

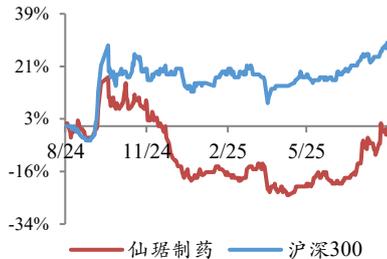
集采风险逐步出清，创新&难仿产品陆续兑现

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-08-21

收盘价 (元)	11.26
近 12 个月最高/最低 (元)	14.80/8.60
总股本 (百万股)	989
流通股本 (百万股)	985
流通股比例 (%)	99.53
总市值 (亿元)	111
流通市值 (亿元)	111

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：杨馥媛

执业证书号：S0010524080001

邮箱：yangfuyuan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕甾体激素领域，原料药+制剂一体化布局

公司前身为仙居制药厂，创建于 1972 年，主要聚焦甾体激素领域。主营业务为甾体原料药和制剂的研制、生产与销售。主要产品分为皮质激素类药物、性激素类药物(妇科及计生用药)、麻醉肌松类药物和呼吸科类药物四大类。

● 原料药业务客户去库存陆续结束，需求端有所恢复

近几年因原料药非规范市场竞争加剧，市场价格下降明显，但市场份额提升，销售量有所增加，整体销售金额保持平稳。2025 年来，虽原料药价格端依旧承压，但出口需求有所改善。同时意大利 Newchem 与公司持续协同，随着维罗纳厂区合成三的高效生产设施投入使用，帕维亚厂区前列腺素生产线的产品不断丰富，为 Newchem 后续稳健增长奠定基础。

● 制剂集采风险已逐步出清，新品陆续获批放量

近几年公司制剂业务收入占比陆续提高，现已超过 60%。收入占比相对较高的品种，如黄体酮胶囊、罗库溴铵注射液等已陆续被集采，2023-2024 年业绩承压明显，2025 年仅有舒更葡糖钠等少部分品种存在集采影响，但整体影响有限，并且已集采品种陆续开始步入恢复性增长阶段。同时近几年新获批品种，如庚酸炔诺酮(独家)、屈螺酮炔雌醇片(首仿)、戊酸雌二醇片(首仿)、地屈孕酮片等有望快速放量。

● 在研项目储备丰富，已陆续进入创新管线兑现期

公司以自研、合作等多种方式积极布局创新药、改良型新药等领域，已储备丰富的研发管线。1) 通过参股形式投资的创新药公司萃泽医药、索元医药，在长效镇痛、胶质母细胞瘤、弥漫性大 B 细胞淋巴瘤等适应症方面均取得较快进展；2) 再如通过合作方式取得的 1 类创新药奥美克松钠部分权益，该产品已于 2024 年 8 月申报 NDA，获批在即；3) 自研管线中，黄体酮凝胶于 2024 年重新开展 BE 临床试验，2025 年重新申报，有望在 2025 年或 26H1 获批。此外呼吸科领域，公司也进行创新性布局，25 年 7 月申报噻托溴铵吸入喷雾剂，后续还将有更多新产品陆续申报。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 41.57 亿元、47.80 亿元、54.48 亿元(同比+3.9%/+15.0%/+14.0%)；实现归母净利润 6.05 亿元、7.11 亿元、8.25 亿元(同比+52.3%/+17.6%/+16.0%)。考虑到公司原料药业务价格已逐步见底企稳，需求陆续恢复，制剂业务集采风险逐步出清，新产品获批快速放量，创新管线将陆续兑现。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

新产品放量不及预期风险、原料药价格及客户需求波动风险、研发不及预期风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4001	4157	4780	5448
收入同比 (%)	-3.0%	3.9%	15.0%	14.0%
归属母公司净利润	397	605	711	825
净利润同比 (%)	-29.5%	52.3%	17.6%	16.0%
毛利率 (%)	57.5%	57.6%	59.5%	59.9%
ROE (%)	6.8%	10.0%	11.4%	12.8%
每股收益 (元)	0.40	0.61	0.72	0.83
P/E	24.85	18.41	15.66	13.50
P/B	1.68	1.84	1.78	1.73
EV/EBITDA	9.67	9.80	8.41	7.31

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 深耕甾体激素领域，原料药+制剂一体化布局	5
2 集采风险已基本消化，期待新品逐步获批放量	7
2.1 原料药出口需求有所恢复，静待改善	7
2.2 制剂集采风险已逐步出清，新品陆续获批放量	8
2.2.1 妇科计生类：集采已基本消化，新品陆续获批	9
2.2.2 麻醉肌松类：进入集采后恢复期，1类新药已报产	11
2.2.3 呼吸类：创新性布局难仿复杂剂型	13
3 研发合作持续推进，奥美克松钠获批在即	14
4 盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	19
风险提示：	20
财务报表与盈利预测	21

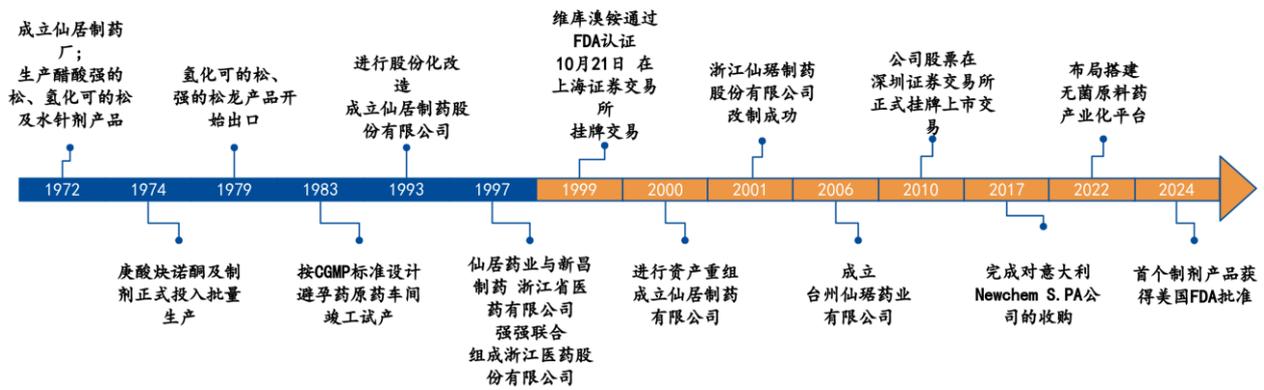
图表目录

图表 1 仙琚制药发展历程图	5
图表 2 产品品类梳理	5
图表 3 2019-25Q1 公司营业收入及其增速（亿元）	6
图表 4 2019-25Q1 公司归母净利润及其增速（亿元）	6
图表 5 2019-25Q1 公司期间费用率情况	7
图表 6 2019-25Q1 公司毛利率与净利率情况	7
图表 7 拆分收入--各品类营收情况	7
图表 8 各品类毛利率情况	7
图表 9 2019-2024 年公司原料药业务收入及增速（百万元）	8
图表 10 2019-2024 年公司原料药业务占比	8
图表 11 公司制剂品种	8
图表 12 2019-2024 年公司制剂业务收入及增速（百万元）	9
图表 13 2019-2024 年公司制剂业务占比	9
图表 14 2019-2024 年公司妇科计生类收入及增速（百万元）	10
图表 15 妇科计生类产品梳理	10
图表 16 2019-2024 年公司麻醉肌松类收入及增速（百万元）	12
图表 17 麻醉肌松类产品梳理	12
图表 18 2019-2024 年公司呼吸类产品收入及增速（百万元）	13
图表 19 呼吸类产品梳理	13
图表 20 仙琚制药与杭州奥默合作梳理	14
图表 21 舒更葡糖钠与奥美克松钠化学结构对比	15
图表 22 公司参股子公司创新管线进展梳理	16
图表 23 镇痛类药物市场规模	16
图表 24 收入拆分与盈利预测	18
图表 25 可比公司估值	19

1 深耕甾体激素领域，原料药+制剂一体化布局

浙江仙琚制药股份有限公司前身为仙居制药厂，创建于1972年，聚焦甾体激素领域。1993年，企业进行股份化改造，成立仙居制药股份有限公司。1999年，公司产品维库溴铵通过美国FDA认证，并于同年10月21日在上海证券交易所挂牌上市。2000年，经过资产重组，成立仙居制药有限公司。2001年，公司改制为浙江仙琚制药股份有限公司。2010年，公司股票在深圳证券交易所正式挂牌交易。2017年，公司完成对意大利Newchem S.P.A公司的收购。2024年，公司首个制剂产品获得美国FDA批准，开启国际化发展新阶段。

图表 1 仙琚制药发展历程图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

仙琚制药主营业务为甾体原料药和制剂的研制、生产与销售。主要产品分为皮质激素类药物、性激素类药物(妇科及计生用药)、麻醉肌松类药物和呼吸科类药物四大类。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。

图表 2 产品品类梳理

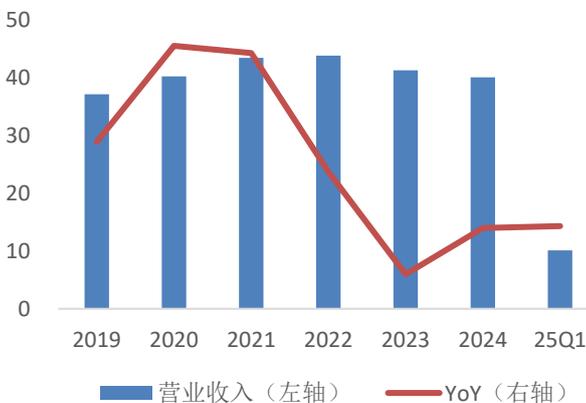
药物类别	产品形式	代表产品	产品图片示例	图例产品适应症
皮质激素类药物	原料药及制剂	地塞米松系列、泼尼松系列、曲安西龙系列、甲泼尼龙系列等	 地塞米松磷酸钠注射液	主要用于过敏性与自身免疫性炎症性疾病。多用于结缔组织病、活动性风湿病、类风湿性关节炎、红斑狼疮、严重支气管哮喘、严重皮炎、溃疡性结肠炎、急性白血病等，也用于某些严重感染及中毒、恶性淋巴瘤的综合治疗。
原料药产品	/	醋酸泼尼松、泼尼松龙、糠酸莫米松、雌二醇、炔雌醇、十一酸睾酮、米非司酮、醋酸甲羟孕酮、维库溴铵、舒更葡糖钠等 50 余个		用于公司制剂生产及国内外销售。

性激素类药物	主要是制剂	戊酸雌二醇片、屈螺酮炔雌醇片、十一酸睾酮注射液、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		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。
麻醉与肌松药	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		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)。
呼吸科药物	雾化剂	糠酸莫米松鼻喷雾剂、噻托溴铵粉雾剂、环索奈德气雾剂		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。
皮肤科药物	制剂	糠酸莫米松凝胶、糠酸莫米松乳膏和丙酸氟替卡松乳膏、曲安奈德益康唑乳膏、丁酸氢化可的松乳膏等。		用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。

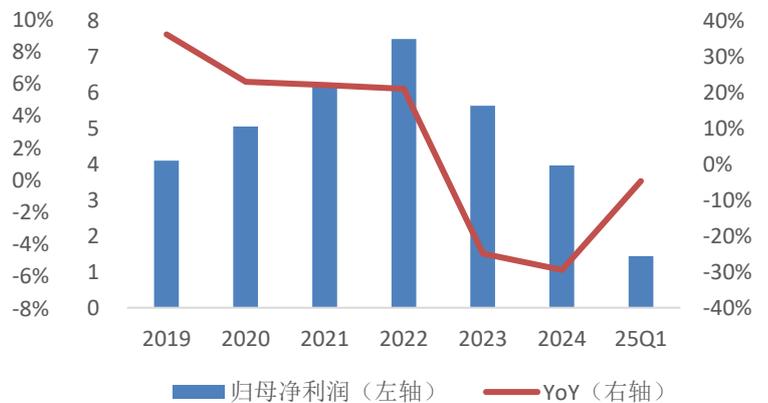
资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

集采影响陆续出清，公司业绩有望重回稳增长态势。2019年-2024年，公司营业收入基本保持稳健，归母净利润因2023年受集采影响前后起伏波动。2024年，公司实现营收40.01亿元，同比-2.98%，实现归母净利润3.97亿元，同比下滑29.46%。利润端下滑明显主要系：1)制剂产品受各省区域药品集中带量采购影响，相关产品利润减少；2)原料药市场竞争激烈，原料药产品市场价格下跌，原料药利润受到影响；3)原料药地塞米松磷酸钠相关罚没款合计1.95亿元于2024年度计提。随着集采影响的陆续出清，原料药业务逐步企稳，公司有望重回稳增长态势。

图表3 2019-25Q1 公司营业收入及其增速 (亿元)



图表4 2019-25Q1 公司归母净利润及其增速 (亿元)



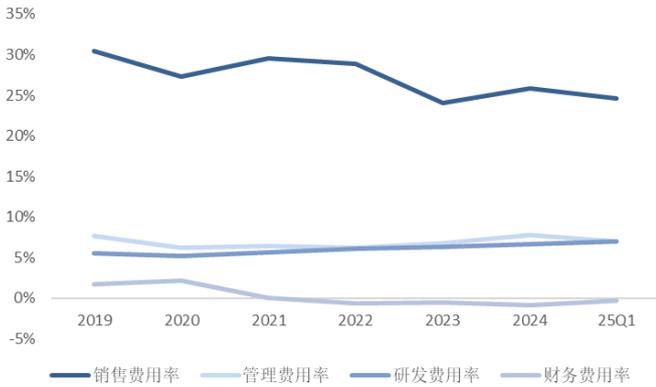
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

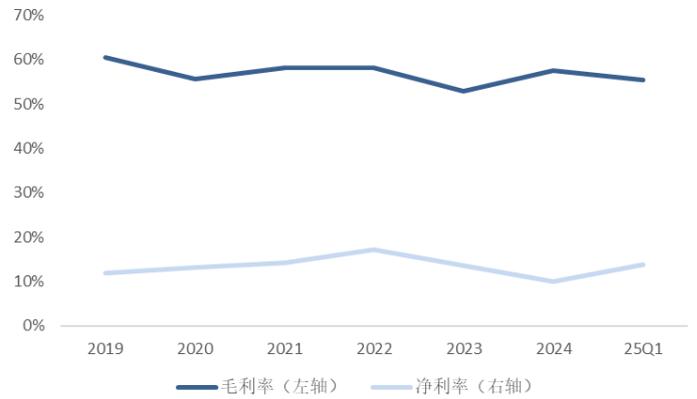
公司费用管控能力强。2019年-2025年一季度，公司销售费用率趋势持续向下，

管理费用率、研发费用率基本保持稳定。2025Q1, 公司销售费用率为 24.63%, 毛利率为 55.36%, 净利率为 13.70%。

图表 5 2019-25Q1 公司期间费用率情况



图表 6 2019-25Q1 公司毛利率与净利率情况

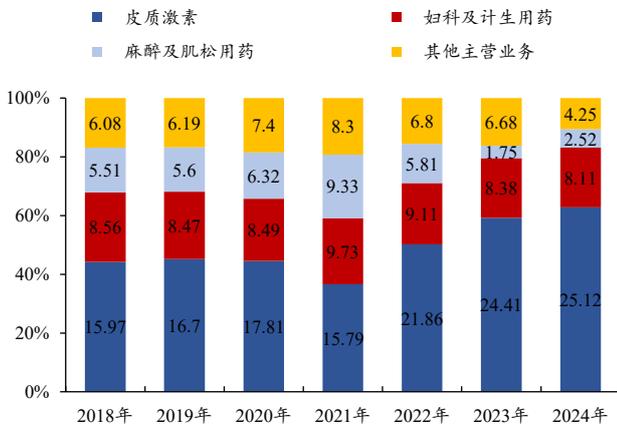


资料来源: wind, 华安证券研究所

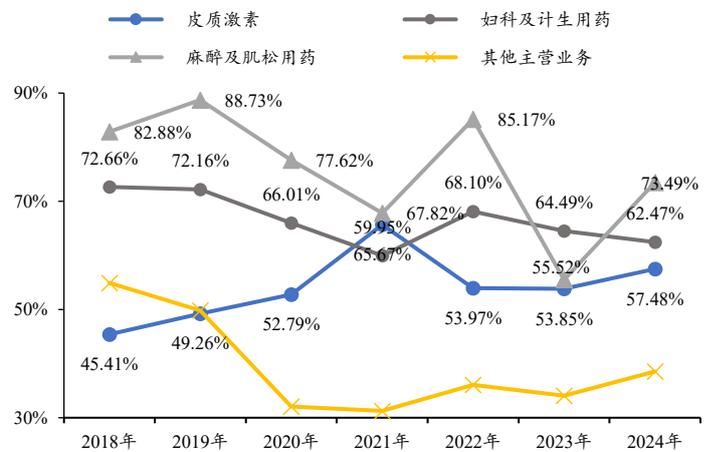
资料来源: wind, 华安证券研究所

分业务来看, 公司贡献收入最多的是皮质激素, 其次是妇科及计生用药, 麻醉及肌松用药的营收自 2021 年至 2024 年下滑明显。从各品类毛利率情况来看, 2025 年一季度, 麻醉及肌松用药的毛利率最高, 达 73.49%, 其次是妇科及计生用药, 为 62.47%, 皮质激素的毛利率为 57.48%。

图表 7 拆分收入--各品类营收情况



图表 8 各品类毛利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

2 集采风险已基本消化, 期待新品逐步获批放量

2.1 原料药出口需求有所恢复, 静待改善

公司聚焦甾体激素领域, 积极开拓国际市场。公司通过原料药产品积极开拓国际市场, 增加公司在全球激素产业链的竞争优势, 和欧洲跨国大公司的业务稳步推进, 在国际规范市场份额持续提升, 与 NewChem 在部分市场形成协同效应。

目前公司已储备醋酸泼尼松、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 余个原料药产品用于公司制剂生产及国内外销售。

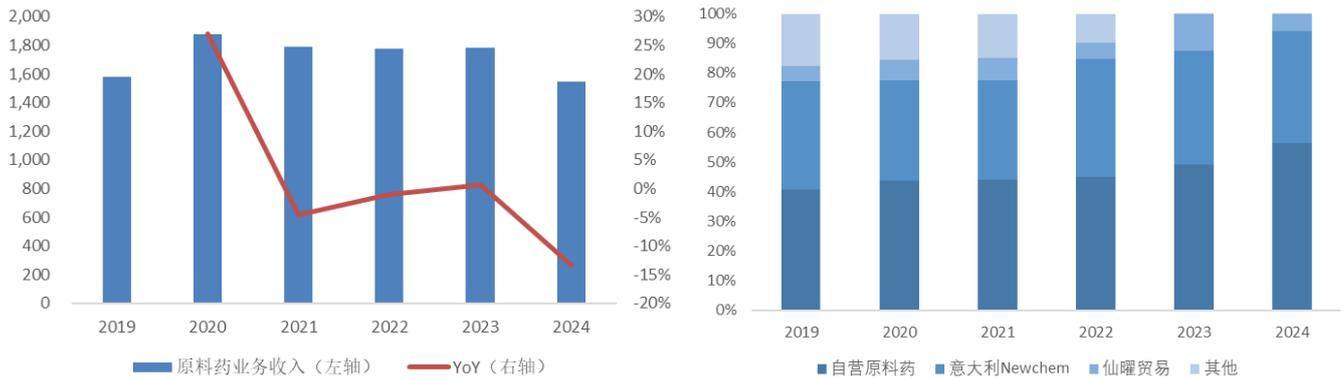
目前在国内拥有仙居杨府原料药生产区、临海川南生产区，在国外以意大利子公司 **NewChem** 为主体拥有两个标准化原料药工厂。

持续优化生产体系与制造水平，提升利润率。仙居原料药厂区专注于 API 高端市场，拓展中低端市场，提升了市场响应与服务能力，持续提升产品质量，推进自动化和 EHS 管理。杨府原料药厂区顺利通过了 FDA、巴西 ANVISA 和日本 PMDA 等机构的检查。

意大利 Newchem 与仙琚本部协同融合，稳健发展。2017 年公司出资 1.1 亿欧元收购 Newchem 公司和 Effechem 公司 100% 的股权，在与高端市场销售方面形成品牌与成本的优势，扩大公司的高端市场的规模与开拓速度。面对市场变化，公司通过提升工艺，进一步挖掘成本节约空间，积极开拓新市场和新客户，随着维罗纳厂区合成三的高效生产设施投入使用，帕维亚厂区前列腺素生产线的产品不断丰富，为 Newchem 的未来发展和提升奠定了基础。

从业绩看，2024 年原料药业务受汇率、客户去库存、需求疲软等多因素影响，收入有所下滑。2024 年公司原料药及中间体销售收入 15.47 亿元，同比下降 13.4%。其中主要自营原料药销售收入 8.7 亿元，同比下降 1%，整体保持平稳，主要系原料药非规范市场竞争加剧，市场价格下降明显，但市场份额提升；意大利 Newchem 销售收入 5.86 亿元，同比下降 13.08%，主要受欧美市场需求疲软等因素影响。

图表 9 2019-2024 年公司原料药业务收入及增速(百万元) 图表 10 2019-2024 年公司原料药业务占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 制剂集采风险已逐步出清，新品陆续获批放量

公司通过原料药+制剂一体化布局，目前产品线已布局妇科计生类、麻醉肌松类、呼吸科类、皮肤科类及普药类。目前公司制剂业务中占比较高的大单品已陆续集采，如黄体酮胶囊、罗库溴铵注射液、地纳针等，集采影响已逐步消化。近年公司新品种陆续获批构成增长新动力，如庚酸炔诺酮注射液、屈螺酮炔雌醇片、戊酸雌二醇片、地屈孕酮片等。同时公司在研管线布局完善，创新转型初见成效，如 1 类新药奥美克松钠、黄体酮凝胶、下一代呼吸制剂等众多大单品获批在即。

图表 11 公司制剂品种

类别	产品或品类
妇科计生类	黄体酮胶囊、屈螺酮炔雌醇片 (II)、黄体酮注射液、复方庚酸炔诺酮注射液、米非司酮片、左炔诺孕酮肠溶胶囊等
麻醉肌松类	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、甲硫酸新斯的明注射液等

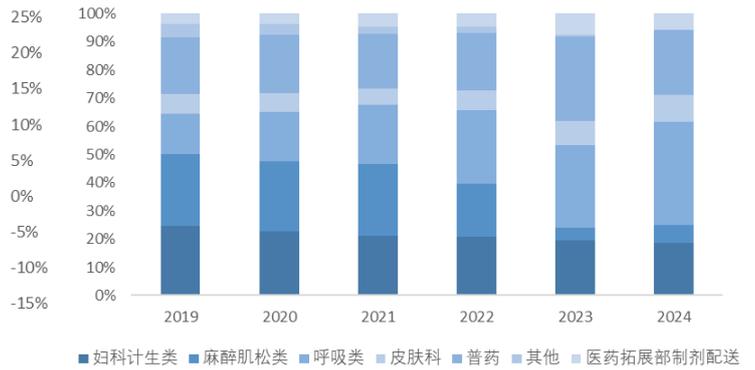
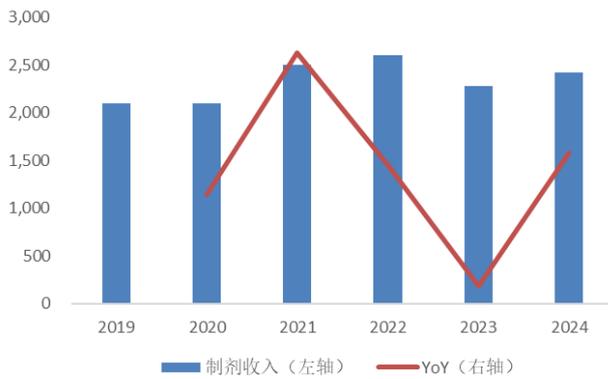
呼吸科类	糠酸莫米松鼻喷雾剂、噻托溴铵吸入粉雾剂、环索耐德吸入气雾剂
皮肤科类	糠酸莫米松乳膏、糠酸莫米松凝胶、丙酸氟替卡松乳膏、曲安奈德益康唑乳膏、丁酸氢化可的松乳膏等
普药类	醋酸曲安奈德注射液、醋酸泼尼松片、醋酸地塞米松片、醋酸甲羟孕酮片、醋酸泼尼松龙注射液等
其他	十一酸睾酮注射液、非那雄胺片、甲泼尼龙片、泼尼松龙片、美洛昔康片等

资料来源：公司官网，华安证券研究所

集采影响基本消化，制剂业务已逐步恢复。2024 年制剂业务实现收入 24.15 亿元，同比增长 6.02%。具体看，1) 妇科计生类制剂产品销售收入 4.46 亿元，同比持平。主要系庚酸炔诺酮注射液、屈螺酮炔雌醇片、戊酸雌二醇片等新品种放量弥补黄体酮胶囊因集采下滑。2) 麻醉肌松类制剂产品销售收入 1.55 亿元，同比增长 55%。增长迅速主要得益于罗库溴铵注射液等集采后恢复性增长及新品舒更葡糖钠的快速放量。3) 呼吸类制剂产品销售收入 8.8 亿元，同比增长 31%，主要系核心品种糠酸莫米松鼻喷雾剂的较快增长。4) 皮肤科产品 2.34 亿元，同比增长 19%；5) 普药制剂产品销售收入 5.48 亿元，同比下降 19%，下滑主要受部分制剂产品纳入省级联盟集采所致。

图表 12 2019-2024 年公司制剂业务收入及增速 (百万元)

图表 13 2019-2024 年公司制剂业务占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

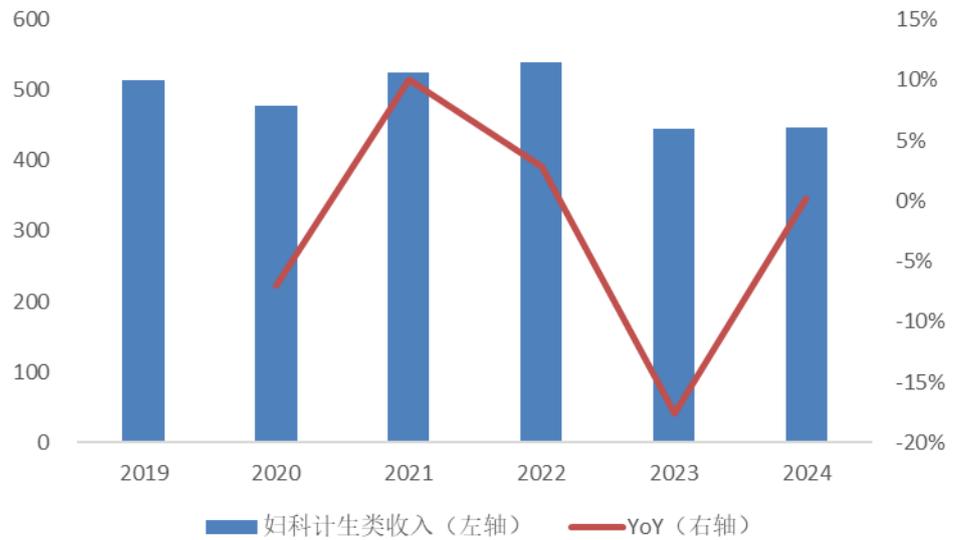
资料来源：公司公告，华安证券研究所

销售方面，根据公司公告，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，以紧急避孕和皮肤科产品为主；3) 招商代理线，以大宗普药产品为主。

2.2.1 妇科计生类：集采已基本消化，新品陆续获批

黄体酮胶囊集采影响已逐步消化，新品陆续获批构筑增长新动力。2022 年公司黄体酮胶囊产品中标广东 11 省联盟采购，产品价格降幅明显，2023 与 2024 年该产品收入下滑。但从整体板块收入看，2024 年妇科计生类制剂产品销售收入 4.46 亿元，同比持平，得益于妇科新品庚酸炔诺酮注射液、屈螺酮炔雌醇片、十一酸睾酮注射液等持续放量。

图表 14 2019-2024 年公司妇科计生类收入及增速 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 15 妇科计生类产品梳理

产品	适应症
黄体酮胶囊 (益玛欣)	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	用于月经失调, 如闭经和功能性子官出血、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)	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	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以及放置宫内节育器易脱落者。
米非司酮片 (含珠停)	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。
米非司酮片 (金后定诺)	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。
左炔诺孕酮肠溶胶囊 (后定诺)	用于女性紧急避孕, 即在没有防护措施或其他避孕方法偶然失误时使用。
十一酸睾酮注射液 (思特珑)	适用于男子性功能低下症的睾酮替代疗法, 如睾丸切除以后、类无睾症、垂体功能低下、内分泌性阳痿、男子更年期症状 (性欲、脑力及体力减退等)、某些因生精功能失调而致的不育症以及再生障碍性贫血等。
地屈孕酮片	用于治疗内源性孕酮不足引起的疾病。

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

黄体酮药物剂型布局完善, 凝胶剂型有望首仿上市。黄体酮药物剂型较多, 有针剂、胶囊、凝胶等。黄体酮胶囊为公司妇科计生类的关键品种, 主要适应症为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。黄体酮凝胶作为复杂制剂, 评审较为谨慎, 截至 2024 年 10 月 30 日, 黄体酮阴道缓释凝胶在国内的所有上市申请均已被驳回。后公司重新安排临床 BE 并于 2025 年初重新提交, 同时积极准备现场检查工作, 预计有望成为国内首仿上市企业。

复方庚酸炔诺酮注射液以临床需求为导向, 积极开展产品覆盖和学术推广。复方庚酸炔诺酮注射液为公司的战略性品种, 由公司独家生产。该产品适应症为长效

避孕，现部分由卫健部门采购，用于免费避孕器具采购项目。除长效避孕适应症外，公司积极以临床需求为导向，探索新适应症。复方庚酸炔诺酮注射液为长效的孕激素针剂，主要成分为庚酸炔诺酮，其次是戊酸雌二醇，庚酸炔诺酮制剂孕激素作用是炔孕酮的 5 倍，同时具有抗雄激素和雌激素的活性，减少相关激素对子宫内膜的影响，还能抑制黄体生成素高峰，从而发挥避孕、抑制排卵的作用。根据《人流后使用复方庚酸炔诺酮注射液对痛经和出血量的影响》，该文章纳入 60 例人工流产患者展开对比试验，观察复方庚酸炔诺酮注射液人流术后治疗效果，结果表明复方庚酸炔诺酮注射液在人流后使用能通过其影响子宫内膜的厚度和相关激素水平来调整月经周期，快速恢复月经周期，从而促进月经的快速恢复。还能减少人流术后的出血，缓解痛经症状，促进患者人流后子宫的恢复。

屈螺酮炔雌醇片(II)、戊酸雌二醇片陆续获批，均为国内首仿。1) 屈螺酮炔雌醇片(II)为口服避孕产品，复方制剂，包含屈螺酮和炔雌醇两种活性成分。公司产品 2023 年 4 月获批上市，参比制剂为国内上市的进口原研产品屈螺酮炔雌醇片(II) (商品名:优思悦®)。2) 戊酸雌二醇片用于补充主要与自然或人工绝经相关的雌激素缺乏。原研补佳乐®已于 1997 年在中国获得进口注册许可，公司产品 2024 年 7 月获批上市，与原研已批准上市的规格一致 (1mg)。因原研上市时间较久，市场接受度较高，公司产品有望借此快速放量。

十一酸睾酮注射液成立专门团队，积极推广覆盖，有望保持较好增长态势。十一酸睾酮注射液为公司男性健康领域新推广的重要产品，适用于男子性腺功能低下症的睾酮替代疗法，如睾丸切除以后、类无睾症、垂体功能低下、内分泌性阳痿、男子更年期症状 (性欲、脑力及体力减退等)、某些因生精功能失调而致的不育症以及再生障碍性贫血等。该产品 2024 年实现收入约 1300 万元，预计未来将继续保持较好增长态势。

地屈孕酮片临床需求较大，有望借集采快速放量。地屈孕酮片在生殖系统领域存在较大临床需求，用于治疗内源性孕酮不足引起的疾病。因原料药制备工艺较为复杂，原研独占市场较长时间，近年陆续有仿制药获批上市。公司已于 2023 年 11 月注册申报，并于 2025 年 5 月获批。2023 年 6 月，奥锐特地屈孕酮片制剂首仿获批上市，截至 2025 年 7 月已有原研和 5 家仿制药获批，公司具备原料药一体化优势，有望借助集采东风快速放量。

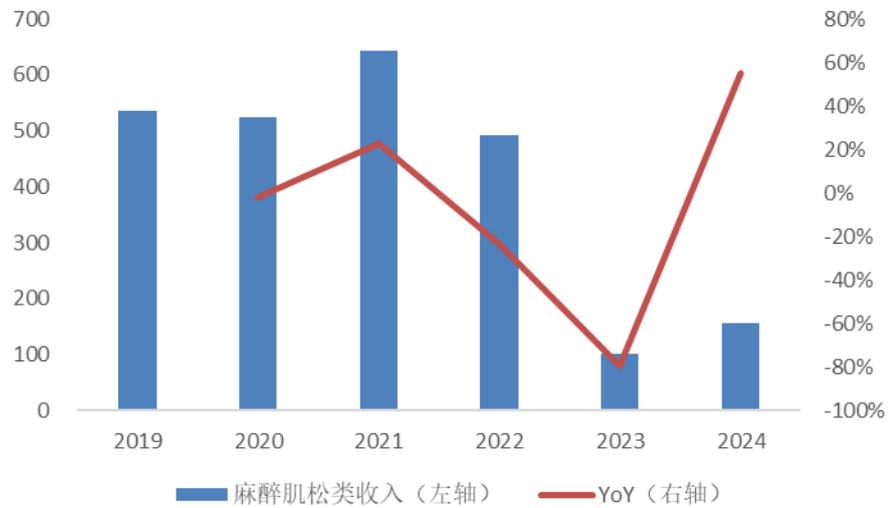
2.2.2 麻醉肌松类：进入集采后恢复期，1 类新药已报产

麻醉与肌松类药物(制剂)包括舒更葡糖钠注射液、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。主要用于外科手术麻醉、急性疼痛控制等。

罗库溴铵注射液集采影响已基本消化，舒更葡糖钠纳入第十批集采但整体影响有限。罗库溴铵注射液收入占比相对较高，2021 年销售占公司总收入的 10.35%，该产品中标第七批国家集采并于 2022 年第四季度开始执行，降价幅度约为 74%，因此 2022、2023 年麻醉肌松板块严重承压。2024 年麻醉肌松类制剂产品销售收入 1.55 亿元，同比增长 55%，得益于罗库溴铵注射液集采后的恢复性增长，以及新品舒更葡糖钠注射液的快速放量。

舒更葡糖钠注射液与甲硫酸新斯的明注射液中标第十批集采，对公司整体收入影响有限。根据公司公告，舒更葡糖钠注射液 2024 年前三季度销售占营业收入比例仅 0.89%；甲硫酸新斯的明注射液 2024 年前三季度销售占营业收入比例仅 0.09%。

图表 16 2019-2024 年公司麻醉肌松类收入及增速 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 17 麻醉肌松类产品梳理

产品	适应症
舒更葡糖钠注射液	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	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。
罗库溴铵注射液	本品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。
注射用维库溴铵 (仙林)	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者。
盐酸罗哌卡因注射液	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	用于逆转苯二氮卓类药物所致的中枢镇静作用。
甲磺酸罗哌卡因注射液 (达卡)	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。 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	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。

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

合作开发 1 类新药奥美克松钠获批在即, 有望贡献新增量。奥美克松钠主要作用为在全麻手术中逆转不同浓度罗库溴铵、维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞。2015 年公司与奥默医药签署关于奥美克松钠产品的开发合作协议。2021 年进一步签订补充协议, 其中约定由奥默医药作为药品上市注册申请人, 奥美克松钠原料药批准文件由仙琚制药持有, 并在药品取得上市许可后在国内 (除浙江省、广东省、山西省、新疆和西藏自治区 5 个区域外) 由仙琚制药独家销售。进展方面, 奥默已于 24 年 9 月递交 NDA 并获受理, 25 年 3 月已接受原料药、制剂生产线以入研发资料的现场检

查。

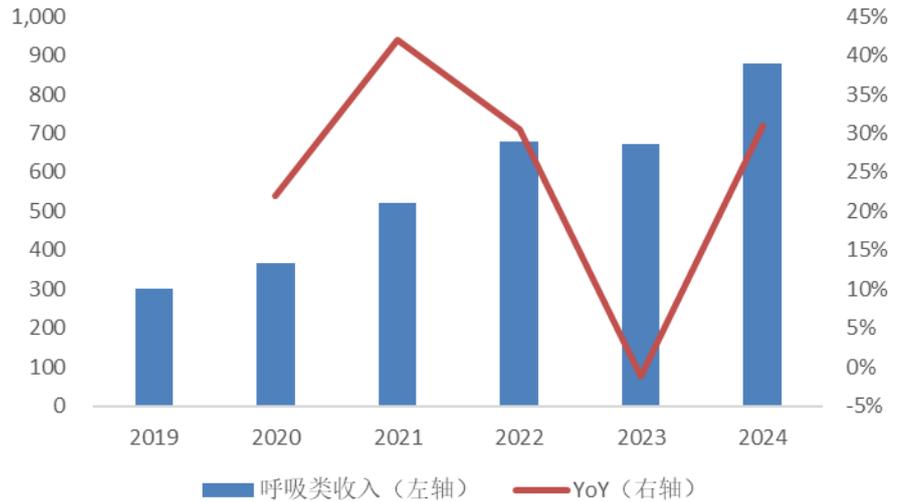
改良型新药 CZ1S 同步开展多项适应症，两项适应症已进入三期临床阶段。

CZ1S 主要用于术后镇痛，持有人为萃泽医药，公司拥有该产品的国内市场销售权。目前 CZ1S 已开展六项临床试验，其中“用于痔疮切除术后镇痛”、“用于全膝关节置换术后镇痛”已进入三期临床阶段，预计 2025 年 3、4 季度完成三期临床，争取 2025 年四季度申报。

2.2.3 呼吸类：创新性布局难仿复杂剂型

呼吸科产品保持较好增长，已储备丰富在研管线。目前公司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，主要用于季节性或常年性鼻炎、慢性阻塞性肺疾病（COPD）的维持治疗以及哮喘患者的维持治疗。2024 年公司呼吸类制剂产品销售收入 8.8 亿元，同比增长 31%，增长较好。公司在呼吸领域未来将推出多款新产品，25 年 7 月公司申报噻托溴铵吸入喷雾剂，预计 2025 年 4 季度或 2026 年一季度完成第二个复方制剂的申报。后续相关三连复方等剂型尚在准备中。

图表 18 2019-2024 年公司呼吸类产品收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19 呼吸类产品梳理

产品	适应症
糠酸莫米松鼻喷雾剂（逸青）	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）	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）	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。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

3 研发合作持续推进，奥美克松钠获批在即

同杭州奥默共同开发 1.1 类创新药奥美克松钠，十年合作即将进入收获期。2015 年 12 月 17 日浙江仙琚制药股份有限公司与杭州奥默医药股份有限公司签署《1.1 类新药奥美克松钠产品开发合作协议》，协议金额为 6500 万元，双方约定同意就奥美克松钠产品进行独家合作开发。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。2021 年 4 月 20 日，仙琚制药发布《关于签订产品开发合作补充协议的公告》，由于药品注册申请规则变化，与杭州奥默经协商签署了《1.1 类新药奥美克松钠产品开发合作协议之补充协议》，决定由杭州奥默作为奥美克松钠制剂的药品上市注册申请人，向国家食品药品监督管理部门提出药品注册申请，并在取得药品注册证书后成为药品上市许可持有人。奥美克松钠原料药批准文件由仙琚制药持有。奥美克松钠制剂取得上市许可后，将在中华人民共和国境内与仙琚制药开展独家合作。仙琚制药支付奥美克松钠及制剂产品临床研究等前期开发费用至 2021 年 3 月 31 日止（已累计研发投入约人民币 8653 万元），自 2021 年 4 月 1 日起奥美克松钠制剂的后续开发、申报费用由杭州奥默承担。开发申报过程中委托仙琚制药提供的制剂样品、原料药及技术服务，由杭州奥默按市场公允价格向仙琚制药支付相关费用。产品获批后，奥美克松钠原料药及制剂的生产由仙琚制药独家生产；同时，奥美克松钠制剂在中华人民共和国境内（除浙江省、广东省、山西省、新疆和西藏自治区 5 个区域外），由仙琚制药进行独家销售。目前奥美克松钠注射液处于申报审批阶段。

图表 20 仙琚制药与杭州奥默合作梳理

	仙琚制药	奥默
2015 年签署《1.1 类新药奥美克松钠产品开发合作协议》		
协议金额	6500 万元	
双方分工	仙琚制药负责提供合格样品及提供样品生产所需的场地及相关软件、硬件条件；协助杭州奥默签署新药申报、注册所需的相关文件，组织生产批文的申请，及时支付研究费用	杭州奥默主要负责并承担新药临床批件的申请、临床研究以及注册审批所需各项工作的组织落实
获批后权益	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。	
	仙琚制药拥有该产品的生产批文、药品批准文号的境内独家使用权。	-
2021 年签署《1.1 类新药奥美克松钠产品开发合作协议之补充协议》		
分工变化	-	由杭州奥默作为奥美克松钠制剂的药品上市注册申请人，向国家食品药品监督管理部门提出药品注册申请。
研发费用承担	仙琚制药支付奥美克松钠及制剂产品临床研究等前期开发费用至 2021 年 3 月 31 日止（已累计研发投入约人民币 8653 万元）	自 2021 年 4 月 1 日起奥美克松钠制剂的后续开发、申报费用由杭州奥默承担。开发申报过程中委托仙琚制药提供的制剂样品、原料药及技术服务，由杭州奥默按市场公允价格向仙琚制药支付相关费用。
获批权益变化	仙琚制药持有奥美克松钠原料药批准文件	杭州奥默在取得药品注册证书后成为药品上市许可持有人
	奥美克松钠原料药及制剂的生产由仙琚制药独家生产；奥美克松钠制剂在中华人民共和国境内（除浙江省、广东省、	-

山西省、新疆和西藏自治区 5 个区域
外), 由仙琚制药进行独家销售

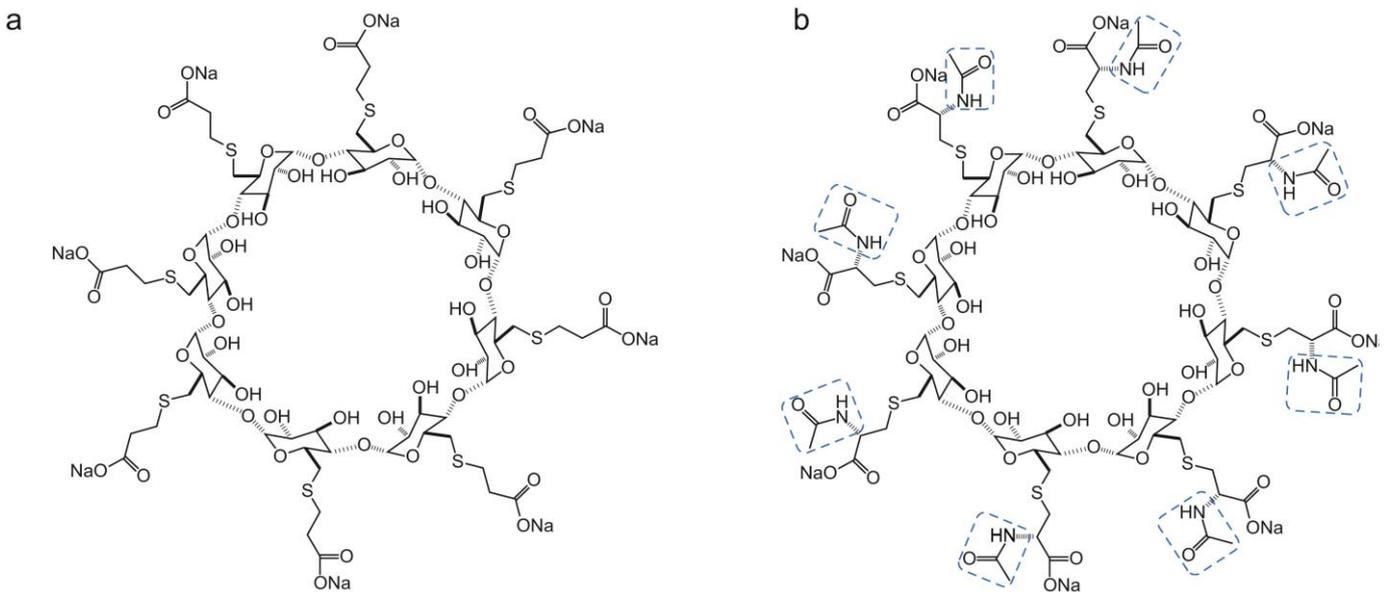
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

奥美克松钠获批在即, 产品放量未来可期。奥美克松钠是靶向性肌松拮抗剂, 是罗库溴铵注射液的拮抗剂。奥美克松钠主要作用为在全麻手术中逆转不同浓度罗库溴铵、维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞作用。根据《骨骼肌松弛药临床应用专家共识 (2024)》指出, 目前临床常用的非去极化肌松药拮抗剂包括胆碱酯酶抑制剂 (新斯的明) 和舒更葡糖钠。

奥美克松钠在疗效上不劣于舒更葡糖钠, 同时可能有更低的不良反应。

在化学结构上, 奥美克松钠将手性乙酰氨基添加到其羧酸的 α -碳上, 可使 20% 或更多的手性碳原子被引入 γ -环糊精的核中, 从而增强手性环境。这增强了羧基周围的空间位阻, 有效地屏蔽或限制了其部分效应。因此, 羧基对其他分子的结合亲和力降低, 与组织或其他分子相互作用的可能性也随之降低。这使得奥美克松钠诱发过敏反应的风险可能性得以降低。

图表 21 舒更葡糖钠与奥美克松钠化学结构对比



Sugammadex (舒更葡糖钠) (a)、Adamgammadex (奥美克松钠) (b)

资料来源: BJA, 华安证券研究所

疗效上奥美克松钠未劣效于舒更葡糖钠。2025 年 6 月上海交通大学医学院附属仁济医院麻醉科俞卫锋/顾希珪、浙江大学医学院附属第一医院苏殿三团队发表奥美克松钠 III 临床的相关论文《Efficacy and safety of adamgammadex for reversing rocuronium-induced deep neuromuscular block: a multicentre, randomised, double-blind, positive-controlled phase III trial》, 文中指出奥美克松钠组 5 分钟内 TOF 比值 ≥ 0.9 的患者比例为 98.7%, 而舒更葡糖钠组为 100%, 观察到的差异为 -1.3% (95% 置信区间(CI)为 -4.6%, 1.2%), 下限 -4.6% 高于非劣效性界值 -10%, 两者在安全性上没有差异。2023 年华西医院麻醉科张文胜教授和刘斌教授团队发表奥美克松钠 III 临床的相关论文《Phase III clinical trial comparing the efficacy and safety of adamgammadex with sugammadex for reversal of rocuronium-induced neuromuscular block》, 文中指出奥美克松钠组 5 分钟内 TOF 比值 ≥ 0.9 的患者比

例为 98.7%，而舒更葡萄糖钠组为 100%，95%置信区间(CI)为 1.3%(-4.6%，+1.3%)；下限大于非劣效性界值-10%，与舒更葡萄糖钠相比，奥美克松钠的药物不良反应发生率较低（过敏反应、复发、心率降低和喉痉挛；P=0.047）。

此外，公司参股子公司布局完善，涉及原料药、中间体、耗材、设备、保健品、创新药等等。其中公司参投的创新药公司，布局管线丰富，部分管线进展较快。

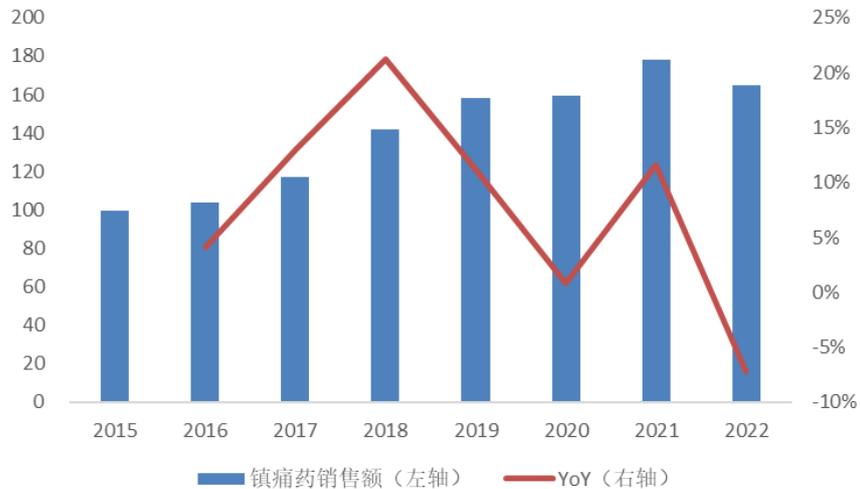
图表 22 公司参股子公司创新管线进展梳理

浙江萃泽医药科技有限公司			参股35%			
序号	登记号	试验状态	药物名称	适应症	试验通俗题目	进展
1	CTR20252265	进行中尚未招募	注射用CZ1S	本品拟主要用于术后镇痛	注射用CZ1S局部浸润用于腹股沟疝修补术后镇痛II期临床试验	II期
2	CTR20250198	进行中尚未招募	注射用CZ1S	本品拟主要用于术后镇痛	注射用CZ1S臂丛神经阻滞用于关节镜下肩袖修补术后镇痛的II期临床试验	II期
3	CTR20252111	进行中招募中	注射用CZ1S	本品拟主要用于术后镇痛	注射用CZ1S椎旁阻滞用于胸腔镜手术术后镇痛的II期临床试验	II期
4	CTR20251869	进行中招募中	注射用CZ1S	术后镇痛	注射用CZ1S用于全膝关节置换术后镇痛III期临床试验	III期
5	CTR20250615	进行中招募中	注射用CZ1S	本品拟主要用于术后镇痛	注射用CZ1S局部浸润用于痔疮切除术后镇痛的III期临床试验	III期
6	CTR20243821	进行中招募中	注射用CZ1S	本品拟主要用于术后镇痛	注射用CZ1S局部浸润用于全髋关节置换受试者术后镇痛的II期临床试验	II期
7	CTR20240864	进行中招募中	CZ4D吸入粉雾剂	肺曲霉菌病	评价CZ4D吸入粉雾剂的安全性、耐受性和药代动力学特征的I期临床研究	I期
杭州禹泓医药科技有限公司			参股5.13%			
序号	登记号	试验状态	药物名称	适应症	试验通俗题目	进展
1	CTR20244367	进行中尚未招募	YH001胶囊	斑秃	评估YH001胶囊在重度斑秃受试者中的有效性、安全性和药代动力学(PK)特征	II期
2	CTR20240011	已完成	YH001胶囊	斑秃	评价中国健康成人受试者接受单、多次 YH001 胶囊给药后的安全性和耐受性	
浙江索元生物			参股9.3%			
序号	登记号	试验状态	药物名称	适应症	试验通俗题目	进展
1	CTR20221896	已完成	Liafensine片	难治性抑郁症	一项在生物标志物指导下评估liafensine在难治性抑郁患者中的疗效和安全性的随机、双盲、安慰剂对照研究	II期结束
2	CTR20210055	已完成	Enzastaurin片	胶质母细胞瘤	在新诊断为胶质母细胞瘤并且全新生物标记物DGM1 阳性患者中评估Enzastaurin联合替莫唑胺同步放化疗加辅助化疗方案的随机双盲安慰剂对照III期临床试验	III期结束
3	CTR20192086	已完成	Pomaglumedad methionil片	精神分裂症	Pomaglumedad Methionil 在早期精神分裂患者中的安全性、耐受性和药代动力学研究	Ib期结束
4	CTR20171560	已完成	Enzastaurin片	弥漫性大B细胞淋巴瘤	评价Enzastaurin联合R-CHOP在携带DGM1的初治高危DLBCL受试者中的有效性和安全性	III期结束
OcucloHoldings, LLC			参股11.7%			
核心业务聚焦于低免疫原性蛋白药物和超级细菌相关技术的研发						

资料来源：CDE，公司公告，华安证券研究所

参股公司萃泽医药，长效镇痛药 CZ1S 研发持续推进。仙琚制药与参股萃泽医药(参股 37.39%)共同开发改良型新药 CZ1S，产品于 2025 年 2 月已开展国内 III 期临床试验，产品在临床试验中主要对标盐酸罗哌卡因注射液，适应症拟用于术后镇痛。镇痛药市场未来空间可观，据药融云数据统计，2022 年全国院内镇痛药市场总销售额达 165 亿元，同比增长 11.3%。

图表 23 镇痛类药物市场规模 (亿元)



资料来源：药融云，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

考虑到 1) 制剂业务集采风险陆续出清, 已获批新品种如庚酸炔诺酮、屈螺酮炔雌醇片、戊酸雌二醇片、地屈孕酮片等快速放量; 2) 原料药业务客户去库存陆续结束, 需求端开始恢复性增长; 3) 在研品种将陆续取得新进展, 如 1.1 类新药奥美克松钠、黄体酮凝胶等, 有望为公司后续增长贡献新增量。因此我们综合预计公司 2025-2027 年营业收入增速分别为 3.91%、14.99%、13.96%。具体假设如下:

1) 制剂业务集采风险陆续出清, 已获批新品种快速放量。近几年公司制剂业务收入占比陆续提高, 现已超过 60%。收入占比相对较高的品种, 如黄体酮胶囊、罗库溴铵注射液等已陆续被集采, 并已开始集采后恢复性增长阶段。同时近几年新获批品种, 如庚酸炔诺酮、屈螺酮炔雌醇片、戊酸雌二醇片、地屈孕酮片等有望快速放量。此外, 在研品种将陆续取得新进展, 如 1.1 类新药奥美克松钠、黄体酮凝胶等, 有望为公司后续增长贡献新增量。因此我们预计制剂业务 2025-2027 年同比增长 3.78%、17.27%、35.36%。

2) 原料药业务客户去库存陆续结束, 需求端开始恢复性增长。近几年因原料药非规范市场竞争加剧, 市场价格下降明显, 但市场份额提升, 销售量有所增加, 整体销售金额保持平稳。2025 年来, 虽原料药价格端依旧承压, 但出口需求有所改善, 有所恢复。同时意大利 Newchem 与公司持续协同, 随着维罗纳厂区合成三的高效生产设施投入使用, 帕维亚厂区前列腺素生产线的产品不断丰富, 为 Newchem 后续稳健增长奠定基础。因此我们预计原料药业务 2025-2027 年同比增长 4.09%、11.70%、11.78%。

图表 24 收入拆分与盈利预测

单位: 百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,337.15	4,379.83	4,123.42	4,000.69	4,157.10	4,780.46	5,447.80
营业收入YoY	7.92%	0.98%	-5.85%	-2.98%	3.91%	14.99%	13.96%
营业成本	1,811.63	1,832.96	1,942.96	1,700.69	1,764.17	1,935.47	2,185.03
毛利润	2,525.52	2,546.87	2,180.46	2,300.00	2,392.94	2,844.98	3,262.77
毛利率	58.23%	58.15%	52.88%	57.49%	57.56%	59.51%	59.89%
1. 制剂							
营业收入	2,498	2,605	2,278	2,415	2,506	2,939	3,393
营业收入YoY	20.00%	4.28%	-12.55%	6.02%	3.78%	17.27%	35.36%
营收占比	57.60%	59.48%	55.25%	60.37%	60.29%	61.48%	62.27%
成本	489.36	611.39	609.59	572.89	576.47	646.64	746.36
毛利润	2,008.64	1,993.61	1,668.41	1,842.33	1,929.93	2,292.62	2,646.20
毛利率	80.41%	76.53%	73.24%	76.28%	77.00%	78.00%	78.00%
2. 原料药							
营业收入	1,793	1,774	1,786	1,547	1,610	1,799	2,011
营业收入YoY	-4.60%	-1.06%	0.68%	-13.39%	4.09%	11.70%	11.78%
营收占比	41.34%	40.50%	43.31%	38.66%	38.73%	37.62%	36.91%
成本	1,301.18	1,227.96	1,317.89	1,099.35	1,159.31	1,259.03	1,407.37
毛利润	491.82	546.04	468.11	447.50	450.84	539.59	603.16
毛利率	27.43%	30.78%	26.21%	28.93%	28.00%	30.00%	30.00%
3. 其他							
营业收入	46.15	0.83	59.42	38.62	40.55	42.58	44.71
营业收入YoY	-16.97%	-98.20%	7059.04%	-35.01%	5.00%	5.00%	5.00%
营收占比	1.06%	0.02%	1.44%	0.97%	0.98%	0.89%	0.82%
成本	23.58	0.28	16.63	25.21	28.39	29.80	31.30
毛利润	22.57	0.55	42.79	13.41	12.17	12.77	13.41
毛利率	48.91%	65.93%	72.01%	34.72%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: iFind, 华安证券研究所

基于公司的主要产品及业务结构, 我们选取 3 家同属于申万行业 II 级化学制药板块的公司: 华海药业、奥锐特、天宇股份。具体选择依据如下:

1) 华海药业, 与公司业务领域相似, 主要从事多剂型的仿制药、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售。其中原料药业务是公司发展的基石, 以心血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等特色原料药为主; 制剂业务是公司转型升级战略的核心, 产品覆盖心血管系统、精神障碍、神经系统、抗感染、消化系统、呼吸系统、抗肿瘤、内分泌系统等众多治疗领域。

2) 奥锐特, 与公司业务相似, 部分产品有重合。公司主要从事特色复杂原料药、医药中间体和制剂的研发、生产和销售。原料药和中间体主要为呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康类产品; 制剂为地屈孕酮片。

3) 天宇股份, 与公司业务领域相似。公司业务分为仿制药原料药及中间体业务、CDMO 原料药及中间体业务和制剂业务。产品范围主要涵盖降血压、抗哮喘、降血糖、降血脂、抗凝血等多个药物领域。

图表 25 可比公司估值

公司简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
华海药业	340	0.76	0.84	0.98	1.15	23.42	24.40	20.90	17.86
奥锐特	100	0.87	1.16	1.16	1.16	24.18	21.68	21.68	21.68
天宇股份	95	0.16	0.76	0.76	0.76	103.64	36.10	36.10	36.10
仙琚制药	111	0.40	0.61	0.73	0.84	24.85	18.04	15.08	13.11

资料来源: iFind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 8 月 20 日收盘。仙琚制药盈利预测来自华安证券研究所测算, 其余均来自 iFind 一致预期。

4.2 投资建议

深耕甾体激素领域, 原料药+制剂一体化布局。公司前身为仙居制药厂, 创建于 1972 年, 主要聚焦甾体激素领域。主营业务为甾体原料药和制剂的研制、生产与销售。主要产品分为皮质激素类药物、性激素类药物(妇科及计生用药)、麻醉肌松类药物和呼吸科类药物四大类。

原料药业务客户去库存陆续结束, 需求端有所恢复。近几年因原料药非规范市场竞争加剧, 市场价格下降明显, 但市场份额提升, 销售量有所增加, 整体销售金额保持平稳。2025 年来, 虽原料药价格端依旧承压, 但出口需求有所改善。同时意大利 Newchem 与公司持续协同, 随着维罗纳厂区合成三的高效生产设施投入使用, 帕维亚厂区前列腺素生产线的产品不断丰富, 为 Newchem 后续稳健增长奠定基础。

制剂集采风险已逐步出清, 新品陆续获批放量。近几年公司制剂业务收入占比陆续提高, 现已超过 60%。收入占比相对较高的品种, 如黄体酮胶囊、罗库溴铵注射液等已陆续被集采, 2023-2024 年业绩承压明显, 2025 年仅有舒更葡糖钠等少部分品种存在集采影响, 但整体影响有限, 并且已集采品种陆续开始步入恢复性增长阶段。同时近几年新获批品种, 如庚酸炔诺酮(独家)、屈螺酮炔雌醇片(首仿)、戊酸雌二醇片(首仿)、地屈孕酮片等有望快速放量。

在研项目储备丰富, 已陆续进入创新管线兑现期。公司以自研、合作等多种方式积极布局创新药、改良型新药等领域, 已储备丰富的研发管线。1) 通过参股形式投资的新药公司萃泽医药、索元医药, 在长效镇痛、胶质母细胞瘤、弥漫性大 B 细胞淋巴瘤等适应症方面均取得较快进展; 2) 再如通过合作方式取得的 1 类创新药奥美克松钠部分权益, 该产品已于 2024 年 8 月申报 NDA, 获批在即; 3) 自研管线中, 黄体酮凝胶于 2024 年重新开展 BE 临床试验, 2025 年重新申报, 有望在 2025 年或 26H1 获批。此外呼吸科领域, 公司也进行创新性布局, 25 年 7 月申报噻托溴铵吸入喷雾剂, 后续还将有更多新产品陆续申报。

投资建议

我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 41.57 亿元、47.80 亿元、54.48 亿元(同比+3.9%/+15.0%/+14.0%); 实现归母净利润 6.05 亿元、7.11 亿元、8.25 亿元(同比+52.3%/+17.6%/+16.0%)。考虑到公司原料药业务价格已逐步见底企稳, 需求陆续恢复, 制剂业务集采风险逐步出清, 新产品获批快速放量, 创新管线将持续兑现。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示：

新产品放量不及预期风险：公司近几年获批较多新品种，如庚酸针、戊酸雌二醇片等，同时新品种多为首仿、难仿或独家产品，放量较为依赖公司的推广能力，若销售推广不及预期，可能会影响公司业绩。

原料药价格及客户需求波动风险：公司原料药业务近几年相对承压，主要系原料药非规范市场竞争加剧，导致市场价格下滑明显所致。若市场竞争持续加剧，可能影响公司原料药业务的业绩。

研发不及预期风险：目前公司在研管线布局较为丰富，涉及麻醉肌松类、呼吸类等，若研发进度不及预期，可能影响后续公司业绩增长。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3264	3407	3642	3968	营业收入	4001	4157	4780	5448
现金	1382	1548	1560	1602	营业成本	1701	1764	1935	2185
应收账款	562	589	664	757	营业税金及附加	35	37	42	48
其他应收款	46	35	40	45	销售费用	1034	1081	1362	1580
预付账款	31	32	33	33	管理费用	310	333	373	409
存货	931	867	943	1063	财务费用	-34	-20	-22	-22
其他流动资产	312	336	402	469	资产减值损失	-44	-15	-10	-5
非流动资产	3736	3825	3853	3848	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	216	211	206	201	投资净收益	-8	42	48	54
固定资产	1820	1961	2060	2118	营业利润	678	760	865	999
无形资产	151	132	113	95	营业外收入	29	5	5	5
其他非流动资产	1549	1520	1473	1434	营业外支出	209	50	30	30
资产总计	7000	7231	7495	7817	利润总额	498	715	840	974
流动负债	778	788	875	990	所得税	98	107	126	146
短期借款	9	14	17	20	净利润	400	608	714	828
应付账款	287	319	349	395	少数股东损益	3	3	2	2
其他流动负债	483	456	509	576	归属母公司净利润	397	605	711	825
非流动负债	333	328	323	318	EBITDA	880	984	1145	1311
长期借款	20	15	10	5	EPS (元)	0.40	0.61	0.72	0.83
其他非流动负债	313	313	313	313					
负债合计	1111	1116	1198	1309					
少数股东权益	45	48	50	52					
股本	989	989	989	989					
资本公积	1841	1841	1841	1841					
留存收益	3013	3237	3417	3625					
归属母公司股东权	5844	6067	6247	6456					
负债和股东权益	7000	7231	7495	7817					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	399	929	880	987	成长能力				
净利润	400	608	714	828	营业收入	-3.0%	3.9%	15.0%	14.0%
折旧摊销	229	288	327	360	营业利润	4.9%	12.1%	13.7%	15.5%
财务费用	-7	1	1	1	归属于母公司净利	-29.5%	52.3%	17.6%	16.0%
投资损失	8	-42	-48	-54	获利能力				
营运资金变动	-279	19	-149	-177	毛利率(%)	57.5%	57.6%	59.5%	59.9%
其他经营现金流	728	643	898	1034	净利率(%)	9.9%	14.6%	14.9%	15.1%
投资活动现金流	-180	-375	-332	-326	ROE(%)	6.8%	10.0%	11.4%	12.8%
资本支出	-160	-420	-400	-400	ROIC(%)	8.8%	9.6%	10.9%	12.3%
长期投资	-24	20	20	20	偿债能力				
其他投资现金流	4	25	48	54	资产负债率(%)	15.9%	15.4%	16.0%	16.7%
筹资活动现金流	-466	-413	-535	-620	净负债比率(%)	18.9%	18.3%	19.0%	20.1%
短期借款	7	5	3	3	流动比率	4.19	4.32	4.16	4.01
长期借款	-18	-5	-5	-5	速动比率	2.94	3.15	3.01	2.85
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	21	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.58	0.65	0.71
其他筹资现金流	-476	-413	-533	-618	应收账款周转率	7.18	7.22	7.63	7.67
现金净增加额	-254	166	13	42	应付账款周转率	6.24	5.83	5.79	5.87
					每股指标(元)				
					每股收益	0.40	0.61	0.72	0.83
					每股经营现金流	0.40	0.94	0.89	1.00
					每股净资产	5.91	6.13	6.32	6.53
					估值比率				
					P/E	24.85	18.41	15.66	13.50
					P/B	1.68	1.84	1.78	1.73
					EV/EBITDA	9.67	9.80	8.41	7.31

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：杨馥媛，主要负责 CXO 等行业研究。复旦大学保险硕士，医药+经济复合背景。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。