

甾体激素行业一体化龙头，2024年有望成为公司业绩回暖新起点。得益于原料药+制剂品种的持续拓展，公司自2014Q3-2023Q1期内连续35个季度实现归母净利润的同比正增长，尽显公司稳健成长的业务特色。2023-2024H1期内，公司受制于1)高基数单品顺阿和罗库的集采影响落地、2)原料药行业下游客户进入去库存周期，公司业绩出现阶段性回落。立足当前时点，我们认为公司存量品种集采风险已阶段性出清，未来新进集采范围品种属于公司低基数品种影响可控。**未来在1)制剂特色品种持续爬坡、2)原料药规范市场扩张带动产能利用率提升的双轮驱动下，我们预期公司业绩有望拾级而上，重现稳健增长趋势。**

1) 制剂业务：集采影响已基本出清，多款特色品种放量筑牢业绩基础。考虑到2022-2024H1年以来，集采已成为公司制剂业务业绩表现的首要制约因素，我们将公司体内大空间制剂产品（行业样本医院销售额超2亿元）按照集采风险进行重分类（集采落地/预期纳入集采范围/短中期无集采风险）。**在未来集采风险出清，特色制剂品种迎来快速放量周期背景下，我们预期公司制剂业务24-26收入端复合增速为10.6%。**

a) 集采落地/预期纳入集采品种：高基数品种集采业绩影响期已过，未来新进集采范围均为低基数品种。公司集采产品业绩影响期集中在22-24年内，部分相对小空间品种业绩影响延续至25Q1，体内集采风险已基本出清。参照第十批集采规则，我们预期除已纳入集采的新斯的明、舒更两个品种，短中期内地屈孕酮及贝前列素钠将纳入集采范围。根据医药魔方，公司新斯的明、舒更已过评上市（24Q3 MAT 销售额口径市占率分别为6.2%/8.1%），地屈孕酮片/贝前列素钠片当前分别处于在申报/已上市阶段，我们预期低基数品种纳入集采对公司业绩影响甚微，光脚品种甚至有望以量增覆盖价减冲击。

b) 短中期无集采风险品种：多款高难仿制剂竞争格局清晰，多点开花陆续进入上市收获期。公司当前已在体内培育多款首仿/难仿药品，我们预期短中期内公司妇科（庚酸针、优思悦、补佳乐等）、呼吸科（逸青）将成为制剂业务主要增长驱动力，中长期视角下，公司麻醉肌松/呼吸科板块有望在创新/难仿品种的加持下提供第二增长极。

2) 原料药业务：Newchem下游客户去库存周期有望结束，杨府厂区规范市场放量在即。公司原料药业务中长期成长逻辑在于产品升级+高端市场占比提升，从近期边际变化上看，1) Newchem24年受下游客户阶段性的去库存周期影响，短中期内有企稳回升；2) 杨府厂区目前仍处于产能爬坡阶段，22-23年密集通过多个规范市场审查，高端市场放量在即。我们预期公司原料药业务24-26年收入端复合增速为6.2%

投资建议：我们预期2024年为公司业绩触底回暖新起点，未来公司有望重回稳健增长通道。预计24-26年内，公司分别实现归母净利润6.3/7.3/8.5亿元，分别同比增长12.4%/14.9%/16.5%，对应PE分别为15/13/11倍，首次覆盖、给予“推荐”评级。

风险提示：汇率波动风险，地缘政治风险，原材料成本大幅波动风险，新产品获批进度不及预期风险，销售团队整合进度不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,123	4,089	4,394	4,815
增长率(%)	-5.9	-0.8	7.5	9.6
归属母公司股东净利润(百万元)	563	633	727	847
增长率(%)	-24.9	12.4	14.9	16.5
每股收益(元)	0.57	0.64	0.74	0.86
PE	17	15	13	11
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Choice，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年2月25日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

9.66元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 杨涛

执业证书：S0100124060014

邮箱：yangtao_2@mszq.com

目录

1 集采扰动风险出清，业绩拐点已现有望逐步回升	3
1.1 深耕甾体激素领域，充分发挥原料药及制剂一体化优势.....	3
1.2 核心产品集采风险出清，业绩重回增长通道.....	4
2 制剂：集采风险落地出清，复杂难仿制剂放量在即.....	6
2.1 高基数产品集采业绩低点已过，看好低基品种集采放量&特色单品爬坡带来的业绩增长.....	6
2.2 高端复杂制剂成长可期，业务中长期逻辑有望逐步兑现.....	9
3 原料药：杨府厂区产能释放有序推进，高端市场扩张未来可期.....	18
3.1 原料药板块：三大生产基地协同发展，进军规范市场有望打开成长天花板	18
3.2 自营：杨府产能处于释放阶段，规范市场放量可期	18
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析	21
4.3 投资建议	22
5 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

1 集采扰动风险出清，业绩拐点已现有望逐步回升

1.1 深耕甾体激素领域，充分发挥原料药及制剂一体化优势

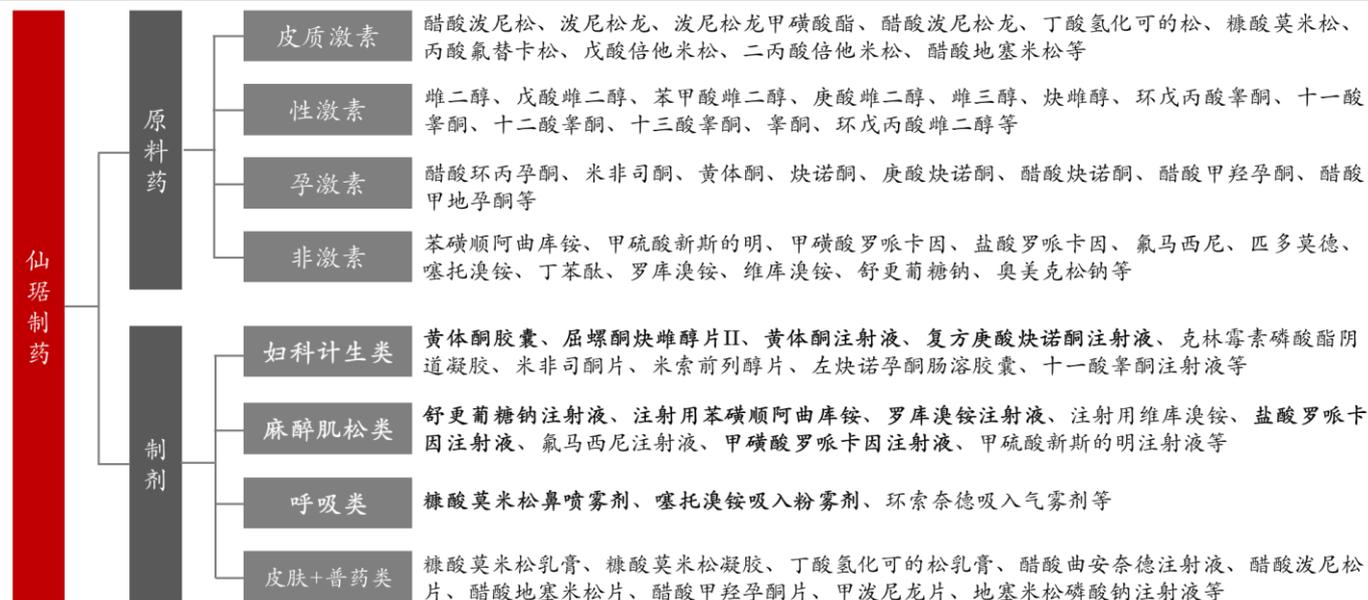
甾体激素产业链龙头，深耕妇科、麻醉、呼吸三大制剂板块。仙琚制药有限责任公司（后续简称“公司”或“仙琚”）始建于1972年，自成立以来深耕于甾体激素产业，当前公司已成为甾体激素原料药和制剂一体化的龙头厂商。经过50余年的发展，公司当前共拥有杨府、临海川南和意大利子公司三个主要的制剂/原料药生产基地，且基于持续累积的原料药自产优势，公司持续向下游制剂产业纵向拓展，至今已形成涵盖了妇科、麻醉肌松、呼吸科、皮肤科等方向的制剂产品盘。

图1：仙琚制药业务条线代表性事件演进历程



资料来源：公司公告，公司官网，医药魔方，公司招股说明书，民生证券研究院

图2：仙琚制药在售产品梳理

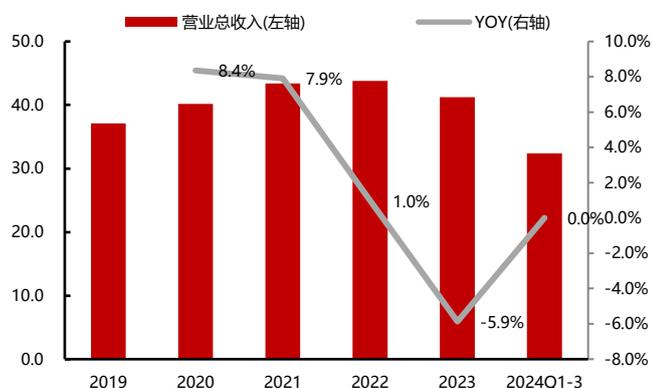


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 核心产品集采风险出清，业绩重回增长通道

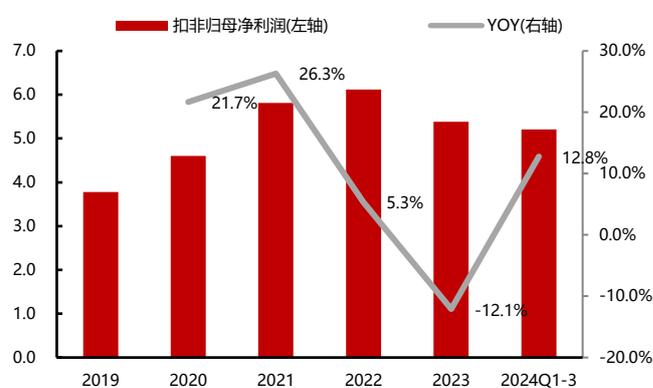
制剂业务高基数产品集采风险出清，公司业绩重回稳健增长阶段。得益于日益多元化的产品结构，在 2019-2022 年内，公司收入端 CAGR 为 5.7%，利润端（扣非）CAGR 达到 17.4%，呈现出稳健的增长趋势。进入 2023 年，由于 1) 公司麻醉肌松板块主要单品顺阿及罗库的集采影响有所体现、2) 原料药下游客户进入去库存周期导致产品价格下跌，公司 2023 年营业收入/扣非归母净利润分别出现 5.9%/12.1% 的同比下滑。2024 年 Q1-3，公司在普药领域地塞米松磷酸钠注射液受到集采冲击的背景下，仍然实现了利润端（扣非）同比 12.8% 的恢复性增长，尽显业绩韧性。

图3：19-24Q3 公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

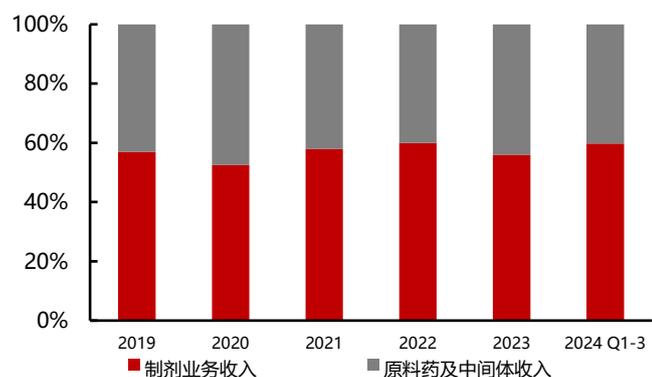
图4：19-24Q3 公司扣非归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

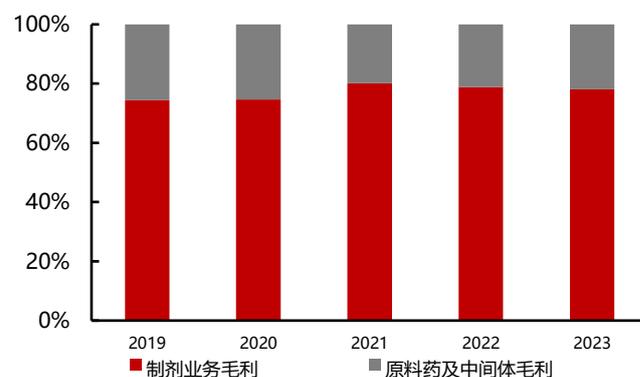
高毛利制剂业务收入占比总体有所提升，2023 年毛利近 80.0% 由制剂业务贡献。公司历年收入结构中制剂和原料药占比约为 6:4，从时间趋势上看，去除 2020 年及 2023 年两个明显受到外部事件影响的年份（2020 年特殊年份，2023 年顺阿、罗库集采落地集中体现），公司制剂业务收入占比仍维持稳步提升。从毛利结构上看，受制于杨府厂区 FDA 审计推延以及非规范市场竞争加剧影响，公司原料药业务毛利占比整体有所收窄，2023 年 78.1% 毛利额由制剂业务贡献。

图5：19-24Q3 公司原料药及制剂收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：19-23 公司原料药及制剂毛利占比

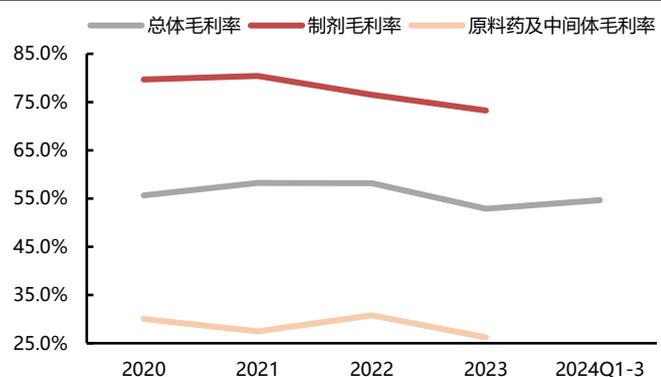


资料来源：公司公告，民生证券研究院

受制于制剂业务集采落地以及原料药业务产能释放受阻影响，公司总体毛利率总体有所下滑，24Q1-3 初现企稳曙光。2019-2021 年内，公司制剂业务毛利率基本在 80.0%附近浮动，进入 2022 及 2023 年，受到顺阿、罗库两大单品集采降价影响，公司制剂业务毛利率滑落至 2023 年的 73.2%；原料药业务受制于产能释放推迟以及下游客户进入阶段性的去库存周期，2023 年业务毛利率达到样本期内最低值 26.2%。

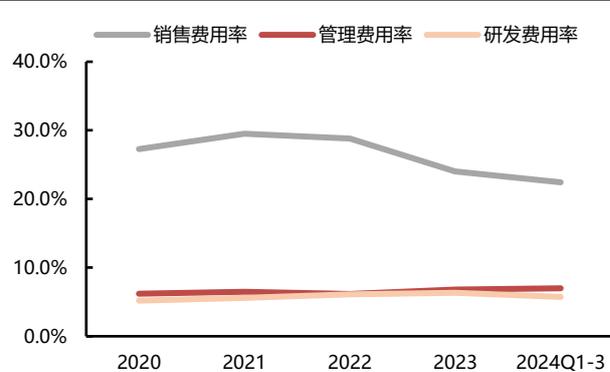
从主要费用率结构上看，公司销售费用率明显收窄，管理费用率、研发费用率基本保持稳定。随着制剂产品逐渐纳入集采范围，公司渠道推广相关的销售费用得以相应降低，销售费用率总体维持下降趋势，2024 年 Q1-3，公司销售费用率自 2019 年的 30.4%收窄至 22.4%。管理/研发费用率近年基本在 7.0%/6.0%上下。

图7：20-24Q3 公司毛利率按业务拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：20-24Q3 公司主要费用率水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 制剂：集采风险落地出清，复杂难仿制剂放量在即

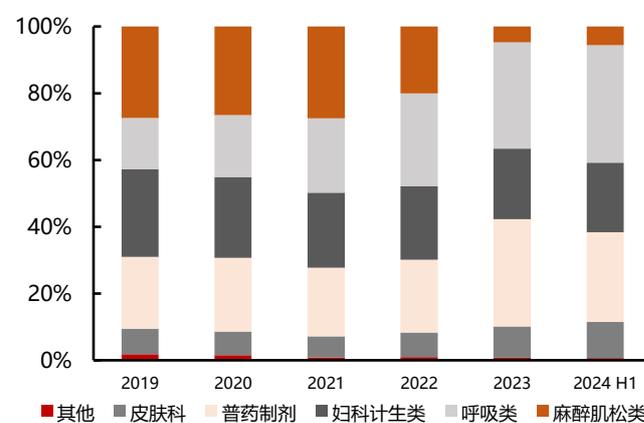
存量单品集采影响出清，公司制剂业务重回增长通道。公司基于在甾体激素原料药行业的业务布局，拓展延伸了在妇科、麻醉科、呼吸科等领域的制剂产品。从近期公司的制剂业务收入来看，2023 年公司制剂业务受制于罗库溴铵及黄体酮胶囊的集采落地，制剂业务收入同比下滑 12.4%；2024 上半年，随着公司体内高基数制剂产品的集采执行落地，公司制剂业务同比增长 10.6%。展望未来，我们认为公司当前制剂产品盘中高基数品种集采风险已经实现了阶段性出清（新进第十批集采品种业绩影响较为有限），未来在格局良好特色品种的放量牵引下，公司制剂业务有望重塑稳健增长趋势。

图9：19-24H1 公司制剂业务收入及增速(亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2019-2024H1 公司制剂业务收入按产线拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.1 高基数产品集采业绩低点已过，看好低基品种集采放量 & 特色单品爬坡带来的业绩增长

在集采负面影响阶段性出清背景下，我们预期 2024 年为公司制剂业务的触底回升拐点。在国家药品集采常态化的产业背景下，集采已经成为近年来制约公司制剂业务业绩表现的首要因素。因此，为了明晰未来短中期内集采对公司制剂业务的影响，我们将公司的制剂产品中样本医院销售额超 2.0 亿元的品种分为以下三个产品盘进行针对性分析：1) 已纳入国采/大范围联盟集采品种、2) 已纳入第十批集采目录&短中期内有集采风险品种、3) 竞争格局良好，短中期纳入集采风险较低品种。

2.1.1 已集采品种：2021 年以来陆续有高基数产品进入集采范围，业绩影响在 2024 年基本得到体现

公司当前已纳入国家药品集采/联盟集采品种共计 9 个，其中集采创伤型品种主要集中于麻醉肌松板块：

1) 公司前期的制剂业务业绩创伤主要来自于麻醉肌松板块的高基数产品纳入

集采，妇科、呼吸科和普药领域有零星产品进入集采范围，但整体影响可控。顺阿曲库铵（10.2%市占率）集采未入围，罗库溴铵（62.2%市占率）集采遭遇市场规模、市占率双降；黄体酮胶囊&地钠针纳入集采，销售额下滑均在千万级；

2) 从对公司的业绩影响方向上看，纳入集采目录的品种并非全为负面影响，核心需要关注集采后产品的渗透率提升带来的扩容以及公司本身的市占率大小。盐酸罗哌卡因注射液、甲泼尼龙片受益于前期市场的低基数销售额，通过集采实现市占率提升，整体对公司销售额带来正向拉动。噻托溴铵联盟集采价格降低温和，产品渗透率提升带动市场扩容，公司借助集采突破一品双规限制实现市占率提升；

3) 除第九批纳入集采的地钠针、氟马西尼注射液的负面影响期递延到 2025 年 Q1，其余品种对应的业绩影响期均在 2024 年消化完成。核心大单品顺阿、罗库集采风险于 2022-2023 年出清；地钠针集采影响延续至 2025Q1；黄体酮胶囊自 2022 年陆续开展联盟集采，省份覆盖面已经较广，未来均价降幅有限。

表1：公司已纳入集采范围制剂品种业绩影响情况梳理

品种名称	公司内部分类	集采批次（时间）	集采前后样本医院销售额（亿元）			集采前后公司样本医院市占率			公司业绩影响
			N-1	N/N+1	变化幅度	N-1	N/N+1	变化值	
顺阿曲库铵注射液	麻醉肌松	第五批（21-10）	18.7	6.0	-67.9%	10.2%	5.1%	-5.2%	↓
罗库溴铵注射液	麻醉肌松	第七批（22-11）	8.8	3.8	-56.8%	62.2%	17.8%	-44.4%	↓
氟马西尼注射液	麻醉肌松	第九批（24-03）	3.4	3.0	-11.8%	7.5%	7.8%	0.3%	↓
盐酸罗哌卡因注射液	麻醉肌松	第五批（21-10）	5.5	2.6	-52.7%	0.6%	4.1%	3.6%	↑
地塞米松磷酸钠注射液	普药	第九批（24-03）	5.3	3.9	-26.4%	7.2%	1.9%	-5.3%	↓
甲泼尼龙片	普药	第七批（22-11）	3	1.3	-56.7%	0.0%	2.5%	2.5%	↑
黄体酮胶囊	妇科	联盟集采(22-24)	5.3	4.7	-11.3%	51.6%	46.1%	-5.5%	↓
噻托溴铵吸入粉雾剂	呼吸科	联盟集采（24-04）	9.2	9.8	6.5%	17.7%	19.5%	1.8%	↑
非那雄胺片	其他	第三批（20-11）	6.8	2.2	-67.6%	1.0%	0.9%	-0.1%	↓

资料来源：公司官网，医药魔方，民生证券研究院

2.1.2 预期集采品种：第十批低基数品种影响甚微，光脚品种有望借助集采实现放量

根据第十批药品集采目录和最新纳入集采门槛的药品格局（1 原研+6 仿制或 0 原研+7 仿制）要求，我们认为未来公司第十批集采影响有限，后续集采品种为公司光脚产品，立足当前时点展望均为增量型品种：

1) 第十批集采入围品种：甲硫酸新斯的明注射液、舒更葡糖钠注射液。根据国家第十批药品集采目录，公司本轮次入围品种包含甲硫酸新斯的明注射液及舒更葡糖钠注射液两个产品。根据公司公告，公司 2024 年前三季度舒更+新斯的明合计销售额约为 0.3 亿元，为公司体内的低基数品种（占公司同期营业收入比例仅 1.0%），第十批集采入围品种总体对公司报表端影响较为有限。

表2：公司第十批集采入围品种报表端影响

品种名称	公司内部分类	集采执行年份	公司 2024Q1-3 销售额 (万元)	公司 2024Q1-3 营业收入 (万元)	集采品种销售额占比
舒更葡萄糖钠注射液	麻醉肌松	第十批(2025)	2884.4	323,700.7	0.9%
甲硫酸新斯的明注射液	麻醉肌松	第十批(2025)	288.1	323,700.7	0.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2) 当前在研厂商较多，短中期内有集采风险品种：地屈孕酮片和贝前列素钠片。2024Q3 MAT 期内，地屈孕酮片样本医院销售额 17.9 亿元，市场基本由原研雅培独占。从过评格局看，地屈孕酮片当前过评格局 1+3（原研雅培，奥锐特+和晨药业+科伦药业），当前有 12 个厂家处于申报上市阶段（仙琚 2023 年 8 月申报，预期 2025 年 Q2 上市），按照申报上市耗时 18 个月外推，预期产品 2026 年满足集采入围要求，保守预计 2027 年随即纳入集采，作为公司光脚品种，地屈孕酮集采有望助力公司突破一品双规限制，实现市占率快速爬坡。

表3：公司即将纳入集采/集采对业绩影响较大的品种梳理

品种名称	公司内部分类	预期集采年份	样本医院销售额 (亿元)	市占率格局	过评格局	公司进度	申请上市厂家数
地屈孕酮片	妇科	2027E	17.9	雅培 98.5%；奥锐特 1.5%；	1+3	预期 2025Q2	12
贝前列素钠片	其他	2026E	6.0	东丽会社 85.5%；泰德制药 14.5%	1+7	2025Q1 已上市	8

资料来源：医药魔方，民生证券研究院

2.1.3 短中期无集采担忧：特色专科品种迈入密集放量阶段

公司当前有多款市场格局良好，公司首仿/独家/创新药品，新一代特色专科品种销售爬坡将持续推动公司业绩实现稳健增长：

1) 复方庚酸炔诺酮注射液：原料药+制剂均为公司独家所有，2022 年收回代理权转换思路推广，当前仍然处于高速放量期；**2) 屈螺酮炔雌醇片：**具备差异化优势的短效避孕药产品，公司首仿上市，有望抢占市场红利快速放量；**3) 戊酸雌二醇片：**市场首位的更年期综合征治疗用药，公司首仿上市有望凭借高性价比优势抢占原研市场实现高速增长；**4) 糠酸莫米松鼻喷剂：**药械合一难仿剂型，公司市占率持续爬坡，未来药品渗透率有望持续提升；**5) 奥美克松钠：**公司与奥默医药合作开发创新产品，靶向拮抗罗库溴铵，与竞品相比有效性非劣、安全性突出。

表4：公司短中期内无集采担忧特色产品

品种名称	公司分类	样本医院销售额 (亿元)	公司销售额 (亿元)	竞争格局	过评格局	在研厂家数	医保	核心看点
复方庚酸炔诺酮注射液	麻醉肌松	1.3	1.3	仙琚 100%	-	-	否	公司独家品种，渗透率+人均用量提升
屈螺酮炔雌醇片	妇科	3.5	-	拜耳 99.4%，仙琚 0.6%	1+4	2	否	首仿上市，短效避孕药渗透率+产品市占率爬坡
戊酸雌二醇片	妇科	2.5	-	拜耳 100.0%，仙琚 0.0%	1+1	-	是	首仿上市，无其他在研厂家，与原研共享国内市场
糠酸莫米松鼻喷剂	呼吸科	9.0	5.4	仙琚 59.9%，欧加隆 30.3%			是	难仿剂型，性价比优势明显，渗透率+公司市占率提升
奥美克松钠	麻醉肌松	-	-	仙琚+奥默联合开发	-	1	否	公司首款创新药，舒更完善医师教育，产品上市在即

资料来源：公司官网，医药魔方，民生证券研究院

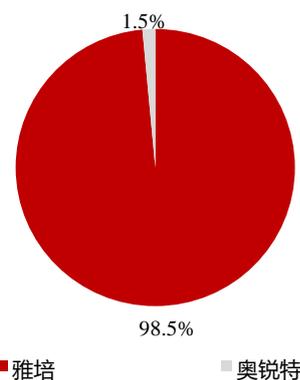
2.2 高端复杂制剂成长可期，业务中长期逻辑有望逐步兑现

2.2.1 地屈孕酮片—原研卡位 60 余年的大市值单品，公司产品上市在即，有望借助集采打开市场

地屈孕酮片单品种样本医院销售额达 17.9 亿元，国内市场基本由原研雅培独家垄断。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，主要原因是前端原料药合成工艺复杂，包括了发酵、合成、光化学等多步反应，涉及副反应较多，导致目标产物产率低且杂质含量难以满足成药要求。从 2024 年市场规模看，地屈孕酮片样本医院销售额 17.9 亿元，且市场维持稳步扩张趋势。竞争格局方面，2024Q3 MAT 期内国产企业仅奥锐特拥有 1.5% 市场份额，原研雅培仍占据绝对主导地位。

图11：19-24 年地屈孕酮片样本医院销售额 (亿元)


资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图12：24 年样本医院地屈孕酮片竞争格局


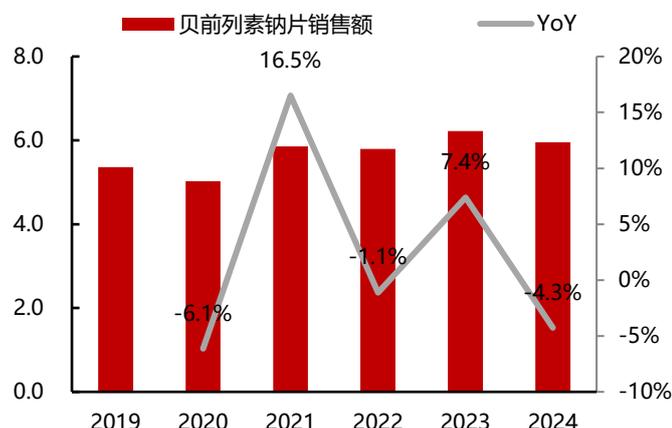
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

2.2.2 贝前列素钠片—当前过评格局已满足集采入围要求，公司光脚品种有望借助集采放量

贝前列素钠作为抗血栓领域的重要品种，2024 年样本医院市场规模达 6.0 亿元。贝前列素钠原研为东丽株式会社，产品于 2003 年登录国内市场，近年来该产品市场规模基本稳定在 5.0-6.0 亿元之间。从竞争格局看，国内市场份额高度集中，

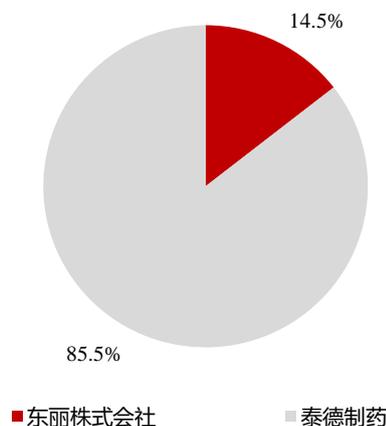
泰德制药以 85.5%的绝对优势主导市场，而原研企业东丽株式会社仅占 14.5%，形成“一超一强”的寡头格局。从当前过评情况看，包括仙琚制药在内的 7 家仿制药企业已经通过一致性评价。

图13：19-24 年贝前列素钠片样本医院销售额（亿元）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图14：24 年样本医院贝前列素钠片竞争格局

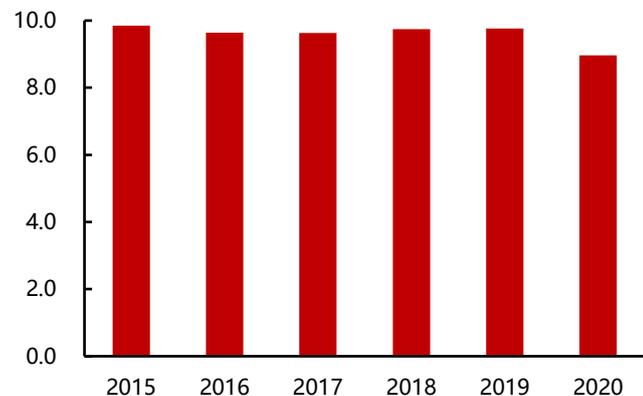


资料来源：医药魔方，民生证券研究院

2.2.3 庚酸针—转换思路针对流产后女性群体的孕激素补充，用药场景具备需求刚性，中长期渗透空间可期

庚酸针为公司独家产品，转换思路往用药刚性场景渗透，当前处于快速放量期。庚酸针为公司独家生产的长效复方避孕针（每月 1 针，完美用药第一年妊娠率约为 0.3%），但受制于国内长效避孕的针剂药物使用习惯尚未形成，前期该产品市场表现不佳。在 2022 年 Q2，公司转换思路针对流产后女性群体用于流产后的雌激素补充，减少术后流血、缓解疼痛，从而保护患者生育能力。根据医药魔方，从单季度销售额上看，公司自 2022 年 Q2 开始环比高增，环比增长趋势延续至 2023Q2（Q3 我们认为主要系麻醉肌松品种纳入集采，公司对销售团队进行架构和人员调整，庚酸针推广节奏出现阶段性回落），截止 2024Q3，庚酸针单季度销售额达到 4.4 百万元，环比实现 35.2%增长。

图15：15-20 年我国人工流产患者人数（百万例）



资料来源：卫健委《中国卫生统计年鉴》，民生证券研究院

图16：21Q3-24Q3 庚酸针样本医院销售额（百万元）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

我们预期庚酸炔诺酮在 24/25/26 年分别实现营业收入 0.3/0.5/0.7 亿元，主要驱动力源自于针对流产患者群体的产品渗透率提升及人均使用量爬坡。

1) **渗透率**：根据国家卫生统计年鉴，我国人工流产例数基本稳定在 970 万台。临床试验结果显示，人工流产后立即注射庚酸针可显著缩短阴道出血时间 ($P < 0.05$)、提高子宫内膜厚度 ($P < 0.05$)。且该产品在避孕之外还可让患者在减缓痛经、月经过多、周期调整等方面获得益处。多个国家指南均推荐流产后应用长效避孕针，而庚酸针的 IV 期临床研究（覆盖多中心）进一步强化了其在术后恢复场景的循证医学证据，我们假定远期在人工流产后患者群体中庚酸针远期渗透率达到 10.0%。

2) **人均用量**：根据用药说明，当前庚酸针流产后即可用药 2 支，后续两月每月 1 支，共计 4 支，预期未来该产品从激素补充用药逐步拓展至避孕场景，人均使用量有缓步爬坡趋势。

表5：公司庚酸炔诺酮注射液销售额预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
全国人工流产数 (万例)	970.0	970.0	970.0	970.0	970.0	970.0	970.0	970.0	970.0	970.0	970.0	970.0
庚酸针渗透率	0.1%	1.0%	1.5%	2.2%	3.1%	4.1%	5.1%	6.1%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
人均年使用量 (支)	4.0	4.0	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9
庚酸针销量 (万支)	3.0	40.0	60.0	87.5	126.3	170.4	216.4	264.4	314.3	366.0	419.7	475.3
单价 (元/支)	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0
市场规模 (百万元)	1.7	23.2	34.8	50.7	73.3	98.8	125.5	153.3	182.3	212.3	243.4	275.7
yoy		1233%	50%	46%	44%	35%	27%	22%	19%	16%	15%	13%

资料来源：卫健委《中国卫生统计年鉴》，用药说明，医药魔方，民生证券研究院测算

2.2.4 屈螺酮炔雌醇片—差异化优势明显的短效避孕产品，公司成功首仿上市，有望依靠性价比+本土化渠道优势抢占原研市场

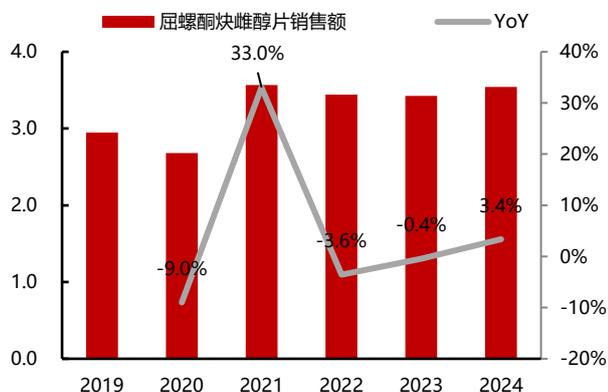
优思明/优思悦销售额占据短效避孕药市场超八成份额，优思悦与竞品相比具备副作用较低、不宜漏服等差异化优势。公司短效复方口服避孕药屈螺酮炔雌醇片(II)为国内首仿，竞争格局良好。参比制剂为原研拜耳的优思悦，成分是屈螺酮 3mg+炔雌醇 0.02mg。相比于优思明或其他同适应症药物，1) 优思悦的雌激素（炔雌醇）含量更低，因此用药初期恶心、腹胀、乳房胀痛等副作用更轻微；2) 优思悦在服用方式上设计更加人性化，连续性服药，不易漏服导致意外怀孕。从市场规模看，受限原研拜耳定价较高(单月价格，优思明 Vs 优思悦:99.6 元 Vs 149.9 元)，当前屈螺酮炔雌醇片市场仍以优思明为主。

表6：公司即将纳入集采/集采对业绩影响较大的品种梳理

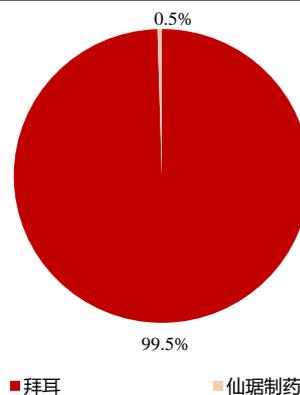
对比项目	Diane-35 达英 35	Marvelon 妈富隆	Mercilon 欣妈富隆	Yasmin 优思明	YAZ 优思悦
化学成分	炔雌醇 35ug+醋酸环丙孕酮 2mg	炔雌醇 30ug+去氧孕烯 0.15mg	炔雌醇 20ug+去氧孕烯 0.15mg	炔雌醇 30ug+屈螺酮 3mg	炔雌醇 20ug+屈螺酮 3mg
是否处方药	处方药	非处方药	非处方药	非处方药	处方药
上市时间	1978 欧美上市 1991 中国上市	1981 欧美上市 1993 中国上市	1988 欧美上市 2009 中国上市	2000 欧美上市 2009 中国上市	2006 欧美上市 2015 中国上市
适应症	避孕、痤疮、雄激素性脱发、多囊卵巢综合征	避孕	避孕	避孕	避孕、中度寻常痤疮
服用方式	月经第 1 天开始服药+连吃 21 天+停 7 天	月经第 1 天开始服药+ 连吃 24 天+4 天空白片			
产品特点	降雄激素的首选药物	知晓率高	雌激素剂量低	屈螺酮：不发胖、不影响血压	雌激素剂量低、24+4 服用方式不容易忘
样本价 (元/盒)	50	69	134.5	99.6	原研 149.9/仙琚 110
单片价格 (元/片)	2.4	3.3	6.4	4.7	原研 5.4/仙琚 3.9
样本医院销售额占比 (%)	16.1%	0.2%	0.0%	83.3%	0.4%

资料来源：百姓识药，医药魔方，民生证券研究院

屈螺酮炔雌醇片市场由拜耳独占，仙琚首仿上市有望凭借性价比优势快速占据市场。2024Q3 MAT 期内，屈螺酮炔雌醇片市场规模为 3.5 亿元，市场由拜耳独家垄断（市占率 99.5%）。仙琚在 2023 年 6 月获批首仿上市，未来有望凭借性价比优势抢占原研市场。

图17：19-24 年屈螺酮炔雌醇片样本医院销售额 (亿元)


资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图18：24 年屈螺酮炔雌醇片样本医院竞争格局


资料来源：医药魔方，民生证券研究院

我们预期在 24/25/26 年内，公司屈螺酮炔雌醇片分别实现销售收入 0.3/0.6/0.8 亿元，主要增长驱动力来自于公司市占率提升以及公司单价较低带动优思悦销量市占率的提升。关键假设如下：

- 1) 短效避孕药渗透率及优思悦市占率：**根据柳叶刀期刊《全球避孕方式调研》数据，2020 年国内节育方式中口服避孕药占比仅 2.8%（国内以创伤型节育器、输卵管结扎为主，美国口服避孕药占比 20.8%），预期国内市场短效避孕药总体渗透率有望缓步爬坡（远期 5.6% 占比）；考虑到优思悦具备的差异化优势以及仙琚较低的销售价格，预期远期优思悦在短效避孕药市场占比 50.0%；

2) **仙琚销售单价及市占率**: 仙琚当前单片价格 3.9 元/片 (相较原研价格降幅 27.8%), 考虑到短效避孕药市场竞品较多, 竞争相对充分, 预期价格每年下修 3.0%, 公司远期市占率峰值 25.0%。

表7: 公司屈螺酮炔雌醇片销售额测算

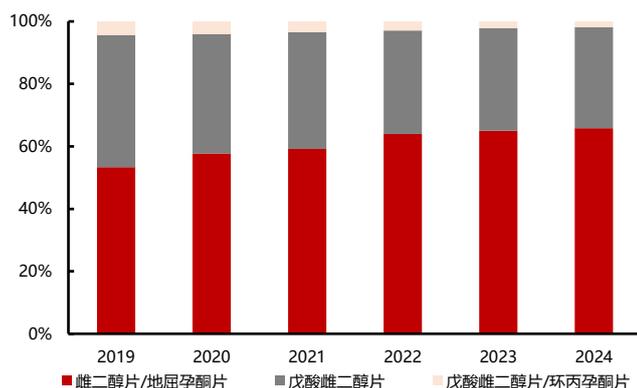
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
人口数 (亿人)	14.1	14.1	14.0	13.8	13.7	13.5	13.4	13.3	13.1	13.0	12.9	12.8
20-45 岁女性人口占比	16.1%	15.9%	15.9%	15.8%	15.8%	15.7%	15.7%	15.6%	15.6%	15.5%	15.5%	15.4%
高频性行为人数 (百万人)	42.3	41.7	41.2	40.6	40.1	39.6	39.0	38.5	38.0	37.5	37.0	36.5
短效避孕药渗透率	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%	4.3%	4.5%	4.8%	5.0%	5.3%	5.6%
短效避孕药使用人数 (百万人)	6.5	6.9	7.3	7.7	8.1	8.5	8.9	9.3	9.7	10.1	10.6	11.0
优思悦市占率	15.0%	18.2%	21.4%	24.5%	27.7%	30.9%	34.1%	37.3%	40.5%	43.6%	46.8%	50.0%
用量 (片/人)	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
仙琚市占率		2.0%	11.0%	15.0%	17.5%	20.0%	22.5%	25.0%	25.0%	23.0%	21.0%	19.0%
仙琚销售单价		3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.5	3.3	3.2	3.0
仙琚销售额		8.8	60.3	98.7	135.6	179.5	231.0	290.4	312.4	306.8	296.9	283.0
	yoy		584.2%	63.7%	37.3%	32.4%	28.7%	25.7%	7.6%	-1.8%	-3.2%	-4.7%

资料来源: 谷雨数据《2020 年轻人性爱数据报告》, 柳叶刀, 用药说明, 医药魔方, 国家统计局, 民生证券研究院测算

2.2.5 戊酸雌二醇—更年期综合症主流用药, 产品暂无其他在研厂家, 公司首仿上市与原研共享国内市场

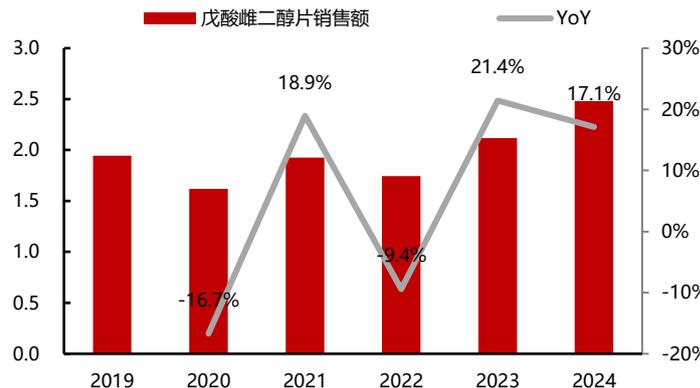
女性更年期主流用药产品之一, 公司首仿上市有望与原研共享国内市场。戊酸雌二醇主要用于治疗更年期综合征, 原研为拜耳 (商品名补佳乐), 1997 年首次登陆国内市场。当前更年期综合征患者用药意识持续提升, 更年期综合征主流用药产品市场规模 19-24 复合增速为 10.9%, 戊酸雌二醇片 2024 Q3MAT 样本医院销售额 2.5 亿元, 同比增速仍维持在 17.1%。

图19: 19-24 年更年期综合症主流用药占比 (销售额)



资料来源: 医药魔方, 民生证券研究院

图20: 19-24 年戊酸雌二醇片销售额 (亿元)



资料来源: 医药魔方, 民生证券研究院

我们预期在 24/25/26 年内, 公司戊酸雌二醇片分别实现销售收入 0.0/0.2/0.3 亿元, 主要增长驱动力来源于渗透率及公司市占率提升。

1) **产品渗透率**: 根据温州市卫生健康委员会调查, 更年期妇女大约 70.0% 会出现更年期综合征症状, 其中 33.5% 为中重度症状表现。2021 年以来, 《更年期妇女健康管理专家共识 (基层版)》等专家共识的颁布以及政策层面对更年期健康管理的倾斜, 均在不同程度上提升了更年期群体的自我

保健意识 (2015-2022 年内, 我国更年期用药市场规模由 13.6 亿提升至 32.4 亿, 期内复合增速 13.2%)。考虑到更年期综合症就诊率仍然较低, 在当前政策催化+意识觉醒的扩散背景下, 我们预期戊酸雌二醇远期渗透率为 15.4%;

2) 仙琚销售单价及市占率: 2024 原研拜耳产品价格为 1.33 元/片, 假定仙琚上市后以原研价格的 70.0%开展渠道推广, 预期仙琚依托出色的性价比优势, 远期达到 25.0%市占率。

表8: 公司戊酸雌二醇片销售额测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
人口数 (亿人)	14.1	14.1	14.0	13.8	13.7	13.5	13.4	13.3	13.1	13.0	12.9	12.8
40-59 岁女性人口占比	14.7%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
潜在用药人数 (百万人)	48.7	48.9	48.4	48.0	47.5	47.0	46.5	46.1	45.6	45.2	44.7	44.3
戊酸雌二醇渗透率	3.5%	4.7%	5.7%	6.8%	7.9%	9.0%	10.0%	11.1%	12.2%	13.3%	14.3%	15.4%
使用人数 (百万人)	3.4	4.4	5.4	6.4	7.3	8.2	9.1	10.0	10.8	11.7	12.5	13.3
用量 (片/人)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
仙琚市占率			1.0%	3.5%	5.5%	8.3%	11.1%	13.9%	16.6%	19.4%	22.2%	25.0%
仙琚销售单价 (元/片)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
仙琚销售额 (百万元)			4.0	16.6	29.9	40.5	60.0	82.3	107.3	135.0	165.1	197.8
yoy				311.3%	80.1%	35.6%	48.1%	37.2%	30.4%	25.8%	22.4%	19.8%

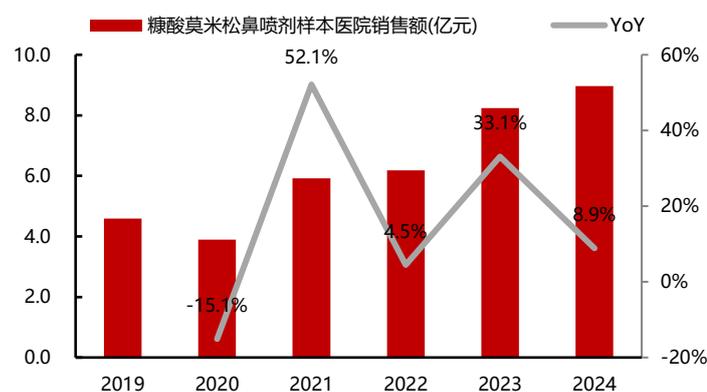
资料来源: 国家统计局, 董黎《妇女更年期综合征流行现状与研究进展》, 用药说明, 医药魔方, 民生证券研究院测算

2.2.6 糠酸莫米松鼻喷剂—呼吸科药械合一的难仿剂型, 产品渗透率持续爬坡, 公司当前市占率位居行业第一

糠酸莫米松鼻喷剂市场规模稳步扩容, 公司依托性价比优势实现快速放量。

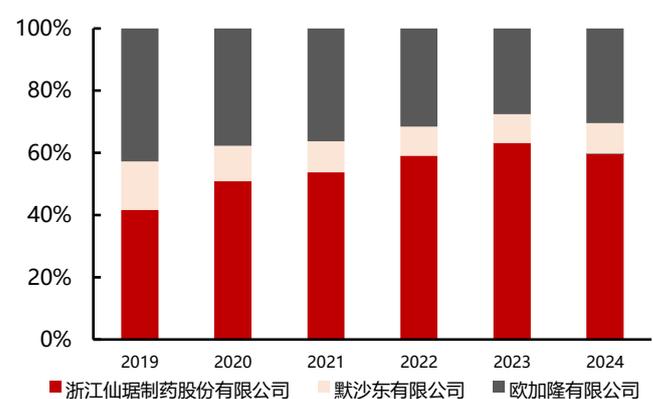
糠酸莫米松鼻喷剂主要用于治疗变应性鼻炎 (AR), 根据《2022 年中国变应性鼻炎诊断和治疗指南》, 国内成人 AR 的自报患病率已从 2005 年的 11.1%上升至 17.6%, 国内 AR 患者数已达 2.5 亿。糠酸莫米松为《诊疗指南》推荐的第二代鼻用激素, 相对布地奈德等一代产品具有高亲脂性、与受体结合力强、抗炎活性更强等特点。从市场规模上看, 糠酸莫米松鼻喷剂 2024Q3 MAT 销售额 9.0 亿元, 19-24 年 CAGR 为 14.4%, 具备稳增长属性。从市占率来看, 仙琚自产品上市以来市占率快速提升, 2024Q3 MAT 期内市占率水平达到 59.8% (19 年 41.7%)。

图21: 19-24 糠酸莫米松鼻喷剂样本医院销售额 (亿元)



资料来源: 医药魔方, 民生证券研究院

图22: 19-24 年糠酸莫米松鼻喷剂样本医院竞争格局



资料来源: 医药魔方, 民生证券研究院

糠酸莫米松鼻喷剂为药械合一难仿剂型，当前多家在研厂商申报上市均依次被拒。自 2020 年 12 月《经口吸入制剂仿制药生物等效性研究指导原则》等政策发布以来，国内吸入混悬剂、气雾剂、粉雾剂产品上市要求由仅开展药学质量一致性研究，新增开展随机、双盲、阳性药平行对照的人体生物等效性研究，产品上市难度加大。糠酸莫米松鼻喷雾剂当前仅有欧加隆（原研）、山德士（过评一致性）和仙琚（未过评）三家产品上市。考虑最新集采入围要求为至少 6 家企业产品过评一致性，我们预期糠酸莫米松鼻喷剂在短中期内被纳入集采范围的风险较低。

表9：糠酸莫米松已上市/在研厂家梳理（仅展示进度排名前十）

企业名称	上市进度	评审阶段/结论	上市/结论变更时间
欧加隆	已上市	原研	2003/11/10
山德士	已上市	申请上市/批准进口	2022/11/15
仙琚制药	已上市	未过评	2011/11/11
大家制药	进程中	申请上市/不批准	2023/7/31
普锐特药业	进程中	申请上市/不批准	2024/6/6
健康元	进程中	申请上市/不批准	2021/11/3
羚锐生物	进程中	申请上市/不批准	2022/11/10
长风药业	进程中	III期临床/批准临床	2024/3/29
仙琚医药	进程中	BE 实验/批准临床	2023/5/5
京卫制药	进程中	BE 实验/批准临床	2023/6/12

资料来源：医药魔方，民生证券研究院

我们预计公司糠酸莫米松鼻喷剂 24-26 年销售额 7.5/8.7/10.0 亿元，销售预测基于以下假设：

- 1) 患者群及产品渗透率：**我国变应性鼻炎患病率自 05 年的 11.1%增至 17.6%（根据《2022 年中国变应性鼻炎诊断和治疗指南》），预期未来患病率维持缓步提升；糠酸莫米松鼻喷剂当前仍处于持续渗透阶段，考虑到相对于市场主流产品布地奈德粉雾剂具备的疗效优势，以及集采降价后凸显而出的性价比优势，我们预期产品远期渗透率达到 30.0%；
- 2) 公司销售单价及市占率：**仙琚为国内第二家上市，市场份额提升趋势明显。当前公司定价 37.7 元/瓶，原研 56.2 元/瓶，我们认为未来有望凭借性价比及渠道优势强化国产替代地位，集采前期市占率超过 65.0%；
- 3) 集采预期：**糠酸莫米松鼻喷剂为复杂难仿剂型，当前仅原研默沙东+诺华过评，仙琚首仿未过评，我们保守预计 2028 年纳入国家集采，对公司短中期内销售额影响有限。

表10：公司糠酸莫米松鼻喷雾剂销售额测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
人口数 (亿人)	14.1	14.1	14.0	13.8	13.7	13.5	13.4	13.3	13.1	13.0	12.9	12.8
变应性鼻炎患病率	17.6%	17.6%	17.6%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
变应性鼻炎人数 (百万人)	248.5	248.4	246.2	244.1	241.9	239.7	237.6	235.5	233.4	231.3	229.3	227.2
糠酸莫米松产品渗透率	8.0%	13.0%	13.5%	15.0%	17.0%	20.0%	27.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
糠酸莫米松产品使用人数 (百万人)	19.9	32.3	33.2	36.6	41.1	47.9	64.2	70.6	70.0	69.4	68.8	68.2
仙琚市占率	56.1%	63.2%	59.8%	63.0%	64.5%	66.0%	25.0%	23.0%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
仙琚销售单价 (元/瓶)	43.0	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
仙琚销售额 (百万元)		605.5	749.4	869.5	999.9	1193.0	272.1	275.7	249.5	235.5	233.4	231.3
	yoy		23.8%	16.0%	15.0%	19.3%	-77.2%	1.3%	-9.5%	-5.6%	-0.9%	-0.9%

资料来源：陈建军等《2022年中国变应性鼻炎诊断和治疗指南》，药品使用说明，医药魔方，民生证券研究院测算

2.2.7 奥美克松钠—新一代靶向拮抗王者，有效性非劣于舒更，安全性具备比较优势

奥美克松钠是全球第二代靶向性肌松拮抗剂，是公司与奥默医药合作的 1.1 类创新药。相比舒更葡萄糖钠，奥美克松钠将舒更葡萄糖钠羧酸的 α 碳替换为手性乙酰氨基，手性环境增加了羧基的空间位阻，增强其与罗库溴铵的结合能力，并降低了发生过敏反应的风险。奥美克松钠为公司和奥默医药合作的创新药产品，已经成功于 2024 年 9 月申报上市获受理，医药魔方预估产品于 2025 年内上市，在舒更集采平价化推动拮抗剂渗透率提升背景下，我们看好公司创新产品的上市表现。

我们预期公司奥美克松钠远期市场规模接近 5 亿元，销售增量主要来自于 a) 罗库+舒更组合渗透率提升，b) 公司产品市占率提升。关键假设如下：

- 1) 药品使用患者群基数：**全国手术人次 2022 年全年 8271 万台，预期 23 年有所反弹，后续平稳增长；全麻手术占比 2023 年为 60.9%，预期未来缓步提升；《肌松监测对患者预后的影响》研究表明，2021 年国内来自 32 家医院的 1,571 例择期行开腹或腹腔镜辅助下手术的成年患者在全麻气管拔管时的残余肌松（研究者定义为 TOFr < 0.9）发生率高达 57.8%，因而我们在肌松药使用患者群基础上使用该比率进行调整；
- 2) 罗库+舒更组合渗透率：**罗库具备差异化优势，2024 年销量占临床常用肌松药品比例 43.8%（2019 年占比 18.9%），预期远期市占率 70.0%；舒更可定向拮抗罗库溴铵诱导的神经肌肉阻滞，预期舒更集采降价后渗透率进入快速攀升阶段，预期远期渗透率达 20.0%；
- 3) 奥美克松钠市占率及销售单价：**假定奥美克松钠上市之初单价 550 元/支，进入医保谈判降价 50%，单支价格回落至 225 元/支；奥美克松钠相较舒更具备有效性非劣、安全性更优的比较优势，我们预期随着公司持续的临床推广，远期占据靶向拮抗市场 30%份额。

表11：奥美克松钠市场规模测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	
全国住院病人手术人次(万人次)	8271	9638	10409	11242	12141	13112	14161	14869	15613	16394	17213	18074	
<i>yoy</i>		16.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
全麻手术占比	60.0%	60.9%	61.8%	62.7%	63.6%	64.5%	65.5%	66.4%	67.3%	68.2%	69.1%	70.0%	
全麻手术人次(百万人次)	49.6	58.7	64.3	70.5	77.3	84.6	92.7	98.7	105.0	111.8	118.9	126.5	
肌肉松弛剂市场需求(百万支)	47.1	55.8	61.1	67.0	73.4	80.4	88.1	93.7	99.8	106.2	113.0	120.2	
<i>yoy</i>		18.3%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%	9.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	
罗库溴铵市占率	31.10%	41.80%	43.80%	50.0%	55.0%	57.9%	59.9%	61.9%	64.0%	66.0%	68.0%	70%	
特异性拮抗剂潜在需求(百万支)	8.5	13.5	15.5	19.4	23.3	26.9	30.5	33.6	36.9	40.5	44.4	48.6	
<i>yoy</i>		59.0%	14.9%	25.1%	20.5%	15.3%	13.3%	10.0%	9.9%	9.8%	9.6%	9.5%	
特异性拮抗剂渗透率	7.2%	10.3%	12.6%	12.0%	12.5%	13.6%	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%	20.0%	
奥美克松钠市占率					4.5%	6.0%	20.0%	22.5%	25.0%	27.5%	30.0%	30.0%	
奥美克松钠销量(百万支)					0.1	0.2	1.0	1.3	1.7	2.1	2.7	2.9	
单价(元/支)					550.0	550.0	225.0	213.8	203.1	192.9	183.3	174.1	
奥美克松钠市场规模(百万元)					72.2	120.5	219.6	274.4	337.1	408.1	488.2	508.0	
<i>yoy</i>							67.0%	82.2%	25.0%	22.8%	21.1%	19.6%	4.1%

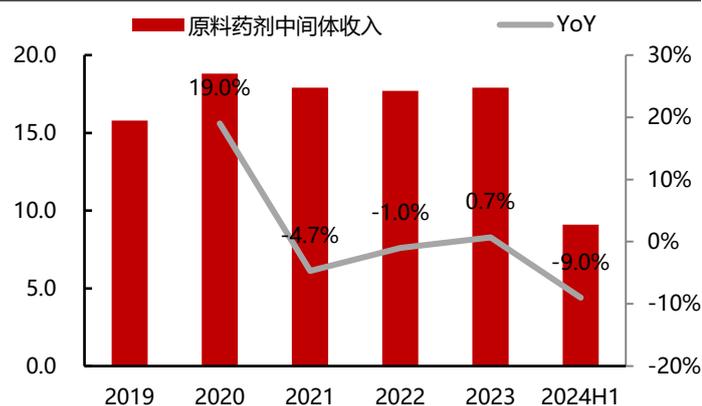
资料来源：卫健委《中国卫生统计年鉴》，嵇富海《肌松监测对患者预后的影响》，医药魔方，用药说明，民生证券研究院测算

3 原料药: 杨府厂区产能释放有序推进, 高端市场扩张未来可期

3.1 原料药板块: 三大生产基地协同发展, 进军规范市场有望打开成长天花板

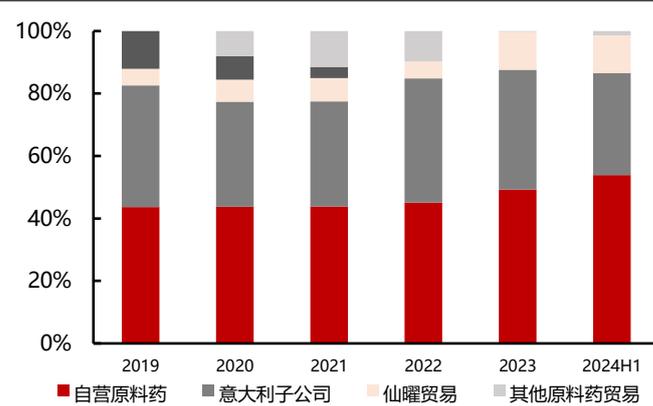
原料药是公司业务根基, 24H1 受下游客户进入去库存周期影响业绩同比略有下滑。公司自成立以来持续深耕甾体激素原料药, 产品包括皮质激素、性激素、孕激素等, 为公司“原料药+制剂”一体化发展提供有力支持。公司原料药板块收入 19-23 年保持平稳 (CAGR 3.1%), 24H1 销售收入 9.1 亿元, 同比下降 9.0%, 主要系海外市场下游客户去库存和汇率波动影响 (意大利子公司销售收入 3.0 亿元, 同比下降 13.7%)。

图23: 19-24H1 公司原料药收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: 19-24H1 公司原料药业务收入构成

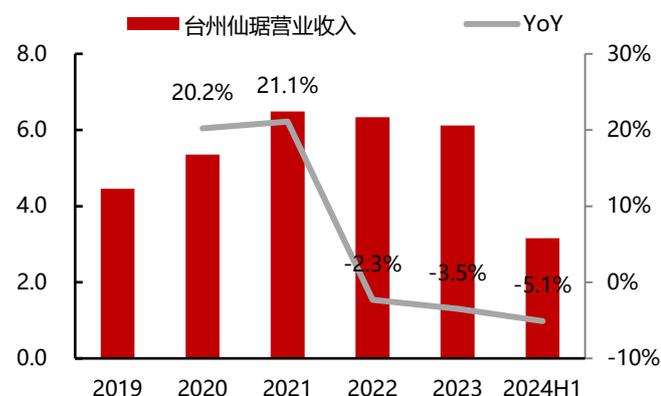


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

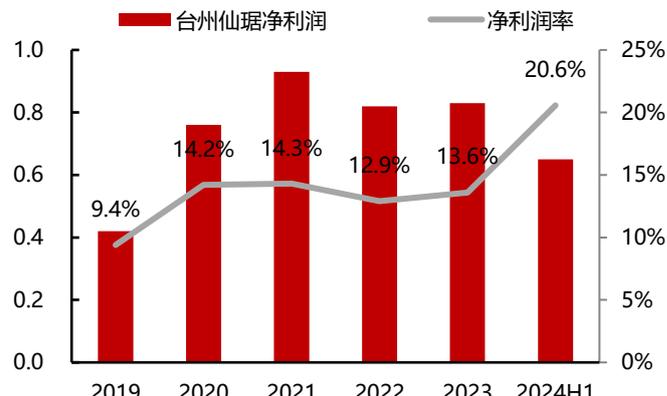
3.2 自营: 杨府产能处于释放阶段, 规范市场放量可期

3.2.1 台州仙琚: 规范市场盈利优势显著, 台州仙琚利润率稳步攀升

规范市场具有明显高利润率优势, 台州仙琚通过 FDA 审计后净利率明显爬坡。全球医药市场按照药品文件注册要求的不同, 大致可分为规范市场和非规范市场。规范市场指具有较完备的法律法规、运作机制规范成熟的市场, 如美国、欧洲、日本等; 非规范市场指部分专利保护和市场机制较薄弱的国家或地区, 如非洲、南美等。由于原料药进入规范市场通常需要满足严格的注册要求和质量标准, 对供应商及产品质量要求较高, 因而规范市场原料药产品可享受一定的市场溢价。从利润端看, 公司子公司台州仙琚自 17 年通过 FDA 审计, 在收入略有波动背景下, 净利润总体呈现上升趋势 (净利润率 24H1 20.6% Vs 17A 6.9%, 台州仙琚 25 年 2 月以 NAI 结论再次通过 FDA 检查)。

图25: 19-24H1 台州仙琚营业收入 (亿元)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: 19-24H1 台州仙琚净利润及净利润率 (亿元)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2.2 自营-杨府厂区: 多项国际认证通过, 有望迎来利润增长新阶段

原料药业务中长期成长逻辑在于产品结构升级+高端市场占比提升。从近期边际变化上看, 杨府厂区 23-24 年密集通过高准入要求的合规市场认证。杨府原料药厂区于 2020 年筹建完成, 2023 年 7 月完成 FDA 现场检查, 为公司拓展美国高端 API 市场提供了新的契机。此外, 杨府厂区醋酸甲羟孕酮原料药于 2024 年 2 月通过 WHO PQ 认证 (国际组织采购药品的重要门槛), 截止公告日, 醋酸甲羟孕酮 (无菌级别) 全球通过 WHO PQ 认证的原料药厂家仅有意大利 Farmabios 公司和仙琚制药两家; 泼尼松龙原料药于 2024 年 4 月通过日本 PMDA 认证, 其制剂产品泼尼松龙片于 2024 年 5 月 FDA 获批, 为公司“原料药+制剂”一体化战略实现高端市场布局。

表12: 公司杨府厂区合规市场审查时间及市场梳理

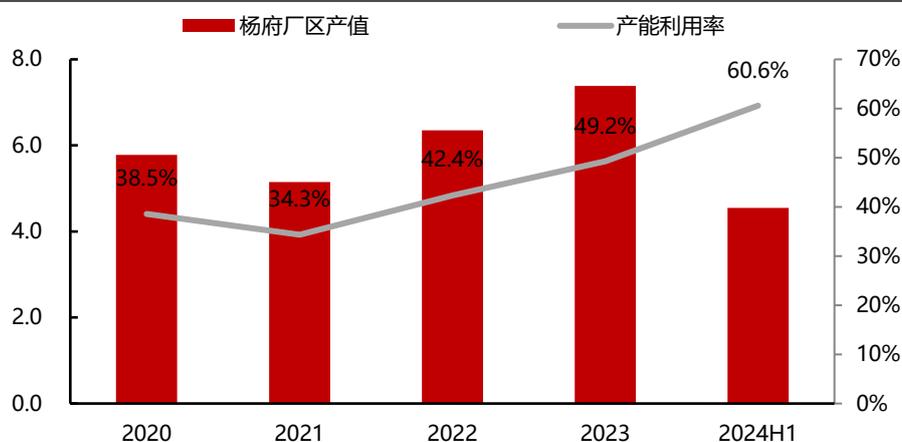
公告日期	通过品种个数	原料药厂区	检查类型	品种及检查类型
2019年12月13日	6	杨府厂区	国内 GMP	原料药(十一酸睾酮、丙酸睾酮、雌二醇、苯甲酸雌二醇、盐酸罗哌卡因、甲磺酸罗哌卡因)
2020年3月9日	9	杨府厂区	国内 GMP	原料药(戊酸雌二醇、炔雌醇、甲硫酸新斯的明、氟马西尼、丁酸氢化可的松、戊酸倍他米松、倍他米松磷酸钠、醋酸炔诺酮、庚酸炔诺酮)
2020年5月8日	2	杨府厂区	国内 GMP	原料药(苯磺顺阿曲库铵、醋酸环丙孕酮)
2021年12月14日	1	杨府厂区	日本 GMP	泼尼松龙(日本 GMP 认证)
2023年8月22日		杨府&制剂 厂区	美国 FDA	原料药(米非司酮、泼尼松龙、曲安奈德中间体等原料药和中间体); 制剂(激素类综合固体制剂生产线(用于 ANDA 产品泼尼松龙片))
2024年2月8日	1	杨府厂区	WHO PQ	原料药(醋酸甲羟孕酮-无菌)

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

杨府厂区产能持续攀升, 截止 24H1 产能利用率仍有较大爬坡空间。公司杨府厂区由于合规市场审查进度推进, 2020 年建成后产能利用率处于低位 (根据 23 年公司公开投资者交流纪要, 杨府厂区产能利用率在 50.0%附近)。根据我们的大致推算 (杨府厂区原料药产值=制剂收入 (1-制剂业务毛利率) *原料药占比+外售自营原料药-台州仙琚收入), 杨府厂区 2023 年产值约为 7.4 亿元, 按照 50.0% 的全年产能利用率推算, 杨府厂区满产年产值接近 15.0 亿元。从产能利用率上看, 杨府厂区产能利用率在样本期内上升趋势明显, 截至 24H1 仍有着充足的向上弹

性空间。

图27：杨府厂区产值及产能利用率测算



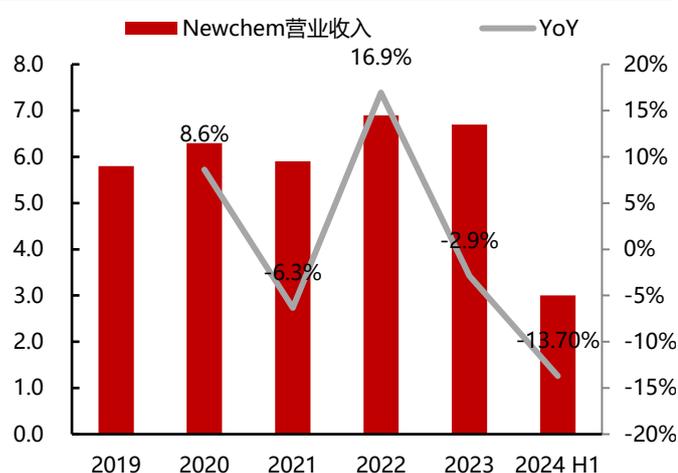
资料来源：江苏万高药业招股说明书，公司公告，民生证券研究院测算 注：24H1 制剂业务毛利率假定为70.0%；以上产能利用率以满产产值金额口径进行衡量；

3.2.3 Newchem：与国内生产逐步实现协同，未来有望稳步增长

意大利子公司 Newchem 接轨海外市场，与国内原料药厂区形成协同。公司于2017年6月收购意大利 Newchem 公司，此次收购补足公司高端原料药产品短板，增强公司原料药出口的核心竞争力，推进公司原料药国际化战略的实施及协同效应。

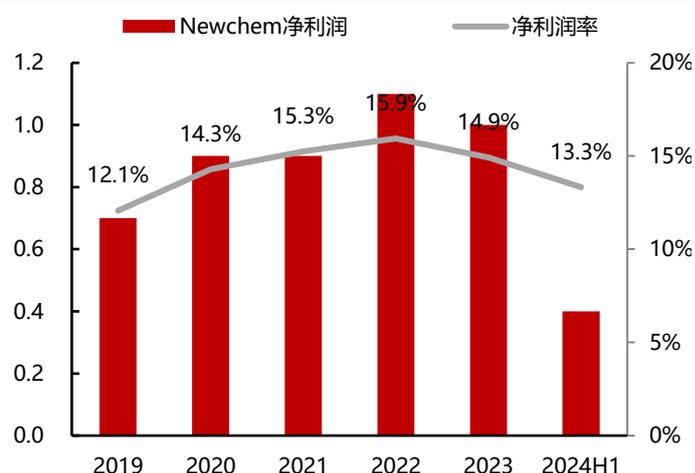
1) 规范市场渠道赋能：Newchem 在欧、美、日、韩规范市场拥有良好的销售渠道和客户口碑，可赋能公司自营原料药进一步打开规范市场；2) 产业分工提升总体盈利能力：Newchem 产能利用率维持较高状态，公司持续实现国内与 Newchem 的前端工序协同生产，进一步释放 Newchem 的高端制造产能。3) 打通原料药制剂一体化：仙琚利用 Newchem 原料品种持续扩充公司制剂产品线(已获批的地塞米松磷酸钠、在研的前列腺素产品贝前列素钠片)，可为前端原料药品种开发提供技术支持，加快公司从原料药到制剂一体化的产品布局。

图28：19-24H1 Newchem 营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：19-24H1 Newchem 净利润与净利率 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2024 年为公司业绩的触底转折时点，未来在制剂业务特色品种放量+原料药业务规范市场升级的双重催化下，我们预期公司业绩重回稳健增长通道。我们预期公司 24-26 年分别实现营业收入 40.9/43.9/48.2 亿元，同比增长 -0.8%/7.5%/9.6%，预期毛利率分别为 55.5%/56.4%/57.6%。

1) 制剂业务：集采负面影响充分消化，特色单品多点开花彰显增长韧性。我们预期公司 24-26 年制剂业务营收分别为 24.4/26.5/29.8 亿元，分别同比增长 7.0%/8.8%/12.4%；24-26 年内毛利率分别为 75.8%/76.1%/76.6%。

a) 已纳入集采品种：苯磺顺阿曲库铵注射液、罗库溴铵注射液两大单品集采业绩影响出清，地塞米松磷酸钠+黄体酮胶囊国采/联盟集采主要影响于 24 年落地，2025 年轻装上阵实现增长动能切换；

b) 第十批国采/有集采风险品种：甲硫酸新斯的明及舒更葡糖钠为公司低基数品种，我们预期 25 年集采落地对公司业绩影响较小；公司地屈孕酮有望在 25Q1 获批，贝前列素钠已上市，有望借助集采实现快速放量；

c) 短中期无集采风险品种：公司当前制剂产品盘中涵盖多款具备成长潜力的特色单品，在预测期内有望多点开花推动制剂业务收入环比提升。

2) 原料药及中间体业务：产业升级+高端市场拓展成长路径清晰，杨府厂区规范市场放量在即。我们预期公司原料药及中间体业务在 24-26 年营业收入分别为 16.3/17.4/18.3 亿元，分别同比增长-8.9%/7.1%/5.3%；鉴于规范市场占比提升、销量爬坡规模化效应体现，预期毛利率 24-26 年依次为 25.2%/25.5%/26.0%。

表13：公司收入拆分及毛利率预测表

单位：百万元人民币	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3709	4019	4337	4380	4123	4089	4394	4815
yoy		8.4%	7.9%	1.0%	-3.8%	-0.8%	7.5%	9.6%
毛利率	60.5%	55.6%	58.2%	58.2%	52.9%	55.5%	56.4%	57.6%
1、制剂	2094	2083	2498	2605	2278	2437	2652	2981
yoy		-0.5%	20.0%	4.1%	-12.4%	7.0%	8.8%	12.4%
毛利率	79.4%	79.7%	80.4%	76.6%	73.2%	75.8%	76.1%	76.6%
2、原料药及中间体	1581	1881	1793	1774	1786	1627	1742	1834
yoy		19.0%	-4.7%	-1.0%	0.7%	-8.9%	7.1%	5.3%
毛利率	36.2%	30.0%	27.4%	30.9%	26.2%	25.2%	25.5%	26.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 估值分析

根据仙琚业务构成情况和所属行业特性，我们选取了丽珠集团、苑东生物、人福医药、华海药业四家可比公司对仙琚合理价值进行评估。可比公司中，苑东生物、人福医药为深耕高壁垒麻醉镇痛领域的原料药-制剂一体化仿制药企，制剂产品竞

争格局与仙琚特色品种较为相近；丽珠集团、华海药业分别为促性激素/沙坦类原料药-制剂一体化厂商，且近年来陆续开始转型布局创新产品，与仙琚当前业务属性及未来布局策略具有较大程度重合。

参照可比公司估值水平，仙琚当前估值位置具备较高投资性价比。在制剂业务特色单品放量在即和原料药业务规范市场爬坡的双轮驱动背景下，我们认为公司有望重回稳健增长通道，预期 23-26 年 EPS 实现 14.6%的复合增速。立足 2025 年的时间节点，以 PE/PEG 估值视角来看，仙琚均在不同程度上低于可比公司。

表14：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				2023-2026	PEG
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	
000513.SZ	丽珠集团	34.6	2.10	2.29	2.55	2.87	16	15	14	12	10.9%	1.24
688513.SH	苑东生物	30.5	1.89	1.54	1.89	2.33	16	20	16	13	7.3%	2.22
600079.SH	人福医药	19.5	1.32	1.33	1.65	1.88	15	15	12	10	12.6%	0.94
600521.SH	华海药业	15.0	0.57	0.87	1.04	1.23	26	17	14	12	29.2%	0.49
可比公司均值							18	17	14	12	15.0%	1.22
002332.SZ	仙琚制药	9.7	0.57	0.64	0.74	0.86	17	15	13	11	14.6%	0.90

资料来源：Choice，民生证券研究院测算；

注：可比公司数据采用 Choice 一致预期，股价时间为 2025 年 2 月 25 日，PEG 计算时点为 2025 年

4.3 投资建议

公司持续深耕甾体原料药领域，现已成长为甾体激素行业原料药及制剂一体化的龙头企业。鉴于 1) 公司制剂业务大品种集采风险基本出清、后续新进集采产品影响甚微/有望以量增覆盖价减冲击、高难仿产品迎来放量周期；2) 公司杨府厂区 23 年 7 月通过 FDA 审计，当前仍处于产能利用率爬坡阶段，未来原料药规范市场拓展可期，我们预计 25 年为公司业绩的触底回暖之际。我们预计 24-26 年内，公司分别实现归母净利润 6.3/7.3/8.5 亿元，分别同比增长 12.4%/14.9%/16.5%，对应 PE 分别为 15/13/11 倍，首次覆盖、给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 汇率波动风险。2023年公司营业收入41.2亿元,其中外销收入占比28.6%,外销业务主要以美元、欧元结算为主。人民币汇率波动会对公司合并财务报表价值产生直接影响,同时也会对公司出口产品的国际竞争力产生影响。公司虽开展外汇套期保值业务以规避部分风险敞口,但套保业务涉及金额较少且汇率波动具有双向性,故未来汇率波动仍可能会对公司业绩表现带来不利影响。

2) 地缘政治风险。公司原料药通过自营出口和外贸公司间接出口两种模式进行外销,与美国、印度、英国等30多个国家或地区的40多家原料药加工企业、制剂生产厂家和贸易商建立了业务联系,同时,公司在意大利设立了子公司Newchem和Effechem,主要负责欧美规范市场的高端原料药销售。地缘政治风险可能对全球药品供应链产生影响,从而影响公司的原料药供应和销售。

3) 原材料成本大幅波动风险。公司主营业务集中于甾体原料药、中间体和制剂,受上游化工原料与甾体原材料价格波动直接影响。中国化工产品价格指数19-24年最高点达到6401(21年10月),最低点为3154(20年4月),高低点对应降幅达到50.7%。上游化工原料与甾体原材料价格波动影响公司生产成本,公司若未针对市场及时作出调整可能会面临损失。

4) 新产品获批进度不及预期风险。公司当前申报一致性评价制剂品种包含糠酸莫米松鼻喷剂、地屈孕酮片等产品,若未来在集采执行之前公司未成功获批,将可能使公司制剂业务放量受阻,导致业绩表现不及预期。

5) 销售团队整合进度不及预期风险。公司2017年到2023年团队人数逐渐减少,其中,销售人员自2017年开始收编,期内团队人数减少611人,未来团队整合进程不及预期可能会对公司未来渠道布局产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,123	4,089	4,394	4,815
营业成本	1,943	1,820	1,918	2,043
营业税金及附加	37	37	40	43
销售费用	990	961	1,055	1,156
管理费用	281	274	294	323
研发费用	261	278	299	327
EBIT	635	752	833	971
财务费用	-22	-13	-19	-22
资产减值损失	-29	-28	-9	-5
投资收益	-9	-4	0	0
营业利润	646	734	843	989
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	642	734	843	989
所得税	80	102	117	137
净利润	562	632	726	852
归属于母公司净利润	563	633	727	847
EBITDA	856	986	1,087	1,240

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,660	1,979	2,257	2,637
应收账款及票据	552	526	574	629
预付款项	37	25	27	29
存货	923	846	886	932
其他流动资产	228	214	229	249
流动资产合计	3,400	3,591	3,973	4,475
长期股权投资	224	224	224	224
固定资产	1,719	1,953	2,129	2,237
无形资产	166	166	166	166
非流动资产合计	3,593	3,593	3,653	3,682
资产合计	6,993	7,184	7,625	8,157
短期借款	1	5	5	5
应付账款及票据	485	394	416	443
其他流动负债	561	518	546	582
流动负债合计	1,047	917	966	1,029
长期借款	39	37	37	37
其他长期负债	77	70	70	70
非流动负债合计	116	107	107	107
负债合计	1,163	1,025	1,074	1,137
股本	989	989	989	989
少数股东权益	44	43	41	45
股东权益合计	5,830	6,159	6,552	7,020
负债和股东权益合计	6,993	7,184	7,625	8,157

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.85	-0.83	7.45	9.58
EBIT 增长率	-10.74	18.58	10.65	16.65
净利润增长率	-24.86	12.39	14.90	16.53
盈利能力 (%)				
毛利率	52.88	55.50	56.35	57.57
净利润率	13.66	15.48	16.55	17.60
总资产收益率 ROA	8.05	8.81	9.54	10.39
净资产收益率 ROE	9.73	10.35	11.17	12.15
偿债能力				
流动比率	3.25	3.91	4.11	4.35
速动比率	2.13	2.77	2.97	3.21
现金比率	1.59	2.16	2.34	2.56
资产负债率 (%)	16.63	14.26	14.08	13.94
经营效率				
应收账款周转天数	48.25	47.43	45.04	44.94
存货周转天数	167.98	175.01	162.60	160.16
总资产周转率	0.60	0.58	0.59	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.64	0.74	0.86
每股净资产	5.85	6.18	6.58	7.05
每股经营现金流	0.60	1.00	0.94	1.08
每股股利	0.30	0.34	0.39	0.45
估值分析				
PE	17	15	13	11
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.55	10.89	9.88	8.66
股息收益率 (%)	3.11	3.49	4.01	4.67

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	562	632	726	852
折旧和摊销	221	233	254	269
营运资金变动	-240	85	-63	-64
经营活动现金流	595	991	930	1,066
资本开支	-233	-298	-306	-291
投资	32	-40	0	0
投资活动现金流	-197	-240	-306	-291
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-147	-109	0	0
筹资活动现金流	-464	-432	-346	-395
现金净流量	-78	319	278	379

插图目录

图 1: 仙琚制药业务条线代表性事件演进历程	3
图 2: 仙琚制药在售产品梳理	3
图 3: 19-24Q3 公司营业收入及增速 (亿元)	4
图 4: 19-24Q3 公司扣非归母净利润及增速 (亿元)	4
图 5: 19-24Q3 公司原料药及制剂收入占比	4
图 6: 19-23 公司原料药及制剂毛利占比	4
图 7: 20-24Q3 公司毛利率按业务拆分	5
图 8: 20-24Q3 公司主要费用率水平	5
图 9: 19-24H1 公司制剂业务收入及增速(亿元)	6
图 10: 2019-2024H1 公司制剂业务收入按产线拆分	6
图 11: 19-24 年地屈孕酮片样本医院销售额 (亿元)	9
图 12: 24 年样本医院地屈孕酮片竞争格局	9
图 13: 19-24 年贝前列素钠片样本医院销售额 (亿元)	10
图 14: 24 年样本医院贝前列素钠片竞争格局	10
图 15: 15-20 年我国人工流产患者人数 (百万例)	10
图 16: 21Q3-24Q3 庚酸针样本医院销售额 (百万元)	10
图 17: 19-24 年螺酮炔雌醇片样本医院销售额 (亿元)	12
图 18: 24 年螺酮炔雌醇片样本医院竞争格局	12
图 19: 19-24 年更年期综合征主流用药占比 (销售额)	13
图 20: 19-24 年戊酸雌二醇片销售额 (亿元)	13
图 21: 19-24 糠酸莫米松鼻喷剂样本医院销售额 (亿元)	14
图 22: 19-24 年糠酸莫米松鼻喷剂样本医院竞争格局	14
图 23: 19-24H1 公司原料药收入及增速 (亿元)	18
图 24: 19-24H1 公司原料药业务收入构成	18
图 25: 19-24H1 台州仙琚营业收入 (亿元)	19
图 26: 19-24H1 台州仙琚净利润及净利润率 (亿元)	19
图 27: 杨府厂区产值及产能利用率测算	20
图 28: 19-24H1 Newchem 营业收入 (亿元)	20
图 29: 19-24H1 Newchem 净利润与净利率 (亿元)	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司已纳入集采范围制剂品种业绩影响情况梳理	7
表 2: 公司第十批集采入围品种报端影响	8
表 3: 公司即将纳入集采/集采对业绩影响较大的品种梳理	8
表 4: 公司短中期内无集采担忧特色产品	9
表 5: 公司庚酸炔诺酮注射液销售额预测	11
表 6: 公司即将纳入集采/集采对业绩影响较大的品种梳理	12
表 7: 公司螺酮炔雌醇片销售额测算	13
表 8: 公司戊酸雌二醇片销售额测算	14
表 9: 糠酸莫米松已上市/在研厂家梳理 (仅展示进度排名前十)	15
表 10: 公司糠酸莫米松鼻喷雾剂销售额测算	16
表 11: 奥美克松钠市场规模测算	17
表 12: 公司杨府厂区合规市场审查时间及市场梳理	19
表 13: 公司收入拆分及毛利率预测表	21
表 14: 可比公司 PE 数据对比	22
公司财务报表数据预测汇总	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048