



中短期原料药提价+长期高端产能承接，原料药制剂一体化

甾体龙头成长性渐显

2018.12.27

唐爱金(分析师) 冯俊曦(研究助理)
电话: 020-88836115 020-88836115
邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn Fengjx@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001

● 原料药板块：甾体原料药生产技术领先，中短期受益于原料药提价，长期有望承接高端产能

甾体原材料生产主要以薯蓣皂素的化学降解制取双烯的传统技术和微生物发酵植物甾醇生产雄烯二酮的生物技术为主，公司已完成工艺路线的切换，使用成本更低的微生物发酵技术。中近期，“环保整治+药政环境”叠加影响下，加速小厂退出，寡头格局利好原料药中短期提价。双烯从2016年10月的790元/千克提价至2018年10月的990元/千克，预计原材料未来2-3年处于提价周期；长期，由于收购意大利Newchem公司和Effechem公司100%的股权，公司对高端原料药进行布局与延伸，我们认为：后续一方面通过对基础原料药进行加工，实现高附加值的高端原料药的生产，另一方面可以从海外引进高端原料药品种，实现国内市场制剂申报、制剂出口等，是驱动公司长期业绩成长性的重要组成部分。

● 制剂板块：布局四大专科制剂，“优质赛道+成本领先”力保未来高增长公司的甾体制剂主要包括妇科及计生用药、麻醉肌松类药物、呼吸科药物和皮肤科药物四大类，布局专科优质赛道，2017年制剂自营代理营收保持21%稳健增长。

其中，按照样本医院2018年前三季度的数据，妇科制剂黄体酮的销售同比增长18.39%，麻醉制剂罗库溴铵的销售分别同比增长14.65%，呼吸制剂糠酸莫米松鼻喷雾剂、塞托溴铵吸入剂的销售分别同比增长40.01%、35.01%，皮肤制剂丙酸氟替卡松乳膏的销售分别同比增长37.16%。此外，通过分析甾体激素领域布局原料药和制剂的企业业务布局情况，我们认为：仙琚制药是为数不多的具备原料药制剂一体化成本优势的甾体激素企业，未来竞争当中一方面能借助原料药成本优势获得竞争优势，有效应对降价；另一方面随着带量采购持续落地医院端销售门槛降低，其制剂销售有望持续放量。

● 估值：“原料药提价+高端产能承接”驱动长期成长，估值存在提升空间过去5年仙琚制药的PE平均值为74.38，最大值为249.15，最小值为20.12，当前PE为22.99（数据截止到2018/12/12），我们认为：目前估值没有与公司“中短期原料药提价，长期承接高端产能”而来带的成长性相匹配，估值具备提升空间。

● 盈利预测与估值：

根据公司现有业务情况，我们测算公司18-20年EPS分别为0.35、0.45、0.57元，对应18、13、11倍PE，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：原料药提价不达预期；销售、研发进度不达预期；降价风险。

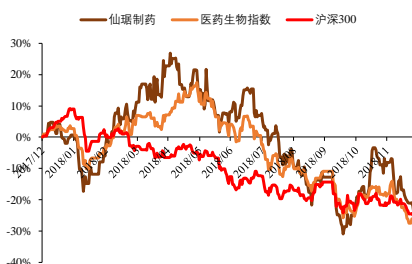
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2852.56	3776.91	4310.94	4922.73
同比(%)	13.93%	32.40%	14.14%	14.19%
归属母公司净利润	206.63	316.44	414.51	524.03
同比(%)	41.35%	53.14%	30.99%	26.42%
每股收益(元)	0.23	0.35	0.45	0.57
P/E	26.83	17.52	13.37	10.58
P/B	2.36	2.12	1.88	1.63
EV/EBITDA	9.94	10.94	8.63	6.93

强烈推荐(首次覆盖)

现价: 6.05
目标价: 8.00
股价空间: 32%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
仙琚制药	-19.87	-14.43	-30.22
医药生物	-10.99	-18.38	-28.75
沪深300	-4.68	-13.04	-13.55

基本资料

总市值(亿元)	130
总股本(亿股)	10.20
流通股比例	86.67%
资产负债率	27.40%
大股东	仙居县国有资产投资集团
大股东持股比例	21.55%

相关报告



目录

目录	2
图表目录	3
1. 仙琚制药：原料药制剂一体化的甬体龙头	6
1.1 原料药+制剂一体化的甬体行业龙头	6
1.2 公司 2001 年完成改制，通过股权认购实现管理层充分激励	7
1.3 制剂高成长+原料药景气度提升，2018 前三季度利润 47%高增长	8
2. 皮质激素原料药：长期有望承接高端产能转移	10
2.1 过去的恶性竞争和成本上升，驱动公司转变工艺降低成本	10
2.2 当前“环保整治+药政环境”加速小厂退出，寡头格局利好原料药中短期提价	11
2.3 收购 NewChem 布局高端原料药，承接高端产能驱动长期成长性	12
3. 布局四大专科制剂产品线，“优质赛道+成本领先”力保未来高增长	13
3.1 优质赛道：妇科、肌松、呼吸、皮肤细分领域各有特色	13
3.1.1 妇科及计生线：产品十分丰富，国家计生药物指定厂家	14
3.1.2 麻醉肌松线：市占率持续提升	21
3.1.3 呼吸科：粉雾和喷雾剂享 COPD 大市场，基数低超高速增长	27
3.1.4 皮肤科：乳膏和凝胶齐发力	31
3.2 成本领先：具备原料药制剂一体化优势的甬体激素企业	36
4. 研发布局：顺延甬体激素专科领域深度研发	37
5. “原料药提价+高端产能承接”驱动长期成长，估值存在提升空间	38
6. 盈利预测与投资建议	39
7. 风险提示	39



图表目录

图表 1.	仙琚制药的公司发展历程	6
图表 2.	仙琚制药实际控制人为仙居县国有资产管理局	7
图表 3.	仙琚制药非公开发行股票认购情况	7
图表 4.	2018 前三季度营收同比增长 33%	8
图表 5.	2018 前三季度扣非归母净利润增长 47%	8
图表 6.	12-17 年各业务收入情况	8
图表 7.	12-17 年各业务占比情况	8
图表 8.	仙琚制药毛利率保持稳定增长，2018H1 整体毛利率为 57.55%	9
图表 9.	2018 年 Q1-Q3 销售费用率 31.49%	9
图表 10.	2018 年 Q1-Q3 管理费用率 12.36%	9
图表 11.	2018 年 Q1-Q3 财务费用率 2.21%	9
图表 12.	2018 年 Q1-Q3 期间费用率 46.07%	9
图表 13.	皮质激素属于技术门槛较高的特色原料药	10
图表 14.	甾体药物生产工艺	10
图表 15.	近期政府部门持续出台环保整治政策，驱使环保不达标中小原料药企业退出市场	11
图表 16.	一致性评价+关联审批+带量采购等促进原料药和制剂企业“强强联手”或原料药制剂一体化	11
图表 17.	双烯目前处于提价周期	12
图表 18.	Newchem 近年营收情况（亿元）	12
图表 19.	Newchem 近年净利润情况（万元）	12
图表 20.	仙琚制药四大专科制剂主要产品	13
图表 21.	仙琚制药四大专科制剂营收贡献大	14
图表 22.	公司妇科及计生产品	14
图表 23.	黄体酮治疗不同疾病的用法用量	15
图表 24.	黄体酮治疗先兆流产的疗效显著	15
图表 25.	黄体酮不良反应轻微	15
图表 26.	常用孕激素对比与分析	16
图表 27.	黄体酮 12-17 样本医院销售 CAGR22.65%	16
图表 28.	黄体酮市场格局	16
图表 29.	仙琚制药黄体酮 2018 年 Q1-Q3 样本医院销售同比增长 18.39%	17
图表 30.	2016 与 2017 年样本医院黄体酮剂型分布	18
图表 31.	样本医院黄体酮凝胶剂历年销售情况	18
图表 32.	纳米晶体胶囊申办情况	18
图表 33.	避孕药分类与分析	19
图表 34.	米非司酮作用机制	19
图表 35.	米非司酮避孕有效率显著好于左炔诺孕酮	20
图表 36.	米非司酮不良反应发生率较左炔诺孕酮低	20
图表 37.	2018 年 Q1-Q3 米非司酮样本医院销售 2,096 万元	20
图表 38.	仙琚制药米非司酮 2018 年 Q1-Q3 样本医院销售 294 万元	20
图表 39.	2018 年仙琚制药米非司酮市占率 14.03%	20
图表 40.	米非司酮历年样本医院价格情况分析	21
图表 41.	公司麻醉肌松药产品	21
图表 42.	现代理想肌松药重要特征	22
图表 43.	肌松药分类	22



图表 44.	2017 年肌松药样本医院销售占比.....	23
图表 45.	罗库溴铵药代动力学	23
图表 46.	罗库溴铵起效时间与剂量有关	24
图表 47.	罗库溴铵诱导气管插管能使患者开口容易或声门松弛.....	24
图表 48.	罗库溴铵 2018 年 Q1-Q3 样本医院销售同比增长 6.96%	24
图表 49.	仙琚制药罗库溴铵市占率提升明显.....	24
图表 50.	仙琚制药罗库溴铵 2012-2017 年样本医院销售 CAGR23.29%.....	24
图表 51.	罗库溴铵价格降幅整体可控	25
图表 52.	顺阿曲库铵起效时间随剂量加大而减少.....	25
图表 53.	顺阿曲库铵提供优良的插管条件	25
图表 54.	苯磺顺阿曲库铵上市情况	25
图表 55.	维库溴铵药代动力学	26
图表 56.	维库溴铵样本医院销售降幅趋缓	26
图表 57.	仙琚制药维库溴铵 2018 年 Q1-Q3 样本医院销售同比减少 19.07%	26
图表 58.	2018 年仙琚制药的维库溴铵在样本医院的市占率为 52.30%	26
图表 59.	维库溴铵价格降幅可控	27
图表 60.	糖皮质激素类鼻炎用药	27
图表 61.	糠酸莫米松鼻喷雾剂 12-17 年样本医院销售 CAGR27.94%.....	28
图表 62.	仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂市占率提升明显.....	28
图表 63.	仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂 2018 年 Q1-Q3 样本医院销售同比增长 40.01%	28
图表 64.	糠酸莫米松鼻喷雾剂价格降幅小	29
图表 65.	常用支气管舒张剂	29
图表 66.	噻托溴铵治疗 COPD 疗效明显.....	30
图表 67.	噻托溴铵改善患者 CAT 评分和肺功能.....	30
图表 68.	噻托溴铵粉吸入粉雾剂上市情况	30
图表 69.	噻托溴铵 12-17 年样本医院销售 CAGR21.12%.....	30
图表 70.	仙琚制药噻托溴铵粉吸入粉雾剂市占率 3.35%	30
图表 71.	仙琚制药噻托溴铵粉吸入粉雾剂 12-17 年样本医院销售 CAGR63.46%.....	31
2018 年，仙琚制药、勃林格殷格翰和正大天晴生产的噻托溴铵粉吸入粉雾剂价格分别为 6.05 元、13.15 元和 6.88 元，三家企业该剂型的价格 5 年年复合降幅分别是 4.70%、1.96%和 2.03%，降幅较小。		
图表 72.	噻托溴铵粉吸入粉雾剂降价幅度较小.....	31
图表 73.	常用糖皮质激素类皮肤药	32
图表 74.	公司皮肤科产品	32
图表 75.	糠酸莫米松治疗湿疹、皮炎效果显著.....	33
图表 76.	糠酸莫米松显著减少患者瘙痒、皮损炎症、苔藓化和皮损面积.....	33
图表 77.	糠酸莫米松上市情况	33
图表 78.	皮肤药糠酸莫米松样本医院销售数据.....	34
图表 79.	仙琚制药糠酸莫米松市占率 22.44%.....	34
图表 80.	仙琚制药 12-17 年糠酸莫米松凝胶和乳胶样本医院销售 CAGR 分别为 133.97%和 5.67%... ..	34
图表 81.	丙酸氟替卡松有效治疗湿疹和皮炎.....	35
图表 82.	丙酸氟替卡松乳膏 18 年 Q1-Q3 样本医院销售同比增长 21.98%	35
图表 83.	仙琚制药丙酸氟替卡松乳膏市占率 46.02%	35
图表 84.	仙琚制药丙酸氟替卡松乳膏 12-17 年样本医院销售 CAGR163.62%.....	36
图表 85.	甾体激素企业的布局情况对比	36
图表 86.	仙琚制药专注于甾体激素专科领域进行研发布局.....	37
图表 87.	仙琚制药专注于甾体激素专科领域进行研发布局.....	37



图表 88.	仙琚制药当前 PE (TTM) 为 22.99 (数据截止到 2018/12/13)	38
图表 89.	国内特色原料药企业估值对比 (数据截止 2018/12/14)	38
图表 90.	仙琚制药营收端拆分明细	39



1. 仙琚制药：原料药制剂一体化的甾体龙头

1.1 原料药+制剂一体化的甾体行业龙头

仙琚制药前身为仙居制药厂，创建于1972年，是国内甾体药物专业生产厂家，注册资本为9.16亿元，2010年于深圳交易所挂牌上市。公司是原料药和制剂的综合生产厂家，坚持原料药、制剂一体化的发展模式。

公司产品主要包括皮质激素类药物、性激素类药物（妇科及计生用药）、麻醉与肌松类药物三大类。皮质激素类药物（原料药及制剂）包括地塞米松系列、泼尼松系列、曲安西龙系列；性激素类药物（主要是制剂）包括孕激素类、雄性激素类、雌性激素类，主要产品有黄体酮胶囊（益玛欣）、左炔诺孕酮肠溶胶囊、米非司酮片等；麻醉与肌松类药物（制剂）包括注射用苯磺顺阿曲库铵、罗库溴铵注射液、注射用维库溴铵、甲磺酸罗哌卡因注射液等。

甾体说的就是类固醇类物质，通常指这一类的激素：肾上腺皮质激素、雄激素、雌激素。肾上腺皮质激素，各种名字以“松”结尾的药物，具有一定的抗炎作用。由于甾体药物反应步骤多，工艺复杂，且生产线具有致敏性，行业技术壁垒较高，行业内生产企业集中。此外，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。国外主要生产厂家为少数大型跨国制药公司，包括辉瑞、拜耳、赛诺菲-安万特、葛兰素史克等，国内生产集中在仙琚制药、天药股份等。

图表1. 仙琚制药的公司发展历程

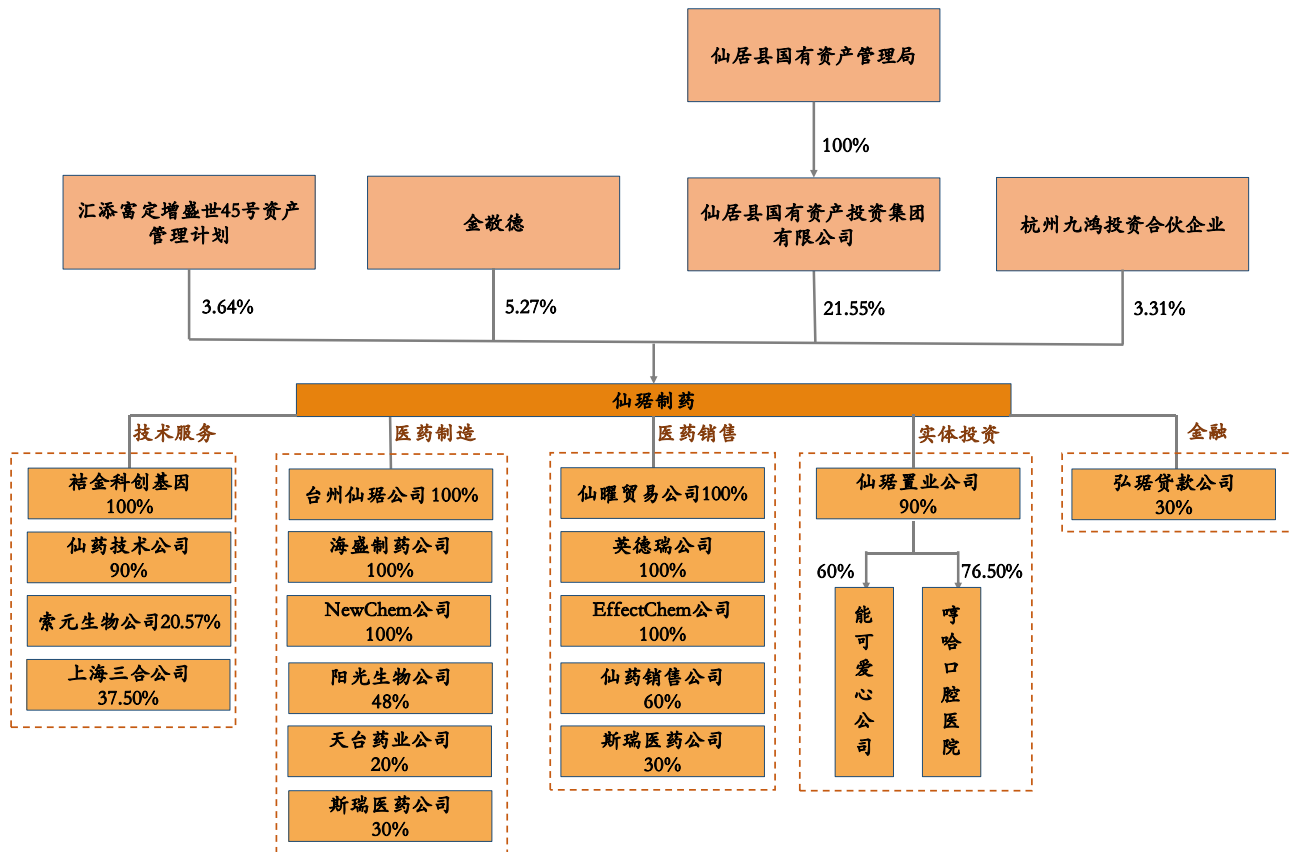
- 2017年：收购意大利Newchem公司和Effechem公司100%股权；台州仙琚药业通过美国FDA认证
- 2016年：奥美克松钠及其注射剂获得临床试验批件
- 2014年：片剂、颗粒剂、凝胶剂、胶囊剂、粉雾剂和原料药获得《药品GMP证书》
- 2010年：仙琚制药在深交所挂牌上市
- 2001年：浙江仙琚制药股份有限公司改制成功
- 2000年：进行资产重组，成立了仙琚制药有限公司
- 1999年：开始生产肌肉松弛药——维库溴铵（包括原料药和制剂），并成功替代了进口产品
- 1997年：由仙琚制药、新昌制药、浙江医药组成的浙江医药股份有限公司正式挂牌，开创了实行跨地区强强联合的先河
- 1996年：成立了仙琚药业集团股份有限公司
- 1993年：仙琚制药股份有限公司股份化改造成功
- 1984年：企业内部进行责任制改革，成为国企改革先锋
- 1970年：仙琚制药第一批避孕药生产成功，同时配套生产了复方炔诺酮片，成为国家计划生育药品定点生产厂家，并开始组建专业化的制药企业
- 1972年：仙琚制药厂正式成立

资料来源：公司公告、wind、广证恒生

1.2 公司 2001 年完成改制，通过股权认购实现管理层充分激励

公司实际控制人为仙居县国有资产管理局，间接持股 21.55%。公司于 2001 年完成改制（原董事长金敬德目前持股 5.27%），并通过员工持股计划充分激励没有持股的新进员工及管理层。

图表2. 仙琚制药实际控制人为仙居县国有资产管理局



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

2015 年公司以定增的形式对中高层完成股权激励计划，董事长张宇松先生认购 202 万股，张南等 11 位董监高出资 6,674 万元，朱伟江等 71 名非董监高员工出资 13,192 万元，公司股权激励十分充分。

图表3. 仙琚制药非公开发行股票认购情况

定增对象	时间	股数 (股)	备注
仙居县国有资产投资集团有限公司	2015年	2128万	公司第一大股东
汇添富-仙琚制药定增盛世45号资产管理计划	2015年	2225万	汇添富45号计划由仙琚制药部分董事、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，专项用于认购此次非公开发行的股票。
汇添富基金-宁波银行-汇添富-优势医药企业定增计划6号资产管理计划	2015年	506万	由汇添富负责发起募资成立
张宇松 (董事长、总经理)	2015年	202万	董事长、总经理

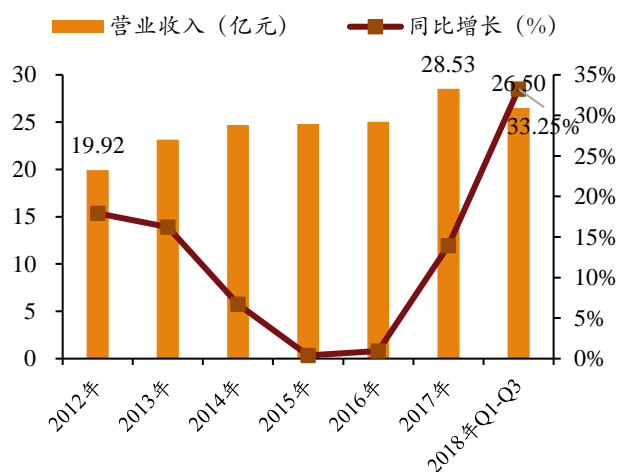
资料来源：公司公告、wind、广证恒生

1.3 制剂高成长+原料药景气度提升, 2018 前三季度利润 47%高增长

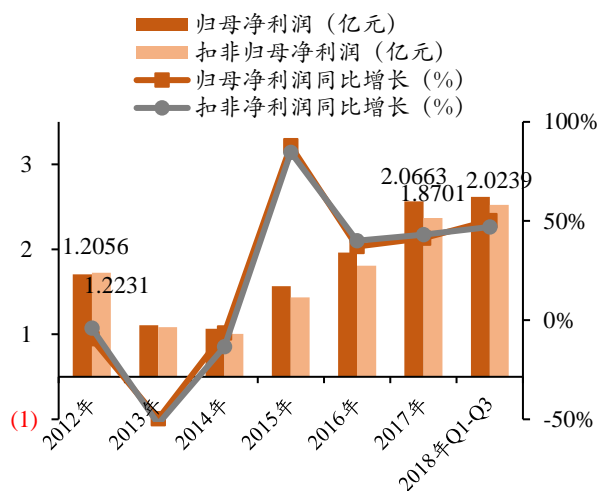
公司营业收入从 2012 年的 19.92 亿元增长至 2017 年的 28.53 亿元, 5 年复合增长率为 7.44%, 2018 年前三季度实现营收 26.50 亿元, 同比增长 33.25%; 归母净利润从 2012 年的 1.21 亿元上升至 2017 年的 2.07 亿元, 扣非归母净利润从 2012 年的 1.22 亿元增长至 2017 年的 1.87 亿元, 5 年复合增长率为 8.92%, 2018 年前三季度实现扣非归母净利润 2.02 亿元, 同比增长 47.07%。

2018 年 Q1-Q3 业绩高增长主要得益于制剂高成长和原料药景气度提升两大方面。其中, 制剂高成长是一直持续存在的驱动因素 (2017 年制剂自营代理营收 16.27%, 同比增长 21%); 原料药景气度提升是近期重要的边际增量。

图表4. 2018 前三季度营收同比增长 33%



图表5. 2018 前三季度扣非归母净利润增长 47%



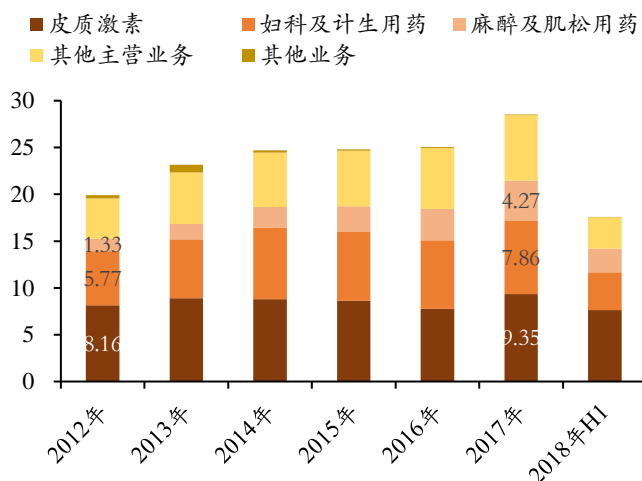
资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

仙琚制药的主营业务包括皮质激素、妇科及计生用药、麻醉及肌松用药等:

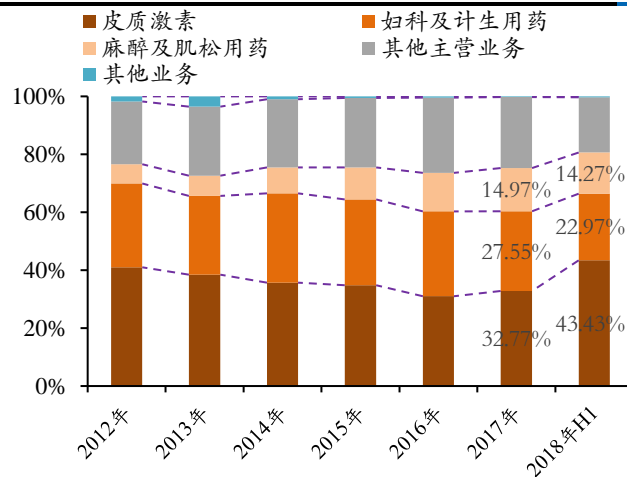
- **皮质激素:**营业收入从 2012 年的 8.16 亿元增长至 2017 年的 9.35 亿元, 复合增长率为 2.76%, 2018H1 实现营收 7.64 亿元, 2018 年 H1 占营业收入的 43.43%;
- **妇科及计生用药:**营业收入从 2012 年的 5.77 亿元增长至 2017 年的 7.86 亿元, 复合增长率为 6.38%, 2018 年 H1 实现营收 4.04 亿元, 2018 年 H1 占营业收入的 22.97%;
- **麻醉及肌松用药:**营业收入从 2012 年的 1.33 亿元增长至 2017 年的 4.27 亿元, 复合增长率为 26.27%, 2018 年 H1 实现营收 2.51 亿元, 2018 年 H1 占营业收入的 14.27%。

图表6. 12-17 年各业务收入情况



资料来源: 公司公告、wind、广证恒生

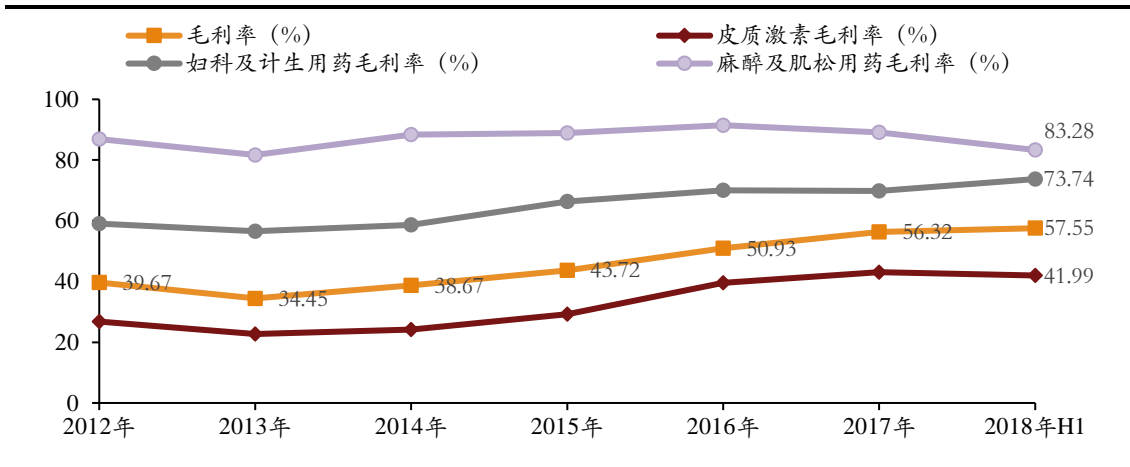
图表7. 12-17 年各业务占比情况



资料来源: 公司公告、wind、广证恒生

过去 5 年，公司总体毛利率呈上升态势，从 2012 年的 39.67% 上升至 2018 年 H1 的 57.55%。2018 年 H1 各大业务中，麻醉及肌松用药和妇科及计生用药的毛利率较高，分别达到 83.28% 和 73.74%；皮质激素的毛利率偏低，为 41.99%。

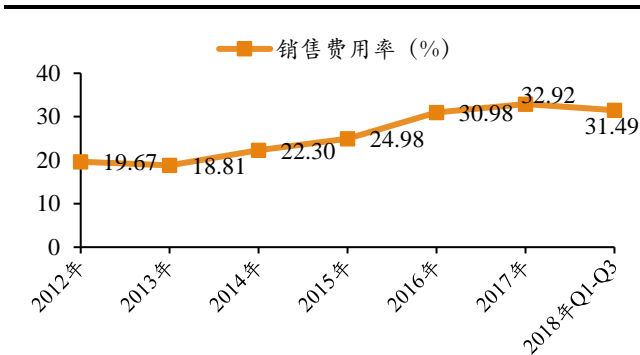
图 8. 仙琚制药毛利率保持稳定增长，2018H1 整体毛利率为 57.55%



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

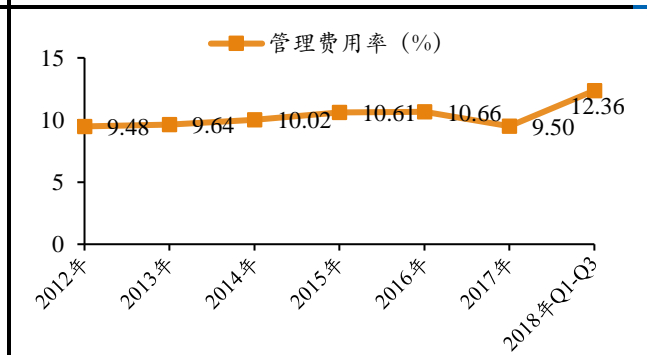
公司期间费用率从 2012 年的 31.12% 上升至 2018 年 Q1-Q3 的 46.07%。其中，2018 年 Q1-Q3 的销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 31.49%、12.36% 和 2.21%。公司销售费用率整体上升，主要系产品推广费用增加所致；2018 年 Q1-Q3 管理费用率同比上升 1.42%，主要系由技术开发支出及职工薪酬福利增加所致；财务费用率同比上升 0.53%，主要系为并购意大利 Newchem 公司和 Effechem 公司准备的贷款利息和手续费增加所致。

图 9. 2018 年 Q1-Q3 销售费用率 31.49%



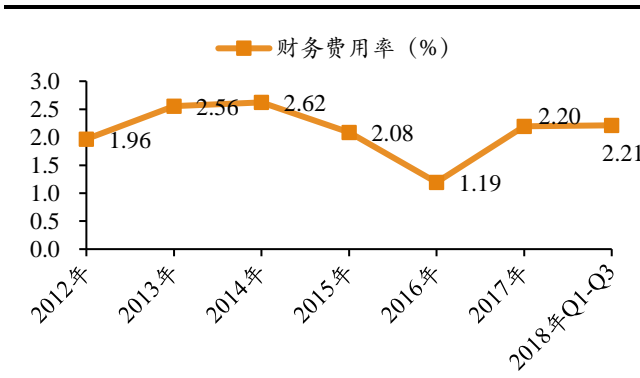
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图 10. 2018 年 Q1-Q3 管理费用率 12.36%



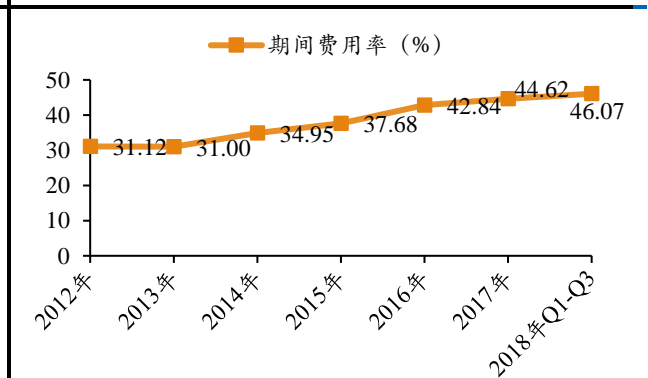
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图 11. 2018 年 Q1-Q3 财务费用率 2.21%



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图 12. 2018 年 Q1-Q3 期间费用率 46.07%



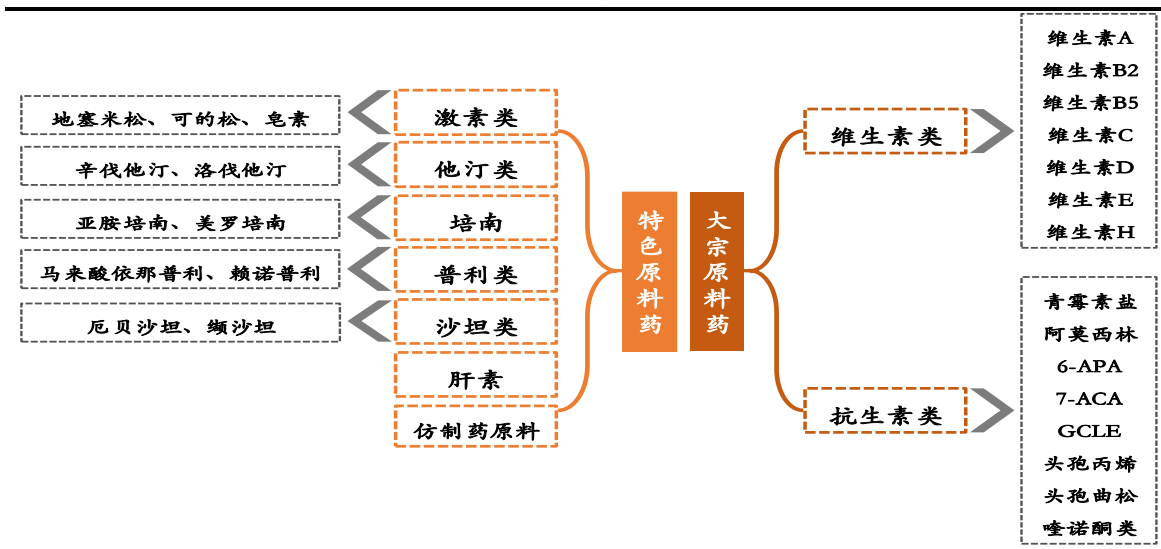
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

2. 皮质激素原料药：长期有望承接高端产能转移

我国已经成为甾体药物原料药生产大国，甾体药物原料药年产量占世界总产量的三分之一左右。

皮质激素类原料药行业的产品特点和行业管理的特殊要求使得行业进入门槛高，技术难度大。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。国内主要甾体激素类原料药生产厂家主要有仙琚制药、天津天药药业、广东溢多利生物等。

图表13. 皮质激素属于技术门槛较高的特色原料药

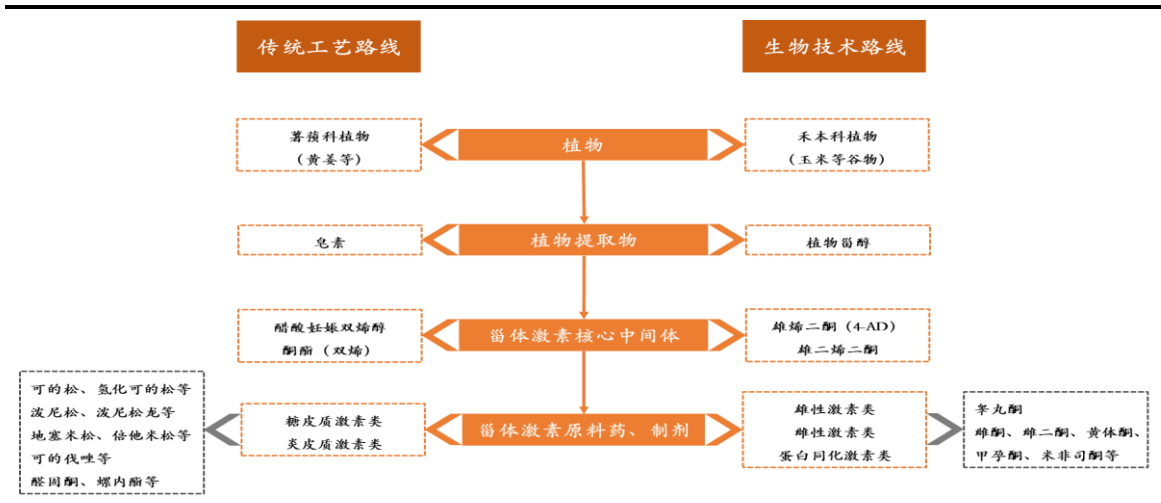


资料来源：广证恒生

2.1 过去的恶性竞争和成本上升，驱动公司转变工艺降低成本

双烯和雄烯二酮是甾体药物的两大核心原料。传统的甾体药物生产主要以薯蓣皂素的化学降解制取双烯技术为主，生物技术路线则是采取微生物发酵植物甾醇生产雄烯二酮。传统原料双烯价格曾大幅上涨，从2007年9月的470元/千克上涨到2013年9月的1610元/千克，驱动公司通过转变工艺路线实现降低成本。与传统工艺相比，植物甾醇来源广泛，且工艺过程对环境污染小，可减轻资源浪费问题，降低生产成本，实现可持续性发展。目前公司已经完成工艺路线的切换，有利于降低成本。

图表14. 甾体药物生产工艺



资料来源：广证恒生



2.2 当前“环保整治+药政环境”加速小厂退出，寡头格局利好原料药 中短期提价

近年，环保整治叠加药政环境是加速小厂退出，形成寡头提价格局的重要增量因素。其中，环保整治方面，从环保整治政策层面分析，2017-2018年政府对于环保整治力度较大，驱使原料药企业投入大量资金升级设备以达到环保要求，迫使大量不达标中小原料药企业退出市场。

图表15. 近期政府部门持续出台环保整治政策，驱使环保不达标中小原料药企业退出市场

颁布时间	颁布政策	相关部门	主要内容
2010.07	《制药工业水污染物排放标准》	环保部	对污染物进行细致划分，规定的水污染排放限值更加严格，严于美国标准，与欧盟标准相近
2013.09	《大气污染防治行动计划》	国务院	所有新、改、扩建项目，必须全部进行环境影响评价；未通过环境影响评价审批的，一律不准开工建设；违规建设的，要依法进行处罚。到2017年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，在制药产业集聚区，通过集中建设热电联产机组逐步淘汰分散燃煤锅炉
2014.04	《中华人民共和国环境保护法》	全国人大常委会	史上最严厉新法，采取按日计罚、查封扣押、限产停产、信息公开等办法，并确定入刑标准
2016.11	《医药工业发展规划》	工业和信息化部	药品医疗器械审评审批制度改革全面实施，药品注册分类调整，注册标准提高，审评审批速度加快，药品上市许可持有人制度试点，仿制药质量和疗效一致性评价推进，全过程质量监管加强，环保标准提高和监督检查加强，对医药工业绿色发展提出更高要求
2016.11	《“十三五”生态环境保护规划》	国务院	全流程强化产品全生命周期绿色管理
2017.03	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	环保部	率先开展医药行业排污许可证核发工作、实施挥发性有机物（VOCs）综合治理、在采暖季原则上实施停产
2017.08	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬大气污染防治综合治理攻坚行动方案》	环保部	推动原料药制造行业VOCs综合治理、排污许可证核发工作，并在采暖季原则上实施停产
2017.11	《关于做好京津冀及周边地区医药企业2017-2018年采暖季错峰生产的通知》	工业和信息化部办公厅、食药监总局等	开展原料药生产企业排查，全面掌握本辖区原料药生产品种、产能产量等情况，建立采暖季错峰生产企业和品种清单。涉及原料药生产的VOCs排放工序，在采暖季（2017年11月15日至2018年3月15日）原则上实施停产，对民生需求类可适当调整
2018.01	《环境保护税法》	全国人大	排放应税大气污染物或者水污染物的浓度值低于排放标准30%的，减按75%征收环境保护税；低于排放标准50%的，减按50%征收环境保护税

资料来源：国务院、卫计委、CFDA、环保部、工信部、广证恒生

药政环境方面，一致性评价、关联审批、带量采购等政策出台，使得制剂企业对原料药质量和原料药供应量等方面要求提升，推动原料药和制剂企业的“强强联手”或原料药制剂一体化的趋势，间接迫使中小原料药企业逐步退出市场，形成寡头格局。

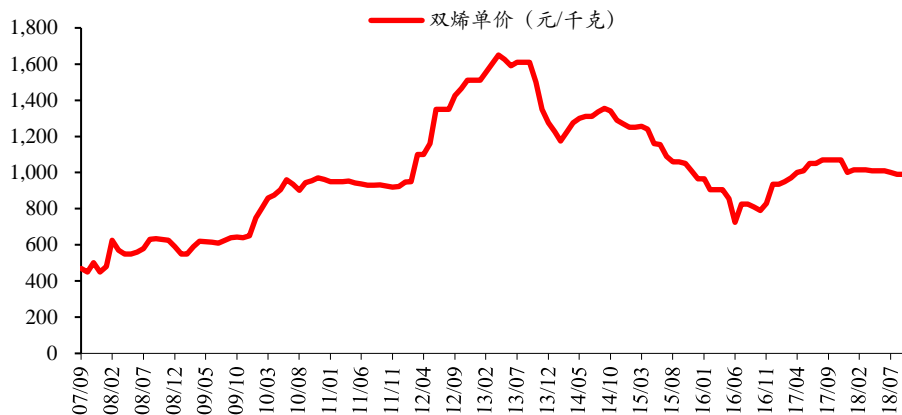
图表16. 一致性评价+关联审批+带量采购等促进原料药和制剂企业“强强联手”或原料药制剂一体化

颁布时间	相关政策	相关文件	颁布机构	主要内容
2016.02	一致性评价	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	国务院	原料药包装需提供合法证明，参比制剂首选原研药品，境外采购加严，公开生物等效性试验信息，支持中国境内企业生产的在欧盟、美国或日本批准上市的药品在中国上市
2017.11	关联审批	《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告（2017年第146号）》	国家药监局	申请人对申请、变更原料药的质量负责，国药监局进行现场检查和检验。并在获得登记号后按年提交产品质量管理报告
2018.11	带量采购	《4+7城市药品集中采购文件》	医保局	北京、天津、上海、重庆、沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市试点带量采购，涉及31个品种
		《4+7城市药品集中采购上海地区补充文件》	上海阳光医药采购网	明确了上海地区药品集中采购关于购销合同、药品配送、质量检测、未中选品种价格调整、医保支付标准等关键事项的细则

资料来源：国务院、国家药监局、医保局、上海阳光医药采购网、广证恒生

从近期原料药价格情况分析，目前寡头格局利好龙头原料药企业提价，目前双烯和雄烯二酮均处于提价周期。其中双烯和雄烯二酮均在 2016 年末开始逐步提价，双烯从 2016 年 10 月的 790 元/千克提价至 2018 年 10 月的 990 元/千克。

图表17. 双烯目前处于提价周期



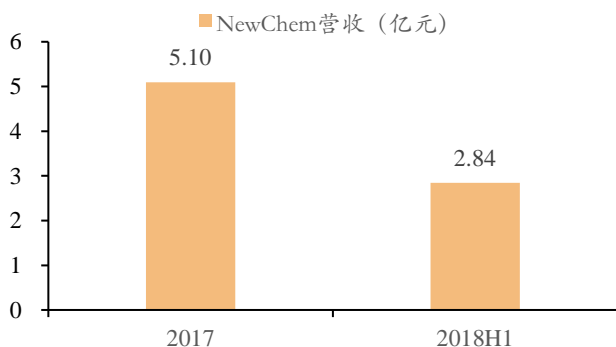
资料来源: Wind、广证恒生

2.3 收购 NewChem 布局高端原料药，承接高端产能驱动长期成长性

公司于 2016 年 10 月签署协议收购意大利 Newchem 公司和 Effechem 公司 100% 的股权 (使用资金 11,000 万欧元，约合人民币 83,733 万元)。该项收购的意义在于对高端原料药的布局与延伸，后续一方面通过对基础原料药进行加工，实现高附加值的高端原料药的生产，另一方面可以从海外引进高端原料药品种，实现国内市场制剂申报、制剂出口等，是驱动公司长期业绩成长性的重要组成部分。

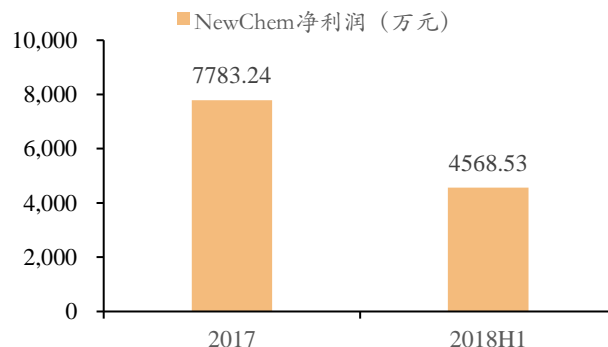
Newchem 成立于 1998 年，主要从事原料药，主要是甾体和激素类药物的研发，生产，销售等，Newchem 在 2018 年 H1 实现营收 2.84 亿元，净利润 4568.53 万元；Effechem 成立于 1975 年，主要从事医药行业的各类销售活动。

图表18. Newchem 近年营收情况 (亿元)



资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

图表19. Newchem 近年净利润情况 (万元)



资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

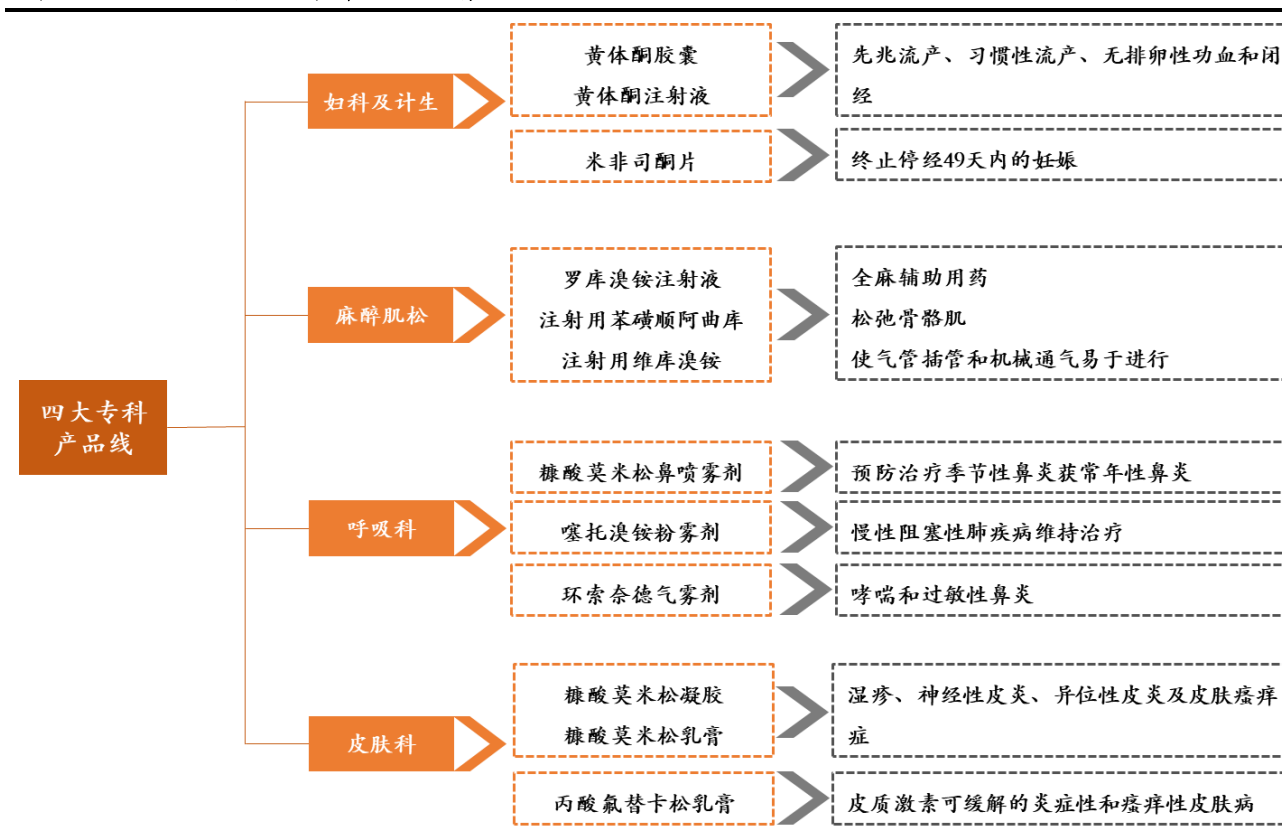
3. 布局四大专科制剂产品线，“优质赛道+成本领先”

力保未来高增长

3.1 优质赛道：妇科、肌松、呼吸、皮肤细分领域各有特色

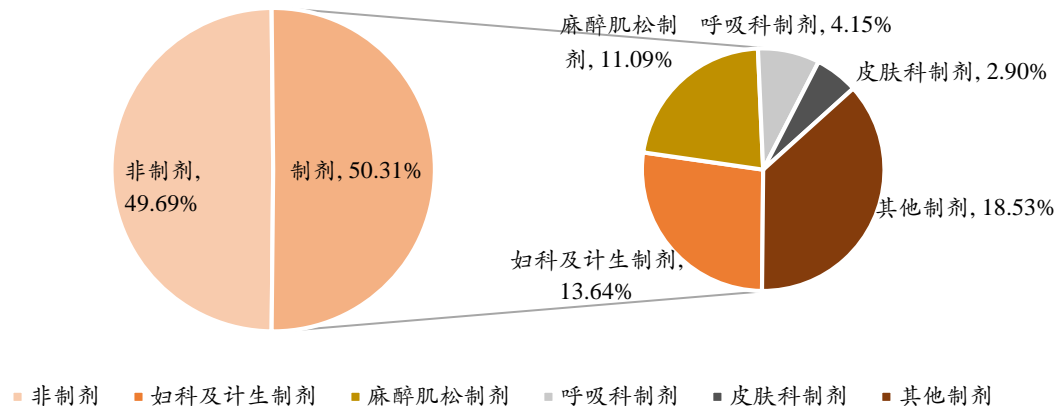
公司是国内规模最大、品种最齐全的甾体药物专业生产厂家，甾体药物是人体内分泌性药物，对机体起着重要的调节作用，公司的甾体制剂主要包括妇科及计生用药、麻醉肌松类药物、呼吸科药物和皮肤科药物四大类。妇科及计生用药包括黄体酮胶囊、黄体酮注射液和米非司酮片；麻醉肌松药物主要有罗库溴铵注射液、注射用苯磺顺阿曲库铵和注射用维库溴铵；呼吸科主要药物是糠酸莫米松鼻喷雾剂、塞托溴铵粉雾剂和环索奈德气雾剂；皮肤科主要布局糠酸莫米松凝胶、糠酸莫米松乳膏和丙酸氟替卡松乳膏，产品齐全丰富。

图表20. 仙琚制药四大专科制剂主要产品



资料来源：公司官网、广证恒生

2018年H1，公司的制剂业务营业收入为8.85亿元，占公司总营业收入的50.31%，四大专科制剂营收贡献大，营收占比总和达到31.78%，其中妇科及计生制剂实现营收2.4亿元，营收占比为13.64%；麻醉肌松制剂实现营收1.95亿元，营收占比为11.09%；呼吸科药物制剂实现营收0.73亿元，营收占比为4.15%；皮肤科药物制剂实现营收0.51亿元，营收占比为2.90%。

图表21. 仙琚制药四大专科制剂营收贡献大


资料来源：公司官网、公司公告、Wind、广证恒生

3.1.1 妇科及计生线：产品十分丰富，国家计生药物指定厂家

公司是国家计划生育药物定点生产厂家，妇科及计生药物产品丰富齐全且质量好，拥有黄体酮、米非司酮等重磅产品，2017年公司妇科计生类制剂产品销售收入4.94亿元。

图表22. 公司妇科及计生产品

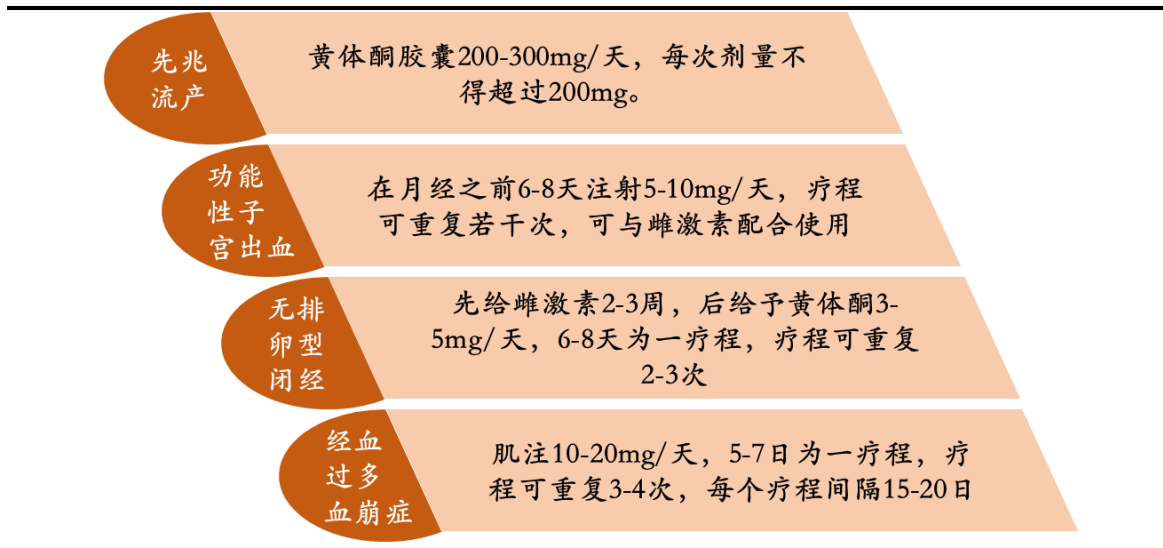
产品名称	剂型	医保情况	适应症	中国上市企业
黄体酮胶囊	胶囊	国家乙类	先兆流产和习惯性流产、经前期紧张综合症、无排卵型功血和无排卵型闭经、与雌激素联合使用治疗更年期综合症	5
黄体酮注射液	注射剂	国家甲类		12
克霉唑阴道片	片剂	国家甲类	念珠菌性外阴阴道病	26
克林霉素磷酸酯阴道凝胶	凝胶	国家甲类	细菌性阴道病	2
醋酸甲地孕酮分散片	片剂	国家乙类	晚期乳腺癌和晚期子宫内膜癌	5
醋酸甲羟孕酮分散片	片剂	国家乙类	不能手术、复发性或转移性激素依赖性肿瘤的姑息治疗或辅助治疗	3
醋酸甲羟孕酮片	片剂	国家乙类	月经不调、功能性子宫出血及子宫内膜异位症、晚期乳腺癌、子宫内膜癌	15
苯丙酸诺龙注射液	注射剂	国家甲类	女性晚期乳腺癌姑息性治疗	2
达那唑胶囊	胶囊	国家乙类	子宫内膜异位症、纤维囊性乳腺病	9
炔雌醇环丙孕酮片	片剂	国家乙类	治疗妇女雄激素依赖性疾病	3
米非司酮片	片剂	国家乙类	用于无防护性生活后或避孕失败后72小时以内，预防妊娠	7
米非司酮软胶囊	胶囊	国家乙类	终止停经49天内的妊娠	1
米索前列醇片	片剂	国家甲类		5
左炔诺孕酮肠溶胶囊	胶囊	省级乙类	女性紧急避孕	1
醋酸环丙孕酮片	片剂	省级乙类	用于女性口服避孕	6
复方炔诺酮片	片剂	国家乙类		2
复方庚酸炔诺酮注射液	注射剂	无	健康育龄妇女避孕用	1
十一酸睾酮注射液	注射剂	国家乙类	男子性腺功能低下症的睾酮替代疗法	1
十一酸睾酮	胶囊	国家乙类		4

资料来源：公司官网、药智网、医药魔方、广证恒生

◆ **黄体酮：公司最大单品，二胎叠加新剂型上市保增长**

黄体酮被称为孕激素，是卵巢分泌的具有生物活性的主要孕激素，可以保护女性子宫内膜，镇定子宫，从而支持和保障胎儿的早期生长发育，为维持妊娠所必需。临床上用于治疗先兆流产和习惯性流产、无排卵型功血和无排卵型闭经、经血过多和血崩症等。

图表23. 黄体酮治疗不同疾病的用法用量

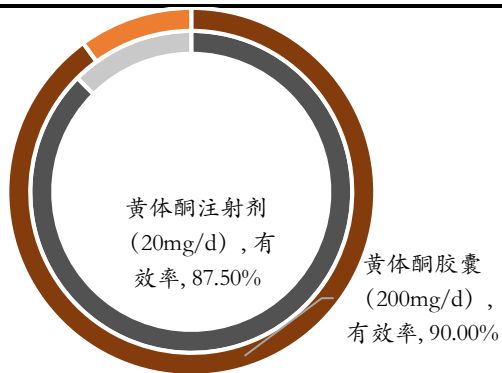


资料来源：公开资料整理、药品说明书、广证恒生

先兆流产是临床上较为普遍的一类妊娠期并发症，造成先兆流产的原因很多，其中最常见的是黄体功能不足引发的孕酮不足，占比达到 25%左右。

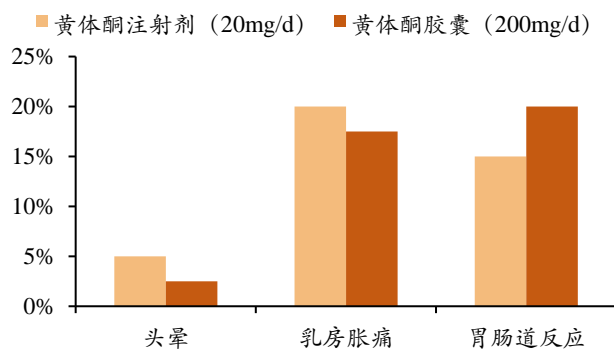
实验表明，黄体酮注射剂和黄体酮胶囊均能提高血中孕酮水平，有效治疗黄体功能不全所致的先兆流产，疗效分别达到 87.50%和 90.00%，统计上无显著差异，治疗后患者阴道流血、下腹疼痛等症状消失，B超检查显示胚胎存活且发育正常。另外，黄体酮注射剂和黄体酮胶囊的不良反应有头晕、乳房胀痛、胃肠道反应等，但均为轻度，不需特殊处理即可逐渐消失。

图表24. 黄体酮治疗先兆流产的疗效显著



资料来源：《中国现代药物应用》、广证恒生

图表25. 黄体酮不良反应轻微



资料来源：《中国现代药物应用》、广证恒生

临床上常用的孕激素有黄体酮、地屈孕酮、甲羟孕酮和甲地孕酮等，其中黄体酮是天然的孕激素，其他均为人工合成的衍生物。黄体酮和地屈孕酮均能有效治疗先兆流产，疗效和副作用方面地屈孕酮具备优势，而黄体酮具有价格优势。

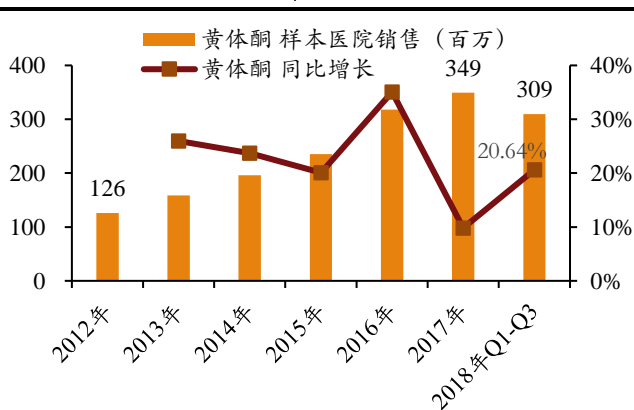
图表26. 常用孕激素对比与分析

药物分类	药物	适应症	特点	医保情况	中标价格
天然孕激素	黄体酮	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	优点：临床效果确切，生物利用度高 缺点：导致患者脂质变化，影响体重指标	注射剂：国家甲类 口服常释剂型：国家乙类 栓剂：国家乙类	胶囊：27.31元 50mg*20 注射液：40元 20mg*10
人工合成衍生物	地屈孕酮	由于孕激素缺乏所导致的先兆流产、继发性闭经、痛经、子宫内膜异位症、功能性失调子宫出血	优点：副作用少；不会发生脂质体异常，治疗先兆流产有效率达到96% 缺点：价格高	口服常释剂型：国家乙类 片剂：国家乙类	片剂：108.07元 10mg*20
	甲羟孕酮	肾癌、乳腺癌、子宫内膜癌、前列腺癌痛经、功能性闭经	优点：活性是黄体酮的20-30倍，作用时间较长 缺点：药物代谢个体差异大，效果不稳定，妊娠病人禁用	口服常释剂型：国家甲类 注射剂：国家乙类	片剂：76.45元 0.25g*15
	甲地孕酮	长效避孕、治疗痛经、闭经、功能性子宫出血、子宫内膜异位症及子宫内膜腺癌等	优点：孕激素活性是黄体酮的50-75倍 缺点：漏服则无效	口服常释剂型：国家甲类 注射剂：省级乙类	胶囊：67.97元 0.16g*8

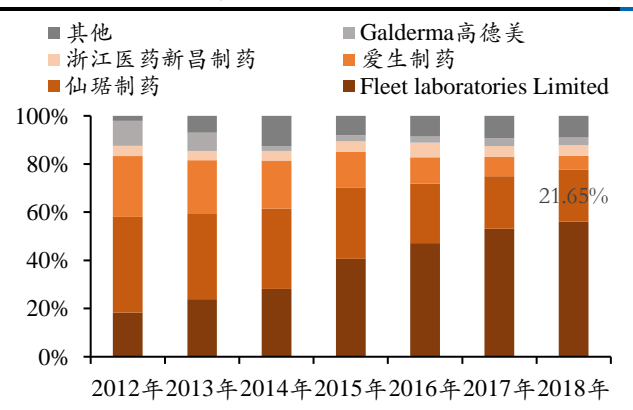
资料来源：药品说明书、药智网、广证恒生

从终端市场销售数据看，黄体酮样本医院销售增长稳定，从2012年的1.26亿元增长至2017年的3.49亿元，复合增长率达到22.65%，2018年前三季度实现样本医院销售3.09亿元，同比增长20.64%。

黄体酮市场主要由英国 Fleet laboratories Limited、仙琚制药、爱生制药等企业主导，英国 Fleet laboratories Limited 市占率最高，达到56.01%，仙琚制药市占率位居第二，达到21.65%。

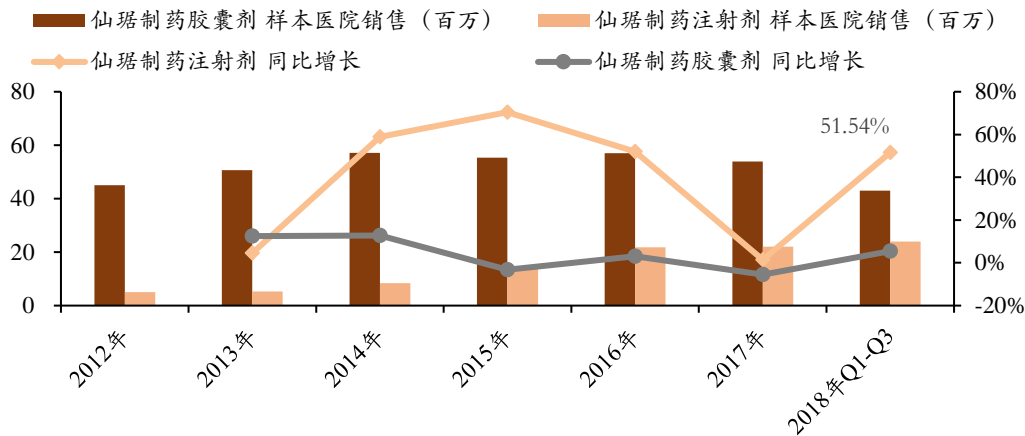
图表27. 黄体酮12-17样本医院销售 CAGR22.65%


资料来源：PDB、广证恒生

图表28. 黄体酮市场格局


资料来源：PDB、广证恒生

仙琚制药的黄体酮注射剂和胶囊剂销售增长稳定，样本医药销售从2012年的5,015万元增长至2017年的7,601万元，复合增长率为8.67%。2018年前三季度样本医院销售达到6,695万元，其中注射剂2,399万元，同比增长51.54%；胶囊剂4,296万元，同比增长5.50%。

图表29. 仙琚制药黄体酮 2018 年 Q1-Q3 样本医院销售同比增长 18.39%


资料来源：PDB、广证恒生

从销售价格看，黄体酮的胶囊剂降价幅度较小，而各企业的黄体酮注射剂价格均有不同幅度的上涨。仙琚制药 50mg 胶囊剂 2013-2018 年的价格年复合降幅为 1.79%，10mg 注射剂价格的年复合涨幅为 42.53%，20mg 注射剂价格的年复合涨幅为 43.38%。从历年中标价格分析，黄体酮降价幅度小

通用名	厂家	剂型	2018 年销售占比	样本医院终端销售单价 (元)						
				2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	年复合涨跌幅
黄体酮	仙琚制药	胶囊剂 50mg	13.89%	1.54	1.53	1.51	1.49	1.43	1.41	-1.79%
		注射剂 10mg	0.12%	0.29	0.30	0.75	0.77	1.09	1.70	42.53%
		注射剂 20mg	7.64%	0.47	0.57	0.99	1.45	1.84	2.85	43.38%
	Cyndea Pharma S L	胶囊剂 100mg	3.47%	/	/	/	/	2.83	2.80	/
		胶囊剂 200mg	2.13%	/	/	/	/	4.90	4.89	/
	Fleet laboratories Limited	凝胶 7.2mg	56.01%	73.31	76.61	67.96	71.22	75.73	71.53	-0.49%
	Galderma 高德美	胶囊剂 100mg	3.15%	2.99	2.93	2.89	2.89	2.88	2.87	-0.86%
	Laboratoires Besins International	胶囊剂 100mg	1.52%	3.00	3.00	2.92	2.90	2.87	2.81	-1.30%
	白玉山明兴制药	注射剂 20mg 1ml	1.20%	0.55	0.71	0.88	1.69	2.04	2.98	40.35%
		注射剂 20mg 2ml	0.00%	/	/	/	/	/	1.76	/
	科伦药业	注射剂 20mg	0.07%	/	/	/	/	1.28	2.67	/
	东信药业	栓剂 25mg	0.01%	2.24	2.24	2.22	2.10	2.08	1.57	-6.83%
	金耀药业	注射剂 10mg	0.29%	0.26	0.31	0.38	0.59	1.06	1.83	47.15%
		注射剂 20mg	0.30%	0.70	0.45	0.34	1.17	1.56	2.80	31.86%
爱生药业	胶囊剂 100mg	5.76%	3.00	3.00	2.93	2.87	2.70	2.57	-3.07%	
浙江医药新昌制药厂	胶囊剂 100mg	4.42%	2.89	2.88	2.81	2.74	2.57	2.50	-2.88%	

资料来源：PDB、广证恒生

◆ 黄体酮凝胶剂和纳米晶体胶囊新剂型上市可期，前景优异

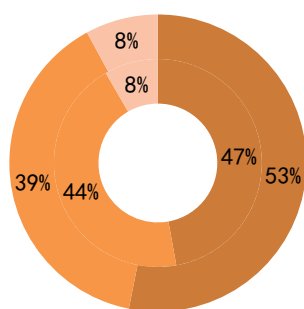
黄体酮分为胶囊剂，凝胶剂，注射剂和栓剂。从临床便利性的角度出发，目前胶囊剂和凝胶剂的使用率高。黄体酮阴道缓释凝胶为默克雪兰诺 (Fleet laboratories) 的原研产品，临床用于辅助生殖技术中的黄体酮补充。其给药的方式保证了可将黄体酮直接运送至子宫从而降低了吸收入血黄体酮的量，因此能降低副作用。临床上主要代替针剂。

由样本医院的数据可以看出，黄体酮凝胶剂的用量在 2016 年和 2017 年这两年中，凝胶剂比胶囊剂高出 3 个百分点和 8 个百分点，且每年用量有所提升。但目前只有 Fleet laboratories Limited 的雪诺同 (黄体酮阴道缓释凝胶) 占据着市场。而国内厂商目前还没有仿制药上市，凝胶剂市场潜力大。

图表30. 2016 与 2017 年样本医院黄体酮剂型分布

单位：亿元

■ 阴道凝胶剂 ■ 胶囊剂 ■ 注射剂



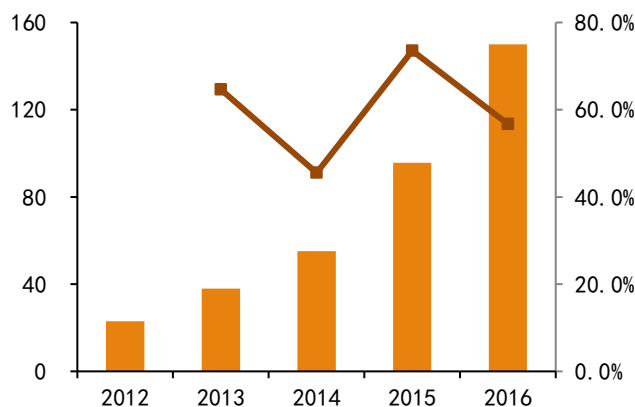
内圈：2016

外圈：2017

资料来源：PDB、广证恒生

图表31. 样本医院黄体酮凝胶剂历年销售情况

单位：百万元 ■ 销售额 ■ 同比增长



资料来源：PDB、广证恒生

雪诺同的售价近 90 元/支 (以雪诺同 (黄体酮阴道缓释凝胶) 8%(90mg)*15 支为例)，价格相对来说较昂贵。仙琚的黄体酮缓释凝胶目前在补做生物等效性实验，物理特性的一致性已经完成，预计将于 2019 年上市。随着学术推广的加强，我们认为放量可期。

另外，公司与中国人民解放军军事医学科学院毒物药物研究所共同研发的黄体酮纳米晶体胶囊目前正在审评阶段。注册分类在 2.2。目前市场上存在的黄体酮注射剂使用不便，患者依从性较差；胶囊剂由于黄体酮较低的水溶性和肝脏的首过效应利用度不佳。该纳米晶体药物是目前已有黄体酮的升级产品，纳米晶体药物能够有效提高难溶性药物的溶解度和溶出速度，从而提高口服利用率，上市后或可带来妇科领域的新增长。

图表32. 纳米晶体胶囊申办情况

药品名称	企业名称	受理号	办理状态	承办年	状态开始时间
黄体酮纳米晶体胶囊	中国人民解放军军事医学科学院毒物药物研究所, 浙江仙琚制药股份有限公司	CXHL1600241	在审评	2017	2017-01-23

数据来源：CDE、广证恒生

◆ 黄体酮的销售层面分析

国内约有 350 家机构拥有辅助中心的牌照，目前公司已经进入了 170-180 家。在 2017 年做了一些循证医学的证据支持。2018 年开始从中选出的 50 家医疗机构进行突破。从销售战略上来讲，公司细化了考核指标，将任务下放到每个大区，指标明确化。我们预计开发成功一个中心，每个月将有 1-2 千盒的销量增加。

◆ 米非司酮片

米非司酮是新型抗孕激素，可终止停经 49 天内的妊娠，具有抗受精卵着床、诱导月经及促进宫颈成熟的作用，用于抗早孕，另外米非司酮促使宫颈口松弛，使孕囊从子宫壁上剥离，临床上用于胎死宫内引产、妇科手术操作等。

米非司酮是应用广泛的避孕药物，作为紧急避孕药，其使用不受月经周期限制，但不可长期使用。中康 CMH 数据显示，避孕药市场中紧急避孕药的市场份额最大，占比约 70%。二胎政策的放开使得宫内节育器和绝育的需求下降，避孕药作为高效可逆的避孕措施，市场规模会继续发展扩大。

图表33. 避孕药分类与分析

药物分类	作用机理	药物代表	优点	缺点
短效口服避孕药	抑制排卵	复方左炔诺孕酮片 复方炔雌醇片 妈富隆 复方孕二烯酮片	避孕有效率达 99% 可预防宫外孕发生； 对子宫内膜癌和卵巢上皮癌的发生有保护作用； 减轻痛经，使月经周期规律； 不影响性生活	需保证每天按时服药，不可漏服，否则避孕失败可能性大
长效口服避孕药	抑制和改变卵运行速度	复方 18 甲长效口服避孕药片 复方炔雌醚口服避孕药片	高效 长效 可逆	经量增加 经期延长 可能引起闭经
紧急避孕药	速效抑制排卵 影响精子穿透 使孕卵不能着床	米非司酮 左炔诺孕酮片 甲地孕酮片	不受月经周期限制	含有大量孕激素，可造成女性内分泌紊乱、不规则的阴道流血等

资料来源：公开资料整理、广证恒生

米非司酮主要通过抑制子宫内膜的生长和分泌期改变、阻止孕卵着床、抑制卵泡发育和排卵发挥避孕效果，每日低剂量给药、排卵后立即给予大剂量米非司酮和紧急避孕效果均良好。

图表34. 米非司酮作用机制

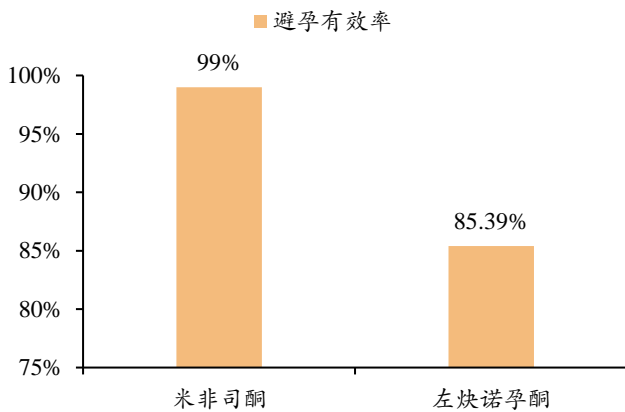
作用机理	具体作用
抑制子宫内膜生长	明显减低子宫内膜厚度 内膜上皮细胞增生减少，凋亡性死亡增加 螺旋小动脉萎缩，不利于孕卵着床
抑制子宫内膜分泌期转变	延迟子宫内膜由增殖晚期向分泌中期的转变 明显降低腺体分泌量、核上空泡、间质水肿 使内膜 PR、ER 显著增加，延迟内膜成熟
阻止胚泡着床	抑制孕酮，影响胚胎蛋白和降钙素等生物活性物质的产生和释放，从而阻止着床
抑制卵泡发育和排卵	拮抗孕酮抑制卵泡生长，抑制产生雌、孕激素 抑制或明显减少卵母细胞的释放 阻止 LH 峰的出现

资料来源：天津医科大学总医院、广证恒生

米非司酮和左炔诺孕酮具有较好的安全性和方便的适用性，是两种最常用的紧急备孕药物，临床数据显示，米非司酮紧急避孕效果优于左炔诺孕酮，且不良反应少，米非司酮避孕有效率 99.00%，左炔诺孕酮避孕有效率 85.39%。月经推迟是使用避孕药最常见的不良反应，使用米非司酮和左炔诺孕酮避孕的月经推

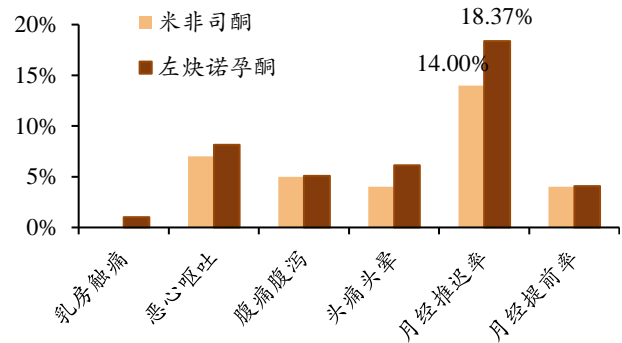
迟率分别为 14.00%和 18.37%。

图表35. 米非司酮避孕有效率显著好于左炔诺孕酮



资料来源：黑龙江计划生育科学研究所、广证恒生

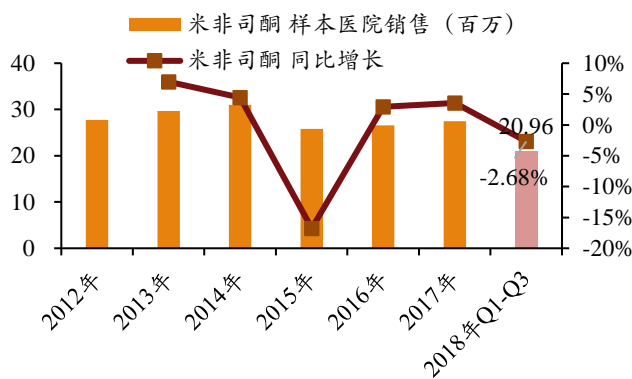
图表36. 米非司酮不良反应发生率较左炔诺孕酮低



资料来源：黑龙江计划生育科学研究所、广证恒生

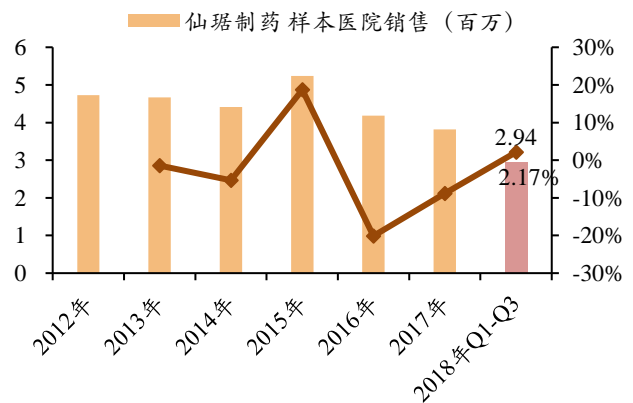
米非司酮的样本医院销售总体稳定，2018 年前三季度实现销售 2,096 万元，同比减少 2.68%。仙琚制药的米非司酮 2018 年前三季度实现样本医院销售 294 万元，同比增长 2.17%。米非司酮市场上主要由紫竹药业、人福药业、仙琚制药、朗圣药业、新华联制药、资福药业等企业主导，其中紫竹药业、人福药业和仙琚制药的市占率分别为 41.58%、31.30%和 14.03%。

图表37. 2018 年 Q1-Q3 米非司酮样本医院销售 2,096 万元



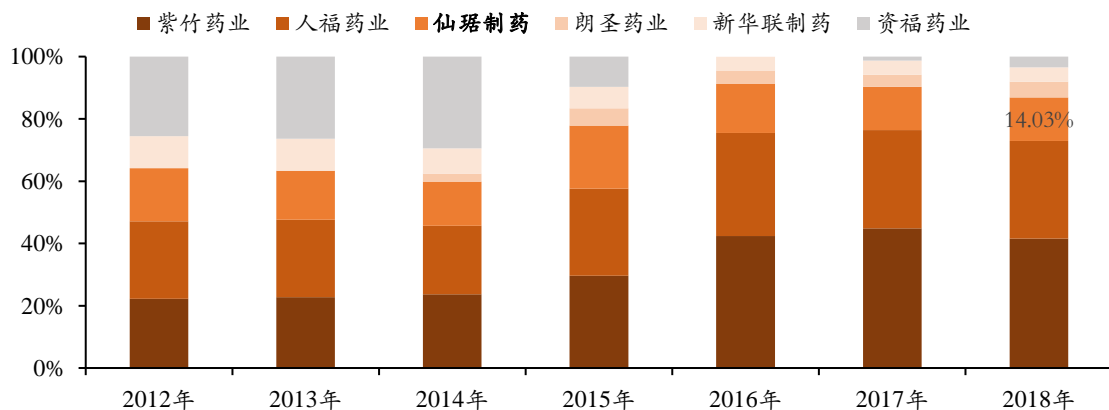
资料来源：PDB、广证恒生

图表38. 仙琚制药米非司酮2018年Q1-Q3样本医院销售 294 万元



资料来源：PDB、广证恒生

图表39. 2018 年仙琚制药米非司酮市占率 14.03%



资料来源：PDB、广证恒生

米非司酮主要有片剂和胶囊剂两种剂型，不同规格的米非司酮价格降幅均可控。2013-2018年，仙琚制药10mg米非司酮片剂价格的年复合降幅为1.37%；25mg米非司酮片剂价格的年复合降幅为4.51%；5mg米非司酮胶囊剂价格的年复合降幅为0.85%。

图表40. 米非司酮历年样本医院价格情况分析

通用名	厂家	剂型	2018年各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）						
				2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	年复合降幅
米非司酮	仙琚制药	片剂 10mg	3.75%	2.34	2.52	2.60	2.30	2.29	2.19	-1.37%
		片剂 25mg	9.88%	3.43	3.30	3.13	2.87	2.70	2.72	-4.51%
		胶囊剂 5mg	0.40%	3.27	3.16	1.49	1.33	3.10	3.13	-0.85%
	人福药业	片剂 10mg	1.46%	/	/	2.19	2.25	2.19	2.24	/
		片剂 25mg	12.21%	3.18	3.41	3.50	3.50	3.50	3.47	1.81%
		片剂 CO30mg	17.63%	27.47	24.90	20.09	21.18	22.03	21.45	-4.83%
	紫竹药业	片剂 10mg	7.17%	3.88	3.29	3.17	7.88	9.17	10.78	22.68%
		片剂 25mg	14.95%	4.34	3.97	3.64	3.62	3.62	3.65	-3.40%
		片剂 CO	2.45%	7.34	6.45	6.46	6.78	6.42	6.21	-3.27%
		片剂 200mg	0.87%	/	/	67.80	65.06	64.40	67.19	/
		胶囊剂 5mg	16.14%	5.44	5.20	5.15	3.01	3.01	2.44	-14.77%
	朗圣药业	片剂 25mg	5.05%	/	2.53	2.27	2.15	2.44	2.53	/
	新华联制药	片剂 10mg	/	4.25	2.56	1.82	/	/	/	/
片剂 25mg		4.57%	5.12	4.09	3.60	3.52	3.33	3.28	-8.49%	
资福药业	胶囊剂 5mg	3.47%	8.38	8.34	8.36	7.33	8.39	8.22	-0.38%	

资料来源：PDB、广证恒生

3.1.2 麻醉肌松线：市占率持续提升

麻醉用药主要分为全身麻用药、局部麻用药、肌松药、麻醉镇痛药、镇静催眠药等五大类。

公司布局的肌松药主要有罗库溴铵注射液、注射用维库溴铵、注射用苯磺顺阿曲库铵和甲硫酸新斯的明注射液；镇痛药有甲磺酸罗哌卡因氯化钠注射液；镇静药主要是氟马西尼注射液。麻醉肌松类制剂产品销售收入3.97亿元，同比增长26%。

图表41. 公司麻醉肌松线产品

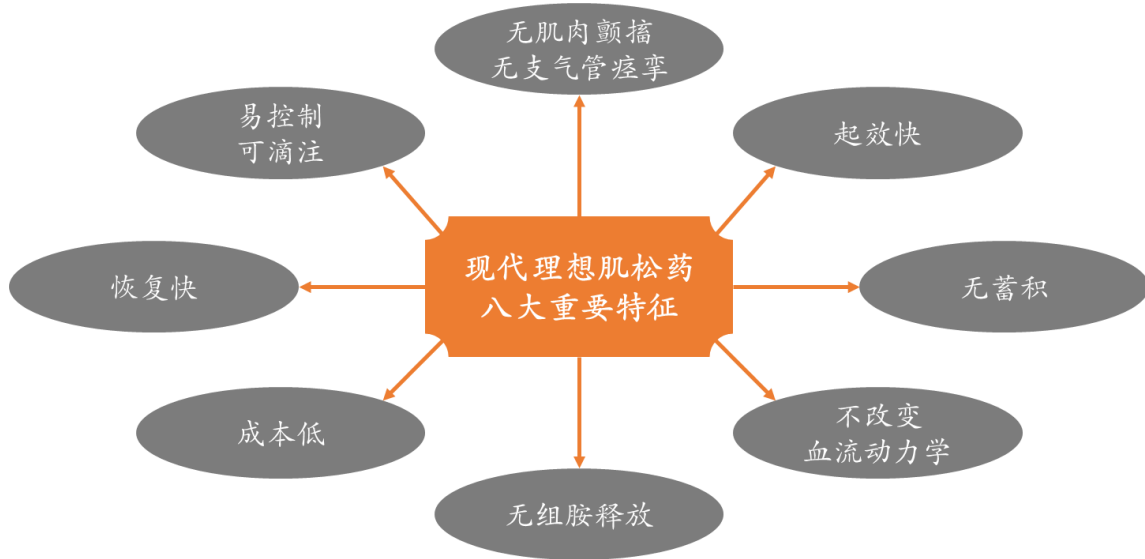
产品名称	剂型	医保情况	作用；适用场景	中国上市企业数
罗库溴铵注射液	注射剂	国家乙类	肌松；松弛骨骼肌，使气管插管和机械通气易于进行	15
注射用维库溴铵	冻干粉	国家甲类		20
注射用苯磺顺阿曲库铵	冻干粉	国家乙类		14
甲硫酸新斯的明注射液	注射剂	国家甲类	肌松；用于重症肌无力、术后功能性肠胀气及尿潴留	5
甲磺酸罗哌卡因氯化钠注射液	注射剂	省级乙类	镇痛；外科手术麻醉、急性疼痛控制	3
氟马西尼注射液	注射剂	国家甲类	镇静；用于逆转苯二氮草类药物所致的中枢镇静作用	26

资料来源：公司官网、药智网、医药魔方、广证恒生

肌松药是麻醉手术中的必须用药，开启了深肌松和浅麻醉的新纪元，极大地提高了临床麻醉的可行性和安全性。作为全身麻醉的辅助用药，肌松药主要用于帮助气管插管和机械通气的顺利进行，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。理想的肌松药应具有起效快、无

蓄积、无组胺释放、不改变血流动力学等优点。

图表42. 现代理想肌松药重要特征



资料来源：Blobner et al. Anaesthetist、广证恒生

公司布局的三大肌松药，罗库溴铵、维库溴铵和苯磺顺阿曲库铵均属于中时效的非去极化肌松药，无体内蓄积作用，不良反应少且轻微，是较为理想的肌松药。

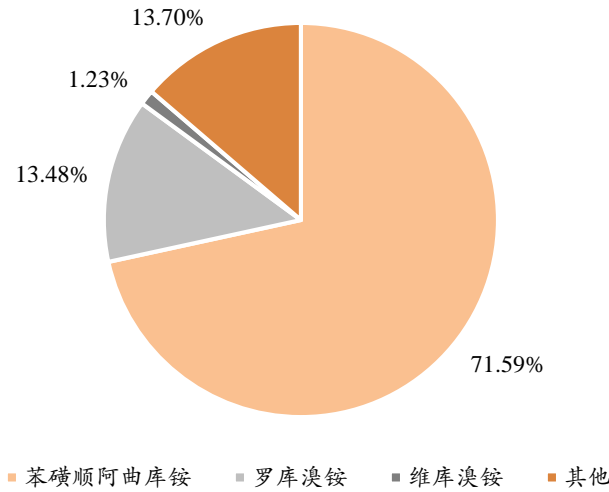
图表43. 肌松药分类

类别	代表药物	2017年样本医院销售（元）	起效时间 临床时效 恢复指数	特点	中标价格	
去极化肌松药	琥珀胆碱	9,565,172	起效时间：1min 临床时效：5min	作用快短强 不良反应：心血管作用、高血钾、恶性高热、肌强直、咬肌僵硬	2ml：0.1g 56元	
非去极化肌松药	短时效 米库氯铵	1,432,616	起效时间：1.6-1.9min 临床时效：14min	无蓄积作用 对自主神经及心血管系统无不良反应	5ml：10mg 80.85元	
	中时效	罗库溴铵	129,264,048	起效：1-2min 临床时效：24-43min 恢复指数：9-10min	作用快短弱 无蓄积作用 组胺释放不明显	5ml：50mg 58.88元
		维库溴铵	11,808,142	起效时间：3-4min 临床时效：28min 恢复指数：26min	无蓄积作用 对心血管作用极小	4mg 7.49元
	长时效 （顺）阿曲库铵	686,616,585	起效时间：4-6min 临床时效：44.8min 恢复指数：30-33min	无蓄积作用 强度强 组胺释放少	5mg 45.28元	
	哌库溴铵	792,205	起效时间：1.5-5min 临床时效：25-35min	无蓄积作用	4mg 19.13元	

资料来源：武汉第一医院、广证恒生

由于肌松药罗库溴铵、维库溴铵和苯磺顺阿曲库铵，是临床上应用最多的肌松药，分别占2017年肌松药样本医院销售总额的13.48%、1.23%和71.59%。

图表44. 2017年肌松药样本医院销售占比



资料来源：公开资料整理、药品说明书、广证恒生

◆ **罗库溴铵：仙琚市占率持续提升**

罗库溴铵是一种新型甾体类非去极化肌松药，通过与运动终板处N型乙酰胆碱受体竞争性结合产生作用，具有起效迅速、插管理想的优点，适用于快速诱导气管内插管以及维持术中骨骼肌松弛。

快速静注罗库溴铵后，平均分布半衰期为 73 分钟，稳态表现分布容积为 203ml/kg，血浆清除率为 3.7ml/kg/min。连续输注 20 小时或更长长时间后，平均清除半衰期和平均稳态表现分布容积增高，增高范围与患者个体特征有关，在多器官功能衰竭的患者中，平均消除半衰期为 21.5 小时，稳态外观分布容积为 1.5l/kg，血浆清除率为 2.1ml/kg/min。罗库溴铵主要经尿和胆汁排泄。

图表45. 罗库溴铵药代动力学

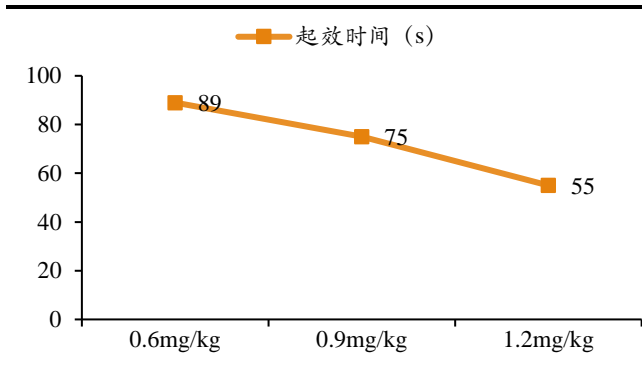
注入方式/患者	半衰期	稳态表现分布容积	血浆清除率	代谢方式
快速静注 一般成年患者	73min	203ml/kg	3.7ml/kg/min	经尿和胆汁排泄 12-24 小时内经尿排泄 约占 40%
连续输注 ≥20h 多器官功能衰竭患者	21.5h	1.5l/kg	2.1ml/kg/min	约 50%以药物原型排泄

资料来源：药品说明书、广证恒生

在起效时间方面，罗库溴铵是起效最快的非去极化肌松药，起效时间与琥珀胆碱相当，且在一定范围内随着剂量加大，起效时间进一步缩短，1.2mg/kg 的罗库溴铵起效仅需 55 秒。

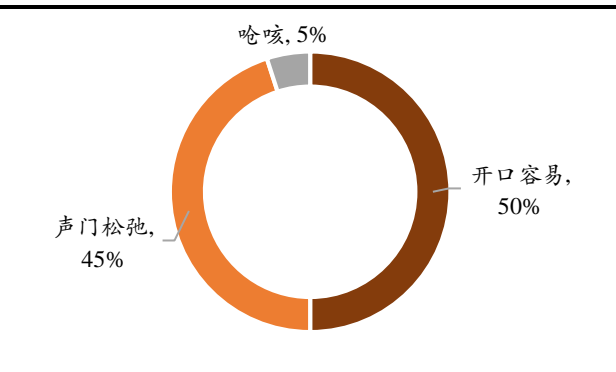
在插管条件方面，罗库溴铵肌松效应明显，术前 30 分钟使用罗库溴铵（0.6mg/kg）诱导气管插管时，50%患者开口容易，45%患者声门松弛，只有 5%患者有呛咳现象。

图表46. 罗库溴铵起效时间与剂量有关



资料来源: 苏州大学附属第一医院、广证恒生

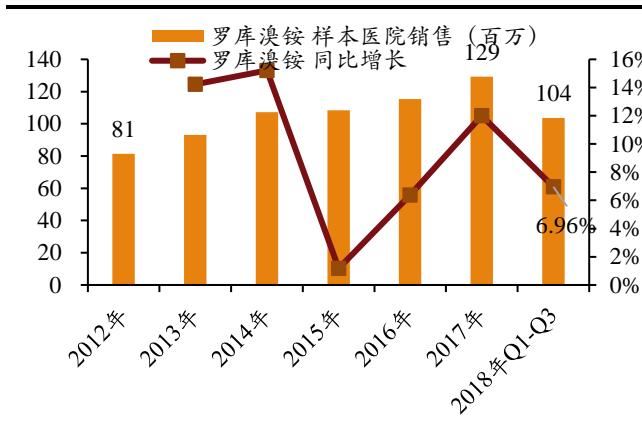
图表47. 罗库溴铵诱导气管插管能使患者开口容易或声门松弛



资料来源: 浙江省湖州市中医院、广证恒生

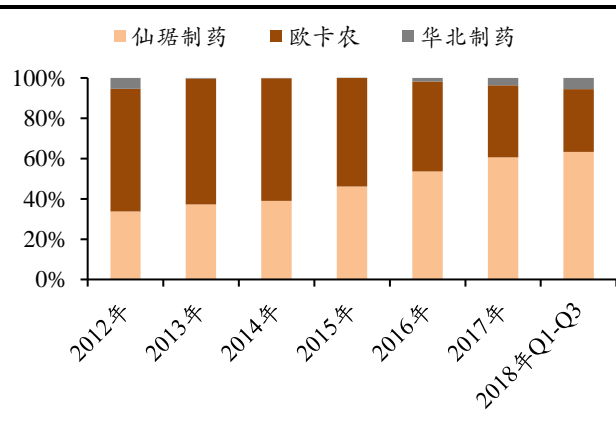
罗库溴铵的样本医药销售增长稳定, 从2012年的0.81亿元增长至2017年的1.29亿元, 复合增长率为9.67%, 2018年前三季度实现样本医院销售1.04亿元, 同比增长6.96%。罗库溴铵市场上主要有仙琚制药、欧卡农和华北制药三家企业, 2018年市占率分别为63.26%、31.15%和5.59%。

图表48. 罗库溴铵2018年Q1-Q3样本医院销售同比增长6.96%



资料来源: PDB、广证恒生

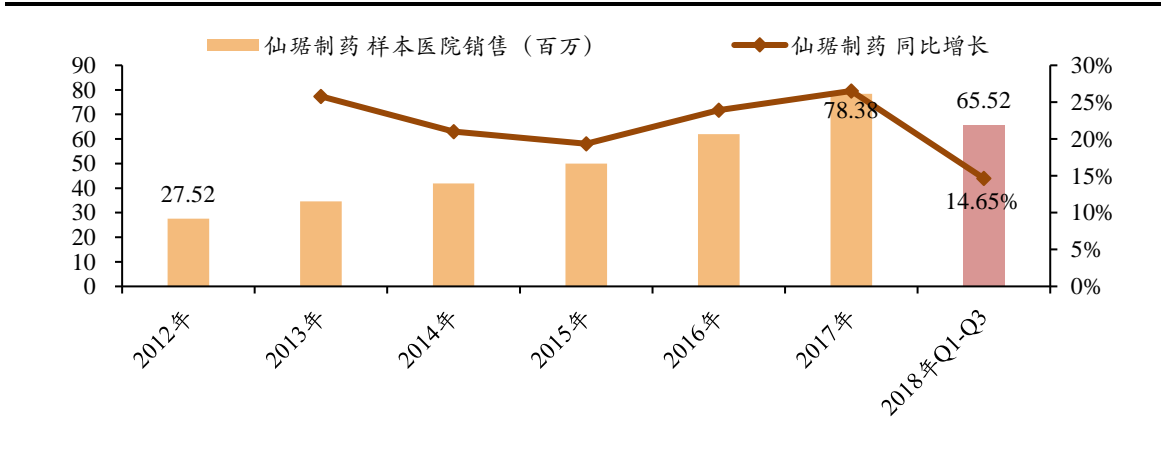
图表49. 仙琚制药罗库溴铵市占率提升明显



资料来源: PDB、广证恒生

仙琚制药作为罗库溴铵市场上市场份额最大的企业, 样本医院销售提升迅速, 从2012年的2,752万元增长至2017年的7,838万元, 复合增长率达到23.29%, 2018年前三季度实现样本医院销售6,552万元, 同比增长14.65%。

图表50. 仙琚制药罗库溴铵2012-2017年样本医院销售 CAGR23.29%



资料来源: 公开资料整理、药品说明书、广证恒生

从终端销售价格看，罗库溴铵的价格降幅整体小。罗库溴铵有 25mg 和 50mg 两种剂型，2018 年数据显示，25mg 剂型中，仙琚制药和华北制药的价格分别为 34.90 元和 36.28 元；50mg 剂型中，仙琚制药、华北制药和欧卡农的价格分别为 59.71 元、58.07 元和 74.41 元。

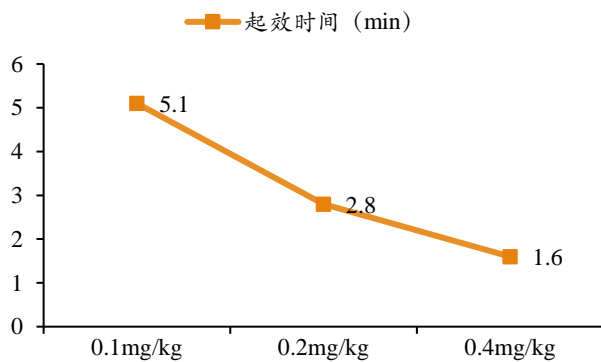
仙琚制药 25mg 罗库溴铵由于 2013 年价格过高，导致其 5 年价格年复合降幅较大，但 2018 年价格比 2015 年略有上升。

图表51. 罗库溴铵价格降幅整体可控

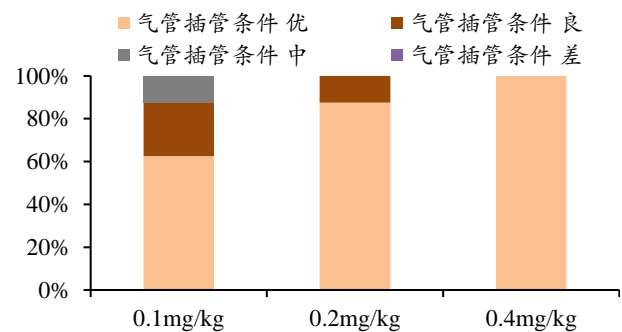
通用名	厂家	剂型	2018 年各规格销售占比	样本医院终端销售单价 (元)						年复合降幅
				2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	
罗库溴铵注射剂	仙琚制药	25mg	1.14%	64.87	/	34.86	35.32	39.15	34.90	-11.66%
		50mg	62.12%	61.86	63.98	62.64	62.87	61.12	59.71	-0.70%
	华北制药	25mg	0.80%	38.11	42.00	/	35.45	35.74	36.28	-0.98%
		50mg	4.79%	70.88	64.87	58.96	53.14	57.33	58.07	-3.91%
	欧卡农	50mg	31.15%	69.32	62.67	67.01	74.61	74.33	74.41	1.43%

资料来源：PDB、广证恒生

◆ **苯磺顺阿曲库铵**：肌松药新一代的主流产品顺阿曲库铵是肌松药市场上的主流用药，具有适用范围广、起效快和安全性好等优点。随着苯磺顺阿曲库铵的剂量增大，起效时间明显缩短，0.1mg/kg 的起效时间约为 5.1min，0.4mg/kg 的起效时间约为 1.6min；不同剂量的苯磺顺阿曲库铵均能提供优良的气管插管条件，剂量的加大能进一步提高气管插管条件，0.4mg/kg 的气管插管条件为优的概率达到 100%。

图表52. 顺阿曲库铵起效时间随剂量加大而减少


资料来源：顺式阿曲库铵临床应用、广证恒生

图表53. 顺阿曲库铵提供优良的插管条件


资料来源：顺式阿曲库铵临床应用、广证恒生

目前市场上苯磺顺阿曲库铵的生产企业主要有仙琚制药、恒瑞制药、上海东英药业、Aspen Pharma Trading Limited 和海南皇隆制药。

图表54. 苯磺顺阿曲库铵上市情况

药物名称	生产企业	剂型	规格	批准日期
注射用苯磺顺阿曲库铵	仙琚制药	注射剂 (冻干)	5mg	2014-3-17
注射用苯磺顺阿曲库铵	恒瑞制药	注射剂 (冻干)	10mg	2016-3-4
注射用苯磺顺阿曲库铵	上海东英药业	注射剂 (冻干)	5mg、10mg、20mg	2016-4-28
注射用苯磺顺阿曲库铵	恒瑞制药	5、20mg: 注射剂 (冻干) 10mg 注射剂	5mg、10mg、20mg	2018-2-2
注射用苯磺顺阿曲库铵	Aspen Pharma	注射剂	5mg、10mg、20mg	2018-3-31
注射用苯磺顺阿曲库铵	海南皇隆制药	注射剂 (冻干)	5mg、10mg、20mg	2018-8-12

资料来源：医药魔方、广证恒生

◆ 维库溴铵

维库溴铵和全麻药合用可用于各种手术的气管内插管，肌肉松弛效果良好，可有效用于各类小儿手术麻醉，维库溴铵还具有对心血管的作用极小的优点。

图表55. 维库溴铵药代动力学

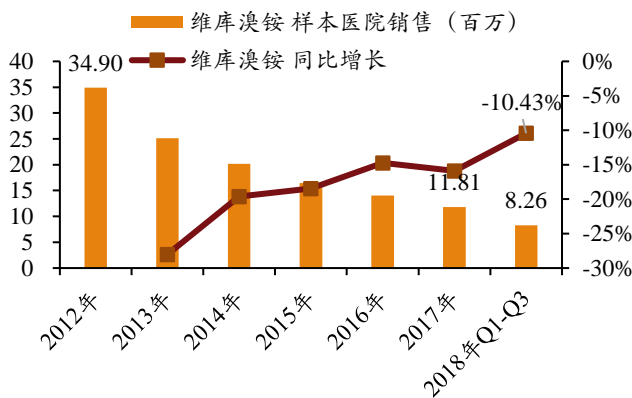
维库溴铵药代动力学	
血浆吸收半衰期	约 4min
消除半衰期	约 31min
血浆半衰期	31-80min
平均稳态血药浓度	0.137μg/ml
与血浆蛋白结合程度	静脉注射后 60%-90%与血浆蛋白结合
代谢	主要在肝脏代谢，85%经胆汁、15%经肾排出

数据来源：药品说明书、广证恒生

维库溴铵样本医院销售逐年递减，从 2012 年的 3,490 万元减少至 2017 年的 1,181 万元，复合降幅为 19.49%，2018 年前三季度实现样本医院销售 826 万元，同比减少 10.43%，销售下降幅度趋缓。仙琚制药的维库溴铵 2018 年前三季度实现样本医院销售 431 万元，同比下降 19.07%。

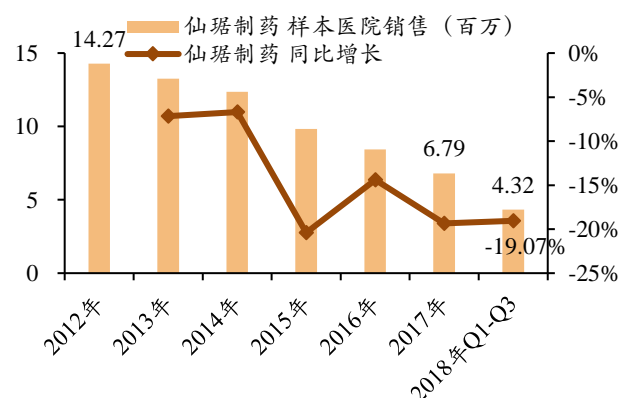
维库溴铵市场中企业较多，主要由仙琚制药、扬子江药业、天台山制药主导，仙琚制药市占稳居第一，2018 年市场份额达到 52.30%。

图表56. 维库溴铵样本医院销售降幅趋缓



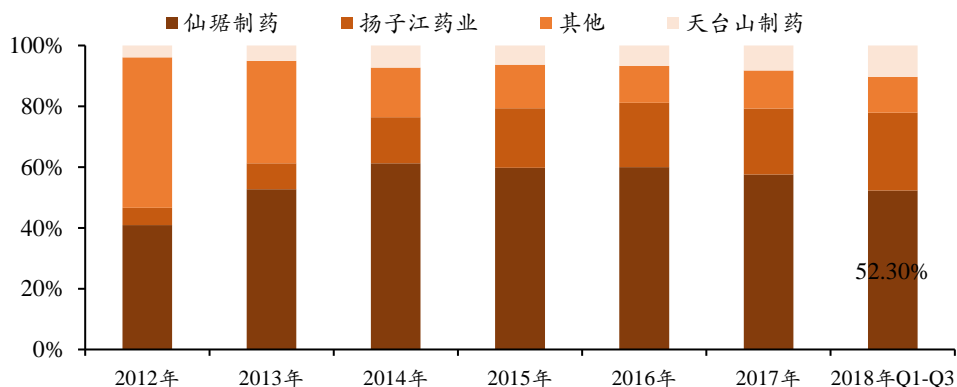
资料来源：PDB、广证恒生

图表57. 仙琚制药维库溴铵2018年Q1-Q3样本医院销售同比减少19.07%



资料来源：PDB、广证恒生

图表58. 2018年仙琚制药的维库溴铵在样本医院的市占率为52.30%



资料来源：PDB、广证恒生



从终端销售价格看，2018年，仙琚制药、扬子江药业和天台山制药的4mg维库溴铵价格分别是11.40元、14.89元和11.23元，5年的价格年复合降幅分别是4.00%、1.07%和5.16%，降幅可控。

图表59. 维库溴铵价格降幅可控

通用名	厂家	剂型	2018年各规格 销售占比	样本医院终端销售单价 (元)						
				2013	2014	2015	2016	2017	2018	年复合降幅
维库溴铵 注射剂	仙琚制药	4mg	52.30%	13.98	12.98	12.74	13.32	12.06	11.40	-4.00%
	扬子江药业	4mg	25.63%	15.71	15.23	14.96	15.12	14.96	14.89	-1.07%
	天台山制药	4mg	10.30%	14.63	13.48	10.39	9.50	10.80	11.23	-5.16%

资料来源：PDB、广证恒生

3.1.3 呼吸科：粉雾和喷雾剂享 COPD 大市场，基数低超高速增长

慢性呼吸道系统疾病中最常见的是 COPD 和哮喘。目前我国慢性阻塞性肺疾病 (Chronic Obstructive Pulmonary Disease, COPD) 患者约 1 亿人，哮喘患者约 3000 万人，患者基数庞大；其常见病因包括空气污染、吸烟等短期难以解决的问题，而且发病率随年龄的提升而增加。我们测算年中国市场规模约为 130 亿元人民币。

国内呼吸科市场制剂技术要求较高的领域为外资高度垄断，阿斯利康、勃林格殷格翰、默沙东和葛兰素史克等占整体板块近一半份额，在高端专科制剂领域享有更高市场份额。

公司呼吸科药品主要包括糠酸莫米松鼻喷雾剂和塞托溴铵吸入粉雾剂等，2017 年实现销售收入 1.13 亿元，同比增长 153%。

◆ 糠酸莫米松鼻喷雾剂

鼻炎是指鼻腔内炎症的统称，病症有流鼻涕、鼻塞、打喷嚏等，鼻炎发病率不断上升，严重的鼻炎可发展为鼻咽癌，世界卫生组织调查统计结果显示，全球 80% 的鼻咽癌患者在我国。随着工业发展和生态环境的急剧变化，鼻炎用药的需求将进一步扩大。

目前常用的鼻喷剂分为糖皮质激素类、抗组胺药、白三烯受体拮抗剂和 α 肾上腺素受体激动剂，其中糖皮质激素是鼻炎的首选用药，具有良好的抗炎作用，并能产生减充血效果，根据患者需要可选用不同效用时长的糖皮质激素鼻喷雾，疗效和安全性较好。

图表60. 糖皮质激素类鼻炎用药

药物分类	药理作用	有效时长	代表性药物	中标价格	作用效果
糖皮质激素类	抑制炎症介质产生和释放； 抑制参与炎症反应的免疫细胞活性与数量 提高机体对毒素的耐受力； 对变态反应有较强的拮抗作用	短效 (8-12h)	氢化可的松	注射液 2ml; 10mg, 约 5 元	抗炎作用弱 起效迅速
		中效 (18-36h)	泼尼松龙	注射液 10mg, 约 13.76 元	长期服用安全性高
		长效 (36-54h)	糠酸莫米	喷雾剂 50ug*60 揆, 40.91 元	抗炎作用强 作用时间长 不宜长期用药
			布地奈德	喷雾剂 64ug*120 揆, 67.83 元	
			丙酸倍氯米松	气雾剂 50ug*200 揆, 55 元	
曲安奈德	喷雾剂 55ug*120 揆, 49.28 元				
抗组胺药	阻止组胺同 H1 受体结合，抑制过敏反应	/	地氯雷他定	片剂 8.8mg 32 元	可有效减少喷嚏、鼻发痒和流涕。但对鼻塞症状无效
白三烯受	与半胱氨酰白三烯受体选择	/	扎鲁司特	--	减少过敏性鼻炎的发

拮抗剂	性结合, 竞争性地阻断半胱氨酰白三烯的作用				作频率和症状的严重程度
α肾上腺素受体激动剂	作用于鼻粘膜, 使其血管收缩, 减轻充血	/	盐酸赛洛唑啉	鼻喷雾剂 10ml 约 20 元	改善鼻塞症状

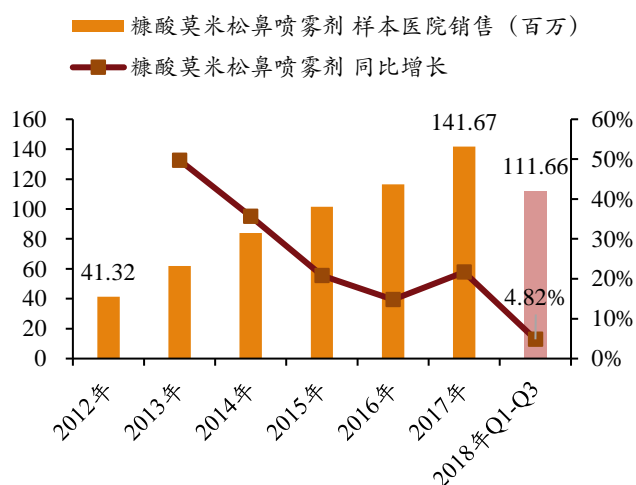
资料来源: 过敏性鼻炎药物概述、药智网、广证恒生

公司主要的鼻炎药物糠酸莫米松鼻喷雾剂属于长效糖皮质激素类鼻喷雾剂, 是甾体激素, 具有调节糖、脂肪和蛋白质生物合成及代谢的作用, 适用于预防和治疗成人、青少年和儿童的季节性或常年性鼻炎, 起效迅速且显著, 由于是无味剂型, 对鼻粘膜刺激小, 病人依从性良好。

从销售终端销售数据看, 糠酸莫米松鼻喷雾剂的样本医院销售从2012年的0.41亿元增长至2017年的1.42亿元, 复合增长率达到27.94%, 2018年前三季度实现样本医院销售1.12亿元, 同比增长4.82%。

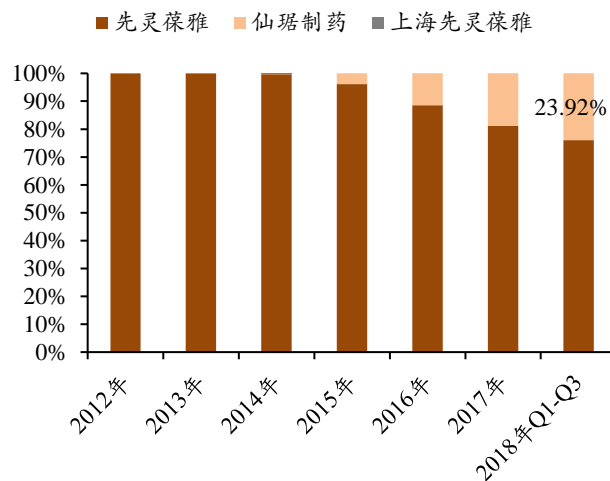
糠酸莫米松鼻喷雾剂的主要生产企业是先灵葆雅和仙琚制药, 仙琚制药的市占率从2013年的0.01%提升至2018年的23.92%, 提升明显。

图表61. 糠酸莫米松鼻喷雾剂 12-17 年样本医院销售 CAGR27.94%



资料来源: PDB、广证恒生

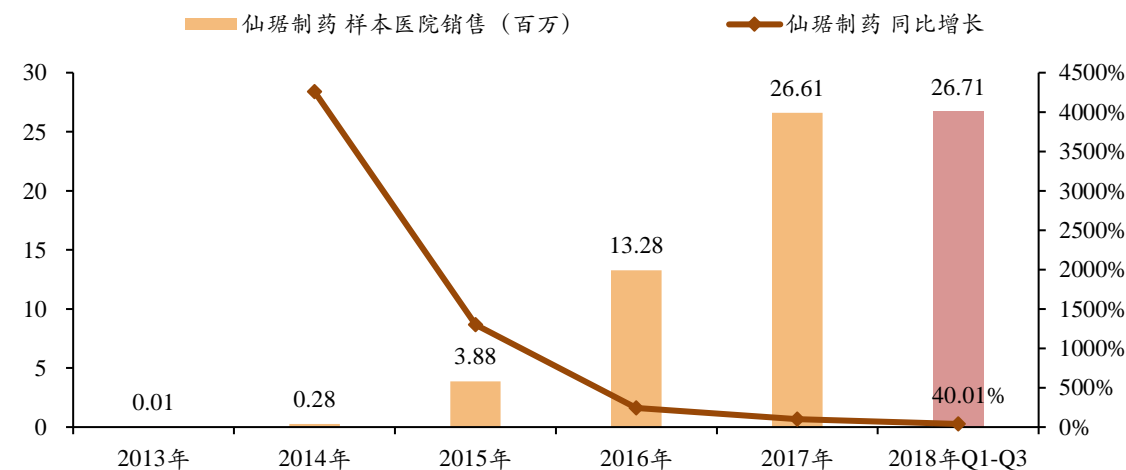
图表62. 仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂市占率提升明显



资料来源: PDB、广证恒生

仙琚制药的糠酸莫米松鼻喷雾剂样本医院销售增长迅猛, 从2013年的6,359元增长至2017年的2,661万元, 复合增长率达到704.31%, 2018年前三季度实现样本医院销售2,671万元, 同比增长40.01%。

图表63. 仙琚制药糠酸莫米松鼻喷雾剂 2018 年 Q1-Q3 样本医院销售同比增长 40.01%



资料来源: PDB、广证恒生

糠酸莫米松鼻喷雾剂有 3mg、6mg 和 7mg 三种剂型，2018 年，3mg 剂型中，仙琚制药和先灵葆雅的价格为 41.78 元和 57.35 元；先灵葆雅的 6mg 和 7mg 糠酸莫米松鼻喷雾剂价格分别是 57.77 元和 115.27 元。

图表64. 糠酸莫米松鼻喷雾剂价格降幅小

通用名	厂家	剂型	2018 年各规格销售占比	样本医院终端销售单价 (元)						
				2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	年复合降幅
糠酸莫米松鼻喷雾剂	仙琚制药	50 μ g 3mg	23.92%	48.92	51.73	45.16	44.31	43.58	41.78	-3.10%
	先灵葆雅	50 μ g 3mg	50.59%	59.12	58.58	58.40	58.27	57.23	57.35	-0.61%
		50 μ g 6mg	0.04%	59.50	/	/	58.27	/	57.77	-0.59%
		50 μ g 7mg	25.45%	121.8 9	121.2 7	120.9 3	119.6 0	116.7 2	115.2 7	-1.11%
	上海先灵葆雅	50 μ g 3mg	0.00%	/	58.26	/	/	/	/	/

资料来源：PDB、广证恒生

◆ 噻托溴铵吸入粉雾剂

慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 是一种具有气流受限特征的可以预防且治疗的疾病，气流受限呈进行性发展、不完全可逆，和肺部对有害气体或颗粒的异常炎症反应、蛋白酶与抗蛋白酶失衡或氧化与抗氧化的不平衡有关。《The Lancet》上一项新研究显示，2015 年中国有 8.6% 的成年人患有 COPD，男性和女性的 COPD 患病率分别达到 11.9% 和 5.4%。

治疗 COPD 的药物有支气管舒张剂、糖皮质激素和其他类药物，其中支气管舒张剂是控制慢阻肺症状的主要治疗措施。支气管舒张剂分为 β_2 受体激动剂、抗胆碱能药物和茶碱类药物，抗胆碱能药物支气管舒张作用强，疗效维持时间长，且对血管影响小。

图表65. 常用支气管舒张剂

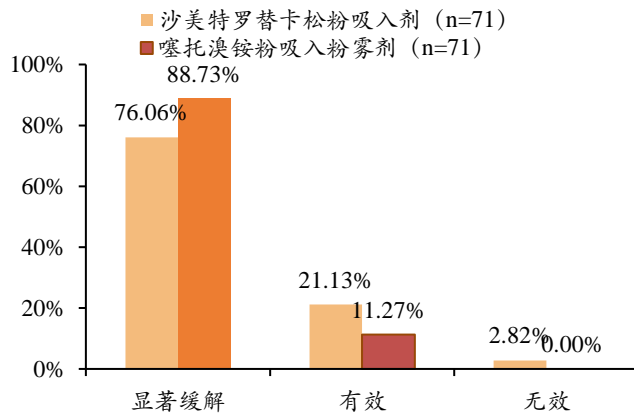
药物分类	代表药物	起效时间	优点	缺点
β_2 受体激动剂	沙丁胺醇	数分钟内起效 疗效持续 4-5 小时	起效快 有抗炎作用	耐受性差 反跳性支气管收缩 心血管副作用大 增加支气管对组胺的敏感趋势
	福莫特罗	1-3 分钟起效 疗效持续 12 小时以上		
抗胆碱能药物	异丙托溴铵	疗效持续 6-8 小时	支气管舒张作用强 维持时间长 对血管影响小	起效慢
	噻托溴铵	疗效持续 24 小时以上		
茶碱类	甲基黄嘌呤		与 M 受体阻滞剂有协同作用，可选择性联合使用	舒张支气管作用弱

资料来源：药品说明书、公开资料整理、广证恒生

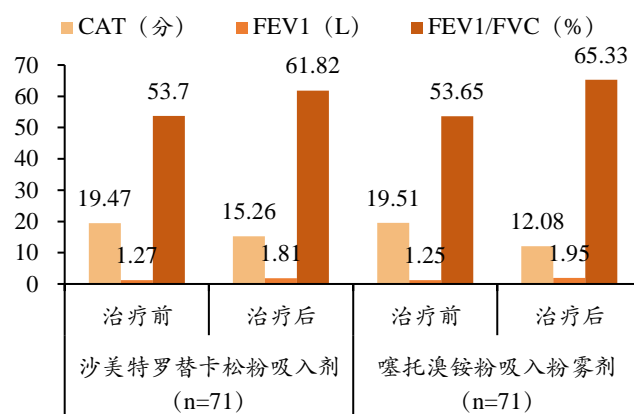
噻托溴铵吸入粉雾剂是抗胆碱支气管扩张药，临床应用优势明显，有抗炎作用和抗气道重塑作用，能持续改善肺功能，具有疗效持续时间长、对心血管影响小、使用方便等优点。

与 COPD 常规治疗药 (沙美特罗替卡松) 相比，噻托溴铵治疗 COPD 的疗效更优，有 88.73% 的患者症状显著缓解，对 11.27% 的患者有治疗效果。分别用沙美特罗替卡松和噻托溴铵治疗 3 个月后，沙美特罗替卡松组患者的 CAT 分数从 19.47 分降低至 15.26 分，FEV₁ 从 1.27L 上升至 1.81L，FEV₁/FVC 从 53.7% 上

升至 61.82%; 噻托溴铵吸入剂组患者的 CAT 分数从 19.51 分降低至 12.08 分, FEV₁ 从 1.25L 上升至 1.95L, FEV₁/FVC 从 53.65% 上升至 65.33%, 能改善患者症状及肺功能。

图表66. 噻托溴铵治疗 COPD 疗效明显


资料来源:《中国基层医药》、广证恒生

图表67. 噻托溴铵改善患者 CAT 评分和肺功能


资料来源:《中国基层医药》、广证恒生

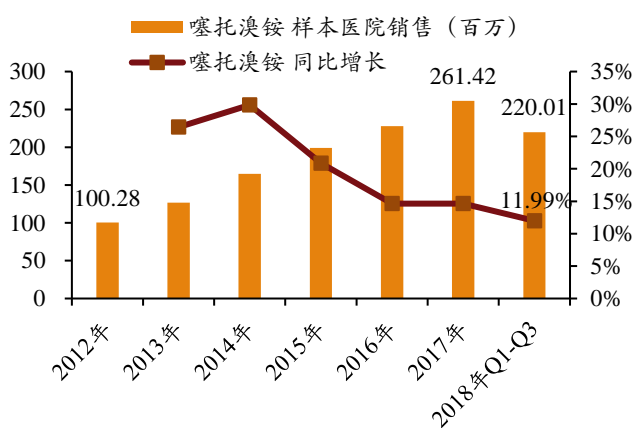
目前噻托溴铵吸入剂的生产企业主要是勃林格殷格翰、正大天晴、仙琚制药和弘益药业, 勃林格殷格翰占据近 2/3 的市场份额, 仙琚制药市占率从 2012 年的 0.61% 提升至 2018 年的 3.35%。

噻托溴铵吸入粉雾剂的样本医院销售近年来稳定增长, 从 2012 年的 1.00 亿元增长至 2017 年的 2.61 亿元, 复合增长率达到 21.12%, 2018 年前三季度实现样本医院销售 2.20 亿元, 同比增长 11.99%。

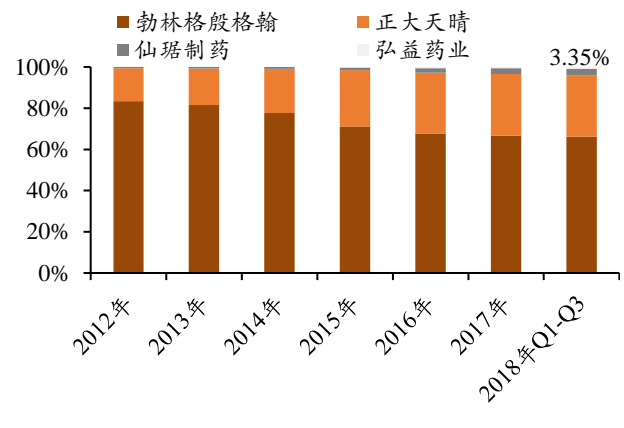
图表68. 噻托溴铵吸入粉雾剂上市情况

药物名称	生产企业	规格	批准日期
噻托溴铵吸入粉雾剂	仙琚制药	18μg	2014-5-6
噻托溴铵吸入粉雾剂	Boehringer Ingelheim International GmbH	18μg	2014-12-11
噻托溴铵吸入粉雾剂	正大天晴药业	18μg	2015-9-15
噻托溴铵吸入粉雾剂	南昌弘益药业	18μg	2018-9-25

资料来源: 医药魔方、广证恒生

图表69. 噻托溴铵 12-17 年样本医院销售 CAGR21.12%


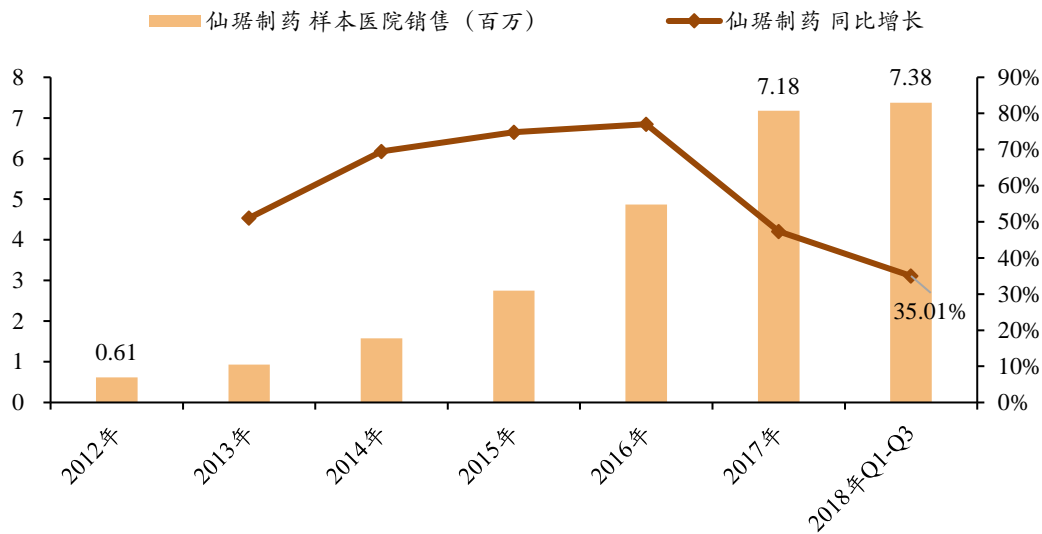
资料来源: PDB、广证恒生

图表70. 仙琚制药噻托溴铵吸入粉雾剂市占率 3.35%


资料来源: PDB、广证恒生

仙琚制药的噻托溴铵粉吸入剂样本医院销售增长明显，从2012年的61万元增长至2017年的718万元，5年CAGR为63.46%，2018年前三季度样本医院销售达到738万元，同比增长35.01%。

图表71. 仙琚制药噻托溴铵粉吸入粉雾剂 12-17 年样本医院销售 CAGR63.46%



资料来源：PDB、广证恒生

2018年，仙琚制药、勃林格殷格翰和正大天晴生产的噻托溴铵粉吸入粉雾剂价格分别为6.05元、13.15元和6.88元，三家企业该剂型的价格5年年复合降幅分别是4.70%、1.96%和2.03%，降幅较小。

图表72. 噻托溴铵粉吸入粉雾剂降价幅度较小

通用名	厂家	剂型	2018年各规格销售占比	样本医院终端销售单价 (元)						年复合降幅
				2013	2014	2015	2016	2017	2018	
噻托溴铵	仙琚制药	18μg 气雾剂	100.00%	7.70	7.45	6.81	5.74	6.01	6.05	-4.70%
	勃林格殷格翰	18μg 气雾剂	1417.31%	14.51	14.27	14.09	13.93	13.47	13.15	-1.96%
		150μg 气雾剂	555.77%	/	551.33	551.73	547.92	546.21	528.14	/
	正大天晴	18μg 气雾剂	882.09%	7.62	7.46	7.42	7.41	7.19	6.88	-2.03%
	弘益药业	18μg 气雾剂	26.80%	/	/	5.09	4.84	5.17	5.05	/

资料来源：PDB、广证恒生

3.1.4 皮肤科：乳膏和凝胶齐发力

湿疹皮炎类皮肤病是皮肤科门诊常见病，由多种内外因素引起，病因复杂，与遗传、免疫功能、饮食、环境等诸多因素密切相关。随着现代化工业化发展和环境污染加剧，湿疹皮炎类皮肤病发病率逐年提高。治疗湿疹皮炎暂无特效疗法，内用抗组胺药物或抗生素疗效不佳，主要用外用药物治疗。

糖皮质激素类药物属于甾体类固醇激素类药物，可以降低血清嗜酸性粒细胞趋化因子的水平，从而抑制变应性皮炎，具有良好的抗炎、抗过敏、止痒及减少渗出的作用，被广泛应用于皮肤病治疗。

图表73. 常用糖皮质激素类皮肤药

药物分类	代表药物	适用症	注意事项	药理作用
超强效激素	0.05%丙酸氯倍他索乳膏	重度、肥厚性皮损	1、每周用药<50g 2、连续用药不应超过2-3周 3、尽量不用于<12岁儿童 4、不应大面积用药 5、不应用于面部、乳房、阴部等皱褶部位	1、 抗炎作用 ：快速强大且非特异性 2、 免疫抑制作用 ：小剂量抑制细胞免疫；大剂量抑制浆细胞和抗体生成而抑制体液免疫功能 3、 抗体克作用 ：减轻炎症反应和组织损伤，提高机体对毒素耐受能力，解热
强效激素	0.1%哈西奈德乳膏 0.1%安西奈德乳膏 0.025%丙酸倍氯米松软膏			
中效激素	0.1%糠酸莫米松乳膏 0.05%丙酸氟替卡松乳膏 0.1%丁酸氢化可的松乳膏 0.1%曲安奈德乳膏	轻中度皮损	1、可以连续使用4-6周 2、<12岁儿童不应连续使用超过2周 3、不应大面积长期使用	
弱效激素	0.05%地奈德软膏/乳膏/凝胶 0.1%戊酸倍他米松洗剂 0.01%氟轻松乳膏	轻度及中度皮损（包括儿童皮肤病、面部和皮肤柔嫩部位）	1、可以短时较大面积使用 2、必要时可以长期使用	

资料来源：安徽省中医院、广证恒生

公司布局的皮肤科代表性药物主要包括糠酸莫米松（乳膏、凝胶、喷雾剂）和丙酸氟替卡松乳膏，均属于中效激素，为湿疹、皮炎适用的外用药物。

图表74. 公司皮肤科产品

产品名称	剂型	医保情况	适应症	中国上市情况
糠酸莫米松乳膏	乳膏	国家乙类	用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症	14
糠酸莫米松凝胶	凝胶	国家乙类		3
丁酸氢化可的松乳膏	乳膏	国家乙类	过敏性皮炎、脂溢性皮炎、过敏性湿疹及苔藓样瘙痒症	11
丙酸氟替卡松乳膏	乳膏	省级乙类	各种皮质激素可缓解的炎症性和瘙痒性皮肤病	9
克霉唑倍他米松乳膏	乳膏	无	红色毛癣菌、须发癣毛癣菌、絮状表皮菌及大小孢子菌所引起的手、足癣和体、股癣，白色念珠菌引起的皮肤念珠菌病	1
丙酸氯倍他索乳膏	乳膏	国家乙类	适用于慢性湿疹、银屑病、扁平苔藓、盘状红斑狼疮、神经性皮炎等皮质类固醇外用治疗有效的皮肤病的短期治疗	23
曲安奈德益康唑乳膏	乳膏	国家乙类	伴有真菌感染或有真菌感染倾向的皮炎、湿疹；由皮肤癣菌、酵母菌和霉菌所致的炎症性皮肤病	16
丙酸倍氯米松乳膏	乳膏	国家乙类	过敏性与炎症性皮肤病和相关疾病	18

资料来源：公司官网、药智网、医药魔方、广证恒生

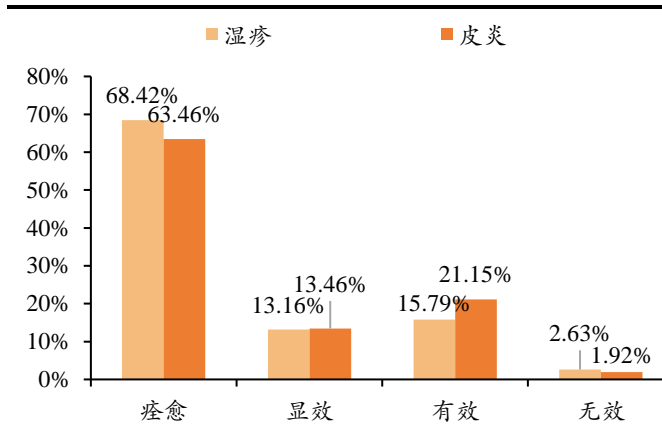
◆ 糠酸莫米松

糠酸莫米松是一种新型糖皮质激素类药物，由于不含氟，所以具有高度的表皮亲和力，具有高效、低毒性的特点，适用于治疗湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。

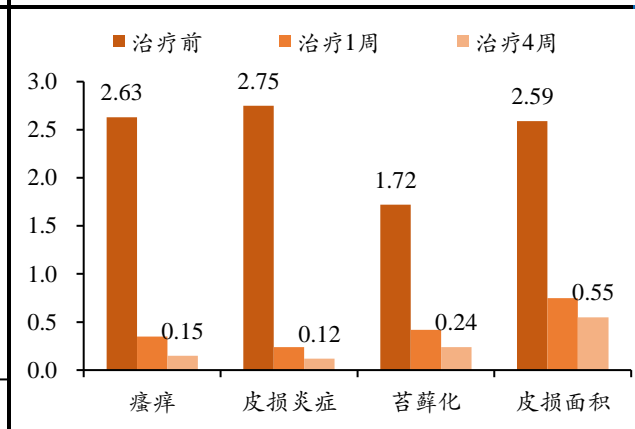
临床数据表明，用糠酸莫米松可有效治疗湿疹和皮炎，治疗湿疹和皮炎的痊愈率分别达到 68.42%和 63.46%；显效率分别达到 13.16%和 13.46%；有效率达到 15.79%和 21.15%。

患者使用糠酸莫米松后，不良症状会显著减轻，用药 4 周后，患者瘙痒分数从 2.63 分降低至 0.15 分，

皮损炎症（红斑、丘疹、糜烂、脱屑等）分数从 2.75 分降低至 0.12 分，苔藓化症状分数从 1.72 分降低至 0.24 分，皮损面积从 2.59 分降低至 0.55 分（采用 4 级评分法：0=无、1=轻度、2=中度、3=重度）。可见糠酸莫米松对湿疹和皮炎类皮肤病均有良好疗效。

图表75. 糠酸莫米松治疗湿疹、皮炎效果显著


资料来源：《中国基层医药》、广证恒生

图表76. 糠酸莫米松显著减少患者瘙痒、皮损炎症、苔藓化和皮损面积


资料来源：《中国基层医药》、广证恒生

皮肤用糠酸莫米松主要有乳膏和凝胶，乳膏的样本医院销售从 2012 年的 4,638 万元增长至 2017 年的 5,736 万元，CAGR 为 4.34%；凝胶的样本医院销售从 2012 年的 6 万元增长至 2017 年的 348 万元，CAGR 为 124.42%。2018 年糠酸莫米松乳膏和凝胶分别实现样本医院销售 4,239 万元和 294 万元。

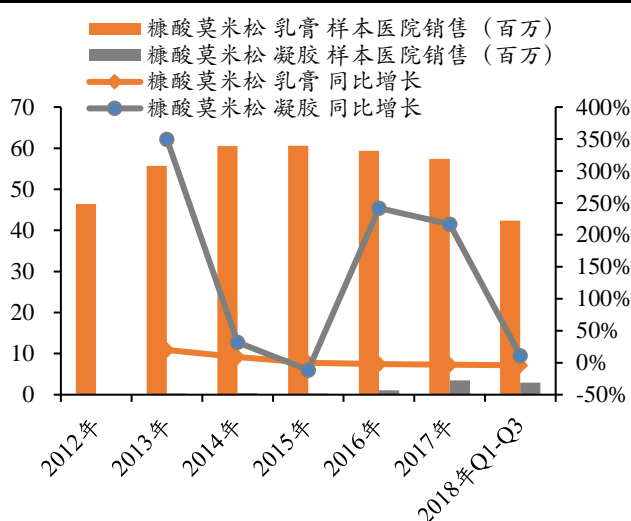
皮肤用药糠酸莫米松主要由先灵葆雅、芙林制药、仙琚制药、通用药业和羚锐生物主导，其中仙琚制药的市场分从 2012 年的 16.64% 提升至 2018 年的 22.44%。

图表77. 糠酸莫米松上市情况

糠酸莫米松剂型	生产企业	规格	批准日期
乳膏	MSD Belgium BVBA/SPRL	5mg、10mg	2012-6-15
	上海通用药业	5mg	2014-11-21
	拜耳医药(上海)	5mg、10mg	2015-3-12
	仙琚制药	5mg、10mg	2015-3-13
	河南羚锐生物药业	5mg、10mg	2016-11-9
	华润三九(南昌)药业	0.1%	2017-7-11
	湖北恒安芙林药业	10mg	2017-9-22
	武汉诺安药业	5mg	2017-12-28
	滇虹药业	5mg	2018-5-2
	湖北科田药业	10mg	2018-6-19
凝胶	华润三九医药	0.1%	2014-8-28
	华润三九医药	0.1%	2017-11-22
	仙琚制药	5g: 5mg	2018-8-6

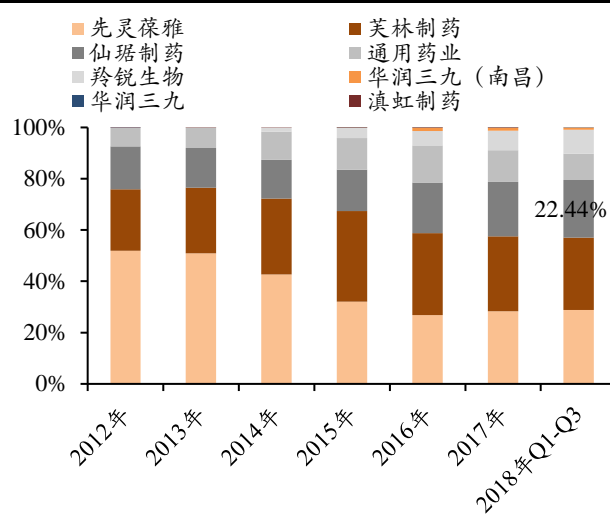
资料来源：医药魔方、广证恒生

图表78. 皮肤药糠酸莫米松样本医院销售数据



资料来源: PDB、广证恒生

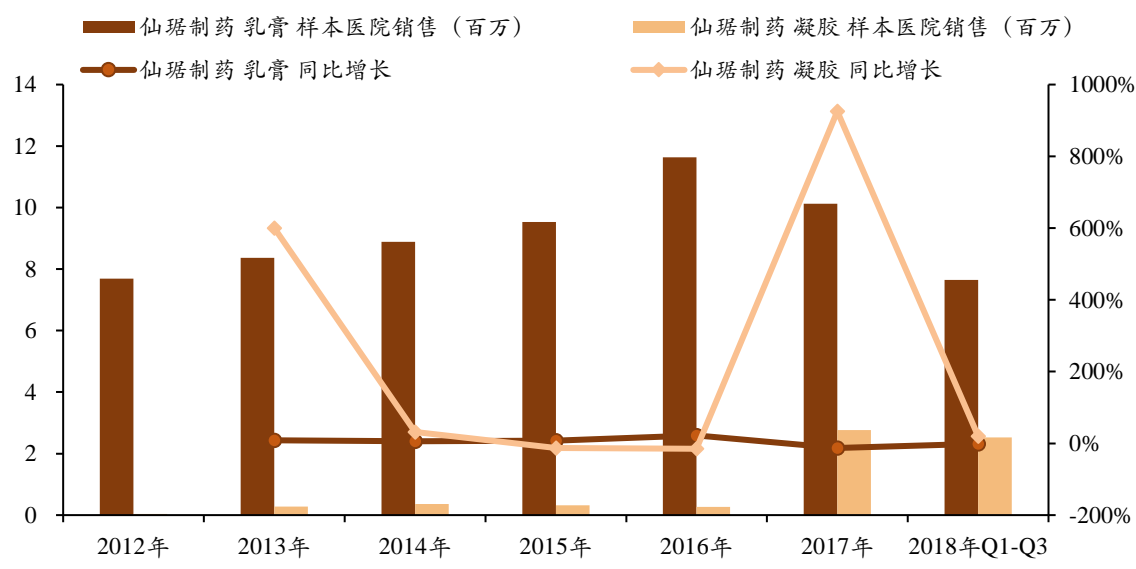
图表79. 仙琚制药糠酸莫米松市占率 22.44%



资料来源: PDB、广证恒生

2012年-2017年, 仙琚制药的糠酸莫米松样本销售增长较稳定, 其中乳膏从4万元增长至276万元, CAGR为133.97%; 凝胶从769万元增长至1,012万元, CAGR为5.67%。

图表80. 仙琚制药12-17年糠酸莫米松凝胶和乳膏样本医院销售 CAGR 分别为 133.97%和 5.67%



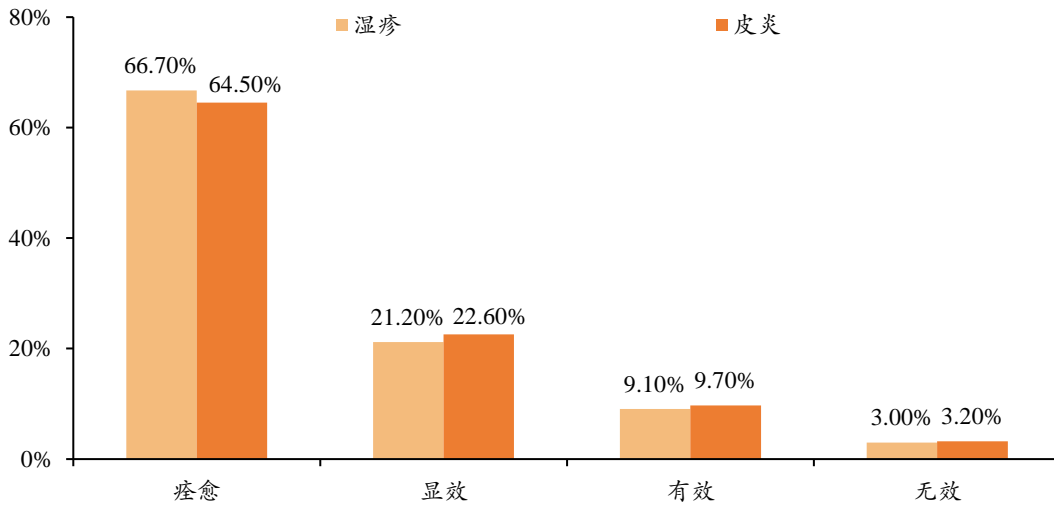
资料来源: PDB、广证恒生

◆ 丙酸氟替卡松

丙酸氟替卡松是具有局部抗炎作用的高效糖皮质激素, 适用于各种皮质激素可缓解的炎症性和瘙痒性皮肤病。

临床数据表明, 用丙酸氟替卡松是治疗湿疹和皮炎的有效用药, 治疗湿疹和皮炎的痊愈率分别达到66.70%和64.50%; 显效率分别达到21.20%和22.60%; 有效率达到9.10%和9.70%。

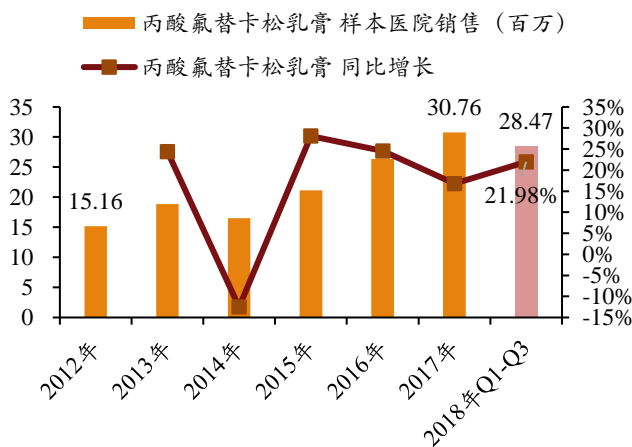
图表81. 丙酸氟替卡松有效治疗湿疹和皮炎



资料来源:《中国皮肤科杂志》、广证恒生

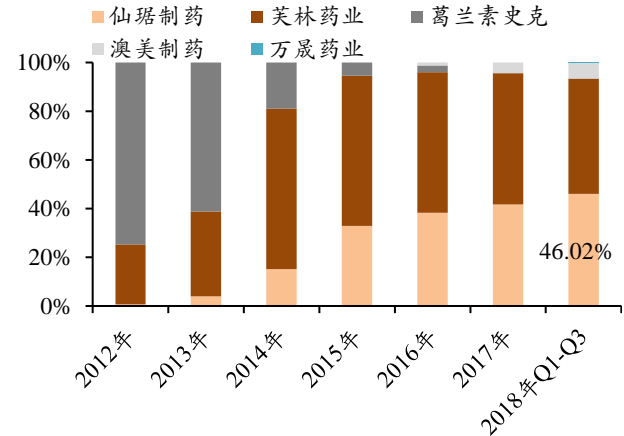
丙酸氟替卡松的样本医院销售近年来增长趋势较稳,从2012年的1,516万元增长至2017年的3,076万元,复合增长率达到15.20%,2018年前三季度实现样本医院销售2,847万元,同比增长21.98%。目前噻托溴铵吸入剂的生产企业主要是芙林药业、仙琚制药和澳美制药,三者市占率分别为47.30%、46.02%和6.51%,仙琚制药市占率从2012年的0.67%提升至2018年的46.02%,提升迅速。

图表82. 丙酸氟替卡松乳膏18年Q1-Q3样本医院销售同比增长21.98%



资料来源: PDB、广证恒生

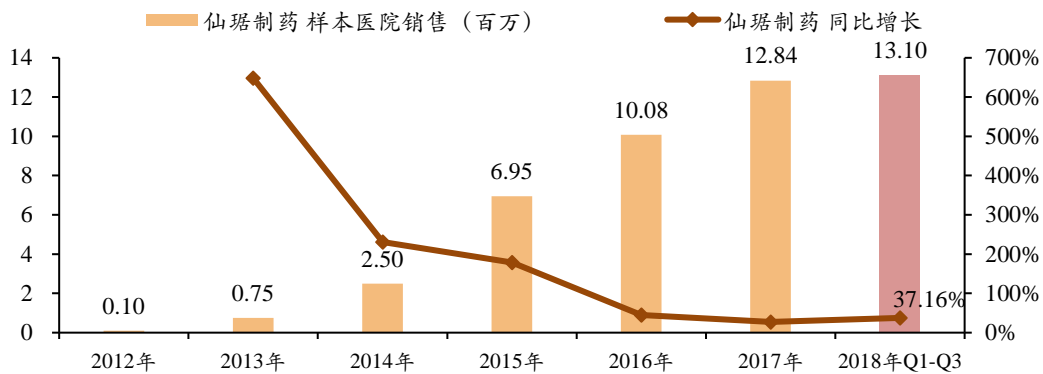
图表83. 仙琚制药丙酸氟替卡松乳膏市占率46.02%



资料来源: PDB、广证恒生

仙琚制药的丙酸氟替卡松乳膏样本医院销售增长明显,从2012年的10万元增长至2017年的1,284万元,5年CAGR为163.62%,2018年前三季度样本医院销售达到1,310万元,同比增长37.16%。

图表84. 仙琚制药丙酸氟替卡松乳膏12-17年样本医院销售 CAGR163.62%



资料来源:《中国皮肤科杂志》、广证恒生

3.2 成本领先: 具备原料药制剂一体化优势的甾体激素企业

通过分析甾体激素领域布局原料药和制剂的企业业务布局情况,我们认为:仙琚制药是为数不多的具备原料药制剂一体化成本优势的甾体激素企业,未来竞争当中一方面能借助原料药成本优势获得竞争优势,有效应对降价;另一方面随着带量采购政策市场落地,医院端销售门槛降低,其制剂销售有望持续放量。

图表85. 甾体激素企业的布局情况对比

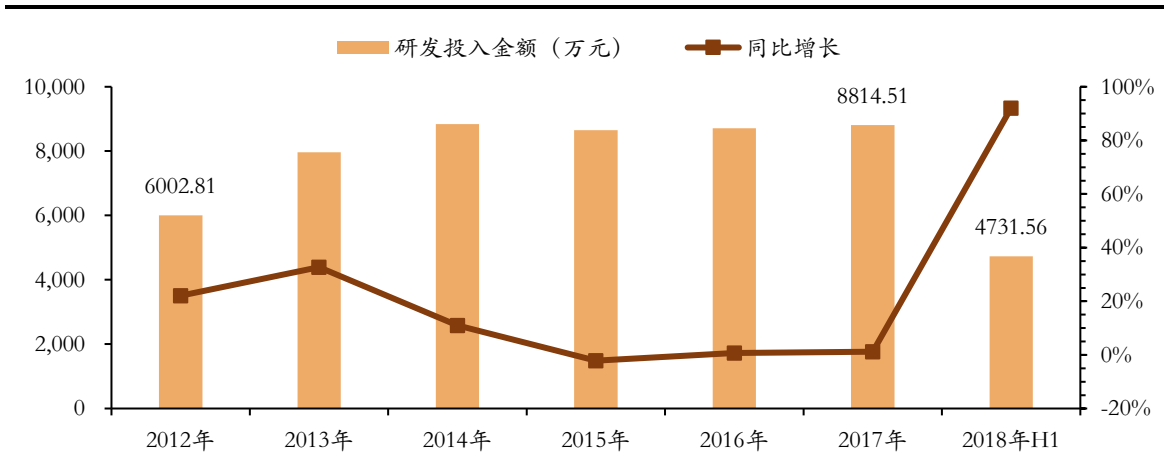
企业	分类	甾体药物原料	甾体药物	2018年H1营收占比情况
仙琚制药	妇科及计生用药	睾酮、雌二醇、炔雌醇、氯地孕酮、环丙孕酮、地诺孕素、米非司酮、炔诺酮、甲地孕酮等	黄体酮、米非司酮、米索前列醇、炔诺酮、炔雌醇、环丙孕酮等	原料药49.23% 妇科及计生制剂13.64% 麻醉肌松制剂11.09% 呼吸科制剂4.15% 皮肤科制剂2.90%
	麻醉肌松用药	维库溴铵、罗库溴铵等	维库溴铵、罗库溴铵、苯磺顺阿曲库铵等	
	呼吸科用药	倍他米松、地塞米松、波尼松龙等	噻托溴铵吸入粉雾剂、糠酸莫米松鼻喷雾剂等	
	皮肤科用药		糠酸莫米松、氢化可的松、氟替卡松等	
赛托生物	雄烯二酮及其衍生物	雄烯二酮、羟基黄体酮、双羟基黄体酮等	暂未布局	甾体药物原料药91.63%
	雌二烯二酮及其衍生物	雌二烯二酮等		
	9-羟基雄烯二酮及其衍生物	9-羟基雄烯二酮、四烯物、甲羟环氧孕酮、醋酸阿奈可他等		
溢多利	免疫和呼吸系统用药	波尼松龙、氢化可的松、地塞米松、倍他米松	暂未布局	免疫和呼吸系统用药原料药42.67% 生殖保健系统用药原料药20.17%
	生殖保健系统用药	18-甲基孕激素、19-去甲孕激素、雌激素	左炔诺孕酮、米非司酮	
天药股份	皮质激素类	去氢可的松、氢化可的松、醋酸地塞米松、醋酸氟轻松等	醋酸地塞米松、醋酸泼尼松、甲泼尼龙、曲安西龙	皮质激素类原料药28.28%
北京紫竹	避孕药	暂未布局	毓婷、米非司酮、米索前列醇等	/
河南利华	皮质激素类	波尼松龙、氢化可的松、倍他米松	暂未布局	/
湖南新合新	皮质激素类	氢化可的松、地塞米松、波尼松龙、倍他米松	暂未布局	/
	性激素类	18-甲基孕激素、19-去甲孕激素		
保定北瑞	雄烯二酮及其衍生物	17-α-羟基-黄体酮	暂未布局	/
宜城市共同药业	睾酮系列	庚酸睾酮、十一酸睾酮、甲基睾酮等	暂未布局	/
	诺龙系列	萘酸诺龙、雄诺龙等		
	宝丹酮系列	宝丹酮醋酸酯、宝丹酮环戊丙酸酯等		
	雄酮系列	美雄酮、甲基曲他雄酮等		

资料来源: Wind、公司公告、公司官网、广证恒生

4. 研发布局：顺延甾体激素专科领域深度研发

公司是国内专业的甾体原料药和制剂生产厂家，在多年形成的研发平台基础上，通过整合资源，加大科技投入，不断提升仙琚制药的自主创新能力。公司的研发投入金额从2012年的6002.81万元提升至2017年的8814.51万元，复合增长率为7.99%。2018年H1公司研发投入金额达到4731.56万元。

图表86. 仙琚制药专注于甾体激素专科领域进行研发布局



资料来源：公司公告、CDE、广证恒生

公司的研发聚焦在妇科、麻醉科、呼吸科、皮肤科等甾体激素专科领域，积极推进制剂药品的研究工作，目前，屈螺酮炔雌醇片、泼尼松龙磷酸钠、地诺孕素片、丙酸氟替卡松鼻喷雾剂、睾酮凝胶和奥美克松钠均已获得临床试验批件。

图表87. 仙琚制药专注于甾体激素专科领域进行研发布局

品种名称	规格	注册分类	申请事项	批准时间	适应症
罗库溴铵注射液	2.5ml: 25mg	化药	补充申请	2018/3/28	全身麻醉辅助用药, 诱导麻醉期间 气管插管, 维持术中肌松
罗库溴铵注射液	5ml: 50mg	化药	补充申请	2018/3/29	
屈螺酮炔雌醇片	屈螺酮 3mg 炔雌醇 0.03mg	化药 6	临床试验	2016/5/4	女性避孕
泼尼松龙磷酸钠	/	化药 3.1	临床试验	2016/5/13	抗炎、抗过敏和抑制免疫
泼尼松龙磷酸钠口腔崩解片	10mg	化药 3.1	临床试验	2016/5/18	
泼尼松龙磷酸钠口腔崩解片	15mg	化药 3.1	临床试验	2016/5/18	
泼尼松龙磷酸钠口腔崩解片	30mg	化药 3.1	临床试验	2016/5/18	
地诺孕素片	2mg	化药 3.1	临床试验	2016/8/9	子宫内膜异位症
丙酸氟替卡松鼻喷雾剂	0.05%	化药 6	临床试验	2017/3/3	季节性过敏性鼻炎(包括枯草热) 和常年性过敏性鼻炎
睾酮凝胶	1%	化药 3.1	临床试验	2017/11/28	刺激生殖器官的发育, 促进男性第 二性征出现并维持其正常形态
注射用奥美克松钠	0.2g	化药 1.1	临床试验	2018/10/24	逆转由罗库溴铵或维库溴铵诱导 的神经肌肉阻滞
环索奈德	/	化药 3.1	再注册	2017/3/6	成人及 4 岁以上儿童和青少年不 同程度的哮喘以及过敏性鼻炎
环索奈德气雾剂	100μg*100 揆	化药 3.1	再注册	2017/11/27	
环索奈德气雾剂	200μg*100 揆	化药 3.1	再注册	2017/11/27	
醋酸甲地孕酮分散片	160mg	化药 6	再注册	2017/11/28	晚期乳腺癌和晚期子宫内膜癌

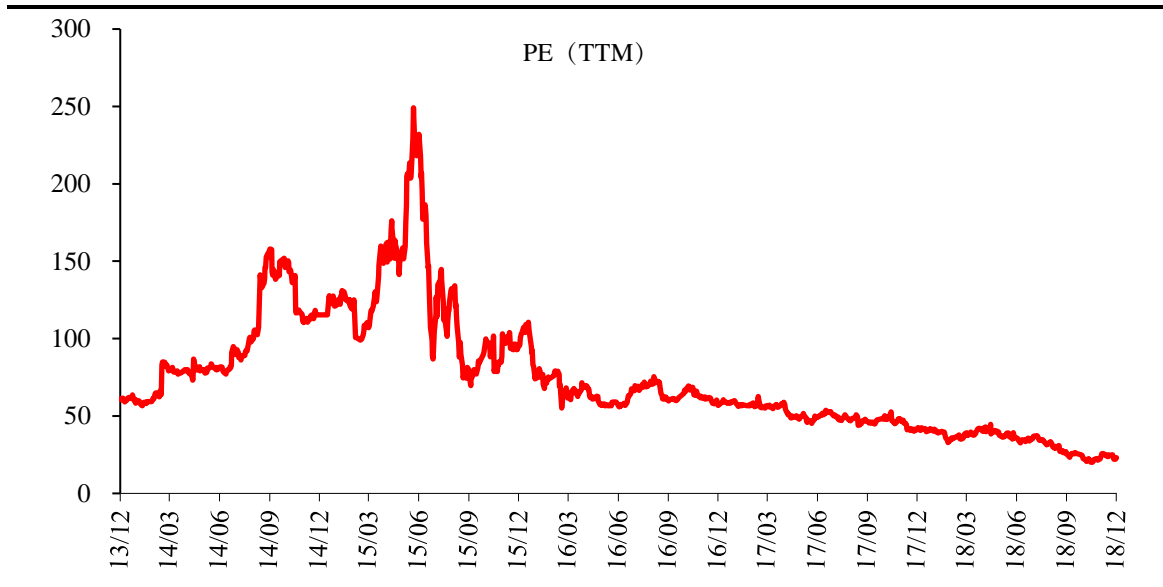
资料来源：公司公告、药智网、医药魔方、广证恒生

5. “原料药提价+高端产能承接” 驱动长期成长，

估值存在提升空间

从横向分析，过去5年仙琚制药的PE平均值为74.38，最大值为249.15，最小值为20.12，当前PE为22.99（数据截止到2018/12/12），当前估值处于公司历史估值的底部，我们认为：目前估值没有与公司“中短期原料药提价，长期承接高端产能”而来带的成长性相匹配，估值具备提升空间。

图表88. 仙琚制药当前PE (TTM) 为22.99 (数据截止到2018/12/13)



资料来源：Wind、广证恒生

从纵向分析，与普洛药业、华海药业、翰宇药业、海普瑞、东诚药业等特布局色原料药和制剂的同类可比公司相比，仙琚制药的PE处于平均水平以下。

图表89. 国内特色原料药企业估值对比 (数据截止2018/12/14)

公司	市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率			PEG		
			18E	19E	20E	18E	19E	20E
仙琚制药	64.87	64.00	20.05	15.37	12.09	0.37	0.51	0.45
东诚药业	66.10	57.70	23.96	17.22	13.39	0.42	0.44	0.47
普洛药业	95.11	92.55	24.82	19.02	15.28	0.55	0.63	0.62
翰宇药业	96.00	57.20	20.83	14.62	10.88	0.56	0.31	0.35
华海药业	158.86	157.04	23.44	16.63	12.62	9.37	0.41	0.40
海普瑞	277.50	277.50	44.04	34.52	30.58	0.11	1.25	2.37
平均	126.41	117.67	26.19	19.56	15.81	1.90	0.59	0.78

资料来源：Wind、广证恒生

6. 盈利预测与投资建议

根据公司现有业务情况，我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 0.35、0.45、0.57 元，对应 18、13、11 倍 PE，给予“强烈推荐”评级

图表90. 仙琚制药营收端拆分明细

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2480.25	2503.73	2852.56	3776.91	4310.94	4922.73
增速	0.39%	0.95%	14.07%	32.40%	14.14%	14.19%
成本	1395.79	1228.62	1253.47	1589.71	1744.60	1924.53
毛利率(%)	43.72%	50.93%	56.11%	57.91%	59.53%	60.91%
具体营收拆分:						
1. 皮质激素	862.39	776.39	935.15	981.91	1076.93	1184.63
同比增长	-2.11%	-9.97%	20.45%	5.00%	9.68%	10.00%
营业成本	610.00	469.01	532.28	565.75	621.88	684.07
毛利率	29.27%	39.59%	43.08%	42.38%	42.25%	42.25%
2. 妇科及计生用药	736.03	733.02	786.47	862.68	951.31	1046.25
同比增长	-3.30%	-0.41%	7.29%	9.69%	10.27%	9.98%
营业成本	247.45	219.72	237.56	237.51	258.85	281.53
毛利率	66.38%	70.03%	69.79%	72.47%	72.79%	73.09%
3. 麻醉及肌松用药	273.81	334.35	426.81	536.50	666.06	816.80
同比增长	23.45%	22.11%	27.65%	25.70%	24.15%	22.63%
营业成本	30.27	28.50	46.55	71.58	85.61	101.63
毛利率	88.94%	91.48%	90.00%	86.66%	87.15%	87.56%
4. 其他产品	596.26	648.73	697.55	817.06	969.62	1164.34
同比增长	2.41%	8.80%	7.53%	17.13%	18.67%	20.08%
营业成本	499.44	501.60	427.29	368.14	403.30	445.40
毛利率	16.24%	22.68%	38.74%	54.94%	58.41%	61.75%
5. Newchem+Effechem				568.76	637.01	700.71
同比增长					12.00%	10.00%
营业成本				341.26	369.47	406.41
毛利率				40.00%	42.00%	42.00%
6. 其他业务	11.76	11.25	6.58	10.00	10.00	10.00
同比增长		-4.31%	-41.51%	51.98%	0.00%	0.00%
营业成本	8.63	9.80	2.20	5.49	5.49	5.49
毛利率	26.61%	12.93%	66.55%	45.15%	45.15%	45.15%

资料来源：公司公告、Wind、港澳资讯、广证恒生

7. 风险提示

- 原料药提价幅度不达预期
- 产品降价幅度高于预期
- 研发进度不达预期



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2688	3517	4733	5932	营业收入	2853	3777	4311	4923
现金	911	1463	2447	3460	营业成本	1246	1590	1745	1925
应收账款	612	678	799	951	营业税金及附加	33	39	47	54
其它应收款	23	32	31	29	营业费用	939	1190	1358	1551
预付账款	33	39	36	37	管理费用	271	465	530	605
存货	520	446	483	464	财务费用	63	83	95	108
其他	589	860	938	991	资产减值损失	30	22	22	25
非流动资产	2447	2180	2383	2624	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	140	144	142	143	投资净收益	8	12	12	11
固定资产	964	1097	1190	1256	营业利润	298	400	526	666
无形资产	232	274	331	406	营业外收入	3	10	9	8
其他	1110	665	720	819	营业外支出	9	10	10	10
资产总计	5135	5697	7116	8557	利润总额	292	401	525	664
流动负债	1603	823	815	715	所得税	62	85	111	140
短期借款	810	0	0	0	净利润	230	316	415	524
应付账款	342	303	322	313	少数股东损益	23	0	0	0
其他	451	520	492	402	归属母公司净利润	207	316	415	524
非流动负债	1146	2227	3319	4411	EBITDA	466	578	745	938
长期借款	1090	2180	3271	4361	EPS (摊薄)	0.23	0.35	0.45	0.57
其他	56	47	48	50					
负债合计	2749	3050	4133	5126	主要财务比率				
少数股东权益	33	33	33	33	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	916	916	916	916	成长能力				
资本公积	861	861	861	861	营业收入增长率	13.9%	32.4%	14.1%	14.2%
留存收益	576	837	1173	1621	营业利润增长率	67.2%	34.5%	31.5%	26.5%
归属母公司股东权益	2353	2614	2949	3398	归属于母公司净利润增长率	41.3%	53.1%	31.0%	26.4%
负债和股东权益	5135	5697	7116	8557	获利能力				
					毛利率	56.3%	57.9%	59.5%	60.9%
					净利率	8.1%	8.4%	9.6%	10.6%
					ROE	8.9%	12.6%	14.7%	16.3%
					ROIC	6.8%	7.9%	8.0%	8.2%
					偿债能力				
					资产负债率	53.5%	53.5%	58.1%	59.9%
					净负债比率	69.83%	72.35%	79.83%	85.56%
					流动比率	1.68	4.27	5.81	8.30
					速动比率	1.35	3.73	5.22	7.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.70	0.67	0.63
					应收账款周转率	5.61	5.85	5.84	5.63
					应付账款周转率	4.11	4.93	5.58	6.06
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.35	0.45	0.57
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	0.27	0.40	0.50
					每股净资产 (最新摊薄)	2.57	2.85	3.22	3.71
					估值比率				
					P/E	26.83	17.52	13.37	10.58
					P/B	2.36	2.12	1.88	1.63
					EV/EBITDA	9.94	10.94	8.63	6.93

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电 话：020-88836132，020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。