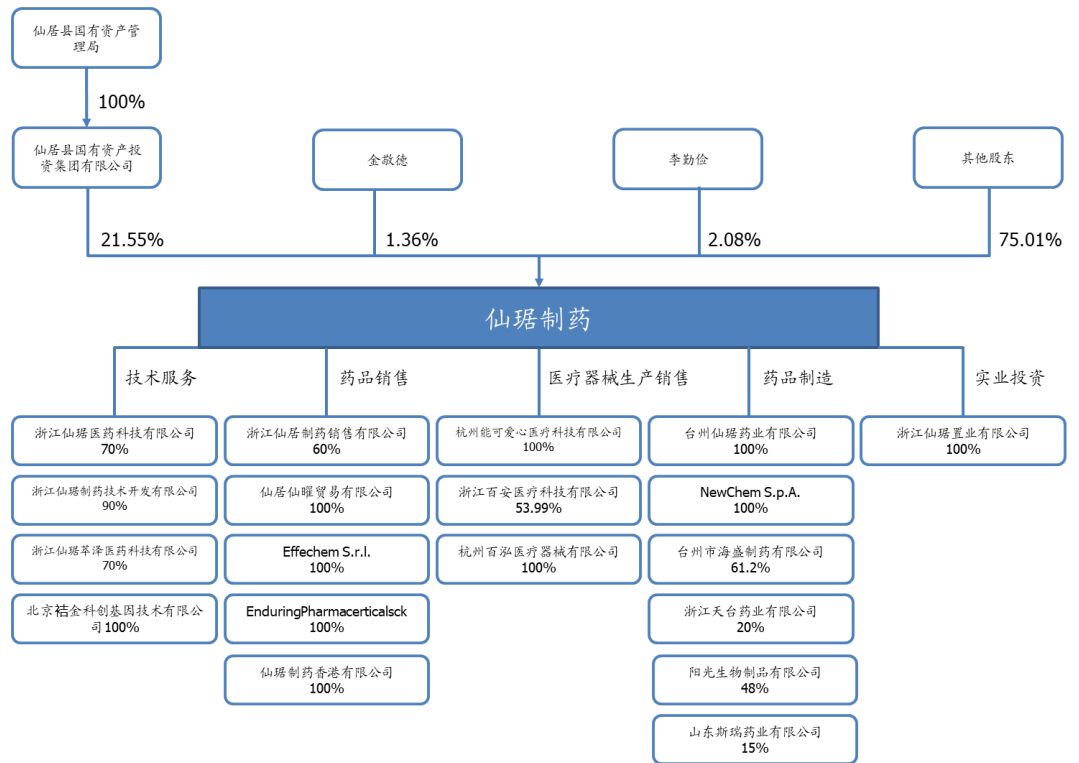
图表 4: 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

公司于 2001 年股份制改制成功，目前实际控制人为仙居县国有资产投资集团，持股 21.55%。公司目前有 20 家控股、参股子公司及联营公司，研发、生产、销售分工较明确。

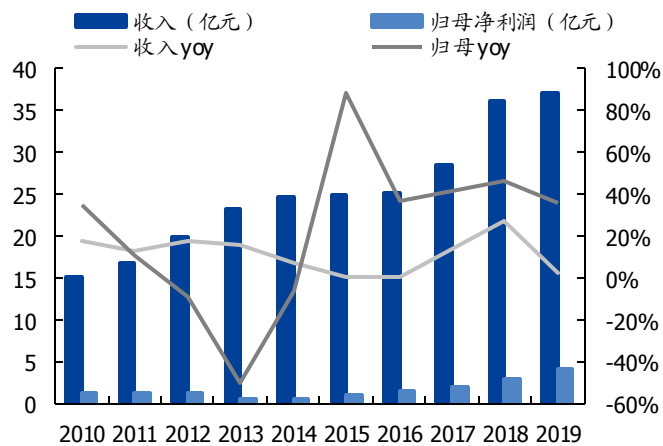
图表 5: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

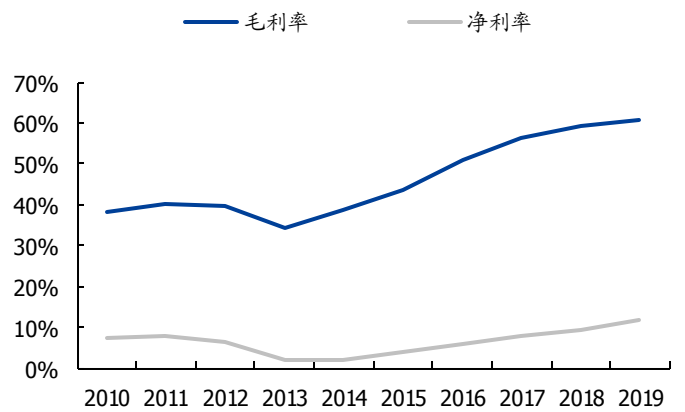
公司完成甾体生产工艺切换后, 业绩提速, 毛利率与净利率明显提升。公司在 2013 年由于传统工艺原材料皂素/双稀价格持续高涨, 导致业绩受到较大影响。目前, 公司已完成甾体生产工艺切换, 由原先的传统提取工艺转变为生物发酵工艺, 并在近年实现业绩提速。成本的降低也拉动了公司毛利率与净利率在近年明显提升, 毛利率从 2013 年的 34% 提升至 2019 年的 61%, 净利率从 2013 年的 2% 提升至 2019 年的 12%。

图表 6: 公司收入与利润情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

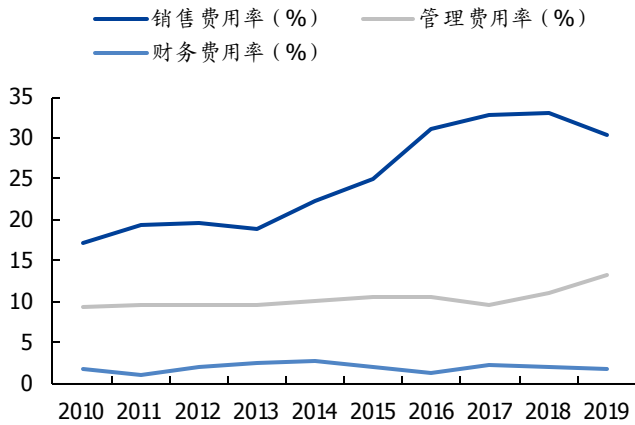
图表 7: 近年公司毛利率与净利率提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

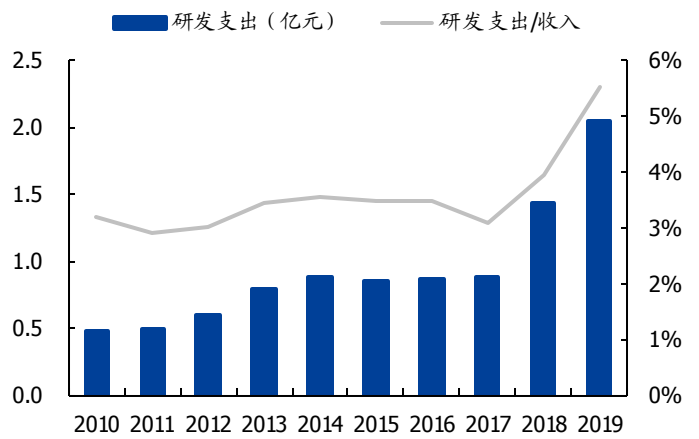
公司研发投入增加明显。自 2018 年起, 公司研发费用投入增加明显, 2019 年研发费用占比营收约 5.5%, 研发费用投入增加也体现了公司对于生产技术、研发水平以及可持续发展的重视。

图表 8: 公司三费情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司研发投入增加

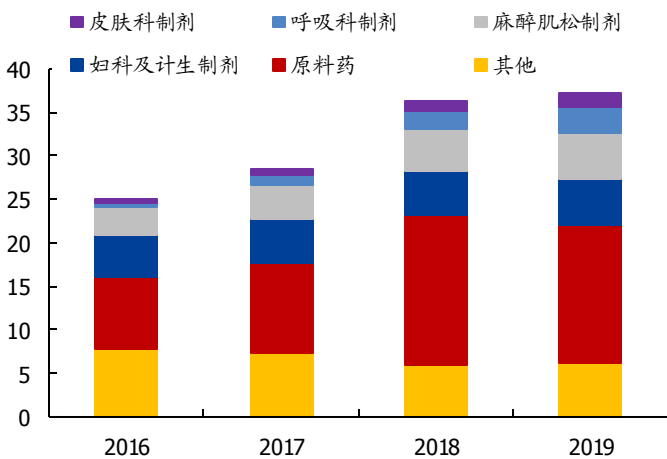


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、四大制剂业务齐发力，呼吸科板块高速增长潜力大

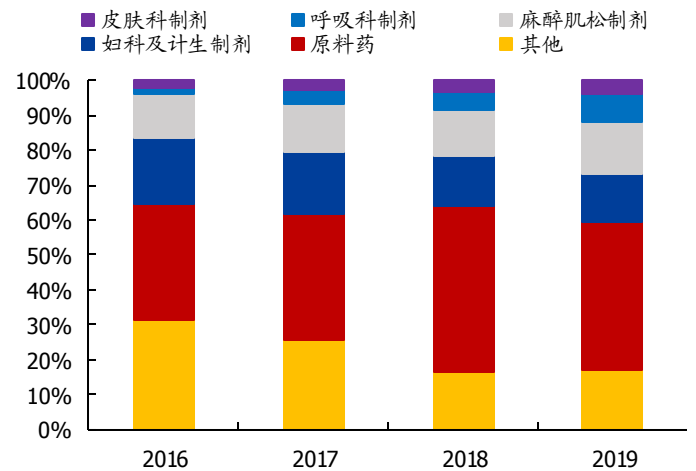
目前，公司制剂业务收入约占总收入的 **56%**，制剂一体化布局较早，目前已有多个品种上市，且占据甾体类制剂品种较大市场份额。公司的制剂业务主要分为四个部分：妇科及计生、麻醉肌松、呼吸科、皮肤科。其中，妇科及计生和麻醉肌松类制剂占比较大，各占比总收入的 **14%**，呼吸科占比 **8%**，皮肤科占比 **4%**。公司的呼吸科业务增长较快，有望持续放量，拉动制剂业务增长。

图表 10: 各业务收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 各业务占比总收入情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 仙琚制药主要制剂品种

分类	药品名称	规格	基药	医保	适应症	国产同品种数(同品规数)	2019 年公司 产品样本医院 销售额(万元)	竞争格局
妇科及计生	黄体酮胶囊	50mg	否	乙类	先兆流产和习惯性流产、经前期紧张综合症、无排卵型功血和无排卵型闭经、与雌激素联合使用治疗更年期综合症	1 (1)	7446.03 (+29%)	仙琚 (87.29%) Besins (9.82%) 爱生药业 (2.89%)
	黄体酮注射液	1ml:20mg	是	甲类		11 (11)	4651.19 (+62%)	仙琚 (83.78%) 明兴制药 (11.66%) 金耀药业 (4.44%) 科伦药业 (0.13%)
		1ml:10mg			11 (9)	科伦药业 (0.13%)		
	米非司酮片	0.2g	是	乙类	终止停经 49 天内的妊娠	6 (3)	533.83 (+43%)	华润紫竹 (35.25%) 仙琚 (25.61%)
		25mg				6 (6)		人福药业 (23.71%)
	10mg	6 (4)	新华联制药 (8.05%) 朗圣药业 (7.38%)					
麻醉肌松	罗库溴铵注射液	2.5ml:25mg	是	乙类	全身麻醉辅助用药	7 (5)	11944.58 (+42%)	仙琚 (63.37%) N.V. (30.15%) 华北制药 (4.79%) 福安庆余堂 (1.05%) 嘉博制药 (0.61%) 其他 (0.02%)
		5ml:50mg				7 (7)		恒瑞 (76.22%) 上药东英 (14.18%) 仙琚 (9.32%)
	注射用维库溴铵	4mg	是	甲类	全身麻醉辅助用药	18 (18)	528.74 (-23%)	仙琚 (93.92%) 天台山制药 (6.08%)
呼吸科	糠酸莫米松鼻喷雾剂	每瓶 60 揆, 50 μg/揆, 0.05%(g/g)	是	乙类	鼻炎	1 (1)	6396.84 (+98%)	先灵葆雅 (68.01%) 仙琚 (31.99%)
	塞托溴铵粉雾剂	18 μg	否	乙类	慢性阻塞性肺疾病	3 (3)	1030.32 (+8%)	正大天晴 (47.58%) BI (46.29%) 仙琚 (3.60%) 南昌弘益 (2.50%)
	环索奈德气雾剂	100 揆/瓶, 100 μg/揆	否	否	哮喘	2 (2)	41.91 (-7%)	威尔曼 (73.55%) 仙琚 (26.45%)
		100 揆/瓶, 200 μg/揆				2 (2)		
皮肤科	糠酸莫米松乳膏	5g:5mg	是	否	湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎、皮肤瘙痒症	8 (4)	1423.37 (+42%)	恒安芙林 (29.87%) 仙琚 (20.95%) Orion (17.15%) 先灵葆雅 (13.54%) 上海通用 (10.34%)
		10g:10mg				8 (4)		恒安芙林 (56.73%) 仙琚 (33.57%) 香港澳美 (8.76%) 万晟药业 (0.92%)
	丙酸氟替卡松乳膏	15g:7.5mg (0.05%)	否	乙类	各种皮质激素可缓解的炎症性和瘙痒性皮肤病	4 (4)	1488.79 (+46%)	

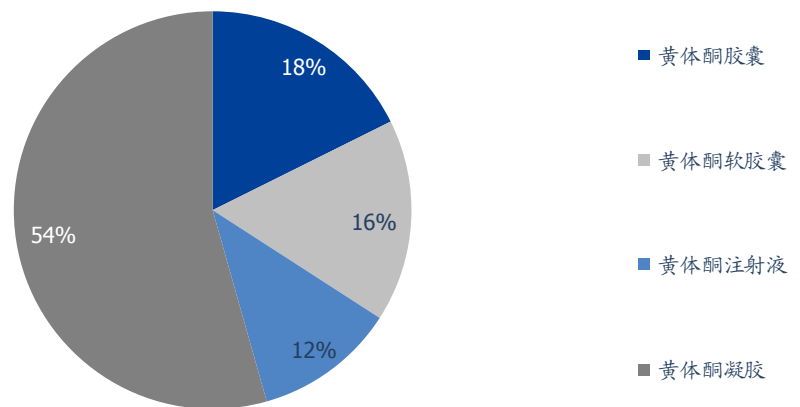
资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

3.1 黄体酮胶囊稳定放量，高端新剂型有望提供新的业绩增长动力

黄体酮胶囊和注射剂稳定放量，高端凝胶剂型有望提供新的业绩增长动力。另外，黄体酮还适用于辅助生殖领域，有望成为未来公司黄体酮产品的潜力市场，公司已经开始在该领域布局。

- ◇ 黄体酮是公司销售额最高的制剂品种。胶囊剂型在黄体酮整体销售额中占比约 18%，公司产品 2019 年同比增速 29%（样本医院数据），仍保持较快增长；注射剂型在黄体酮整体销售额中占比 12%，公司产品 2019 年同比增速高达 62%（样本医院数据），快速放量。目前，仙琚的胶囊剂型和注射剂型在样本医院占比均超过 80%，市场占有率较高。
- ◇ 黄体酮凝胶由原研独享市场，公司凝胶产品正在 BE 阶段，有望实现进口替代。根据 wind 医药库数据，目前黄体酮凝胶剂型销售额占比总销售额 54%，超过一半，已成为最主流剂型，仅有原研默沙东一家上市，仙琚制药正在进行临床研发，有望成为国内首仿。此外，黄体酮凝胶还适用于辅助生殖领域，有望成为未来公司黄体酮产品的潜力市场。

图表 13: 样本医院黄体酮不同剂型销售额占比



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

3.2 罗库溴铵目前国内麻醉肌松市场占比较小，未来具有较大潜力

肌松药，全称骨骼肌松弛药(skeletal muscular relaxants)，是能阻断神经冲动向骨骼肌传递导致肌肉松弛的一类药物，也称为 N2 胆碱受体阻滞药。作为全身麻醉的辅助用药，主要用于麻醉诱导时，为气管插管的顺利进行提供良好的肌松条件，以及全麻时减少肌张力。肌松药的合理应用，能有效减少全麻药用量，降低麻醉药的浓度，避免深度麻醉给患者带来的不良影响。根据作用方式不同，可以分为去极化肌松药和非去极化肌松药（短时效、中时效、长时效）。

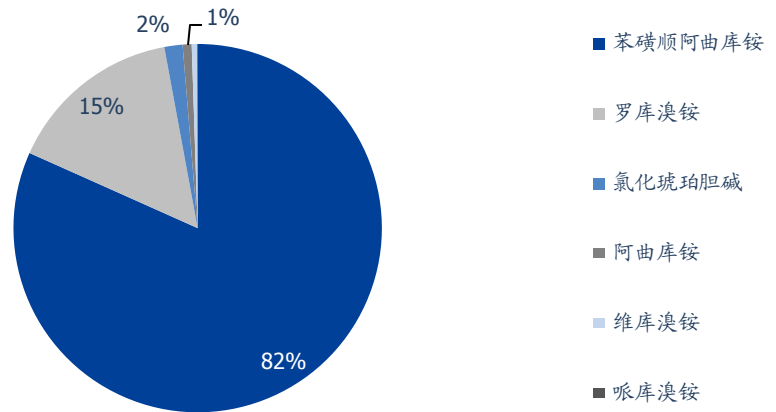
图表 14: 肌松药分类

类别	代表药物
去极化肌松药	琥珀胆碱（由于副作用较大，现很少使用）
短时效	米库氯铵、瑞库溴铵
非去极化肌松药	中时效
中时效	维库溴铵、罗库溴铵、（顺）阿曲库铵
长时效	哌库溴铵、泮库溴铵

资料来源: 药渡, 国盛证券研究所

国内市场以顺阿曲库铵为主，罗库溴铵潜力较大。目前，国内麻醉肌松类药物主要是苯磺顺阿曲库铵（非甾体类），占比 82%；其次是罗库溴铵（甾体类），占比 15%；其他品种占比均较小。苯磺顺阿曲库铵主要由恒瑞医药占据市场份额（76.22%），其次是上药东英（14.18%），仙琚制药占比较小（9.32%）。罗库溴铵主要由仙琚制药占据市场份额（63.37%），其次是进口产品（30.15%），其他厂家占比较小。两者在临床应用中互为补充，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铵规模远高于罗库溴铵，我们认为，将来在国内市场，两者的市场份额有望逐步接近，罗库溴铵有较大市场潜力。

图表 15: 样本医院麻醉肌松药物占比



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

3.3 呼吸科赛道空间大，格局好，公司有望逐步实现国产替代

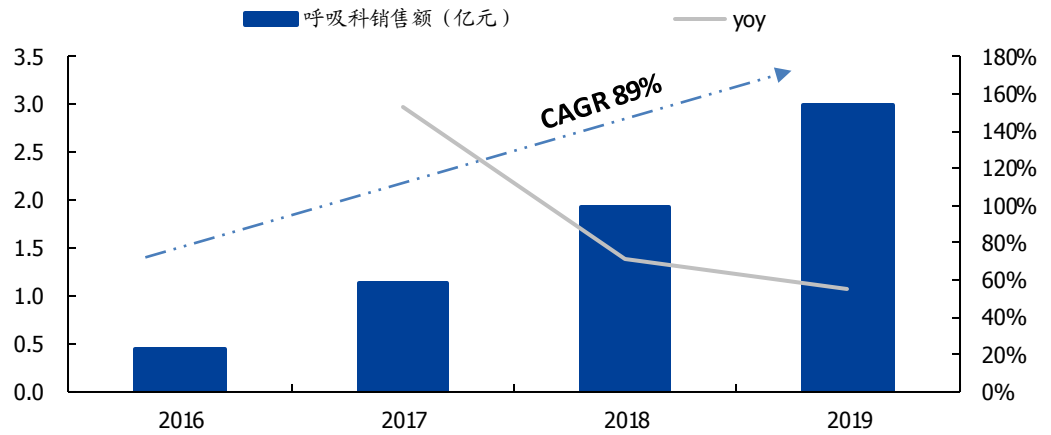
呼吸系统疾病患病率高，影响人数广。支气管哮喘(Bronchial asthma, 简称哮喘)和慢性阻塞性肺疾病(COPD)是临床上常见的两大呼吸系统慢性炎症性疾病，二者合计占呼吸科总销售额的近 60% (样本医院数据)。空气污染和老龄化加大罹患呼吸系统疾病的风险，也将驱动潜在市场持续扩容。

- **哮喘**影响约全球 3 亿人口, 40% 家族遗传史, 且发展中国家哮喘患病率的不断上升, 预计到 2025 年将增长至 4 亿。在中国约有 3 千万哮喘人群。
- **COPD** 是我国第三大死亡病因。2012 年有超过 300 万人死于 COPD, 占全球死亡的 6%。而在我国, 2013 年 COPD 总死亡人数约为 91 万人, 排单病种第三位, 占我国全部死因的 11%。COPD 多发于 40 岁以上人群, 年龄增大与 COPD 患病率增高相关。

呼吸科全球市场规模约 200 亿美金, 国内规模超 300 亿人民币, 大品种辈出。国内 2018 年呼吸系统用药规模超 300 亿元, 其中哮喘和 COPD 市场规模约 170 亿元, 2012-2018 年 CAGR 达 14%。全球市场整体约 200 亿美金, 但从 2012 年起整体市场已经开始呈现负增长, 我们认为结构性调整是一个主要原因, 呈现了产品迭代的趋势。呼吸科也是一个大品种辈出的领域, 全球前 500 畅销药中, 呼吸科制剂占 16 个。

公司呼吸科销售额快速增长。公司呼吸科板块 2016 年销售额仅 0.45 亿元, 2019 年已达 3.00 亿元, 同比增长 55%, 2016-2019 三年 CAGR 约 89%。预计未来随着呼吸科产品放量及新产品获批, 公司的呼吸科业务还会持续快速增长。

图表 16: 公司呼吸科销售额快速增长

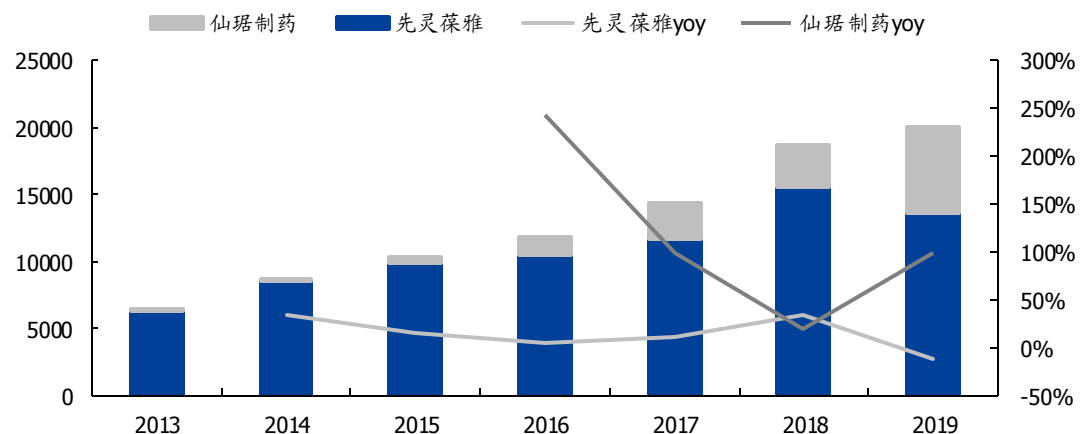


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

呼吸科制剂由于壁垒较高, 参与玩家较少, 整体竞争格局较好, 未来有望逐步实现进口替代。公司呼吸科主要产品为糠酸莫米松鼻喷雾剂以及噻托溴铵粉雾剂, 环索奈德气雾剂由于未纳入医保销售额较小。目前, 糠酸莫米松鼻喷雾剂由原研先灵葆雅(默沙东)占据大部分市场(68%), 国产仿制药仅有仙琚制药(32%), 竞争格局良好, 公司有望逐步实现进口替代。噻托溴铵粉雾剂由正大天晴(48%)和原研BI(46%)瓜分大部分市场, 公司仅占3.6%的市场份额, 未来有望逐步抢占原研市场份额。

公司是糠酸莫米松鼻喷雾剂唯一国产厂家, 有望逐步实现国产替代。糠酸莫米松鼻喷雾剂由先灵葆雅(已被默沙东收购)原研, 适用于预防和治疗季节性或常年性鼻炎, 且是无味剂型, 对鼻粘膜刺激更小, 喷雾剂便于携带, 病人依从性良好。根据样本医院数据, 目前糠酸莫米松鼻喷雾剂的国内市场仍然由先灵葆雅占据主要市场份额(68%), 但增速已经为负, 仙琚制药迅速崛起, 快速抢占市场份额, 2019年样本医院销售额已达6397万元, 同比增长98%, 占据32%市场份额, 国内替代进展迅速。我们认为, 未来国产替代的趋势将持续, 公司产品销售峰值有望达5亿元。

图表 17: 仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂国产替代进展快速(万元)

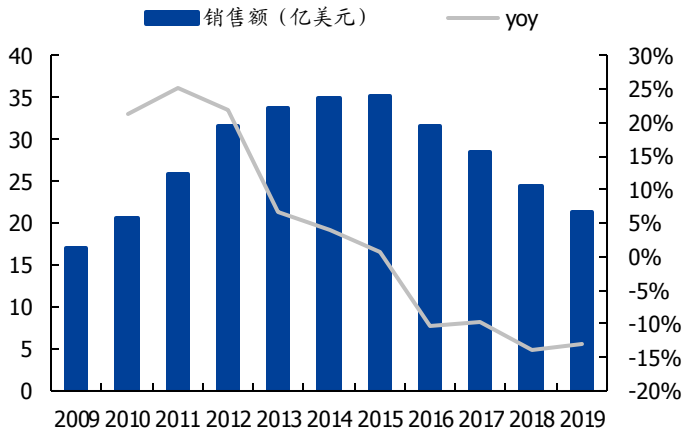


资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

噻托溴铵粉雾剂销售峰值35亿美元, 公司产品有望持续放量。噻托溴铵是一种支气管舒张剂, 由勃林格殷格翰(BI)原研, 适用于慢性阻塞性肺疾病(COPD, 包括慢性支气管炎和肺气肿)及其相关呼吸困难的维持治疗。噻托溴铵全球销售峰值高达35亿美元

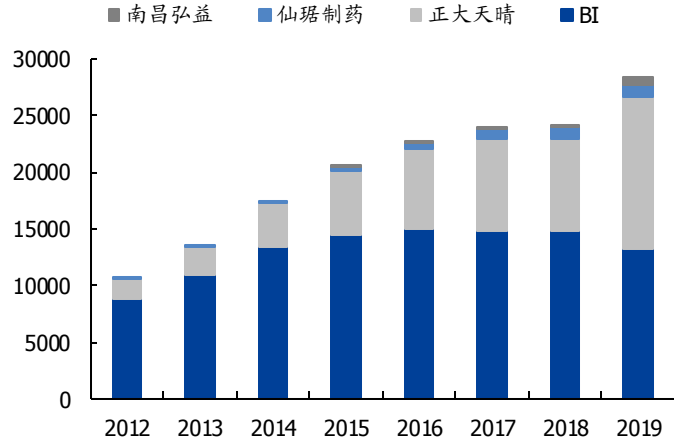
(彭博数据), 近年销售额有所下降, 2019年销售额约21亿美元(-13%)。国内主要由原研与正大天晴占据主要市场份额, 目前正大天晴市场份额已超过原研, 国产替代进展迅速, 仙琚制药约占3.6%市场份额, 南昌弘益约占2.5%。公司目前市占率较低, 随着未来国内呼吸科产品渗透率提升及国产替代持续推进, 公司产品有望持续放量。

图表 18: 噻托溴铵粉雾剂全球销售峰值约 35 亿美元



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

图表 19: 噻托溴铵粉雾剂国内市场主要由原研与正大天晴占据 (万元)



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

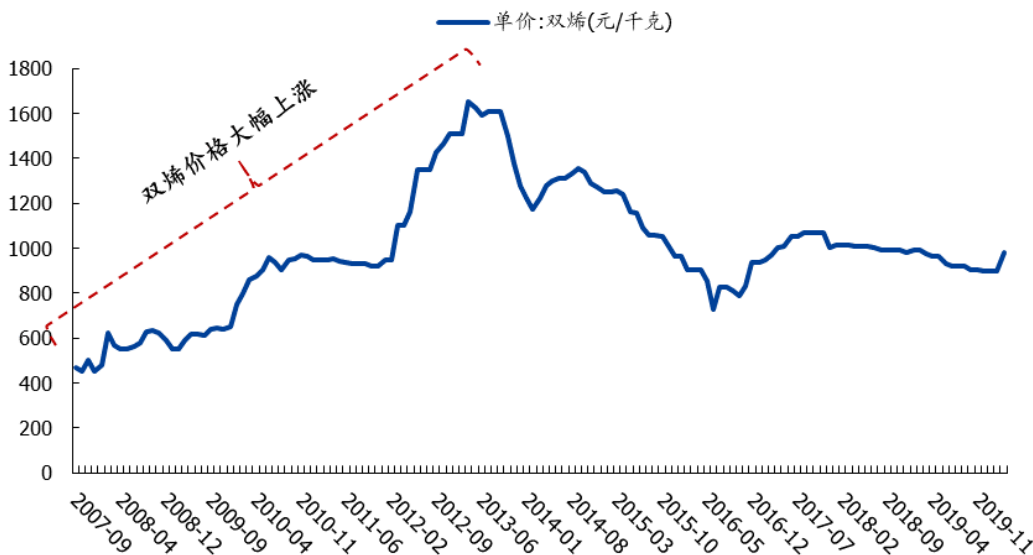
四、顺利完成甾体原料药生产工艺切换, 布局高端产能, 逐步拓展规范市场

甾体原料药行业由于壁垒较高等因素, 导致集中度较高, 全球产能出现向中国转移趋势。全球范围内的甾体药物生产厂家主要为少数大型跨国制药公司, 例如辉瑞、拜耳、默沙东、赛诺菲-安万特、葛兰素史克等。近年来, 由于我国原材料优势明显、生产工艺不断提升, 全球甾体药物的生产出现了产业转移的趋势, 中国已逐步成为世界甾体药物的生产中心。随着溢多利先后收购河南利华制药和湖南新合新, 国内甾体行业集中度进一步提升。目前, 国内甾体激素类原料药生产厂家主要有仙琚制药、天药股份、溢多利等, 竞争格局良好。

4.1 顺利完成工艺切换, 毛利率提升明显

传统工艺弊端较多, 双烯涨价推动公司进行工艺切换。早期, 甾体药物生产主要使用传统的双烯技术。通过从黄姜中提取薯蓣皂素, 由皂素合成双烯。但在 2007-2013 年期间, 双烯价格大幅上涨 (从 2007 年不到 500 元/千克涨到 2013 年超过 1600 元/千克, 涨价超过三倍), 导致甾体生产成本大幅上升, 也对仙琚制药的业绩产生了较大影响。双烯涨价也驱动公司进行甾体原料药合成技术切换, 从传统化学工艺切换为生物发酵技术工艺 (传统方法的资源浪费及环保问题也很严重)。

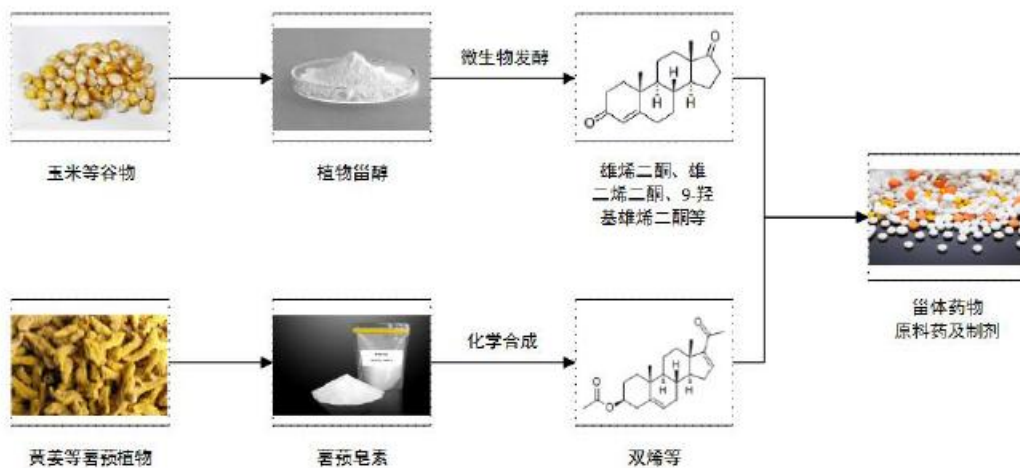
图表 20: 双烯价格走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司目前已经成功完成从传统化学工艺到生物发酵技术工艺的切换, 近年来毛利率提升明显。国外对采用生物发酵技术工艺制备雄烯二酮的研究始于 20 世纪中后期, 而国内直到 90 年代才开始对相关领域进行研究, 起步较晚。生物发酵技术工艺合成甾体药物的主要路线为“玉米等谷物-植物甾醇-雄烯二酮 (4-AD) /9-羟基雄烯二酮等”, 与传统工艺相比, 植物甾醇来源广泛, 生物发酵技术工艺路线具有成本更低、收率更高、更环保等优点, 公司已顺利完成工艺切换。

图表 21: 甾体合成路线

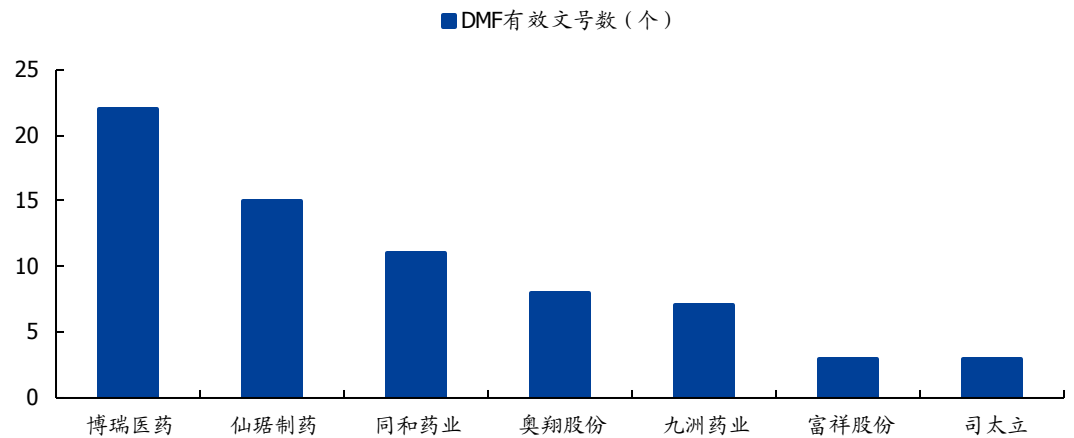


资料来源: 赛托生物招股书, 国盛证券研究所

4.2 API 厂区搬迁升级产能+收购意大利高端产能, 拓宽呼吸科管线, 逐步拓展规范市场

公司较早布局规范市场, 已有较多获欧美批准的品种。公司目前有 15 个原料药品种拥有有效的 DMF 文号, 25 个原料药品种获得欧盟有效批准, 在原料药企业中名列前茅, 极具规范市场发展优势, 为公司发展规范市场业务提供有力支撑。

图表 22: 仙琚制药获得 DMF 文号数较多 (截止 2020Q1)



资料来源: FDA, 国盛证券研究所

杨府新厂区平台搭建已完成, 努力向高端原料药发展, 逐步拓展规范市场业务, 公司毛利空间有望大幅提升。公司目前在国内拥有杨府原料药生产区、临海川南生产区、杨府制剂生产区三个核心制造平台。承接仙居城南厂区的杨府原料药新厂区已完成平台搭建, 并获得了日本工厂注册证, 已有多个品种通过 GMP 认证, 后续生产线将分批接受 GMP 认证。公司将以此次搬迁为契机, 建立以合规为基础的更规范的生产体系, 努力往高品质、高价值、有品牌的方向发展, 寻求产品由中端向中高端的突破, 逐步拓展规范市场业务, 预计未来会有更多收入占比来源于规范市场。由于规范市场毛利率较高, 因此公司毛利空间有望大幅提升。

图表 23: 仙琚制药获得 FDA 批准原料药一览

序号	DMF号	状态	提交日期	原料药
1	12050	A	1996/7/23	维库溴铵
2	18063	A	2005/2/8	无水泼尼松龙
3	19433	A	2006/5/10	醋酸甲羟孕酮
4	23934	A	2010/6/28	十一酸睾酮
5	23942	A	2010/6/29	半水雌二醇
6	24592	A	2011/1/31	醋酸甲地孕酮
7	25067	A	2011/6/18	甲基强的松龙
8	26765	A	2012/12/27	罗库溴铵
9	28254	A	2014/4/25	醋酸吡啶酮
10	29230	A	2015/3/31	雌酮
11	29813	A	2015/9/1	3BETA, 5-二羟基-6BETA, 7BETA:15BETA, 16BETA-二甲基-5BETA-雄甾烷-17-酮 (Q5)
12	30194	A	2015/12/24	强的松
13	30230	A	2016/1/21	氢化可的松
14	30741	A	2016/7/11	睾丸激素类兴奋剂
15	31873	A	2017/7/20	米非司酮
16	18380	I	2005/5/25	醋酸可的松
17	21944	I	2008/9/8	米非司酮
18	24176	I	2010/10/6	炔诺酮

19	24192	I	2010/10/6	雌二醇
20	25606	I	2011/12/13	丙酸睾酮
21	26434	I	2012/9/17	黄体酮
22	27011	I	2013/3/26	杜他菊酯
23	27431	I	2013/8/2	睾酮对映体
24	29812	I	2015/9/1	3 β -羟基雄激素-5-烯-17-酮 (DHEA)

资料来源: FDA, 国盛证券研究所

图表 24: 仙琚制药获得欧盟批准原料药一览

序号	成分编号	成分	证书号	提交日期	状态
1	1094	醋酸环丙孕酮	R1-CEP 2003-109-Rev 01	2011/9/26	有效
			R1-CEP 2007-317-Rev 03	2020/3/4	
2	2127	丙酸氯倍他索	R1-CEP 2008-245-Rev 00	2014/11/13	有效
3	234	炔诺酮	R1-CEP 2010-158-Rev 00	2016/8/26	有效
			R1-CEP 2010-369-Rev 00	2017/3/17	
4	429	黄体酮	R0-CEP 2015-280-Rev 00	2016/8/30	有效
			R1-CEP 2012-412-Rev 00	2019/8/6	
5	2765	依普利酮	R0-CEP 2015-328-Rev 00	2017/7/11	有效
			R0-CEP 2017-276-Rev 00	2019/5/14	
6	673	微粉化醋酸甲羟孕酮	R0-CEP 2015-001-Rev 00	2017/9/12	有效
7	1114	碘己醇	R1-CEP 2009-018-Rev 02	2018/2/8	有效
8	1702	萘普生钠	R1-CEP 2010-021-Rev 01	2018/2/22	有效
9	731	萘普生	R1-CEP 2006-270-Rev 02	2018/3/12	有效
10	1739	替勃龙	R1-CEP 2012-142-Rev 01	2018/4/11	有效
11	561	甲基强的松龙	R1-CEP 2011-027-Rev 00	2018/5/16	有效
12	140	炔雌醇	R1-CEP 2012-112-Rev 00	2018/6/29	有效
13	968	阿昔洛韦	R1-CEP 2001-283-Rev 04	2018/7/16	有效
14	2790	苯磺酸氯吡格雷	R0-CEP 2017-230-Rev 00	2018/7/27	有效
15	2404	核苷酮	R1-CEP 2012-143-Rev 00	2018/11/5	有效
16	1593	醋酸甲地孕酮	R1-CEP 2012-011-Rev 00	2018/11/9	有效
			R1-CEP 2012-010-Rev 01	2019/2/8	
17	335	氢化可的松	R0-CEP 2017-208-Rev 00	2019/4/8	有效
			R0-CEP 2018-239-Rev 00	2019/11/26	
18	354	强的松	R0-CEP 2018-027-Rev 00	2019/5/3	有效
19	1752	更昔洛韦	R1-CEP 2013-123-Rev 01	2019/6/20	有效
20	688	螺内酯	R1-CEP 2003-175-Rev 05	2019/6/28	有效
21	1115	碘酰胺醇	R1-CEP 2013-267-Rev 00	2019/9/26	有效
22	1764	溴化罗库溴铵	R1-CEP 2013-065-Rev 00	2019/11/12	有效
23	1768	盐酸伐昔洛韦 II 型	R1-CEP 2013-180-Rev 00	2020/1/9	有效
24	2531	硫酸氢氯吡格雷 I 型 (工艺 C)	R1-CEP 2014-240-Rev 00	2020/1/16	有效
25	353	泼尼松龙	R1-CEP 2004-062-Rev 03	2020/1/30	有效
26	388	地塞米松	R0-CEP 2013-355-Rev 02	2015/9/11	期满 (2020/2/23)

27 2531 硫酸氢氯吡格雷 I 型 R0-CEP 2013-015-Rev 00 2014/2/25 主动撤回 (2017/7/27)

资料来源: EDQM, 国盛证券研究所

收购意大利 **Newchem** 公司和 **Effechem** 公司, 向高端原料药生产发展, 进一步推动规范市场业务发展。2016 年 10 月, 公司签署协议收购意大利 Newchem 公司 (甾体和激素类药物的研发生产销售) 和 Effechem 公司 (医药行业的各类销售活动) 100% 的股权, 对高端原料药进行产业布局与延伸。此次收购有利于加快推进公司原料药业务国家化战略步伐, 推动公司原料药业务向规范市场发展, 提升出口业务规模。同时, 通过并购高端产能, 也有助于公司向高端原料药生产发展; 通过引进高端原料药品种, 实现国内制剂申报。此外, 经过几年的布局与发展, 未来公司制剂出口布局有望更加顺利。

Newchem 呼吸科原料药品种布局丰富, 有助于拓宽仙琚制药呼吸科管线。我们注意到 Newchem 有较多呼吸科原料药品种已获得 FDA 和欧盟批准, 不乏布地奈德、氟替卡松等大品种, 仙琚制药收购 Newchem 也在很大程度上拓宽了自身呼吸科原料药品种管线布局, 有利于呼吸科板块的快速发展。

图表 25: Newchem 获得 FDA 批准原料药一览

序号	DMF号	状态	提交日期	原料药
1	21993	A	2008/9/15	糠酸莫米松微粉
2	22236	A	2008/11/21	丙酸氟替卡松微粉
3	22575	A	2009/2/26	半琥珀酸甲基前异松酯
4	22802	A	2009/5/15	屈螺酮
5	24543	A	2011/1/7	曲安奈德微粉
6	25319	A	2011/8/22	布地奈德微粉
7	32234	A	2017/11/17	醋酸乌利普利酯
8	21822	I	2008/7/24	泼尼松龙磷酸钠
9	22226	I	2008/11/20	丙酸氟倍他索
10	22406	I	2009/1/5	17-戊酸倍他米松微粉
11	22749	I	2009/4/21	地奈德微粉
12	22750	I	2009/4/18	醋酸诺美特罗

资料来源: FDA, 国盛证券研究所

图表 26: Newchem 获得欧盟批准原料药一览

序号	成分编号	成分	证书号	提交日期	状态
1	533	曲安奈德微粉	R1-CEP 2005-251-Rev 02	2015/5/13	有效
2	1075	布地奈德	R0-CEP 2016-104-Rev 00 R1-CEP 2009-185-Rev 01	2016/8/25 2020/1/13	有效
3	1467	糠酸莫米松微粉	R0-CEP 2015-364-Rev 00	2017/3/16	有效
4	2732	地诺孕素微粉	R0-CEP 2016-155-Rev 00	2017/5/17	有效
5	1131	甲强龙琥珀酸氢	R1-CEP 2005-185-Rev 04	2018/3/20	有效
6	1750	丙酸氟替卡松	R1-CEP 2006-093-Rev 02	2018/5/30	有效
7	2404	核昔酮	R0-CEP 2015-247-Rev 01	2018/6/4	有效
8	1449	糠酸莫米松	R1-CEP 2007-225-Rev 02	2018/7/10	有效
9	2858	糠酸莫米松一水合物	R0-CEP 2019-103-Rev 00	2019/9/6	有效

10	1739	替勃龙	R1-CEP 2012-329-Rev 00	2019/9/16	有效
11	2127	丙酸氯倍他索微粉	R0-CEP 2017-294-Rev 00	2019/10/16	有效

资料来源: EDQM, 国盛证券研究所

五、盈利预测与估值

我们预计 2020-2022 年公司总营收有望达到 **41.38 亿元、47.10 亿元、54.34 亿元**，同比增长分别为 **11.6%、13.8%、15.4%**；归母净利润有望达到 **5.10 亿元、6.47 亿元、8.32 亿元**，同比增长分别为 **24.4%、26.8%、28.6%**。

◇ **制剂板块**：随着后续一致性评价逐步推进、仿制药带量采购常态化、公司原料药板块快速增长等推动，预计制剂板块将在未来三年实现较快增长；

◇ **原料药板块**：随着公司对甾体类原料药品种布局逐步完善，通过升级自身产能+收购高端产能，向中高端寻求突破，逐步拓展海外规范市场，行业竞争格局逐步改善，欧美产能转移等因素推动，预计原料药板块将在未来三年平稳增长。

图表 27: 公司收入拆分 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
制剂	16.32	17.80	18.65	20.94	24.37	29.08	35.23
yoy		9.10%	4.78%	12.28%	16.38%	19.31%	21.14%
成本	6.53	5.70	5.22	5.24	5.36	6.40	7.05
yoy		-12.72%	-8.32%	0.25%	-5.17%	19.31%	10.13%
毛利率	60%	68%	72%	75%	78%	78%	80%
净利润	1.08	1.22	1.34	2.39	3.00	4.08	5.61
yoy		13.13%	10.12%	78.23%	25.32%	36.18%	37.47%
净利率	6.60%	6.84%	7.19%	11.42%	12.29%	14.03%	15.92%
原料药	8.32	10.30	17.27	15.81	16.64	17.61	18.67
yoy		24%	68%	-8%	5%	6%	6%
成本	5.58	6.70	9.50	8.70	9.15	9.16	9.33
yoy		20.03%	41.87%	-8.45%	5.24%	0.09%	1.91%
毛利率	33%	35%	45%	45%	45%	48%	50%
净利润	0.30	0.69	1.94	1.62	2.00	2.27	2.58
yoy		128%	179%	-16%	23%	14%	14%
净利率	3.66%	6.74%	11.21%	10.24%	12.00%	12.89%	13.82%
其他	0.40	0.43	0.30	0.34	0.37	0.41	0.45
yoy		7%	-30%	12%	10%	10%	10%
成本	0.18	0.07	0.10	0.11	0.30	0.31	0.33
yoy		-61.34%	36.95%	12%	5%	5%	5%
毛利率	54%	84%	68%	68%	19%	23%	26%
净利润	0.08	0.16	-0.27	0.09	0.11	0.12	0.13
yoy		100%	-270%	-134%	23%	10%	10%
净利率	19.77%	36.70%	-89.18%	26.92%	30%	30%	30%

总收入	25.04	28.53	36.22	37.09	41.38	47.10	54.34
yoy	0.95%	13.93%	26.97%	2.40%	11.57%	13.82%	15.38%
总成本	12.29	12.46	14.82	14.63	14.81	15.87	16.71
yoy	-11.97%	1.42%	18.90%	-1.24%	1.21%	7.15%	5.28%
毛利率	50.93%	56.32%	59.09%	60.54%	64.20%	66.30%	69.25%
净利润	1.46	2.07	3.01	4.10	5.10	6.47	8.32
yoy	37.20%	41.35%	45.85%	36.17%	24.44%	26.81%	28.58%
净利率	5.85%	8.07%	9.54%	11.93%	12.33%	13.74%	15.31%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

综合可比公司估值情况，我们认为可以给予仙琚制药整体 30-32 倍估值。看 2021 年，公司净利润约 6.47 亿元，即对应市值约 200 亿。公司当前市值 139 亿，看 18 个月维度，公司还有 40% 以上市值上升空间。

图表 28: 可比公司情况

公司	市盈率 PE (TTM)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	毛利率 (%)	研发费用率 (%)	研发费用 (亿元)
富祥股份	25	2.03	11.44	1.61	43.11	4.39	0.59
司太立	84	0.77	15.07	7.06	42.72	5.94	0.78
天药股份	33	23.68	11.46	1.12	47.88	4.44	1.29
华海药业	54	17.83	25.30	3.35	60.54	8.67	4.67
美诺华	45	1.81	18.29	1.66	38.35	4.49	0.53
平均	48	9.22	16.31	2.96	46.52	5.59	1.57
仙琚制药	33	30.40	13.17	1.74	60.54	5.51	2.05

资料来源：wind，国盛证券研究所

结论：公司是甾体领域龙头。制剂一体化布局较早，四大制剂业务齐发力，呼吸科高速增长；公司通过升级自身产能+收购高端产能，向中高端寻求突破，逐步拓展海外规范市场；公司目前估值性价比较高。我们预计 2020-2022 年公司总营收有望达到 41.38 亿元、47.10 亿元、54.34 亿元，同比增长分别为 11.6%、13.8%、15.4%；归母净利润有望达到 5.10 亿元、6.47 亿元、8.32 亿元，同比增长分别为 24.4%、26.8%、28.6%；EPS 分别为 0.56 元、0.71 元、0.91 元，对应 PE 分别为 27X、22X、17X，估值性价比较高。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1. 原料药价格波动风险。**由于公司目前原料药营收与业绩贡献占有较大部分，因此原料药价格波动可能对公司整体营收和业绩造成影响。
- 2. 制剂销售不及预期风险。**公司目前制剂业务只要有四大板块，制剂销售情况对于公司营收与业绩影响较大。
- 3. 研发进度不及预期风险。**公司甾体原料药品种覆盖还有较大空间，制剂一致性评价等也需要不断推进，若研发进展不及预期，可能对公司后续业绩产生影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com