

# 仙琚制药 (002332)

证券研究报告  
2024年10月11日

## 甾体类全链条龙头，制剂新品种商业化潜力可观

### 摘要：

仙琚制药以甾体原料药和制剂为主业，坚持原料药制剂一体化经营模式，紧密围绕妇科、麻醉科、呼吸科及皮肤科四大领域构建产品群、服务群。存量品种基本盘稳定，新品种在研管线商业化潜力十足。

### 原料药：甾体类原料药市场广阔，上游价格企稳

激素原料药市场广阔，全球范围内集中度较高。iFind 数据显示，雄烯二酮价格自 2020 年起持续下降，2024 年 3 月起雄烯二酮价格回升，4 月回升至 380 元/千克。考虑到雄烯二酮价格已经显示出稳定向上的趋势，后续在起始物料价格回暖的前提下，公司原料药业绩有望迎来增长。

### 制剂：存量品种逐步克服集采影响，主力品种生命周期有望延长

2023 年公司主力品种罗库溴铵注射液受国采影响，黄体酮胶囊受到省采影响，销售收入下降明显；2024H1，罗库溴铵注射液等品种销量回升、黄体酮胶囊收入企稳，制剂产品逐步克服集采影响。

公司目前主力品种糠酸莫米松鼻喷雾剂 2024H1 累计增长 30%，趋势持续向好。考虑到药械合一剂型新获批上市大多需通过 III 期临床获批，多家企业上市申请遭拒，我们认为公司产品竞争格局依然良好，有望在 2-3 年保持较快放量趋势。

### 新品种：创新转型持续推进，新品种商业化潜力十足

新品种方面，庚酸炔诺酮注射液、屈螺酮炔雌醇片逐步形成新的增长潜力；舒更葡糖钠增长较快。在研管线方面：(1) 呼吸领域：复方/双动力改良型新药临床稳步推进；(2) 肌松及镇痛领域：奥美克松钠于 2024 年 8 月递交 NDA；(3) 妇科领域：地屈孕酮片商业化前景可观，预计于 2025 年上市。

### 盈利预测与估值

考虑到公司为甾体类原料药制剂一体化龙头，随着起始物料价格向上、海外市场需求恢复，原料药板块有望企稳回升；制剂端：存量品种逐步克服集采影响，增量品种持续放量，在研品种商业化潜力大。

我们预计公司 2024-2026 年总体收入分别为 45.70/52.10/59.95 亿元，同比增长 10.83%/14.00%/15.07%；归属于上市公司股东的净利润分别为 6.70/8.59/10.64 亿元。给予 2025 年 20 倍 PE，目标价 17.37 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**产业政策变化及药品降价风险、研发风险、综合管理成本上升的风险、商誉减值风险、集采风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,379.83	4,123.42	4,569.85	5,209.53	5,994.72
增长率(%)	0.98	(5.85)	10.83	14.00	15.07
EBITDA(百万元)	1,245.09	1,103.25	992.60	1,202.10	1,428.44
归属母公司净利润(百万元)	749.40	563.08	669.75	859.08	1,064.38
增长率(%)	21.67	(24.86)	18.94	28.27	23.90
EPS(元/股)	0.76	0.57	0.68	0.87	1.08
市盈率(P/E)	17.12	22.79	19.16	14.93	12.05
市净率(P/B)	2.35	2.22	2.07	1.91	1.74
市销率(P/S)	2.93	3.11	2.81	2.46	2.14
EV/EBITDA	7.66	9.85	10.92	8.93	6.88

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.97 元
目标价格	17.37 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	989.20
流通 A 股股本(百万股)	984.19
A 股总市值(百万元)	12,829.99
流通 A 股市值(百万元)	12,764.99
每股净资产(元)	5.86
资产负债率(%)	15.83
一年内最高/最低(元)	14.80/8.44

### 作者

杨松 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 国内甾体药物龙头，业绩有望实现恢复性增长.....	5
1.1. 以甾体类药物为核心，原料药制剂一体化均衡发展.....	5
1.2. 业绩受集采影响波动，新品有望带动业绩加速发展.....	6
2. 原料药：甾体类原料药龙头，上游价格已逐步企稳.....	9
2.1. 甾体类原料药市场广阔，公司市场占有率高.....	9
2.2. 以植物甾醇为主流初始物料，上游价格企稳有望回升.....	11
3. 制剂：存量品种集采影响企稳，新品种商业化潜力十足.....	13
3.1. 呼吸领域：糠喷有望保持稳定增长，复方/双动力剂型有望打开市场天花板.....	15
3.1.1. 糠酸莫米松鼻喷雾剂：集采预期延后，有望保持稳定增长.....	15
3.1.2. 噻托溴铵粉雾剂：慢阻肺市场空间可观，后续有望加速放量.....	16
3.2. 妇科领域：存量品种企稳，创新/首仿品种开始放量.....	19
3.2.1. 黄体酮系列：继续挑战难仿凝胶，针剂胶囊集采影响趋稳.....	19
3.2.2. 庚酸炔诺酮注射液：特色创新品种，持续探索新适应症拓展.....	19
3.2.3. 屈螺酮炔雌醇片（II）：国内首仿，竞争格局良好.....	21
3.2.4. 戊酸雌二醇片：国内首仿，更年期用药市场潜力大.....	22
3.2.5. 地屈孕酮片：市场空间可观，公司已于2023年申报.....	23
3.3. 肌松及镇痛领域：集采影响阶段性结束，多款潜力品种支撑公司未来发展.....	24
3.3.1. 罗库溴铵：集采影响出清，销量逐步修复.....	24
3.3.2. 舒更葡糖钠：与罗库溴铵形成销售组合，产品放量良好.....	26
3.3.3. 奥美克松钠：安全性数据显著更优，市场潜力可观.....	26
4. 盈利预测.....	28
4.1. 盈利预测及关键假设.....	28
4.2. 估值与投资评级.....	28
5. 风险提示.....	29

## 图表目录

图 1：公司股权结构及主要子公司.....	5
图 2：公司主要品种分类.....	6
图 3：2019-2024H1 公司营业总收入（亿元）及同比（%）.....	7
图 4：2019-2024H1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）.....	7
图 5：公司原料药及制剂收入（亿元）.....	7
图 6：公司原料药板块收入结构（百万元）.....	7
图 7：公司制剂板块收入结构（百万元）.....	7
图 8：2019-2024H1 公司自营制剂分治疗领域收入（百万元）.....	8
图 9：2019-2024H1 公司费用率情况（%）.....	9
图 10：2019-2024H1 公司资金情况.....	9

图 11: 2015-2023 年中国甾体类药物行业市场规模统计 .....	10
图 12: 2019-2024H1 激素类原料药出口 (亿美元) 及同比 (%) .....	10
图 13: 2019-2024H1 各项激素类原料药出口 (亿美元) .....	10
图 14: 2022 年全球激素原料药市场竞争格局 .....	10
图 15: 传统合成甾体药物路线 .....	11
图 16: 生物技术合成甾体药物路线 .....	11
图 17: 甾体药物产业链 .....	11
图 18: 雄烯二醇价格走势 (元/千克) .....	12
图 19: 公司分品种主要销售模式 .....	15
图 20: 变应性鼻炎发病机制模式图 .....	15
图 21: 内舒拿与逸青院内销量对比 (单位: 百万元) .....	16
图 22: 内舒拿与逸青零售数据对比 (单位: 百万元) .....	16
图 23: 噻托溴铵粉雾剂院内销售额分布 (单位: 百万元) .....	18
图 24: 噻托溴铵粉雾剂院外零售额分布 (单位: 百万元) .....	18
图 25: 公司黄体酮系列等级医院销售额 (单位: 亿元) .....	19
图 26: 女性性激素 (黄体酮、黄体生成素、卵泡刺激素、雌二醇) 月经周期浓度变化 .....	19
图 27: 1970-2019 年按地区列的现代避孕方法占比情况 .....	20
图 28: 复方庚酸炔诺酮注射液等级医院销售情况 .....	21
图 29: 屈螺酮炔雌醇片市场销售情况 (单位: 百万元) .....	22
图 30: 2023 年短期避孕药零售市场竞争格局 (单位: 百万元) .....	22
<b>图 31: 更年期用药西药市场厂家竞争格局 .....</b>	<b>23</b>
<b>图 32: 更年期综合征主要化药竞争格局 (2023 年) .....</b>	<b>23</b>
图 33: 补佳乐市场销售情况 .....	23
图 34: 地屈孕酮片 (达芙通) 市场销售情况 .....	23
图 35: 公司罗库溴铵市场销售情况 (百万元) .....	24
图 36: 仙璐舒更葡萄糖钠市场销售额 (单位: 万元) .....	26
图 37: 舒更葡萄糖钠 (A) 和奥美克松钠 (B) 的化学结构示意图 .....	26
图 38: 奥美克松钠及舒更不良反应 .....	27
表 1: 公司发展历程 .....	5
表 2: 2024H1 公司分治疗领域制剂收入 (百万元) 及同比 (%) .....	8
表 3: 公司制剂品种 .....	13
表 4: 糠酸莫米松鼻喷雾剂一致性审批竞争格局 (截至 2024 年 7 月) .....	16
表 5: 呼吸吸入制剂四大剂型比较 .....	17
表 6: 国内慢性阻塞性肺疾病稳定期常用吸入治疗药物 .....	17
表 7: 噻托溴铵粉雾剂竞争格局 (截至 2024 年 7 月) .....	18
表 8: 常见避孕针的用法及效果对比 .....	20
表 9: 常见短效复方口服避孕药对比 .....	21
表 10: 常见肌松药对比 .....	24

表 11: 罗库溴铵注射液获批厂家 (截至 2024 年 7 月) .....	25
表 12: 公司各板块收入 (百万元) 及毛利率 (%) 预测 .....	28
表 13: 可比公司估值 .....	28

## 1. 国内甾体药物龙头，业绩有望实现恢复性增长

### 1.1. 以甾体类药物为核心，原料药制剂一体化均衡发展

浙江仙居制药股份有限公司前身为仙居制药厂，创建于 1972 年。公司坚持原料药、制剂一体化的经营模式，主营业务为甾体原料药和制剂的研制、生产与销售。公司紧密围绕四大治疗领域（妇科、麻醉科、呼吸科及皮肤科）构建产品群、服务群。

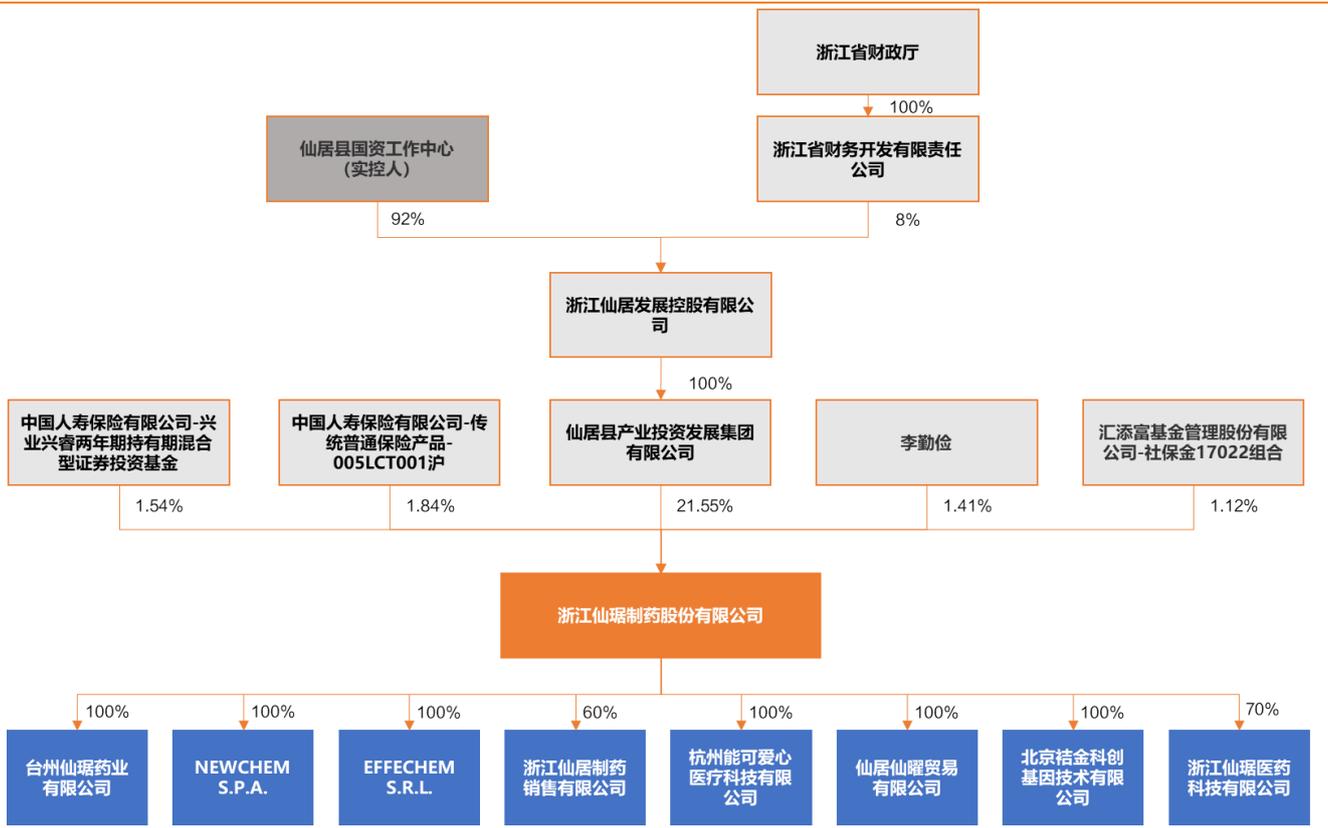
表 1：公司发展历程

时间	事件
1969 年	原仙居化工厂设立一个制药车间(制药连)
1970 年	生产炔诺酮、炔雌醇及复方炔诺酮片，成为全国 6 个指定口服避孕药生产厂家之一
1972 年	成立仙居制药厂;生产醋酸强的松、氢化可的松及水针剂产品。
1974 年	庚酸炔诺酮及制剂正式投入批量生产
1979 年	氢化可的松、强的松龙产品开始出口
1983 年	按 CGMP 标准设计避孕药原药车间竣工试产
1996 年	成立浙江仙居药业集团股份有限公司
1999 年	维库溴铵通过 FDA 认证；10 月 21 日，在上海证券交易所挂牌交易。
2010 年	公司股票在深圳证券交易所正式挂牌上市交易
2017 年	完成对意大利 Newchem S.P.A 公司收购
2020 年	布局高端制剂国际化建设项目
2022 年	布局搭建无菌原料药产业化平台
2023 年	杨府原料药厂区、制剂产区通过 FDA 认证
2024 年	首个制剂产品获得美国 FDA 批准

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**股权结构稳定，下属公司有序分工。**公司实控人为仙居县国资工作中心。产能方面，国内拥有仙居杨府原料药生产区、仙居杨府制剂生产区、临海川南生产区三个核心制造平台，在国外以意大利子公司 NewChem 为主体拥有两个标准化原料药工厂；销售方面，制剂产品销售由控股子公司浙江仙居制药销售有限公司负责，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。

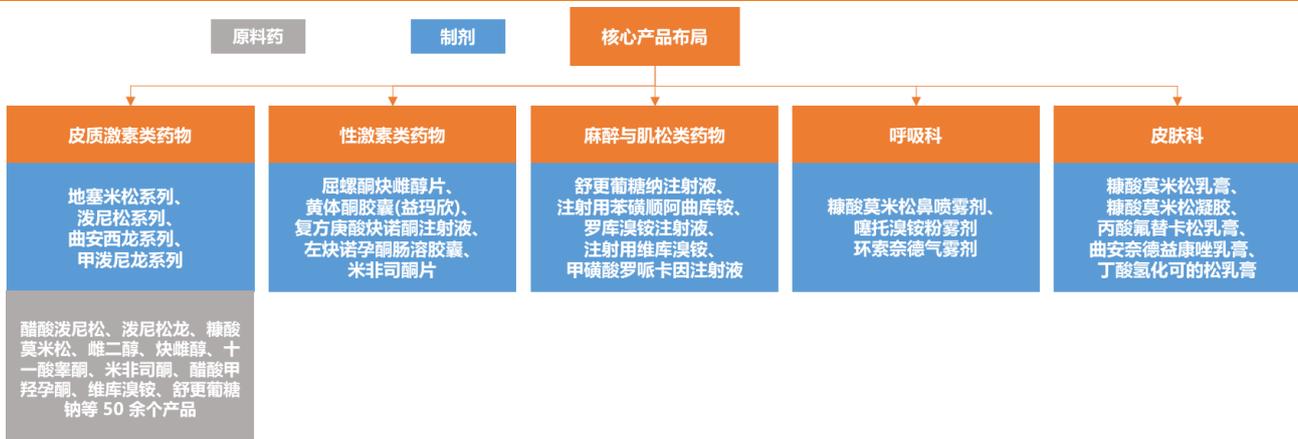
图 1：公司股权结构及主要子公司



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

以甾体类药物为核心。其中：（1）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、甲泼尼龙系列等；原料药产品包括醋酸泼尼松、泼尼松龙、糠酸莫米松、雌二醇、炔雌醇、十一酸睾酮、米非司酮、醋酸甲羟孕酮、维库溴铵、舒更葡糖钠等 50 余个产品。（2）性激素类药物（主要是制剂产品）包括孕激素类、雄性激素类、雌性激素类，主要产品有屈螺酮炔雌醇片、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；（3）麻醉与肌松类药物（制剂产品）主要产品有舒更葡糖钠注射液、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；（4）呼吸科主要产品有糠酸莫米松鼻喷雾剂、噻托溴铵粉雾剂和环索奈德气雾剂；（5）皮肤科主要产品有糠酸莫米松乳膏、糠酸莫米松凝胶、丙酸氟替卡松乳膏、曲安奈德益康唑乳膏、丁酸氢化可的松乳膏等。

图 2：公司主要品种分类



资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 1.2. 业绩受集采影响波动，新品有望带动业绩加速发展

2023 年受集采及原料药市场竞争加剧影响，业绩出现波动。公司 2023 年实现收入 41.23 亿元(yoy-5.9%)，归母净利润 5.63 亿元(yoy-24.9%)，扣非净利润 5.38 亿元(yoy-12.14%)，

业绩下降主要系：(1) 集采制剂品种收入及利润下降（罗库溴铵注射液受国家药品集中带量采购影响，黄体酮胶囊受到省级区域集采影响），(2) 原料药行业市场竞争加剧，非规范市场产品销售价格下跌，原料药利润同比减少。此外，2023 年非经常性损益同比 2022 年减少约 1.1 亿元，主要是 2022 年有公司城南厂区整体搬迁补偿收益约 9,100 万元计入当年的非经常性损益。

**2024H1 整体业绩平稳。**公司 2024H1 实现收入 21.38 亿元 (yoy+0.93%)，归母净利润 3.40 亿元 (yoy+12.56%)，其中制剂业务收入同比增长 10.6%，原料药业务同比下降 9%，整体业绩平稳。

图 3：2019-2024H1 公司营业总收入（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

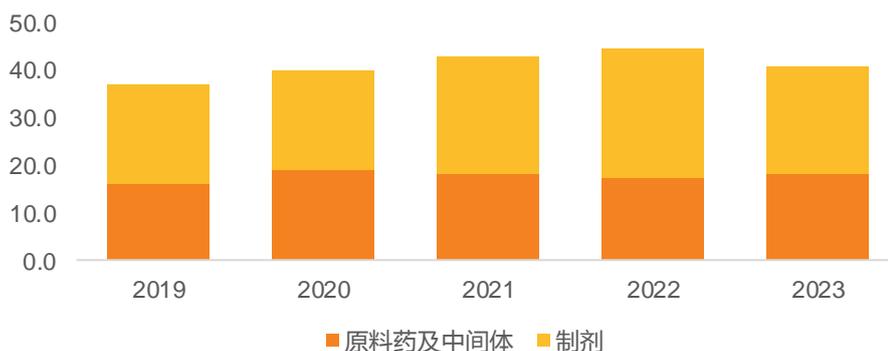
图 4：2019-2024H1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**原料药制剂一体化稳定发展。**2019-2023 年公司原料药收入从 2019 年的 15.8 亿元增长至 2023 年的 17.9 亿元，期间 CAGR 为 3.2%；同期制剂收入从 20.9 亿元增至 22.8 亿元，CAGR 为 2.2%，制剂占比从同期的 56.5% 降至 55.2%。考虑到 2023 年国家集采对公司制剂收入产生影响，总体上公司制剂占比在波动中持续提升，制剂一体化稳定发展。

图 5：公司原料药及制剂收入（亿元）



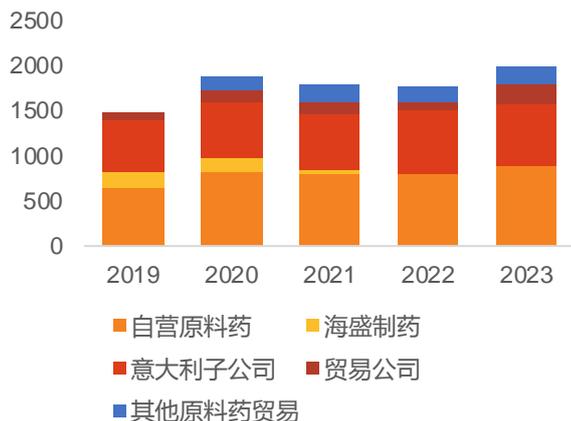
资料来源：公司公告，天风证券研究所

**原料药收入稳定增长。**原料药板块收入中：(1) 自营原料药收入稳定增长，收入从 2019 年的 6.45 亿元增长至 2023 年的 8.80 亿元，期间 CAGR 达 8.1%；(2) 意大利子公司 2023 年实现收入 6.84 亿元 (yoy-3%)；(3) 贸易公司 2023 年实现收入 2.17 亿元 (yoy+123.7%)，其他原料药贸易实现收入 0.05 亿元。

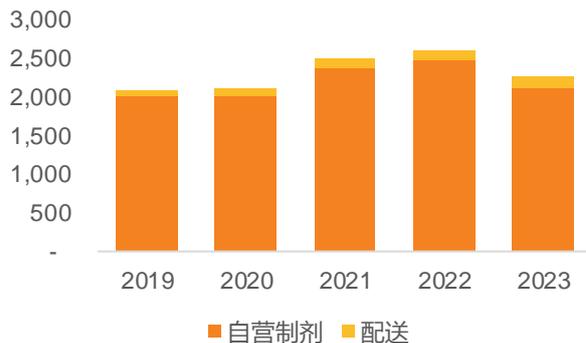
**自营制剂占制剂收入 90%以上。**2019-2022 年公司自营制剂收入占整个制剂板块的 95%以上。2023 年公司自营制剂实现收入 21.09 亿元 (yoy-15.1%)，占制剂收入 92.6%；配送实现收入 1.69 亿元 (yoy+40.8%)，占比 7.4%。

图 6：公司原料药板块收入结构（百万元）

图 7：公司制剂板块收入结构（百万元）



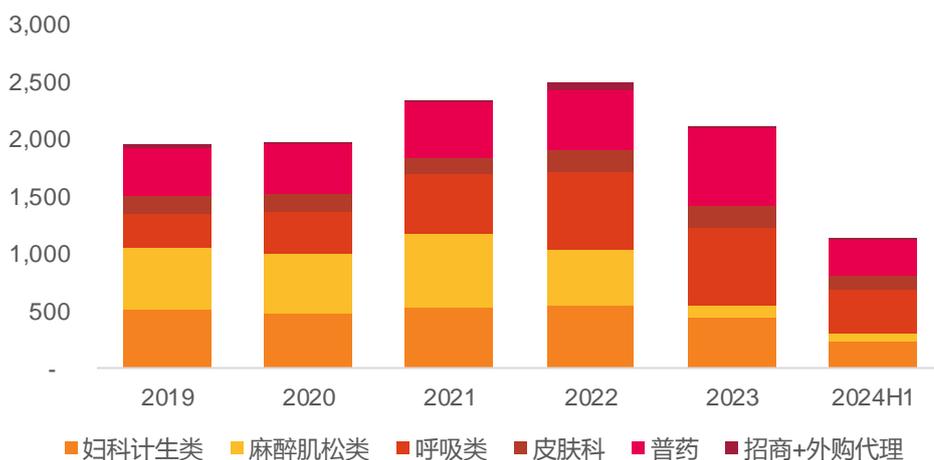
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2023 年集采对麻醉肌松类、妇科计生类制剂产生较大影响。分板块看，2023 年公司普药类实现收入 6.78 亿元 (yoy+27%)，呼吸类实现收入 6.72 亿元 (yoy-1%)，妇科计生类实现收入 4.45 亿元 (yoy-18%)，皮肤科类实现收入 1.97 亿元 (yoy+9%)，麻醉肌松类制剂收入 1.0 亿元 (yoy-80%)。除了罗库溴铵注射液 (麻醉肌松类) 受国家药品集中带量采购影响，黄体酮胶囊 (妇科计生类) 受到省级区域集采影响以外，其余制剂基本保持稳定增长。

图 8：2019-2024H1 公司自营制剂分治疗领域收入 (百万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2024 年以来制剂销售恢复良好。2024H1 制剂销售营业收入同比增长 10.6%。其中：(1) 妇科计生类收入 2.33 亿元 (yoy-1%)。(2) 麻醉肌松类收入 0.63 亿元 (yoy+28%)，主要是罗库溴铵注射液、顺阿注射液的销量提升。(3) 呼吸类产品收入 3.93 亿元 (yoy+30%)，主要是糠酸莫米松鼻喷雾剂上半年销量同比增长。(4) 皮肤科产品收入 1.2 亿元 (yoy+26%)；特别是凝胶的增速非常快。(5) 普药收入 3 亿元 (yoy-6%)，主要因为地塞米松磷酸钠注射液集采的影响。

表 2：2024H1 公司分治疗领域制剂收入 (百万元) 及同比 (%)

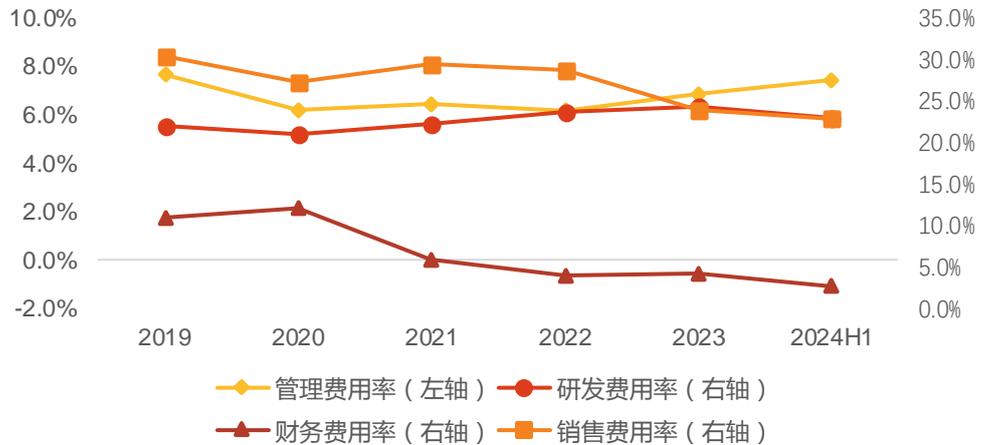
	收入 (百万元)	同比 (%)
妇科计生类	233	-1%
麻醉肌松类	63	28%
呼吸类	393	30%
皮肤科	120	26%
普药	300	-6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用率控制良好。公司四项费用率总和从 2019 年的 45.3% 降至 2024H1 的 35.0%。其

中销售费用从 30.4% 降至 22.8%；利息收入带动公司财务费用自 2022 年起持续低于 0%。考虑到公司控费持续推进，未来有望带动利润加速增长。

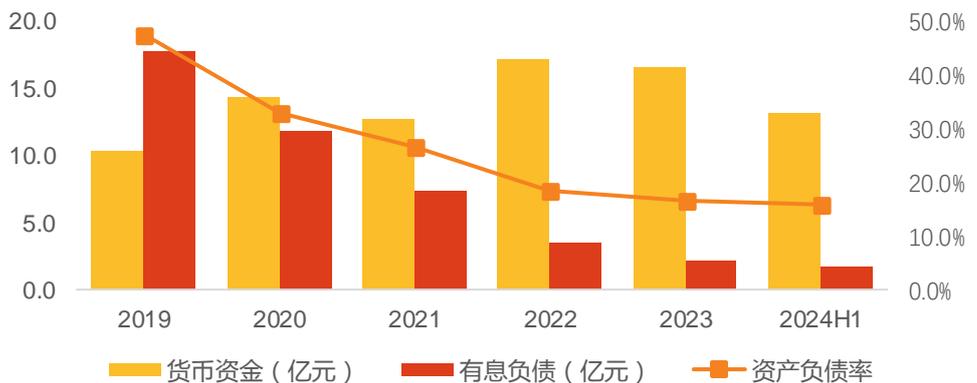
图 9：2019-2024H1 公司费用率情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

**资产负债率持续下降，财务状况良好。**公司资产负债率从 2019 年的 47.5% 降至 2024H1 的 15.8%，财务状况大幅改善；此外，公司货币资金从 2019 年的 10.3 亿升至 2024H1 的 13.1 亿；相应的，同期有息负债从 17.7 亿元降至 1.8 亿元，财务状况良好。

图 10：2019-2024H1 公司资金情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

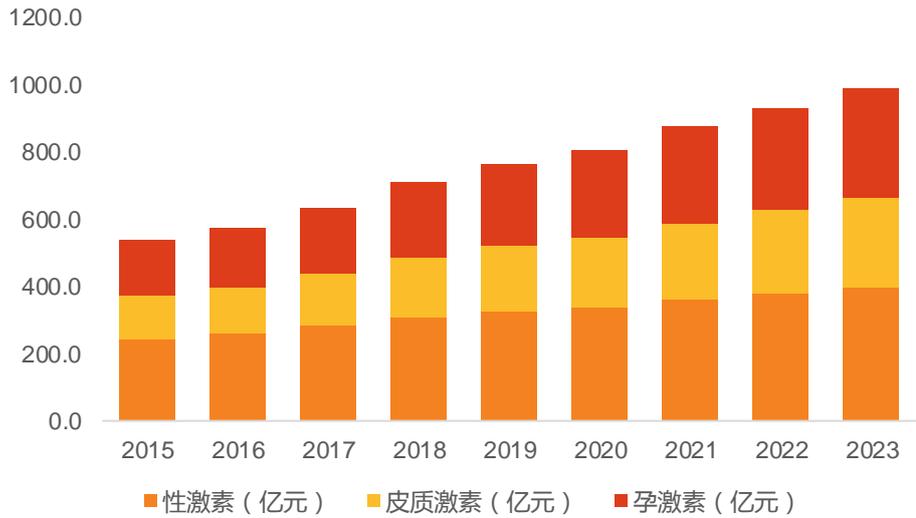
## 2. 原料药：甾体类原料药龙头，上游价格已逐步企稳

### 2.1. 甾体类原料药市场广阔，公司市场占有率高

**甾体药物重要性强，应用场景广泛。**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，在化学药体系中占有重要地位，是仅次于抗生素的第二大类药物。作为人体内源性药物，甾体药物在维持生命、机体发育、免疫调解、皮肤疾病治疗及生育控制方面具有明确的作用，具有很强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的药理作用，被广泛应用于治疗风湿性关节炎、支气管哮喘、湿疹等皮肤病和过敏性休克、前列腺炎等内分泌疾病，也应用于辅助生殖、避孕、减轻女性更年期症状、手术麻醉、预防冠心病和艾滋病、减肥等方面。

**甾体激素类药物品种丰富，主要包括孕激素、性激素和皮质激素。**近年来，我国甾体类药物市场发展迅速，甾体类药物行业市场规模从 2015 年的 539 亿元增长至 2023 年的 993 亿元，性激素及生殖系统类药物市场从 2015 年 241.5 亿元增长至 2023 年的 399.2 亿元。分品种看，2023 年性激素及生殖系统类约占 40.2%，皮质激素类约占 27.0%。

图 11：2015-2023 年中国甾体类药物行业市场规模统计



资料来源：智研产业研究院公众号，天风证券研究所

据 WTO 统计，全球甾体激素类原料药类贸易规模总额在 40 亿美元，中国占总规模的 15-18%。其中中国在性激素类原料药占全球贸易比重的 30%，在皮质激素类原料药占比重 13%。从进出口情况来看，2019 年我国出口各类甾体激素类的原料药 7.5 亿美元，2023 年增长至 9.0 亿美元 (yoy+2.5%)，2024H1 出口 4.7 亿美元 (yoy-3.6%)；分品种看，2024H1 皮质类甾体激素出口 0.48 亿美元 (yoy-15.1%)，其余品种基本保持稳定。

图 12：2019-2024H1 激素类原料药出口 (亿美元) 及同比 (%)



图 13：2019-2024H1 各项激素类原料药出口 (亿美元)

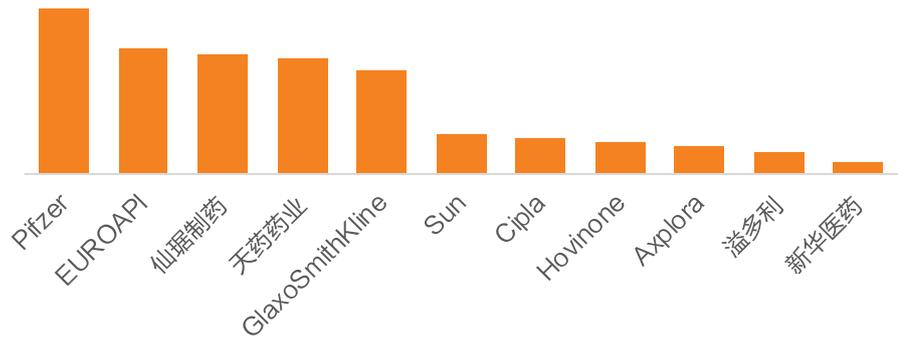


资料来源：中华人民共和国海关总署，天风证券研究所

资料来源：中华人民共和国海关总署，天风证券研究所

激素原料药市场集中度较高，仙琚制药是国内最大参与者。皮质激素原料药的全球主要厂商包括 Pfizer CentreOne、EUROAPI、浙江仙琚制药、天津天药业和 GlaxoSmithKline 等，市场集中度较高。

图 14：2022 年全球激素原料药市场竞争格局



资料来源: QYResearch, 天风证券研究所

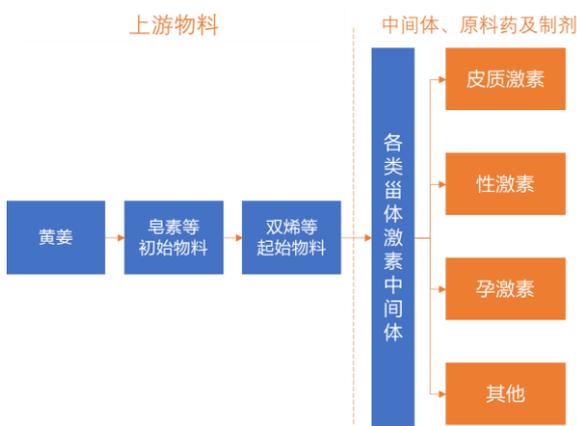
## 2.2. 以植物甾醇为主流初始物料，上游价格企稳有望回升

**传统甾体药物合成以皂素为初始物料。**人们最初通过动物内脏提炼的胆酸来制备甾体药物。自 20 世纪 50 年代在墨西哥发现薯蓣皂素后，除某些特殊激素特殊产品（如雌激素需从动物尿液中提炼）外，几乎所有的甾体药物都转变为以薯蓣皂素为初始物料进行生产，薯蓣皂素及由此衍生的合成技术成为这一行业的主要技术。该技术合成路线为：黄姜→皂素等初始物料→双烯等起始物料→各类甾体激素中间体→甾体药物。

**生物合成路线中起始物料变为植物甾醇。**基于上游原材料的供需关系以及环保要求，境外欧美国家开始探索以甾醇等为初始物料制造雄烯二酮等起始物料的生物技术，由于该技术具有显而易见的成本和环保优势，甾醇逐渐开始替代皂素，并广泛应用于甾体激素药物的生产。该技术合成路线为：禾本科植物→甾醇等初始物料→雄烯二酮等起始物料→各类甾体激素中间体→甾体药物。

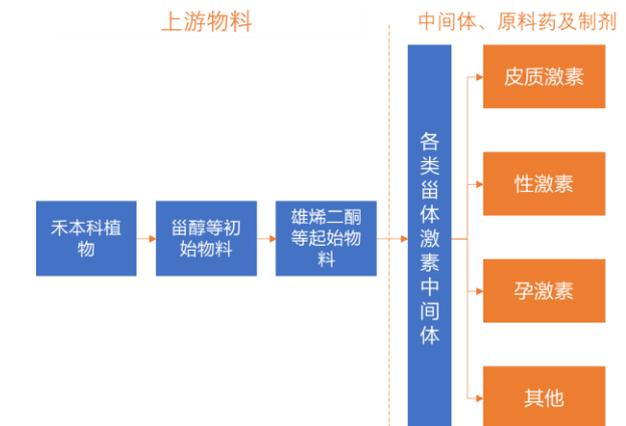
**国内主流合成路径为生物技术，以植物甾醇为初始物料，以雄烯二酮为起始物料。**21 世纪以来，因为国内以黄姜生产皂素的加工区主要分布于南水北调的中线水源地，丹江口水库的上游，其生产污染物对南水北调的水质影响较大。基于《南水北调工程总体规划》和国内黄淮海地区水资源短缺的严峻形势，国家强制关闭了湖北、陕西等地环保不达标 的皂素生产厂家，国内以生物技术生产雄烯二酮等起始物料的技术路线已成为主流。

图 15：传统合成甾体药物路线



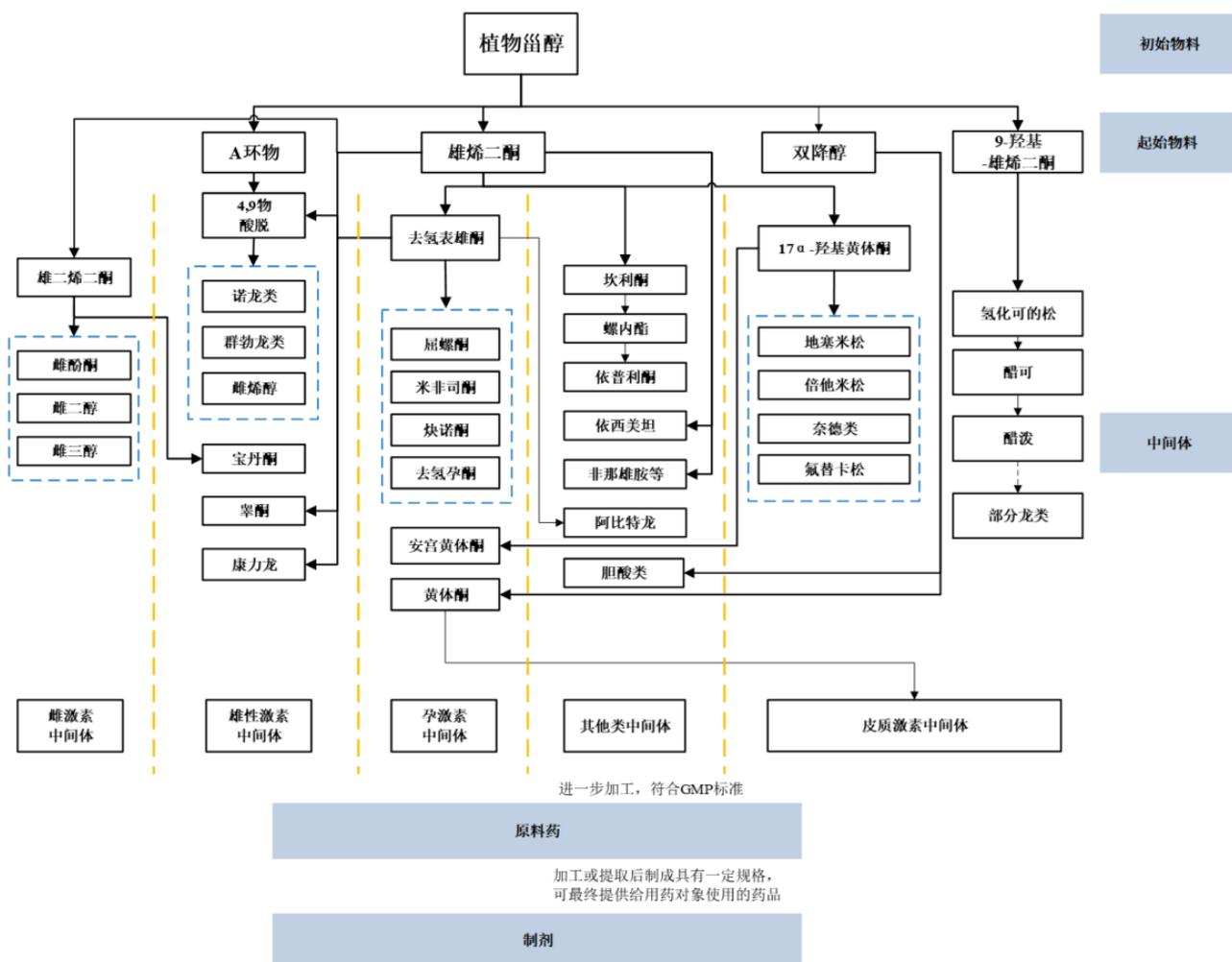
资料来源: 共同药业招股书, 天风证券研究所

图 16：生物技术合成甾体药物路线



资料来源: 共同药业招股书, 天风证券研究所

图 17：甾体药物产业链

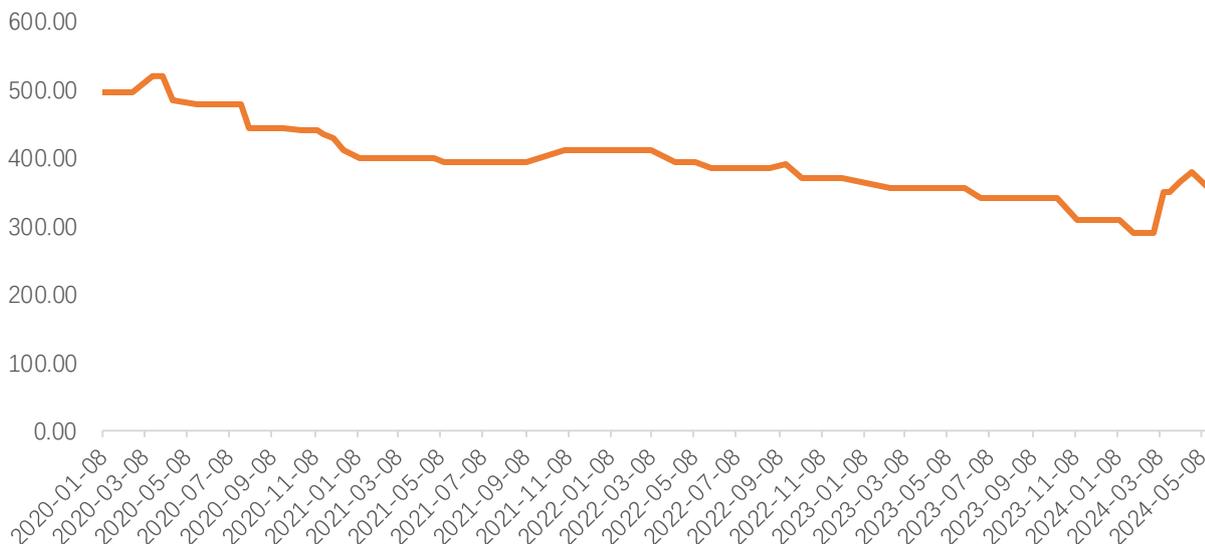


资料来源: 共同药业招股书, 天风证券研究所

公司以植物甾醇为主要初始物料, 以雄烯二酮为主要起始物料。仙琚制药 2013 年以前主要原材料以皂素和双烯为主。2013 年至 2015 年间, 甾体药物起始物料生产企业逐渐开始采取微生物发酵植物甾醇的生物技术路线生产雄烯二酮。目前, 国内除少数产品外, 生物技术路线生产的雄烯二酮等甾体药物原料已基本完成了对双烯类原料的替代。

雄烯二酮价格回升有望带动公司原料药业绩增长。iFind 数据显示, 雄烯二酮价格自 2020 年起持续下降, 从 2020 年 4 月的 520 元/千克降至 2024 年 2 月的 290 元/千克。2024 年 3 月起雄烯二酮价格回升, 4 月回升至 380 元/千克。考虑到雄烯二酮价格已经显示出稳定向上的趋势, 后续在起始物料价格回暖的前提下, 公司原料药业绩有望迎来增长。

图 18: 雄烯二酮价格走势 (元/千克)



资料来源：iFind，天风证券研究所

### 2.3. 海外：生产平台搭建日趋完备，业务持续高端化

公司目前在国内拥有杨府原料药生产区、临海川南生产区、杨府制剂生产区三个核心制造平台，在国外以意大利 Newchem 公司为主体拥有两个标准化原料药工厂。2023 年，公司杨府原料药厂区通过 FDA、巴西 ANVISA 和日本 PMDA 等检查。

Newchem 公司主要负责欧美规范市场的高端原料药销售，拥有两个标准化原料药工厂，通过提升工艺进一步挖掘成本节降空间。2023 年，随着维罗纳厂区合成三正式投入使用，帕维亚厂区前列腺素生产线完成产能提升改造，Newchem 发展后劲充足。2024H1，NewChem 公司受到海外市场下游客户去库存、经济环境和汇率因素影响，采购端的皮质激素类产品上游价格波动影响，销售收入同比下降。

### 3. 制剂：存量品种集采影响企稳，新品种商业化潜力十足

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。

表 3：公司制剂品种

品种	治疗领域	适应症
黄体酮胶囊	妇科产品	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
屈螺酮炔雌醇片（II）	妇科产品	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
黄体酮注射液	妇科产品	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
复方庚酸炔诺酮注射液	妇科产品	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
克林霉素磷酸酯阴道凝胶	妇科产品	细菌性阴道病
米非司酮片	妇科产品	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	妇科产品	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。
米非司酮片（后定诺）	妇科产品	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

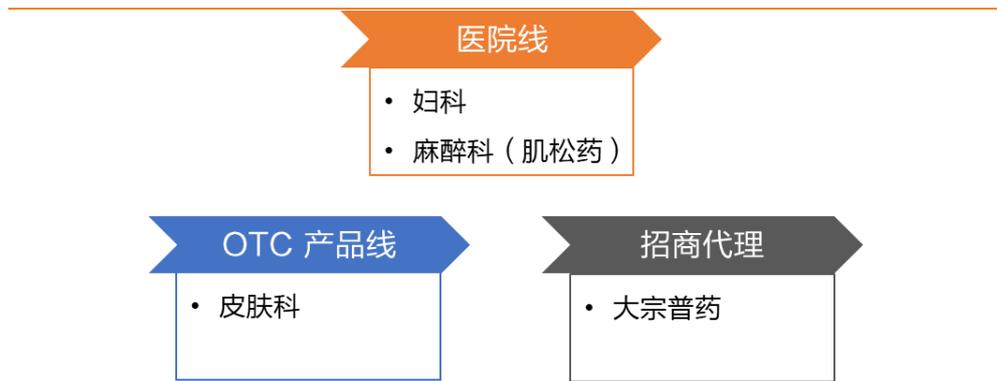
舒更葡萄糖钠注射液	麻醉科产品	在成人中拮抗罗库溴铵或维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞。 儿科患者：在儿童和青少年中，仅推荐本品用于常规拮抗罗库溴铵诱导的阻滞（2~17岁）
注射用苯磺顺阿曲库铵	麻醉科产品	本品用于手术和其它操作以及重症监护治疗。作为全麻的辅助用药或在重症监护病房（ICU）起镇静作用，它可以松弛骨骼肌，使气管插管和机械通气易于进行
注射用维库溴铵（仙林）	麻醉科产品	主要作为全麻辅助用药，用于全麻时的气管插管及手术中的肌肉松弛
盐酸罗哌卡因注射液	麻醉科产品	1.外科手术麻醉：硬膜外麻醉、包括剖宫产术、蛛网膜下腔麻醉、区域阻滞。 2.急性疼痛控制：持续硬膜外输注或间歇性单次用药，如术后或阴道分娩镇痛；区域阻滞。
氟马西尼注射液	麻醉科产品	用于逆转苯二氮草类药物所致的中枢镇静作用： 1.终止用苯二氮草类药物诱导及维持的全身麻醉。 2.作为苯二氮草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草类、其它药物或脑损伤所致的不明原因的昏迷。
甲磺酸罗哌卡因注射液（达卡）	麻醉科产品	外科手术麻醉：1.硬膜外麻醉（包括剖宫产硬膜外麻醉）。2.局部浸润麻醉。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。
甲硫酸新斯的明注射液	麻醉科产品	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。
糠酸莫米松鼻喷雾剂（逸青）	呼吸科产品	本品适用于治疗成人、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。
噻托溴铵吸入粉雾剂（彼多益）	呼吸科产品	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。
环索耐德吸入气雾剂（仙定）	呼吸科产品	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
糠酸莫米松乳膏（芙美松）	皮肤科产品	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	皮肤科产品	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	皮肤科产品	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。 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	皮肤科产品	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	皮肤科产品	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。
醋酸曲安奈德注射液	普药产品	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
醋酸泼尼松片	普药产品	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
醋酸地塞米松片	普药产品	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	普药产品	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、子宫内膜癌
阿昔洛韦片	普药产品	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
醋酸泼尼松龙注射液	普药产品	主要用于过敏性与自身免疫性炎症疾病。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
地塞米松磷酸钠注射液	普药产品	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

资料来源：公司官网，天风证券研究所

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。目前销售模式主要分为三种：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：(1) 医院线，以妇科、麻醉科（肌松药）为主；(2) OTC 产品线，以皮肤科产品为主；(3) 招商代理线，以大宗普药产品为主。

图 19：公司分品种主要销售模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

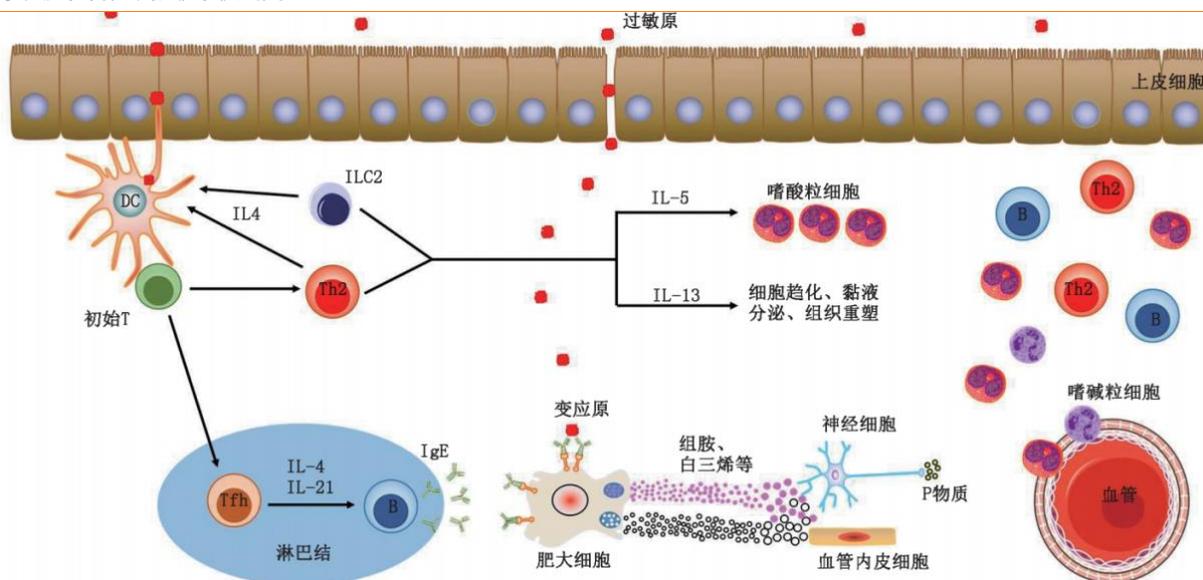
### 3.1. 呼吸领域：糠喷有望保持稳定增长，复方/双动力剂型有望打开市场天花板

#### 3.1.1. 糠酸莫米松鼻喷雾剂：集采预期延后，有望保持稳定增长

变应性鼻炎（AR）是临床上最常见、发病率最高的一种鼻炎。《2022 年中国变应性鼻炎诊断和治疗指南》显示，国内成人 AR 的自报患病率已从 2005 年的 11.1% 上升至 17.6%，上升趋势明显，我国过敏性鼻炎的患者数已达 2.4 亿。

AR 是特异性个体接触过敏原后，主要由过敏原特异性 IgE 介导的鼻黏膜慢性非感染性炎症。特异性 IgE 与聚集在鼻黏膜的肥大细胞和嗜碱粒细胞表面受体结合形成致敏状态；当机体再次接触相同过敏原时，过敏原与锚定的 IgE 结合，活肥大细胞和嗜碱粒细胞，导致组胺和白三烯等炎性介质释放，导致炎症症状（速发相反应）。组胺等炎性介质的释放还可诱导血管内皮细胞、上皮细胞等表达或分泌黏附分子、趋化因子及细胞因子等，募集和活化嗜酸粒细胞、Th2 细胞等免疫细胞，导致炎性介质进一步释放（迟发相反应）。

图 20：变应性鼻炎发病机制模式图



资料来源:《2022年中国变应性鼻炎诊断和治疗指南(2022年,修订版)》,中华耳鼻咽喉头颈外科杂志编辑委员会鼻科组,中华耳鼻咽喉头颈外科分会鼻科学组,天风证券研究所

在我国 AR 治疗指南(2022 版)中,鼻用激素作为 AR 的一线治疗药物,临床推荐使用。其强力的抗炎特性直接影响 AR 患者鼻腔炎症的发展过程,可显著减少炎症介质和细胞因子的释放,抑制鼻黏膜和分泌物中嗜酸粒细胞、嗜碱粒细胞、中性粒细胞和单核细胞等的募集。鼻用激素分为第一代(布地奈德、曲安奈德等)和第二代(糠酸莫米松、丙酸氟替卡松等),第二代鼻用激素具有高亲脂性、与受体结合力强、抗炎活性更强等特点。

糠酸莫米松鼻喷雾剂(商品名:内舒拿)是先灵葆雅公司(后被默沙东收购)率先开发的一种新型的高脂溶性吸入性糖皮质激素制剂,2011 年仙琚制药斩获首仿(商品名:逸青)。逸青院内销量在 2021 年后实现对内舒拿的赶超,呈现出逐步替代原研的趋势。

图 21: 内舒拿与逸青院内销量对比(单位:百万元)



资料来源:开思数据库,天风证券研究所

图 22: 内舒拿与逸青零售数据对比(单位:百万元)



资料来源:开思数据库,天风证券研究所

2022 年底, Lek Pharmaceuticals d.d.(诺华旗下)进口的糠酸莫米松鼻喷雾剂在国内率先获批一致性评价,打破了默沙东和仙琚的寡占格局。目前在仙琚制药之外,还有扬子江、昆明源瑞、长风药业、山东京卫等多家企业获批一致性评价临床申请,而四川大冢制药、河南羚锐、健康元、齐鲁制药等多家企业上市申请遭拒。考虑到 2020 年 CDE 发布《经口吸入制剂仿制药生物等效性研究指导原则》后药械合一剂型新获批上市大多需通过 III 期临床获批,新进入难度大,且经过仙琚十余年推广沉淀,市占率高,医生已形成用药习惯,我们认为公司产品竞争格局依然良好,并有望在获批一致性后进一步放量。

表 4: 糠酸莫米松鼻喷雾剂一致性审批竞争格局(截至 2024 年 7 月)

公司	最新受理号	审批进度	上市时间
仙琚制药	CYHL2300020	BE 临床	2011-12
Lek Pharmaceuticals d.d.	JXHS1900095	视同通过一致性评价	2022-11
扬子江药业	CYHS1800465	BE 临床	/
昆明源瑞制药	CYHL2300124	BE 临床	/
长风药业	CYHL2400006	BE 临床	/
山东京卫制药	CYHL2300040	BE 临床	/
四川大冢制药	CYHS2201122	上市申请未获批	/
河南羚锐生物药业	CYHS2101930	上市申请未获批	/
健康元	CYHS2100012	上市申请未获批	/
齐鲁制药	CYHS1600139	上市申请未获批	/

资料来源:药融云,天风证券研究所

### 3.1.2. 噻托溴铵粉雾剂:慢阻肺市场空间可观,后续有望加速放量

吸入制剂是一种通过呼吸道、肺部给药的剂型,主要用于缓解、治疗哮喘和慢性阻塞性肺病(COPD),起效快、药量少、患者依从性好。IMS 数据显示,2021 年全球抗哮喘和 COPD 用药市场为 511 亿美元,占整个呼吸道用药市场的 61%(5 年 CAGR+3.3%),2021 年吸入

剂总市场规模为 432 亿美元，其中 411 亿美元为哮喘和 COPD 药物。在我国，有约 1 亿 COPD 患者及 6470 万哮喘患者，而 COPD 诊断率、控制率仅为 27.2%、21.2%，显著落后于美国（68.9%、58.5%），吸入制剂领域存在尚未满足的临床需求。

吸入制剂按装置可分为气雾剂、粉雾剂、软雾剂、雾化吸入剂等，对比来看各有优劣。全球 54% 的吸入剂销售额来自粉雾剂，32% 来自气雾剂，14% 来自雾化吸入剂。吸入粉雾剂以其轻巧、便捷、对呼吸道刺激小、没有抛射剂等特点已成为主流。

表 5：呼吸吸入制剂四大剂型比较

吸入剂类型	作用机制	便携性	肺部沉积率	经济性
定量吸入气雾剂 (MDI)	抛射剂与药液共同装封，借助抛射剂的压力将内容物喷出。	好	15-30%	强
吸入粉雾剂 (DPI)	微粉化药物与载体以胶囊等形式存储，患者主动吸入雾化药物。	好	20%-30%	中
雾化吸入溶液 (NEB)	通过气体射流原理将药物溶液转化成雾状的微小颗粒以供吸收。	差	10%	低
软雾剂 (SMI)	压缩弹簧为驱动力的主动气雾释放，毛细管精准定量并和液流对撞。	好	45%-52%	中

资料来源：《关于吸入给药特性的一点看法》，刘剑平，张亚明，中华结核和呼吸杂志，药融云，健康界，天风证券研究所

慢阻肺常用药物包括支气管舒张剂、吸入糖皮质激素 (ICS) 等。支气管舒张剂是慢阻肺治疗的基石，在最新版诊疗指南中作为 A 级强烈推荐，主要包含  $\beta_2$  受体激动剂、抗胆碱能药物及茶碱类药物。

表 6：国内慢性阻塞性肺疾病稳定期常用吸入治疗药物

药物类型	常用药物	吸入剂类型	起效时间(min)	维持时间 (h)	雾化制剂	
$\beta_2$ 受体激动剂	短效(SABA)	沙丁胺醇	MDI	1~3	4~6	✓
		特布他林	MDI	1~3	4~6	✓
		茚达特罗	DPI	<5	24	
	长效(LABA)	福莫特罗	DPI	1~3	12	
		沙美特罗	DPI、MDI	15~30	12	
抗胆碱能药物	短效(SAMA)	异丙托溴铵	MDI	5	6~8	✓
	长效(LAMA)	噻托溴铵	DPI、SMI	<30	24	
		格隆溴铵	DPI	<5	24	
联合用药	SABA+SAMA	异丙托溴铵+沙丁胺醇	MDI	1~3	6~8	✓
		福莫特罗+格隆溴铵	MDI	<5	12	
	LABA+LAMA	维兰特罗+乌美溴铵	DPI	5~15	24	
		茚达特罗+格隆溴铵	DPI	<5	24	
		福莫特罗+布地奈德	DPI	1~3	12	
	吸入糖皮质激素 (ICS)+LABA	沙美特罗+氟替卡松	DPI、MDI	15~30	12	
		福莫特罗+倍氯米松	MDI	1~3	12	
		维兰特罗+氟替卡松	DPI	16~17	24	
		布地奈德+福莫特罗+格隆溴铵	MDI	<5	12	
	ICS+LABA+LAMA	氟替卡松+维兰特罗+乌美溴铵	DPI	6~10	24	
		倍氯米松+福莫特罗+格隆溴铵	MDI	<5	12	

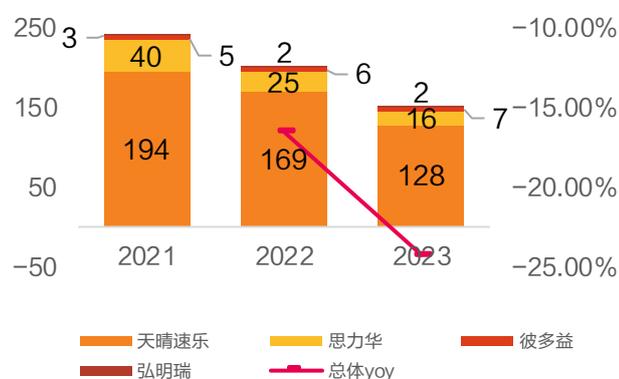
资料来源：《中国慢性阻塞性肺疾病基层诊疗与管理指南（2024 年）》，中华医学会，天风证券研究所

注：MDI 表示定量气雾剂；DPI 表示干粉吸入剂；SMI 表示软雾吸入剂

抗胆碱能药物通过阻断 M1 和 M3 胆碱受体，扩张气道平滑肌，改善气流受限和慢阻肺症状，可分为短效抗胆碱能药物 (SAMA) 和长效抗胆碱能药物 (LAMA) 两种类型。LAMA 如噻托溴铵，作用长达 24 h 以上，在减少慢阻肺急性加重及住院频率方面优于长效  $\beta$ 2 受体激动剂。

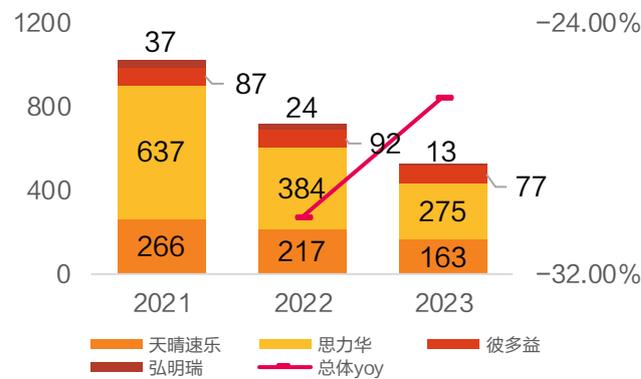
噻托溴铵粉吸入剂 (思力华) 是由德国勃林格殷格翰公司原创的全球首个特异性靶向治疗慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 的新一代长效抗胆碱能吸入型药物。当前国内噻托溴铵粉雾剂市场由四家企业竞争：(1) 原研产品 (思力华) 在院外零售市场占据主要份额，但萎缩趋势明显；(2) 正大天晴于 2007 年通过对原研噻托溴铵水合物专利的无效诉讼，突破专利保护获批新药 (天晴速乐)，目前在院内市场已占据主导地位；(3) 仙琚制药于 2009 年获批噻托溴铵粉雾剂新药申请 (彼多益)，为国内第二家，受制于“一品双规”，市场销量有限；(4) 南昌弘益科技从载体着手研发，实现对吸入给药装置的专利壁垒突破，于 2013 年获批上市 (弘明瑞)。

图 23：噻托溴铵粉雾剂院内销售额分布 (单位：百万元)



资料来源：开思数据库，天风证券研究所

图 24：噻托溴铵粉雾剂院外零售额分布 (单位：百万元)



资料来源：开思数据库，天风证券研究所

随着粉末制剂于 2021 年专利到期，原研药市场份额逐年受到侵蚀，并有包括仙琚制药在内的近十家企业已开启一致性实验。医药魔方显示，公司已完成健康受试者生物等效性实验，另一项多中心、随机、双盲、交叉的药效动力学生物等效性研究尚在起步阶段。未来一致性获批将有助于公司突破当下销量束缚，并有望在未来集采中实现放量。

表 7：噻托溴铵粉雾剂竞争格局 (截至 2024 年 7 月)

公司	一致性审批进度	上市时间	售价(元/粒)
勃林格殷格翰	参比制剂	2005-05	9.6-13.8
正大天晴	BE 临床	2006-05	5.3-6.0
仙琚制药	BE 临床	2009-07	1.96-6.5
南昌弘益	未申请	2013-10	1.98-5.8
杭州畅溪制药	BE 临床	2021 首仿遭拒	-
南京力成药业	BE 临床	-	-
长风药业	BE 临床	-	-
山东京卫制药	BE 临床	-	-
四川普锐特药业	BE 临床	-	-
苏州欧米尼医药	BE 临床	-	-

资料来源：药融云，天风证券研究所

公司重点选取有壁垒的呼吸类复杂制剂开展研发立项，以临床需求为导向、以复杂制剂平台技术为基础，创新驱动、仿创结合，着重于肺部给药研发平台搭建。目前已有糠酸莫米松鼻喷剂、噻托溴铵粉雾剂两款重点呼吸科产品正在开展一致性评价工作，研发进展顺利。

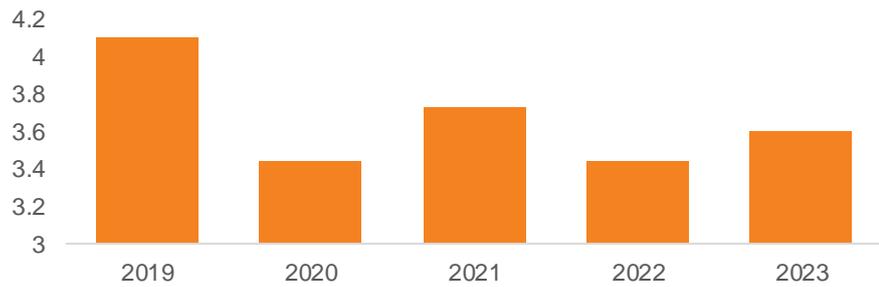
### 3.2. 妇科领域：存量品种企稳，创新/首仿品种开始放量

#### 3.2.1. 黄体酮系列：继续挑战难仿凝胶，针剂胶囊集采影响趋稳

黄体酮的药物剂型多样，包括针剂、胶囊、凝胶等。其中，口服胶囊因肝脏首过效应，其生物利用度受限，副作用大。而缓释凝胶剂型具有子宫首过效应，生物利用度高，依从性好。其中，黄体酮阴道缓释凝胶能够使子宫内膜中孕酮具有更高的浓度，实现靶向作用于子宫，减少全身不良反应，在辅助生殖领域用的量较大，是刚需品种。

公司是国内少有的同时拿到黄体酮胶囊和黄体酮注射液生产批文的厂家。黄体酮胶囊（益玛欣）在省级区域集采影响下，2024H1 收入已实现企稳。

图 25：公司黄体酮系列等级医院销售额（单位：亿元）



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

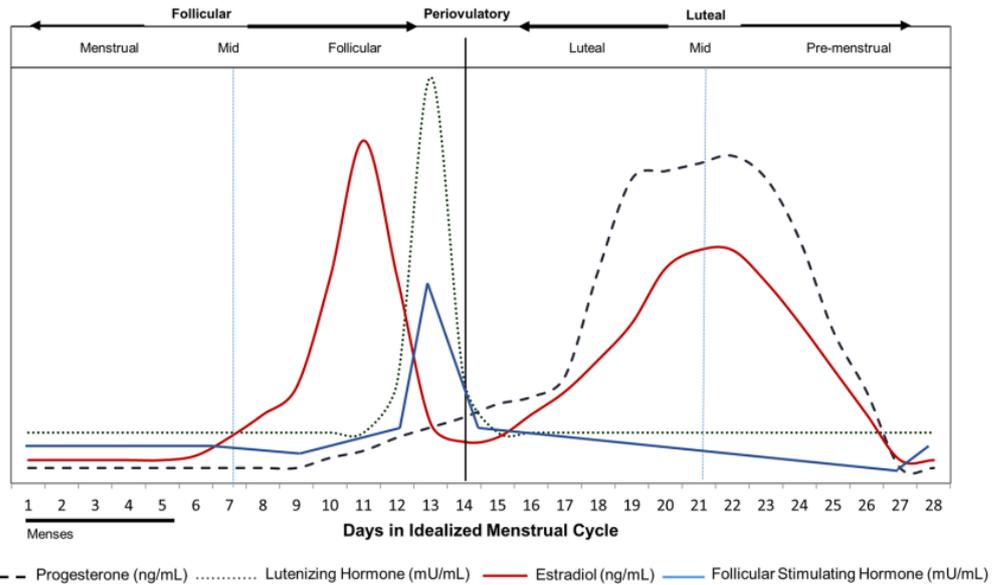
黄体酮阴道缓释凝胶由瞻博制药公司原研，是难仿制剂。截至 2024 年 8 月，仙琚制药、河北新张药、浙江爱生药业、科伦药业四家的仿制申请均遭到拒绝，目前国内依然只有原研独家销售，年销售额 6-8 亿元。公司是首家申报仿制的厂家，目前正在重新开展 BE 试验，继续争取首仿上市。

#### 3.2.2. 庚酸炔诺酮注射液：特色创新品种，持续探索新适应症拓展

月经周期及排卵主要受下丘脑-垂体-卵巢（HPO）轴的神经内分泌调控。卵泡期开始时下丘脑分泌促性腺激素释放激素（GnRH），使垂体卵泡刺激素（FSH）分泌增加，促进卵巢内原始卵泡发育并分泌雌激素，接近卵泡成熟时，雌激素分泌达到高峰，对下丘脑和垂体产生正反馈作用，形成黄体生成素（LH）和 FSH 高峰，两者协同作用促使成熟卵泡排卵。

激素避孕的作用基础是雌激素和孕激素通过负反馈抑制 HPO 轴从而干扰生殖周期。孕激素通过抑制 LH 高峰的形成从而抑制排卵，同时通过使子宫颈黏液增稠、输卵管蠕动被抑制、子宫内膜间质蜕膜样变等多环节作用发挥避孕功效；雌激素则通过抑制 FSH 的合成从而阻断优势卵泡的形成，有效地增强孕激素的抑制排卵作用，同时辅助预防不规则流血。

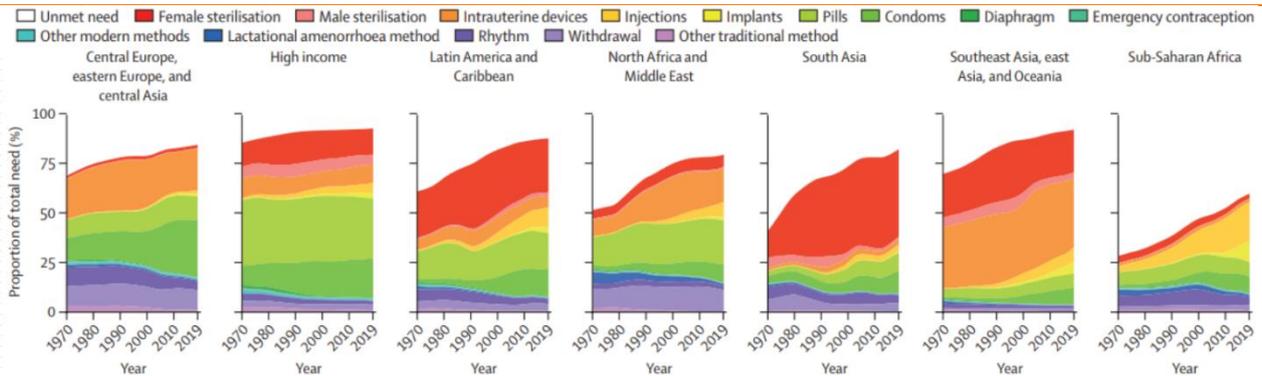
图 26：女性性激素（黄体酮、黄体生成素、卵泡刺激素、雌二醇）月经周期浓度变化



资料来源: C. F. Draper et al., 《Menstrual cycle rhythmicity: metabolic patterns in healthy women》, 天风证券研究所

根据《柳叶刀》2022年7月发布的最新“全球避孕报告”，中国的避孕普及率（CPR）和现代避孕方法普及率（mCPR）达79.2%和78.4%，均高于全球平均水平（51.9%、47.7%）；中国仅2.9%的避孕需求未得到满足，远低于全球8.3%的平均水平。从中国人单项避孕措施来看：宫内节育器使用率最高（44.2%），口服避孕药占比2.8%，避孕针仅占0.6%。

图 27：1970-2019 年按地区分列的现代避孕方法占比情况



资料来源: Annie Haakenstad et al., 《Measuring contraceptive method mix, prevalence, and demand satisfied by age and marital status in 204 countries and territories, 1970 - 2019: a systematic analysis for the Global Burden of Disease Study 2019》, 天风证券研究所

目前常用注射避孕针有为单孕激素避孕针和复方避孕针两种。国际上使用较普遍的醋酸甲羟孕酮（DMPA）避孕针和炔诺酮庚酸酯（NET-EN）避孕针为单孕激素避孕针。我国目前主要使用的复方庚酸炔诺酮避孕针和复方甲地孕酮避孕针为复方避孕针。

表 8：常见避孕针的用法及效果对比

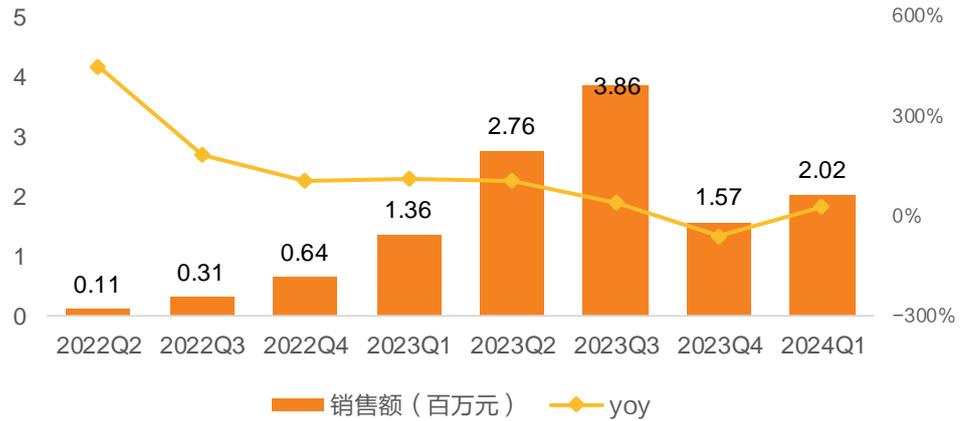
分类	通用名	成分	含量 (mg)	给药途径	给药时间	妊娠率 (每 100 名妇女)	
						常规使用	完美使用
单孕激素避孕针	醋酸甲羟孕酮避孕针	DMPA	150	肌肉注射	每 3 个月 1 次	4	0.2
	炔诺酮庚酸酯避孕针	NET-EN	200	肌肉注射	每 2 个月 1 次		
复方避孕针	复方庚酸炔诺酮避孕针	庚酸炔诺酮/戊酸雌二醇	50/5	肌肉注射	每月 1 次	3	0.05
	复方甲地孕酮避孕针	甲地孕酮/17β-雌二醇	25/3.5	肌肉注射/皮下注射	每月 1 次		

资料来源: 顾向应, 《避孕针临床应用中国专家共识 (2022 年版)》, 天风证券研究所

单孕激素避孕针常规使用第 1 年的妊娠率约为 4%，复方避孕针约为 3%。如果完美使用（指精确按照说明书使用），避孕针第 1 年的妊娠率可降低到 0.05%~0.2%。复方庚酸炔诺酮避孕针每月注射一次，可以避孕一个月，第 1 年的妊娠率约为 0.31%，避孕效果高达 98%，是世界卫生组织和国家卫健委推荐的高效避孕方式之一。

庚酸炔诺酮注射液在中国由仙琚独家生产，已成为公司战略性品种。公司该产品于 2019 年底获批上市，从 2022 年第二、三季度快速导入市场。开思数据库样本医院销售数据显示，2023 年公司庚酸炔诺酮注射液销售额在 1000 万元左右。考虑到庚酸炔诺酮注射液纳入基药并部分由国家免费提供，由卫健部门采购的数量会更多。虽然去年下半年受到市场环境的影响销量增速放缓，但在今年一季度已实现终端存量市场恢复性增长。

图 28：复方庚酸炔诺酮注射液等级医院销售情况



资料来源：开思数据库，天风证券研究所

在长效避孕适应症之外，公司以临床需求为导向探索新适应症。公司已于 2021 年 12 月注册开展《人流术后即时注射复方庚酸炔诺酮避孕对患者月经模式影响和痛经改善作用的前瞻性、多中心临床研究》，为一项 IV 期单臂干预性研究，探索庚酸炔诺酮注射液用于女性流产后的雌激素补充，帮助女性恢复身体、缓解疼痛，保护女性生育能力。

据人民政协报公众号统计，中国每年实际人工流产数量超过 1300 万例，新适应症获批后将为庚酸炔诺酮注射液带来新一增长极。针对于新适应症，公司正在按既定的销售思路，积极开展产品覆盖和学术推广工作。

### 3.2.3. 屈螺酮炔雌醇片 (II)：国内首仿，竞争格局良好

公司短效复方口服避孕药屈螺酮炔雌醇片 (II) 为国内首仿，竞争格局良好。参比制剂为原研产品德国拜耳的优思悦，成分是屈螺酮 3 mg+炔雌醇 0.02 mg。相比于优思明，优思悦的雌激素（炔雌醇）含量更低，因此用药初期恶心、腹胀、乳房胀痛等副作用更轻微。屈螺酮炔雌醇片 (II) 还是目前唯一被 NMPA 批准用于除避孕治疗外还可以用于中度寻常痤疮的复方口服避孕药。

表 9：常见短效复方口服避孕药对比

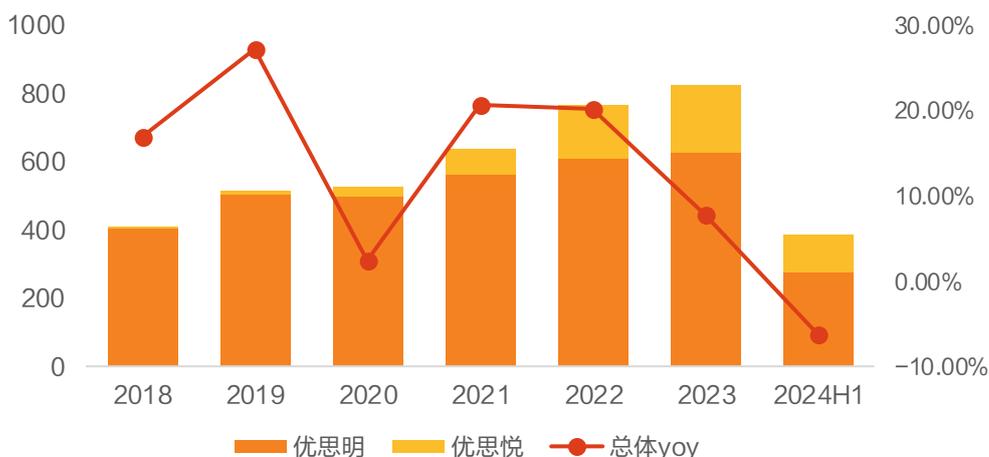
商品名	成分	体重增加	腹胀、恶心、乳房胀痛	服药方法	单价(元/片)	处方药
妈富隆	去氧孕烯 0.15 mg 炔雌醇 0.03 mg	有	常见	服药 21 天 停药 7 天	5.95	否
达英-35	醋酸环丙孕酮 2 mg 炔雌醇 0.035 mg	有	常见	服药 21 天 停药 7 天	1.67-2.28	是
特居乐	左炔诺孕酮+炔雌醇三相片：(1)50 μg+30 μg(2)75 μg+40 μg(3)125 μg+30 μg	无	常见	服药 21 天	5.48	否

优思明	屈螺酮 3 mg	无	常见	停药 7 天	5.14	否
	炔雌醇 0.03 mg			服药 21 天		
优思悦	屈螺酮 3 mg	无	少见	停药 7 天	4.29-5.46	是
	炔雌醇 0.02 mg			连续服药 28 天		

资料来源：丁香医生，药融云，天风证券研究所

公司于 2023Q2 取得该产品的境内生产药品注册证书，提升了公司妇科产品线产品组合的市场竞争力。目前优思悦国内市场销售态势良好，据开思数据库零售数据，2023 年优思悦样本零售药店销售额突破 2 亿元。相比拜耳原研药，公司同规格 28 粒装制剂产品售价 120 元（原研 153 元），降幅超 20%。

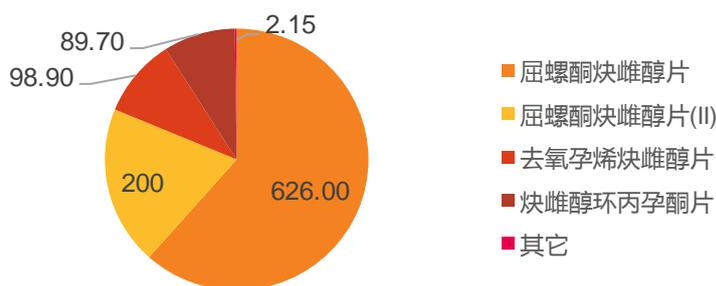
图 29：屈螺酮炔雌醇片市场销售情况（单位：百万元）



资料来源：开思数据库，天风证券研究所

目前，国内有两家药企（人福药业、南通联亚）正在针对屈螺酮炔雌醇片开展一致性评价申请，除仙琚外暂无其他厂家提交对屈螺酮炔雌醇片（II）的仿制申请。

图 30：2023 年短期避孕药零售市场竞争格局（单位：百万元）



资料来源：开思数据库，天风证券研究所

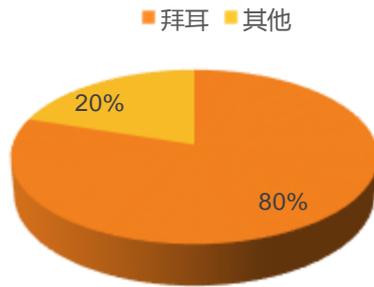
### 3.2.4. 戊酸雌二醇片：国内首仿，更年期用药市场潜力大

戊酸雌二醇片于 2024 年 7 月获批，为国内首仿。戊酸雌二醇片（商品名：补佳乐®/Progynova®）最早由德国先灵公司（已被拜耳收购）研究开发，与孕激素联合使用，用于补充与绝经相关的雌激素缺乏带来的血管舒缩性疾病、生殖泌尿道营养性疾病、精神性疾病等更年期综合征。在中华医学会发布的《中国绝经管理与绝经激素治疗指南（2023 版）》中，戊酸雌二醇片被列为绝经激素治疗（MHT）常用的口服雌激素药物。

我国更年期用药市场潜力大，市场集中度高。智研咨询 2023 年报告显示，目前我国 40 岁以上的女性将近 3 亿人，其中有 1.5 亿人处于更年期。在用药市场中，化学药规模达到 18.36

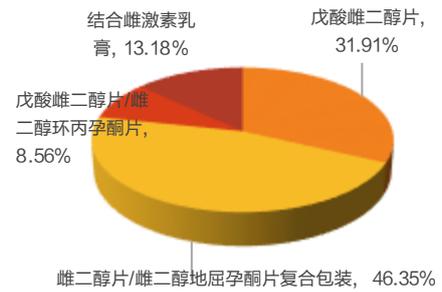
亿元，占比约为 50.66%，拜耳依靠旗下补佳乐等产品占据了最大市场份额。

图 31：更年期用药西药市场厂家竞争格局



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 32：更年期综合征主要化药竞争格局（2023 年）

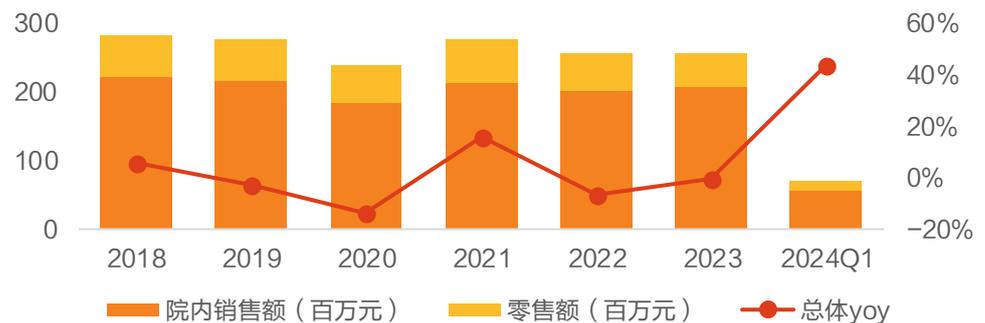


资料来源：开思数据库，天风证券研究所

此外，戊酸雌二醇片有助于不孕不育治疗。通过为子宫内膜生长补充必须的雌激素，刺激宫颈黏液分泌并降低其粘稠度，便于精子穿透，促进子宫内膜生长和容受性增加，有助于胚胎着床，明显提高妊娠成功率和减少早期流产的发生。

补佳乐的市场接受度高，在更年期用药化药市场份额超过 30%，2023 年总销售额突破 2.5 亿元，其中院内市场销售占比超过 80%。得益于拜耳进行的前期市场开拓，公司仿制药上市推广的难度得以较大幅度降低。

图 33：补佳乐市场销售情况



资料来源：开思数据库，天风证券研究所

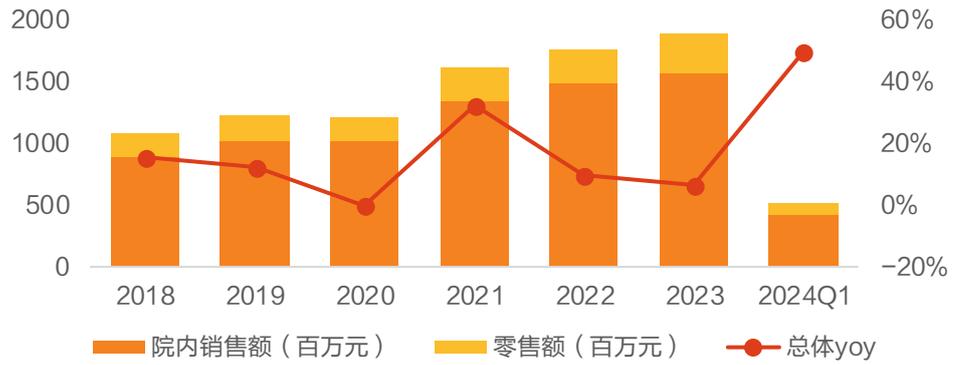
### 3.2.5. 地屈孕酮片：市场空间可观，公司已于 2023 年申报

公司地屈孕酮片参比制剂为原研进口的地屈孕酮片（商品名：达芙通®/Duphaston®）。地屈孕酮片为多环甾体类化合物，可用于治疗由于内源性孕酮不足所引起的疾病，包括痛经、继发性闭经、孕激素缺乏所致先兆性流产或习惯性流产、黄体不足所致不孕症，选择性高，耐受性好，未来有望成为孕激素领域的主流用药品种。

地屈孕酮于 1961 年首次入市以来，目前已在全球 100 多个国家上市，估计已累计用于超过 4000 万患者。NEWPORTPREMIUM 数据显示，单方地屈孕酮片（达芙通）2009-2020 年全球销售额从 1.6 亿美元增长到 4.3 亿美元，CAGR 达 9.2%。

在国产仿制药获批前，国内市场一直由原研厂家雅培独享。地屈孕酮被称作激素类药物的“珠穆朗玛峰”，原研药垄断市场超过 60 年，主要原因在于合成工艺复杂，包括发酵、合成、光化学反应等多步反应，副反应多，目标产物产率低，需要解决诸多阻碍工业化的难题。

图 34：地屈孕酮片（达芙通）市场销售情况



资料来源：开思数据库，天风证券研究所

公司于 2023 年 11 月完成地屈孕酮注册申报。奥锐特 2023 年 6 月宣布获批地屈孕酮片注册证，并于当年下半年开展销售，目前产能为 2 亿片左右。和泽坤元药业于 2024 年 2 月获批，科伦药业于 2024 年 9 月获批。我们预计公司地屈孕酮在后续获批上市的假设下，有望通过原料药产能基础、自主销售团队等优势抢占市场份额。

### 3.3. 肌松及镇痛领域：集采影响阶段性结束，多款潜力品种支撑公司未来发展

#### 3.3.1. 罗库溴铵：集采影响出清，销量逐步修复

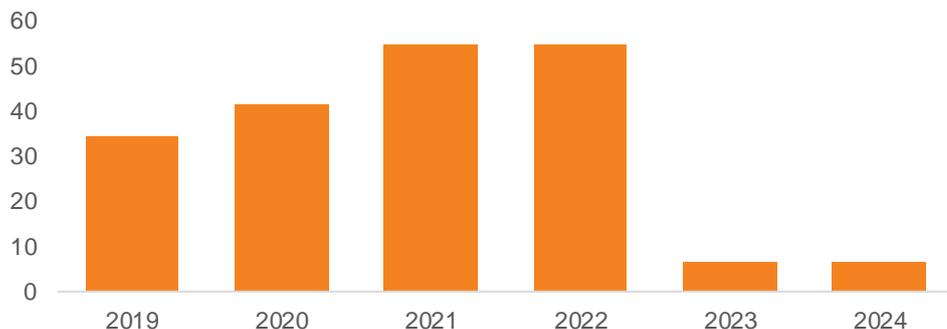
罗库溴铵注射液是理想的肌松药，目前已纳入国家医保乙类。罗库溴铵由荷兰 N.V.Organon 公司最早开发，是一种新型非去极化肌肉松弛剂，其适应症为全身麻醉辅助用药，用于常规诱导麻醉期间气管插管，以及维持术中骨骼肌的神经肌肉阻滞，在目前中效非去极肌松药中起效最快，起效时间仅次于琥珀胆碱，却没有琥珀胆碱引起的肌束颤动、恶性高热、血钾升高、眼压升高等不良反应，且具有不易蓄积、无组胺释放等优点；起效快、中时效、恢复迅速、无组胺释放、不阻滞自主神经节。

表 10：常见肌松药对比

	琥珀胆碱	维库溴铵	罗库溴铵	阿曲库铵	顺阿曲库铵	米库氯铵	哌库溴铵
类别	基药	✓	✓	✓			
	医保	甲类	甲类	乙类	甲类	乙类	乙类
	非去极化肌松药		✓	✓	✓	✓	✓
临床效果	起效迅速	✓		✓			
	时效短	✓	✓	✓	✓	✓	
	恢复快	✓	✓	✓	✓	✓	
安全性	无蓄积			✓	✓	✓	
	无心血管不良反应		✓	✓		✓	✓
	无组胺释放		✓	✓		✓	✓
	代谢产物无药理活性			✓	✓		✓
	使用方便	溶液稳定性好/随时可以	✓	✓			✓

资料来源：医百健康指南公众号，天风证券研究所

图 35：公司罗库溴铵市场销售情况（百万元）



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

公司于 2020 年 12 月完成罗库溴铵注射液一致性评价,为国内首仿。受到第七批集采( 22Q4 执行) 影响, 罗库溴铵 2023 年销售收入下降明显。2024 H1 集采影响基本出清, 销量进入上升通道。

表 11: 罗库溴铵注射液获批厂家 (截至 2024 年 7 月)

规格	批准文号/注册证号	上市许可持有人	批准日期
5ml:50mg	国药准字 H20140847	N.V.Organon	1997/1/31
5ml:50mg	国药准字 H20093186	浙江仙琚制药	2020/11/23
2.5ml:25mg	国药准字 H20123188	浙江仙琚制药	2020/11/23
5ml:50mg	国药准字 H20183106	福安药业集团庆余堂制 药	2021/4/16
2.5ml:25mg	国药准字 H20183105	福安药业集团庆余堂制 药	2021/4/16
5ml:50mg	国药准字 H20183109	广东嘉博制药	2021/7/14
5ml:50mg	国药准字 H20213778	杭州泓友医药	2021/10/11
2.5ml:25mg	国药准字 H20203679	海南斯达制药	2021/12/3
5ml:50mg	国药准字 H20183264	浙江华海药业	2021/12/21
5ml:50mg	国药准字 H20183305	峨眉山通惠制药	2022/1/18
2.5ml:25mg	国药准字 H20183304	峨眉山通惠制药	2022/1/18
5ml:50mg	国药准字 H20223453	扬子江药业集团	2022/6/30
2.5ml:25mg	国药准字 H20213909	天津红日药业	2023/9/15
5ml:50mg	国药准字 H20213910	天津红日药业	2023/9/15
5ml:50mg	国药准字 H20234197	蓬莱诺康药业	2023/9/28
5ml:50mg	国药准字	宜昌人福药业	2023/11/21

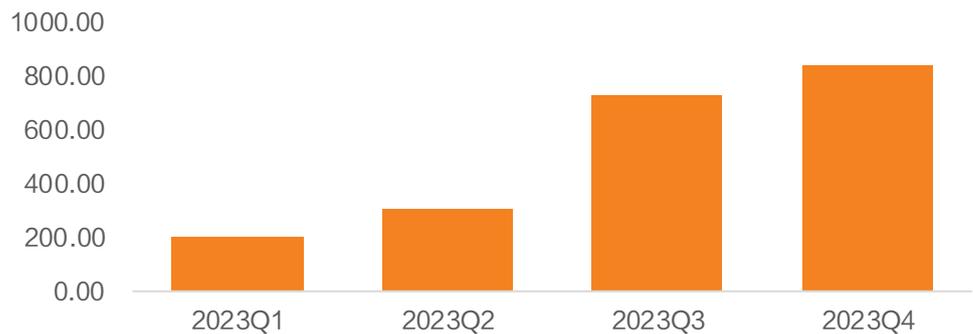
	H20234518		
5ml:50mg	国药准字 H20243176	吉林振澳制药	2024/2/6
2.5ml:25mg	国药准字 H20243175	吉林振澳制药	2024/2/6
5ml:50mg	国药准字 H20243805	常州四药制药	2024/5/28
5ml:50mg	国药准字 H20243987	江苏正大清江制药	2024/6/11
10ml:100mg	国药准字 H20244042	山东新时代药业	2024/6/18
5ml:50mg	国药准字 H20244041	山东新时代药业	2024/6/18

资料来源：药融云，天风证券研究所

### 3.3.2. 舒更葡糖钠：与罗库溴铵形成销售组合，产品放量良好

舒更葡糖钠是目前全球首个和唯一的特异性结合性神经肌肉阻滞拮抗药物，用于逆转罗库溴铵或维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞，药效快，副作用少。国内首仿为扬子江药业（2022年4月获批），仙琚生产的仿制药紧随其后于当年7月获批上市。

图 36：仙琚舒更葡糖钠市场销售额（单位：万元）



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

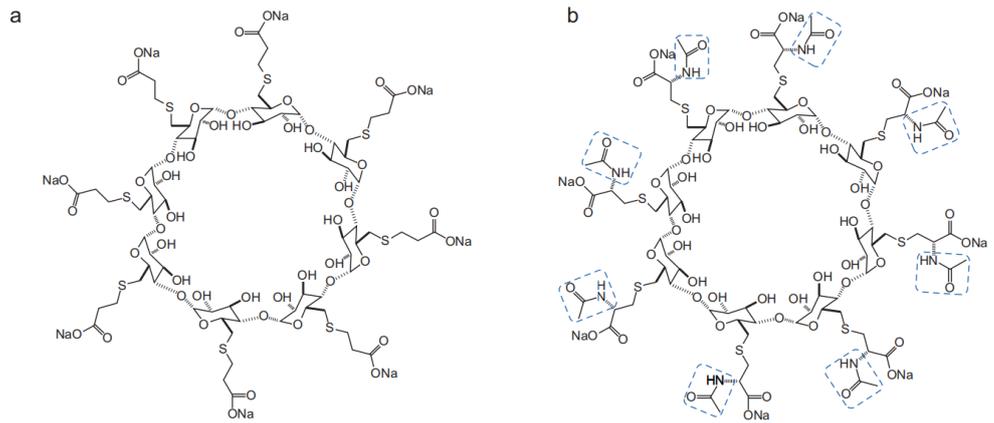
公司舒更葡糖钠已纳入医保目录（乙类），从2023年3月开始执行，5ml和2ml规格产品单价从医保前1793元、889元分别降至454.5元、225元，降幅达75%。根据医药魔方样本医院销售数据，公司舒更葡糖钠销售额于2023年突破2000万元，获批上市一年多来借助医保放量迅速，市场前景良好。

### 3.3.3. 奥美克松钠：安全性数据显著更优，市场潜力可观

奥美克松钠用于拮抗神经肌肉阻滞。奥美克松钠（Adamgammadex）是一种改良的 $\gamma$ -环糊精衍生物，由亲脂核心和亲水外端组成。通过亲脂内腔和带负电荷的手性侧链选择性的与血液中游离的甾类肌松药（罗库溴铵或维库溴铵）形成无活性紧密包合物，血液中游离甾类肌松药分子浓度瞬间降低，使处于动态平衡体系中的游离甾类肌松药分子迅速由组织向血液再分布，形成的包合物快速经肾脏排出，以达到拮抗神经肌肉阻滞作用的目的。

化学结构上，奥美克松钠的舒更葡糖钠侧链换成了L-乙酰半胱氨酸，可能会降低不良反应发生率。但一定程度上增加了奥美克松钠与罗库溴铵结合的空间位阻，导致罗库溴铵进入 $\gamma$ -环糊精的核心会稍困难。但是一旦进入内腔，也增加了罗库溴铵逃逸的困难，意味着脱靶率低，再箭毒率低。

图 37：舒更葡糖钠（A）和奥美克松钠（B）的化学结构示意图



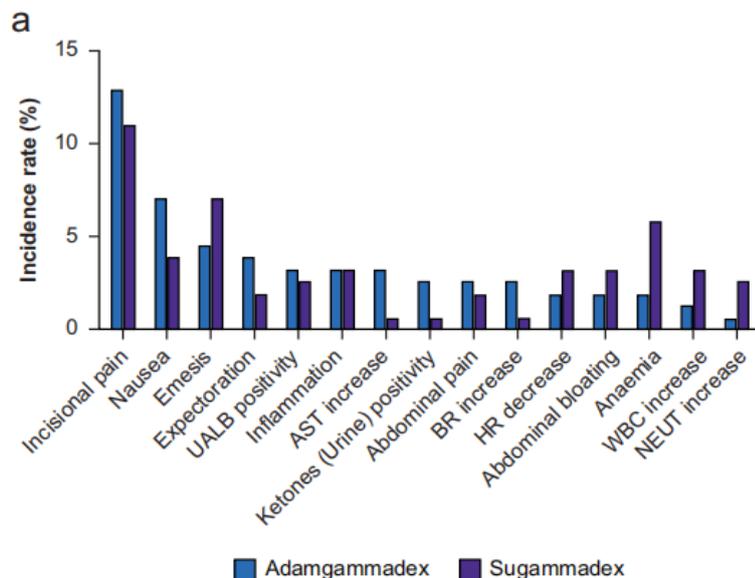
资料来源: Yujun Zhang et al., 《Phase III clinical trial comparing the efficacy and safety of adamgammax with sugammadex for reversal of rocuroniuminduced neuromuscular block》, 天风证券研究所

**临床 III 期研究结果表明药效学上奥美克松钠非劣效于舒更葡糖钠，安全性更优。**在与舒更葡糖钠的 III 期头对头临床研究中，给予罗库溴铵后 T2 再现时注射用奥美克松钠逆转罗库溴铵诱导的神经肌肉阻滞的有效性和安全性。本项目共纳入 310 例受试者，按照 1:1 的比例随机分配至奥美克松钠组（4 mg/kg）或舒更葡糖钠组（2 mg/kg）。

对于主要疗效指标，奥美克松钠组 5 分钟内 TOFr 恢复至 0.9 的成功拮抗率为 98.7%，舒更葡糖钠组 TOFr 恢复至 0.9 的成功率为 100%。试验组减去对照组的成功拮抗率及 95% CI 分别为 1.29%（-4.58%，1.30%），95% CI 下界大于 -10%（非劣效界值）。因此，从药效学上奥美克松钠非劣效于舒更葡糖钠。

在安全性方面，奥美克松钠可能会降低与舒更葡糖钠的常见药物不良反应发生率（ $p = 0.047$ ）：过敏反应（0% vs 1.1%）、再箭毒化现象（0% vs 1.1%）、心率下降（1.9% vs 3.2%）和喉痉挛（0% vs 0.6%）。

图 38：奥美克松钠及舒更不良反应



资料来源: Yujun Zhang et al., 《Phase III clinical trial comparing the efficacy and safety of adamgammax with sugammadex for reversal of rocuroniuminduced neuromuscular block》, 天风证券研究所

奥美克松钠用于拮抗罗库溴铵后 T2 再现时的神经肌肉阻滞非劣效于舒更葡糖钠。同时，奥美克松钠组无再箭毒化现象、过敏反应和喉痉挛发生。综合药效和安全性的结果，从获益风险考量角度，奥美克松钠较舒更葡糖钠更有优势。

该款创新药由公司与奥默医药合作开发，双方约定同意由奥默作为药品上市注册申请人，

奥美克松钠原料药及制剂的生产由仙锯制药独家生产、独家销售（除浙江等 5 地）。双方共同拥有奥美克松钠的原料和制剂临床批件、新药证书。2024 年 8 月 30 日，杭州奥默医药宣布奥美克松钠已顺利完成中国国家药品监督管理局(NMPA)的 NDA 递交。

## 4. 盈利预测

### 4.1. 盈利预测及关键假设

核心板块关键假设：

#### （一）原料药及中间体板块：

公司是国内甾体类原料药龙头。考虑到甾体类药物应用广泛、市场空间广阔；上游原材料涨价有望带动原料药价格逐步企稳，我们预计 2024-2026 年原料药及中间体板块收入分别为 18.51/19.83/21.56 亿元，增速分别为 3.6%/7.1%/8.7%。

#### （二）成品药销售板块：

国内制剂端，集采公司阶段性出清。糠酸莫米松鼻喷剂等主力品种生命周期有望延长，为公司提供稳定的现金流；新品种方面，以庚酸针等品种为代表的妇科、肌松类品种放量节奏良好；在研管线方面，呼吸领域复方/双动力改良型新药临床稳步推进、奥美克松钠已于 2024 年 8 月递交上市申请，我们预计 2024-2026 年制剂板块收入分别为 27.03/32.11/38.23 亿元，增速分别为 18.7%/18.8%/19.1%。

表 12：公司各板块收入（百万元）及毛利率（%）预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
原料药及中间体	收入	1793.15	1732.44	1786.18	1850.92	1982.89	2155.80
	yoy	-4.6%	-3.4%	3.1%	3.6%	7.1%	8.7%
	毛利	491.86	533.24	468.16	481.24	551.24	614.40
	毛利率	27.4%	30.8%	26.2%	26.00%	27.80%	28.50%
	收入占比	41.34%	39.55%	43.32%	40.50%	38.06%	35.96%
制剂	收入	2498.37	2720.87	2278.09	2703.29	3210.69	3822.64
	yoy	19.0%	8.9%	-16.3%	18.7%	18.8%	19.1%
	毛利	2008.94	2082.28	1668.47	2000.44	2375.91	2828.75
	毛利率	80.4%	76.5%	73.2%	74.0%	74.0%	74.0%
	收入占比	57.60%	62.12%	55.25%	59.15%	61.63%	63.77%
其他	收入	23.17	24.30	15.19	15.64	15.96	16.28
	yoy	37.0%	4.9%	-37.5%	3.00%	2.00%	2.00%
	毛利	11.33	16.02	10.94	11.26	11.49	11.72
	毛利率	48.9%	65.9%	72.0%	72.01%	72.01%	72.01%
	收入占比	0.53%	0.55%	0.37%	0.34%	0.31%	0.27%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司为国内甾体类原料药制剂一体化龙头，原料药端业绩有望企稳回升，制剂端存量品种逐渐企稳，新品种持续放量，在研品种商业化潜力可观。根据业务定位、原料药品种等角度选择可比公司，包括奥锐特、华海药业、科伦药业、共同药业。对主营业务采用 PE 法进行估值，可比公司 2024、2025 年 PE 估值均值分别为 50.3、20.3。

表 13：可比公司估值

公司简称	收盘价	目前市值	净利润（亿元）	PE(X)
------	-----	------	---------	-------

	(元)	(亿元)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
奥锐特	23.5	95.3	2.9	4.0	5.2	6.7	32.9	24.1	18.2	14.2
华海药业	19.6	287.5	8.3	12.8	16.3	19.8	34.6	22.5	17.6	14.5
科伦药业	33.9	542.5	24.6	29.5	33.6	38.5	22.1	18.4	16.2	14.1
共同药业	17.7	20.4	0.2	0.2	0.7	1.0	88.7	136.1	29.2	20.2
可比公司平均	23.7	236.4	9.0	11.6	13.9	16.5	44.6	50.3	20.3	15.8

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2024 年 10 月 10 日收盘数据

考虑到公司为甾体类原料药制剂一体化龙头，随着起始物料价格向上、海外市场需求恢复，原料药板块有望企稳回升；制剂端：存量品种逐步克服集采影响，增量品种持续放量，在研品种商业化潜力大。

我们预计公司 2024-2026 年总体收入分别为 45.70/52.10/59.95 亿元，同比增长 10.83%/14.00%/15.07%；归属于上市公司股东的净利润分别为 6.70/8.59/10.64 亿元。给予 2025 年 20 倍 PE，目标价 17.37 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**产业政策变化及药品降价风险：**随着药品注册申报、审评审批等新规出台、带量采购及医保改革的持续深化，整个医药行业竞争格局持续翻新，医药企业的研发能力和技术水平也在新的竞争格局中不断提升。在药品带量采购、医保目录动态调整、医药改革持续深化等政策背景下，公司部分药品面临价格进一步下调的风险。

**研发风险：**医药研发创新具有难度大、周期长、投入高的特点，容易受到不可预测因素的影响。随着药品审评标准体系和机制的变化，公司新药研发将会面临一定风险。此外，药品若出现研发进度和方向与未来市场需求不相符、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。

**综合管理成本上升的风险：**公司面临固定资产折旧增加、财务成本、人工成本、销售费用等综合管理成本上升诸多影响因素，将会对公司的利润带来一定的影响。

**商誉减值风险：**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。

**集采风险：**公司罗库溴铵等部分产品经历集采后销售额出现明显下滑情况。如果后续其他尚未纳入集采目录、且市占率较高的主要品种纳入集采后，可能存在销售额明显下滑的情况。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,720.47	1,660.04	3,508.96	3,271.26	3,883.01	营业收入	4,379.83	4,123.42	4,569.85	5,209.53	5,994.72
应收票据及应收账款	557.21	551.70	579.33	807.09	750.71	营业成本	1,832.76	1,943.12	2,076.91	2,270.89	2,539.84
预付账款	22.20	36.86	13.70	46.77	20.38	营业税金及附加	38.54	36.87	40.21	46.20	53.07
存货	890.50	922.88	739.60	1,301.52	986.34	销售费用	1,262.80	989.98	1,110.47	1,260.71	1,444.73
其他	243.92	228.40	526.34	424.61	483.48	管理费用	269.60	281.23	299.33	334.97	378.87
<b>流动资产合计</b>	<b>3,434.29</b>	<b>3,399.87</b>	<b>5,367.94</b>	<b>5,851.24</b>	<b>6,123.92</b>	研发费用	266.77	261.00	297.04	343.83	401.65
长期股权投资	211.74	223.67	223.67	223.67	223.67	财务费用	(26.71)	(22.32)	(39.36)	(43.19)	(54.30)
固定资产	1,653.40	1,719.37	1,561.55	1,409.22	1,259.23	资产/信用减值损失	(41.44)	(23.52)	(17.00)	(18.00)	(18.00)
在建工程	374.20	522.17	781.06	932.01	1,027.91	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	177.18	166.49	148.70	130.92	113.14	投资净收益	49.35	(8.97)	10.00	10.00	10.00
其他	887.36	961.27	867.87	890.79	903.35	其他	(150.46)	19.58	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,303.88</b>	<b>3,592.96</b>	<b>3,582.86</b>	<b>3,586.61</b>	<b>3,527.30</b>	<b>营业利润</b>	<b>878.60</b>	<b>646.46</b>	<b>778.24</b>	<b>988.12</b>	<b>1,222.87</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,738.17</b>	<b>6,992.84</b>	<b>8,950.80</b>	<b>9,437.85</b>	<b>9,651.22</b>	营业外收入	1.48	4.32	3.00	2.00	1.00
短期借款	37.40	1.03	1,133.10	900.00	700.00	营业外支出	8.19	9.10	8.00	7.00	6.00
应付票据及应付账款	354.78	484.51	301.23	639.66	394.30	<b>利润总额</b>	<b>871.89</b>	<b>641.68</b>	<b>773.24</b>	<b>983.12</b>	<b>1,217.87</b>
其他	530.00	530.04	837.32	760.93	824.29	所得税	124.51	79.56	95.87	121.90	151.00
<b>流动负债合计</b>	<b>922.18</b>	<b>1,015.58</b>	<b>2,271.64</b>	<b>2,300.59</b>	<b>1,918.59</b>	<b>净利润</b>	<b>747.39</b>	<b>562.12</b>	<b>677.37</b>	<b>861.23</b>	<b>1,066.87</b>
长期借款	193.85	38.74	370.45	300.00	250.00	少数股东损益	(2.02)	(0.97)	7.62	2.15	2.49
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>749.40</b>	<b>563.08</b>	<b>669.75</b>	<b>859.08</b>	<b>1,064.38</b>
其他	67.81	77.14	70.66	72.67	72.07	每股收益(元)	0.76	0.57	0.68	0.87	1.08
<b>非流动负债合计</b>	<b>261.66</b>	<b>115.88</b>	<b>441.11</b>	<b>372.67</b>	<b>322.07</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,230.73</b>	<b>1,162.79</b>	<b>2,712.75</b>	<b>2,673.26</b>	<b>2,240.66</b>	主要财务比率					
少数股东权益	49.99	43.92	48.50	49.79	51.28		2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	989.20	989.20	989.20	989.20	989.20	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,802.72	1,820.20	1,858.94	1,858.94	1,858.94	营业收入	0.98%	-5.85%	10.83%	14.00%	15.07%
留存收益	2,659.78	2,926.10	3,327.95	3,843.39	4,482.02	营业利润	16.42%	-26.42%	20.39%	26.97%	23.76%
其他	5.74	50.61	13.46	23.27	29.12	归属于母公司净利润	21.67%	-24.86%	18.94%	28.27%	23.90%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,507.44</b>	<b>5,830.05</b>	<b>6,238.04</b>	<b>6,764.59</b>	<b>7,410.56</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,738.17</b>	<b>6,992.84</b>	<b>8,950.80</b>	<b>9,437.85</b>	<b>9,651.22</b>	毛利率	58.15%	52.88%	54.55%	56.41%	57.63%
						净利率	17.11%	13.66%	14.66%	16.49%	17.76%
						ROE	13.73%	9.73%	10.82%	12.79%	14.46%
						ROIC	19.90%	14.34%	16.08%	19.70%	22.13%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	18.27%	16.63%	30.31%	28.32%	23.22%
						净负债率	-25.07%	-24.88%	-28.44%	-27.43%	-37.13%
						流动比率	3.54	3.25	2.36	2.54	3.19
						速动比率	2.62	2.37	2.04	1.98	2.68
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.79	7.44	8.08	7.52	7.70
						存货周转率	4.92	4.55	5.50	5.10	5.24
						总资产周转率	0.65	0.60	0.57	0.57	0.63
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.76	0.57	0.68	0.87	1.08
						每股经营现金流	0.62	0.60	0.85	0.57	1.42
						每股净资产	5.52	5.85	6.26	6.79	7.44
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	17.12	22.79	19.16	14.93	12.05
						市净率	2.35	2.22	2.07	1.91	1.74
						EV/EBITDA	7.66	9.85	10.92	8.93	6.88
						EV/EBIT	9.01	12.19	13.98	10.93	8.15

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	747.39	562.12	669.75	859.08	1,064.38
折旧摊销	190.20	213.72	216.71	219.16	221.87
财务费用	(3.03)	12.68	(39.36)	(43.19)	(54.30)
投资损失	(49.35)	7.17	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(246.45)	(332.04)	(0.91)	(464.39)	178.25
其它	(29.46)	131.84	7.62	2.15	2.49
<b>经营活动现金流</b>	<b>609.28</b>	<b>595.48</b>	<b>843.81</b>	<b>562.82</b>	<b>1,402.69</b>
资本支出	254.68	450.99	306.48	197.98	150.60
长期投资	18.14	11.93	0.00	0.00	0.00
其他	85.24	(659.55)	(596.48)	(387.98)	(290.60)
<b>投资活动现金流</b>	<b>358.07</b>	<b>(196.63)</b>	<b>(290.00)</b>	<b>(190.00)</b>	<b>(140.00)</b>
债权融资	(365.03)	(108.09)	1,564.48	(275.84)	(230.03)
股权融资	(274.72)	(234.40)	(269.37)	(334.68)	(420.90)
其他	217.31	(121.35)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(422.44)</b>	<b>(463.85)</b>	<b>1,295.11</b>	<b>(610.52)</b>	<b>(650.94)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>544.91</b>	<b>(64.99)</b>	<b>1,848.92</b>	<b>(237.70)</b>	<b>611.75</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com