

仙琚制药 (002332.SZ)

化学制药行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 12.50元

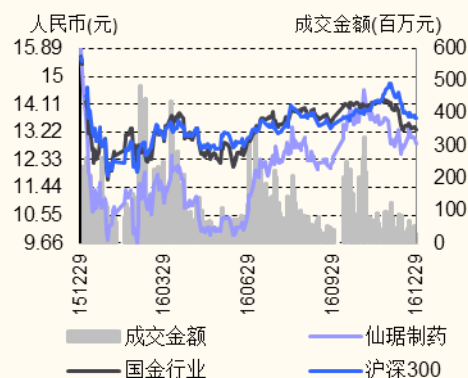
乘全球甾体激素转移之风，甾体药物龙头触底反转

长期竞争力评级：高于行业均值

公司基本情况(人民币)

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	468.11
总市值(百万元)	7,635.10
年内股价最高最低(元)	14.57/9.66
沪深300指数	3365.68
深证成指	10055.57



项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.111	0.174	0.221	0.313	0.460
每股净资产(元)	2.37	3.50	3.62	3.84	4.20
每股经营性现金流(元)	0.28	0.33	0.53	0.39	0.53
市盈率(倍)	98.45	86.85	58.00	40.97	27.87
行业优化市盈率(倍)	38.66	67.07	61.41	61.41	61.41
净利润增长率(%)	-6.43%	87.93%	26.70%	41.59%	46.98%
净资产收益率(%)	4.67%	4.98%	6.10%	8.15%	10.96%
总股本(百万股)	512.10	610.81	610.81	610.81	610.81

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **原料药+制剂一体化甾体激素龙头公司**：甾体激素制剂产品线齐全，在性激素、肌松药、呼吸科等领域处于领先的地位，核心品种属于治疗一线用药，产品空间大，竞争格局好，受益于新一轮招标；公司扩张销售队伍，加强学术推广，制剂业务继续保持高速增长。
- **甾体激素原料药**：甾体激素合成链长，产物多，天然具有高壁垒，全球处于转移阶段；目前国内新技术扩散进入尾声，原料药价格经过一轮下跌之后进入底部区域；仙琚制药采取新工艺，以保证市场为核心，丰富高端原料药品类，进入国际规范市场，有望获取国际 CMO 订单，成为全球重要的甾体激素 API 供应商。整体原料药业务进入底部区域，未来盈利有望改善。
- **OTC**：去库存，销售队伍扩张，优化考核方式，通过代理等模式丰富产品品类，加强品牌建设，预计恢复正常增长。
- **管理层激励到到位**：公司高管持股比例高，新一轮非公开发行核心人员参与，激励到位，利益与公司一致。

投资建议

- 我们认为公司在甾体激素领域有巨大的领先优势，制剂业务维持高速增长，原料药业务进入底部，OTC 业务恢复增长，公司业绩出现拐点，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.22/0.31/0.46，对应目前 PE 分别为 58/41/28 倍，考虑到公司在甾体激素领域的强势布局，给予买入评级。

风险

- 医保控费、二次议价、招标降价、原料药价格下跌。

王建礼 联系人
wjianli@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

乘全球甾体激素转移之风，甾体药物龙头触底反转。	5
仙琚制药：原料药+制剂一体化的甾体激素龙头公司。	5
甾体激素制剂：治疗一线用药，市场空间大，竞争格局好。	5
黄体酮：公司单品收入最大的制剂品种，独家胶囊规格。	6
肌松药行业：产品升级，国产化程度高，市场空间大，竞争格局好。	8
罗库溴铵：肌松一线用药，竞争格局良好，进口替代空间大，招标受益。	10
顺阿曲库铵：肌松药最大单品，竞争格局好。	13
维库溴铵：老一代肌松药，逐渐被取代。	16
呼吸科	16
噻托溴铵：治疗金标准，竞争格局良好，进口替代空间巨大。	17
糠酸莫米松：一线用药，市场加速教育，原研有望获批共同做大市场。	19
甾体激素原料药：天然高壁垒，集中度提高趋势。	20
甾体激素原料药技术升级：双烯到雄烯二酮（4-AD）路线切换带来格局变 换。	21
新工艺技术扩散进入尾声。	22
仙琚制药策略：以保证市场为核心，逐步优化工艺，盈利有望改善。	23
仙琚制药原料药发展战略：稳定工艺，丰富品类，成为全球重要的 API 供 应商。	23
OTC：去库存+队伍扩张+品牌建设+品类丰富	24
队伍扩张+去库存	24
品牌建设+品类丰富	24
研发：合作研发+海外品种引进	24
合作研发	24
自主研发：聚焦甾体激素领域，丰富产品线。	24
管理层：管理层持股较多，员工激励到位。	25
国企改制成功，管理层持股较多。	25
员工持股计划：激励到位，员工与公司利益一致。	26
盈利预测和投资意见	27
风险提示	27

图表目录

图表 1: 仙琚制药收入及利润 (¥ 百万)	5
图表 2: 仙琚制药利润率及 ROE 变化	5
图表 3: 仙琚制药主要的甾体激素制剂类产品	6
图表 4: 仙琚制药黄体酮胶囊竞争格局	6
图表 5: 仙琚制药黄体酮胶囊销售	7
图表 6: 仙琚制药黄体酮胶囊国内竞争格局	7
图表 7: 仙琚制药黄体酮胶囊 (50mg/粒) 中标价	7
图表 8: 仙琚制药黄体酮胶囊 (50mg×20 粒) 中标价	8
图表 9: 常用肌松药临床效果对比	9
图表 10: 国内肌松药市场增长	9
图表 11: 国内肌松药市场竞争格局	9
图表 12: 主要肌松药全麻手术估算费用对比	10
图表 13: 主要肌松药市场份额	10
图表 14: 罗库溴铵国内药品批准文号	11
图表 15: 罗库溴铵国内销售情况	11
图表 16: 罗库溴铵国内竞争格局	11
图表 17: 罗库溴铵 5ml 规格中标价对比	11
图表 18: 仙琚制药 5ml 罗库溴铵中标价变化	12
图表 19: 仙琚制药罗库溴铵销售	12
图表 20: 仙琚制药罗库溴铵 (5ml:50mg) 中标情况	12
图表 21: 罗库溴铵国内仿制药注册审批状况	13
图表 22: 顺阿曲库铵国内药品批件及格局	13
图表 23: 顺阿曲库铵国内销售状况	14
图表 24: 顺阿曲库铵国内竞争格局	14
图表 25: 顺阿曲库铵国内最新中标情况	14
图表 26: 仙琚制药顺阿曲库铵 (5mg) 中标价	14
图表 27: 仙琚制药顺阿曲库铵国内销售额	14
图表 28: 仙琚制药顺阿曲库铵 (5mg) 国内中标价	15
图表 29: 顺阿曲库铵国内药品注册情况	15
图表 30: 维库溴铵国内销售状况	16
图表 31: 仙琚制药维库溴铵国内销售	16
图表 32: 国内 COPD 用药销售状况	17
图表 33: 噻托溴铵国内药品注册情况	17
图表 34: 噻托溴铵国内销售状况	18
图表 35: 噻托溴铵国内竞争格局	18
图表 36: 噻托溴铵最新中标价	18
图表 37: 仙琚制药噻托溴铵粉雾剂销售额	19

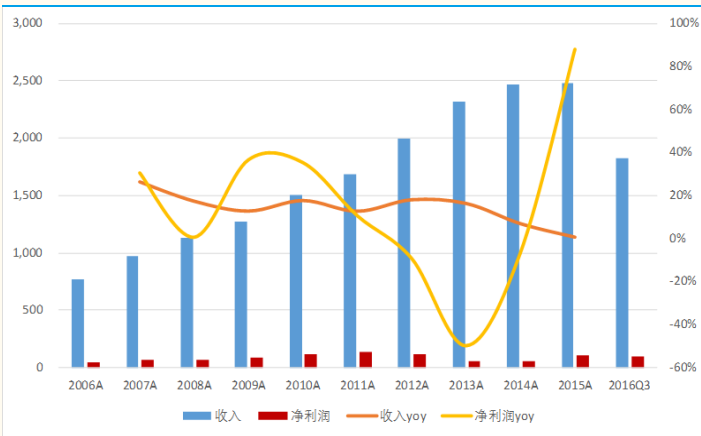
图表 38: 糠酸莫米松鼻喷雾剂国内药品注册情况.....	19
图表 39: 仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂 (50ug/掀*60 掀) 中标价	20
图表 40: 糠酸莫米松鼻喷雾剂国内研发注册	20
图表 41: 甾体激素原料药反应链	21
图表 42: 甾体激素传统工艺路线与生物技术路线对比	22
图表 43: 双烯与皂素价格变化.....	23
图表 44: 4-AD、9-羟基雄烯二酮价格变化	23
图表 45: 仙琚制药在研产品情况	25
图表 46: 仙琚制药股权结构.....	26
图表 47: 公司非公开发行情况.....	27

乘全球甾体激素转移之风，甾体药物龙头触底反转。

仙琚制药：原料药+制剂一体化的甾体激素龙头公司。

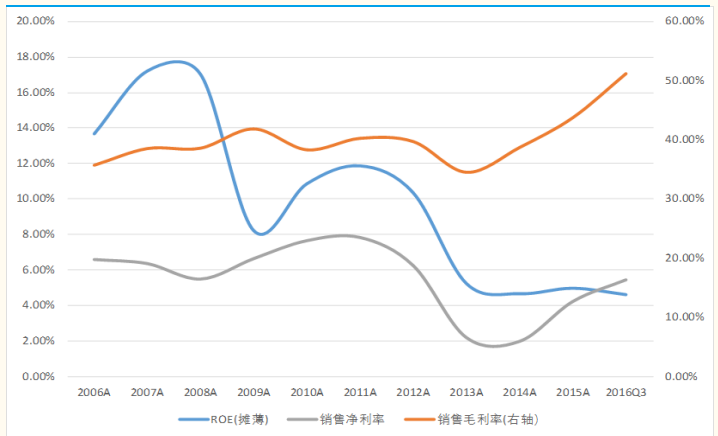
- 公司前身为仙居制药厂，创建于1972年，是国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物生产厂家，是国家计划生育药物定点生产厂家、国家火炬计划重点高新技术企业、全国守合同重信用企业等。公司是原料药和制剂的综合生产厂家，主营业务为甾体原料药和制剂的研制、生产与销售。公司产品主要分为皮质激素类药物、性激素类药物（妇科及计生用药）、麻醉与肌松类药物三大类。共有近200个品种，拥有300吨原料药、100亿片片剂、5亿粒胶囊、5亿支水针、2000万支冻干粉针剂、3500万支乳膏剂、6000万袋颗粒剂的生产能力。目前，公司全部产品均已通过国家GMP认证。维库溴铵、醋酸泼尼松、泼尼松龙、醋酸甲羟孕酮等13个产品获得美国FDA认证通过；醋酸环丙孕酮、泼尼松龙、炔诺酮等9个产品获得了欧盟CEP证书；泼尼松龙、二丙酸倍他米松、戊酸倍他米松通过了韩国KFDA认证；小容量注射剂生产线及综合固体制剂生产线（一）均通过哥伦比亚INVIMA认证。
- 公司2015年收入24.8亿，扣非净利润9333万元。毛利率43.7%，净利润率4.2%，ROE 4.98%。公司总资产35.2亿，资产负债率37.8%。过去几年由于原料药技术更新及下游价格波动，导致公司的净利率和毛利率出现大幅波动。从2015年开始，随着公司采用新技术工艺以及原料药价格边际变化的企稳，公司的利润率出现反转。

图表 1：仙琚制药收入及利润（¥百万）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：仙琚制药利润率及 ROE 变化



来源：公司公告、国金证券研究所

甾体激素制剂：治疗一线用药，市场空间大，竞争格局好。

- 甾体药物在化学药物体系中占有重要的地位，治疗效果明确，在呼吸、性激素、肌松领域有不可替代的效果。目前，全世界生产的甾体药物品种已达300多种，其中最主要的为甾体激素药物，仙琚是国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物生产厂家。从产品类别来看，公司的主要包括甾体激素原料药和甾体激素制剂两大类。
- 甾体激素制剂，从治疗领域来看，主要分为皮质激素类药物、性激素类药物（妇科及计生用药）、麻醉与肌松类药物三大类。

图表 3：仙琚制药主要的甾体激素制剂类产品

大类	通用名	适应症	医保	基药	国产同品种数 (同品规数)
性激素	黄体酮胶囊	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。	乙类	是	1(1)
	米非司酮	事后避孕	乙类	是	6(3)
呼吸科	噻托溴铵粉雾剂	预防和治疗成人、青少年和3至11岁儿童季节性或常年性鼻炎	否	否	3(1)
	糠酸莫米松鼻喷剂	预防和治疗成人、青少年和3至11岁儿童季节性或常年性鼻炎	否	否	1(1)
	环索奈德气雾剂	哮喘	否	否	2(1)
肌松药	罗库溴铵	肌松药	乙类	否	2(2)
	顺苯磺阿曲库铵	肌松药	乙类	否	
	维库溴铵	肌松药	甲类	是	20(20)
皮质激素	匹多莫德	免疫刺激剂，适用于细胞免疫功能低下患者：呼吸道反复感染（气管炎、支气管炎）；耳鼻喉科反复感染（鼻炎、鼻窦炎、耳炎、咽炎、扁桃体炎）；泌尿系统反复感染；妇科反复感染	7省医保	否	2(2)

来源：药智网、国金证券研究所

黄体酮：公司单品收入最大的制剂品种，独家胶囊规格。

- 黄体酮是由卵巢黄体分泌的一种天然孕激素，是维持女性妊娠所必需的。临床上主要用于先兆流产和习惯性流产、经前期紧张综合症、无排卵型宫血和无排卵型闭经、还可与雌激素联合使用治疗更年期综合症，临床应用空间大。
- 黄体酮主要分为注射剂型、栓剂型和胶囊剂型，黄体酮注射液属于国家医保甲类，12 版基药，但作为维持妇女妊娠的保胎药使用时，由于需要频繁注射，使用十分不便，黄体酮胶囊剂型使用方便，连续多年市场份额在 70%~80%。
- 黄体酮临床应用成熟，国内十几家企业拥有注射剂批文，但目前只有四家企业（其中一家为外企）拥有黄体酮胶囊剂型批文，属于国家医保乙类，仙琚制药的益玛欣规格独家（50mg），具备较强的竞争力
- 研发方面：仅有 LABORATORIOS EFFIK,S.A.申报软胶囊剂型，但是已经暂停，短时间内竞争格局稳定。

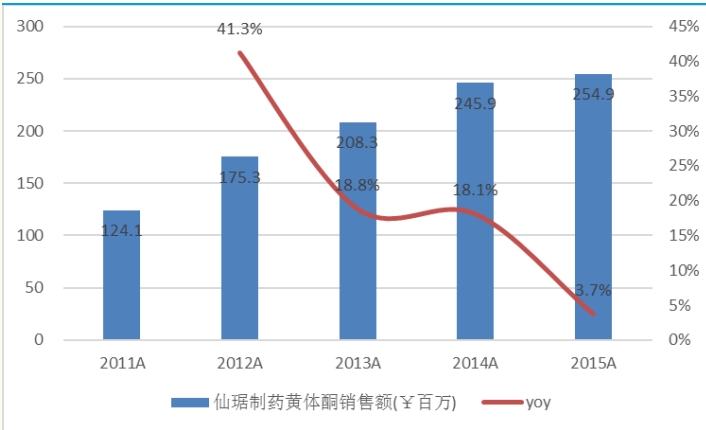
图表 4：仙琚制药黄体酮胶囊竞争格局

药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	同品种数（同品规数）	批准日期
黄体酮软胶囊	100mg	浙江爱生药业有限公司	国药准字H20031099	2(2)	2015/4/3
黄体酮软胶囊	0.1g	浙江医药股份有限公司新昌制药厂	国药准字H20040982	2(2)	2015/5/25
黄体酮胶囊	50mg	浙江仙琚制药股份有限公司	国药准字H20041902	1(1)	2015/5/15
黄体酮软胶囊	0.1g	Besins Manufacturing Belgium	H20130336		2013/10/16
黄体酮软胶囊	0.2g	Besins Manufacturing Belgium	H20130337		2013/5/6

来源：CFDA、国金证券研究所

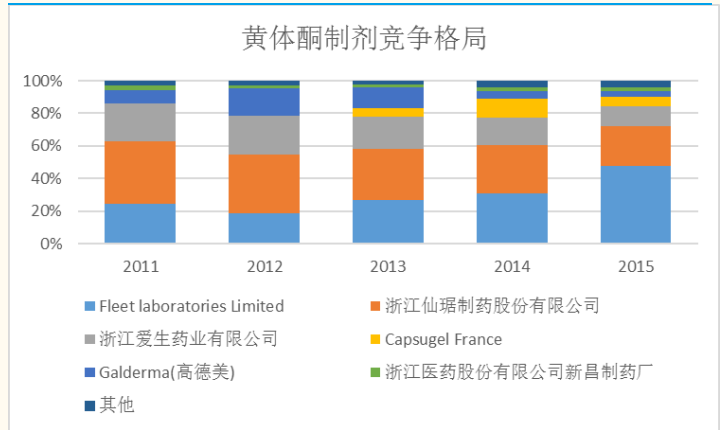
- 仙琚制药的黄体酮胶囊（益玛欣）属于国家医保乙类，12 版基药，一直是国内的第一品牌，09 年之后占据市场第一，15 年受渠道库存影响，公司终端销售在 2.5 亿左右，增速 3.7%，预计终端实际增速在 15%左右。
- 受益于二胎政策，保守假设每年新生儿人口维持在 1600 万人水平，假设其中有 20%孕妇服用黄体酮，按益玛欣（仙琚的黄体酮胶囊）日服用金额 8 元计算，每人服用时间按 6-8 天一疗程，共服用 3 个月的经典方案假设，则保胎药的市场空间在 10 亿元以上。

图表 5: 仙琚制药黄体酮胶囊销售



来源: 药智网、国金证券研究所

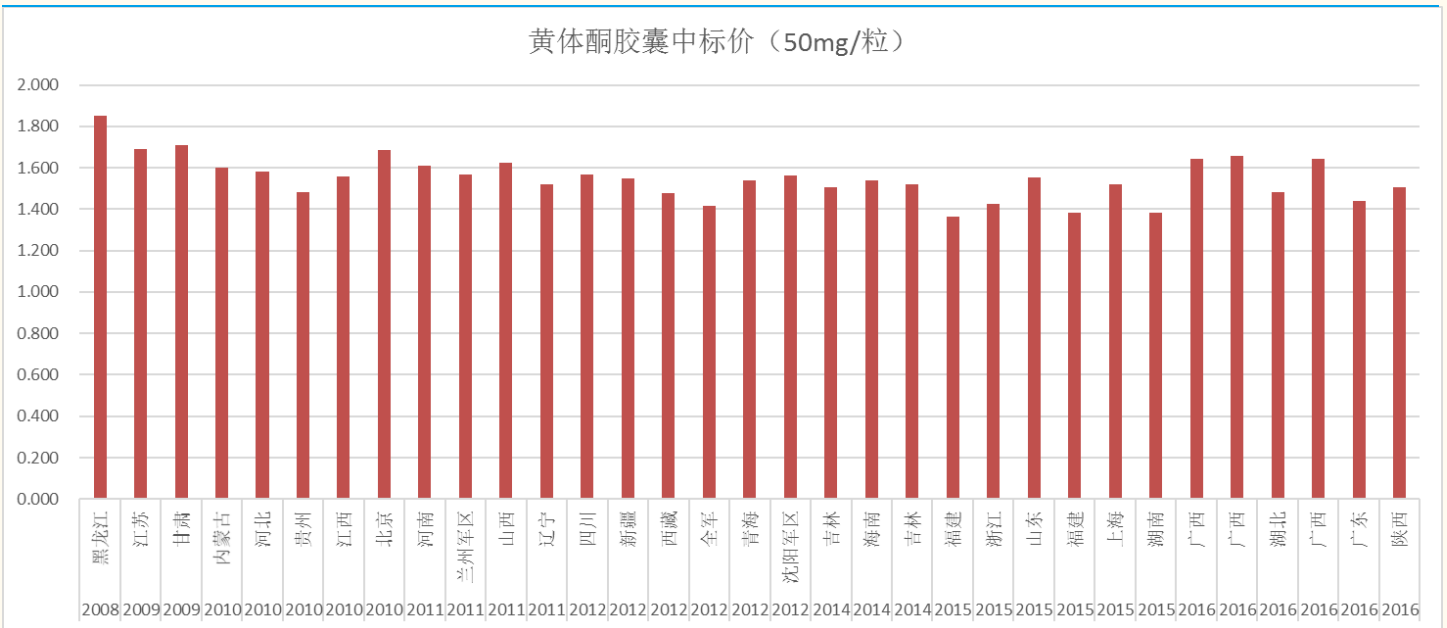
图表 6: 仙琚制药黄体酮胶囊国内竞争格局



来源: 药智网、国金证券研究所

- 仙琚制药黄体酮胶囊以前主要集中于调经、保胎适应症，未来计划拓展到生殖领域；从招标价格来看，受益于独家规格（50mg），益玛欣价格稳定，截止至 2016 年 12 月份最低中标价在 27.31 元附近，相对于上一轮标期的平均降价幅度在 10%左右，从中标区域来看，上一轮招标共有 24 个区域中标，本轮招标目前有 15 个区域中标；考虑到新区域中标、二胎政策及适应症拓展，预计维持稳健增长。

图表 7: 仙琚制药黄体酮胶囊（50mg/粒）中标价



来源: 药智网、国金证券研究所

图表 8：仙琚制药黄体酮胶囊（50mg×20 粒）中标价

黄体酮胶囊 (50mg×20粒)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	中标价变化	最新中标价相 对于最低中标 价溢价率
海南								30.83	30.82			新中标	12.83%
天津								30.49				新中标	11.63%
西藏								29.50				新中标	8.00%
重庆											31.18	新中标	14.15%
北京军区					30.49							尚未中标	11.63%
甘肃				34.20								尚未中标	25.21%
广西						33.70						尚未中标	23.38%
贵州				34.64		29.68						尚未中标	8.66%
河北					31.00	31.60						尚未中标	15.69%
河南				33.14								尚未中标	21.33%
黑龙江			37.00									尚未中标	35.46%
江苏					33.80							尚未中标	23.74%
江西					31.16							尚未中标	14.08%
辽宁					33.00	30.38						尚未中标	11.22%
内蒙古	39.84	35.00	38.00			32.03						尚未中标	17.26%
青海							30.80					尚未中标	12.76%
山西				32.48								尚未中标	18.91%
广东				28.52						28.76	28.76	0.84%	5.29%
福建							28.30			27.31		-2.89%	0.00%
陕西							31.00	31.00		31.30	30.10	-2.90%	10.20%
湖南					28.50				28.50	27.60		-3.16%	1.05%
湖北			29.68					29.59		29.59	27.65	-6.84%	1.23%
北京					33.70			31.31				-7.09%	14.63%
山东						31.30				31.08	28.69	-8.34%	5.04%
上海		36.26			33.39					30.40		-8.95%	11.30%
四川				34.78				31.30		29.76	28.92	-16.85%	5.88%
浙江					35.22					28.50		-19.08%	4.34%
吉林			38.50						30.73			-20.19%	12.49%
中标区域	1	2	4	6	9	6	3	7	3	9	6		

来源：药智网、国金证券研究所

肌松药行业：产品升级，国产化程度高，市场空间大，竞争格局好。

- 肌松药是骨骼肌松弛药的简称，临床上使用肌松药有两个目的：（1）全麻手术，肌松后便于插管；（2）肌肉松弛有助于实施手术；（3）降低麻醉剂的使用量，减少对病人的深度麻醉，因为深度麻醉往往会带来副作用
- 理想肌松药的特质：非去极化，起效快、血流动力学稳定、无组胺释放，无蓄积作用、作用可逆转等。罗库溴安是目前最理想的肌松药，但国内由于拮抗剂尚未上市、产品价格及销售推广等因素，以顺阿曲库铵为主。

图表 9：常用肌松药临床效果对比

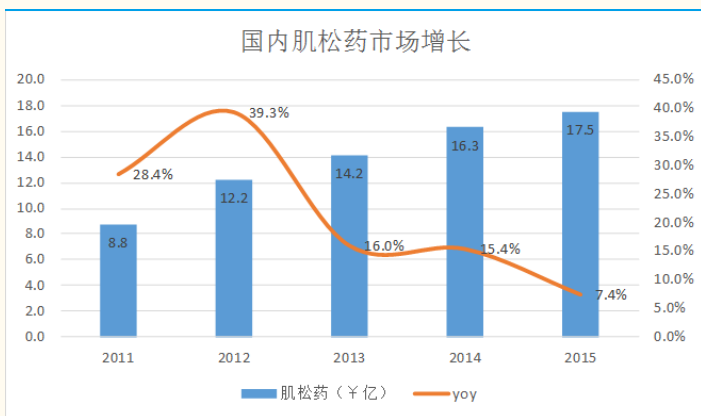
肌松药	气管插管剂量 (mg/kg)	起效时间(min)	临床作用时间 (min)	追加剂量 (mg/kg)	备注
琥珀胆碱	1.0~1.5	0.75~1.00	7~11	—	去极化，副作用太多，使用受限
米库氯铵	0.20~0.25	2~3	15~20	0.05	短时效，高剂量有组胺释放
阿曲库铵	0.5~0.6	2~3	30~45	0.1	有组胺释放的情形
顺阿曲库铵	0.15~0.20	1.5~3.0	45~68	0.02	阿曲库铵顺式结构纯化，肌松效果是阿曲库铵3倍，起效时间一般，中时效， 无组胺释放 ，非去极化；适用于肝肾功能障碍及心血管手术的患者，目前国内主流。
罗库溴铵	0.6~1.0	1.0~1.5	36~53	0.1	起效最快 ，中时效， 无组胺释放 ，非去极化； 有拮抗剂 Bridion，安全性和效果极好 ，目前最理想的肌松药
维库溴铵	0.1~0.2	1.5~3.0	41~44	0.02	起效时间一般，中时效，无组胺释放，非去极化，主要在肝消除；有一定积蓄作用，08年之前是主流，逐渐被替代。
泮库溴铵	0.08~0.12	2.9~4.0	86~100	0.02	长时效

注：表内数据是在静脉麻醉时的剂量和时间。因吸入麻醉药与肌松药的协同作用，吸入麻醉时其临床作用时间将延长。建议吸入麻醉时追加剂量减少40%，给予追加剂量的间隔时间延长

来源：临床路径、国金证券研究所

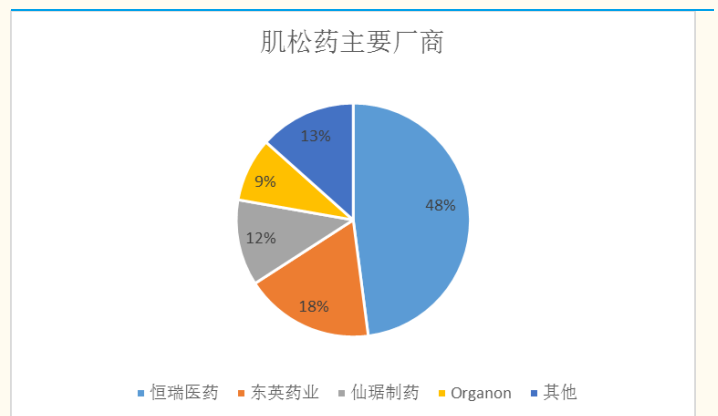
- 目前全麻手术量在 1200 万台/年，维持 15%左右的增长，预计 2020 年，全麻手术在 2500 万-3000 万台/年左右。过去 5 年肌松药市场由 8.8 亿增长到 17.5 亿，5 年 CAGR 15%。
- 肌松药市场国产化程度比较高，主要参与者包括恒瑞医药、东英药业、仙琚制药，其中恒瑞医药以阿库曲安、顺阿库曲安等核心品种占据 50%左右的市场份额。

图表 10：国内肌松药市场增长



来源：药智网、国金证券研究所

图表 11：国内肌松药市场竞争格局



来源：药智网、国金证券研究所

- 从临床使用情况来看，一台全麻手术，顺阿曲库铵的费用是罗库溴铵的 2-3 倍，受此影响，目前顺阿曲库铵占据超过 75%的市场份额，而罗库溴铵的市场份额仅在 15%左右

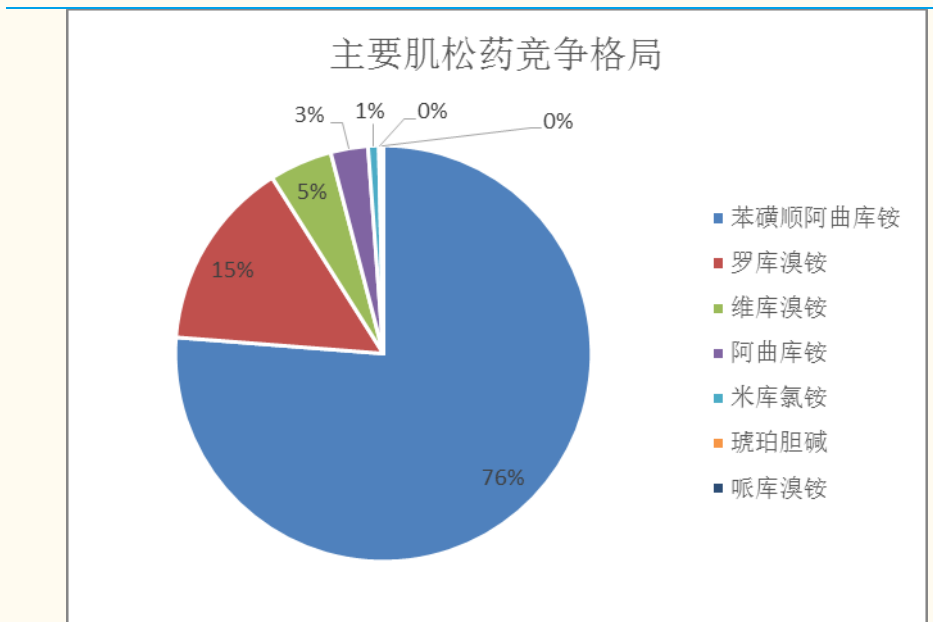
- 仙琚制药的肌松药主要有：罗库溴铵、维库溴铵、顺阿曲库铵；其中维库溴铵、罗库溴铵公司占据市场主导地位；公司早期推广以罗库溴铵为主，后来调整战略，在推广罗库溴铵的同时加大对顺阿曲库铵的推广，由此顺阿曲库铵迅速上量。

图表 12：主要肌松药全麻手术估算费用对比

肌松药	气管插管剂量(mg/kg)	起效时间(min)	临床作用时间(min)	追加剂量(mg/kg)	一次全麻手术用量(mg)(60kg, 120min)	使用量	招标价	一次全麻手术肌松药费用(元)
阿曲库铵	0.5~0.6	2~3	30~45	0.1	48~54	10mgx5~6支	85元/10mg	425~510
顺阿曲库铵	0.15~0.20	1.5~3.0	45~68	0.02	11~14	10mgx2支	116元/10mg	232
罗库溴铵	0.6~1.0	1.0~1.5	36~53	0.1	50~74	50mgx1~2支	65元/50mg	65~130
维库溴铵	0.1~0.2	1.5~3.0	41~44	0.02	8.4~14.4	4mgx2-4支	12.6元/4mg	25~50

来源：临床路径、国金证券研究所

图表 13：主要肌松药市场份额



来源：药智网、国金证券研究所

罗库溴铵：肌松一线用药，竞争格局良好，进口替代空间大，招标受益。

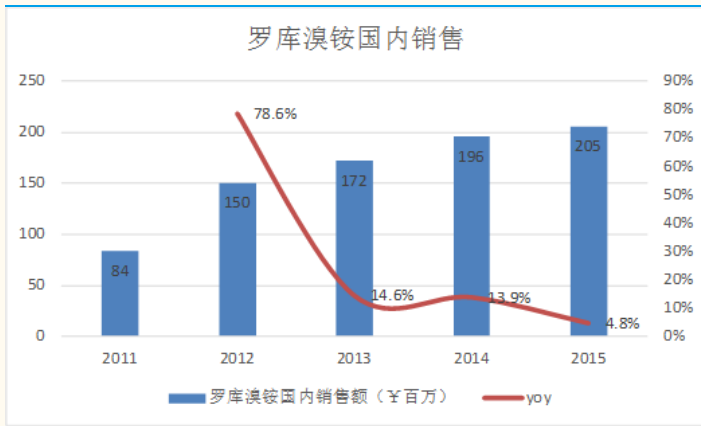
- 罗库溴铵医保乙类，非基药，销售额由 11 年的 8400 万增长到 15 年 2 亿，CAGR 20%。目前国内罗库溴铵药物批件主要有三家，其中华北制药 15 年底获批，尚未形成规模销售，市场主要由仙琚制药和 Organon 占据；从终端销售来看，仙琚制药的市占率在不断提高，随着新一轮招标落地，进口替代有望加速。

图表 14: 罗库溴铵国内药品批准文号

药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	同品种数 (同品规数)	批准日期
罗库溴铵注射液	2.5ml:25mg	N.V. Organon	H20130475	3(3)	2013/6/27
罗库溴铵注射液	5ml:50mg	浙江仙琚制药股份有限公司	国药准字H20093186	3(3)	2013/12/26
罗库溴铵注射液	2.5ml:25mg	浙江仙琚制药股份有限公司	国药准字H20123188	3(3)	2013/12/26
罗库溴铵注射液	5ml:50mg	N.V. Organon	H20140847	3(3)	2014/11/13
罗库溴铵注射液	5ml:50mg	华北制药股份有限公司	国药准字H20103235	3(3)	2015/12/3
罗库溴铵注射液	2.5ml:25mg	华北制药股份有限公司	国药准字H20103495	3(3)	2015/12/3

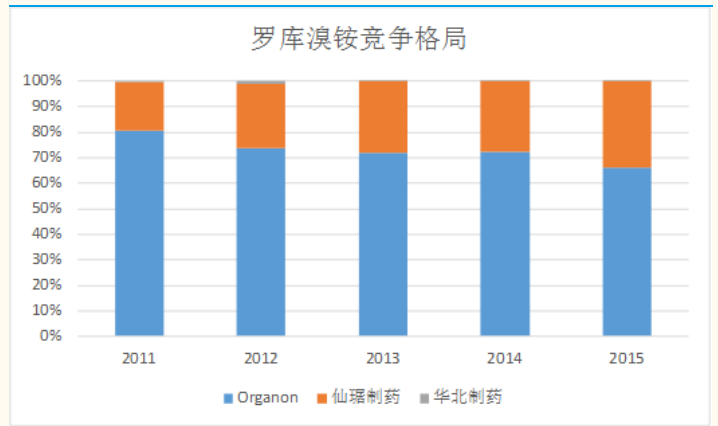
来源: 药智网、国金证券研究所

图表 15: 罗库溴铵国内销售情况



来源: 药智网、国金证券研究所

图表 16: 罗库溴铵国内竞争格局



来源: 药智网、国金证券研究所

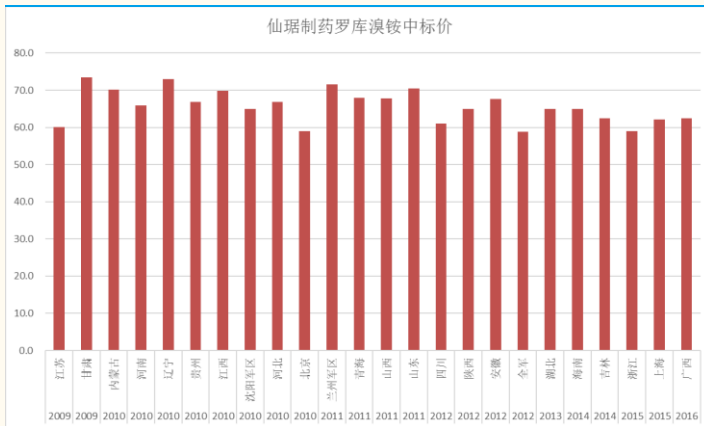
- **招标:** 由于竞争格局良好, 仙琚制药罗库溴铵主要规格 (5ml: 50mg) 中标价保持稳定, 维持在 65 元附近; 从中标区域来看, 上一轮的中标区域有 18 个, 本轮截止至 2016 年 12 月的中标区域在 13 个, 整体共有 25 个区域有中标价, 中标区域还有空间; 从中标价格来看, 本轮已招标省份的中标价平均降幅在 5-25% 之间, 新中标价格都接近最低中标价, 短期再降价空间不大, 而新一轮招标尚未招标的区域的价格相对于最低中标价的溢价率在 10-20% 左右。
- 同类相比, 仙琚制药价格是进口的 60%, 华北制药价格类似, 在医保控费情况下, 相对于进口产品竞争力提升。
- 仙琚制药罗库溴铵 15 年销售 1.7 亿, 同比增长 16%, 考虑到公司 15 年销售队伍的扩张, 预计继续保持超越行业的增速, 市占率进一步提高。

图表 17: 罗库溴铵 5ml 规格中标价对比

药品生产企业	地区数	5ml 平均中标价	最低中标价
默沙东	22	105.31	72.65
华北制药	11	70.02	61.63
仙琚制药	24	65.3	58.9

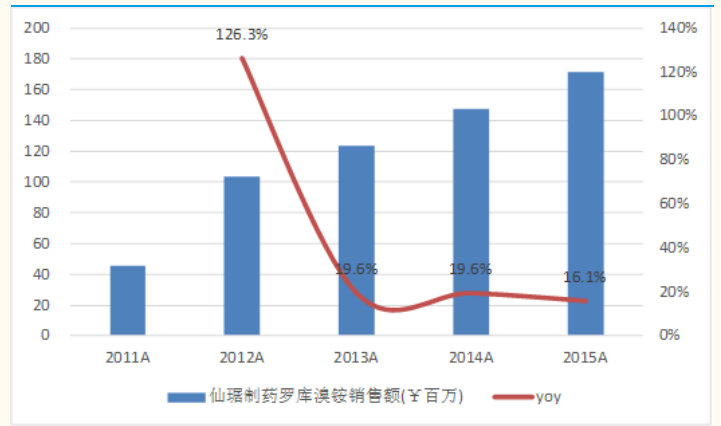
来源: 药智网、国金证券研究所

图表 18: 仙琚制药 5ml 罗库溴铵中标价变化



来源: 药智网、国金证券研究所

图表 19: 仙琚制药罗库溴铵销售



来源: 药智网、国金证券研究所

图表 20: 仙琚制药罗库溴铵 (5ml:50mg) 中标情况

罗库溴铵 (5ml:50mg)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	中标价变化	最新中标价相对于最低价的溢价率
海南					64.87	64.86			新中标	10.14%
湖北					64.87		64.87	58.90	新中标	0.02%
湖南						65.43	60.00		新中标	1.88%
吉林						62.82			新中标	6.67%
上海							62.20		新中标	5.62%
重庆								64.86	新中标	10.14%
安徽				67.57					继续执行老标	14.74%
甘肃	73.50								尚未招标	24.81%
贵州			66.86						尚未招标	13.53%
河北		66.80							尚未招标	13.43%
江苏		60.10							尚未招标	2.05%
江西		69.80							尚未招标	18.53%
辽宁		73.04							尚未招标	24.03%
青海				68.00					尚未招标	15.47%
山西			67.80						尚未招标	15.13%
陕西				64.88					尚未招标	10.17%
云南			69.30						尚未招标	17.68%
山东			64.87						5ml未中标, 2.5ml中标	10.15%
福建				58.90			58.89		-0.02%	0.00%
四川	60.97				60.97		60.26	59.55	-2.33%	1.12%
北京		60.69			59.00	58.90			-2.94%	0.02%
广西			66.84					62.48	-6.52%	6.10%
内蒙古			70.06					59.35	-15.29%	0.78%
广东	70.00						59.30	59.20	-15.43%	0.53%
浙江		79.00					59.00		-25.32%	0.19%
中标省份	3	6	6	3	4	4	7	6		

来源: 药智网、国金证券研究所

- 研发端来看：短时间没有竞品上市，现有格局保持稳定。

图表 21：罗库溴铵国内仿制药注册审批状况

受理号	药品名称	药品类型	企业名称	承办日期	审评状态	当前序列	序列号/排队号
CYHS1100639新	罗库溴铵注射液	化药	清远嘉博制药有限公司	2012/4/11	排队待审评	ANDA	471/264
CYHS1301421新	罗库溴铵注射液	化药	浙江华海药业股份有限公司	2014/1/7	排队待审评	ANDA	2910/2427
JXHS1400004新	罗库溴铵注射液	化药	费森尤斯卡比（中国）投资有限公司	2014/2/7	排队待审评	ANDA	3033/2529
JXHS1400005新	罗库溴铵注射液	化药	费森尤斯卡比（中国）投资有限公司	2014/2/7	排队待审评	ANDA	3034/2530
JXHS1400006新	罗库溴铵注射液	化药	费森尤斯卡比（中国）投资有限公司	2014/2/7	排队待审评	ANDA	3035/2531
CYHS1400024新	罗库溴铵注射液	化药	浙江华海药业股份有限公司	2014/5/7	排队待审评	ANDA	3354/2806
CYHS1100916新	罗库溴铵注射液	化药	峨眉山通惠制药有限公司	2011/10/26	排队待审评	ANDA	3529/2957
CYHS1100917新	罗库溴铵注射液	化药	峨眉山通惠制药有限公司	2011/10/26	排队待审评	ANDA	3530/2958
CYHS1302003新	罗库溴铵注射液	化药	海南中玉药业有限公司	2014/8/25	排队待审评	ANDA	3864/3236
CYHS1301744新	罗库溴铵注射液	化药	天津红日药业股份有限公司	2014/9/10	排队待审评	ANDA	3924/3293
CYHS1301745新	罗库溴铵注射液	化药	天津红日药业股份有限公司	2014/9/10	排队待审评	ANDA	3925/3294
CYHS1401184新	罗库溴铵注射液	化药	重庆药友制药有限责任公司	2014/10/31	排队待审评	ANDA	4134/3468
CYHS1401185新	罗库溴铵注射液	化药	重庆药友制药有限责任公司	2014/10/31	排队待审评	ANDA	4135/3469
CYHS1400657新	罗库溴铵注射液	化药	海南斯达制药有限公司	2014/11/27	排队待审评	ANDA	4222/3538
CYHS1500238新	罗库溴铵注射液	化药	福安药业集团庆余堂制药有限公司	2015/4/17	排队待审评	ANDA	4822/3987
CYHS1500239新	罗库溴铵注射液	化药	福安药业集团庆余堂制药有限公司	2015/4/17	排队待审评	ANDA	4823/3988

来源：CFDA、国金证券研究所

顺阿曲库铵：肌松药最大单品，竞争格局好。

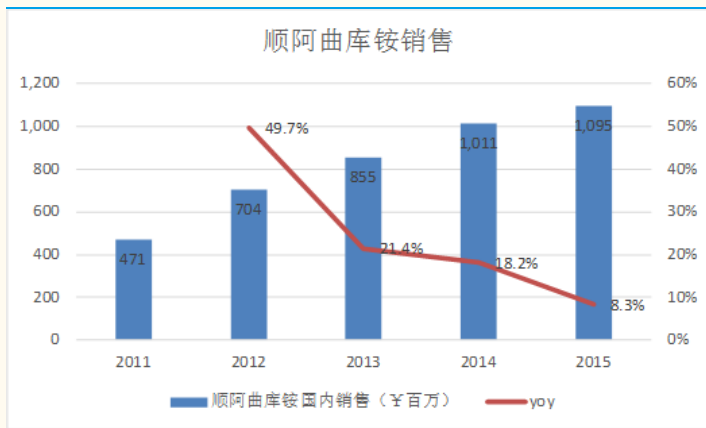
- 顺阿曲库铵属于国家医保乙类，非基药。目前国内主要有四家，其中东英药业被上海医药收购，市占率逐步下降，外资 GSK 目前基本已经退出市场，恒瑞医药凭借强大销售能力，目前占据 65% 的市场份额，竞争格局良好。
- 15 年顺阿曲库铵国内销售 11 亿左右，同比增长 8.3%，受控费等因素影响，增速下滑比较大。

图表 22：顺阿曲库铵国内药品批件及格局

药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	类别	同品种数(同品规格)	批准日期
注射用苯磺顺阿曲库铵	5mg(以顺阿曲库铵计)	上药东英(江苏)药业有限公司	国药准字H20060927	国产	4(2)	2011/5/30
注射用苯磺顺阿曲库铵	10mg(按C53H72N2O12计)	江苏恒瑞医药股份有限公司	国药准字H20060869	国产	4(3)	2011/6/2
注射用苯磺顺阿曲库铵	10mg(按C53H72N2O12计)	上药东英(江苏)药业有限公司	国药准字H20123332	国产	4(3)	2012/12/6
注射用苯磺顺阿曲库铵	20mg(按C53H72N2O12计)	上药东英(江苏)药业有限公司	国药准字H20133373	国产	4(2)	2013/12/25
注射用苯磺顺阿曲库铵	5mg(以顺阿曲库铵计)	浙江仙福制药股份有限公司	国药准字H20090202	国产	4(2)	2014/3/17
注射用苯磺顺阿曲库铵	10ml:20mg	THE WELLCOME FOUNDATION LIMITED	H20160280	进口	4(3)	2016/5/11
注射用苯磺顺阿曲库铵	5ml:10mg	THE WELLCOME FOUNDATION LIMITED	H20160279	进口	4(2)	2016/5/11

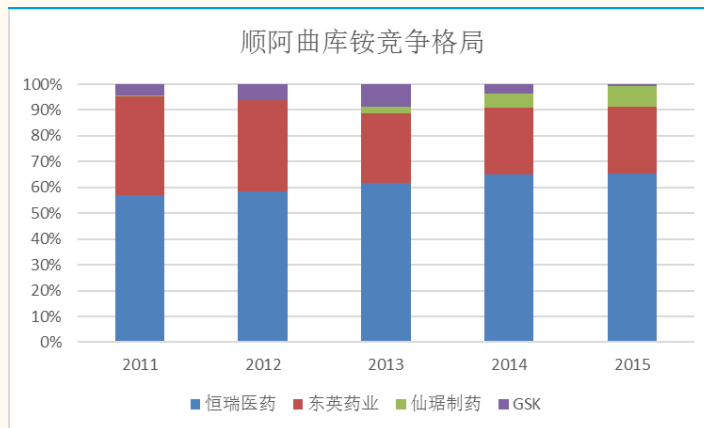
来源：药智网、国金证券研究所

图表 23: 顺阿曲库铵国内销售状况



来源: 药智网、国金证券研究所

图表 24: 顺阿曲库铵国内竞争格局



来源: 药智网、国金证券研究所

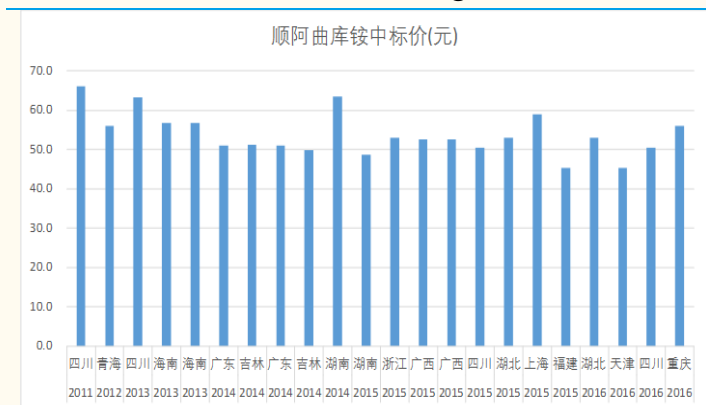
- 目前, 顺阿曲库铵注射液共有 10mg 和 5mg 两种规格, 而仙琚制药获批了 5mg 规格。从中标价来看, 仙琚中标价比较稳定, 一直维持在 50 元/支的水平。从中标区域来看, 上一轮的中标区域在 8 个左右, 而新一轮的中标区域达 14 个, 目前合计有 19 个省份有中标数据, 尚待招标省份较多。从中标价格来看, 新一轮中标价格相对于上一轮降价幅度在 20-30% 左右, 幅度较大; 新一轮的最低中标价为 2016 年天津市的 45.28 元, 最新中标价相对于最低中标价, 溢价率在 10-20% 左右, 价格联动之后仍有一定的降价压力。同类相比, 仙琚的价格比东英略低, 而且 10mg 规格相对于 5mg 规格, 价格接近 2 倍, 但是随着控费推进, 仙琚竞争优势提高。
- 仙琚逐步加强顺阿曲库铵的销售, 15 年终端销售 8800 万, 同比增长 59.5%。随着销售队伍的到位, 预计 16 年仍将保持高速增长, 未来有可能形成仙琚制药和恒瑞医药双寡头的局面。

图表 25: 顺阿曲库铵国内最新中标情况

药品通用名	剂型	规格	单位	中标价(元)	生产企业	中标省份	发布日期
注射用苯磺顺阿曲库铵	冻干粉针	10mg*10	瓶	101.94	上药东英(江苏)药业有限公司	重庆	2016-08-02
注射用苯磺顺阿曲库铵	冻干粉针	5mg*10	瓶	58.92	上药东英(江苏)药业有限公司	重庆	2016-08-02
注射用苯磺顺阿曲库铵	冻干粉针	5mg*10	瓶	56.04	浙江仙琚制药股份有限公司	重庆	2016-08-02
注射用苯磺顺阿曲库铵	冻干粉针	10mg*10	瓶	95.44	江苏恒瑞医药股份有限公司	重庆	2016-08-02

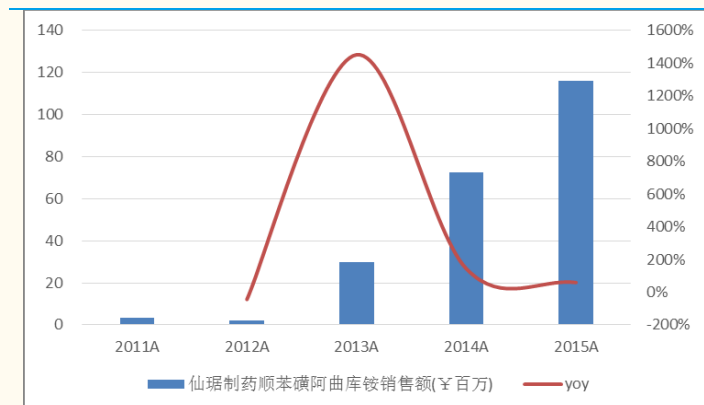
来源: 药智网、国金证券研究所

图表 26: 仙琚制药顺阿曲库铵 (5mg) 中标价



来源: 药智网、国金证券研究所

图表 27: 仙琚制药顺阿曲库铵国内销售额



来源: 药智网、国金证券研究所

图表 28：仙琚制药顺阿曲库铵（5mg）国内中标价

	顺阿曲库铵 (5mg)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	中标价变化	最新中标价 相对于最低 价的溢价率
福建							45.28		新中标	0.00%
广东						50.73			新中标	12.05%
海南					56.77				新中标	25.38%
湖北					53.12		53.12	48.26	新中标	6.58%
湖南						63.50	48.63		新中标	7.40%
吉林						50.62			新中标	11.79%
山东					47.11			47.55	新中标	5.01%
上海							58.91		新中标	30.10%
天津								45.28	新中标	0.00%
重庆								56.04	新中标	23.76%
河北	56.82								尚未中标	25.49%
青海				56.00					尚未中标	23.67%
山西			51.17						尚未中标	13.01%
云南			61.04						尚未中标	34.81%
广西			52.59				52.59	48.76	-7.28%	7.69%
四川			66.16		63.39		50.57	50.57	-23.56%	11.68%
内蒙古			67.02					47.54	-29.07%	4.98%
浙江	76.00						53.02		-30.24%	17.09%
安徽				49.94						
中标省份		2	5	1	4	3	7	7		

来源：药智网、国金证券研究所

- 研发方面，皇隆制药排队比较靠前，考虑到肌松药需要专业的学术队伍，同时错过新一轮招标，短时间内不会造成格局的变化。

图表 29：顺阿曲库铵国内药品注册情况

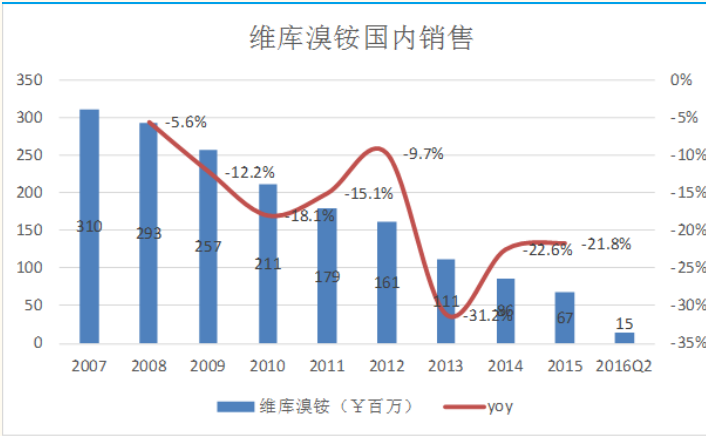
受理号	药品名称	药品类型	企业名称	承办日期	审评状态	当前序列	序列号/排队号
CYHS1100681新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	海南皇隆制药股份有限公司	2011/11/8	排队待审评	ANDA	241/53
CYHS1100682新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	海南皇隆制药股份有限公司	2011/11/8	排队待审评	ANDA	242/54
CYHS1100683新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	海南皇隆制药股份有限公司	2011/11/8	排队待审评	ANDA	243/55
CYHS1302121新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	海南合瑞制药股份有限公司	2014/5/4	排队待审评	ANDA	3336/2790
CYHS1301982新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	马鞍山丰原制药有限公司	2014/5/15	排队待审评	ANDA	3387/2837
CYHS1301983新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	马鞍山丰原制药有限公司	2014/5/15	排队待审评	ANDA	3388/2838
CYHS1301984新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	马鞍山丰原制药有限公司	2014/5/15	排队待审评	ANDA	3389/2839
CYHS1201594新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	辰欣药业股份有限公司	2014/6/6	排队待审评	ANDA	3477/2916
CYHS1400315新	苯磺顺阿曲库铵注射液	化药	江苏恒瑞医药股份有限公司	2014/6/16	排队待审评	ANDA	3513/2945
CYHS1400966新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	苏州二叶制药有限公司	2015/3/10	排队待审评	ANDA	4637/3846
CYHS1401812新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	海南中玉药业有限公司	2015/4/10	排队待审评	ANDA	4783/3956
CYHS1400905新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	山东罗欣药业集团股份有限公司	2015/7/7	排队待审评	ANDA	5190/4257
CYHS1400906新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	山东罗欣药业集团股份有限公司	2015/7/7	排队待审评	ANDA	5191/4258
CYHS1500415新	注射用苯磺顺阿曲库铵	化药	深圳万乐药业有限公司	2015/12/7	排队待审评	ANDA	5789/4672

来源：药智网、国金证券研究所

维库溴铵：老一代肌松药，逐渐被取代。

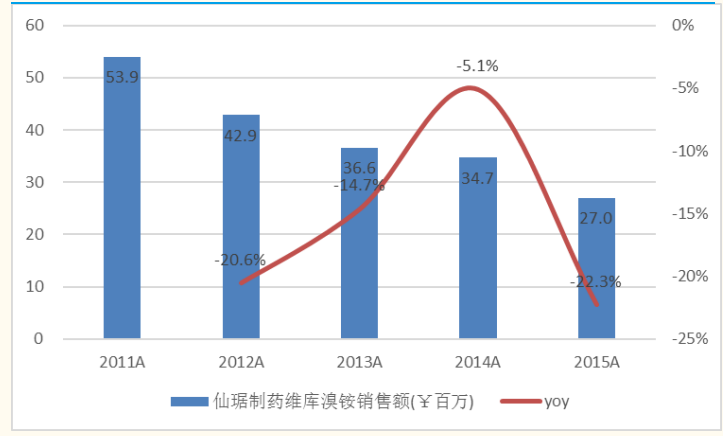
- 由于临床效果没有优势且定价较低，销售额逐渐降低，逐步被取代，预计未来维持千万级别。

图表 30：维库溴铵国内销售状况



来源：药智网、国金证券研究所

图表 31：仙琚制药维库溴铵国内销售



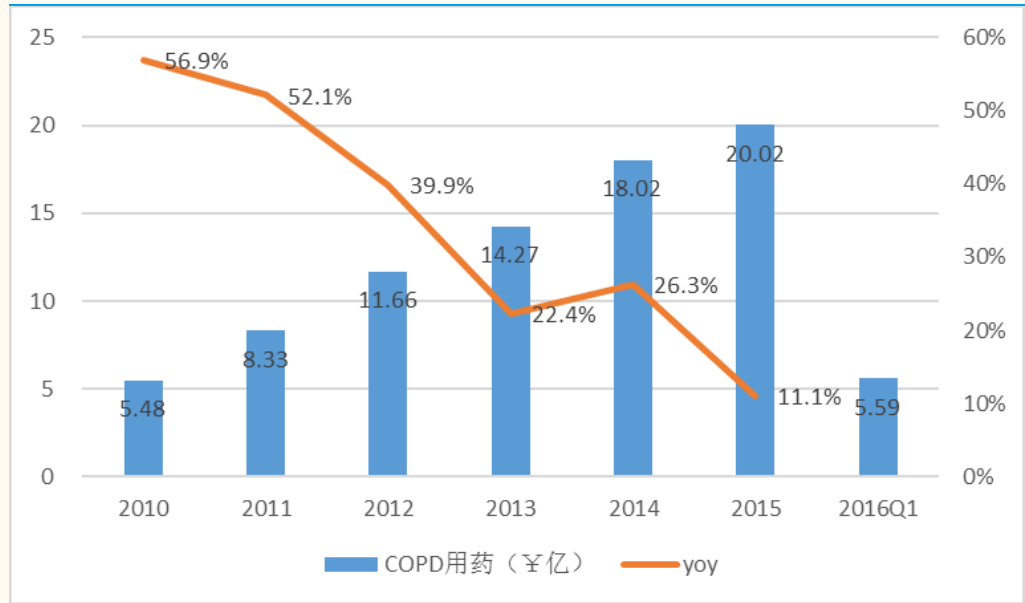
来源：药智网、国金证券研究所

呼吸科

- 全球范围看 COPD 造成的死亡率逐渐上升，已经是一种主要的致死疾病
 - WHO 估计全球共有 11 亿人吸烟，预计到 2025 年将升至 16 亿人，CAGR 为 3.82%，其中大部分增量来自中低收入的发展中国家。据世界卫生组织估计，全球 COPD 患者有 2.1 亿人（2007 年数据），COPD 在全球疾病死亡原因中，仅次于心脏病、脑血管病和急性肺部感染，与艾滋病一起并列第 4 位。而据世界银行发表的研究，至 2020 年 COPD 将成为世界疾病经济负担的第五位
- 由于环境等因素，国内 COPD 的防治形势非常严峻，成为大病种
 - 由于近年来城市空气质量逐渐变差，雾霾等重污染天气盛行，城市人群生活压力的变化也会带来免疫力的下降，对气候变化及刺激性气体的抵抗能力也会出现不同程度的弱化，呼吸系统方面的发病率（包括 COPD）会有逐渐扩大的趋势。
 - 在国内，由钟南山院士主持的一种流行病学调查结果显示，目前中国 COPD 总体患病率为 8.2%，其中男性患病率为 12.4%，女性患病率为 5.1%。COPD 患者在中国已经超过 4000 万人，其中每年有 128 万人死于该疾病。
- COPD 市场：迅速增长的蓝海市场
 - 据 Decision Resources 日前发布的一份报告显示，目前全球 COPD 药物市场规模在 110 亿美元左右，主要由勃林格殷格翰和辉瑞的长效毒蕈碱受体拮抗剂（LAMA）思力华（噻托溴铵）、葛兰素史克的长效β激动剂（LABA）/吸入性糖皮质激素（ICS）舒利迭（沙美特罗替卡松）统治，在 2012 年，这 2 大类药物销售额占到了 COPD 市场的 2/3；Decision Resources 同时预测到 2022 年 COPD 市场将增长到 140 亿美元。

- 随着国内发病率和治疗率的提高，根据终端数据估计，目前国内终端销售在 20 亿左右，过去 5 年 CAGR19%，由于是慢性病且随着发病率的提高，预计未来将保持快速增长

图表 32：国内 COPD 用药销售状况



来源：药智网、国金证券研究所

噻托溴铵：治疗金标准，竞争格局良好，进口替代空间巨大。

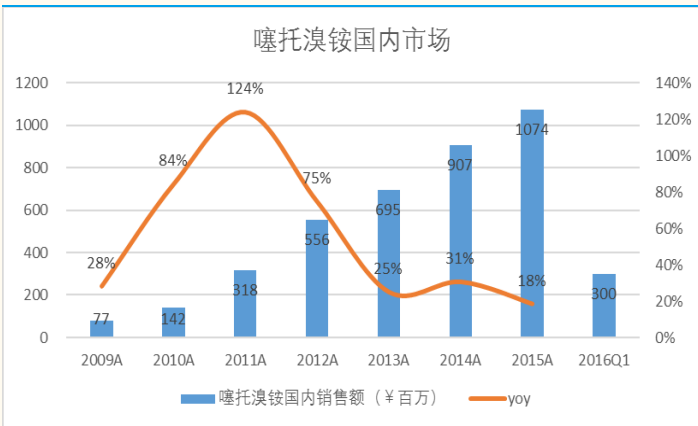
- 2002 年，勃林格殷格翰与辉瑞合作推出了首个治疗 COPD 的特效药噻托溴铵吸入剂（商品名思力华），作用强且持续时间长达 24 小时，是目前唯一一种 1 天只需给药 1 次的用于 COPD 维持治疗的吸入性支气管扩张剂，被誉为 COPD 治疗中的“金标准”。思力华 2013 年销售额为 35 亿欧元，是名符其实的“超级重磅炸弹”。
- 由于国内市场拓展较晚，目前噻托溴铵既无医保也无基药。截止至 2015 年，噻托溴铵国内销售额在 10.7 亿，同比增长 18%，过去 5 年 CAGR 27.5%。目前原研企业 BI 占比超过 75%，进口替代空间巨大。国内正大天晴占有率逐步提高。

图表 33：噻托溴铵国内药品注册情况

药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	同品种数 (同品规数)	批准日期
噻托溴铵吸入粉雾剂	2.5µg(以噻托铵计)	Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	H20120392	4(1)	2012/8/24
噻托溴铵吸入粉雾剂	2.5µg(以噻托铵计)	Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	J20120047	4(1)	2012/9/17
噻托溴铵吸入粉雾剂	18µg(以噻托铵计)	南昌弘益药业有限公司	国药准字H20130110	4(3)	2013/10/9
噻托溴铵吸入粉雾剂	18µg(以噻托铵计)	浙江仙琚制药股份有限公司	国药准字H20090279	4(3)	2014/5/6
噻托溴铵吸入粉雾剂	18µg(以噻托铵计)	Boehringer Ingelheim International GmbH	H20140933	4(3)	2014/12/11
噻托溴铵吸入粉雾剂	18µg(以噻托铵计)	Boehringer Ingelheim International GmbH	H20140954	4(3)	2014/12/11
噻托溴铵吸入粉雾剂	2.5µg(以噻托铵计)	Boehringer Ingelheim International GmbH	H20150002	4(1)	2014/12/31
噻托溴铵粉雾剂	18µg(以噻托铵计)	正大天晴药业集团股份有限公司	国药准字H20060454	4(3)	2015/9/15

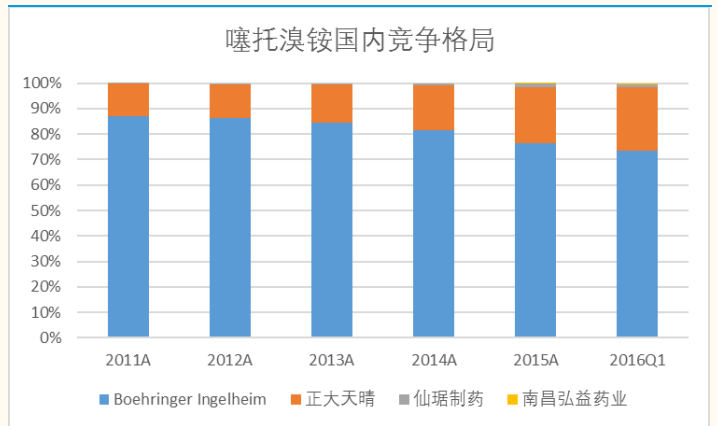
来源：药智网、国金证券研究所

图表 34：噻托溴铵国内销售状况



来源：药智网、国金证券研究所

图表 35：噻托溴铵国内竞争格局



来源：药智网、国金证券研究所

■ 仙琚制药噻托溴铵：销售到位，跟随策略，快速增长。

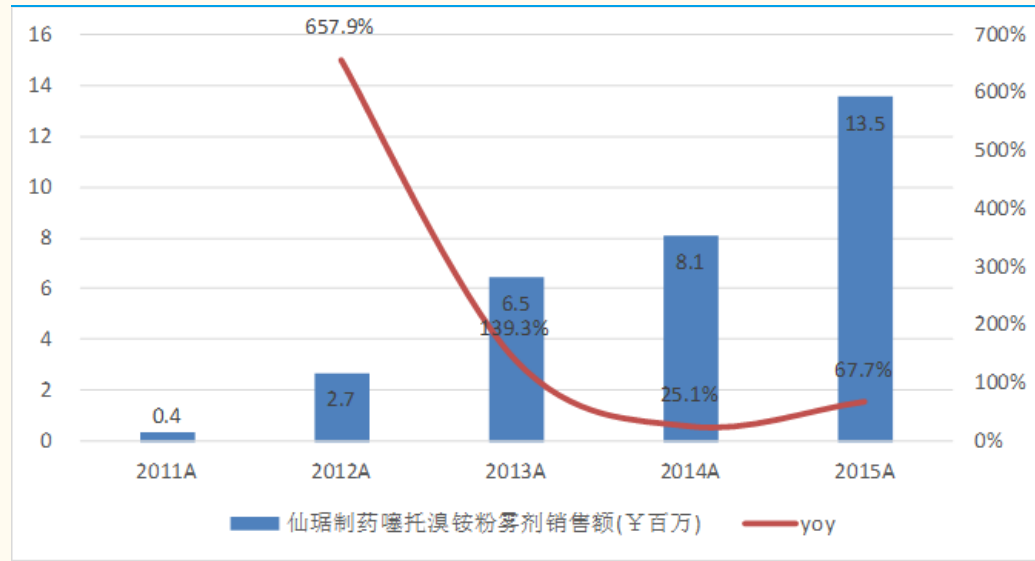
- 塞托溴安天晴和 BI 发展很快，仙琚采取的跟随策略。15 年销售额 1000 万不到，预计 16 年 50%左右的增长，市场占比不到 2%。目前在基层地区，由于医生产品教育的限制，部分医生将 COPD 当做哮喘治疗，针对此情况，公司建立专门的学术推广队伍，加强对地级市的学术教育，增加产品认可度，实现迅速增长。
- 由于产品是否带装置的差别，价格差距比较大，而招标这方面信息不全；但是，从中标省份来看，噻托溴铵上一轮标期的中标省份在 9 个，截止至 2016 年 12 月，新一轮的中标省份合计在 11 个，合计两轮共有 19 个省份有中标价格，整体待招标省份较多，招标空间大。噻托溴铵是公司第一批一致性评价的品种；研发方面：目前没有任何企业申报鼻喷剂。

图表 36：噻托溴铵最新中标价

药品通用名	地区	年份	剂型	规格	基药项目	生产企业	中标价(元)
噻托溴铵吸入粉雾剂	湖北	2016	吸入剂	18ug×6	是	浙江仙琚制药股份有限公司	39
噻托溴铵粉雾剂	湖北	2016	吸入剂	18ug×30	是	正大天晴药业集团股份有限公司	180
噻托溴铵吸入粉雾剂	湖北	2016	吸入剂	18ug×30	是	浙江仙琚制药股份有限公司	195
噻托溴铵吸入粉雾剂	湖北	2016	吸入剂	18ug×30	是	南昌弘益药业有限公司	189
噻托溴铵吸入粉雾剂	湖北	2016	吸入剂	18ug×30	是	南昌弘益药业有限公司	174
噻托溴铵吸入粉雾剂	湖北	2016	吸入剂	18ug×10	是	南昌弘益药业有限公司	63
噻托溴铵吸入粉雾剂	湖北	2016	吸入剂	18ug×10	是	南昌弘益药业有限公司	58
噻托溴铵粉吸入剂	湖北	2016	吸入剂	18ug×10	否	勃林格殷格翰	138.26
噻托溴铵粉吸入剂	湖北	2016	吸入剂	18ug×10	否	勃林格殷格翰	155.65

来源：药智网、国金证券研究所

图表 37：仙琚制药噻托溴铵粉雾剂销售额



来源：药智网、国金证券研究所

糠酸莫米松：一线用药，市场加速教育，原研有望获批共同做大市场。

- 糠酸莫米松鼻喷雾剂（商品名：内舒拿®），原研先灵葆雅，后被默沙东收购，适用于预防和治疗成人、青少年和 3 至 11 岁儿童季节性或常年性鼻炎。在 2008 及 2010 年 ARIA 指南中均被强烈推荐：鼻用糖皮质激素是治疗变应性鼻炎的一线用药。尤其在 ARIA2010 年修订版中明确指出：除糠酸莫米松外，没有其它鼻用激素与安慰剂疗效对比的系统回顾。13 年全球销售 13.35 亿美金。
- 仙琚制药是糠酸莫米松国内首仿，但没进医保，也无基药，且外资进入较晚，市场尚未充分教育，因此过去销售不见起色，公司从 14 年开始扩张销售队伍，建立专门的学术推广，目前公司医院端处方药有 500 人的销售队伍。经历 13 年销售调整之后，重新恢复高速增长。15 年销售 1000 万左右，预计 16 年超过 100% 的增长，由于整体市占率还比较低，未来保持高速增长。
- 从中标情况来看，仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂由于 2011 年 12 月获批，上一轮招标没有中标。从新一轮标期来看，共有 10 个省份中标，最低中标价在 40.91 元（福建、天津），新一轮中标价相对于最低中标价的溢价率在 15-20% 左右。整体来看，属于新一轮招标受益品种，中标空间很大。

图表 38：糠酸莫米松鼻喷雾剂国内药品注册情况

药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	同品种数 (同品规数)	批准日期
糠酸莫米松鼻喷雾剂	每瓶60揆，每揆含糖酸莫米松50µg，	浙江仙琚制药股份有限公司	国药准字H20113481	1(1)	2011/12/1
糠酸莫米松鼻喷雾剂	50微克/揆(0.05%)	MSD Belgium BVBA/SPRL	H20140100		2014/2/10

来源：药智网、国金证券研究所

图表 39: 仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂 (50ug/掀*60 掀) 中标价

糠酸莫米松鼻喷雾剂 (50ug/掀*60掀)	2013	2014	2015	2016	中标价变化	最新中标价 相当于最低 价的溢价率
福建			40.91		新中标	0.00%
广东			50.10	50.12	新中标	22.51%
湖南		47.85	43.52		新中标	6.38%
吉林		47.60			新中标	16.35%
宁夏	52.43				新中标	28.16%
上海			47.85		新中标	16.96%
四川			45.90	45.90	新中标	12.20%
天津				40.91	新中标	0.00%
浙江			43.07		新中标	5.28%
重庆				47.73	新中标	16.67%
中标省份	1	2	6	4		

来源: 药智网、国金证券研究所

- 研发方面, 默沙东有望在 17 年初获批, 如果顺利获批, 默沙东凭借强大的销售力量和学术推广能力, 有望和仙琚制药一同加速市场拓展, 共同做大市场。

图表 40: 糠酸莫米松鼻喷雾剂国内研发注册

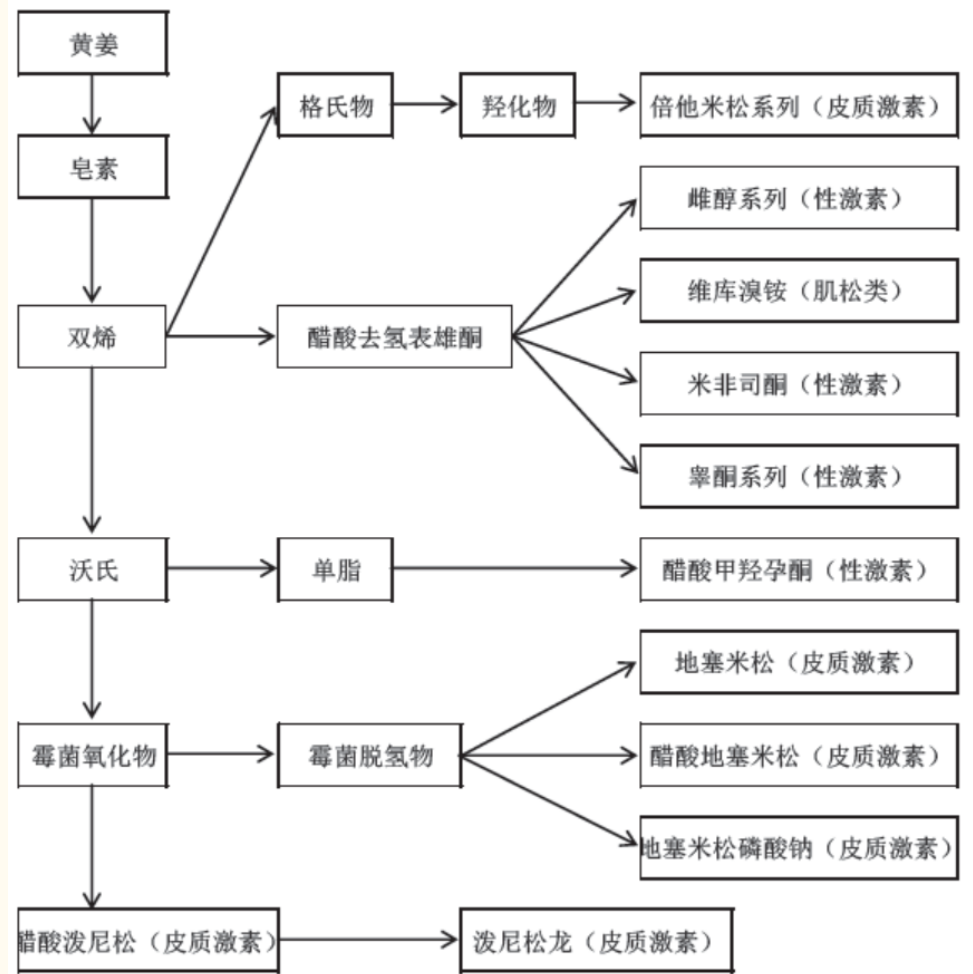
受理号	药品名称	药品类型	企业名称	承办日期	审评状态	当前序列	序列号/排队号
JXHS1300094新	糠酸莫米松鼻喷雾剂	化药	默沙东研发(中国)有限公司	2013/11/8	正在审评中	NDA	5/
CYHS1400467新	糠酸莫米松鼻喷雾剂	化药	四川大家制药有限公司	2014/9/2	排队待审评	ANDA	3905/3259
CYHS1401120新	糠酸莫米松鼻喷雾剂	化药	武汉诺安药业有限公司	2015/4/17	排队待审评	ANDA	4812/3965
CYHS1501380新	糠酸莫米松鼻喷雾剂	化药	上海百安制药有限公司	2016/4/22	排队待审评	ANDA	6187/4897
CYHS1501381新	糠酸莫米松鼻喷雾剂	化药	上海百安制药有限公司	2016/4/22	排队待审评	ANDA	6188/4898
JYHB1501814新	糠酸莫米松鼻喷雾剂	化药	默沙东研发(中国)有限公司	2015/12/11	正在审评中	补充申请	290/

来源: 药智网、国金证券研究所

甾体激素原料药: 天然高壁垒, 集中度提高趋势。

- 甾体激素原料药行业特点: 合成路线长, 品种多; 下游制剂单品种原料药用量不大。导致: 全品类+集中趋势
 - 合成路线长: 不同于普利、沙坦类原料药, 甾体激素合成需要 30 多步, 中间产物较多, 中间产物既是终端产品也是下一步反应的原料;
 - 品种多: 全球甾体激素有 400 多种, 临床需求明确, 单制剂品种对于原料药的需求有限, 例如甾体激素原料药需求比较大的地米原料药在 40 吨左右。
 - 导致的结果是: 企业进行全品类生产更有经济性。激素产品是高致敏的, 需要专用车间生产, 生产线之间不能串线生产, 对于工艺要求和固定资产投资要求比较高。

图表 41：甾体激素原料药反应链

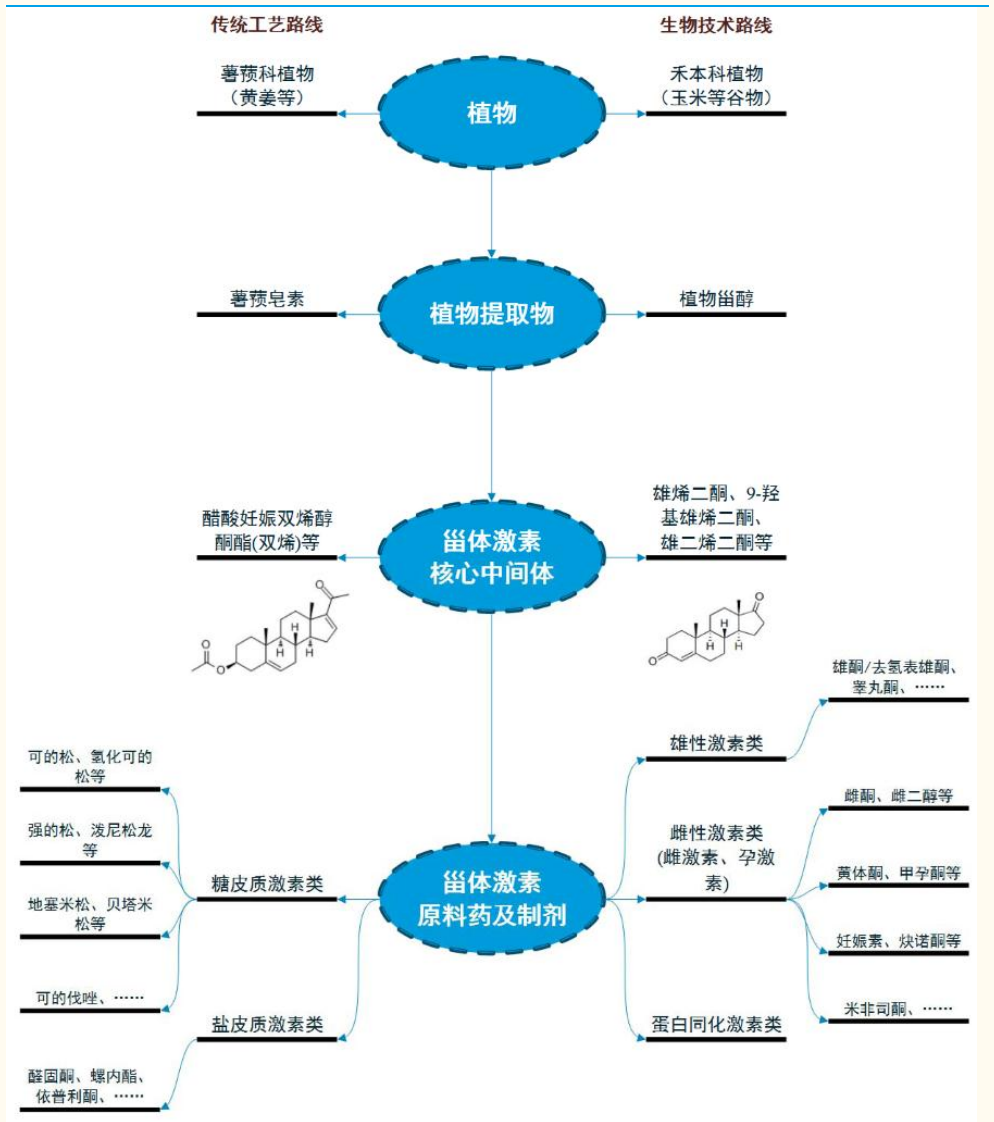


来源：招股书、国金证券研究所

甾体激素原料药技术升级：双烯到雄烯二酮（4-AD）路线切换带来格局变换。

- 技术进步：由传统的黄姜→双烯路线到更环保更稳定的甾醇→4-AD 路线
 - 传统的甾体激素合成路线由黄姜发酵获得双烯作为中间体继续合成，但是缺陷在于：1) 不环保。从黄姜发酵、盐酸水解到双烯需要大量的水，废水导致环境污染；以皂素为主的生产企业集中于南水北调水源地，出于环保，政府关掉湖北、陕西大量的不合格皂素生产工厂。2) 由于黄姜作为农作物，种植有周期性，价格和供货不稳定。由于以上原因，过去几年出现了双烯价格飞涨的情况，价格波动较大。
 - 甾醇→4-AD 路线：利用传统甾醇作为原料，采用微生物发酵，副产物较少，更加环保。甾醇作为粮食企业的副产物，原料药供给更加稳定。

图表 42：甾体激素传统工艺路线与生物技术路线对比

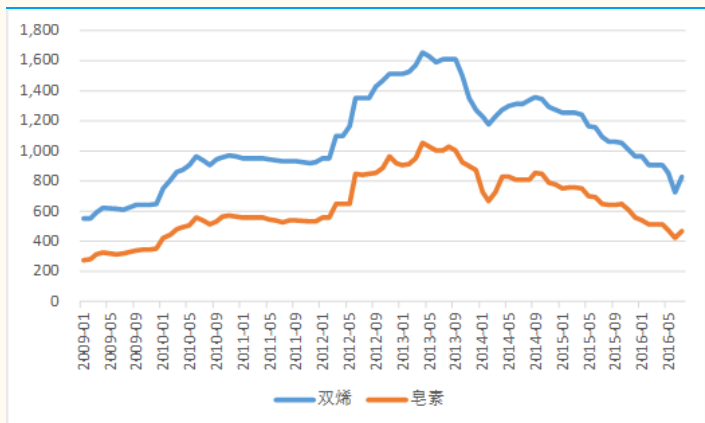


来源：赛托生物招股书、国金证券研究所

新工艺技术扩散进入尾声。

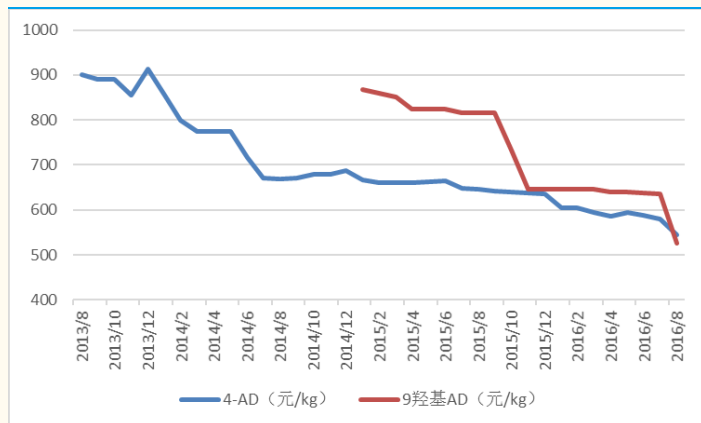
- 国内甾醇→4-AD 路线中间体供应商主要有：新合新，4-AD 和 9-羟基雄烯二酮双产品线；山东赛托生物：以 4-AD 为主，同时掌握 9-羟基雄烯二酮路线。
- 新合新和赛托生物在 13 年实现了 4-AD、9-羟基雄烯二酮的技术突破和大规模工业化生产。随后由于 4-AD 工艺的技术扩散，很多掌握新工艺路线的人开设新工厂，导致涌现了近百家小的甾体激素原料药企业，产量供过于求，价格下滑。

图表 43：双烯与皂素价格变化



来源：Wind、国金证券研究所

图表 44：4-AD、9-羟基雄烯二酮价格变化



来源：Wind、国金证券研究所

仙琚制药策略：以保证市场为核心，逐步优化工艺，盈利有望改善。

- 仙琚制药 15 年切换到新的工艺路线，但是由于工艺调试优化，以及原有双烯库存的消化，盈利能力处于低位，但是公司更加重视终端市场，实际终端销售量的占有率提高。目前仙琚制药 50% 以上的原料药切换到 4-AD 新工艺路线，预计 16 年底这一比例达到 70%。预计随着工艺成熟，将全部换成新技术路线。
- 在从新合新采购 4-AD 和 9-羟基雄烯二酮的同时，和赛托生物成立合资公司共同开发 9-羟基雄烯二酮→8DM 路线，获得在中间体的竞争优势。
- 甾体激素原料药价格进入底部区间。
 - 15 年底部分甾体激素原料药企业出现亏损，16 年上半年价格进一步下降，整个行业进入低毛利区间，部分小企业出现停产，原料药价进入底部区间。
 - 从上游中间体供应来看，新合新被溢多利收购之后有业绩承诺，而山东赛托生物上市成功，两者继续大范围降价的动力不强。

仙琚制药原料药发展战略：稳定工艺，丰富品类，成为全球重要的 API 供应商。

- **目前格局：以非规范市场为主，低毛利。** 1) 由于工艺质量、供货稳定性等问题，中国的传统的甾体激素原料药主要以非规范市场为主，毛利率相对较低。2) 同时黄姜→双烯路线的高污染，不满足国际跨国药企对于 EHS (环境、职业健康安全管理体系) 要求，难以成为国际甾体企业核心供应商。
- **甾体激素的全球转移趋势。** 1) 甾体激素属于成熟品种，原料药业务对于辉瑞、欧加农等属于非核心业务，在聚焦核心的发展战略下，国际大企业有外包的动力。2) 由于甾体激素通过发酵获得，印度由于气候问题，不适宜生产，因此产业基础较差。中国目前已经切换到全球主流的甾醇路线，供货稳定性，产品质量方面符合国际要求，但在成本方面中国更有优势，将出现甾体激素从欧美向中国转移的趋势。
- **仙琚战略：成为全球重要的甾体激素 API 供应商。** 1) 仙琚制药投资 10 亿建立规范市场生产车间，与海外合作提高原料药工艺水平；2)

战略途径：丰富自己的甾体激素品类，做到全品类生产，同时大宗品种进入规范市场，成为国际大型制药公司的供应商。占有大宗产品市场后，欧洲以特色小品种为主的小企业由于没有大品种分摊成本失去竞争力，后续进一步转移到国内；3) 采用新技术、稳定工艺之后，可以承接高端市场原料药 CMO；4) 由于甾体激素单品较小，一般相对于 DMF 变更的百万美金成本而言没有竞争力，因此原料药的转移是一个长周期的过程。

OTC：去库存+队伍扩张+品牌建设+品类丰富

队伍扩张+去库存

- 13-14 年队伍扩张，目前销售 500 人，覆盖 6 万家药店，公司 15 年 OTC 端销售 1.6 亿左右，16 年上半年 OTC 收入处于负增长，而实际终端保持增长。从销售策略角度，公司改变考核方式，减少渠道压货，预计后续将恢复健康增长。

品牌建设+品类丰富

- 公司现有主要品种包括左炔诺孕酮肠溶片和糠酸莫米松乳膏。
- 品牌建设：针对目标客户进行专业品牌建设。例如，和国家卫计委合作，在大学里巡回演讲，性知识教育，品牌建设。
- 同时公司以现有优势销售团队和渠道，采取代理策略，丰富公司的产品品类。
- 我们预计随着公司去库存完成、销售到位及品类丰富，OTC 业务上半年见底，下半年开始恢复。

研发：合作研发+海外品种引进

合作研发

- 奥美可松钠：罗库溴铵拮抗剂，与杭州奥默医药合作研发，享有国内权益，临床 I 期，预计 18 年有重要进展。战略性品种，如果获批，与公司现有的罗库溴铵联用，大大增强肌松药的用药安全，占领市场。除此之外，公司也将通过海外品种引进的方式丰富产品线，提高竞争力。

自主研发：聚焦甾体激素领域，丰富产品线。

图表 45：仙琚制药在研产品情况

序号	产品名称	类别	进度情况
1	赛米司酮片	1 类	申报生产审评中。
2	盐酸噻吩诺啡及其片剂	1.1 类	已取得 II 期临床试验批件，正在开展 II 期临床试验。
3	醋酸烯诺孕酮及埋植剂	1.1 类	取得临床批件，处于临床试验阶段
4	黄体酮缓释凝胶	3 类	已获得临床试验批件，完成人体药代动力学研究，正在开展临床试验。
5	盐酸美普他酚及制剂	3.1 类	处于临床试验研究中
6	地塞米松棕榈酸酯	6 类	申报生产，处于技术审评中
7	左炔诺孕酮炔雌醇(三相)片	6 类	已完成临床试验并上报，正在技术审评
8	盐酸罗哌卡因及注射液	6 类	已取得补充通知
9	地夫可特及片剂	3.1 类	已取得临床试验批件
10	倍他米松水杨酸软膏	3.2 类	已取得临床试验批件
11	丙酸氟替卡松	6 类	申报生产，处于技术审评中
12	丙酸氟替卡松鼻喷剂	6 类	申报生产，处于技术审评中
13	左炔诺孕酮炔雌醇片	3 类	已经 SFDA 批准，取得临床试验批件，正在临床试验
14	泼尼松龙磷酸钠及制剂	3 类	完成临床前研究，已提出申请临床
15	糠酸莫米松吸入粉雾剂	3 类	申报临床，处于技术审评中
16	左炔诺孕酮片	6 类	申报生产，处于技术审评中
17	睾酮	6 类	申报生产，处于技术审评中
18	丙酸倍氯米松水溶液鼻喷雾剂	5 类	申报生产，处于技术审评中
19	AOM0977	1 类	完成临床前研究，已提出申请临床
20	优力司特项目(Ellaone)	3 类	已取得临床试验批件
21	屈螺酮	3 类	完成临床前研究，已提出申请临床
22	地诺前列素注射液	6 类	已提出申报生产
23	地诺孕素片	3 类	完成临床前研究，已提出申请临床
24	倍他米松	6 类	已提出申报生产

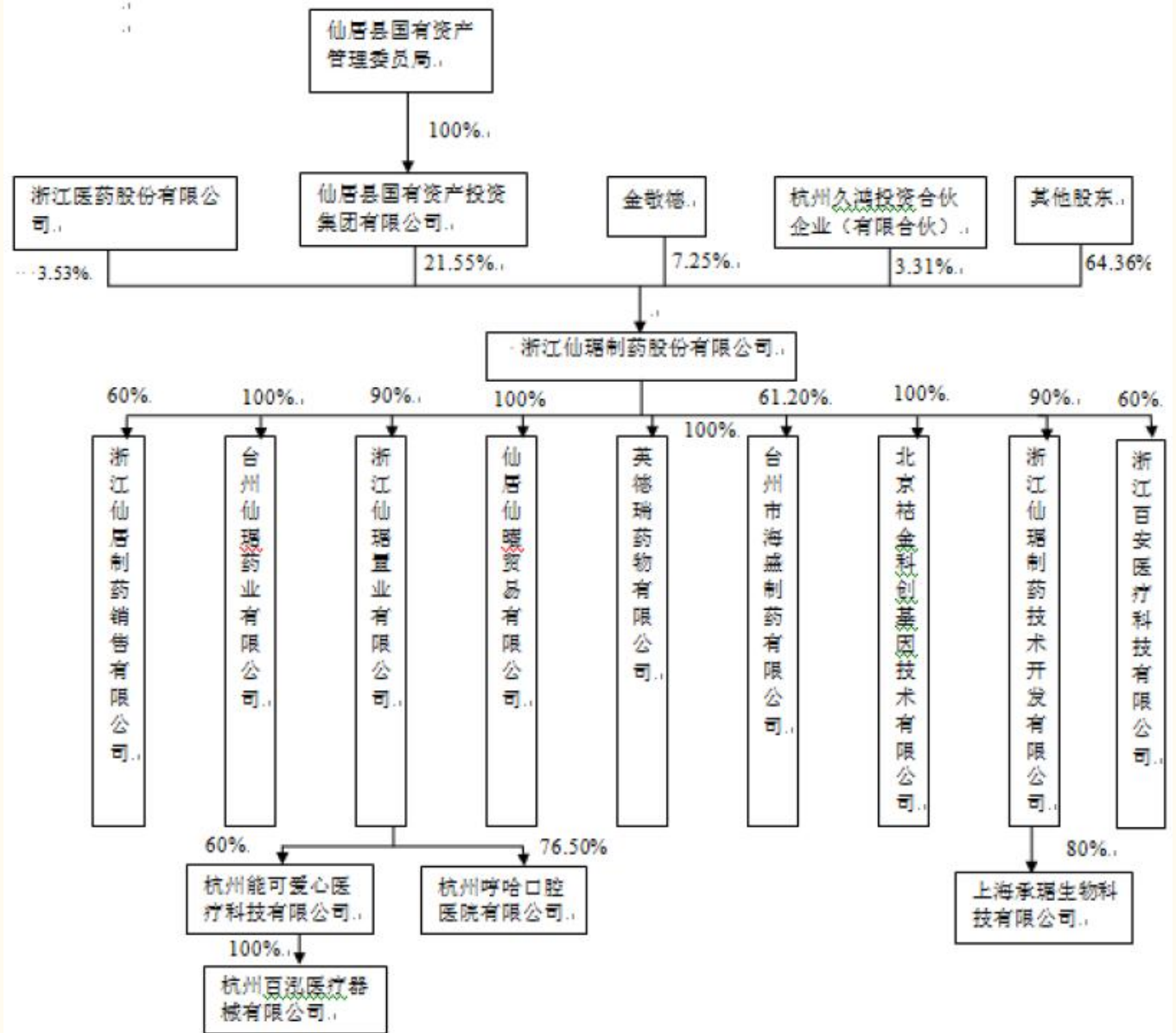
来源：公司公告、国金证券研究所

管理层：管理层持股较多，员工激励到位。

国企改革成功，管理层持股较多。

- 公司第一大股东是仙居县国有资产管理委员会下属的国有资产投资集团有限公司，持股比例为 21.55%；2001 年 12 月，公司改制成功，以原董事长金敬德为代表的管理团队受让多数股权，其中金敬德持股比例为 7.25%。

图表 46：仙琚制药股权结构



来源：国金证券研究所

员工持股计划：激励到位，员工与公司利益一致。

- 2015 年 11 月公司以 8.93 元非公开发行股票 98,708,111 股，扣除发行费用实际募集资金 86,194.84 万，募集资金主要用于原料药产业升级建设项目。本次非公开发行的股票于 2015 年 11 月 12 日上市，首日起 36 个月不得转让。非公开发行对象中，新任董事长张宇松以个人身份认购 2,022,396 股；汇添富 45 号计划由公司部分董事、监事、高级管理人员和中层管理干部、业务/技术骨干，以及子公司的管理/业务骨干自筹资金出资设立，专项认购公司非公开发行股票 22246360 股。本次公开发行显示了公司核心高管及中层干部、技术骨干等对公司未来发展前景的信心，另外方面也使员工与公司利益保持一致，调动员工积极性。

图表 47：公司非公开发行情况

发行时间	2015/11/12
发行数量	98,708,111
发行价格	8.93
锁定期	36个月
认购对象	9名特定对象，其中新任董事长张宇松个人身份认购200多万股；公司员工资产管理计划认购2200多万股。
募投项目	原料药产业升级建设项目、偿还借款及补流。

来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测和投资意见

- 我们认为公司在甾体激素领域有巨大的领先优势，制剂业务维持高速增长，原料药业务进入底部，OTC 业务恢复增长，公司业绩出现拐点，不考虑并购因素，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.22/0.31/0.46，对应目前 PE 分别为 58/41/28 倍，考虑到公司在甾体激素领域的强势布局，给予买入评级。

风险提示

- 医保控费、二次议价、招标降价、原料药价格下跌。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,315	2,471	2,480	2,670	3,137	3,696
增长率	6.7%	0.4%	7.7%	17.5%	17.8%	
主营业务成本	-1,518	-1,515	-1,396	-1,282	-1,452	-1,663
%销售收入	65.6%	61.3%	56.3%	48.0%	46.3%	45.0%
毛利	798	955	1,084	1,388	1,685	2,033
%销售收入	34.4%	38.7%	43.7%	52.0%	53.7%	55.0%
营业税金及附加	-13	-18	-20	-26	-30	-35
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-436	-551	-620	-748	-885	-1,028
%销售收入	18.8%	22.3%	25.0%	28.0%	28.2%	27.8%
管理费用	-223	-248	-263	-350	-414	-477
%销售收入	9.6%	10.0%	10.6%	13.1%	13.2%	12.9%
息税前利润 (EBIT)	126	138	181	265	356	493
%销售收入	5.4%	5.6%	7.3%	9.9%	11.4%	13.4%
财务费用	-59	-65	-52	-41	-53	-59
%销售收入	2.6%	2.6%	2.1%	1.5%	1.7%	1.6%
资产减值损失	-11	-14	-24	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	10	11	0	0	0
%税前利润	20.2%	13.6%	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	70	69	116	219	302	434
营业利润率	3.0%	2.8%	4.7%	8.2%	9.6%	11.7%
营业外收支	0	4	12	0	0	0
税前利润	70	73	128	219	302	434
利润率	3.0%	3.0%	5.2%	8.2%	9.6%	11.7%
所得税	-19	-24	-23	-70	-97	-139
所得税率	27.8%	33.3%	18.2%	32.0%	32.0%	32.0%
净利润	51	49	105	149	205	295
少数股东损益	-10	-8	-2	14	14	14
归属于母公司的净利润	61	57	107	135	191	281
净利率	2.6%	2.3%	4.3%	5.1%	6.1%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	51	49	105	149	205	295
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	73	99	117	103	117	135
非经营收益	45	53	35	69	73	79
营运资金变动	-105	-60	-57	2	-154	-187
经营活动现金净流	63	142	200	323	240	322
资本开支	-188	-108	-115	-255	-129	-270
投资	-3	-2	-34	-1	0	0
其他	12	5	-330	0	0	0
投资活动现金净流	-180	-104	-479	-256	-129	-270
股权募资	0	0	862	0	0	0
债权募资	257	60	-263	375	89	88
其他	-150	-72	-111	-56	-134	-140
筹资活动现金净流	107	-12	488	320	-44	-52
现金净流量	-9	26	209	387	67	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	290	305	513	900	967	967
应收款项	570	726	781	953	1,119	1,319
存货	509	387	328	337	382	437
其他流动资产	32	44	402	44	50	57
流动资产	1,401	1,462	2,025	2,234	2,518	2,780
%总资产	50.9%	52.2%	58.9%	58.9%	61.6%	62.0%
长期投资	151	151	199	200	199	199
固定资产	1,094	1,074	1,091	1,254	1,260	1,389
%总资产	39.7%	38.3%	31.7%	33.1%	30.8%	30.9%
无形资产	100	107	104	102	110	117
非流动资产	1,353	1,341	1,414	1,558	1,571	1,707
%总资产	49.1%	47.8%	41.1%	41.1%	38.4%	38.0%
资产总计	2,754	2,803	3,439	3,792	4,089	4,487
短期借款	653	769	556	974	1,063	1,150
应付款项	432	352	319	351	402	462
其他流动负债	255	282	286	143	156	172
流动资产	1,340	1,403	1,160	1,468	1,621	1,784
长期贷款	190	134	84	84	84	85
其他长期负债	42	38	42	0	0	0
负债	1,572	1,575	1,286	1,552	1,705	1,869
普通股股东权益	1,157	1,214	2,140	2,214	2,344	2,564
少数股东权益	25	14	12	26	40	54
负债股东权益合计	2,754	2,803	3,439	3,792	4,089	4,487

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.177	0.111	0.174	0.221	0.313	0.460
每股净资产	3.389	2.370	3.504	3.625	3.838	4.198
每股经营现金净流	0.186	0.277	0.327	0.529	0.394	0.527
每股股利	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	5.24%	4.67%	4.98%	6.10%	8.15%	10.96%
总资产收益率	2.20%	2.02%	3.10%	3.56%	4.67%	6.26%
投入资本收益率	4.49%	4.33%	5.31%	5.47%	6.86%	8.71%
增长率						
主营业务收入增长率	16.21%	6.72%	0.39%	7.65%	17.49%	17.82%
EBIT 增长率	-36.98%	9.87%	31.14%	46.46%	34.15%	38.59%
净利润增长率	-49.74%	-6.43%	87.93%	26.70%	41.59%	46.98%
总资产增长率	12.72%	1.77%	22.71%	10.27%	7.84%	9.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.5	49.4	56.0	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	117.2	107.9	93.5	96.0	96.0	96.0
应付账款周转天数	62.5	66.1	54.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	148.9	149.4	141.7	145.9	134.2	120.7
偿债能力						
净负债/股东权益	46.74%	48.65%	5.88%	7.03%	7.55%	10.23%
EBIT 利息保障倍数	2.1	2.1	3.5	6.5	6.7	8.4
资产负债率	57.08%	56.18%	37.41%	40.92%	41.69%	41.65%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

来源：朝阳永续

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD