



仙琚制药 (002332.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

原料药制剂双轮驱动，营收拐点已现

投资逻辑

集采出清+新品放量，未来增长可期。公司深耕甾体领域近 50 余年，主要生产皮质激素类药物、性激素类药物(妇科及计生用药)和麻醉与肌松类药物等三大类，2023 年前三季度营业收入 32.37 亿元，同比-6.24%，扣非归母净利润 4.62 亿元，同比-7.32%。目前，公司存量大品种(罗库溴铵注射液、黄体酮胶囊等)集采压力逐渐出清，并且处于审评阶段品种与新上市品种(屈螺酮炔雌醇片、黄体酮软胶囊)均有望在未来逐渐贡献业绩增量。

原料药：聚焦甾体领域，杨府、台州生产基地增量可观。(1)原料药主要布局皮质激素、性激素、孕激素以及非激素等领域，1H23 自营原料药出口增加，销售收入达 4.95 亿元，同比增长 20%，意大利 Newchem 公司销售收入 3.49 亿元，同比增长 11.5%。(2)据 2022 年年报披露，杨府原料药新厂区已完成了 7 个 PMO 项目立项和 5 个新产品的生产落地工作。目前产能利用率在 50%左右，2023 年有望提升至 60%~65%。台州仙琚厂区总占地面积 236 亩，产能利用率相对较高，部分生产线改善提升中。

制剂：多元化布局，多产品市占率优，新品有望放量。(1)普药(1H23 为 3.20 亿元，下同)：具有价格低、销量高等商品需求刚性特点，产品以皮质激素类产品为主。(2)妇科及计生用药(4.36 亿元)：黄体酮系列产品，制剂市占率领先，首仿入局凝胶大市场，三胎政策有望推动市场扩容；避孕系列产品，公司三大类型避孕药均有布局，紧急避孕药左炔诺孕酮肠溶胶囊公司享受市场独占权。

(3)麻醉及肌松药(0.90 亿元)：集采压力逐步出清，舒更葡糖钠注射液等获得新仿制批准，贡献业绩可期。(4)呼吸科用药(3.02 亿元)：主要产品糠酸莫米松营收稳增或逐步替代原研，噻托溴铵市占率稳步提升，成长空间广阔。(5)皮肤科用药(0.95 亿元)：销售初见规模，皮炎产品丙酸氟替卡松乳膏等销售开始放量。

盈利预测、估值和评级

我们认为公司集采压力基本出清，增量品种有望进一步贡献业绩增量，预计公司 2023~25 年营收 43.2/50.0/57.7 亿元，同比 -1.4%/+15.8%/+15.4%。归母净利润 6.0/7.5/9.1 亿元，同比 -19.5%/+24.8%/+20.7%。参考同行业可比估值情况，给予 2024 年 18 倍 PE 估值，6-12 个月内目标市值 135 亿元，目标价 13.68 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

研发创新失败、产品销售不及预期、商誉减值、药品审评审批政策等风险。

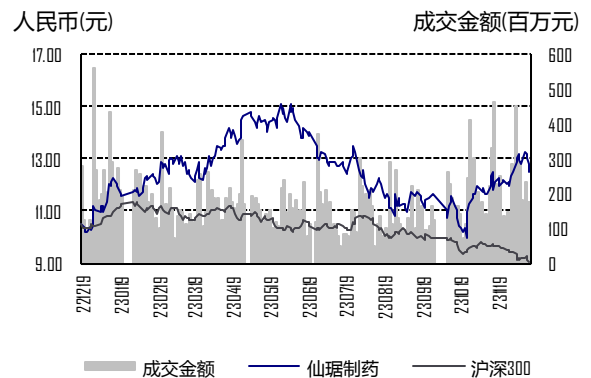
医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.52 元

目标价 (人民币)：13.68 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,337	4,380	4,317	4,997	5,765
营业收入增长率	7.92%	0.98%	-1.43%	15.75%	15.37%
归母净利润(百万元)	616	749	603	753	908
归母净利润增长率	22.09%	21.67%	-19.49%	24.78%	20.65%
摊薄每股收益(元)	0.623	0.758	0.610	0.761	0.918
每股经营性现金流净额	0.68	0.62	0.80	0.77	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.75%	13.73%	11.00%	12.67%	13.86%
P/E	21.20	14.92	21.77	17.44	14.46
P/B	2.70	2.05	2.39	2.21	2.00

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、产品多元化布局，研发逐渐加码.....	4
1.1 聚焦四大治疗领域，国内外销售模式日趋成熟.....	4
1.2 集采压力出清，营收拐点已现.....	4
1.3 研发投入稳步增加，产品申报数量逐渐提升.....	5
二、原料药：聚焦甾体领域，杨府、台州生产基地增量可观.....	6
2.1 甾体行业：高壁垒+需求增长的大市场.....	6
2.2 原料药收入维持稳定，杨府、台州生产基地产能有望提升.....	7
三、制剂：普药及妇科领域增长稳健，多产品市占居前.....	8
3.1 普药：公司产品以皮质激素类药物为主，业绩增长稳健.....	8
3.2 妇科及计生用药：品牌优势凸显，新品种接力营收增长.....	9
3.2.1 黄体酮系列：制剂市占领先，首仿入局凝胶大市场，三胎政策有望推动市场扩容.....	9
3.2.2 避孕系列：三大类型避孕药优势各显.....	10
3.3 麻醉及肌松用药：集采压力逐步出清，部分单品占率保持高位.....	11
3.4 呼吸科用药：糠酸莫米松营收稳增或逐步替代原研，噻托溴铵市占率稳步提升.....	12
3.5 皮肤科用药：销售初见规模，皮炎产品销售开始放量.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 投资建议及估值.....	15
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1：公司产品主要集中于四个治疗领域.....	4
图表 2：营销模式逐渐成熟，国内外业务稳健发展.....	4
图表 3：公司营收、毛利、毛利率情况.....	5
图表 4：研发投入稳步增加，1-3Q23 达 1.39 亿元.....	5
图表 5：公司已申报一致性评价及新仿制产品主要集中于麻醉与妇科生殖领域.....	6
图表 6：国内外的甾体药物产业链结构情况.....	6
图表 7：甾体药物主要包含皮质激素、性激素和孕激素等.....	6
图表 8：原料药主要产品.....	7
图表 9：总体销售收入恢复增长态势，其中 1H23 自营原料药同比增长 20%.....	7
图表 10：公司累计有 5 种产品中标国采.....	8
图表 11：普药产品以皮质激素类药物为主.....	8



图表 12:	1H23 醋酸泼尼松片市场占比接近 20%.....	9
图表 13:	醋酸曲安奈德注射液销售额稳步提升.....	9
图表 14:	妇科及计生用药产品.....	9
图表 15:	黄体酮不同剂型对比.....	10
图表 16:	2018-1H23 黄体酮不同剂型 PDB 样本医院销售情况 (百万元).....	10
图表 17:	近 5 年黄体酮胶囊样本医院销售额高于 5000 万.....	10
图表 18:	1H23 黄体酮注射液市占率提升显著.....	10
图表 19:	三种避孕药各具优势.....	11
图表 20:	1~3Q23 左炔诺孕酮肠溶胶囊销售额达 2.9 亿元.....	11
图表 21:	屈螺酮炔雌醇片市场销售额稳定.....	11
图表 22:	麻醉及肌松用药主要产品.....	12
图表 23:	罗库溴铵注射液中标集采增速放缓.....	12
图表 24:	维库溴铵注射液竞争格局维持稳定.....	12
图表 25:	呼吸科主要产品.....	12
图表 26:	1H23 糠酸莫米松鼻喷雾剂市占率升至 56%.....	13
图表 27:	1H23 噻托溴铵吸入粉雾剂市占率升至 14%.....	13
图表 28:	皮肤科主要产品.....	13
图表 29:	糠酸莫米松乳膏样本医院市占率稳定.....	14
图表 30:	丙酸氟替卡松乳膏样本医院市占率有所回升.....	14
图表 31:	2023-2025 年收入预测.....	15
图表 32:	PE 估值法.....	16



一、产品多元化布局，研发逐渐加码

1.1 聚焦四大治疗领域，国内外销售模式日趋成熟

公司前身为仙居制药厂，创建于1972年，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。公司主要产品分为皮质激素类用药、妇科及计生用药(性激素类药物)、麻醉科类用药和呼吸科类用药四大类。

图表1：公司产品主要集中于四个治疗领域

种类	药物
皮质激素类用药（原料药及制剂）	地塞米松系列、泼尼松系列、曲安西龙系列、甲泼尼龙系列等。
妇科及计生用药（主要制剂）	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）、复方庚酸炔诺酮注射液、屈螺酮炔雌醇片、左炔诺孕酮肠溶胶囊、米非司酮片等。
麻醉肌松类用药（制剂）	舒更葡糖钠注射液、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。
呼吸科类用药	糠酸莫米松鼻喷雾剂、噻托溴铵粉雾剂和环索奈德气雾剂等。
皮肤科类用药	糠酸莫米松凝胶、糠酸莫米松乳膏和丙酸氟替卡松乳膏等。

来源：公司公告，国金证券研究所

公司营销模式逐渐成熟，目前具有国内贸易部、国际贸易部以及仙药销售公司等。其中：（1）国内贸易部主要负责原料药的国内销售，产品主要销售给国内各制剂生产厂家；（2）国际贸易部负责原料药和中间体的境外销售，外销分两种模式，一是通过外贸公司间接出口；二是自营出口，公司直接同国外采购方签订采购合同，产品生产并检验合格后由公司直接出口，销售给国外用户；（3）意大利子公司 Newchem 公司和 Effechem 公司主要负责欧美规范市场的高端原料药销售；（4）仙药销售公司，主要负责公司制剂产品的销售。目前销售模式主要分三种：终端销售模式、招商代理模式、经销商代理模式。从业务角度主要分为三条线：医院线，以妇科、麻醉科(肌松药)为主；OTC 产品线，以紧急避孕和皮肤科产品为主；招商代理线，以大宗普药产品为主。

图表2：营销模式逐渐成熟，国内外业务稳健发展

部门	业务
国内贸易部	目前已与国内100多家主要的甾体药物制剂生产企业建立了稳定的业务联系，国内市场占有率多年来保持稳定。
国际贸易部	目前已与欧洲、东南亚、南美、中东、北非等多个地区的40多家原料药、制剂终端客户和贸易商建立了业务联系。
Newchem 公司、Effechem 公司	主要负责欧美规范市场的高端原料药销售。
仙药销售公司	终端网络已覆盖全国。在妇科、麻醉科、呼吸科、普药领域具有品牌优势，近两年麻醉科产品、妇科产品陆续受国家带量采购影响，普药产品、呼吸科产品、皮肤科产品销售保持稳健。拓展互联网电商销售，开辟新的第三终端渠道。线上线下销售模式齐头并进，加强市场部、医学部和CE部门对销售业务赋能，为今后新产品上市导入做好准备。

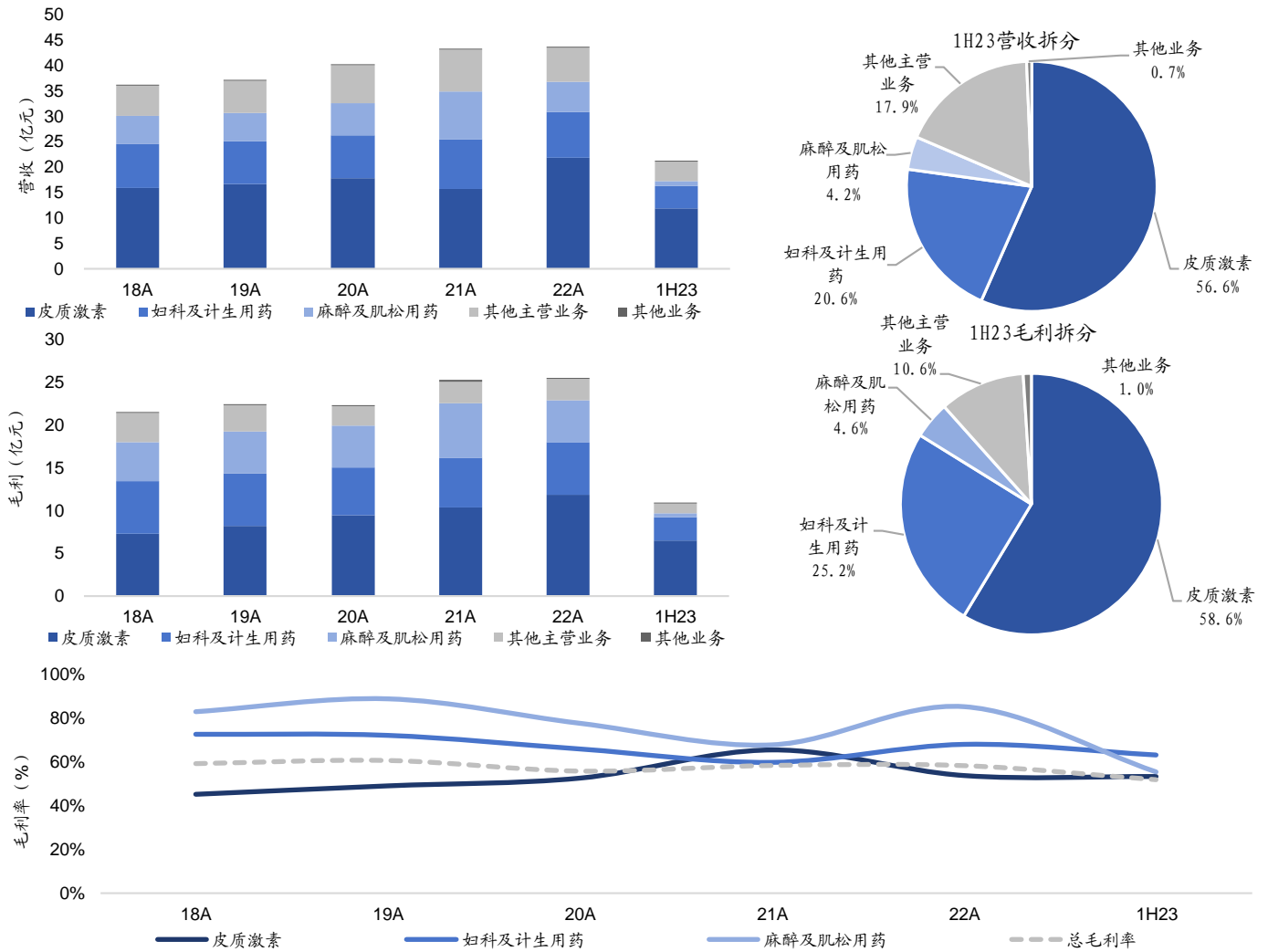
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 集采压力出清，营收拐点已现

1~3Q23 营收 32.37 亿元，同比-6.24%，扣非归母净利润 4.62 亿元，同比-7.32%。2018~2022 年，公司 GAGR 为 5%，2022 年公司营收 43.80 亿元，同比增长 0.54%。其中，原料药销售积极开拓国际市场，产能稳步提升，带动皮质激素类产品销售明显放量，2022 年营收同比提升 38%。黄体酮胶囊纳入部分省市的区域集采以及大品种罗库溴铵纳入第七批集采，2022 年妇科及计生用药与麻醉及肌松用药营收分别同比下降 7%与 38%。目前公司存量大品种集采压力逐渐出清，并且处于审评阶段与新上市品种均有望在未来逐渐贡献业绩增量。因此我们预计 2023 年将有望成为公司的营收拐点之年。



图表3: 公司营收、毛利、毛利率情况

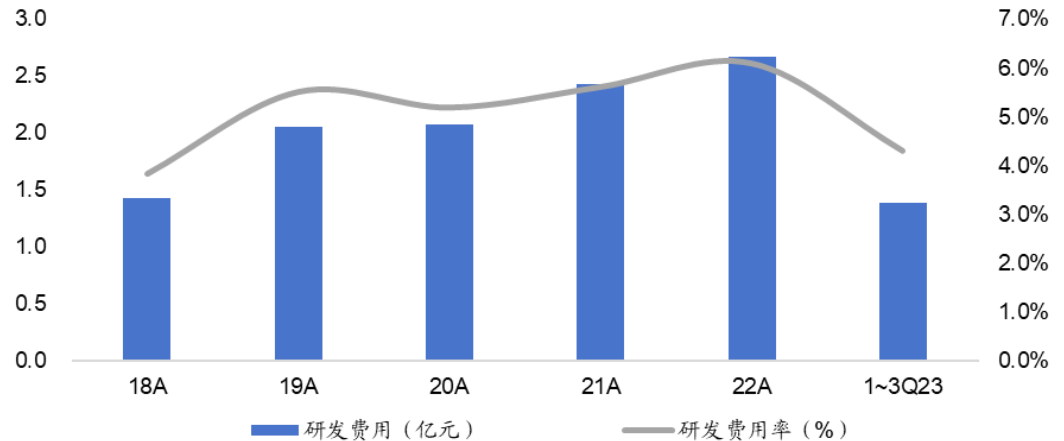


来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 研发投入稳步增加, 产品申报数量逐渐提升

公司在研管线丰富, 研发投入持续提升。1~3Q23 公司研发费用 1.39 亿元, 研发费用率为 4.31%。黄体酮凝胶、糠酸莫米松鼻喷剂、噻托溴铵粉雾剂、戊酸雌二醇片等相关产品的研发与申报稳步推进中。

图表4: 研发投入稳步增加, 1~3Q23 达 1.39 亿元



来源: Wind, 国金证券研究所



截至 1H23，公司共有 17 种药物申报一致性评价和新仿制产品，11 种为一致性评价品种，其中 5 种为麻醉类药品。另有 6 种为新仿制药物，其中 2 种为麻醉类药品、2 种为妇科生殖药物。未来随着产品的逐步上市以及增量品种纳入集采放量，都有望带动公司营收的进一步增长。

图表5：公司已申报一致性评价及新仿制产品主要集中于麻醉与妇科生殖领域

性质	进展	产品	类别	时间
一致性评价	过评	米非司酮片	妇科生殖	2023.03
		地塞米松磷酸钠注射液	皮质激素药物	2022.11
		泼尼松龙片	皮质激素药物	2022.07
		氟马西尼注射液	麻醉拮抗	2021.12
		盐酸罗哌卡因注射液	麻醉	2021.05
	已申报	非那雄胺片	5 α -还原酶抑制剂	2021.03
		米索前列醇片	妇科生殖	2021.01
		罗库溴铵注射液	麻醉肌松	2020.12
		甲硫酸新斯的明注射液	麻醉肌松	2023.05
		注射用维库溴铵注射液	麻醉肌松	2022.12
新仿制	已获批	醋酸泼尼松片	皮质激素药物	2021.02
		屈螺酮炔雌醇片	妇科生殖	2023.04
		苯磺顺阿曲库铵注射液	麻醉肌松	2022.08
	已申报	舒更葡糖钠原料药及制剂	麻醉肌松拮抗剂	2022.07
		甲泼尼龙片	皮质激素药物	2021.01
		黄体酮阴道缓释凝胶	妇科生殖	2022.07
		戊酸雌二醇片	雌激素补充	2021.02

来源：公司公告，国金证券研究所

二、原料药：聚焦甾体领域，杨府、台州生产基地增量可观

2.1 甾体行业：高壁垒+需求增长的大市场

甾体药物是一类按化学结构命名的药物，指分子结构中含有“环戊烷并多氢菲”母核结构的药物。甾体药物对机体起着重要的调节作用，具有很强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的药理作用，能改善蛋白质代谢、恢复和增强体力以及利尿降压，广泛用于治疗风湿性关节炎、支气管哮喘、湿疹等皮肤病、过敏性休克、前列腺炎等内分泌疾病，也可用于避孕、安胎、减轻女性更年期症状、手术麻醉等方面。

- 甾体药物具有较长的产业链，根据甾体药物不同的工艺路线和产物，分为起始物料、重要中间体、原料药及制剂。甾体激素的产品特点和专线生产的特殊要求使得行业进入门槛高，技术难度大。

图表6：国内外的甾体药物产业链结构情况

	初始物料-植物甾醇	甾体类药物起始物料、中间体	甾体类药物原料药及制剂
国内	中粮系、外资粮商在华企业、宁波大红鹰、伊宝馨	共同药业、湖南新合新、赛托生物	仙琚制药、天药股份、人福药业
国外	Arboris、巴斯夫、嘉吉、艾地盟	辉瑞、拜耳	辉瑞、拜耳、赛诺菲-安诺特、默沙东

来源：共同药业招股说明书，国金证券研究所

- 甾体药物主要以激素的形式存在，在化学药物体系中占有重要的地位，是仅次于抗生素的第二大类药物，对机体起着非常重要的调节作用。甾体药物可根据下游产品属性分为性激素、孕激素、皮质激素及其他类。

图表7：甾体药物主要包含皮质激素、性激素和孕激素等

类型	用途	公司品种举例
甾体药物	主要用于物理性损伤、化学性损伤、免疫性损伤以及无菌性炎症等各种急慢性炎症的治疗，另外还用于抗休克、退热、刺激骨髓造血功能、维持人体内水和电解质的平衡等	醋酸泼尼松、泼尼松龙、糠酸莫米松等等
性激素	主要用于激素替代治疗、计生用药或促进肌体健康，促进蛋白质的合成以及提高身体免疫力等	雌二醇、炔雌醇等等
孕激素	主要用于孕激素缺乏引起的相关疾病治疗，或与雌激素联合使用作为计生用药	醋酸环丙孕酮、米非司酮、黄体酮等等

来源：共同药业招股说明书，国金证券研究所



2.2 原料药收入维持稳定，杨府、台州生产基地产能有望提升

公司原料药产品布局多个领域，拥有醋酸泼尼松、泼尼松龙、泼尼松龙甲磺酸酯、醋酸泼尼松龙等 26 个皮质激素类原料药产品。性激素领域原料药产品共计 14 个，包括雌二醇、戊酸雌二醇、苯甲酸雌二醇等。孕激素领域共计 8 个。此外，公司还拥有 13 个非激素系列产品，包含苯磺顺阿曲库铵、甲硫酸新斯的明等。

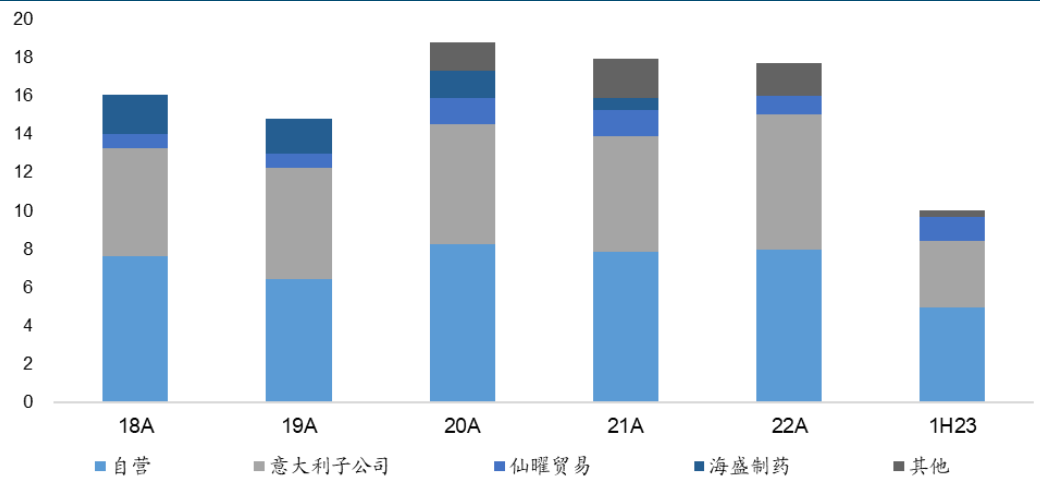
图表8：原料药主要产品

领域	产品（中文名）	注册国家或药政机构
皮质激素（共计26个）	醋酸泼尼松	中国
	泼尼松龙	中国、EDQM、FDA、日本、印度、韩国
	泼尼松龙甲磺酸酯	
	醋酸泼尼松龙	中国、日本、印度
	丁酸氢化可的松	中国
	糠酸莫米松	中国
	丙酸氟替卡松	
	戊酸倍他米松	中国
性激素（共计14个）	雌二醇	中国、FDA
	戊酸雌二醇	中国
	苯甲酸雌二醇	中国
	庚酸雌二醇	
	雌三醇	
	炔雌醇	中国、EDQM
孕激素（共计8个）	醋酸环丙孕酮	中国、EDQM
	米非司酮	中国、FDA、印度
	黄体酮	中国、EDQM、印度
	炔诺酮	中国、EDQM、印度
非激素系列（共计13个）	苯磺顺阿曲库铵	中国
	甲硫酸新斯的明	中国
	甲磺酸罗哌卡因	中国
	盐酸罗哌卡因	中国
	氟马西尼	中国

来源：公司官网，国金证券研究所

公司原料药及中间体收入 1H23 获得较大增长，原料药及中间体收入达 10.03 亿元，同比增长 17.6%。其中自营原料药收入达 4.95 亿元，同比增长 20%（原料药自营出口约 3.32 亿元，同比增长 17%，原料药内销约 1.63 亿元）。公司坚持积极开拓国际市场，意大利 Newchem 公司销售收入除 2021 年略有下降，其余年份都实现了增长，1H23 销售收入 3.49 亿元，同比增长 11.5%。

图表9：总体销售收入恢复增长态势，其中 1H23 自营原料药同比增长 20%



来源：公司公告，国金证券研究所

国内原料药厂区主要为杨府原料药厂区与台州仙居厂区。(1) 据 2022 年年报披露，杨府原料药新厂区已完成了 7 个 PMO 项目立项和 5 个新产品的生产落地工作。公司 2023 年 8 月 22 日发布了《关于公司通过美国 FDA 现场检查的公告》，公司米非司酮、泼尼松龙、曲安奈德中间体等原料药和中间体现场检测结果合格，有利于公司进一步拓展美国原料药市场。据 2023 年 5 月投资者调研纪要，杨府原料药厂区目前产能利用率在 50%左右，2023



年有望提升至 60%~65%。(2) 台州仙居厂区 2008 年 9 月开始建设生产，主要生产原料药及中间体。总占地面积 236 亩，现有员工 500 人。台州仙居厂区产能利用率相对较高，部分生产线在改善提升中。

三、制剂：普药及妇科领域增长稳健，多产品市占居前

公司制剂产品的销售由控股子公司浙江仙居制药销售有限公司负责。公司目前有两个产品中标第五批集采，分别为盐酸罗哌卡因注射液和米索前列醇片。两个产品中标第七批集采，分别为罗库溴铵注射液与甲泼尼龙片。此外，氟马西尼注射液中标第九批集采。目前，公司集采压力基本出清。

图表10：公司累计有 5 种产品中标国采

集采批次	执行时间	通用名	剂型	治疗领域	规格包装	价格(元/盒)	供应省(区)
5	2021.09	盐酸罗哌卡因注射液	注射液	麻醉	10ml:75mg*2支/盒	9.96	江苏, 江西, 贵州, 甘肃, 宁夏
5	2021.09	米索前列醇片	片剂	妇科生殖	0.2mg*3片/板*1板/盒	4.05	天津, 黑龙江, 上海, 江西, 山东, 广东, 海南, 重庆, 贵州, 甘肃, 青海
7	2022.11	罗库溴铵注射液	注射剂	麻醉肌松	5ml:50mg*10瓶/盒	128.00	辽宁, 黑龙江, 上海, 湖南
7	2022.11	▲甲泼尼龙片	片剂	皮质激素药物	16mg*每板10片,每盒2板	18.13	北京, 河北, 内蒙古自治区, 辽宁, 吉林, 黑龙江, 湖北, 广东, 四川, 贵州, 云南
9	2024.03	氟马西尼注射液	注射剂	麻醉拮抗	5ml:0.5mg/支*5支/盒	44.90	北京, 天津, 河北, 内蒙古, 吉林, 湖北, 宁夏

来源：上海阳光医药采购网，国金证券研究所

3.1 普药：公司产品以皮质激素类药物为主，业绩增长稳健

1H23 普药制剂产品收入 3.2 亿元，同比增长 38%，占制剂自营产品收入的 30%。普药通常具有价格较低且销量较大等特点，公司普药产品中，大部分为皮质激素类药物，包括醋酸泼尼松片、醋酸曲安奈德注射液、地塞米松磷酸钠注射液等共计 5 种，主要用于自身免疫性疾病与皮肤病等。

图表11：普药产品以皮质激素类药物为主

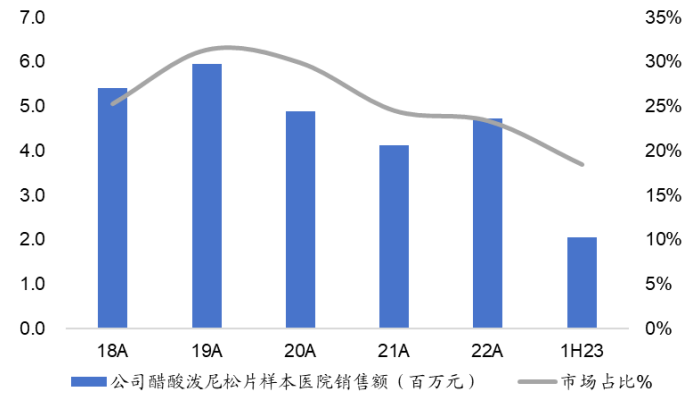
领域	产品名	剂型	规格	适应症
	地塞米松磷酸钠注射液 (皮质激素药物)	注射剂	1ml:10.93mg / 1ml:5mg / 1ml:2mg	主要用于过敏性与自身免疫性炎症性疾病。多用于结缔组织病、活动性风湿病、类风湿性关节炎、红斑狼疮、严重支气管哮喘、严重皮炎、溃疡性结肠炎、急性白血病等，也用于某些严重感染及中毒、恶性淋巴瘤的综合治疗。
	醋酸泼尼松片 (皮质激素药物)	片剂	5mg*1000s / 5mg*100s	主要用于过敏性与自身免疫性炎症性疾病。适用于结缔组织病，系统性红斑狼疮，严重的支气管哮喘，皮炎，血管炎等过敏性疾病，急性白血病，恶性淋巴瘤以及适用于其他肾上腺皮质激素类药物的病症等。
	醋酸泼尼松龙注射液 (皮质激素药物)	注射剂	5ml:0.125g	主要用于过敏性与自身免疫性炎症性疾病。现多用于活动性风湿、类风湿性关节炎、红斑狼疮、严重支气管哮喘、肾病综合症、血小板减少性紫癜、粒细胞减少症、各种肾上腺皮质功能不足症、严重皮炎、急性白血病等，也用于某些感染的综合治疗。
普药	醋酸曲安奈德注射液 (皮质激素药物)	注射剂	5ml:50mg / 2ml:20mg / 1ml:40mg	适用于各种皮肤病、过敏性鼻炎、关节痛、支气管哮喘、肩周炎、腱鞘炎、滑膜炎、急性扭伤、类风湿性关节炎等。
	醋酸地塞米松片 (皮质激素药物)	片剂	0.75mg*100s	主要用于过敏性与自身免疫性炎症性疾病。如结缔组织病，严重的支气管哮喘，皮炎等过敏性疾病，溃疡性结肠炎，急性白血病，恶性淋巴瘤等。此外，本药还用于某些肾上腺皮质疾病的诊断-地塞米松抑制试验。
	醋酸甲羟孕酮片	片剂	4mg*100s / 2mg*100s	可用于月经不调、功能性子宫出血及子宫内膜异位症等。还可用于晚期乳腺癌、子宫内腺癌。
	阿昔洛韦片	片剂	0.1g*24s	1.单纯疱疹病毒感染：用于生殖器疱疹病毒感染初发和复发病例，对反复发作病例口服本品用作预防。2.带状疱疹：服用于免疫功能正常者带状疱疹和免疫缺陷者轻症病例的治疗。3.免疫缺陷者水痘的治疗。

来源：公司官网，国金证券研究所

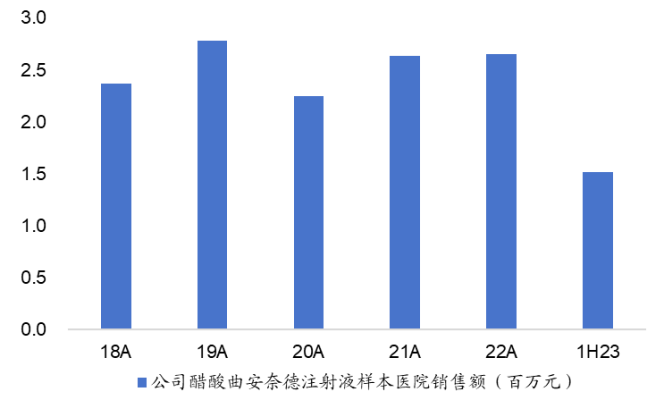
公司醋酸泼尼松片 PDB 样本医院销售额近几年维持在 500 万元左右，市占率接近 25%，已于 2021 年 2 月申报一致性评价。目前，全市场 PDB 样本医院销售额从 2020~2022 年维持上升趋势，逐渐恢复至 19 年水平，1H23 为 1117 万元，其中公司市占率为 18.5%。公司醋酸曲安奈德注射液 PDB 样本医院销售额近三年稳步上升，1H23 为 152 万元。根据 PDB 样本医院数据，目前整体市场主要有三种剂型，分别为片剂、注射剂和鼻用喷雾剂，市场份额各占 1/3 左右。注射剂型占比呈上升趋势，1H23 上升至 32%。



图表12: 1H23 醋酸泼尼松片市场占比接近 20%



图表13: 醋酸曲安奈德注射液销售额稳步提升



来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

3.2 妇科及计生用药: 品牌优势凸显, 新品种接力营收增长

1H23 妇科及计生用药营收 4.36 亿元, 同比增长 4.52%, 其中妇科计生类制剂收入 2.35 亿元, 同比下降 14%, 占制剂自营产品收入的 22%。公司是国家计划生育药物定点生产厂家, 妇科用药主要产品有黄体酮胶囊(益玛欣)、复方庚酸炔诺酮注射液、左炔诺孕酮肠溶胶囊、米非司酮片等。目前妇科制剂销售模式主要为医院线, 建立的终端网络已覆盖全国, 与 7000 余家终端医院、6 万余家药店建立了业务联系。

图表14: 妇科及计生用药产品

领域	产品名	剂型	规格	适应症
妇科	黄体酮胶囊(益玛欣)	胶囊剂	50mg*40s / 50mg*28s / 50mg*24s / 50mg*20s	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。
	黄体酮注射液	注射剂	1ml:20mg*10支 / 1ml:10mg*10支	用于月经失调, 如闭经和功能性子宫出血、黄体功能不足、先兆流产和习惯性流产(因黄体不足引起者)、经前期紧张综合症的治疗。
	屈螺酮炔雌醇片(II)(先定诺)	片剂	炔雌醇0.020mg和屈螺酮3.000mg	短效避孕, 口服避孕。中度寻常痤疮, 适用于≥14岁、没有口服避孕药已知禁忌的已初潮女性。只有在患者希望使用口服避孕药作为避孕措施时才能使用本品治疗痤疮。
	复方庚酸炔诺酮注射液	注射剂	1ml*10支 / 1ml*2支	长效避孕, 健康育龄妇女避孕用, 尤其适用于不能耐受或坚持服用口服避孕药片以及放置宫内节育器易脱落者。
	左炔诺孕酮肠溶胶囊(后定诺)	胶囊剂	1.5mg*2s / 1.5mg*1s	紧急避孕, 用于女性紧急避孕, 即在无防护措施或其他避孕方法偶然失误时使用。
	米非司酮片(后定诺)	片剂	10mg	紧急避孕, 用于无防护性生活后或避孕失败(如避孕套破裂或滑脱、体外射精失败、安全期计算失误等)后72小时以内, 预防妊娠的临床补救措施。
	米非司酮片(含珠停)	片剂	25mg*6s	米非司酮与前列腺素类药物序贯合并使用, 可用于终止停经49天内的妊娠。
	米索前列醇片	片剂	0.2mg*3s*10板 / 0.2mg*3s	米非司酮片与米索前列醇片序贯合并使用, 可用于终止16周(112天)以内的宫内妊娠, 包括: ①用于终止7周(49天)内的妊娠; ②用于终止8~16周(50~112天)内的妊娠。
	克林霉素磷酸酯阴道凝胶	凝胶剂	5g:0.1g	细菌性阴道病。

来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.2.1 黄体酮系列: 制剂市占领先, 首仿入局凝胶大市场, 三胎政策有望推动市场扩容

黄体酮主要有三种剂型, 分别为注射剂、胶囊、凝胶。黄体酮常用给药途径包括肌肉注射、经阴道及口服, 不同给药途径体内吸收和代谢过程不同。(1) 口服黄体酮剂型存在肝脏首过效应, 生物利用度相对较低, 但使用较为方便。(2) 黄体酮注射液生物利用度高, 可明显升高血孕酮浓度, 具有价廉效佳等特点, 但有注射部位局部刺激风险。(3) 缓释凝胶剂型给药后靶向子宫, 可减少全身不良反应, 价格较高。



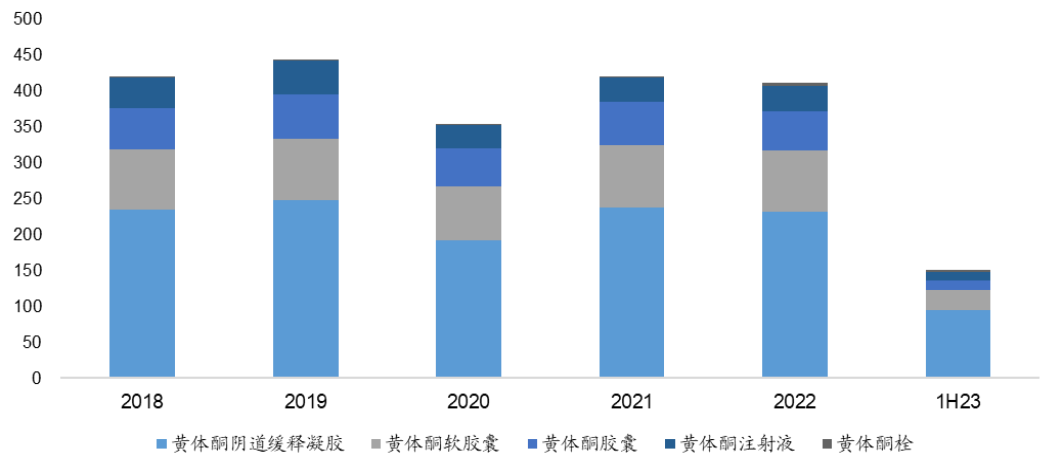
图表15: 黄体酮不同剂型对比

剂型	给药途径	优点	缺点
胶囊	口服	使用方便	肝脏首过效应, 生物利用度低, 口服后血孕酮浓度显著低于肌注, 半衰期约16~18h; 用药剂量大, 副作用相对大
注射液	肌内注射	人类辅助生殖技术 (ART) 黄体支持传统用药。疗效确切, 价格低廉, 生物利用度高	不良反应多, 过敏反应, 需每日注射, 注射部位疼痛和刺激等反应
缓释凝胶	经阴道	靶向作用于子宫, 子宫局部孕酮浓度高, 可减少全身的不良反应	价格较高, 阴道流血患者慎用

来源: 药监局, 中华医学期刊, 国金证券研究所

根据 Market Watch 数据, 2021 年全球黄体酮市场规模约为 59.46 亿美元, 其中我国黄体酮市场规模约占全球市场规模的十分之一。凝胶剂型具有使用方便、毒副作用小等特点, 市场需求持续攀升, 2022 年 PDB 样本医院销售额约为 2.32 亿元, 在所有剂型中占比为 56.46%。而胶囊剂使用占比 34.11%, 注射剂占比为 8.35%。目前国内注射型黄体酮 (医保甲类)、口服常释剂型黄体酮 (医保乙类) 和黄体酮栓剂 (医保乙类) 都被列入国家医保范围内, 未来随着凝胶剂黄体酮被更多省份纳入医保, 市场需求有望呈现快速增长趋势。

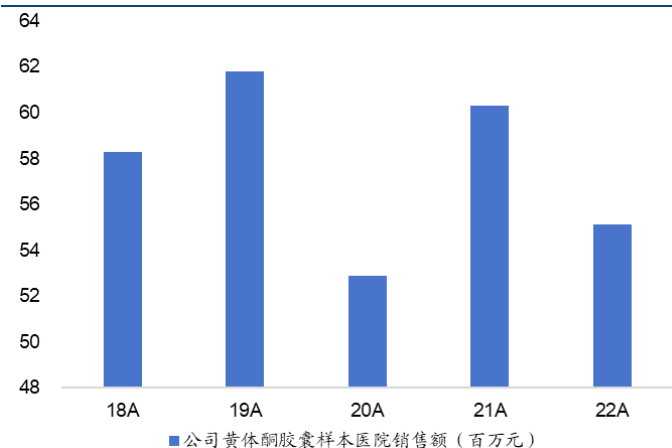
图表16: 2018-1H23 黄体酮不同剂型 PDB 样本医院销售情况 (百万元)



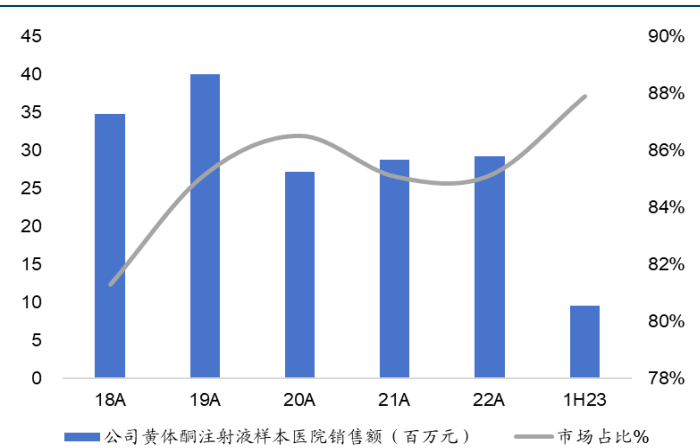
来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

黄体酮胶囊 PDB 样本医院销售额维持在 5000~6000 万, 公司为独家品种, 目前已中标部分省级集采。黄体酮注射液 PDB 样本医院销售额在 2500~3000 万, 市场占比维持在 80% 以上, 并且有逐年上升趋势。同时, 据 CDE 官网, 公司黄体酮阴道缓释凝胶与黄体酮软胶囊均已申报仿制药申请, 上市后有望丰富公司黄体酮系列产品。

图表17: 近 5 年黄体酮胶囊样本医院销售额高于 5000 万



图表18: 1H23 黄体酮注射液市占率提升显著



来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

3.2.2 避孕系列: 三大类型避孕药优势各显

紧急避孕药适用于女性在性生活的时候没有采取措施或其他避孕方式失败而事后补救的



情况，副作用大，会影响下一个月经周期，常见品种包括米非司酮和左炔诺孕酮。短效避孕药优点在于剂量小，副作用小，避孕效果可靠，但需要每天服用，常见品种有屈螺酮炔雌醇片、去氧孕烯炔雌醇片等。长效避孕药优点在于高效、长效、可逆，且不须每日服药，但不可突然停药，常见药物是复方长效左炔诺孕酮炔雌醚片。

图表19：三种避孕药各具优势

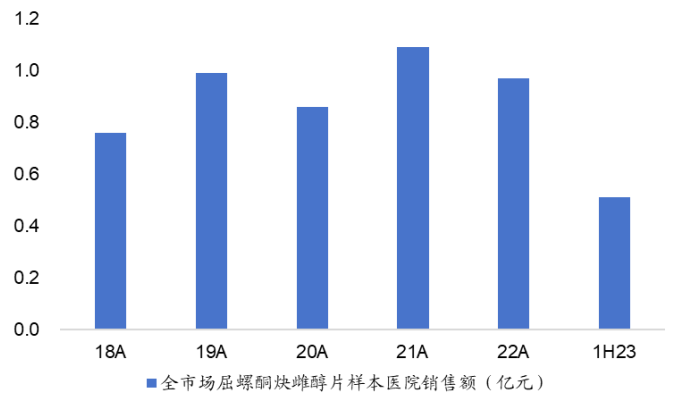
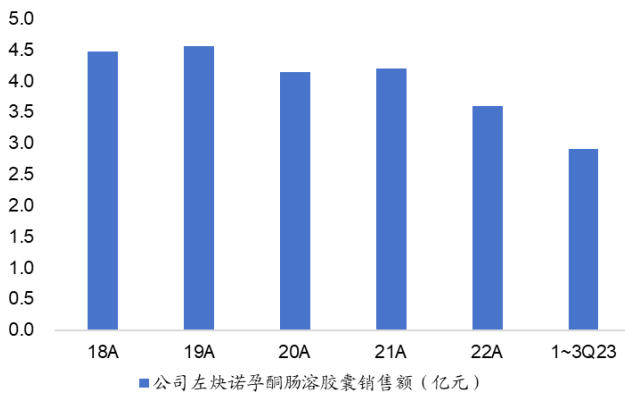
类型	优点	缺点	公司产品
紧急避孕药	适用于紧急情况下的避孕需求，如常规避孕失败等。	紧急避孕药的整体有效性只有80%左右，而且很多因素都会影响服药效果。紧急避孕药药物剂量高，不良反应更大。	左炔诺孕酮肠溶胶囊（后定诺）、米非司酮片（后定诺）
短期避孕药	高效、可靠、安全。对某些妇科疾病可以起到预防和治疗作用。	可能出现早孕反应、月经不调、避孕失败的情况。	屈螺酮炔雌醇片（II）（先定诺）
长期避孕药	高效、长效、可逆、不须每日服药、简单方便等。适用于不能放置宫内节育器、但又不愿采用其他避孕方法的女性。	部分女性服用后，可能会出现月经不调、类早孕反应、白带增多、色素沉着等问题。	复方庚酸炔诺酮注射液

来源：CNKI，国金证券研究所

据中康 CMH 全国零售药店统计数据，目前紧急避孕药和短效避孕药占据主要市场份额，其中紧急避孕药占比约 70%，短效避孕药占比约 30%。紧急避孕药中，左炔诺孕酮占比较高，包括左炔诺孕酮肠溶胶囊、左炔诺孕酮肠溶片和左炔诺孕酮分散片等多种剂型，目前左炔诺孕酮肠溶胶囊公司享受独占市场份额，1~3Q23 销售收入 2.9 亿元，较 22 年同期增加约 1400 万元。短期避孕药屈螺酮炔雌醇片 PDB 样本医院销售额近几年维持稳定，1H23 销售收入 0.51 亿元。

图表20：1~3Q23 左炔诺孕酮肠溶胶囊销售额达 2.9 亿元

图表21：屈螺酮炔雌醇片市场销售额稳定



来源：中康开思，国金证券研究所

来源：PDB 样本医院，国金证券研究所

3.3 麻醉及肌松用药：集采压力逐步出清，部分单品占率保持高位

1H23 麻醉及肌松用药营收 0.90 亿元，同比下降 74.74%，其中麻醉肌松类制剂销售收入 0.49 亿元，同比下降 84%，占制剂自营产品销售收入的 4.6%。公司在麻醉科领域具有品牌优势，围绕麻醉与肌松类药物构建了产品群与服务群，包括罗库溴铵注射液、注射用苯磺顺阿曲库铵、注射用维库溴铵、舒更葡糖钠注射液等等，剂型以注射剂为主，规格丰富，可用于外科手术麻醉、急性疼痛控制等。其中，舒更葡糖钠注射液在 2022 年获得新仿制、一致性评价批准，2023 年 1 月被新纳入《国家医保目录》。甲硫酸新斯的明注射液一致性评价在 2023 年 5 月完成受理。1.1 类新药奥美克松钠为靶向性肌松拮抗剂，是罗库溴铵注射液的拮抗剂，是该领域的创新药物，预计将于 2023 年下半年申报。



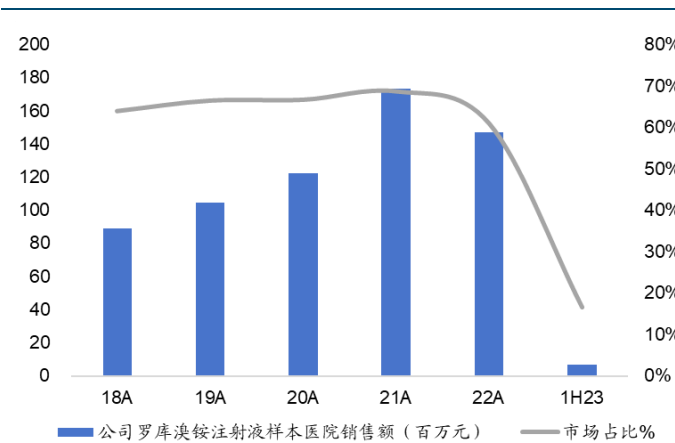
图表22: 麻醉及肌松用药主要产品

麻醉肌松	罗库溴铵注射液	注射剂	5ml:50mg / 2.5ml:25mg	全身麻醉辅助用药, 用于常规诱导麻醉期间气管插管, 以及维持术中骨骼肌的神经肌肉阻滞。
	注射用苯磺顺阿曲库铵	粉针剂	5mg	用于手术和其它操作以及重症监护治疗。作为全麻的辅助用药或在重症监护病房起镇静作用, 它可以松弛骨骼肌, 使气管插管和机械通气易于进行。
	注射用维库溴铵(仙林)	粉针剂	4mg	主要作为全麻辅助用药, 用于全麻时的气管插管及手术中的肌肉松弛。
	甲硫酸新斯的明注射液	注射剂	1ml:0.5mg*10支	抗胆碱酯酶药。用于手术结束时拮抗非去极化肌肉松弛药的残留肌松作用, 用于重症肌无力, 手术后功能性肠胀气及尿潴留等。
麻醉科拮抗剂	舒更葡糖钠注射液	注射剂	2ml:200mg / 5ml:500mg	在成人中拮抗罗库溴铵或维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞。儿科患者: 在儿童和青少年中, 仅推荐本品用于常规拮抗罗库溴铵诱导的阻滞(2~17岁)。
	麻醉拮抗 氟马西尼注射液	注射剂	5ml:0.5mg	用于逆转苯二氮卓类药物所致的中枢镇静作用: 1.终止用苯二氮卓类药物诱导及维持的全身麻醉。2.作为苯二氮卓类药物过量时中枢作用的特效逆转剂。3.用于鉴别诊断苯二氮卓类、其它药物或脑损伤所致不明原因的昏迷。
麻醉	盐酸罗哌卡因注射液	注射剂	10ml:75mg / 10ml:20mg	1.外科手术麻醉: 硬膜外麻醉、包括剖宫产术、蛛网膜下腔麻醉、区域阻滞。2.急性疼痛控制: 持续硬膜外输注或间歇性单次用药, 如术后或阴道分娩镇痛; 区域阻滞。
	甲磺酸罗哌卡因注射液(达卡)	注射剂	10ml:89.4mg	1.外科手术麻醉: ①硬膜外麻醉(包括剖宫产术硬膜外麻醉)。②局部浸润麻醉。2.急性疼痛控制: ①用于术后或分娩疼痛, 可采用持续硬膜外输注, 也可间歇性用药; ②局部浸润麻醉。

来源: 公司官网, 国金证券研究所

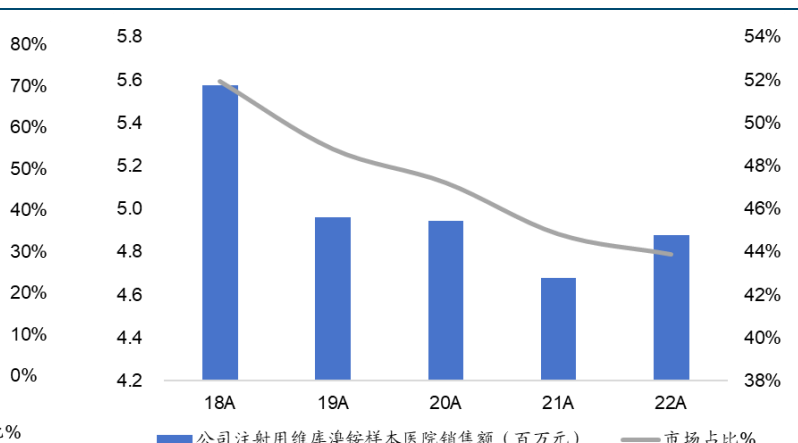
2018~2021 期间, 公司罗库溴铵注射液 PDB 样本医院销售额呈现逐年上升态势, 市占率维持 60%以上高位, 产品中标第七批集采, 2022 年 PDB 样本医院销售额有所下滑, 为 2.41 亿元。公司维库溴铵注射液 PDB 样本医院销售额维持在 500 万元左右, 市占率稳定在 50% 附近。未来随着国内麻醉市场需求的逐渐恢复, 麻醉类产品销量有望提升。

图表23: 罗库溴铵注射液中标集采增速放缓



来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

图表24: 维库溴铵注射液竞争格局维持稳定



来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

3.4 呼吸科用药: 糠酸莫米松营收稳增或逐步替代原研, 塞托溴铵市占率稳步提升

1H23 呼吸类制剂产品收入 3.02 亿元, 同比下降 3%, 占制剂自营产品收入的 28%。公司呼吸科主要产品有糠酸莫米松鼻喷雾剂、塞托溴铵粉雾剂和环索奈德气雾剂。公司建立品牌优势, 通过精细化招商和代理客户及目标客户的规范管理, 呼吸领域逐渐成为公司重要的利润增长点。同时公司开辟新的线上营销渠道, 提升公司产品线上品牌销量。

图表25: 呼吸科主要产品

领域	产品名	剂型	规格	适应症
呼吸科	糠酸莫米松鼻喷雾剂(逸青)	喷雾剂	50ug/揆*60揆*1瓶	适用于治疗成人、青少年和3至11岁儿童季节性或常年性鼻炎, 对于曾有中至重度季节性过敏性鼻炎症状的12岁以上的患者, 主张在花粉季节开始前2~4周用本品作预防性治疗。
	塞托溴铵吸入粉雾剂(彼多益)	粉雾剂	30s(配)/30s/12s(配)/12s/6s(配)/6s	适用于慢性阻塞性肺疾病(COPD)的维持治疗, 包括慢性支气管炎和肺气肿, 伴随性呼吸困难的维持治疗及急性发作的预防。
	环索奈德吸入气雾剂(仙定)	气雾剂	100μg	作为一种预防性治疗措施用于12岁以上哮喘患者的维持治疗。

来源: 公司官网, 国金证券研究所

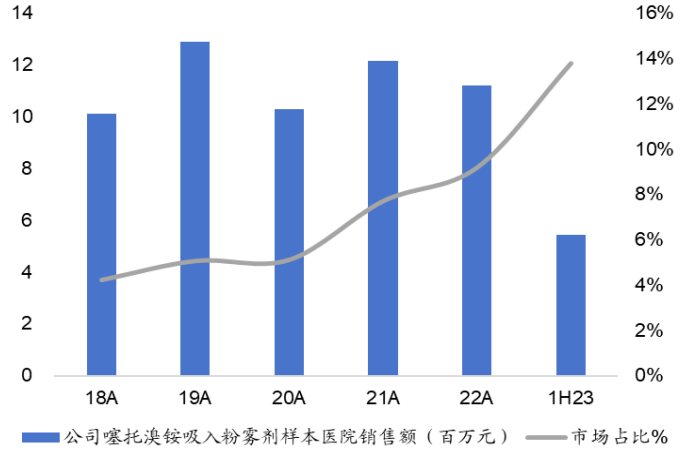
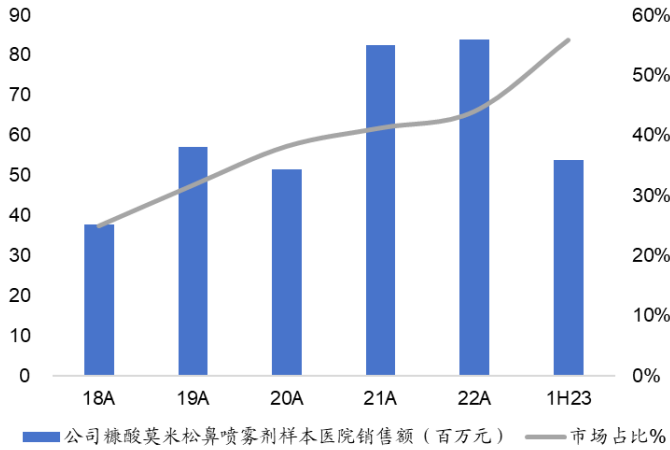
糠酸莫米松鼻喷雾剂国内市场, 原研默沙东和仙琚制药市占率较高, 公司产品 PDB 样本医



院销售额逐年上升，截至 1H23，市占率已超 50%，高于原研厂商默沙东。噻托溴铵吸入粉雾剂公司市占率爬坡迅速，用于 COPD 患者的维持治疗，目前我国 COPD 患病人数约占全球 COPD 患者的四分之一，据中国疾病预防控制中心数据，我国 COPD 死亡率为 46.42/10 万，占总死亡数的 6.5%，是第四位死因疾病。

图表26: 1H23 糠酸莫米松鼻喷雾剂市占率升至 56%

图表27: 1H23 噻托溴铵吸入粉雾剂市占率升至 14%



来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

3.5 皮肤科用药: 销售初见规模, 皮炎产品销售开始放量

1H23 皮肤科制剂产品收入 0.95 亿元, 同比增长 9%, 占制剂自营产品收入的 9%。公司在皮肤科进行多元管线布局, 主要产品有糠酸莫米松凝胶、糠酸莫米松乳膏、丙酸氟替卡松乳膏、曲安奈德益康唑乳膏和丁酸氢化可的松乳膏等, 剂型以乳膏剂为主, 规格基本在 5g-25g 之间, 覆盖湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎、皮肤瘙痒症、过敏性皮炎、脂溢性皮炎等多种适应症。

图表28: 皮肤科主要产品

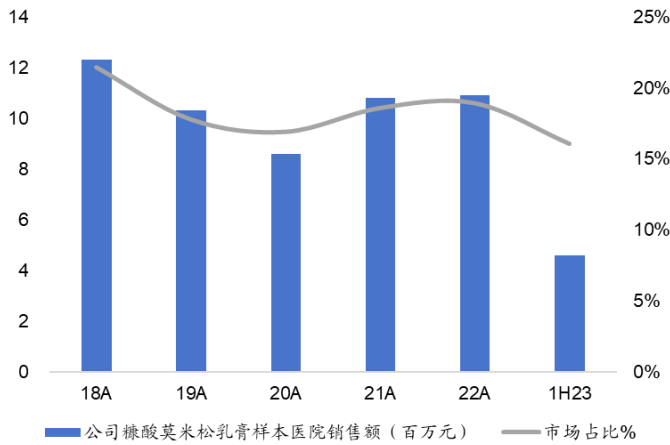
领域	产品名	剂型	规格	适应症
皮肤科	糠酸莫米松乳膏 (芙美松)	乳膏剂	25g / 20g / 15g / 10g / 5g	用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。
	糠酸莫米松凝胶	凝胶剂	5g*1支 / 10g*1支 / 10g*2支 / 20g*1支	用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。
	丙酸氟替卡松乳膏	乳膏剂	15g/20g	成人: 适用于各种皮质激素可缓解的炎症性和瘙痒性皮肤病, 如: 湿疹包括特异性湿疹和盘状湿疹; 结节性痒疹; 银屑病 (泛发斑块型除外); 神经性皮肤病包括单纯性苔藓; 扁平苔藓; 脂溢性皮炎; 接触性过敏; 盘形红斑狼疮; 泛发性红斑全身类固醇激素治疗的辅助用药, 虫咬皮炎; 粟疹。 儿童: 低效皮质激素无效的1岁以上 (含1岁) 儿童在医生的指导下可用本品缓解特异性皮炎引起的炎症和瘙痒。
	曲安奈德益康唑乳膏	乳膏剂	20g / 15g	1.伴有真菌感染或有真菌感染倾向的皮炎、湿疹; 2.由皮肤癣菌、酵母菌和霉菌所致的炎症性皮肤真菌病, 如手足癣、体癣、股癣、花斑癣; 3.尿布性皮炎; 4.念珠菌性口角炎; 5.甲沟炎; 6.由真菌、细菌所致的皮肤混合感染。
	丁酸氢化可的松乳膏	乳膏剂	20g/15g / 10g	用于过敏性皮炎、脂溢性皮炎、过敏性湿疹及苔藓样瘙痒症等。

来源: 公司官网, 国金证券研究所

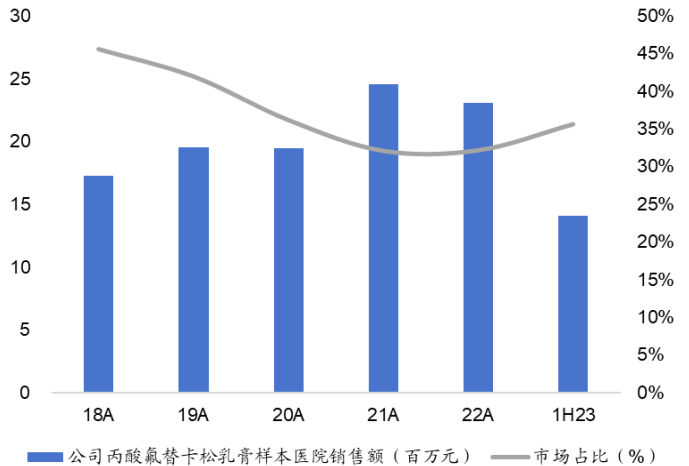
全市场糠酸莫米松乳膏 PDB 样本医院销售额逐年上升, 2022 年增至 5762 万元, 其中公司市占率为 19%, 销售额为 1091 万元, 公司市占率保持稳定, 未来有望随着行业扩增提升销售收入。丙酸氟替卡松乳膏 PDB 样本医院销售额 2022 年增至 7176 万元, 目前恒安芙林占有较大的市场份额, 公司市占率近几年维持在 30%附近。



图表29: 糠酸莫米松乳膏样本医院市占率稳定



图表30: 丙酸氟替卡松乳膏样本医院市占率有所回升



来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

来源: PDB 样本医院, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司销售按照业务模式分类包括原料药、制剂和其他, 1H23 主营业务收入为 21.04 亿元, 同比下降 5%, 其中制剂收入 10.98 亿元, 同比下降 18.8%, 原料药及中间体销售收入 10.03 亿元, 同比增长 17.6%。我们预计, 2023/24/25 年公司营收 43.2/50.0/57.7 亿元, 同比增加-1%/16%/15%。

一、原料药及中间体:

- 产能端: 公司原料药聚焦甾体领域, 充分发挥原料药与制剂一体化策略。(1) 杨府原料药新厂区产能逐渐爬坡并且筹备 FDA 检查, 完成了 7 个 PMO 项目立项和 5 个新产品的生产落地工作;(2) 台州仙居厂区打造产业化技术支持体系, 完成了新技术工艺开发的试产, 部分生产线改善提升中。
- 销售端: (1) 目前国内贸易部负责原料药的国内销售, 已与国内 100 多家主要的甾体药物制剂生产企业建立了稳定的业务联系, 国内市场占有率多年来保持稳定。顺苯等部分新品种开始商业化销售放量。(2) 国际贸易部, 负责原料药和中间体的境外销售, 已与欧洲、日本、东南亚、南美、中东、北非等多个地区的 40 多家原料药、制剂终端客户和贸易商建立了业务联系, 未来营收有望保持稳定增长。

公司逐渐提升杨府与台州厂区的产能利用率, 同时积极开拓国内外市场, 未来原料药整体销售量有望随着产能利用率提升而提高, 同时我们预计原料药价格整体维持稳定, 预计 23~25 年原料药收入增速分别 13%/16%/15%, 对应收入分别 20.09/23.39/26.99 亿元。

二、制剂:

- 皮质激素: 醋酸泼尼松片和醋酸曲安奈德注射液等产品收入稳步提升。23 年 10 月, 新仿制药倍他米松磷酸钠注射液注册受理。
- 妇科及计生用药: 主要包括黄体酮系列制剂、避孕系列制剂。黄体酮胶囊中标各省区域集采, 1H23 销售同比减少约 0.55 亿, 妇科计生类制剂产品收入 2.35 亿元, 同比下降 14%。(1) 黄体酮系列制剂: 2022 年 7 月底完成黄体酮阴道缓释凝胶境内生产药品注册申报工作, 为国内首家申报, 目前在审批评审阶段。2023 年 10 月, 新仿制药黄体酮软胶囊注册受理。黄体酮软胶囊与黄体酮凝胶在 PDB 样本医院中销售额占比总共约 3/4, 产品获批后有望为公司贡献业绩增量。(2) 避孕系列制剂: 紧急避孕药占据 70% 左右的市场份额, 公司目前独占左炔诺孕酮肠溶胶囊的全部市场, 据中康开思数据, 1~3Q23 收入 2.9 亿元; 23 年 3 月, 紧急避孕药米非司酮一致性评价过评; 23 年 4 月, 短效避孕药屈螺酮炔雌醇片 (II) 获批, 参比制剂为原研产品德国拜耳的优思悦, 公司首仿, 市场格局良好。
- 麻醉及肌松用药: (1) 舒更葡糖钠注射液在 2022 年获得新仿制、一致性评价批准, 2023 年 1 月被新纳入《国家医保目录》。(2) 甲硫酸新斯的明注射液一致性评价在 2023 年 5 月完成受理。(3) 1.1 类新药奥美克松钠为靶向性肌松拮抗剂, 是罗库溴铵注射液的拮抗剂, 是该领域的新一代的创新药物, 预计将于 2023 年下半年申报。重



磅单品上市有望为公司带来业绩增量。

- 其他：糠酸莫米松鼻喷雾剂与噻托溴铵粉雾剂的一致性评价工作按计划推进。此外，二联复方制剂、双动力鼻喷剂项目均在积极推进。

公司存量大品种集采压力出清，并且处于审评阶段与新上市品种屈螺酮炔雌醇片、黄体酮软胶囊均有望在未来逐渐贡献业绩增量。预计 23~25 年制剂收入增速分别-13%/15%/16%，对应收入分别 22.60/26.08/30.13 亿元。

三、毛利率：

- 原料药：根据投资者调研纪要：（1）意大利 Newchem 公司受欧洲能源价格提升影响，意大利公司毛利率下降约 5%左右。（2）国内自营原料药受 2022 年下半年大宗原材料价格上涨因素影响，2023 年上半年毛利率有所下降。三季度基本已恢复到正常状态并有所提升。

综上，预计 23~25 年原料药及中间体毛利率分别为 29%/30%/30%。

- 制剂：根据投资者调研纪要：公司制剂产品结构发生明显变化，苯磺顺阿曲库铵注射液受集采影响，23 年前三季度销售额同比减少约 8700 万元，进而影响总体毛利率。考虑到未来非集采新品逐渐上市，且集采大品种已经出清，制剂毛利率未来有望呈现上升趋势。

综上，预计 23~25 年制剂毛利率分别为 74%/75%/76%。

图表 31：2023-2025 年收入预测

单位-亿元	21A	22A	23E	24E	25E
总营收	43.37	43.80	43.17	49.97	57.65
增速	8%	1%	-1%	16%	15%
毛利率	58.2%	58.2%	52.5%	53.7%	54.4%
原料药及中间体	17.93	17.74	20.09	23.39	26.99
增速	-4.6%	-1.0%	13%	16%	15%
占比	41.3%	40.5%	46.5%	46.8%	46.8%
毛利率	27.4%	30.8%	29%	30%	30%
制剂	24.98	26.05	22.60	26.08	30.13
增速	20.0%	4.3%	-13%	15%	16%
占比	57.6%	59.5%	52.3%	52.2%	52.3%
毛利率	80.4%	76.5%	74%	75%	76%
其他	0.46	0.01	0.48	0.51	0.53
占比	1.1%	0.0%	1.1%	1.0%	0.9%
毛利率	54.0%	65.9%	60%	60%	60%

来源：Wind, 国金证券研究所

- 销售费用：大品种黄体酮胶囊中标各省区域集采，罗库溴铵注射液纳入第七批国家集采，因此 2023 年销售费用有一定下降。但考虑到公司一些新兴产品的推广，因此预计 2024 与 2025 年销售费用率将呈现上升趋势。综上，我们预计 2023/24/25 年销售费用率分别为 23.0%/24.2%/24.2%，对应销售费用分别为 9.93/12.11/13.95 亿元。
- 研发费用：公司在新产品和一致性评价产品上加大研发力度，产品申报按既定的目标推进。截至 2023 年 11 月，23 年公司已有 7 个产品受理及 2 个产品获批或过评。预计 2023/24/25 年研发费用率分别为 5.8%/5.8%/5.8%，对应研发费用分别为 2.49/2.90/3.34 亿元。
- 管理费用：2023 年，办公费用恢复至正常水平，使得管理费用相较 2021 年和 2022 年有一定上升，预计 2023/24/25 年管理费用率分别为 7.3%/7.3%/7.3%，对应管理费用分别为 3.13/3.62/4.18 亿元。
- 归母净利润：2023 年总营收基本与 2022 年持平，黄体酮胶囊纳入省采、罗库溴铵注射液等大品种纳入第七批国采，总毛利率有一定程度的下降，此外，公司 2022 年收到城南厂区拆迁补偿款，确认资产收益 9101.39 万元，因此 23 年归母净利润可能下滑较大。未来两年销售费用预计不会有大幅提升，且显著低于 22 年及以前水平，预计 2023/24/25 年归母净利润增速分别为-19.5%/+24.8%/+20.7%，对应 2023/24/25 年归母净利润分别为 6.03/7.53/9.08 亿元。

4.2 投资建议及估值

我们采用 PE 法对公司进行估值，考虑到公司的业务涉及原料药和制剂等业务，主要产品



分为皮质激素类用药、妇科及计生用药(性激素类药物)、麻醉肌松类用药和呼吸科类用药四大类。我们选取九典制药、苑东生物、恩华药业作为可比公司。参考可比公司 2024 年平均 PE 22X，我们认为，2024 年公司的合理 PE 为 18X，对应市值 135 亿元，对应股价 13.68 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表32: PE 估值法

代码	名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS					PE				
				2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
300705.SZ	九典制药	34.46	118.94	0.87	0.82	1.10	1.43	1.84	40.38	30.90	31.33	24.10	18.73
688513.SH	苑东生物	56.70	68.09	1.94	2.05	2.06	2.37	2.72	23.97	29.64	27.52	23.92	20.85
002262.SZ	恩华药业	26.27	264.69	0.79	0.89	1.09	1.35	1.70	19.77	27.46	24.10	19.46	15.45
	平均值								28.04	29.33	27.65	22.49	18.34
002332.SZ	仙琚制药	12.52	123.85	0.62	0.76	0.61	0.76	0.92	21.20	14.92	20.52	16.47	13.61

来源：国金证券研究所 注：收盘价为 2023/12/15 股价，苑东生物为国金预测

五、风险提示

研发创新失败风险：药品创新研发具有投入大、周期长、环节多、风险高的特点，容易受到不可预测因素的影响。随着新药上市的审评工作要求进一步提高，公司新药研发将会面临一定风险。

产品销售不及预期风险：公司已上市产品管线丰富，涉及多种领域，若已上市产品在销售布局、推广方面遇到阻碍导致商业化销售不及预期，亦或新药上市后因竞争加剧等因素导致销售不畅，均可能影响到前期投入的回收和经济效益的实现，进而对公司的盈利水平和发展构成不利影响。

商誉减值风险：2017 年，公司跨境收购 Newchem 和 Effechem 公司 100% 股权后，公司合并资产负债表中形成了较为大额的商誉，按照相关会计准则，公司将在每年年终进行资产减值测试。如未来被收购公司经营业绩未达到盈利预期，会存在商誉减值的可能性。

药品审评审批政策风险：公司布局多种仿制药原料药及制剂业务，均需要执行相应的药品注册审评审批程序，若公司原料药与制剂产品不能顺利通过审评审批取得注册批件，会对公司销售收入带来一定风险。



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)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	4,019	4,337	4,380	4,317	4,997	5,765	货币资金	1,438	1,267	1,720	1,737	1,801	2,301	
增长率	7.9%	1.0%	-1.4%	15.8%	15.4%		应收款项	948	770	777	860	1,026	1,136	
主营业务成本	-1,783	-1,812	-1,833	-2,070	-2,312	-2,639	存货	726	888	891	940	1,050	1,204	
%销售收入	44.4%	41.8%	41.8%	47.9%	46.3%	45.8%	其他流动资产	637	628	46	47	50	54	
毛利	2,236	2,525	2,547	2,247	2,685	3,126	流动资产	3,749	3,554	3,434	3,585	3,927	4,695	
%销售收入	55.6%	58.2%	58.2%	52.1%	53.7%	54.2%	%总资产	54.8%	52.9%	51.0%	50.5%	53.0%	57.6%	
营业税金及附加	-34	-39	-39	-38	-44	-51	长期投资	307	304	301	303	315	326	
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,925	2,000	2,028	2,147	2,102	2,056	
销售费用	-1,096	-1,280	-1,263	-993	-1,211	-1,395	%总资产	28.2%	29.8%	30.1%	30.2%	28.4%	25.2%	
%销售收入	27.3%	29.5%	28.8%	23.0%	24.2%	24.2%	无形资产	820	749	761	794	794	793	
管理费用	-248	-280	-270	-313	-362	-418	非流动资产	3,089	3,170	3,304	3,519	3,486	3,450	
%销售收入	6.2%	6.5%	6.2%	7.3%	7.3%	7.3%	%总资产	45.2%	47.1%	49.0%	49.5%	47.0%	42.4%	
研发费用	-208	-243	-267	-249	-290	-334	资产总计	6,838	6,723	6,738	7,104	7,413	8,145	
%销售收入	5.2%	5.6%	6.1%	5.8%	5.8%	5.8%	短期借款	604	419	146	333	71	42	
息税前利润 (EBIT)	649	683	709	655	778	928	应付款项	778	720	612	779	855	964	
%销售收入	16.2%	15.8%	16.2%	15.2%	15.6%	16.1%	其他流动负债	237	251	211	210	247	287	
财务费用	-86	0	27	22	24	37	流动负债	1,619	1,390	969	1,321	1,173	1,293	
%销售收入	2.1%	0.0%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	长期贷款	574	313	194	194	194	194	
资产减值损失	-8	-9	-41	-46	-5	-2	其他长期负债	63	75	68	58	57	56	
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0	负债	2,256	1,778	1,231	1,573	1,424	1,543	
投资收益	6	29	49	31	33	36	普通股股东权益	4,445	4,829	5,457	5,483	5,939	6,550	
%税前利润	1.0%	3.9%	5.7%	4.6%	3.9%	3.5%	其中：股本	989	989	989	989	989	989	
营业利润	597	755	879	677	849	1,024	未分配利润	1,360	1,779	2,319	2,626	3,082	3,693	
营业利润率	14.9%	17.4%	20.1%	15.7%	17.0%	17.8%	少数股东权益	137	116	50	48	50	52	
营业外收支	24	-29	-7	-2	-2	-2	负债股东权益合计	6,838	6,723	6,738	7,104	7,413	8,145	
税前利润	621	726	872	675	848	1,022	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	15.5%	16.7%	19.9%	15.6%	17.0%	17.7%	每股指标							
所得税	-92	-108	-125	-74	-93	-112	每股收益	0.510	0.623	0.758	0.610	0.761	0.918	
所得税率	14.8%	14.9%	14.3%	11.0%	11.0%	11.0%	每股净资产	4.493	4.882	5.517	5.543	6.004	6.622	
净利润	529	618	747	601	755	910	每股经营现金净流	0.798	0.684	0.616	0.797	0.766	0.971	
少数股东损益	24	2	-2	-2	2	2	每股股利	0.100	0.150	0.300	0.300	0.300	0.300	
归属于母公司的净利润	505	616	749	603	753	908	回报率							
净利率	12.6%	14.2%	17.1%	14.0%	15.1%	15.7%	净资产收益率	11.35%	12.75%	13.73%	11.00%	12.67%	13.86%	
							总资产收益率	7.38%	9.16%	11.12%	8.49%	10.15%	11.15%	
							投入资本收益率	9.60%	10.25%	10.40%	9.62%	11.06%	12.08%	
现金流量表 (人民币百万元)							增长率							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	主营业务收入增长率	8.37%	7.92%	0.98%	-1.43%	15.75%	15.37%	
净利润	529	618	747	601	755	910	EBIT增长率	9.29%	5.22%	3.80%	-7.68%	18.73%	19.37%	
少数股东损益	24	2	-2	-2	2	2	净利润增长率	22.94%	22.09%	21.67%	-19.49%	24.78%	20.65%	
非现金支出	188	203	237	223	193	201	总资产增长率	17.41%	-1.68%	0.22%	5.43%	4.35%	9.88%	
非经营收益	80	-26	-143	-23	-19	-29	资产管理能力							
营运资金变动	-8	-118	-232	-14	-171	-122	应收账款周转天数	63.6	52.7	46.6	57.0	57.0	54.0	
经营活动现金净流	789	676	609	788	758	960	存货周转天数	143.0	162.6	177.1	174.0	174.0	174.0	
资本开支	-117	-229	-279	-385	-144	-154	应付账款周转天数	60.4	59.4	58.1	58.0	58.0	58.0	
投资	0	-9	67	-2	-12	-11	固定资产周转天数	152.1	136.0	137.8	134.7	111.1	91.0	
其他	-457	16	570	31	33	36	偿债能力							
投资活动现金净流	-575	-223	358	-356	-123	-129	净负债/股东权益	-5.66%	-20.95%	-25.07%	-21.89%	-25.65%	-31.28%	
股权募资	990	3	3	-280	0	0	EBIT利息保障倍数	7.6	10,408.5	-26.6	-29.2	-32.0	-24.9	
债权募资	-612	-370	-380	177	-262	-29	资产负债率	32.99%	26.45%	18.27%	22.14%	19.20%	18.94%	
其他	-69	-118	-45	-310	-309	-302								
筹资活动现金净流	310	-484	-422	-413	-570	-331								
现金净流量	496	-64	573	18	65	501								

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

来源：聚源数据

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

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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究