

仙琚制药 (002332.SZ)

化学制药行业

评级: 买入 维持评级

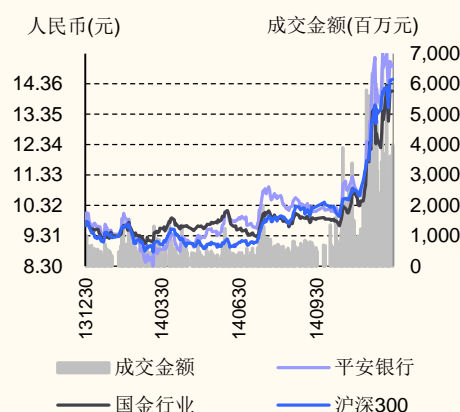
公司研究

市场价格(人民币): 13.65元  
 目标价格(人民币): 17.00-23.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 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)	8,337.53
年内股价最高最低(元)	14.57/9.92
沪深300指数	3426.94
深证成指	10421.06



## 受益医保支付价, 仿制药进口替代加速, 竞争格局保证特色专科药崛起

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.111	0.174	0.246	0.365	0.491
每股净资产(元)	2.37	3.50	3.65	3.91	4.31
每股经营性现金流(元)	0.28	0.33	0.53	0.42	0.53
市盈率(倍)	98.45	86.85	52.18	35.16	26.11
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%	40.83%	48.44%	34.66%
净资产收益率(%)	4.67%	4.98%	6.73%	9.32%	11.41%
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

受益医保支付价, 仿制药进口替代加速, 竞争格局保证特色专科仿制药崛起  
 我们认为随着医保支付标准的推进, 对行业的影响主要体现在

- 常规医保支付标准的推进将逐步替代招标, 利好进口替代;
- 福建省本次招标超越常规步骤, 直接“大跃进”, 利用医保支付结算价鼓励医疗机构二次议价、打击原研药, 竞争格局和质量决定未来。
- 受益品种: 同一分组下的低价仿制药, 单独分组且享受高医保支付结算价的优质仿制药。部分辅助性、营养性用药价格存在陷阱。

仙琚制药本次福建招标其核心品种竞争格局好, 属于甾体类特色专科仿制药, 在医保支付标准推进的环境下有望加速进口替代, 抢占市场。就具体品种而言:

- 性激素黄体酮: 独家硬胶囊规格, 拓展辅助生殖领域, 替代雅培原研达芙通。
- 肌松药罗库溴铵: 共三家, 竞争格局好, 新一轮医保支付标准缩小与原研的价格差异, 与华北制药共同加速对 BI 的进口替代。
- 肌松药顺阿曲库铵: 共四家, 竞争格局良好, 医保支付价压力略大, 与罗库溴铵形成双保险。
- 呼吸科噻托溴铵: 共四家, 竞争格局好, 新一轮医保支付标准缩小与原研的价格差异, 与南昌弘益药业共同加速对 BI 的进口替代。
- 呼吸科糠酸莫米松: 共两家, 竞争格局极好, 新一轮医保支付标准相对于原研先灵葆雅有价格优势, 进口替代加速。

## 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, 不考虑并购, 预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.25/0.37/0.49, 对应目前 PE 分别为 52/35/26 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。

## 相关报告

1. 《乘全球甾体激素转移之风, 甾体药物龙头触底反转-仙琚制药公司深...》, 2017.2.9

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

受益医保支付价，仿制药进口替代加速，竞争格局保证特色专科仿制药药崛起	4
1、性激素：黄体酮，独家硬胶囊规格，广东福建皆有中标，福建医保支付价相对于之前最低价下降 14%。	4
2、肌松产品线：罗库溴铵——竞争格局良好，价格体系稳定，进口替代加速。	5
3、肌松产品线：顺阿曲库铵——竞争格局良好，医保支付价压力略大，与罗库溴铵形成双保险。	7
4、呼吸科：噻托溴铵——竞争格局好，进口替代加速	8
5、呼吸科：糠酸莫米松——独家首仿，进口替代加速	9
投资逻辑：受益医保支付价，仿制药进口替代加速，竞争格局保证特色专科仿制药药崛起	11
投资建议	11
风险	11

## 图表目录

图表 1：黄体酮 2016 年 11 月之前国内最低中标价	4
图表 2：仙琚制药黄体酮广东省 2017 年 3 月中标价	4
图表 3：仙琚制药黄体酮福建省医保支付结算价	4
图表 4：罗库溴铵 2016 年 11 月之前国内最低中标价	5
图表 5：仙琚制药罗库溴铵广东省 2017 年 3 月中标价	5
图表 6：仙琚制药罗库溴铵福建省医保支付结算价	5
图表 7：常用肌松药剂量和时效	6
图表 8：一次全麻手术肌松药使用量（60kg,120min）	6
图表 9：罗库溴铵国内竞争格局	6
图表 10：仙琚制药罗库溴铵增长	6
图表 11：顺阿曲库铵 2016 年 11 月之前国内最低中标价	7
图表 12：仙琚制药顺阿曲库铵广东省 2017 年 3 月中标价	7
图表 13：仙琚制药顺阿曲库铵福建省医保支付结算价	7
图表 14：顺阿曲库铵国内竞争格局	8
图表 15：仙琚制药顺阿曲库铵增长	8
图表 16：噻托溴铵 2016 年 11 月之前国内最低中标价	8
图表 17：仙琚制药噻托溴铵广东省 2017 年 3 月中标价	8
图表 18：仙琚制药噻托溴铵福建省医保支付结算价	9
图表 19：噻托溴铵国内竞争格局	9
图表 20：仙琚制药噻托溴铵销售	9
图表 21：糠酸莫米松 2016 年 11 月之前国内最低中标价	10
图表 22：仙琚制药糠酸莫米松广东省 2017 年 3 月中标价	10

图表 23: 仙琚制药糠酸莫米松福建省医保支付结算价 .....	10
图表 24: 糠酸莫米松鼻喷雾剂国内竞争格局 .....	10
图表 25: 仙琚制药糠酸莫米松国内销售 .....	10

## 受益医保支付价，仿制药进口替代加速，竞争格局保证特色专科仿制药药崛起

1、性激素：黄体酮，独家硬胶囊规格，广东福建皆有中标，福建医保支付价相对于之前最低价下降 14%。

- 2016 年 11 月全国最低价：2015 年福建省招标，公司的 50mg×28 粒规格中标价 38.2 元，即 1.36 元/粒。广东省：仙琚黄体酮是硬胶囊，并且为 50mg 独家规格，分组在第四层次，延续上一次中标，两次中标价格接近，价格下降 1.4%，但仍高于之前的全国最低价。福建省：仙琚黄体酮硬胶囊独家规格单独分组，医保最高销售限价=医保支付结算价=1.168，低于之前的福建最低中标价 1.36 元，价格下降 14%，可能造成部分压力。

图表 1：黄体酮 2016 年 11 月之前国内最低中标价

生产企业	产品名称	商品名	剂型	规格	转换比	最低价格	价格来源	省份	年份
法国 Capsugel	黄体酮软胶囊	安琪坦	软胶囊(胶丸)	0.2g	15	76.6	2011年以来省级中标价	福建省	2016
英国 Fleet laboratories limited	黄体酮阴道缓释凝胶	无	凝胶剂	8%(90mg)	15	1071.0	2011年以来省级中标价	福建省	2016
浙江爱生药业有限公司	黄体酮软胶囊	琪宁	软胶囊(胶丸)	0.1g	12	29.6	2011年以来省级中标价	福建省	2015
法国 Capsugel	黄体酮软胶囊	安琪坦	软胶囊(胶丸)	0.1g	30	83.4	2011年以来省级中标价	浙江省	2014
浙江仙琚制药股份有限公司	黄体酮胶囊	益玛欣	胶囊剂	50mg	28	38.2	2011年以来省级中标价	福建省	2015
浙江医药股份有限公司新昌制药厂	黄体酮软胶囊	来婷	软胶囊(胶丸)	0.1g	30	71.4	2011年以来省级中标价	福建省	2015

来源：招标网、国金证券研究所

图表 2：仙琚制药黄体酮广东省 2017 年 3 月中标价

目录ID	目录名称	剂型	规格	分组企业数量	生产企业	成交价(元)	分组	中标企业更换	上轮中标企业	成交价(元)	分组	降价幅度
15808	黄体酮-软胶囊(胶丸)-0.1g	软胶囊(胶丸)	0.1g	4	浙江爱生药业有限公司	2.70	第四层次	Y	北京科园信海医药经营有限公司	2.93	非基药	-7.8%
15809	黄体酮-胶囊剂-50mg	胶囊剂	50mg	1	浙江仙琚制药股份有限公司	1.42	第四层次		浙江仙琚制药股份有限公司	1.44	非基药	-1.4%
22240	黄体酮-软胶囊(胶丸)-0.2g	软胶囊(胶丸)	0.2g	1	北京科园信海医药经营有限公司	4.89	第四层次		北京科园信海医药经营有限公司	4.97	非基药	-1.7%

来源：广东省招标中心、国金证券研究所

图表 3：仙琚制药黄体酮福建省医保支付结算价

目录号	通用名	产品名称	给药途径	通用剂型	通用规格	通用包装	挂网企业	代表品	医保最高销售限价	医保支付结算价	医保限用范围
X0651	黄体酮	黄体酮软胶囊	口服	软胶囊(胶丸)	0.2g	15粒/盒	法国Capsugel	黄体酮软胶囊;软胶囊(胶丸);0.2g*15粒/盒	76.58	76.58	
X0651	黄体酮	黄体酮软胶囊	口服	软胶囊(胶丸)	0.1g	30粒/盒	法国Capsugel	黄体酮软胶囊;软胶囊(胶丸);0.1g*30粒/盒	83.43	83.43	
X0651	黄体酮	黄体酮软胶囊	口服	软胶囊(胶丸)	0.1g	12粒/盒	浙江医药股份有限公司新昌制药厂	黄体酮;软胶囊(胶丸);0.1g*1	2.4845	2.4845	
		黄体酮软胶囊		软胶囊(胶丸)	0.1g	12粒/盒	浙江爱生药业有限公司				
		黄体酮软胶囊		软胶囊(胶丸)	0.1g	6粒/盒	浙江爱生药业有限公司				
X0651	黄体酮	黄体酮胶囊	口服	胶囊剂	50mg	28粒/盒	浙江仙琚制药股份有限公司	黄体酮;软胶囊(胶丸);0.1g*1	2.336	2.336	
		黄体酮胶囊		胶囊剂	50mg	20粒/盒	浙江仙琚制药股份有限公司				

来源：福建招标中心、国金证券研究所

- 维持我们之前的判断，仙琚制药的自有销售团队在黄体酮领域形成品牌和优势的市场占有率，公司在过去两年拓展了的团队，未来的增长主要来自于适应症的拓展，由之前的调经保胎拓展到辅助生殖领域，由此带来 20% 左右的增长。

2、肌松产品线：罗库溴铵——竞争格局良好，价格体系稳定，进口替代加速。

- 最低中标价为 2015 年的福建标，其中 2.5ml: 25mg 的最低中标价为 35.3 元/支，5ml: 50mg 为 58.9 元/支。最新的广东省中标仙琚制药和华北制药的罗库溴铵中标规格互换，因此维持良好的价格体系，价格基本不变甚至略有提高；福建医保销售最高限价=医保支付结算价=34.7 元/支（2.5ml: 25mg），相对于之前的全国最低价略微下降 2%。由于竞争格局良好，我们认为罗库溴铵的价格体系将维持稳定。

图表 4：罗库溴铵 2016 年 11 月之前国内最低中标价

生产企业	产品名称	商品名	剂型	规格	转换比	最低价格	价格来源	省份	年份
浙江仙琚制药股份有限公司	罗库溴铵注射液	无	注射液	2.5ml:25mg	1	35.3	2011年以来省级中标价	福建省	2015
浙江仙琚制药股份有限公司	罗库溴铵注射液	无	注射液	5ml:50mg	1	58.9	2011年以来省级中标价	福建省	2015

来源：招标网、国金证券研究所

图表 5：仙琚制药罗库溴铵广东省 2017 年 3 月中标价

目录名称	剂型	规格	分组企业数量	生产企业	成交价(元)	分组	中标企业更换	上轮中标企业	成交价(元)	分组	降价幅度
罗库溴铵-小容量注射液-25mg	小容量注射液	25mg	2	浙江仙琚制药股份有限公司	34.87	第四层次	Y	华北制药股份有限公司	37.01	非基药	-5.8%
罗库溴铵-小容量注射液-50mg	小容量注射液	50mg	2	华北制药股份有限公司	60.67	第四层次	Y	浙江仙琚制药股份有限公司	59.30	非基药	2.3%

来源：广东省招标中心、国金证券研究所

图表 6：仙琚制药罗库溴铵福建省医保支付结算价

目录号	通用名	产品名称	给药途径	通用剂型	通用规格	通用包装	挂网企业	代表品	医保最高销售限价	医保支付结算价	医保限用范围
X0938	罗库溴铵	罗库溴铵注射液	注射	小容量注射液	5ml:50mg	10瓶/盒	德国Hameln Pharmaceuticals GmbH	罗库溴铵注射液;小容量注射液; 5ml:50mg*10瓶/盒	726.4	726.4	
X0938	罗库溴铵	罗库溴铵注射液	注射	小容量注射液	5ml:50mg	1瓶/支	华北制药股份有限公司	罗库溴铵;小容量注射液; 2.5ml:25mg*1	34.7	34.7	
		罗库溴铵注射液		小容量注射液	2.5ml:25mg	10支/盒	浙江仙琚制药股份有限公司				

来源：福建招标中心、国金证券研究所

- 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。罗库溴铵和顺阿曲库铵是一线的肌松药。从效果而言，罗库溴铵起效更快，是目前最理想的肌松药，但国内由于拮抗剂尚未上市及产品价格问题，以顺阿曲库铵为主。

图表 7：常用肌松药剂量和时效

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，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

来源：临床路径、国金证券研究所

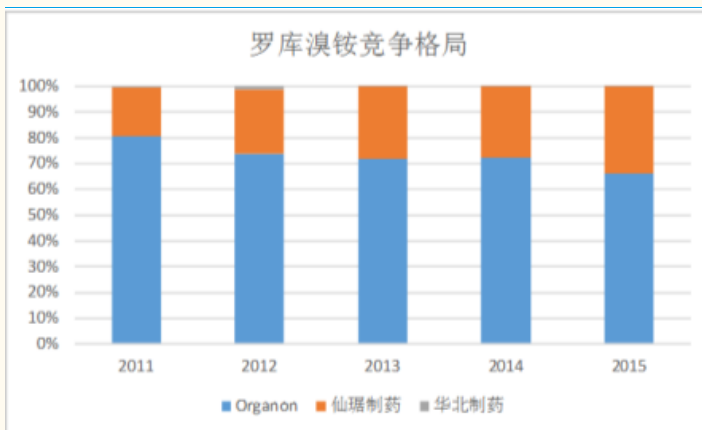
图表 8：一次全麻手术肌松药使用量 (60kg, 120min)

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	10mg x5~6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	10mg x2支	116元/10mg	232
罗库溴铵	0.6~1.0	1.0~1.5	36~53	0.1	50~74	50mg x1~2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	4mg x2~4支	12.6元/4mg	25~50

来源：临床路径、国金证券研究所

- 目前国内罗库溴铵主要有三家，其中华北制药 15 年底获批，刚切入市场，主要由仙琚制药和 Organon，其中仙琚制药的市占率在不断提高，随着福建医保支付价的落地，国产产品的优势逐步提高，进口替代有望加速。

图表 9：罗库溴铵国内竞争格局



来源：药智网、国金证券研究所

图表 10：仙琚制药罗库溴铵增长



来源：药智网、国金证券研究所

**3、肌松产品线：顺阿曲库铵——竞争格局良好，医保支付价压力略大，与罗库溴铵形成双保险。**

- 恒瑞弃标，东英制药以价格竞争获取市场。竞争格局良好，总共三家，格局相对稳定，估计后续动态重新中标。恒瑞福建弃标，上药东英和仙琚制药以不同的规格中标，由于竞争格局良好且规格不同，我们认为未来新价格维持稳定，在 17 版医保目录中，延续 09 版医保目录，对于顺阿曲库铵有“限阿曲库铵注射剂不能耐受的患者”的使用限制，我们认为对于终端的销售无边际影响。
- 2016 年 11 月仙琚 5mg 最低中标价位 45.3 元/支，福建医保最高销售限价=医保支付结算价=30.92 元/支，相对与之前最低价下降 31.7%，整体价格压力比较大。但是由于公司同时拥有罗库溴铵，因此形成产品组合双保险，如果顺阿曲库铵价格大幅下跌，罗库溴铵竞争力提高，形成产品替代。
- 目前恒瑞以注射剂身份在美国获得 ANDA，而国内目前是冻干粉针剂型，我们推测恒瑞有可能在国内注册注射剂型，以通过美国 FDA 认证的身份进入医保支付的“非竞价组”。

图表 11：顺阿曲库铵 016 年 11 月之前国内最低中标价

生产企业	产品名称	商品名	剂型	规格	转换比	最低价格	价格来源	省份	年份
东英（江苏）药业有限公司	注射用苯磺顺阿曲库铵(冻干)	无	冻干粉针剂	5mg	1	48.4	2011年以来省级中标价	天津市	2015
东英（江苏）药业有限公司	注射用苯磺顺阿曲库铵(冻干)	无	冻干粉针剂	20mg	1	147.6	2011年以来省级中标价	北京市	2016
江苏恒瑞医药股份有限公司	注射用苯磺顺阿曲库铵(冻干)	无	冻干粉针剂	10mg	1	80.9	2011年以来省级中标价	天津市	2015
浙江仙琚制药股份有限公司	注射用苯磺顺阿曲库铵(冻干)	无	冻干粉针剂	5mg	1	45.3	2011年以来省级中标价	天津市	2015
意大利 GLAXOSMITHKLINE MANUFACTURING SPA	顺苯磺阿曲库铵注射液	赛机宁	注射液	5ml:10mg	1	103.3	2011年以来省级中标价	浙江省	2014
东英（江苏）药业有限公司	注射用苯磺顺阿曲库铵(冻干)	无	冻干粉针剂	10mg	1	89.3	2011年以来省级中标价	湖南省	2015

来源：招标网、国金证券研究所

图表 12：仙琚制药顺阿曲库铵广东省 2017 年 3 月中标价

目录ID (即分组序号)	目录名称	剂型	规格	分组企业数量	生产企业	成交价(元)	分组	中标企业更换	上轮中标企业	成交价(元)	分组	降价幅度
3513	阿曲库铵-(顺苯磺盐)注射用无菌粉末-5mg	(顺苯磺盐)注射用无菌粉末	5mg	2	上药东英(江苏)药业有限公司	26.79	基本药物	Y	浙江仙琚制药股份有限公司	28.40	基本药物	-5.7%
22332	阿曲库铵-(顺苯磺酸盐)注射用无菌粉末-20mg	(顺苯磺酸盐)注射用无菌粉末	20mg	1	上药东英(江苏)药业有限公司	142.78	第四层次		上药东英(江苏)药业有限公司	147.60	非基药	-3.3%
3514	阿曲库铵-(苯磺酸盐)注射用无菌粉末-10mg	(苯磺酸盐)注射用无菌粉末	10mg	2	江苏恒瑞医药股份有限公司	83.90	基本药物	Y	上药东英(江苏)药业有限公司	85.48	基本药物	-1.8%
10793	阿曲库铵-注射用无菌粉末-25mg	注射用无菌粉末	25mg	1	上海恒瑞医药有限公司	13.56	第四层次					

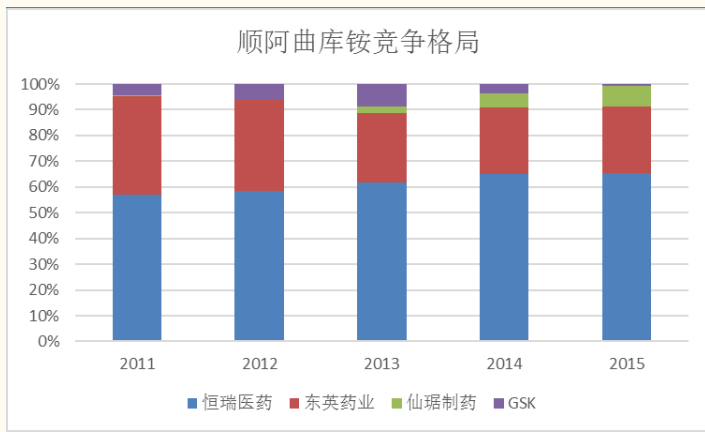
来源：广东省招标中心、国金证券研究所

图表 13：仙琚制药顺阿曲库铵福建省医保支付结算价

产品名称	给药途径	通用剂型	通用规格	通用包装	挂网企业	代表品	医保最高销售限价	医保支付结算价	医保限用范围
苯磺顺阿曲库铵注射液	注射	小容量注射液	5ml:10mg	5瓶/盒	意大利 GlaxoSmithKline Manufacturing S.p.A.	苯磺顺阿曲库铵注射液;小容量注射液;5ml:10mg*5瓶/盒	516.5	361.55	限阿曲库铵注射剂不能耐受的患者
注射用苯磺顺阿曲库铵	注射	冻干粉针剂	20mg	5瓶/盒	上药东英(江苏)药业有限公司	顺阿曲库铵;冻干粉针剂;20mg*1	123.67	123.67	限阿曲库铵注射剂不能耐受的患者
注射用苯磺顺阿曲库铵		冻干粉针剂	5mg	10瓶/盒	浙江仙琚制药股份有限公司				限阿曲库铵注射剂不能耐受的患者

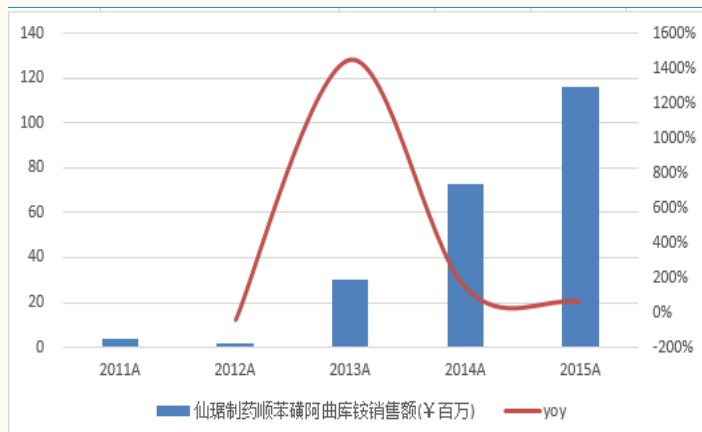
来源：福建招标中心、国金证券研究所

图表 14: 顺阿曲库铵国内竞争格局



来源: 药智网、国金证券研究所

图表 15: 仙琚制药顺阿曲库铵增长



来源: 药智网、国金证券研究所

#### 4、呼吸科：噻托溴铵——竞争格局好，进口替代加速

- 仙琚制药截止至 2016 年 11 月噻托溴铵吸入剂的最低中标价为 2015 年福建 33 元/盒 (18ug×6)，相当于 5.5 元/粒 (18ug×1)。2017 年 3 月的广东招标，正大天晴降价 11.8%，以 6 元/粒的价格抢占南昌弘益药业的中标资格，由于广东是每季度招标一次且以独家中标的形式，我们认为仙琚在后续招标中会获得中标。在福建的医保支付结算价为 4.93 元/粒 (18ug×1)，相对于之前的最低价下降 10%，主要有仙琚制药和南昌弘益药业，正大天晴弃标。整体上，该品种竞争格局好，未来价格维持相对稳定，随着医保支付结算价的推广，有望加速进口替代。

图表 16: 噻托溴铵 2016 年 11 月之前国内最低中标价

生产企业	产品名称	商品名	剂型	规格	转换比	最低价格	价格来源	省份	年份
德国Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	噻托溴铵粉吸入剂	思力华	吸入粉剂	18ug	10	124.4	2011年以来省级中标价	山东省	2015
德国Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	噻托溴铵喷雾剂	无	喷雾剂	60揆(每揆含噻托溴铵2.5µg)	1	524.3	2011年以来省级中标价	湖南省	2015
南昌弘益药业有限公司	噻托溴铵吸入粉雾剂	弘明瑞	粉雾剂	18ug	10	47.8	2011年以来省级中标价	福建省	2015
浙江仙琚制药股份有限公司	噻托溴铵吸入粉雾剂	彼多益	粉雾剂	18ug	6	33.0	2011年以来省级中标价	福建省	2015
浙江仙琚制药股份有限公司	噻托溴铵吸入粉雾剂	无	粉雾剂	18ug	30	183.7	2011年以来省级中标价	山东省	2015
正大天晴药业集团股份有限公司	噻托溴铵粉雾剂	无	粉雾剂	18ug	10	64.3	2011年以来省级中标价	福建省	2015

来源: 招标网、国金证券研究所

图表 17: 仙琚制药噻托溴铵广东省 2017 年 3 月中标价

目录ID	目录名称	剂型	规格	分组企业数量	生产企业	成交价(元)	分组	中标企业更换	上轮中标企业	成交价(元)	分组	降价幅度
4841	噻托溴铵粉吸入剂-18µg(按噻托溴铵计,相当于噻托溴铵一水合物22.5µg)	粉吸入剂	18µg(按噻托溴铵计,相当于噻托溴铵一水合物22.5µg)	10	正大天晴药业集团股份有限公司	6.00	基本药物	Y	南昌弘益药业有限公司	6.80	基本药物	-11.8%

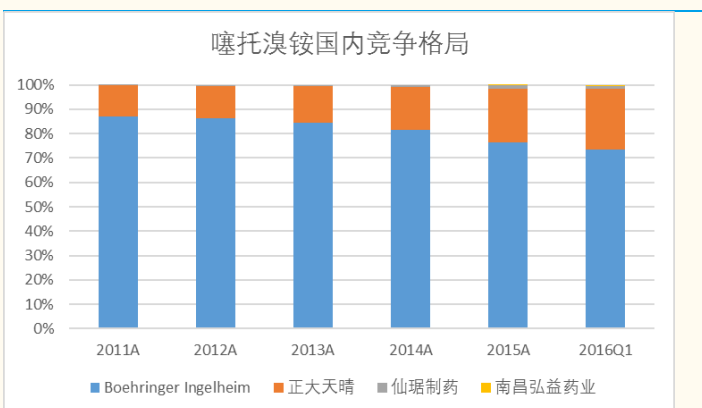
来源: 广东省招标中心、国金证券研究所

图表 18：仙琚制药噻托溴铵福建省医保支付结算价

目录号	通用名	产品名称	给药途径	通用剂型	通用规格	通用包装	挂网企业	代表品	医保最高销售限价	医保支付结算价	医保限用范围
X1232	噻托溴铵	噻托溴铵吸入剂	外用	吸入剂	18μg	10粒/盒	德国勃林格殷格翰国际公司 Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	噻托溴铵吸入剂;吸入剂;18μg*10粒/盒	138.26	73.9425	
X1232	噻托溴铵	噻托溴铵吸入剂	外用	吸入剂	18μg	30粒/盒	德国勃林格殷格翰国际公司 Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	噻托溴铵吸入剂;吸入剂;18μg*30粒/盒	414.78	221.8275	
X1232	噻托溴铵	噻托溴铵吸入剂	外用	吸入剂	18μg	10粒/盒	德国勃林格殷格翰国际公司 Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	噻托溴铵吸入剂;吸入剂;18μg*10粒/盒	124.43	73.9425	
X1232	噻托溴铵	噻托溴铵喷雾剂	外用	喷雾剂	0.15mg	1瓶/瓶	德国勃林格殷格翰公司(上海勃林格殷格翰药业分装)	噻托溴铵喷雾剂;喷雾剂;0.15mg*1瓶/瓶	524.33	37.48	
X1232	噻托溴铵	噻托溴铵吸入粉雾剂	外用	粉雾剂	18μg	30粒/盒	浙江仙琚制药股份有限公司	噻托溴铵吸入粉雾剂;粉雾剂;18μg*30粒/盒	87	87	
X1232	噻托溴铵	噻托溴铵吸入粉雾剂	外用	粉雾剂	18μg	6粒/盒	浙江仙琚制药股份有限公司	噻托溴铵;粉雾剂;18μg*1	4.9295	4.9295	
		噻托溴铵吸入粉雾剂		粉雾剂	18μg	12粒/盒	浙江仙琚制药股份有限公司				
		噻托溴铵粉雾剂		粉雾剂	18μg	10粒/盒	南昌弘益药业有限公司				
		噻托溴铵粉雾剂		粉雾剂	18μg	30粒/盒	南昌弘益药业有限公司				

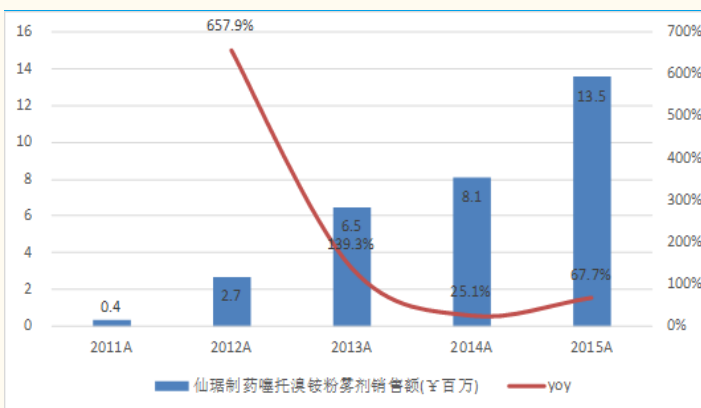
来源：福建招标中心、国金证券研究所

图表 19：噻托溴铵国内竞争格局



来源：药智网、国金证券研究所

图表 20：仙琚制药噻托溴铵销售



来源：药智网、国金证券研究所

### 5、呼吸科：糠酸莫米松——独家首仿，进口替代加速

- 目前国内主要有仙琚制药和比利时 Schering-Plough Labo N.V.，其国内以康德乐（上海）医药有限公司为代理。截止至 2016 年 11 月，仙琚的全国最低价为 40.9 元/瓶。2017 年 3 月广东招标，由于仙琚和康德乐分数不同质量层次，因此价格未形成直接竞争，但是仙琚制药的中标价由 2016 年 08 的 50.14 元/瓶下降到 41.63 元/瓶。
- 2016 年 3 月福建的医保支付价而言，由于国内只有仙琚和先灵葆雅两家，估计仙琚定价以上限，即 38.75 元/瓶为主，如果都以医保最高销售限价为主，病人使用仙琚产品需要自付部分为 17.05，而先灵葆雅自付部分为 25.35，价格更优优势。因此我们认为仙琚有望加速替代。

图表 21: 糠酸莫米松 2016 年 11 月之前国内最低中标价

生产企业	产品名称	商品名	剂型	规格	转换比	最低价格	价格来源	省份	年份
浙江仙琚制药股份有限公司	糠酸莫米松鼻喷雾剂	无	鼻用喷雾剂	0.05%(50µg/掀,60掀)	1	40.9	2011年以来省级中标价	福建省	2015
比利时Schering-Plough Labo N.V.	糠酸莫米松鼻喷雾剂	内舒拿	鼻用喷雾剂	0.05%(50µg/掀,140掀)	1	113.8	2011年以来省级中标价	福建省	2015
比利时Schering-Plough Labo N.V.	糠酸莫米松鼻喷雾剂	内舒拿	鼻用喷雾剂	0.05%(50µg/掀,60掀)	1	57.6	2011年以来省级中标价	天津市	2016

来源: 招标网、国金证券研究所

图表 22: 仙琚制药糠酸莫米松广东省 2017 年 3 月中标价

目录ID	目录名称	剂型	规格	分组企业数量	生产企业	成交价(元)	分组	中标企业更换	上轮中标企业	成交价(元)	分组	降价幅度
10118	糠酸莫米松-鼻用喷雾剂-50µg/掀,60掀/瓶	鼻用喷雾剂	50µg/掀,60掀/瓶	1	康德乐(上海)医药有限公司	55.91	第三层次		康德乐(上海)医药有限公司	57.98	非基药	-3.6%
12222	糠酸莫米松-鼻用喷雾剂-50µg/掀,60掀/瓶	鼻用喷雾剂	50µg/掀,60掀/瓶	1	浙江仙琚制药股份有限公司	41.63	第四层次		浙江仙琚制药股份有限公司	50.14	非基药	-17.0%

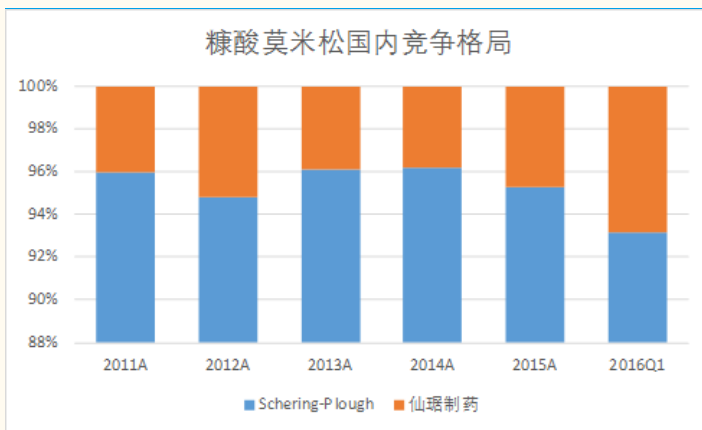
来源: 广东省招标中心、国金证券研究所

图表 23: 仙琚制药糠酸莫米松福建省医保支付结算价

产品名称	给药途径	通用剂型	通用规格	通用包装	挂网企业	代表品	医保最高销售限价	医保支付结算价	医保限用范围
糠酸莫米松鼻喷雾剂	外用	鼻用喷雾剂	3mg	1支/瓶	比利时先灵葆雅制药厂 Schering-Plough Labo N. V.	糠酸莫米松鼻喷雾剂;鼻用喷雾剂;3mg*1支/瓶	57.61	40.327	
糠酸莫米松鼻喷雾剂	外用	鼻用喷雾剂	3mg	1支/瓶	浙江仙琚制药股份有限公司	糠酸莫米松鼻喷雾剂;鼻用喷雾剂;3mg*1支/瓶	38.75	27.125	

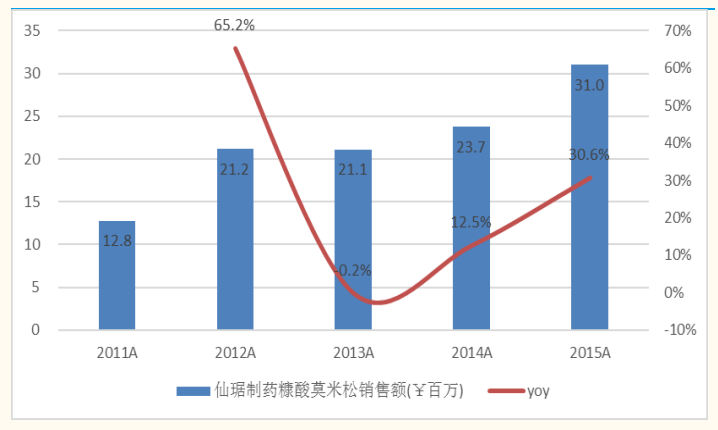
来源: 福建招标中心、国金证券研究所

图表 24: 糠酸莫米松鼻喷雾剂国内竞争格局



来源: 国金证券研究所

图表 25: 仙琚制药糠酸莫米松国内销售



来源: 国金证券研究所

**投资逻辑：受益医保支付价，仿制药进口替代加速，竞争格局保证特色专科仿制药崛起**

■ 我们认为随着医保支付标准的推进，对行业的影响主要体现在

- Part 1: 常规医保支付标准的推进将逐步替代招标，利好进口替代；
- Part 2: 福建省本次招标超越常规步骤，直接“大跃进”，利用医保支付结算价鼓励医疗机构二次议价、打击原研药，竞争格局和质量决定未来。
- 受益品种：同一分组下的低价仿制药，单独分组且享受高医保支付结算价的优质仿制药。部分辅助性、营养性用药价格存在陷阱。

■ 仙琚制药本次福建招标其核心品种竞争格局好，属于甾体类特色专科仿制药，在医保支付标准推进的环境下有望加速进口替代，抢占市场。就具体品种而言：

- 性激素黄体酮：独家硬胶囊规格，拓展辅助生殖领域，替代雅培原研达芙通。
- 肌松药罗库溴铵：共三家，竞争格局好，新一轮医保支付标准缩小与原研的价格差异，与华北制药共同加速对 BI 的进口替代。
- 肌松药顺阿曲库铵：共四家，竞争格局良好，医保支付价压力略大，与罗库溴铵形成双保险。
- 呼吸科噻托溴铵：共四家，竞争格局好，新一轮医保支付标准缩小与原研的价格差异，与南昌弘益药业共同加速对 BI 的进口替代。
- 呼吸科糠酸莫米松：共两家，竞争格局极好，新一轮医保支付标准相对于原研先灵葆雅有价格优势，进口替代加速。

■ 整体而言

- 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，不考虑并购，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.25/0.37/0.49，对应目前 PE 分别为 52/35/26 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。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,315</b>	<b>2,471</b>	<b>2,480</b>	<b>2,670</b>	<b>3,137</b>	<b>3,696</b>	货币资金	290	305	513	900	967	967
增长率	6.7%	0.4%	7.7%	17.5%	17.8%		应收款项	570	726	781	953	1,119	1,319
主营业务成本	-1,518	-1,515	-1,396	-1,283	-1,430	-1,660	存货	509	387	328	337	376	437
%销售收入	65.6%	61.3%	56.3%	48.1%	45.6%	44.9%	其他流动资产	32	44	402	44	49	57
毛利	798	955	1,084	1,387	1,707	2,036	流动资产	1,401	1,462	2,025	2,234	2,511	2,779
%销售收入	34.4%	38.7%	43.7%	51.9%	54.4%	55.1%	%总资产	50.9%	52.2%	58.9%	58.9%	61.5%	61.9%
营业税金及附加	-13	-18	-20	-26	-30	-35	长期投资	151	151	199	200	199	199
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,094	1,074	1,091	1,254	1,260	1,389
营业费用	-436	-551	-620	-748	-885	-1,028	%总资产	39.7%	38.3%	31.7%	33.1%	30.9%	31.0%
%销售收入	18.8%	22.3%	25.0%	28.0%	28.2%	27.8%	无形资产	100	107	104	102	110	117
管理费用	-223	-248	-263	-350	-414	-477	非流动资产	1,353	1,341	1,414	1,558	1,571	1,707
%销售收入	9.6%	10.0%	10.6%	13.1%	13.2%	12.9%	%总资产	49.1%	47.8%	41.1%	41.1%	38.5%	38.1%
息税前利润 (EBIT)	126	138	181	264	378	497	<b>资产总计</b>	<b>2,754</b>	<b>2,803</b>	<b>3,439</b>	<b>3,792</b>	<b>4,083</b>	<b>4,486</b>
%销售收入	5.4%	5.6%	7.3%	9.9%	12.1%	13.4%	短期借款	653	769	556	975	1,047	1,132
财务费用	-59	-65	-52	-41	-53	-57	应付款项	432	352	319	352	397	461
%销售收入	2.6%	2.6%	2.1%	1.5%	1.7%	1.6%	其他流动负债	255	282	286	143	156	172
资产减值损失	-11	-14	-24	-5	-1	-1	流动负债	1,340	1,403	1,160	1,469	1,600	1,766
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	190	134	84	84	84	85
投资收益	14	10	11	0	0	0	其他长期负债	42	38	42	0	0	0
%税前利润	20.2%	13.6%	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,572</b>	<b>1,575</b>	<b>1,286</b>	<b>1,553</b>	<b>1,684</b>	<b>1,850</b>
营业利润	70	69	116	218	325	438	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,157</b>	<b>1,214</b>	<b>2,140</b>	<b>2,229</b>	<b>2,391</b>	<b>2,630</b>
营业利润率	3.0%	2.8%	4.7%	8.2%	10.3%	11.9%	少数股东权益	25	14	12	10	8	6
营业外收支	0	4	12	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,754</b>	<b>2,803</b>	<b>3,439</b>	<b>3,792</b>	<b>4,083</b>	<b>4,486</b>
税前利润	70	73	128	218	325	438							
利润率	3.0%	3.0%	5.2%	8.2%	10.3%	11.9%	<b>比率分析</b>						
所得税	-19	-24	-23	-70	-104	-140		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	27.8%	33.3%	18.2%	32.0%	32.0%	32.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	51	49	105	148	221	298	每股收益	0.177	0.111	0.174	0.246	0.365	0.491
少数股东损益	-10	-8	-2	-2	-2	-2	每股净资产	3.389	2.370	3.504	3.649	3.914	4.305
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>61</b>	<b>57</b>	<b>107</b>	<b>150</b>	<b>223</b>	<b>300</b>	每股经营现金净流	0.186	0.277	0.327	0.527	0.421	0.528
净利率	2.6%	2.3%	4.3%	5.6%	7.1%	8.1%	每股股利	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	5.24%	4.67%	4.98%	6.73%	9.32%	11.41%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	2.20%	2.02%	3.10%	3.96%	5.46%	6.69%
净利润	51	49	105	148	221	298	投入资本收益率	4.49%	4.33%	5.31%	5.44%	7.29%	8.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	73	99	117	103	117	135	主营业务收入增长率	16.21%	6.72%	0.39%	7.65%	17.49%	17.82%
非经营收益	45	53	35	69	72	77	EBIT增长率	-36.98%	9.87%	31.14%	45.71%	43.33%	31.24%
营运资金变动	-105	-60	-57	2	-153	-188	净利润增长率	-49.74%	-6.43%	87.93%	40.83%	48.44%	34.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>63</b>	<b>142</b>	<b>200</b>	<b>322</b>	<b>257</b>	<b>322</b>	总资产增长率	12.72%	1.77%	22.71%	10.28%	7.65%	9.89%
资本开支	-188	-108	-115	-255	-129	-270	<b>资产管理能力</b>						
投资	-3	-2	-34	-1	0	0	应收账款周转天数	47.5	49.4	56.0	75.0	75.0	75.0
其他	12	5	-330	0	0	0	存货周转天数	117.2	107.9	93.5	96.0	96.0	96.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-180</b>	<b>-104</b>	<b>-479</b>	<b>-256</b>	<b>-129</b>	<b>-270</b>	应付账款周转天数	62.5	66.1	54.3	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	0	862	0	0	0	固定资产周转天数	148.9	149.4	141.7	145.9	134.2	120.7
债权募资	257	60	-263	376	72	86	<b>偿债能力</b>						
其他	-150	-72	-111	-56	-133	-139	净负债/股东权益	46.74%	48.65%	5.88%	7.08%	6.83%	9.48%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>107</b>	<b>-12</b>	<b>488</b>	<b>321</b>	<b>-61</b>	<b>-52</b>	EBIT利息保障倍数	2.1	2.1	3.5	6.5	7.2	8.7
<b>现金净流量</b>	<b>-9</b>	<b>26</b>	<b>209</b>	<b>387</b>	<b>67</b>	<b>0</b>	资产负债率	57.08%	56.18%	37.41%	40.95%	41.24%	41.25%

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	4	4	4	4
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-02-08	买入	12.50	12.00~20.00

来源：国金证券研究所

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



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