

# 集采出清新品导入，实现动能转换

华泰研究

2023年4月16日 | 中国内地

首次覆盖

化学制药

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

20.49

研究员 SAC No. S0570516120002 SFC No. BFI915  
联系人 SAC No. S0570121070125 SFC No. BSD964  
代雯 daiwen@htsc.com + (86) 21 2897 2078  
李奕玮 liyiwei@htsc.com + (86) 21 2897 2228

## 原料+制剂一体化的甬体龙头，2H23有望迎来业绩拐点

仙琚制药为原料药+制剂一体化甬体龙头公司，正处于传统仿制药向高壁垒仿制药和创新药转型的关键期，集采冲击之下我们预计22-1H23年增长放缓，但当前公司制剂板块存量风险基本出清+特色制剂放量在即+1类新药奥美克松钠（预计峰值20+亿元）进入临床尾声，原料药业务降本增效+规范市场出海在即，我们预计公司22-24年实现归母净利润7.41/7.15/8.88亿元，扣非净利润6.09/6.75/8.48亿元，分部估值法下公司合理估值为202.71亿元，对应目标价20.49元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 制剂：集采风险出清，妇科线多款首仿或独家产品带动增长提速

受制于罗库溴铵集采(4Q22执行)，制剂板块22-1H23承压，我们预计2H23增长提速，基于：1) 存量集采风险出清：现有未集采大品种竞争格局较好，我们预计2-3年内不满足国家集采条件；2) 独家或首仿产品贡献增量：i) 妇科：公司为唯一拥有完整产品管线及直销团队的国产妇科龙头，庚酸炔诺酮22年开始推广，我们预计黄体酮凝胶/戊酸雌二醇/屈螺酮炔雌醇23年获批，地屈孕酮24年获批，23/24年合计贡献收入0.6/3.8亿元，对应1.3/6.9%收入占比，合计峰值销售46.9亿元；ii) 麻醉肌松：舒更葡糖钠22年获批；3) 1类新药奥美克松钠有望24年中获批，支撑长期业绩高增长。

## 原料药：自营业务量增利稳、出海在即，Newchem协同效应初显

公司17年收购Newchem、19年杨府厂区投产，原料药业务加速整合，我们预计22-24E收入CAGR=13.2%，毛利润CAGR=24.0%，基于：1) 国内自营：杨府厂区产能利用率提升(我们认为2-3年有30pct左右提升空间)+FDA审计带来规范市场订单(我们预计杨府厂区有望于23年中接受FDA现场审计，24年开始获得规范市场订单)，推升国内自营原料药22-24E收入CAGR=17.3%；2) 意大利Newchem：公司借助Newchem平台，外享国际品牌声誉内享国内成本优势，我们认为在海外通胀的背景下公司成本优势凸显，订单量有望提升，我们预计22-24E收入CAGR=10.0%。

## 业绩企稳，估值有望重塑

我们认为分部估值法下公司合理市值202.71亿元：1) 原料药：参考23年可比公司Wind一致预期PE17x，考虑公司杨府工厂处于产能爬坡期，FDA审计在即，24年净利润增速高于可比公司，给予23年20xPE，对应估值59.65亿元；2) 仿制药：参考23年可比公司Wind一致预期PE25x，考虑公司集采风险出清+高壁垒仿制药进入放量周期，给予23年27xPE，对应估值112.44亿元；3) 创新药：考虑到1类新药奥美克松钠即将申报上市，DCF估值法下给予估值30.62亿元。

风险提示：FDA审计时间不达预期、产品研发失败或进度不达预期等。

## 经营预测指标与估值

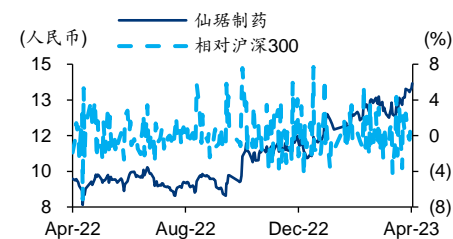
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	4,019	4,337	4,396	4,635	5,551
+/-%	8.37	7.92	1.35	5.45	19.76
归属母公司净利润(人民币百万)	504.51	615.94	741.41	714.70	887.61
+/-%	22.94	22.09	20.37	(3.60)	24.19
EPS(人民币，最新摊薄)	0.51	0.62	0.75	0.72	0.90
ROE(%)	11.54	12.50	13.07	11.19	12.20
PE(倍)	27.57	22.58	18.76	19.46	15.67
PB(倍)	3.13	2.88	2.50	2.21	1.94
EV EBITDA(倍)	16.76	15.05	13.85	11.90	9.25

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	20.49
收盘价(人民币 截至4月14日)	14.06
市值(人民币百万)	13,908
6个月平均日成交额(人民币百万)	209.88
52周价格范围(人民币)	8.10-14.06
BVPS(人民币)	5.24

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>3</b>
集采风险充分出清，具备估值提升空间 .....	3
特色制剂加速放量，进入新产品密集收获期，未来增长空间弹性充足 .....	3
原料药量增利稳，海外业务拓展提速 .....	4
SOTP 估值法下公司合理市值 202.71 亿元 .....	4
<b>仙琚制药：深耕甾体 50 年国内龙头，打通产业链上下游</b> .....	<b>5</b>
甾体行业：壁垒高竞争格局较好的百亿大市场 .....	5
原料药制剂双轮驱动，营收增长稳健 .....	6
<b>制剂：集采风险基本出清，特色产品放量在即</b> .....	<b>8</b>
妇科：黄体酮集采影响可控，多款首仿产品开拓蓝海市场 .....	10
<b>黄体酮系列：胶囊集采影响可控，凝胶进军辅助生殖大市场</b> .....	11
<b>避孕系列：特色制剂拓展全新应用场景，在研短效避孕药紧跟海外龙头</b> .....	14
<b>其他妇科在研：全面布局女性健康领域，产品仿制进度领先</b> .....	16
麻醉与肌松：集采风险出清，舒更放量在即，奥美克松钠接力续航 .....	18
<b>罗库溴铵+苯磺顺阿曲库铵集采风险出清</b> .....	18
<b>肌松用药市场：罗库溴铵市占率有望提升，提振舒更葡萄糖钠需求</b> .....	19
<b>舒更葡萄糖钠：23 年医保元年，把握集采前窗口期加速放量</b> .....	20
<b>奥美克松钠：20 亿级潜力重磅产品，承接舒更葡萄糖钠打开增长上限</b> .....	21
<b>二类新药 CZ1S：对标罗哌卡因，进军局麻市场</b> .....	23
呼吸科：难仿剂型为主，国产替代持续放量 .....	23
<b>糠酸莫米松：难仿剂型，市场份额逐步提升</b> .....	24
<b>噻托溴铵：国产第二家，有望借区域集采扩大市占率</b> .....	25
<b>原料药：自营业务有望收入利润率齐升，海外拓展蓄势待发</b> .....	<b>27</b>
产能持续爬坡、外部成本压力解除，预计 23 年自营原料药收入利润率齐升 .....	27
Newchem 协同效应初显，对接国际高端市场蓄势待发 .....	29
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>30</b>
预计充分消化集采影响，多点开花彰显增长韧性 .....	30
财务表现优异，盈利能力与质量领先行业 .....	31
估值 .....	32
风险提示 .....	34
<b>附录</b> .....	<b>35</b>
甾体药物行业高进入壁垒，行业集中度进一步提升 .....	35
公司股权结构与原料药产品 .....	36

## 投资要点

### 集采风险充分出清，具备估值提升空间

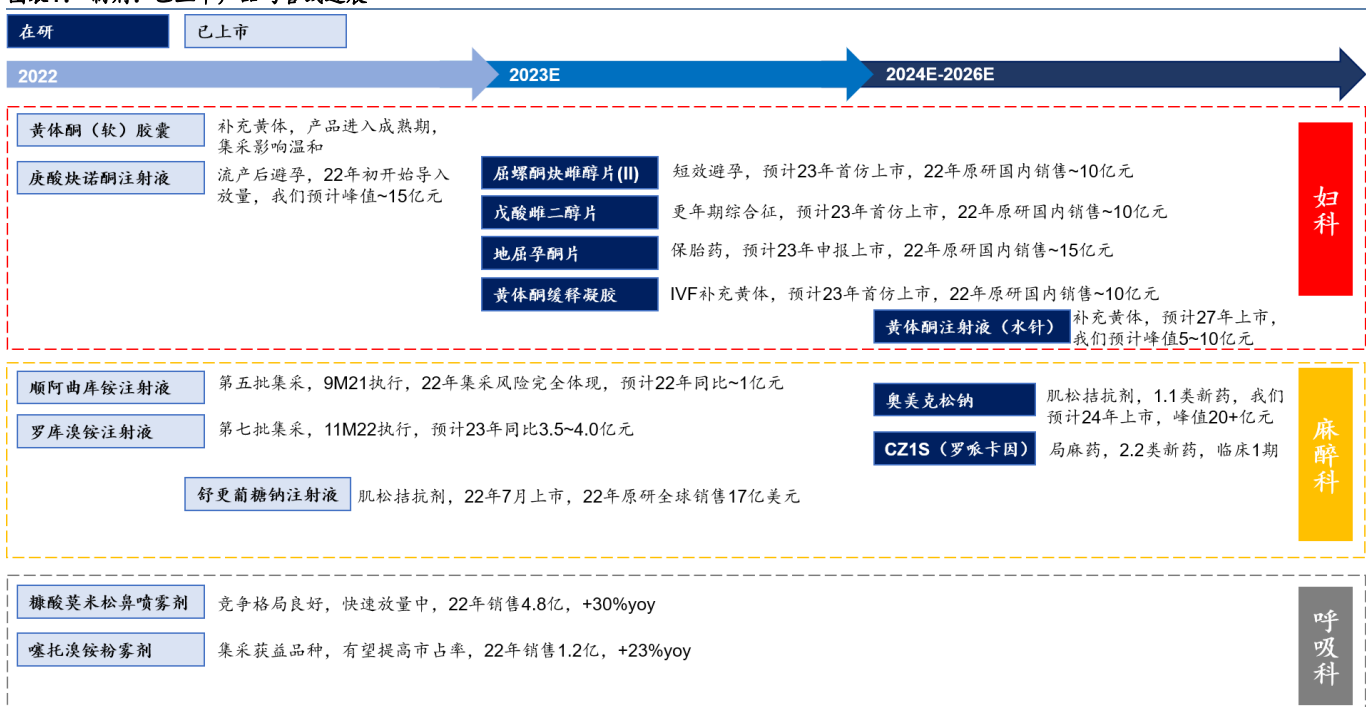
核心产品集采风险出清，中短期内集采风险较小。公司麻醉肌松核心产品苯磺顺阿曲库铵和罗库溴铵分别纳入第五批和第七批集采，并于 9M21 和 11M22 开始执行，我们预计分别对 22/23 年收入影响-0.8/-3.7 亿元。考虑到公司其他存量产品 2-3 年之内不满足集采条件（第八批国家集采门槛为 5 家及以上过评，公司存量产品多具备销售/剂型壁垒，竞争格局较好），我们认为存量业务有望企稳，且当前估值水平处于历史相对低位（PE 位于近 5 年下 25 分位处），具备估值提升空间。

### 特色制剂加速放量，进入新产品密集收获期，未来增长空间弹性充足

深耕妇科、麻醉、呼吸三大板块，22-24 年多款独家/首仿特色制剂迎来收获期。公司深耕妇科（国产厂家市占率第一）、麻醉（有望受益于 23 年手术量恢复）、呼吸（23 年有望伴随居民出行增多，维持高增长）三大业务板块，22-24 年高壁垒仿制药密集上市，有望带动 23-25E 制剂板块收入 CAGR=25.1%，逐步实现新老增长动能转换：

- 1) 妇科：国内唯一拥有全产品线及自营直销团队的妇科龙头，即将进入新品密集收获期。** 公司为国产妇科龙头（22 年孕激素市占率 8%，国产第一，根据 PDB），在自营销售团队带动下，黄体酮胶囊（我们估算 22 年销售额 3+ 亿元）已在保胎市场中占据领先地位（22 年销售额市占率 39.4%，根据 PDB），且拥有妇科全产品线，庚酸炔诺酮（长效避孕针，独家，2Q22 开始市场导入，我们预计峰值~15 亿元）、屈螺酮炔雌醇片（II）（短效避孕，首仿，我们预计 2H23 获批上市，峰值 5~10 亿元）、戊酸雌二醇片（女性更年期综合征，首仿，我们预计 2H23 获批上市，峰值 5~10 亿元）、黄体酮缓释凝胶（辅助生殖补充黄体、保胎，首仿，我们预计 2H23 获批上市，峰值 5~10 亿元）、地屈孕酮片（保胎，国产第二家，我们预计 23 年申报上市，峰值 5-10 亿元），带动板块 23-25 年收入 CAGR=60.1%；
- 2) 麻醉肌松：进军拮抗与局麻市场。** 舒更葡糖钠（22 年 7 月获批上市，过渡产品有望贡献 23 年 0.5~1 亿元收入）、奥美克松钠（1 类创新药，我们预计 24 年中获批上市，峰值 20+ 亿元）、CZ1S（2.2 类新药，局麻，1 期临床），带动板块 23-25 年收入 CAGR=39.3%；
- 3) 呼吸：高进入壁垒，持续加速放量。** 糠酸莫米松鼻喷雾剂（难仿剂型，竞争格局较好）、噻托溴铵粉雾剂（难仿剂型，集采获益）加速放量，带动板块 23-25 年收入 CAGR=24.3%。

图表1：制剂：已上市产品与管线进展



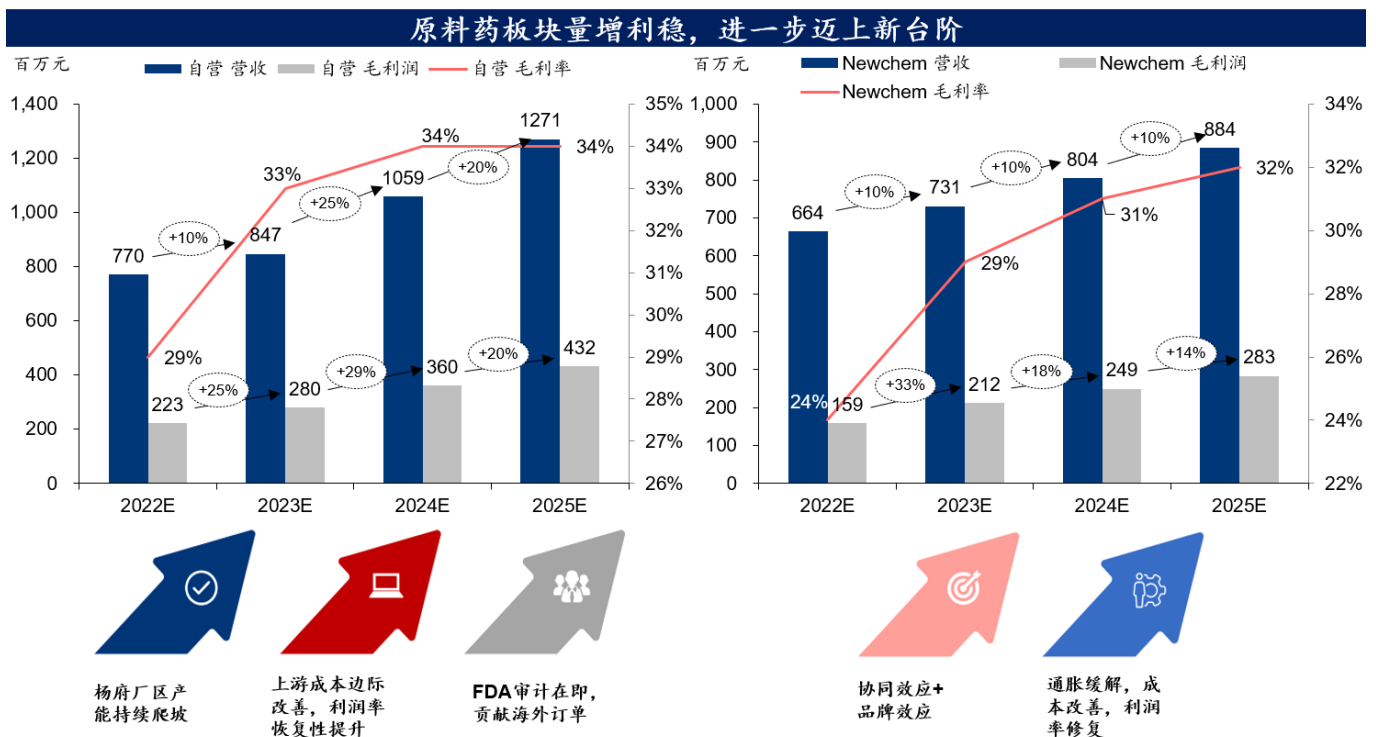
资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 原料药量增利稳，海外业务拓展提速

受益于国内原料药产能利用率提升、FDA 审计贡献海外规范市场订单增量、海外通胀缓和后上游原材料成本边际下降，我们预计公司原料药板块 23-25E 收入 CAGR=15.5%，其中：

- 1) 我们预计国内自营原料药 23-25E 收入 CAGR=22.5%，基于：i) 量增利稳：产能持续爬坡，利润率修复性提升。杨府厂区产能持续爬坡中，化工原材料和运输成本压力解除，毛利率有望修复性提升；ii) 商业拓展活动恢复，进军国际规范市场。商务外出恢复，外部限制因素解除，有望加速境外订单获取，我们预计 23 年 6-7 月 FDA 现场审计杨府厂区，23 年下半年交付样品，24 年正式进军国际规范市场。
- 2) 我们预计意大利 Newchem 子公司 23-25E 收入 CAGR=10.0%，基于：i) 毛利率提升：我们认为 23 年开始海外通胀有望趋缓，公司原材料成本有望下降，带动毛利率提升；ii) 欧洲发达国家订单向中国企业转移：Newchem 与国内自营原料药厂区协同，在海外通胀背景下，与发达国家 MNC 相比，成本优势凸显，我们认为伴随协同效应提升+品牌效应逐步显现，有望受益于发达国家 MNC 向中国企业的原料药订单转移。

图表2：原料药：主要增长驱动因素



资料来源：公司公告，华泰研究预测

## SOTP 估值法下公司合理市值 202.71 亿元

公司业务包含原料药和制剂两大部分，其中制剂包含传统仿制药及创新药业务，我们认为公司制剂业务存量风险基本出清+多款独家/首仿产品步入密集收获期+1 类创新药奥美克松钠即将申报上市，2H23 开始制剂板块收入利润增长提速；原料药板块有望受益于国内外通胀缓和下原材料价格下降，以及国内杨府厂区产能利用率提升和 FDA 审计带来规范市场订单增加，毛利率提升空间较大。我们采用分部估值法计算公司合理市值水平 202.71 亿元。

图表3：公司分部估值法

业务板块	23E 收入 (百万元)	净利润率 (%)	23E 净利润 (百万元)	23 年行业平均 PE (x)	23 年板块目标 PE (x)	估值 (百万元)
原料药	1,988	15.0%	298	17	20	5,965
制剂-仿制药	2,623	15.9%	416	25	27	11,244
制剂-创新药					DCF 估值	3,062
<b>总计</b>	<b>4,635</b>		<b>715</b>			<b>20,271</b>

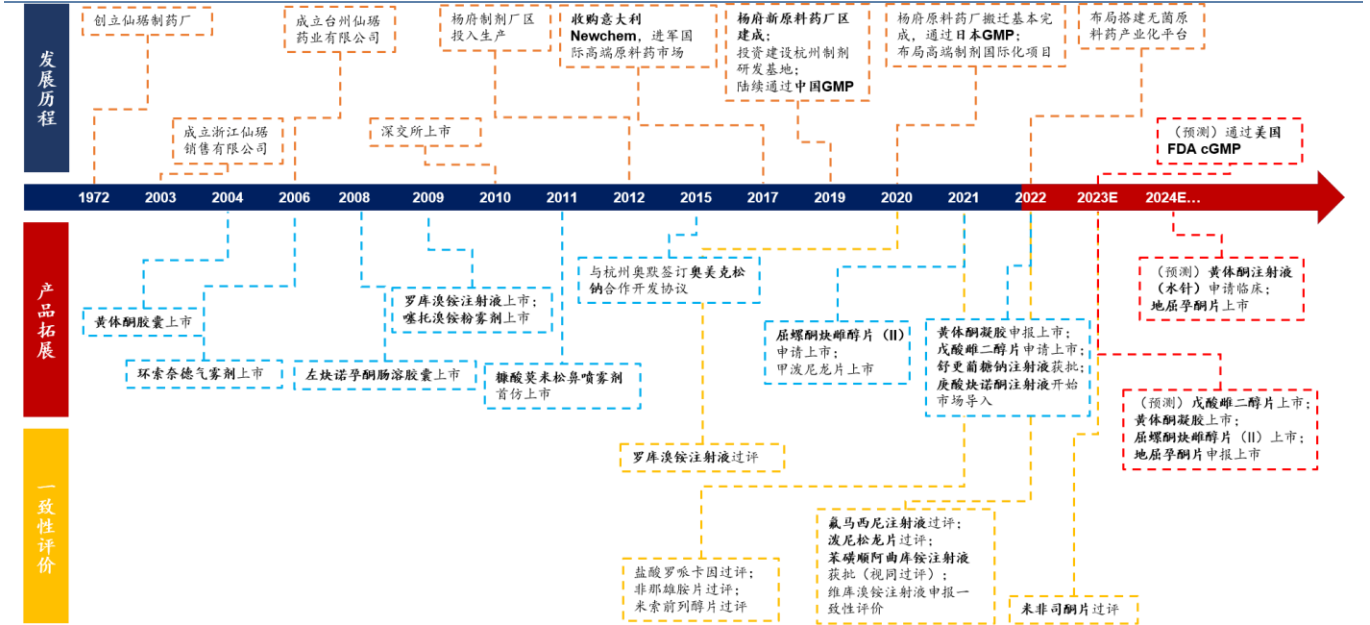
资料来源：Wind，华泰研究预测



## 仙琚制药：深耕甾体 50 年国内龙头，打通产业链上下游

仙琚制药是国内领先的甾体原料药和制剂综合生产厂家，创建于 1972 年，深耕甾体行业 50 年，2010 年在深交所上市。2017 年 10 月借船出海收购意大利甾体原料药公司 Newchem，顺利拓展国际市场，加强公司高端原料药供应能力。2019 年公司将城南老厂区原料药产线向杨府新厂区搬迁，提升环保标准，提高生产效率，升级原料药产能。2022 年公司出售子公司海盛制药，聚焦甾体激素类药物主业。

图表4：公司发展与产品拓展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

## 甾体行业：壁垒高竞争格局较好的百亿大市场

全球甾体激素市场规模较大，但生产壁垒较高，行业竞争者较少。甾体激素药物有 400+种，主要包括皮质激素和性激素（雌激素、雄激素、孕激素等）等，21 年全球市场规模约 1475 亿美金，中国市场规模约 879 亿元（根据共研咨询），为仅次于抗生素的第二大市场。我国甾体激素主要竞争者为拜耳、默沙东等跨国药企，具有较大国产替代空间。甾体行业壁垒较高，主要体现在：

- 1) 技术壁垒：**较一般药物相比生产技术更复杂，同时涉及化学合成和生物发酵技术；
- 2) 生产壁垒：**由于甾体激素具有交叉污染风险大、微量高效等特点，生产需要专线专用，且拥有独立的空气净化系统，传统生产工艺容易造成环境污染问题；
- 3) 规模效应：**甾体激素类药物众多，单产品绝对用量较小，单产品开发难以实现规模效应和经济效益，龙头效应凸显。

图表5：甾体激素主要类别

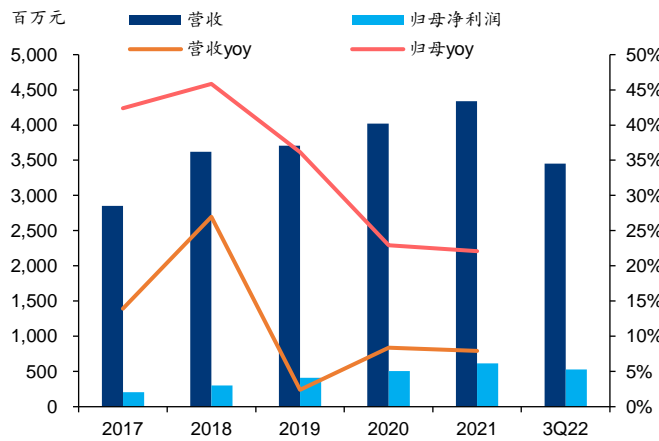
产品类别	应用场景	代表产品	代表厂家
皮质激素	物理性损伤、化学性损伤、免疫性损伤等急慢性炎症治疗	沙美特罗替卡松、布地奈德、倍氯米松、地塞米松等	BI、健康元、仙琚制药
性激素	激素替代治疗、避孕、安胎等	雌激素：雌二醇、乙炔雌二醇等 孕激素：甲羟孕酮、黄体酮、地屈孕酮等 雄激素：甲睾酮、丙酸睾酮等	拜耳、默沙东、仙琚制药
其他	慢性心功能不全、心律失常、降压、免疫调节等	螺内酯、阿比特龙、熊去氧胆酸、罗库溴铵等	仙琚制药、共同药业等

资料来源：华泰研究

## 原料药制剂双轮驱动，营收增长稳健

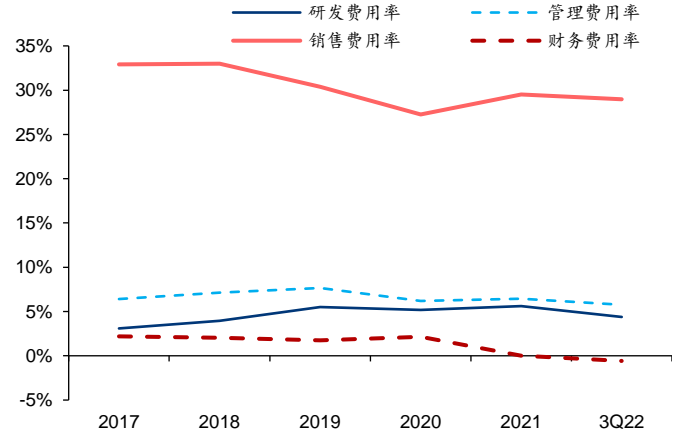
**公司业绩稳健增长：**2010 年上市以来营收连续 12 年保持正增长，17-21 营业收入 CAGR 约为 11.0%，归母净利润 CAGR 约为 31.4%，盈利质量持续提高。得益于原料药自主供应成本优势，公司制剂业务维持较高毛利率，21 年公司制剂业务毛利率 80.4%。

图表6：公司营收与归母净利润



资料来源：公司公告，华泰研究

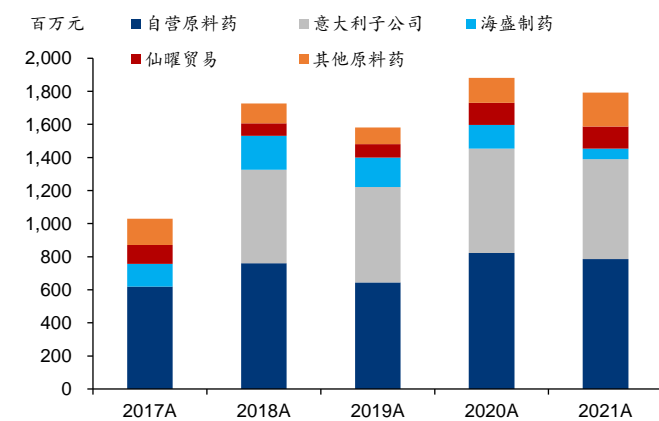
图表7：公司四项费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

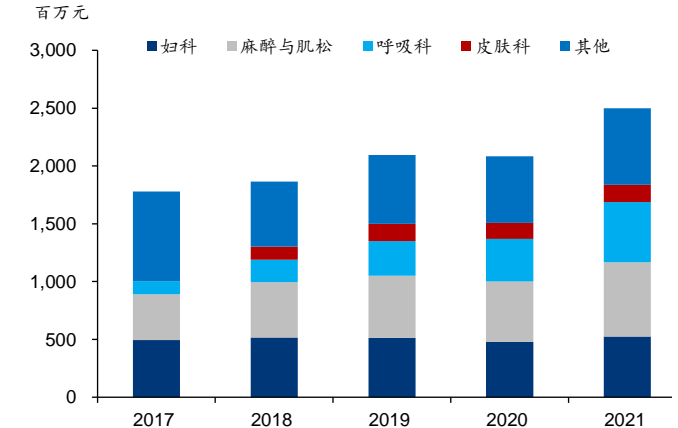
**盈利质量持续改善：**17-21 年销售费用率分别为 32.9%/33.0%/30.4%/27.3%/29.5%，伴随公司收入体量增大，规模效应显现，销售费用率稳中有降；研发投入稳中有进，研发费用率从 17 年的 3.1%，提升到 21 年的 5.6%。

图表8：原料药收入与拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：制剂收入与拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

**原料药营收稳健增长。**公司主要生产皮质激素、性激素、孕激素和非激素类甾体原料药，收入主要来自自营原料药和意大利子公司，营收持续稳健增长（19-20 年厂房搬迁对原料药产能造成一定影响，自营收入部分出现波动），2021 年原料药板块营业收入 17.9 亿元，其中自营原料药 7.9 亿元，意大利子公司 6.0 亿元。

**制剂多板块协同发展。**深耕妇科、麻醉科、呼吸科和皮肤科领域多年，目前已经与 7000 余家终端医院、6 万余家药店建立了业务联系，已形成强大品牌认可度和科室影响力。公司持续开拓新科室业务，丰富产品矩阵。呼吸科产品已进入快速放量期，17-21 年收入分别为 1.1/1.9/3.0/3.7/5.2 亿元，CAGR 约 47%；皮肤科产品初具规模，18-21 年收入分别为 1.1/1.5/1.4/1.5 亿元，CAGR 约 9%。

图表10: 仙琚制药: 股价复盘 (前复权)



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究

股价限制因素解除, 多重催化即将接踵而来。20-22年疫情和集采等因素影响下公司股价出现回落。22年底开始, 集采风险基本出清, 商务拓展限制因素解除, 产品进入密集收获期, 多重催化因素叠加, 我们认为有望迎来估值回升。

## 制剂：集采风险基本出清，特色产品放量在即

**存量仿制药集采风险基本出清。**国家集采影响主要体现在麻醉肌松科的苯磺顺阿曲库铵注射液和罗库溴铵注射液，我们认为市场已经充分反映集采影响和未来集采预期，同时考虑到现有未集采品种竞争格局较好，中短期内公司集采风险基本出清。23 年庚酸炔诺酮、舒更葡糖钠、糠酸莫米松、噻托溴铵等特色产品快速放量，有望对冲集采影响。

图表 11：公司主要现有制剂产品

产品名	治疗领域	BE/一致性评价申报	医保	基药	处方药	集采	样本医院销售（百万元）		
							2020	2021	2022
黄体酮（软）胶囊	妇科	已上市，BE 临床中	乙类	-	OTC	区域集采	53	60	55
黄体酮注射液	妇科	已上市	甲类	基药	RX	-	27	29	29
克林霉素磷酸酯凝胶	妇科	已上市	-	-	RX	-	1	2	4
复方庚酸炔诺酮注射液	妇科	已上市	-	基药	RX	-	-	-	0
注射用维库溴铵	麻醉肌松	22 年 11 月受理一致性评价	甲类	基药	RX	-	5	5	5
注射用苯磺顺阿曲库铵	麻醉肌松	22 年 9 月视同过评	乙类	-	RX	未入选第 5 批	68	61	4
罗库溴铵注射液	麻醉肌松	20 年 12 月过评	乙类	基药	RX	纳入第 7 批	122	173	147
舒更葡糖钠注射液	麻醉肌松	22 年 7 月获批上市	乙类	-	RX	-	-	-	-
甲硫酸新斯的明注射液	麻醉肌松	已上市	甲类	基药	RX	-	1	5	4
糠酸莫米松喷雾剂	呼吸科	已上市，BE 临床中	乙类	基药	RX	-	52	82	84
噻托溴铵吸入粉雾剂	呼吸科	已上市	乙类	基药	RX	区域集采	10	12	6
丙酸氟替卡松乳膏	皮肤科	已上市	乙类	-	RX	-	19	25	12
曲安奈德益康唑乳膏	皮肤科	已上市	乙类	基药	OTC	-	2	3	1
糠酸莫米松乳膏、凝胶	皮肤科	已上市	乙类	基药	OTC	区域集采	9	11	11
复方炔诺酮片	生殖系统用药	已上市	乙类	基药	OTC	-	-	-	0
炔雌醇环丙孕酮片	生殖系统用药	已上市	乙类	-	RX	-	0	1	1
左炔诺孕酮肠溶胶囊	生殖系统用药	已上市，BE 临床中	-	-	OTC	-	-	-	-
十一酸睾酮注射液	生殖系统用药	已上市	乙类	基药	RX	-	1	1	1
米索前列醇片	生殖系统用药	21 年 1 月过评	甲类	基药	RX	纳入第 5 批	1	1	1
米非司酮片	生殖系统用药	23 年 3 月过评	乙类	基药	OTC	-	3	4	3
匹多莫德颗粒	免疫调节剂	已上市	-	-	RX	-	20	25	15
氟马西尼注射液	解毒药	21 年 12 月过评	甲类	基药	RX	-	5	7	7
醋酸泼尼松片	内分泌及代谢调节用药	21 年 2 月受理一致性评价	甲类	基药	RX	-	5	4	5
醋酸泼尼松龙注射液	内分泌及代谢调节用药	22 年 6 月过评	乙类	基药	RX	-	1	1	1
醋酸甲羟孕酮片	生殖系统用药及性激素	已上市	甲类	基药	RX	-	2	2	2
非那雄胺片	泌尿系统用药	21 年 2 月过评	乙类	基药	RX	-	4	0	1

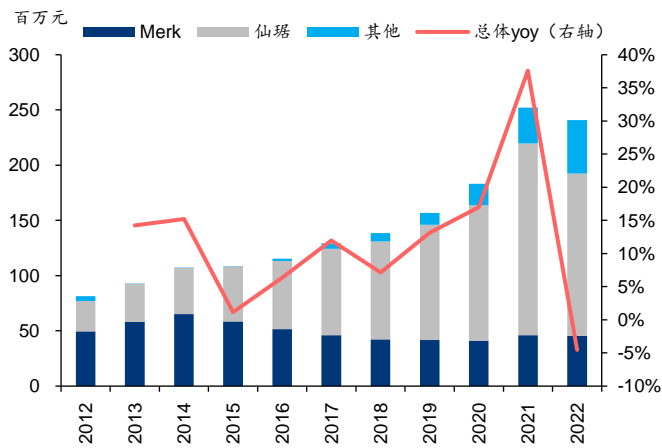
资料来源：CDE，NMPA，药智网，医药魔方，PDB，华泰研究

**集采影响测算：**预计 22 年集采产品销售额同比下降 0.8 亿元，23 年同比下降 3.7 亿元。

- 1) 注射用苯磺顺阿曲库铵：**2021 年第五批国家集采中，公司苯磺顺阿曲库铵注射液因尚未过一致性评价，未参与第五轮集采，2021 年销售 1.0 亿元，2022 年前三季度销售额同比减少约 8700 万元，预计全年下降到 0.2 亿元，考虑到手术量回升等影响，预计 23 年销售增长~20%。
- 2) 罗库溴铵注射液：**2022 年 7 月中选第七批集采，降价 74%，8 家企业中标。2022 年 11 月集采实施，影响 4Q22 业绩。根据 PDB 数据，2021 年公司产品市占率约为 70%，假设集采后公司市占率降为 25%，我们估算产品 2022 年销售额 4 亿元，2023 年同比下降 3.7 亿元。

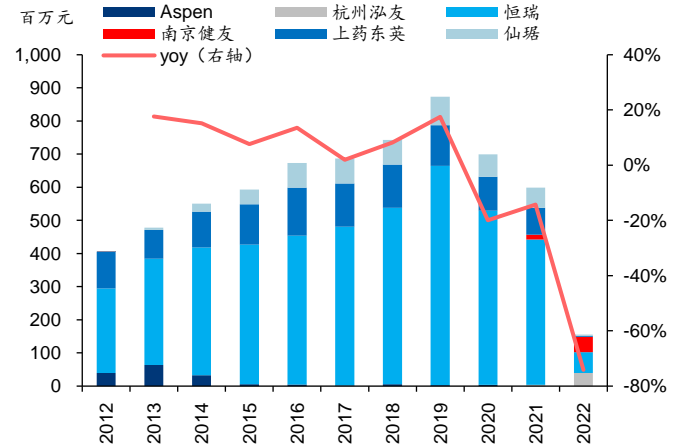


图表12: 罗库溴铵 PDB 样本医院销售额



资料来源: PDB, 华泰研究

图表13: 注射用苯磺顺阿曲库铵 PDB 样本医院销售额



资料来源: PDB, 华泰研究

储备产品丰富, 妇科为首的特色产品放量在即。公司多款妇科产品即将上市, 涵盖保胎(黄体酮凝胶, 23年底上市, 我们预计, 下同; 地屈孕酮, 24年上市)、避孕(庚酸炔诺酮, 22年开始市场导入; 屈螺酮炔雌醇, 2H23上市)、更年期综合征(戊酸雌二醇, 2H23上市)等多领域, 2H23开始有望回归高速增长轨道。同时, 公司积极拥抱创新, 1.1类创新药奥美克松钠临床3期实验已完成入组, 我们预计24年中获批上市, 具备20亿级重磅品种潜力; 2.2类创新药CZ1S临床1期进行中, 有望提高公司局麻领域市占率和影响力。

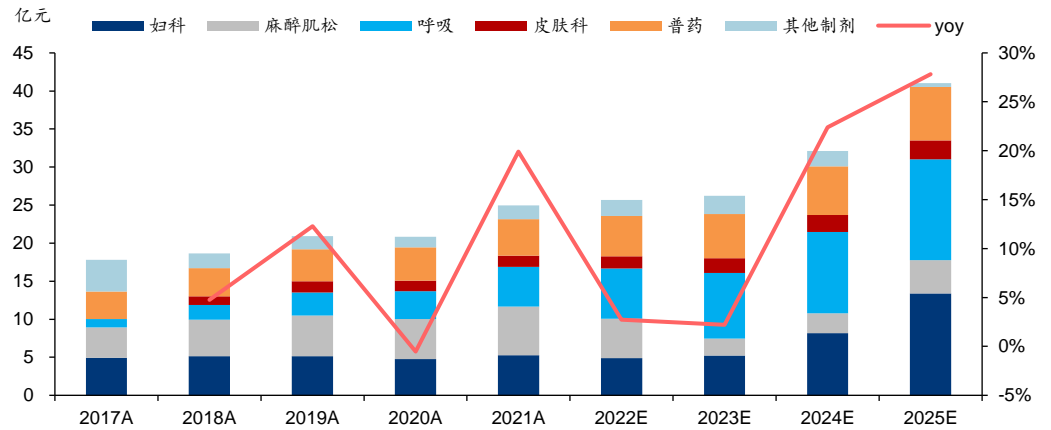
图表14: 公司在研制剂管线梳理

药物	类型	治疗领域	进度	披露时间	医保	22年PDB销售额		原研药	原研企业	竞争格局
						(百万 RMB)	原研企业			
黄体酮缓释凝胶	4类	妇科生殖	申请上市	2022年7月	-	231	雷诺同	Fleetlaboratories	原研上市, 2家申报上市, 5家BE	
黄体酮注射液(水针)	3类	妇科生殖	早期研发	-	-	-	Lubion	IBSA	国内未上市	
地屈孕酮片	4类	妇科生殖	BE	2022年8月	乙类	402	达芙通	雅培	原研上市, 1家申报上市, 3家BE	
吲哚布芬片	3类	血液科	申请上市	2022年9月	甲类	293	Ibustrin	辉瑞	1家国产上市	
屈螺酮炔雌醇片(II)	4类	妇科生殖	申请上市	2021年5月	-	97	优思悦	拜耳	原研上市, 1家申报上市	
戊酸雌二醇片	4类	妇科生殖	申请上市	2021年2月	乙类	67	补佳乐	拜耳	原研上市, 1家申报上市	
奥美克松钠注射液	1.1类	麻醉肌松	3期临床	2021年12月	-	-	-	-	直接与舒更葡糖钠竞争	
CZ1S(罗派卡因)	2.2类	麻醉肌松	1期临床	2022年8月	-	-	-	-	同为剂型创新药国内在研共2家	
睾酮凝胶	3类	生殖系统	BE	2017年12月	-	-	Testogel	Besins	国内未上市	
地诺孕素片	4类	妇科生殖	BE	2016年7月	乙类	99	Visanne	拜耳	原研+2家国产上市, 8家以上BE	

资料来源: CDE, NMPA, 药智网, 医药魔方, PDB, 华泰研究

我们认为23年公司制剂业务板块能够充分消化集采影响, 24年重新回归高速增长轨道, 我们预计22-24年新上市的独家+首仿+创新药产品有望于23-25年合计贡献收入1.3/4.7/11.7亿元, 对应收入占比2.8%/8.5%/17.2%, 我们预计制剂板块22-25年收入25.7/26.2/32.1/41.0亿元, 同比增长2.7%/2.2%/22.4%/27.8%。

图表15: 公司制剂业务销售预测



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

**妇科: 黄体酮集采影响可控, 多款首仿产品开拓蓝海市场**

妇科国产龙头, 紧跟原研大单品, 打造一揽子妇科产品组合。公司为国家计划生育药物定点生产厂家, 国产妇科用药龙头 (22年孕激素市占率8%, 为国产第一, 根据PDB), 凭借工艺、成本、产品丰富度 (唯一拥有保胎、避孕、更年期用药等多领域全产品线的国产妇科厂家) 及渠道优势 (拥有较为完善的自营销团队) 占据妇科领先地位。

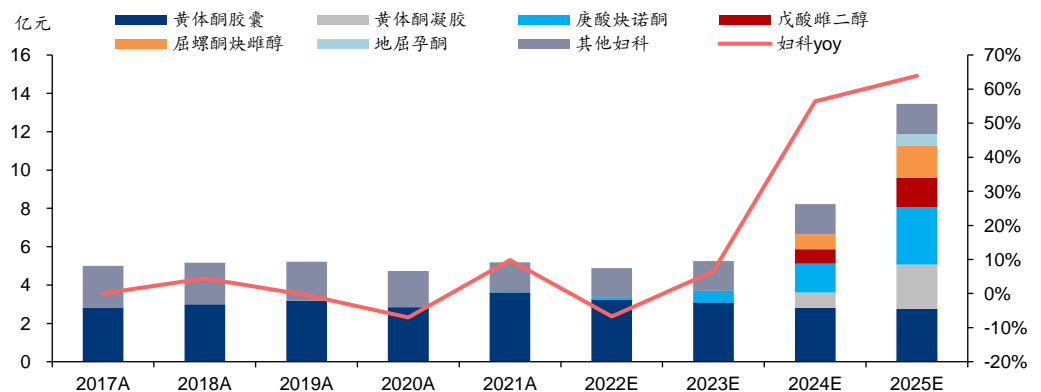
图表16: 妇科产品概览

产品	适应症	(预计) 上市时间	市场规模	竞争格局
庚酸炔诺酮注射剂	流产后避孕	1991年	预计峰值~15亿	仙琚独家产品, 22年开始拓展应用场景进行推广
黄体酮(软)胶囊	痛经、保胎等	2004年	22年6-7亿	原研 Besin、仙琚 (首仿未过评)、浙江爱生 (过评) 和浙江医药 (过评), 22年仙琚占58%市场份额
屈螺酮炔雌醇片 (II)	短效避孕	预计2023年底	22年约10亿	仅原研拜耳上市, 仙琚有望首仿, 无其他在研
黄体酮缓释凝胶	IVF 补充黄体	预计2023年底	22年约10亿	仅原研默克上市, 仙琚有望首仿, 仙琚、河北新张申报上市, 4家BE中
戊酸雌二醇片	更年期综合征	预计2023年底	22年约10亿	仅原研拜耳上市, 仙琚有望首仿, 无其他在研
地屈孕酮片	痛经、保胎等	预计2024年底	22年约15亿	仅原研雅培上市, 奥锐特22年申报上市, 仙琚、科伦、和泽坤元BE中
黄体酮注射液(水针)	备胎补充黄体	预计2027年	预计可达5~10亿	国内暂无上市, 仙琚有望首仿, 长春高新临床中

资料来源: NMPA, CDE, PDB, 药智网, 华泰研究预测

公司深耕妇科领域20余年, 除黄体酮胶囊 (22年市占率39.4%, 根据PDB) 外, 庚酸炔诺酮 (长效避孕, 独家)、黄体酮阴道缓释凝胶 (辅助生殖保胎, 首仿)、屈螺酮炔雌醇 (II) (短效避孕, 首仿)、戊酸雌二醇 (女性更年期, 首仿)、地屈孕酮 (保胎, 国产第二家) 等多款独家或首仿产品于22-24年陆续上市, 竞争格局良好, 我们预计首仿或独家产品有望合计贡献46.9亿元销售峰值, 23-25年合计贡献收入0.6/3.8/9.1亿元, 对应收入占比1.3%/6.9%/13.4%。我们预测妇科板块22-25年收入-6.7%/+6.6%/+56.4%/+63.9%。

图表17: 公司主要妇科产品销售预测



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

### 黄体酮系列：胶囊集采影响可控，凝胶进军辅助生殖大市场

**胶囊、注射液、凝胶全布局，全方位打造妇科孕激素龙头。**黄体酮系列是公司核心妇科产品，为市场主流孕激素产品（22年公司黄体酮胶囊销售额市占率39.4%，根据PDB），广泛用于育龄女性保胎，包括胶囊、缓释凝胶、注射液和栓剂等（22年销售额市占率分别为34%/57%/8%/1%，根据PDB），其中胶囊吸收度不佳，注射剂（油针）易产生硬结且有注射痛，阴道缓释凝胶兼具高生物利用率且外用剂型有助于提升患者体验感，但仅原研默沙东在售。公司分别于02年/04年获批黄体酮注射液（油针）/胶囊，另有黄体酮凝胶（8M22申报上市，有望23年底获批）和注射液（水针，早期研发阶段）在研，我们认为新剂型有望解决临床未满足需求，同时丰富公司产品梯队。

图表18：黄体酮不同剂型对比

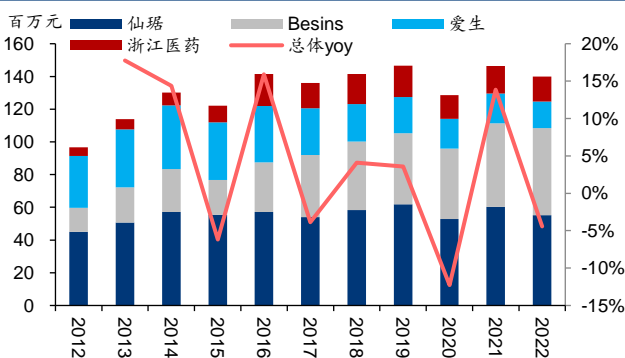
剂型	用途	优点	缺点	疗程费用	2022年样本医院销售（百万元）
胶囊	配合注射液或凝胶补充黄体	使用方便、单价低	存在首过效应、生物利用率低	364-666元	140
注射液	IVF保胎、催胎、调节月经	疗效确切、血药浓度最高、价格低	存在不良反应或过敏反应，注射部位疼痛刺激，易产生硬结，操作麻烦	189-227元	34
缓释凝胶	IVF保胎、催胎、调节月经	吸收效率高、无首过效应、使用方便、无痛苦、不良反应少	价格较高	4760-5712元	232

注：疗程费用计算假设黄体酮胶囊中标价1.3元/粒，每日4-6粒服用至妊娠10-12周；黄体酮注射液2.7元/支，每日1支至妊娠10-12周；黄体酮缓释凝胶68元/支，每日一支至妊娠10-12周

资料来源：药品说明书，药智网，PDB，华泰研究

**黄体酮胶囊：传统安胎药，产品进入成熟期，销售稳定。**黄体酮软胶囊原研为法国法杏，1980年首次在法国上市，2003年登陆中国市场，仙琚的黄体酮胶囊2004年首仿上市，2022年销售额市占率39.4%，销量市占率57.6%（根据PDB），目前产品已进入成熟期（15-19年样本医院市场规模增速CAGR=4.7%，根据PDB），市场格局较好（原研+仙琚首仿未过评+浙江爱生7M22过评+浙江医药2M23过评，无其他在研），我们预计黄体酮胶囊短期内不会纳入国家集采（第八批国家集采品种均为5家及以上过评）。尽管部分区域（如山东山西和广东十三省联盟集采，价格降幅~70%）纳入集采，但考虑到黄体酮胶囊具备一定消费属性，院外市场占比较高，我们预计对公司销售影响较小。

图表19：PDB样本医院黄体酮胶囊销售额



资料来源：PDB，华泰研究

图表20：黄体酮胶囊各省中标价

省份	中标价	执行时间	省份	区域集采中标价	执行时间
江苏	1.32	2022.08	广东	0.39	2022.12
西藏	1.32	2022.08	山西	0.40	2022.08
四川	1.33	2021.12			
湖北	1.35	2020.11			
陕西	1.37	2020.07			
均价	1.34		均价	0.40	
平均降幅				70%	

注：中标价单位统一换算为（元/粒，50mg）

资料来源：药智网，华泰研究

集采影响趋于缓和，我们预测22-25年黄体酮胶囊收入3.3/3.1/2.8/2.8亿元，基于：

- 1) **销量**：根据PDB数据，公司黄体酮胶囊17-22年销量CAGR约6%，已进入平稳增长期，假设23年销量恢复性提升，之后逐渐趋于平稳；
- 2) **定价**：考虑区域集采影响，参考已落地的山东山西及广东联盟集采，假设集采地区中标价0.4元/粒，院外中标价逐年下降，集采范围逐年扩张，院外销量占比逐年增加。

图表21: 黄体酮(软)胶囊销售预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
总销量	3828	4009	4212	3997	5141	4949	5691	6260	6573	6836	7041	7182	7254	7254	7254	7254
yoy		5%	5%	-5%	29%	-4%	15%	10%	8%	5%	4%	3%	2%	1%	0%	-1%
仙琚市占率(销量)	58%	60%	61%	59%	60%	59%	55%	48%	45%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
仙琚总量(十万粒)	2221	2397	2558	2370	3079	2907	3130	3005	3043	2840	2953	3042	3103	3134	3134	3102
yoy		8%	7%	-7%	30%	-6%	8%	-4%	1%	-7%	4%	3%	2%	1%	0%	-1%
院外价(元)	1.44	1.41	1.40	1.36	1.33	1.32	1.30	1.28	1.26	1.24	1.22	1.20	1.18	1.16	1.15	1.14
院内价(元)	1.44	1.41	1.40	1.36	1.33	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
集采地区占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10%	35%	45%	50%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
院内占比	60%	60%	60%	60%	60%	60%	58%	56%	54%	52%	50%	48%	46%	44%	42%	40%
院外占比	40%	40%	40%	40%	40%	40%	42%	44%	46%	48%	50%	52%	54%	56%	58%	60%
销售额(亿元)	2.8	3.0	3.2	2.8	3.6	3.3	3.1	2.8	2.8	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
yoy				-10%	27%	-10%	-5%	-9%	-2%	-27%	5%	4%	3%	2%	1%	0%

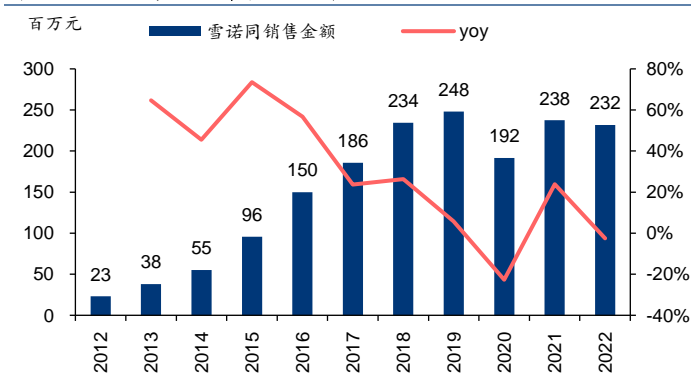
注: 销量规格统一为 0.1g/粒进行计算

资料来源: PDB, 药智网, 华泰研究预测

**黄体酮阴道缓释凝胶: 辅助生殖黄金搭档, 仙琚首仿上市在即。**用于辅助生育中补充黄体酮, 提高试管成功率和保胎, 原研为默克雪兰诺, 采用 Columbia 公司特有的生物粘附传递释药技术专利, 以低过敏性的聚卡波非为基质, 使黄体酮凝胶在阴道中的外漏最小化, 为辅助生殖主流推荐剂型。

- 1) 市场规模:** 22 年样本医院销售 2.3 亿元, 考虑到产品在专科医疗机构销售较多, 我们估算 22 年产品销售额~10 亿元。疫情前销售保持快速增长, 17-19 年 CAGR=16% (根据 PDB);
- 2) 竞争格局:** 原研 95 年于英国上市, 09 年中国上市, 18 年中国专利到期。仙琚已于 8M22 国内首家上市申报, 我们预计 23 年底获批上市, 另有河北新张上市申请, 格局较好。

图表22: 雪诺同 PDB 样本医院销售额



资料来源: PDB, 华泰研究

图表23: 国内黄体酮缓释凝胶竞争格局

公司	进度	公示时间	临床状态
浙江仙琚	申请上市	2022 年 7 月底	已完成
河北新张	申请上市	2022 年 11 月	已完成
南京泽恒	BE	2021 年 8 月	进行中, 尚未招募
杭州和泽坤元	BE	2022 年 8 月底	进行中, 尚未招募
四川科伦	BE	2022 年 11 月	进行中, 招募完成
江苏远恒	BE	2023 年 1 月	进行中, 尚未招募
浙江爱生	BE	2023 年 3 月	进行中, 招募完成

资料来源: 医药魔方, CDE, 华泰研究

我们预计仙琚 24-25 年有望实现销售额 0.8/2.3 亿, 基于:

- 1) 患者群:** 18 年我国不孕症患病率 16% (根据 Frost & Sullivan), 与美国相近, 但 IVF 渗透率仅 7% (vs 美国 30%), 提升潜力较大。18 年我国 IVF 取卵周期数 68 万个, 14-18 CAGR=15% (根据 Frost & Sullivan), 考虑 20 及 22 年受疫情影响有所下滑, 23 年有望快速增长, 之后恢复正常增速; 假设 21 年 IVF 成功率为 55% (根据 Frost & Sullivan) 并逐步提升;
- 2) 上市预期:** 仙琚已于 8M22 申报上市, 假设 23 年底获批上市, 24 年开始贡献收入;
- 3) 定价:** 原研定价 71 元/支, 假设定价为原研 70% 左右, 即 50 元/支;
- 4) 用量:** 参考原研说明书用量, 1 支/天, 连续使用 10 周, 人均使用 70 支。



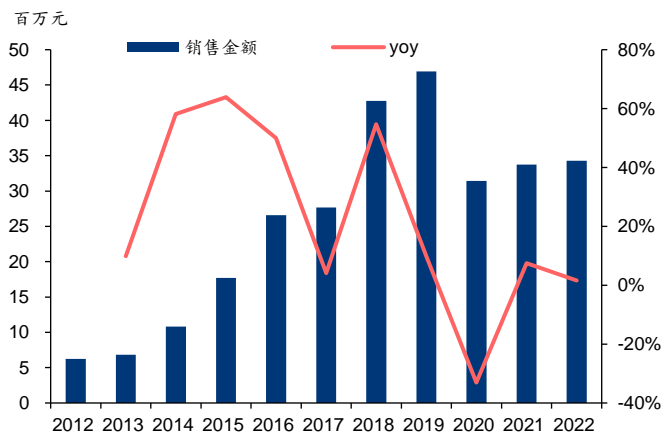
图24：黄体酮缓释凝胶销售预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
IVF 取卵周期数 (万个)	60	68	74	63	68	68	79	88	98	109	121	133	145	158	172	186
yoy		14%	8%	-15%	8%	1%	15%	12%	12%	11%	11%	10%	10%	9%	9%	8%
IVF 成功率	53%	53%	54%	54%	55%	55%	56%	56%	57%	57%	58%	58%	59%	59%	60%	60%
成功妊娠周期数 (万个)	32	36	40	34	37	38	44	49	56	62	69	77	85	93	102	111
黄体酮凝胶渗透率	41%	45%	44%	40%	45%	43%	45%	46%	47%	48%	49%	50%	51%	52%	53%	54%
人均用量	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
总需求量 (百万支)	9	11	12	9	12	11	14	16	18	21	24	27	30	34	38	42
仙琚市占率								10%	25%	30%	35%	40%	40%	40%	40%	40%
仙琚销量 (百万支)								2	5	6	8	11	12	14	15	17
仙琚单价 (元/支)								50	50	50	50	50	50	50	50	50
仙琚销售额 (亿元)								0.8	2.3	3.1	4.2	5.4	6.1	6.8	7.6	8.4

资料来源：Frost &amp; Sullivan, 药智网, 华泰研究预测

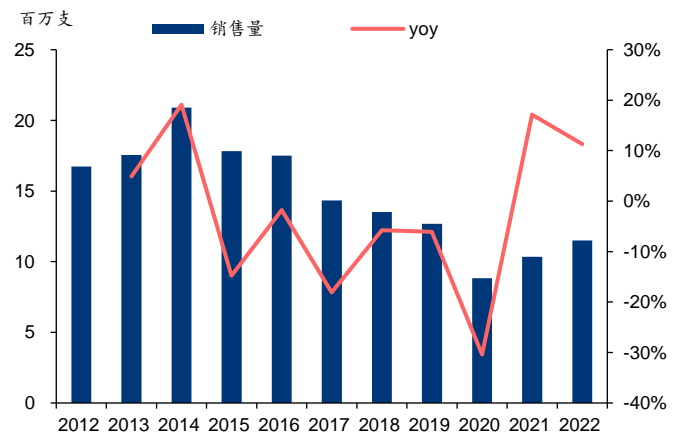
**黄体酮注射液：水针有望替代传统油针，打开增长空间。**黄体酮注射液为传统保胎用药，截至 23 年 3 月国内已有 7 家公司获批上市（均为油针，仙琚 22 年销量市占率 86%，根据 PDB），作为成熟普药品种，单价较低，增长依靠提价（17/22 年平均售价 1.93/2.98 元，根据 PDB）。考虑到油性溶液中药物浓度较大，注射过程中阻力明显，患者多有注射痛，且易发生结块，公司在研新剂型黄体酮注射液水针（我们预计公司 24 年申报临床，另有长春高新 2M23 申报临床），可显著降低副作用，有望提质提价，打开增长天花板。

图25：PDB 样本医院黄体酮注射液销售额



资料来源：PDB, 华泰研究

图26：PDB 样本医院黄体酮注射液销售量

注：统一为 20mg 规格计算销量  
资料来源：PDB, 华泰研究

**销售预测：考虑到水针导入，我们预计黄体酮注射液于 2032 年实现销售额 5.7 亿元，基于：**

- 1) 黄体酮注射液总销量：**考虑到疫情放开诊疗恢复因素，假设 23 年增速 15%，假设后续缓慢提价，销量恢复性提升；
- 2) 定价：**i) 油针：考虑到产品已定价水平较低，假设持续缓慢提价；ii) 水针：考虑到水针为新剂型，假设定价 30 元/支；
- 3) 上市时间：**公司黄体酮注射液水针尚处于早期研发阶段，我们预计 24 年申报临床，26 年申报上市，27 年有望获批；
- 4) 市占率：**考虑到水针可减少患者注射痛，假设水针上市后逐步替代油针市场，2029 年实现油针的 60% 替代，预计仙琚能够实现 50% 市占率。

图表27: 黄体酮注射液销售预测

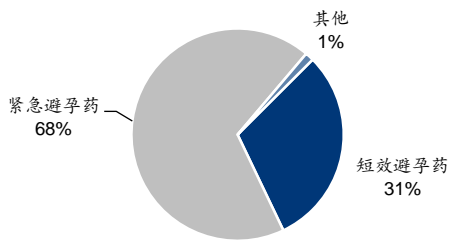
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
总销量 (百万只)	42	39	40	31	39	40	46	48	51	53	55	57	58	59	60	60
yoy	-18%	-9%	4%	-22%	25%	3%	15%	5%	5%	4%	4%	3%	2%	2%	1%	1%
油针占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	90%	80%	70%	60%	50%	50%	50%
仙琚油针市占率	83%	84%	85%	88%	88%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
油针销量 (百万支)	35	32	34	27	34	35	40	42	44	41	38	34	30	25	26	26
水针占比										10%	20%	30%	40%	50%	50%	50%
仙琚水针市占率											20%	40%	50%	50%	50%	50%
仙琚水针销量 (百万支)											2.2	6.8	11.6	14.7	14.9	15.0
油针价格 (元/支)	1.9	3.2	3.7	3.6	3.3	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6	3.7	3.9	4.0	4.2	4.3	4.5
水针价格 (元/支)											30	30	30	30	30	30
油针销售额 (亿元)	0.7	1.0	1.3	1.0	1.1	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2
水针销售额 (亿元)											0.7	2.0	3.5	4.4	4.5	4.5
总销售额 (亿元)	0.7	1.0	1.3	1.0	1.1	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5	2.1	3.4	4.7	5.5	5.6	5.7

资料来源: PDB, 华泰研究预测

### 避孕系列: 特色制剂拓展全新应用场景, 在研短效避孕药紧跟海外龙头

我国避孕药市场较大, MAT 22Q2 全国零售药店销售额 30+亿元, 但长效避孕占比较低, MAT 22Q2 占比仅 1.3% (根据中康 CMH), 主要由于依从性较低 (多为注射剂型) 且可及性不高 (截至 23 年 3 月底, 我国仅获批 3 款长效避孕针剂)。

图表28: MAT2Q22 我国避孕药市场格局



资料来源: 中康 CMH, 华泰研究

图表29: 避孕药类型对比

类型	优点	缺点	主要上市品种
紧急避孕药	事后补救, 见效快	副作用大, 影响激素水平	毓婷 (左炔诺孕酮)、后定诺 (米非司酮) 等
短效避孕药	效果好、安全、使用方便, 用药剂量低, 副作用较小	用药麻烦, 需持续服药	妈富隆 (去氧孕烯炔雌醇), 优思明/优思悦 (屈螺酮炔雌醇), 达英-35 (炔雌醇环丙孕酮) 等
长效避孕药	高效、有效期长、能够减轻痛经等症状	可能导致月经紊乱、闭经等副作用	艾悦 (左炔诺孕酮炔雌醚), 依伴依 (依托孕烯) 等

资料来源: 药智网, 华泰研究

**庚酸炔诺酮: 长效避孕, 有望成为流产后女性首选。**复方庚酸炔诺酮注射液为 WHO 及我国卫健委推荐的长效避孕方式, 主要用于流产后女性补充孕激素、减少流产后出血及疼痛, 同时降低再次怀孕概率, 避免反复流产。

图表30: 流产后避孕方式对比

类型	成功率	优点	缺点
避孕套	低	使用简单方便	受使用方法和习惯影响, 存在较大避孕失败风险
节育器	高	不影响性生活, 无副作用	存在脱落的风险, 可逆性差
长效避孕药	高	持续时间长	多为注射类产品, 需前往医疗机构注射
短效避孕药	高	副作用较小	服药前 7 天无避孕效果; 需要持续服药, 容易忘记
避孕针剂	高	无肝首过效应, 肝脏负荷小, 副作用小于短效避孕药	注射剂型患者依从性低

资料来源: 华泰研究

**销售预测: 我们预计庚酸炔诺酮 23-25 年实现销售 0.6/1.5/3.0 亿元, 峰值 15.6 亿元, 基于:**

- 患者群:** 18-22 年我国每年人工流产手术在 970 万台附近 (中国卫生健康统计年鉴), 考虑疫情后流动人口流通增加, 流产手术总量短期反弹;
- 渗透率:** 仙琚独家生产并于 22 年开始做市场推广, 我们认为产品有望凭借高有效率 (98%)、长效 (1 月 1 次) 及低副作用 (可减少恶心反胃等胃肠道副反应) 快速推向市场, 预计远期渗透率超 40%;
- 定价与用量:** 庚酸炔诺酮中标价 58 元/支, 当前推广用量 4 支/人, 我们预测人均用量能够逐步提升到 8 支/人。

图表31: 庚酸炔诺酮销售预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
流产人次 (万例)	963	974	976	966	971	961	976	981	976	971	966	961	956	952	947	942
yoy		1.1%	0.2%	-1.0%	0.5%	-1.0%	1.5%	0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
渗透率					0.1%	0.8%	3.0%	7.5%	12.0%	20.0%	25.0%	35.0%	40.0%	43.4%	40.0%	37.0%
人均用量 (支)					2	2	4	4	5	5	6	6	7	7	8	8
销量 (万支)					2	15	117	294	585	971	1449	2019	2678	2893	3030	2789
中标价 (元/支)					58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58
销售额 (亿元)					0.0	0.1	0.6	1.5	3.0	5.0	7.4	10.4	13.7	14.8	15.6	14.3

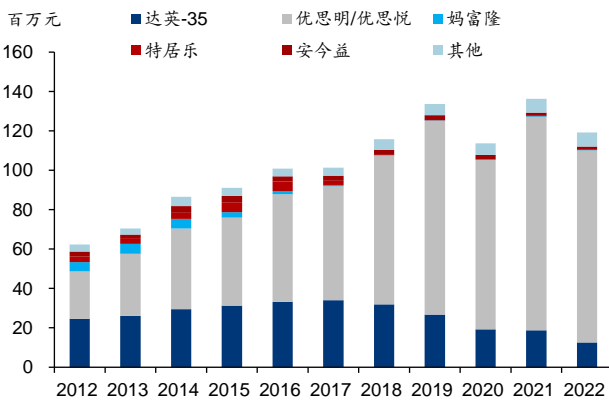
资料来源: 药智网, 中国卫生健康统计年鉴, 华泰研究预测

**屈螺酮炔雌醇片: 短效避孕明星产品, 仙琚首仿上市在即。**屈螺酮炔雌醇片为主流口服短效避孕药, 原研为拜耳的优思明/优思悦, 分别于 09/15 年在国内上市, 优思悦为优思明升级款, 雌激素含量更低 (2vs3mg 炔雌醇/片), 副作用更小, 单价更高 (5.5vs5.1 元/片/天)。

**1) 市场规模:** 我国零售端避孕药总体市场超 30 亿元, 其中短效避孕药占比超 30%, 10+ 亿元 (根据中康 CMH); 22 年屈螺酮炔雌醇片样本医院销售额为 1 亿元, 考虑到避孕药在院外零售市场销售较多, 我们估算 22 年产品整体销售额~10 亿元。

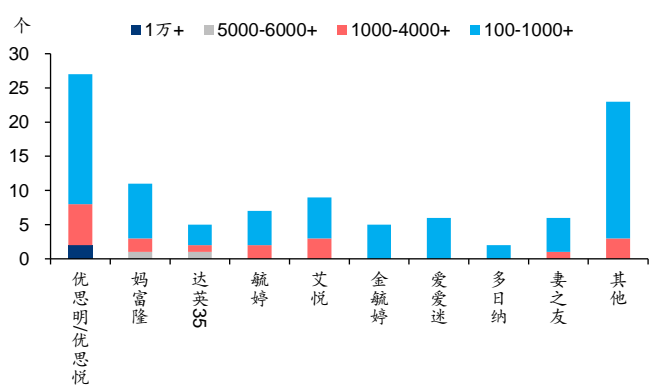
**2) 竞争格局:** i) 屈螺酮炔雌醇片: 原研拜耳获批上市, 雅培和吉瑞分别于 21/22 年国内获批, 南通联亚于 3M22 申报上市, 晖致医药正在 BE 阶段; ii) 屈螺酮炔雌醇片 (II): 原研拜耳获批, 仙琚 5M21 申报上市, 为国内独家首仿, 竞争格局良好。

图表32: PDB 样本医院女用避孕药市场格局



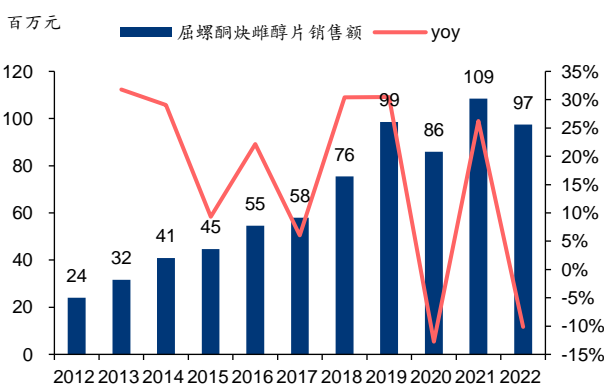
资料来源: PDB, 华泰研究

图表33: 避孕药品牌销量分析 (不同月收货量店铺数量统计)



注: 淘宝检索关键词“避孕药”, 月收货量在 100+ 的 86 家店铺, 截至 22 年 3 月末  
资料来源: 店透视, 淘宝, 华泰研究

图表34: 屈螺酮炔雌醇 PDB 样本医院销售额



资料来源: PDB, 华泰研究

图表35: 屈螺酮炔雌醇竞争格局

公司	药物名	药物类型	进度	披露时间
拜耳	屈螺酮炔雌醇片	5.1 类	上市	2009.06
拜耳	屈螺酮炔雌醇片 (II)	5.1 类	上市	2013.10
雅培	屈螺酮炔雌醇片	5.2 类	上市	2021.04
吉瑞制药	屈螺酮炔雌醇片	5.2 类	上市	2022.08
仙琚制药	屈螺酮炔雌醇片 (II)	4 类	ANDA	2021.05
南通联亚	屈螺酮炔雌醇片	4 类	ANDA	2022.03
晖致医药	屈螺酮炔雌醇片	4 类	BE	2020.09

资料来源: 药智网, NMPA, CDE, 华泰研究

**销售预测：我们预计屈螺酮炔雌醇片有望于2032年实现销售额8.0亿元，基于：**

- 1) **患者群：**22年我国25-45岁女性占比18.3%（根据国家统计局），假设有17.5%存在高频性行为（根据谷雨数据）；预计伴随避孕习惯的改善，短效避孕药渗透率逐步提高；
- 2) **定价：**参考原研拜耳定价（5.5元/片），假设公司定价为原研的70%，即3.9元/片；
- 3) **用法用量：**每日一片，假设每年服用3个月，即90片；
- 4) **上市时间：**仙琚已于5M21申报上市，我们预计23年底获批，24年开始贡献收入；
- 5) **市占率：**考虑到竞争因素和公司在妇科领域的优势，以及避孕药的消费属性，我们假设公司有望32年市占率逐步提升到18%。

**图表36：屈螺酮炔雌醇销售预测**

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
人口（亿人）	13.96	14.03	14.08	14.11	14.12	14.11	14.10	14.09	14.07	14.05	14.02	13.99	13.96	13.93	13.90	13.87
20-45岁女性占比	20.8%	20.2%	19.8%	18.6%	18.5%	18.3%	18.2%	18.0%	17.8%	17.6%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
20-45岁女性数量（百万人）	291	283	278	263	261	258	257	254	250	247	245	245	244	244	243	243
高频性行为人数（百万人）	51	50	49	46	46	45	45	44	44	43	43	43	43	43	43	42
渗透率	1.2%	1.6%	2.2%	2.0%	2.6%	2.3%	2.6%	2.9%	3.1%	3.4%	3.7%	4.0%	4.3%	4.6%	4.9%	5.2%
使用人数（百万人）	0.6	0.8	1.1	0.9	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
用量（片/人）	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
仙琚市占率								3%	6%	10%	12%	14%	15%	16%	17%	18%
单价（元/片）								3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>销售额（亿元）</b>								<b>0.8</b>	<b>1.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.9</b>	<b>4.8</b>	<b>5.6</b>	<b>6.3</b>	<b>7.2</b>	<b>8.0</b>
yoy									111%	80%	29%	26%	15%	14%	13%	12%

资料来源：国家统计局，华泰研究预测

**其他妇科在研：全面布局女性健康领域，产品仿制进度领先**

**戊酸雌二醇片：女性更年期首选用药，仙琚有望首仿上市。**戊酸雌二醇主要用于治疗更年期综合征，原研为拜耳的补佳乐，69年意大利首次上市，97年在中国上市，经过拜耳多年推广，目前稳坐我国更年期用药市场头把交椅（2016年市占率43%，叠加戊酸雌二醇/雌二醇环丙孕酮复合包装共占75%）。

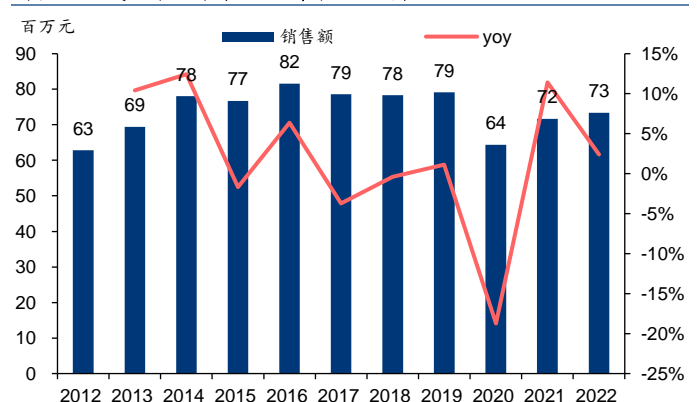
- 1) **市场规模：**18年我国更年期用药市场规模达24.2亿元，其中化药占比约50%，14-18年CAGR约为20%（根据智研咨询），假设保持15%的CAGR，预计22年市场规模达42亿元；预计22年更年期用化药市场规模约为21亿元，零售终端销售占大头，22年戊酸雌二醇片在PDB样本医院销售额0.7亿元，考虑到更年期综合征口服用药在院外零售市场销售较多，我们估算22年产品整体销售额~10亿元；
- 2) **竞争格局：**仙琚于8M22国内首家申报上市，我们预计23年底获批，且后续无其他公司进入临床或申报阶段，竞争格局良好。

**图表37：更年期综合症主要用化药**

通用名	商品名	厂家	22年PDB销售（百万元）
复方醋酸甲羟孕酮胶囊	妇复春	康必得	-
戊酸雌二醇片	补佳乐	拜耳	67
雌二醇屈螺酮片	安今益	拜耳	2
雌二醇/雌二醇地屈孕酮片复合包装	芬吗通	雅培	86
戊酸雌二醇/雌二醇环丙孕酮片复合包装	克龄蒙	拜耳	6

资料来源：米内网，PDB，华泰研究

**图表38：戊酸雌二醇片PDB样本医院销售额**



注：统计包含戊酸雌二醇片/雌二醇环丙孕酮片复合包装

资料来源：PDB，华泰研究



**销售预测：我们预计戊酸雌二醇片有望于 2030 年实现 6.4 亿元销售峰值，基于：**

- 1) **患者群：** 更年期妇女中有 85% 会出现更年期综合征症状，其中 25% 症状较为严重，需通过药物缓解（根据华经产业研究院），21 年我国 40-59 岁女性占比 15.0%（根据国家统计局），约 1.1 亿人；
- 2) **定价：** 参考原研拜耳定价（1.33 元/片），假设公司定价为原研的 70%，即 0.9 元/片；
- 3) **用法用量：** 20 天为一个疗程，假设每年服用 6 个月，即 120 片；
- 4) **上市时间：** 仙琚已于 8M22 申报上市，我们预计 23 年底获批；
- 5) **市占率：** 考虑到目前暂无其他竞品申报临床或申请上市，我们假设公司有望实现 50% 的峰值市占率。

**图表 39：戊酸雌二醇销售预测**

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
人口 (亿人)	13.96	14.03	14.08	14.11	14.12	14.11	14.10	14.09	14.07	14.05	14.02	13.99	13.96	13.93	13.90	13.87
40-59 岁女性占比	8.7%	8.6%	8.5%	8.3%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
40-59 岁女性数量 (百万人)	12133	12036	11994	11642	11369	11288	11280	11272	11256	11240	11216	11192	11168	11144	11120	11096
潜在用药人数 (百万人)	3033	3009	2998	2910	2842	2822	2820	2818	2814	2810	2804	2798	2792	2786	2780	2774
渗透率	6.1%	6.8%	7.0%	6.2%	7.2%	7.2%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%
使用人数 (百万人)	186	204	210	182	205	202	224	252	280	308	335	362	376	389	402	415
用量 (片/人)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
仙琚市占率								8%	15%	25%	33%	40%	45%	50%	48%	46%
销量 (亿片)								0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
单价 (元/片)									-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
<b>销售额 (亿元)</b>								<b>0.8</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>3.9</b>	<b>5.0</b>	<b>5.7</b>	<b>6.4</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>
yoy									104%	79%	41%	28%	14%	13%	-3%	-3%

资料来源：国家统计局，PDB，华经产业研究院，华泰研究预测

**地屈孕酮片：黄体酮之后又一保胎重磅产品。**地屈孕酮为人工合成孕激素，价效类似天然黄体酮，但专一性更强，只作用于孕激素受体，相比黄体酮具备生物利用率高、起效快、肝负荷小等优点。原研为雅培的达芙通，1961 年在英国首次上市，2004 年国内上市。

- 1) **市场规模：** 达芙通 09-20 年全球销售额从 1.6 亿美元增长到 4.3 亿美元，CAGR 达 9.2%（根据 NEWPORTPREMIUM）。22 年国内 PDB 样本医院销售额 4 亿元（12-22 年 CAGR=15%）；
- 2) **竞争格局：** 目前国内仅原研雅培在售，奥锐特于 22 年 9 月申报上市，仙琚 BE 临床已完成，有望 2H23 申报上市，我们预计 24 年底获批，另有科伦和和泽坤元 BE 临床中。

**图表 40：地屈孕酮 PDB 样本医院销售额**



资料来源：PDB，华泰研究

**图表 41：地屈孕酮在研临床进展**

公司	药物名	进度	披露时间	入组(已入组)	临床试验登记号
奥锐特	地屈孕酮片	ANDA	2022.09.02	国内: 54(54)	CTR20211422
仙琚制药	地屈孕酮片	BE	2022.11.14	国内: 60(60)	CTR20222988
和泽坤元	地屈孕酮片	BE	2022.02.28	国内: 54(24)	CTR20220311
科伦药业	地屈孕酮片	BE	2022.12.07	国内: 56(28)	CTR20223251

资料来源：药智网，CDE，华泰研究

**销售预测：我们预计地屈孕酮片有望于 2031 年实现 8.5 亿元销售峰值，基于：**

- 1) **患者群：**22 年我国新生儿 956 万人，且逐年下降，考虑到计划生育放开及三胎政策推行，假设未来新生儿人数下降速度减缓；
- 2) **定价：**参考原研雅培定价（5.4 元/片），假设公司定价为原研的 70%，即 3.8 元/片；
- 3) **用法用量：**每日 2 片，至怀孕 20 周，既 280 片；
- 4) **上市时间：**仙琚已完成 BE 临床，我们预计 2H23 申报上市，24 年底获批，25 年开始贡献收入；
- 5) **市占率：**考虑产品竞争格局较好，我们假设公司有望实现 30% 的峰值市占率。

**图表 42：地屈孕酮销售预测**

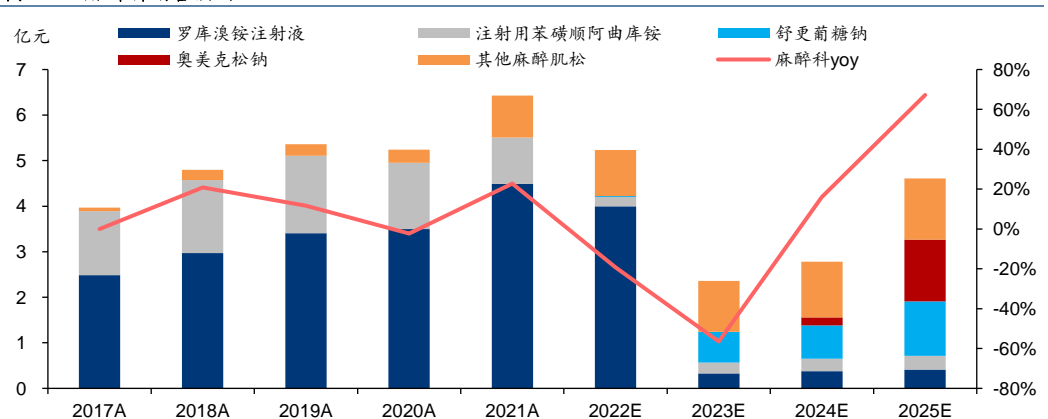
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
中国新生儿（百万人）	17.7	15.2	14.7	12.0	10.6	9.6	8.8	8.3	7.9	7.5	7.3	7.2	7.1	7.1	7.1	7.1
yoy		-13.7%	-3.8%	-18.1%	-11.5%	-10.0%	-8.0%	-6.0%	-5.0%	-4.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
渗透率	3.4%	4.3%	5.1%	5.8%	8.5%	9.7%	14.7%	19.7%	24.7%	28.7%	32.7%	35.7%	38.7%	40.7%	42.7%	43.7%
使用人数（百万人）	0.6	0.7	0.7	0.7	0.9	0.9	1.3	1.6	1.9	2.2	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	3.1
用量（片/人）	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280
仙琚市占率									3%	6%	10%	15%	20%	25%	30%	28%
单价（元/片）									3.8	3.7	3.6	3.6	3.5	3.4	3.3	3.3
yoy										-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
销售额（亿元）									<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>2.4</b>	<b>3.8</b>	<b>5.4</b>	<b>6.9</b>	<b>8.5</b>	<b>8.0</b>
yoy										119%	80%	57%	40%	29%	23%	-6%

资料来源：国家统计局，华泰研究预测

### 麻醉与肌松：集采风险出清，舒更放量在即，奥美克松钠接力续航

深耕肌松领域，罗库溴铵集采风险出清，舒更葡萄糖钠及奥美克松钠打造第二成长曲线。公司深耕肌松领域，拥有罗库溴铵、维库溴铵及苯磺顺阿曲库铵肌松全产品线，其中苯磺顺阿曲库铵和罗库溴铵分别纳入第五批和第七批集采，并于 21 年 9 月和 22 年 11 月开始执行，对 22-23 年板块收入带来较大压力。展望未来，肌松拮抗剂舒更葡萄糖钠（仿制药，7M22 获批，1M23 纳入医保）、奥美克松钠（1 类新药，III 期临床中，我们预计 23 年中 NDA，24 年中获批上市）及 CZ1S（2.2 类新药，I 期临床中）有望成为肌松麻醉线第二成长曲线，带动板块 23-25E 实现 39.3% 收入 CAGR。

**图表 43：麻醉科销售预测**



资料来源：PDB，公司公告，华泰研究预测

### 罗库溴铵+苯磺顺阿曲库铵集采风险出清

集采风险出清，23 年开始有望轻装上阵。公司麻醉肌松核心产品苯磺顺阿曲库铵和罗库溴铵分别纳入第五批和第七批集采，并于 9M21 和 11M22 开始执行，考虑到公司集采前市占率较高（公司苯磺顺阿曲库铵/罗库溴铵集采前市占率分别为 10%/69%），我们估算集采分别对 22/23 年收入影响-0.8/-3.7 亿元。

图表44：公司麻醉肌松产品集采情况概览

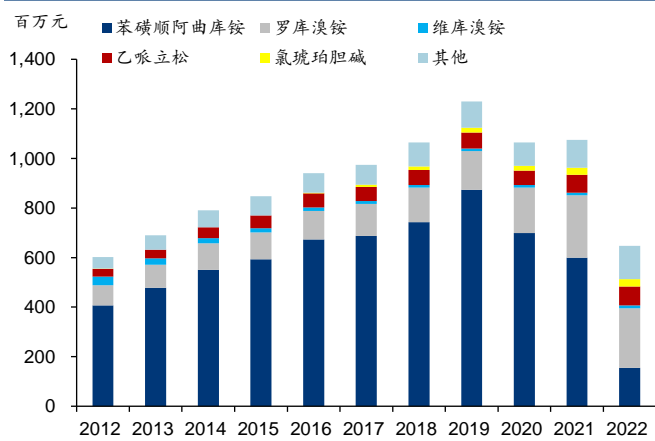
通用名	适应症	仙琚获批时间	集采批次	集采执行时间	集采前中标价	集采中标价	价格降幅	集采前PDB销售额	集采前PDB市占率	预计集采对销售额影响
苯磺顺阿曲库铵注射液	手术麻醉	2022.09 过评	纳入第五批未中标, 未参加	2021.9	74 元/支	12.2 元/支	83%	0.68 亿 (20 年)	10%	-0.8 亿
罗库溴铵注射液	手术麻醉	2020.09 过评	中标第七批	2022.11	49 元/支	12.8 元/支	74%	1.73 亿 (21 年)	69%	-3.7 亿

注：罗库溴铵注射液中标价规格统一为（50mg/支）；苯磺顺阿曲库铵中标价规格统一为（10mg/支）  
资料来源：NMPA，药智网，医药魔方，PDB，华泰研究预测

**肌松用药市场：罗库溴铵市占率有望提升，提振舒更葡糖钠需求**

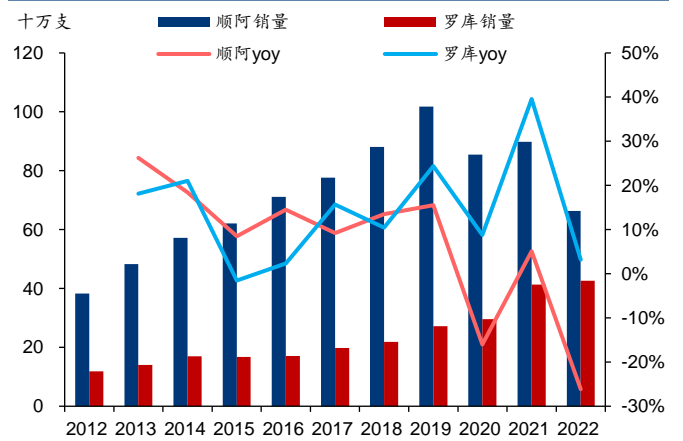
**苯磺顺阿曲库铵+罗库溴铵双雄争霸，集采后罗库溴铵市占率有望提升。**肌松用药以苯磺顺阿曲库铵及罗库溴铵+舒更葡糖钠两种治疗方式为主，其中顺阿作用时间较短（罗库 1-2 分开始起效，作用 40 分钟 vs 顺阿 7-8 分开始起效，作用 24 分钟），手术期间有苏醒风险，而罗库则有术后神经肌肉阻滞的风险。舒更葡糖钠可以在 2-3 分钟内完全拮抗各种程度的神经肌肉阻滞，海外广泛接受罗库溴铵+舒更葡糖钠组合（183 个国家有 46% 的麻醉医师在临床中使用，数据来源：BJA.2017），由于 22 年之前国内舒更葡糖钠未纳入医保+苯磺顺阿曲库铵生产厂商推广能力较强，临床应用以苯磺顺阿曲库铵为主（集采前 20 年市占率 66%，根据 PDB）。考虑到苯磺顺阿曲库铵和罗库溴铵均已纳入集采，我们认为未来市场有望以产品临床价值为导向，罗库溴铵市占率有望提升，带动舒更葡糖钠需求提升。

图表45：PDB 样本医院肌松用药市场格局



资料来源：PDB，华泰研究

图表46：PDB 样本医院罗库溴铵和苯磺顺阿曲库铵销量



注：罗库溴铵注射液统一换算为 50mg/支，苯磺顺阿曲库铵统一换算为 10mg/支  
资料来源：PDB，华泰研究

图表47：常用手术用肌松药对比

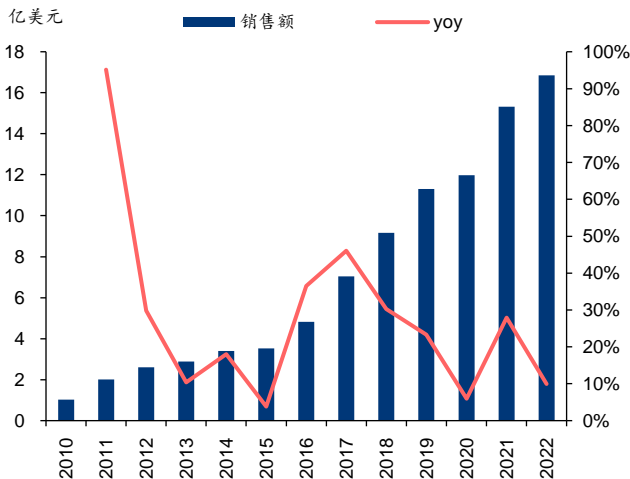
通用名	类别	优势	劣势	起效时间	维持时间	最新中标价	费用/台手术	竞争格局
维库溴铵	非去极化	起效快但次于罗库、无组胺释放	无特异性拮抗剂	2-4min	30-40min	7.5 元/支, 4mg	45 元	国产 10 家+上市
罗库溴铵	非去极化	起效快、无组胺释放、可被舒更葡糖钠特异性拮抗	需要依赖肾脏代谢	1-2min	30-40min	12.8 元/支 50mg	115 元	国产 10 家+, 1 家进口上市
苯磺顺阿曲库铵	非去极化	可霍夫曼消除、肾脏代谢压力小	起效较慢、无特异性拮抗剂	7.5min	24min	24.37 元/支, 10mg	97 元	国产 10 家+, 1 家进口上市
琥珀胆碱	去极化类	起效快, 神经阻滞充分	副作用大	60s	8-10min	36.8 元/支 50mg	74 元	3 家国产上市

注：假设患者体重 60kg，每台手术需要麻醉 90min，用量参考药品说明书  
资料来源：米勒之声，临床用药评价，药智网，华泰研究

### 舒更葡糖钠：23年医保元年，把握集采前窗口期加速放量

**舒更葡糖钠：罗库溴铵黄金搭档，具有较大渗透率提升空间。**舒更葡糖钠主要用于拮抗罗库溴铵或维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞，原研默沙东 08/10/15 年在欧洲/日本/美国陆续上市，22 年全球销售额 16.9 亿美金，17 年中国上市。此前受制于较高的定价水平（1380 元/支）及较低的可及性（22 年前未纳入国家医保），渗透率较低（22 年国内样本医院销售额 1 亿元，根据 PDB）。基于产品明确的疗效及较大的市场需求（患者术后肌松残余发生率为 30%-40%），原研 10M20 专利到期后，国内仿制药云集（截至 23 年 3 月末，已有 8 家仿制获批），并已于 1M23 纳入医保。考虑到已获批厂家中具备麻醉销售渠道的公司较少，我们认为公司有望把握集采前窗口期快速推广，同时培养医患用药习惯。

图表48：原研默沙东布瑞亭全球销售收入



资料来源：公司公告，华泰研究

图表49：舒更葡糖钠竞争格局

已上市厂家	获批时间	上市申请厂家	申报时间
默沙东	2017年4月	吉林振澳	2023年3月
扬子江	2022年4月	Teva	2023年3月
科伦制药	2022年4月	大眾制药	2023年3月
苑东生物	2022年6月	正大天晴	2022年12月
贵州益佰	2022年6月	鲁南制药	2022年11月
仙琚制药	2022年7月	上海汇伦	2022年8月
西安汉丰	2022年10月	齐鲁制药	2022年4月
人福药业	2022年11月	湖南五洲通	2022年3月
南京泽恒	2023年3月	国药集团	2022年2月
		北京泰德	2022年1月
		天津金耀	2021年11月
		江苏迪赛诺	2021年10月
		重庆药友	2021年8月
		华润双鹤	2021年1月
		江苏悦兴	2020年7月

注：数据更新截止 2023 年 3 月底

资料来源：CDE, NMPA, 华泰研究

**销售测算：我们预计舒更葡糖钠有望于 23 年实现 0.7 亿元销售额，纳入集采后平稳上升。**

- 患者群：**21 年全国手术数量 8103 万台（根据中国卫生健康统计年鉴），假设 23 年手术量恢复增长，24 年及之后平稳增长，全麻手术约占 14%，术后肌松残余率约 35%，但考虑到是否发生肌松残余无法提前预知，我们假设患者池为所有全麻手术量
- 渗透率：**原研 22 年国内样本医院销量 7.2 万支（根据 PDB），我们估算全国销量 30+ 万支，渗透率约 3%，我们预计 23 年开始渗透率有望大幅提升；
- 定价：**医保支付价格 225 元/支，每台手术使用一支；我们预计 23 年底纳入国家集采；
- 竞争格局：**1 家原研+8 家过评，我们预计 23 年底纳入国家集采，具有麻醉销售团队的公司（仅仙琚、扬子江、人福等）有望在集采前率先抢占市场。

图表50：舒更葡糖钠销售预测

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
全国手术人次（万台）	8103	7698	9237	10346	11484	12632	13769	14871	15912	16866	17710	18595
yoy		-5%	20%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	5%
全麻手术占比	14%	15%	16%	16%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%
潜在需求量（万支）	1134	1155	1432	1655	2067	2400	2754	3123	3501	3879	4250	4649
拮抗剂渗透率	2%	3%	9%	16%	20%	34%	41%	45%	51%	55%	55%	54%
舒更市占率	100%	100%	100%	99%	94%	85%	80%	75%	70%	67%	65%	67%
市场用量（万支）	25	36	128	257	393	696	907	1042	1259	1436	1531	1667
yoy		43%	254%	100%	53%	77%	30%	15%	21%	14%	7%	9%
仙琚市占率	0.00	2%	23%	19%	21%	21%	17%	18%	18%	16%	16%	16%
仙琚销量（万支）		1	30	64	105	196	203	243	308	224	239	260
定价（元）		225	225	146	146	146	139	139	139	136	133	131
yoy				-35%	0	0	-5%	0	0	-2%	-2%	-2%
仙琚销售额（百万元）		2	68	73	119	217	216	257	319	305	319	340

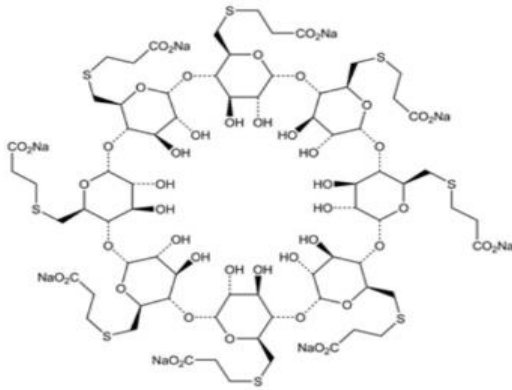
资料来源：全身麻醉后肌松残余的研究进展.临床麻醉学.2020.12(vol36,No.12), 中国卫生统计年鉴, 华泰研究预测



### 奥美克松钠：20 亿级潜力重磅产品，承接舒更葡糖钠打开增长上限

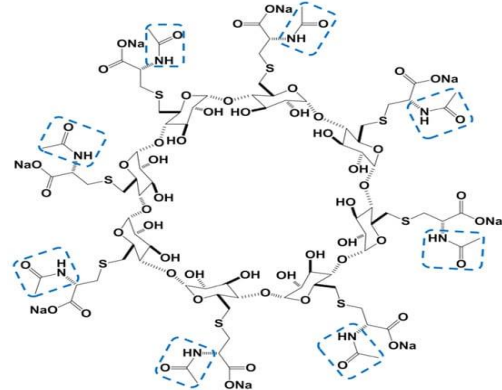
**1 类新药奥美克松钠：直击肌松拮抗王者舒更葡糖钠。**奥美克松钠为公司与合作伙伴奥默合作开发的新一代肌松拮抗剂（仙琚拥有原料药 100% 权益及制剂在中国境内除浙江、广东、山西、新疆、西藏外的销售权，奥默为制剂的药品上市注册申请人，分成协议另行签订），将舒更葡糖钠羧酸的  $\alpha$  碳替换为手性乙酰氨基，目前已开展 2 项 III 期临床（针对中度阻滞的 III 期临床已结束，针对重度阻滞的 III 期临床已完成入组），我们预计 23 年中有望结束临床，7-8 月申报上市，24 年中有望获批。

图表51：舒更葡糖钠分子构型



资料来源：FDA，华泰研究

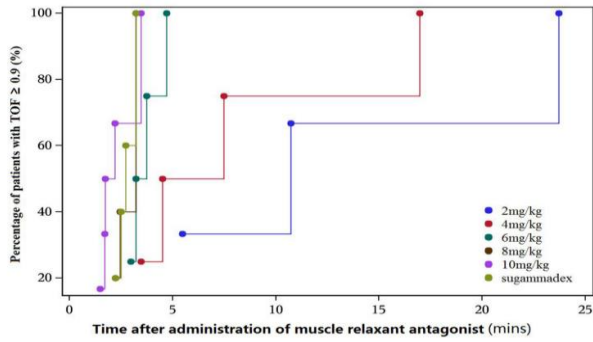
图表52：奥美克松钠分子构型



资料来源：Comparison of the Efficacy and Safety of Adamgammax with Sugammadex for Reversal of Rocuronium-Induced Neuromuscular Block: Results of a Phase II Clinical Trial，华泰研究

#### 临床进展顺利，安全性和有效性得到充分验证：

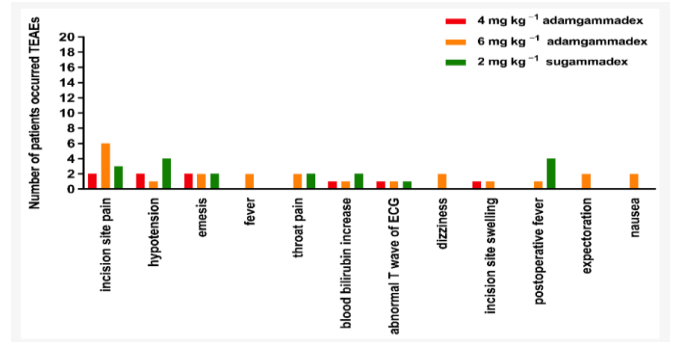
- 1) 安全性有望改善，提升患者依从性。**舒更葡糖钠存在 0.2% 的再箭毒化可能，有导致再次肌松的安全风险，且临床存在过敏反应、心脏功能异常和出血等副作用，因此在美上市申请时曾 3 次遭到 FDA 拒绝。奥美克松钠有望通过增强手性环境及羧基的空间位阻，提升与罗库溴铵的结合能力，降低全身过敏反应发生率，改善患者体验（II 期临床 TEAEs：舒更葡糖钠组 70% vs 奥美克松钠 4mg/kg 组 38% vs 奥美克松钠 6mg/kg 组 55%，奥美克松钠组未发现再箭毒化、过敏反应、术后出血等副作用）；
- 2) 药效显著，可以快速逆转由罗库溴铵诱导的中度和深度神经肌肉阻滞。**奥美克松钠组较安慰剂组 TOFr=0.9（四个成串刺激比值 TOFr<0.9 被视为术后残余肌松的金标准）的时间由 39.3 分钟显著降低至 3.0 分钟，患者使用奥美克松钠从罗库溴铵诱导的深度神经肌肉阻滞的恢复时间与注射舒更葡糖钠相似；
- 3) 剂型改进，便于运输。**奥美克松钠为冻干粉针剂型，较舒更葡糖钠的水针剂型更易储存，可降低长途运输中损坏的风险。

图表53: 患者恢复 TOF $\geq 0.9$  的累计时间与百分比

注: TOFr(Train-of-four ratio)四个成串刺激,是定量监测评估神经肌肉阻滞恢复的最终标准, TOF 小于 0.9 代表存在残余神经肌肉阻滞

资料来源: Efficiency and Safety of the Selective Relaxant Binding Agent Adamgammax Sodium for Reversing Rocuronium-Induced Deep Neuromuscular Block: A Single-Center, Open-Label, Dose-Finding, and Phase IIa Study, 华泰研究

图表54: 患者治疗过程中出现 TEAEs 的数量



资料来源: Comparison of the Efficacy and Safety of Adamgammax with Sugammadex for Reversal of Rocuronium-Induced Neuromuscular Block: Results of a Phase II Clinical Trial, 华泰研究

**销售预测: 我们预计奥美克松钠有望于 2031 年实现经调整销售峰值 20.5 亿元:**

- 1) 患者群:** 21 年全国手术数量 8103 万台 (根据中国卫生健康统计年鉴), 假设 23 年手术量恢复增长, 24 年及之后平稳增长, 全麻手术约占 14%, 术后肌松残余率约 35%, 但考虑到是否发生肌松残余无法提前预知, 我们假设患者池为所有全麻手术量;
- 2) 上市时间:** 当前中度肌松 III 期临床已结束, 重度肌松 III 期临床已完成入组, 我们预计 23 年中申报上市, 24 年中获批;
- 3) 定价:** 参考舒更葡糖钠 (医保前原研 1380 元/支, 医保后 225 元/支), 假设 24 年上市之初定价 650 元/支, 考虑到产品疗效优异, 假设其 26 年开始纳入医保;
- 4) 渗透率:** 考虑到罗库溴铵+舒更葡糖钠为海外主流肌松用药, 国内在舒更葡糖钠 1M23 纳入医保后渗透率有望快速提升, 我们假设 2030 年达到 55% 渗透率;
- 5) 市占率:** 考虑到奥美克松钠安全性改善, 我们假设市占率峰值有望达到 35%。

图表55: 奥美克松钠销售预测

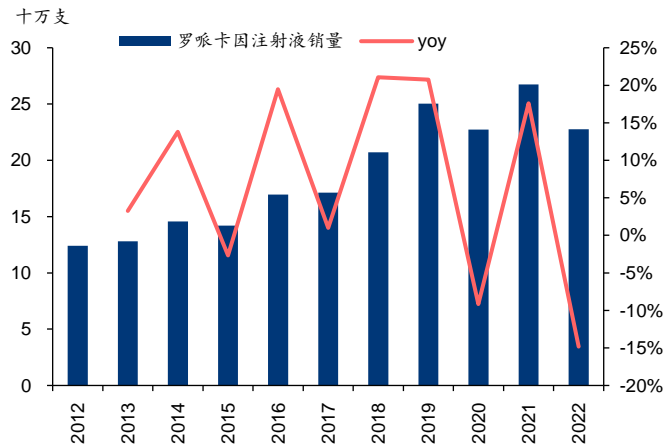
	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
全国手术人次 (万台)	8103	7698	9237	10346	11484	12632	13769	14871	15912	16866	17710	18595
yoy		-5%	20%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	5%
全麻手术占比	14%	15%	16%	16%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%
总需求量 (万支)	1134	1155	1432	1655	2067	2400	2754	3123	3501	3879	4250	4649
拮抗剂渗透率				16%	20%	34%	41%	45%	51%	55%	55%	54%
市占率				1%	6%	15%	20%	25%	30%	33%	35%	33%
总使用量(万支)				20	122	360	551	781	1050	1280	1488	1534
定价				650	650	325	325	325	293	293	293	287
yoy					0%	-50%	0%	0%	-10%	0%	0%	-2%
销售额 (亿元)				0.2	1.6	4.0	7.4	11.3	15.8	20.7	24.1	23.5
临床成功率风险调整				85%								
期望销售额 (亿元)				0.2	1.4	3.4	6.3	9.6	13.4	17.6	20.5	20.0

资料来源: 中国卫生统计年鉴, 华泰研究预测

## 二类新药 CZ1S：对标罗哌卡因，进军局麻市场

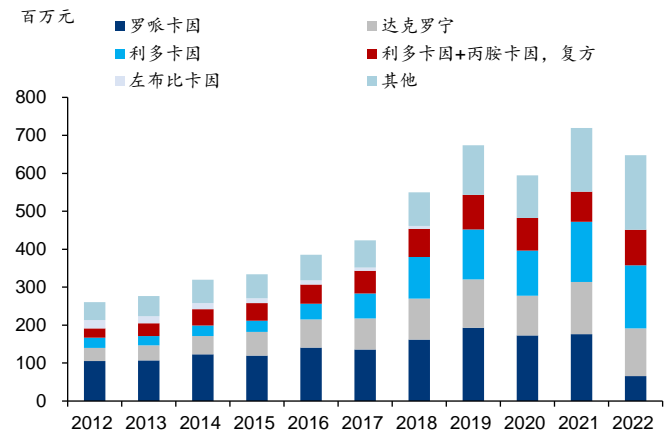
**CZ1S：罗哌卡因剂型改良。**CZ1S 为公司自研 2.2 类改良型新药，已于 22 年 8 月进入 I 期临床，临床对标罗哌卡因，我们预计 25 年有望获批上市，补充公司麻醉管线。罗哌卡因注射液于 2005 年在中国上市，为局麻市场主流用药（集采前 17-20 年平均销售额市占率 30%，根据 PDB）。

图表 56：罗哌卡因注射液 PDB 样本医院销售量



注：规格统一为 0.2mg 单位装  
资料来源：PDB，华泰研究

图表 57：PDB 局麻用药市场格局



资料来源：PDB，华泰研究

罗哌卡因注射液 21 年 9 月纳入第五批集采，价格降幅在 54-74% 之间。目前国内仅仙琚和南京绿叶正在开发罗哌卡因改良剂型，当前处于临床 I 期。相比传统注射剂型，粉针剂型具备成分更加稳定、便于保存、运输和储藏等优势，我们认为仙琚有望在产品上市后凭借成熟的销售渠道快速推向市场。

图表 58：改良型盐酸罗哌卡因注射液临床进展

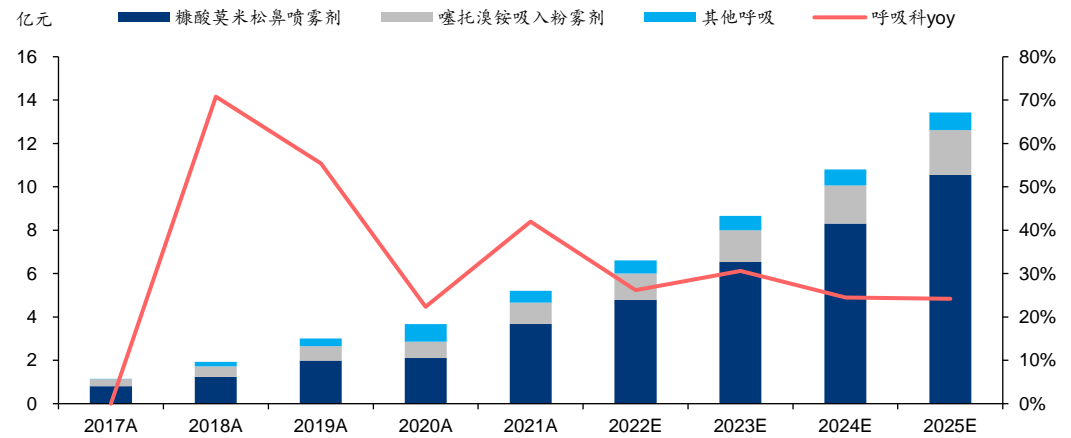
公司	药物名	药物类型	进度	披露时间	入组人数 (已入组)	临床试验登记号
仙琚制药	CZ1S	改良型新药 (2.2 类)	临床 I 期	2022.08	国内：30 (NA)	CTR20222135
			临床 I 期	2022.08	国内：36 (36)	CTR20222001
南京绿叶	盐酸罗哌卡因脂质体混悬注射液	改良型新药 (2.2 类)	临床 I 期	2021.11	国内：125 (1)	CTR20212925

资料来源：CDE，华泰研究

## 呼吸科：难仿剂型为主，国产替代持续放量

**糠酸莫米松+噻托溴铵核心驱动，推动呼吸科持续放量。**公司呼吸科产品聚焦糠酸莫米松鼻喷雾剂（变应性鼻炎首选用药）和噻托溴铵粉雾剂（COPD 首选用药），考虑到二者均为药械合一难仿剂型，20 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，新进入者大多需通过 III 期临床获批，成本较高且耗时较长，我们认为 3 年内纳入全国集采可能性较小。公司产品有望受益于疫情趋缓后产品可及性的提升及出行增多过敏原暴露导致的患病率提升，同时考虑到国产替代加速推进，我们预计 23 年实现快速增长。公司另有 5 款呼吸制剂处于早期研发阶段，管线后续储备丰富。

图表59：呼吸科销售预测



资料来源：PDB，华泰研究预测

### 糠酸莫米松：难仿剂型，市场份额逐步提升

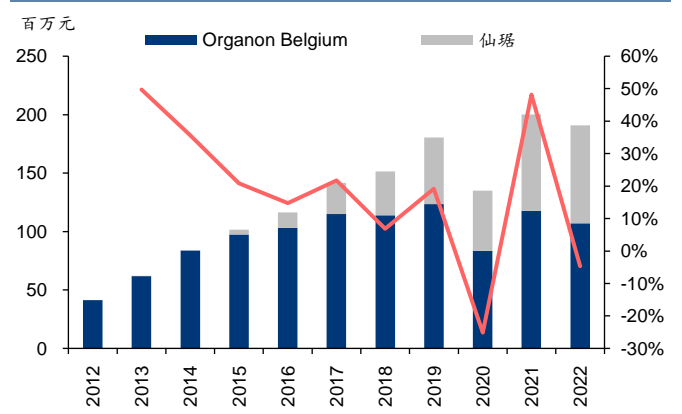
**糠酸莫米松鼻喷雾剂：变应性鼻炎（AR）常用药，市场格局较好。**我国AR患者人群大且呈上升趋势（患病率自2005年的11.1%上升至2011年的17.6%，《2022年中国变应性鼻炎诊断和治疗指南》），但治疗方式有限（AR治疗指南首推鼻用糖皮质激素）。糠酸莫米松鼻喷雾剂为第二代鼻用激素，适用3岁以上AR患者，原研先灵葆雅（欧加隆）97年美国上市，03年中国获批，13年全球销售达13亿美金峰值。尽管原研国内专利已于14年到期，但鼻喷雾剂为药械合一难仿剂型，除原研外仅仙琚（11年，首仿未过评）和诺华（22年）获批上市，四川大家上市申请，竞争格局较好，看好仙琚凭借价格优势（仙琚38.7元/瓶 vs 原研先灵葆雅56.4元/瓶）和较强的销售渠道加速国产替代（仙琚在国内样本医院销售额市占率：22年44% vs 15年4%，15-22收入CAGR=67%，根据PDB）。

图表60：变应性鼻炎指南用药推荐

药物种类	临床治疗	主要产品	22年PDB销售 (百万元)
糖皮质激素	一/二线用药	布地奈德	552
		糠酸莫米松	189
		糠酸氟替卡松	8
		丙酸氟替卡松	156
第二代抗组胺药	一线用药	氯雷他定	407
		西替利嗪	83
白三烯受体拮抗剂	一线用药	孟鲁司特	198

资料来源：中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022），华泰研究

图表61：糠酸莫米松鼻喷雾剂PDB样本医院销售额



资料来源：PDB，华泰研究

### 预计22-25年销售4.8/6.5/8.3/10.5亿元，销售预测基于以下假设：

- 1) 患者群：**我国过敏性鼻炎患病率自05年的11.1%增至11年的17.6%（根据《2022年中国变应性鼻炎诊断和治疗指南》），伴随国内疫情好转，我们预计未来患病率稳中有升；
- 2) 渗透率：**考虑到糠酸莫米松当前渗透率较低，我们预计未来逐步提升；
- 3) 市占率：**仙琚为国内第二家上市（国产首家），近几年市场份额逐渐提升（销售额市占率：22年44% vs 15年4%；销量市占率：22年58% vs 15年6%，根据PDB），我们认为未来有望凭借渠道优势强化国产替代地位，提升市占率；
- 4) 集采预期：**糠酸莫米松鼻喷雾剂为复杂难仿剂型，当前仅原研默沙东+诺华过评，仙琚首仿未过评，四川大家申报上市，暂无其他公司在研，我们保守预计26年中纳入国家集采，对公司销售影响有限。



图表62: 糠酸莫米松鼻喷雾剂销售预测

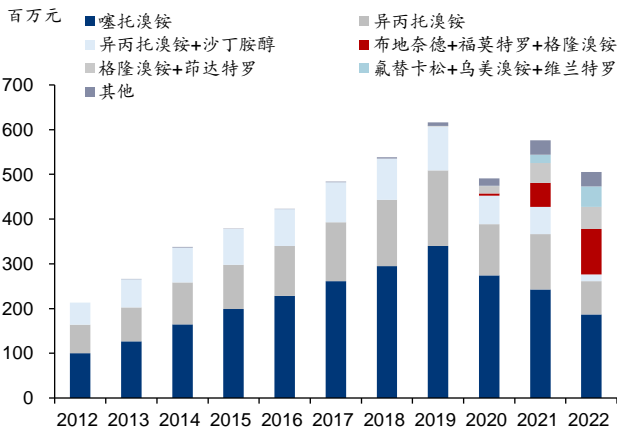
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
人口 (亿人)	13.96	14.03	14.08	14.11	14.12	14.11	14.10	14.09	14.07	14.05	14.02	13.99	13.96	13.93	13.90	13.87
yoy		0.5%	0.4%	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
变应性鼻炎患病率	15%	16%	17%	16%	17%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%
变应性鼻炎人数 (亿人)	2.09	2.24	2.39	2.26	2.40	2.40	2.54	2.68	2.81	2.95	3.08	3.22	3.35	3.48	3.61	3.74
糠酸莫米松渗透率	3.7%	4.0%	5.0%	4.8%	7.5%	10.0%	12.5%	14.0%	17.0%	18.0%	30.0%	32.0%	34.0%	36.0%	38.0%	40.0%
仙琚市占率	27%	35%	43%	50%	53%	58%	61%	67%	68%	40%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
单价 (元/瓶)	38.7	38.7	38.7	38.7	38.7	34.4	33.8	33.1	32.4	25.9	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2
yoy							-2%	-2%	-2%	-20%	-30%	0%	0%	0%	0%	0%
销售额 (亿元)	0.8	1.2	2.0	2.1	3.7	4.8	6.5	8.3	10.5	5.5	5.0	5.6	6.2	6.8	7.5	8.2
yoy		52%	62%	6%	75%	30%	36%	21%	31%	-47%	-9%	11%	11%	10%	10%	9%

资料来源: 药智网, 华泰研究预测

**噻托溴铵: 国产第二家, 有望借区域集采扩大市占率**

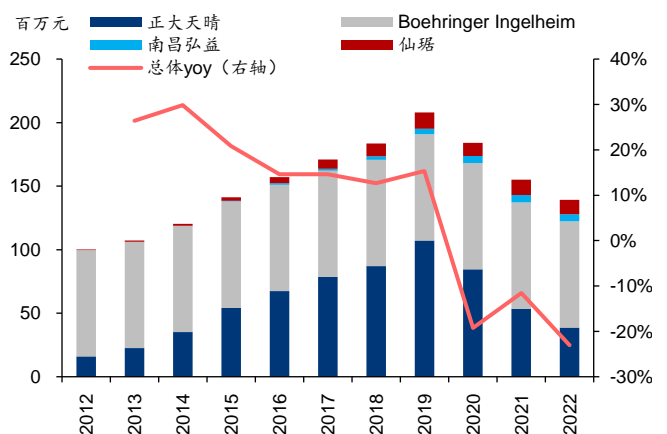
**噻托溴铵粉雾剂: COPD 主流用药。**噻托溴铵为慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 主流用药 (22 年销售额市占率 37%, 根据 PDB), 原研 BI 于 02 年首次获批上市, 12 年实现峰值销售 35.6 亿欧元, 国内正大天晴 06 年首仿上市, 仙琚 09 年第二家获批, 受制于一品双规, 市占率较低 (22 年市占率 6.0%, 根据 PDB)。我们认为 COPD 患者知晓率提升空间较大 (当前我国 COPD 患病率 8.6%, 但知晓率不足 10%, 根据中国肺健康调查研究 2018), 且伴随部分地区纳入集采 (当前格局原研 BI+正大天晴+仙琚+南昌弘益获批, 且均未过评, 苏州欧米尼 III 期临床, 我们预计 3 年内纳入国家集采可能性较小), 公司有望突破一品双规限制, 加速入院, 抢占市场 (公司市占率逐步提升: 19-22 年 5.1/5.1/7.7/9.2%, 根据 PDB)。

图表63: PDB 样本医院 COPD 用药占比



资料来源: PDB, 华泰研究

图表64: 噻托溴铵 PDB 样本医院销售额



资料来源: PDB, 华泰研究

- 市场规模：**中国肺健康调查研究（CPH2018）显示我国 COPD 患病率为 8.6%，COPD 患者超过 1 亿人。过去由于基层医生诊断水平限制，对 COPD 治疗和哮喘没有区分，群众的患病知晓率不足 10%，近年来随着医生素质水平提高和公众教育普及，COPD 诊断率持续提升，吸入制剂市场规模超 200 亿元。20 年疫情以来发病率有所下降，随着后疫情时代复苏，我们预计未来 1-3 年有望迎来诊断率、发病率双增加的高速增长长期。
- 竞争格局：**国产已上市的企业有 3 家，分别为正大天晴、仙琚制药和南昌弘益药业，均为粉雾剂，国内市场以原研 BI 和正大天晴为主，仙琚市占率不断提升，根据 PDB 样本医院销售数据，2019-2022 年分别为 5.1%/5.1%/7.7%/9.2%；根据 PDB 放大市场销售数据，2019-2021 年销售额分别为 0.7/0.8/1 亿元，同比增长 34%/16%/30%。呼吸制剂 BE 要求提高后暂无新厂家获批，目前国内在研厂家有 8 家。

图表65：噻托溴铵区域集采情况

省际联盟	省份	规格	中标价 (元)	集采前价格 (元)	降幅	首批带量 (粒)	中选厂家	仙琚占比	采购周期
重庆牵头西南	重庆、贵州、云南、湖南、	每粒，	-	-	-	-	仙琚+BI	-	2021年3月15日开始执行，采购期1年，
5省联盟	广西	18ug							2022年9月续签
广东双氯芬酸	广东、山西、江西、河南、	每粒，	2.3	6.1	62%	771401	仙琚+BI+正	9%	采购期2年，首年采购周期从2023年1月
等11省集采	广西、海南、贵州、青海、	18ug					正大天晴+南昌		10日至2024年1月9日
联盟	宁夏、新疆、新疆						弘毅		

资料来源：各省集采公告，华泰研究

**销售预测：**我们预计噻托溴铵粉雾剂 22-25 年收入 1.2/1.5/1.8/2.1 亿元，基于：

- 患者群：**2021 年我国 COPD 患者人群 1.06 亿人（Towards the elimination of chronic obstructive pulmonary disease: a Lancet Commission. THE LANCET. 2022），我们预计未来患者人数小幅提升；
- 渗透率：**考虑到噻托溴铵当前渗透率较低，我们预计未来逐步提升；
- 市占率：**仙琚为国内第 3 家上市（国产第二家），近几年市场份额逐渐提升（22 年 6.0% vs 15 年 1.4%，根据 PDB），我们认为未来有望借助区域集采，提升市占率；
- 集采预期：**由于仿制难度高，我们认为短期纳入全国集采可能性较低，假设 27 年纳入全国集采。但考虑到已有部分地区开展区域集采，我们预计未来集采区域会进一步扩大。

图表66：噻托溴铵粉雾剂销售预测

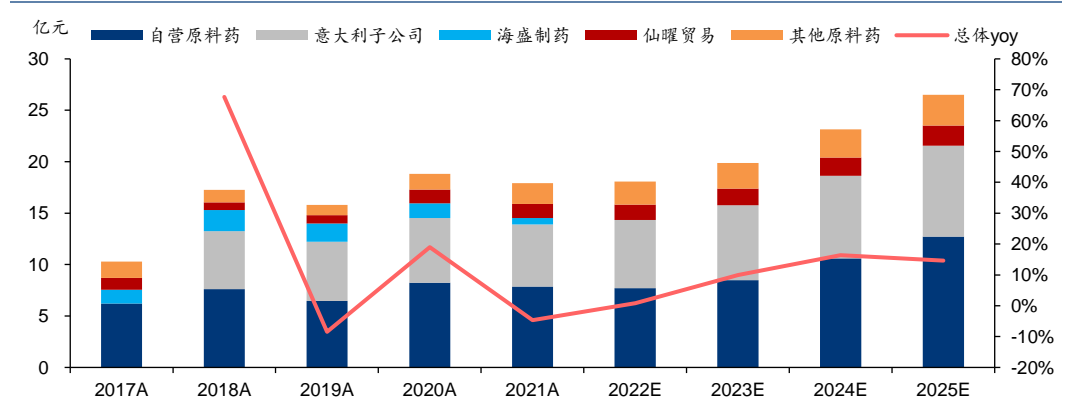
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
COPD 患者人数 (百万人)	102	104	104	105	106	107	107	108	110	111	112	112	114	115	116	117
yoy		1.47%	0.87%	0.86%	0.66%	0.66%	0.66%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
噻托溴铵渗透率	3.4%	3.9%	4.4%	5.1%	6.4%	7.2%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	12.0%	12.8%	13.6%	14.4%	15.2%
用药人数 (万人)	347	404	459	532	678	768	859	955	1096	1217	1341	1349	1453	1559	1667	1778
人均使用天数	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	46	47	48	49	50
集采区域占比					3%	8%	15%	20%	25%	60%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
非集采地区市占率	3.2%	4.2%	5.1%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
集采地区市占率					20%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
单价 (元/天)	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.1	6.0	6.0	5.9	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
集采地区单价 (元/天)					2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
销售额 (亿元)	0.3	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2	1.5	1.8	2.1	2.8	3.8	3.9	4.3	4.7	5.1	5.6
yoy			34%	15%	29%	24%	20%	18%	21%	37%	34%	11%	10%	10%	9%	9%

资料来源：药智网，PDB，华泰研究预测

## 原料药：自营业务有望收入利润率齐升，海外拓展蓄势待发

国内自营+意大利 Newchem 双轮驱动，带动原料板块上行。公司原料药业务以国内自营（临海川南+杨府厂区）和意大利 Newchem 子公司（2017 年收购）为主，我们预计板块 22-25 年收入分别达到 18/20/23/27 亿元，+1%/10%/16%/15%yoy。

图表67：原料药收入预测



资料来源：FDA，EDQM，华泰研究预测

### 原料药板块增长预测基于：

- 国内自营杨府厂区产能利用率提升：**我们推测 22 年末杨府厂区产能利用率约 55%，参考成熟原料药工厂产能利用率 95%+（参考海辰制药招股书），我们认为杨府厂区产能利用率有望在 2-3 年内提升 30pct，对应杨府厂区每年 20% 左右收入增速；
- 上游原材料价格有望边际下降，推升原料药板块毛利率水平：**考虑到 22 年上游原材料处于高位，我们预计 23 年原材料价格有望边际下降，同时产能利用率提升有望增强规模效应，提升毛利率水平；
- FDA 审计在即，有望获得高价值量规范市场订单：**公司已于 23 年 2 月收到美国 FDA 关于泼尼松龙片的注册申请受理，GDUFA 日期 23 年 10 月 30 日，考虑到制剂获批前需完成原料药工厂审核，我们预计杨府厂区有望于 23 年中迎来 FDA 审计，并于 2H23 获得规范市场订单，24 年贡献业绩增量。

### 产能持续爬坡、外部成本压力解除，预计 23 年自营原料药收入利润率齐升

杨府厂区产能空间充足，处于持续爬坡阶段。2020 年 6 月杨府厂房搬迁完成后，公司需要时间适应新的生产工艺、磨合生产线，持续挖潜现有产品，导入更多高利润品种，提高产能利用率。2021 年底杨府原料药厂区已完成绝大多数客户的采购准入工作，当前处于产能持续提升阶段，预计还需要 2-3 年完成产能爬坡。

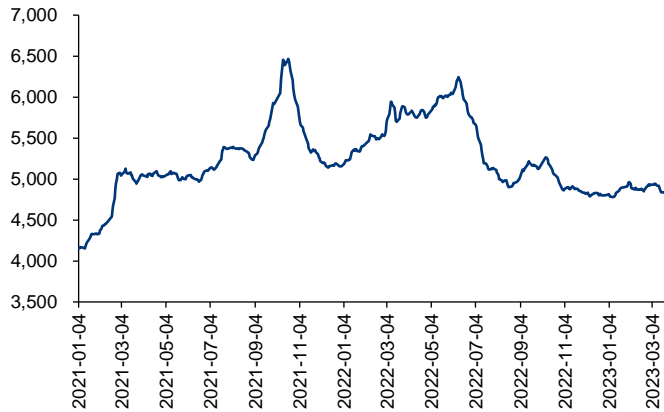
图表68：各厂区产能统计

厂区	类型	品种	产能 (t/a)	厂区	类型	品种	产能 (t/a)
杨府	皮质激素	醋酸泼尼松	140	临海川南	原料药与中间体	4-雄烯二酮	140
		泼尼松龙	50			单酯	100
		醋酸地塞米松	41			11 羟 4AD	100
		地塞米松	25			MPA 中间体	100
		其他	75			MPA	100
		性激素	十一酸睾酮			100	醋酸可的松
	性激素	雌酚酮	40			其他	155
		其他	5				
		孕激素	黄体酮			50	
	孕激素	醋酸甲羟孕酮	30				
		其他	31				
	非激素类		2				
	<b>总计</b>		<b>589</b>				

资料来源：环评报告，华泰研究

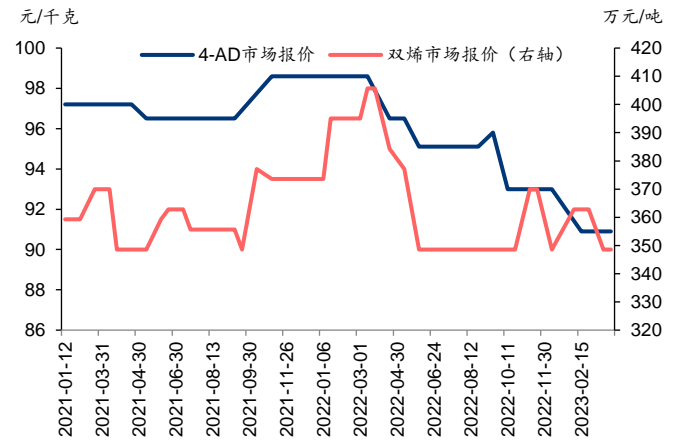
成本端压力边际改善，利润率有望恢复性提升。21-22 年间疫情扰动影响下，原料药上游化工产品价格高企，22 年中国化工产品价格指数 (CCPI) 均值比 19-21 年均值高 21%，甯体生产主要上游原材料 4-AD 和双烯市场报价也明显提高，公司原材料成本承压。

图表69：中国化工产品价格指数 (CCPI)



资料来源：Iifind，华泰研究

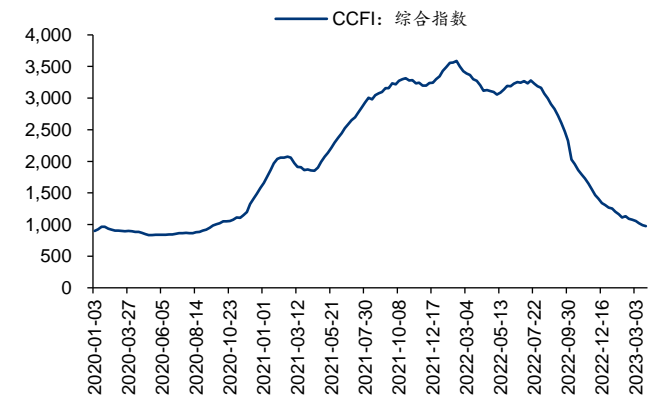
图表70：主要甯体原材料市场报价



资料来源：Iifind，华泰研究

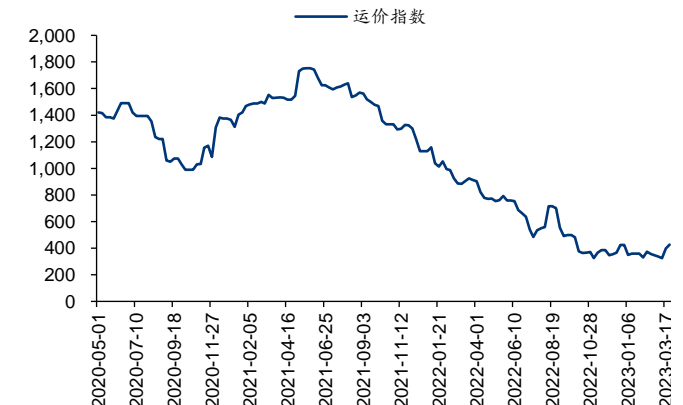
20 年 10 月以来中国出口集装箱运价综合指数 (CCFI) 和波罗的海集装箱运价指数 (北欧-中国/东亚) 呈现出倒 U 型走势，公司 19-21 年海外收入分别为 4.0/6.0/5.9 亿元 (不含 Newchem)，疫情期间进出口运输成本也受到严重影响。我们认为进入 23 年后公司原材料成本与运输成本有望双双改善，利润率有望恢复性提升。

图表71：中国出口集装箱运价综合指数 (CCFI)



资料来源：Iifind，华泰研究

图表72：波罗的海集装箱运价指数：北欧-中国/东亚



资料来源：Iifind，华泰研究

量增利稳，预计 23 年自营原料药利润恢复性提升。考虑到未来杨府厂区产能爬坡和原料药毛利率改善因素，我们预测 2023 年自营原料药业务毛利润同比增加 0.3-0.8 亿元，中性预期同比增加 0.5 亿元 (+34%yoy)，基于以下假设：

- 1) 假设杨府厂区当前产能利用率为 55%，2023 年产能利用率提升 10pct，产值提升与产能利用率成正比；
- 2) 根据公司公告与年报进行推测估算，杨府厂区原料药收入=制剂业务收入\*原料药成本占比+外售自营原料药-川南厂区中间体收入；
- 3) 参考天宇股份招股书，原材料占原料药成本的 69%，假设其中化工原料占比 60%；参考 CCPI 指数回落，假设 2023 年原材料成本同比下降约 10%。

图表73： 自营原料药 23 年毛利润增长敏感性测算

毛利润增加额 (百万元)		产能利用率提升				
		8pct	9pct	10pct	11pct	12pct
毛利率提升	2pct	33	35	37	39	41
	3pct	41	43	45	47	50
	4pct	49	52	54	56	58
	5pct	58	60	62	65	67
	6pct	66	68	71	73	75

资料来源：公司公告，天宇股份招股书，Wind，华泰研究预测

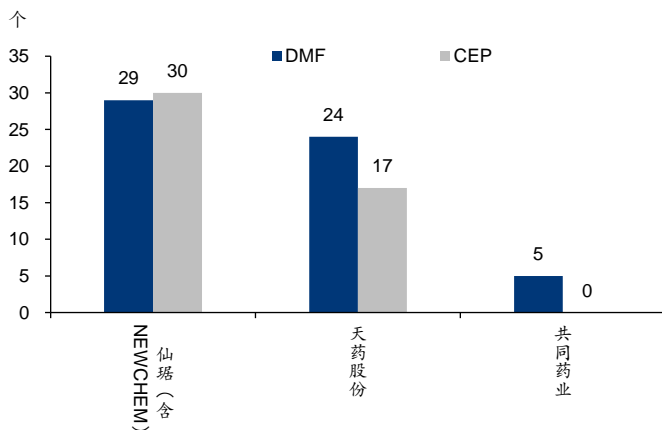
## Newchem 协同效应初显，对接国际高端市场蓄势待发

收购 Newchem 子公司，与国内原料药协同并进。公司 17 年 6 月以 1.1 亿欧元收购意大利子公司 Newchem 和 Effechem 的 100% 股权，推进原料药业务国际化战略，协同效应凸显：

- 1) **Newchem 与国内自营厂区差异化定位**：Newchem 主要生产前列腺素等高端甾体原料药，供给欧洲跨国大药企，与国内自营原料药厂区实现差异化竞争；
- 2) **Newchem 产品的部分前端反应可转移到国内自营厂区**：公司加强与 Newchem 子公司的沟通与合作，将部分前端反应转移到国内川南或杨府厂区，已有多个产品形成商业化稳定供货，一方面释放 Newchem 工厂的产能，另一方面可降低生产成本；
- 3) **未来有望自 Newchem 子公司引进高端原料药**：Newchem 主要生产高端原料药，未来有望通过引进前端工艺或直接引用高端原料药，在国内做制剂关联审评的方式，实现研产销协同。

**疫情与能源危机扰动下逆势高增长**：22 年欧洲能源价格高涨，由于 Newchem 把多个产品前端放在国内，有效控制本轮能源危机带来的影响，我们预计 23 年欧洲能源危机缓解，成本压力下降，利润率有望提升。另一方面主打高端仿制药的印度受疫情影响严重，原料药产能受挫，部分高端仿制药订单转向欧洲，预计 2022 年 Newchem 收入保持 10-15% 增长。

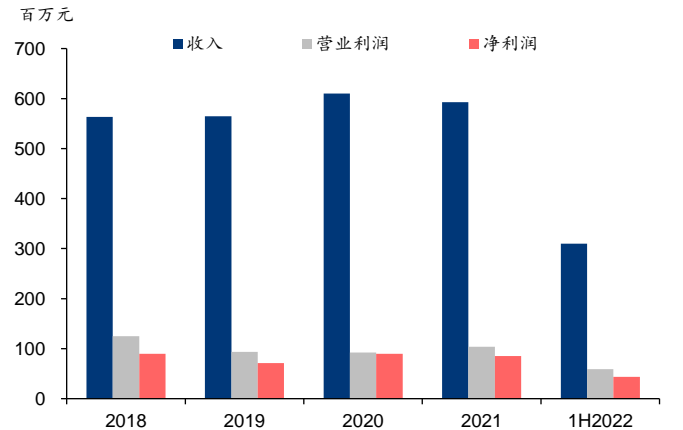
图表74： 获得 DMP&amp;CEP 数量对比



注：数据截止 2022 年 10 月，DMP (Drug Master Files) 为 FDA 药物管理档案，CEP (certificate of suitability to monograph of European Pharmacopeia) 为欧洲药典适用性认证

资料来源：公司年报，FDA，EDQM，华泰研究

图表75： Newchem 收入与利润



资料来源：公司年报，华泰研究

**公司 DMF&CEP 认证国内领先，扬帆出海只欠东风**：公司的甾体原料药海外认证走在行业前列，截止 2022 年 10 月合计获得认证 59 个 DMF&CEP 认证 (含 Newchem)，领先国内的竞争对手。2021 年 5 月，杨府原料药厂区部分产品取得了欧盟 CEP 证书。2021 年 11 月，杨府原料药厂区部分产品取得了日本 GMP 证书。受疫情影响 FDA 无法对公司杨府厂区进行现场审计，随着入境政策的逐步放宽，我们预计 2023 年内 FDA 能够完成杨府厂区现场审计，2024 年进入欧美规范市场后公司营收与利润率有望进一步提升。



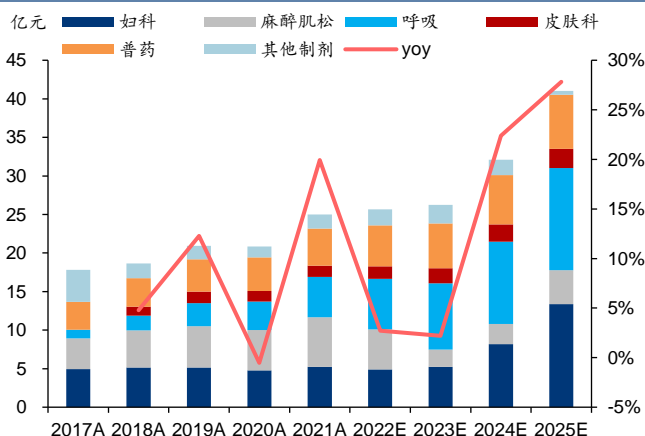
## 盈利预测与估值

### 预计充分消化集采影响，多点开花彰显增长韧性

我们预计公司 2022-25 年营收分别为 44/46/56/68 亿元 (+1%/5%/20%/22%yoy)。其中，制剂板块预计 22-25 年营收 26/26/32/41 亿元，(+3%/2%/22%/28%yoy)，基于：

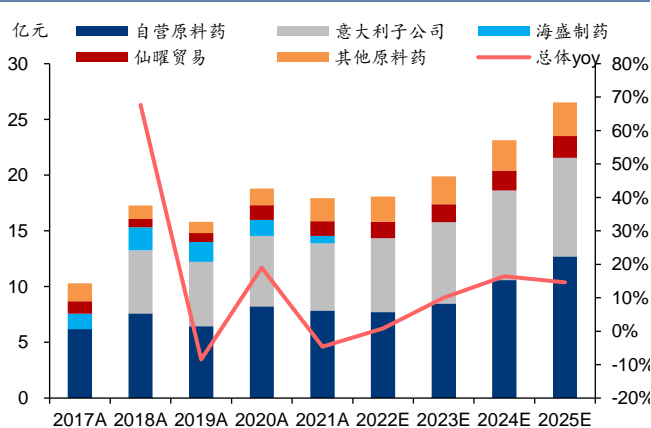
- 1) 苯磺顺阿曲库铵注射液集采影响已完全体现 (-0.8 亿元 22E)；预计罗库溴铵注射液集采影响 23 年充分出清 (-3.7 亿元 23E)。
- 2) 预计 23 年彻底完成新老动能转换，主要得益于舒更葡糖钠注射液 (+0.7 亿元 23E)、复方庚酸炔诺酮注射液 (+0.6 亿元 23E) 的快速导入以及糠酸莫米松喷雾剂 (+1.7 亿元 23E) 和噻托溴铵粉雾剂 (+0.2 亿元 23E) 的持续放量，呼吸科和妇科接力麻醉科带动 23-25 年增长。
- 3) 23-24E 妇科多款仿制药进入收获期，推动制剂业务迈入新台阶，其中包括：屈螺酮炔雌醇片 (II) (预计 23 年上市，22 年原研国内销售~10 亿元)，黄体酮凝胶 (预计 23 年底上市，22 年原研国内销售~10 亿元)，戊酸雌二醇片 (预计 23 年底上市，22 年原研国内销售~10 亿元)，地屈孕酮片 (预计 24 年底上市，22 年原研国内销售~15 亿元)。

图表76：制剂板块收入预测



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表77：原料药板块收入预测

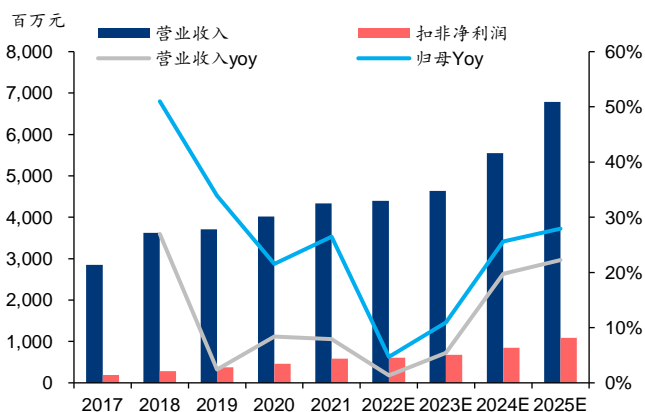


资料来源：公司公告，华泰研究预测

原料药板块预计 22-25 年营收 18/20/23/27 亿元，(+1%/10%/16%/15%yoy)，基于：

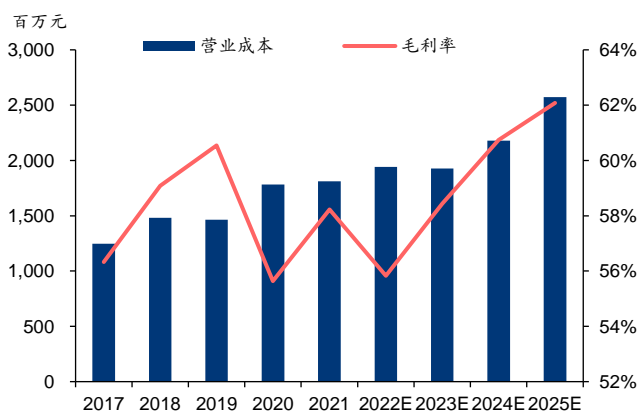
- 1) 杨府厂区产能持续爬坡，产能利用率有望在 2-3 年提升 30pct，对应杨府厂区 20%左右年均收入增速；上游原材料和能源运输费用边际改善，毛利率有望迎来恢复性增长；
- 2) FDA 审计在即，有望获得高价值量规范市场订单，我们预计杨府厂区有望于 23 年中迎来 FDA 审计，2H23 获得规范市场订单，24 年开始贡献业绩增量 (自营收入+0.8/2.1 亿元 23-24E, +10%/25%yoy; Newchem 收入+0.7/0.7 亿元 23-24E, +10%/10%yoy)。

图表78：仙琚制药：营收和归母净利润



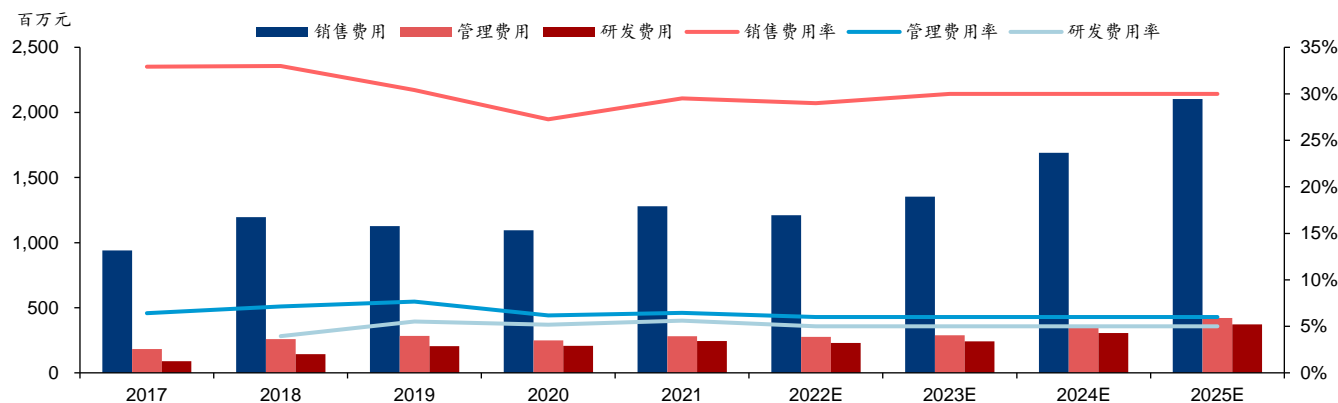
资料来源：公司年报，华泰研究预测

图表79：仙琚制药：营业成本和毛利率



资料来源：公司年报，华泰研究预测

图表80: 仙琚制药: 费用



资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

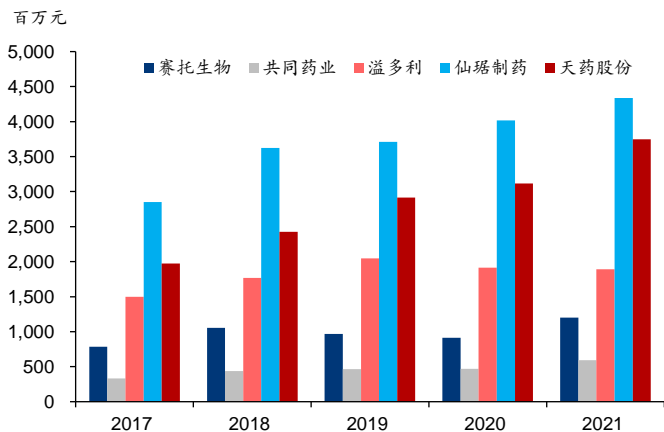
我们预计公司 22-25 年归母净利润分别为 7.4/7.1/8.9/11.2 亿元 (+20.4%/-3.6%/+24.2%/26.6%yoy), 扣非归母净利润分别为 6.1/6.7/8.5/10.8 亿元(+4.7%/10.9%/25.6%/27.9%)。归母利润增速高于收入增速, 23 年扣非归母增速高于归母增速, 主因:

- 1) 得益于上游化工原材料、能源和运输等费用逐步回归正常水平, 我们预计原料药与制剂毛利率有所提升;
- 2) 22 年获得一次性搬迁补偿 0.9 亿元, 未来非经营性收益回归正常水平。

财务表现优异, 盈利能力与质量领先行业

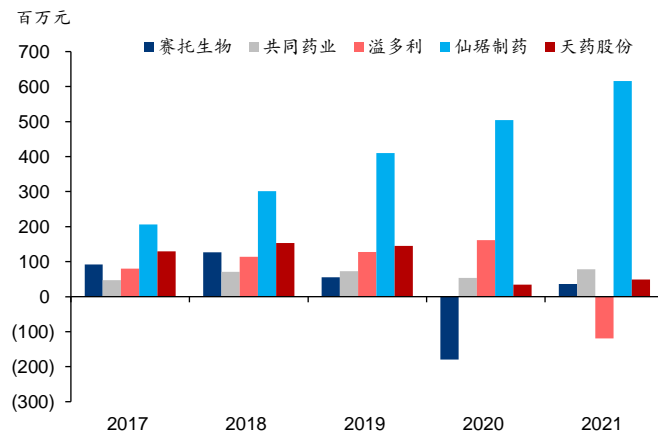
盈利能力与质量领先行业。与国内同行业可比上市公司相比, 仙琚 2021 年营收规模 43 亿元占得头筹, 归母净利润约 6 亿元, 领先同类公司。21 年 ROE 为 13%, 处于行业领先水平, 财务表现优异。

图表81: 同行公司营收



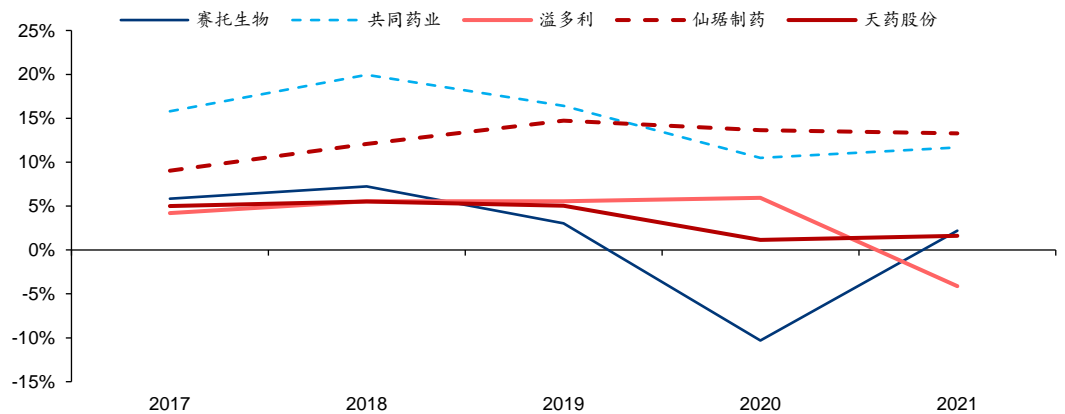
资料来源: 各公司公告, 华泰研究

图表82: 同行公司归母净利润



资料来源: 各公司公告, 华泰研究

图表83：同行公司 ROE

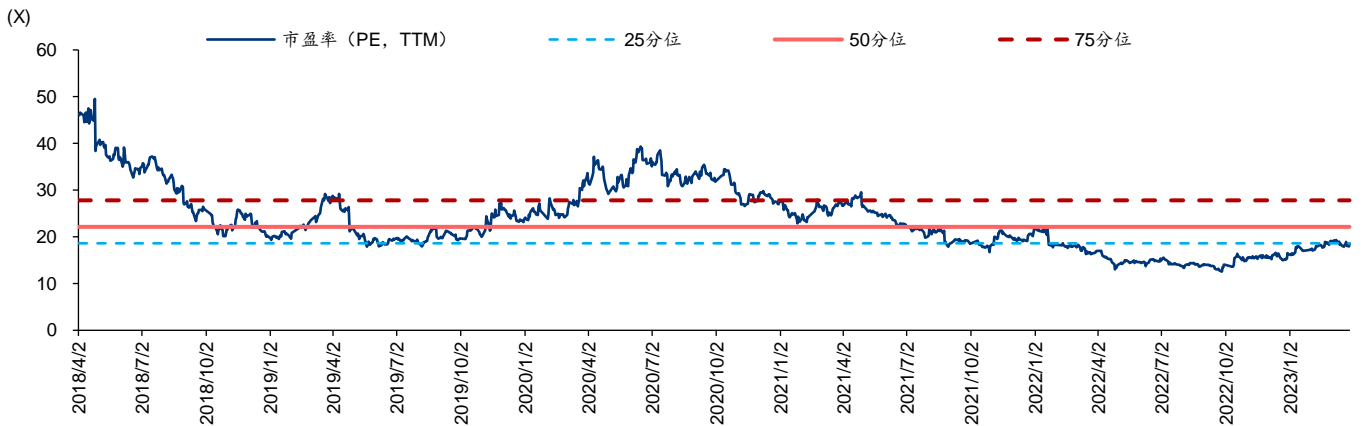


资料来源：Wind，华泰研究

### 估值

估值处于底部区间，具备估值提升空间。我们认为基本出清制剂集采风险后，公司未来业绩确定性较强，且具有良好的成长性。当前 PE 水平位于过去 5 年的 25 分位附近，估值处于相对底部，具备估值提升空间。

图表84：PE 分位图



资料来源：Iifind，华泰研究

公司业务包含原料药和制剂两大部分，其中制剂包含传统仿制药及创新药业务，我们采用分部估值法计算公司合理市值水平为 202.71 亿元：

图表85：公司分部估值法

业务板块	23E 收入 (百万元)	净利润率 (%)	23E 净利润 (百万元)	23 年行业平均 PE (x)	23 年板块目标 PE (x)	估值 (百万元)
原料药	1,988	15.0%	298	17	20	5,965
制剂-仿制药	2,623	15.9%	416	25	27	11,244
制剂-创新药					DCF 估值	3,062
<b>总计</b>	<b>4,635</b>		<b>715</b>			<b>20,271</b>

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表86：可比公司估值表（更新至 20230416）

公司	代码	收盘价(元) (2023/4/16)	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			P/E(x)			归母净利润	归母净利润	归母净利润
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E yoy	2024E yoy	2022-2024 CAGR(%)
<b>原料药</b>												
普洛药业	000739 CH	22.08	260	989	1,231	1,530	26	21	17	24%	24%	17%
新诺威	300765 CH	22.24	145	726	767	844	20	19	17	6%	10%	39%
新和成	002001 CH	17.86	552	3,643	4,924	5,827	15	11	9	35%	18%	10%
<b>平均值</b>							<b>20</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>22%</b>	<b>18%</b>	<b>22%</b>
<b>制剂-仿制药</b>												
恩华药业	002262 CH	28.00	282	901	1,104	1,360	31	26	21	23%	23%	19%
苑东生物	688513 CH	62.28	75	247	265	337	30	28	22	7%	27%	13%
人福医药	600079 CH	27.77	453	2,484	2,222	2,620	18	20	17	-11%	18%	26%
<b>平均值</b>							<b>27</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>6%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>

资料来源：Bloomberg, Wind 一致预期, 华泰研究

### 原料药业务

公司原料药业务主要包括自营原料药和意大利 Newchem 子公司业务，2023 年预计实现收入 19.9 亿元，实现净利润 3.0 亿元（对应净利率 15.0%），可比公司 Wind 一致预期 2023 年 PE 均值为 17x，此处给予仙琚制药原料药业务 23 年 20x PE（公司 24 年原料药板块利润增速快于行业平均：仙琚 24% vs 行业平均 18%），对应市值为 59.7 亿元；

### 制剂-仿制药业务

公司仿制药业务多款独家/首仿产品有望 22-24 年获批，2023 年预计实现收入 26.2 亿元，实现利润 4.2 亿元（对应净利率 15.9%），可比公司 Wind 一致预期 2023 年 PE 均值为 25x，此处给予仙琚制药仿制药业务 23 年 27x PE（公司 24 年仿制药业务利润增速快于行业平均：仙琚 25% vs 行业平均 23%），对应市值为 112.44 亿元；

### 制剂-创新药业务

公司与奥默合作的 1 类创新药奥美克松钠有望于 23 年中申报上市，24 年中获批，其销售预测详见正文，此处不再赘述，其余核心假设如下：

- 1) 风险调整：产品处于 3 期临床阶段，假设上市成功率为 85%；
- 2) 净利率：考虑到创新药拥有专利期，定价体系较好，假设创新药业务净利率水平为 30%；

DCF 模型中所涉及的参数计算如下：

1. Rf：为无风险利率，参考 10 年期国债利率，参数为 2.9%；
2. Rm- Rf：为股票风险溢价，根据近 42 个月 SW 医药平均收益率 5.8% 与无风险利率差值计算，数值为 3.2%；
3.  $\beta$  系数：为公司相对于市场的风险系数，考虑到产品处于研发阶段，给予  $\beta$  值 1.20；
4. Ke：即公司股权收益率，根据 CAPM 模型，即  $Ke=Rf+\beta*(Rm-Rf)=6.7%$ ；
5. Kd：即公司债券收益率，在基准贷款利率的基础上适度上浮，数值为 5.0%；
6. 所得税税率：参考公司 2021 年所得税税率为 14.6%，研发费用税前亦可加计扣除，我们假设 2023 年有效税率为 15%。
7. D/(D+E)：参考公司历史资产负债率水平（2021 年为 26.5%），并考虑公司经营持续向好，我们假设目标资产负债率为 25%；
8. WACC：根据公式计算得出  $WACC=6.1%$ ；
9. 永续增长率：考虑到创新药产品存在生命周期，此处假设永续增长率为 -2%。

根据 DCF 估值模型，我们计算奥美克松钠合理市值为 61.2 亿元，考虑到公司与奥默在产品生产、销售等方面有分工，但分成模式尚不确定，我们假设公司获得 50% 分成，贡献估值 30.6 亿元。





附录

甾体药物行业高进入壁垒，行业集中度进一步提升

甾体激素类药物是临床上一大类重要的药物，主要是指分子结构中含有甾体结构的激素类药物。甾体药物主要有肾上腺皮质激素和性激素两大类，肾上腺皮质激素可以分为糖皮质激素和盐皮质激素，可用于抗炎、自免、血液系统等疾病治疗领域，性激素可分为雌激素、雄激素和孕激素，多用于妇科及生殖领域。

图表88：甾体药物分类

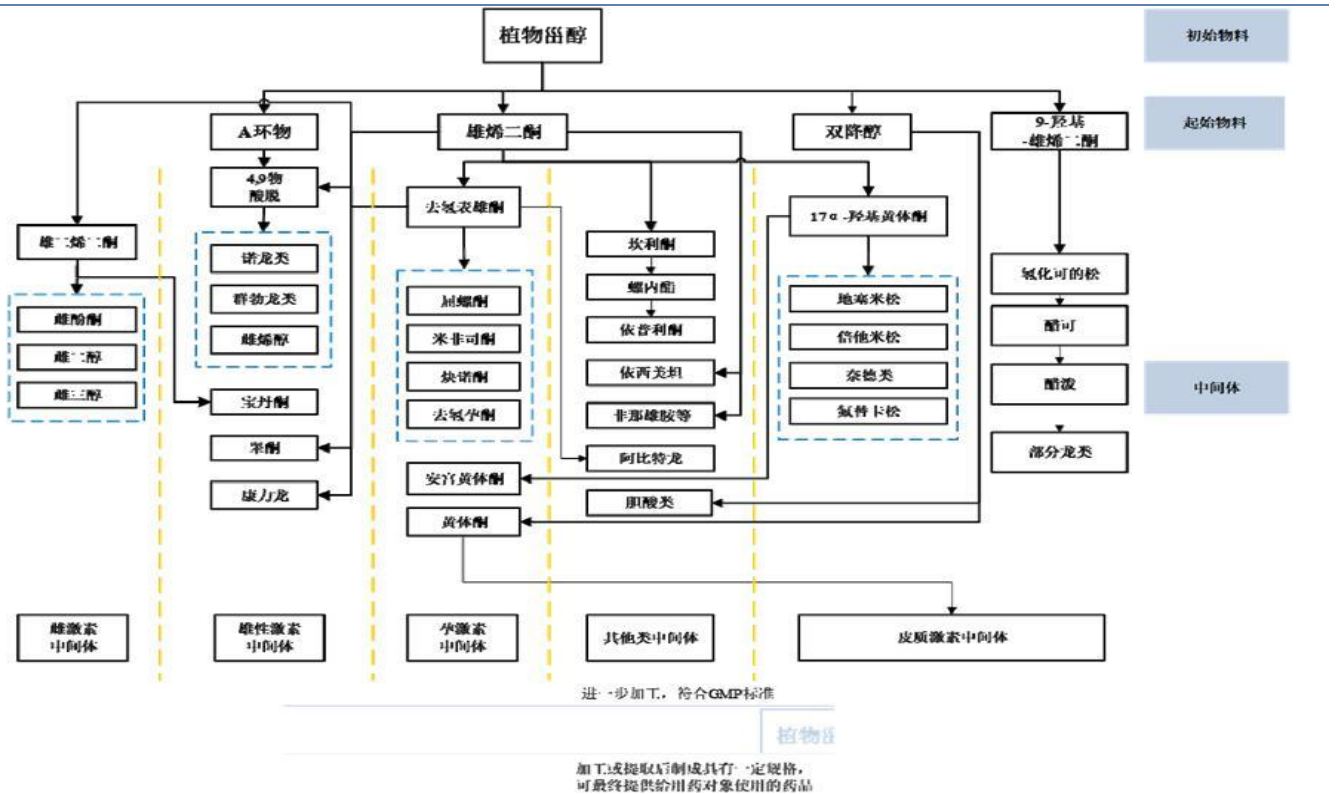
药物类别	甾体药物		常用药物
甾体药物	肾上腺皮质激素	盐皮质激素 糖皮质激素	醛固酮等 醋酸可的松，氢化可的松。地塞米松，甲强龙等
	性激素	雄激素 雌激素 孕激素	甲睾酮、丙酸睾酮、十一酸睾酮等 雌二醇、苯甲酸雌二醇、雌酚酮、炔雌醇等 黄体酮、醋酸环丙孕酮、庚酸炔诺酮、炔诺酮
	其他类	胆酸类用药 肌松类用药 心血管用药	熊去氧胆酸 罗库溴铵、维库溴铵 依普利酮

资料来源：华泰研究

行业特点决定了甾体药物行业进入壁垒较高：

- 1) 甾体原料药品种多，小批量需求，市场更加分散，对柔性生产要求高；
- 2) 产品生命周期长，先发厂家积累久，具备规模优势、技术领先、积累行业口碑；
- 3) 甾体激素具有高致敏性，合成复杂，工艺技术门槛高，高端激素衍生物的生产对晶型、粒度、杂质等指标要求非常严格，只有通过技术积累和长时间沉淀才能实现跨越；
- 4) 生产工艺复杂，产业链较长，分工细致，各类企业擅长的细分领域各有不同，根据甾体药物不同的工艺路线和产物，分为起始物料、重要中间体、原料药及制剂。

图表89：甾体药物合成工艺

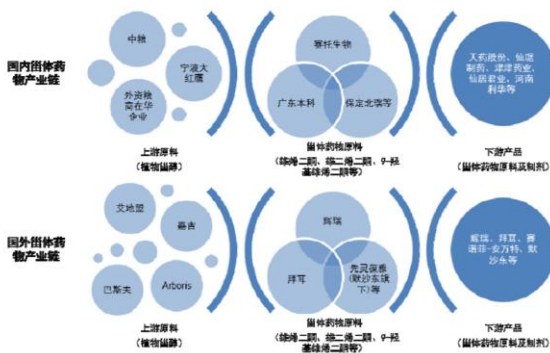


资料来源：共同药业招股书，华泰研究

产业链上游产品主要是黄姜、皂素、双烯和植物甾醇等起始物料，中游从事甾体原料与中间体生产，下游产品主要是各类甾体原料药和制剂。目前国内甾体药物行业主要上市公司包括仙居制药、赛托生物、共同药业、溢多利和天药股份。

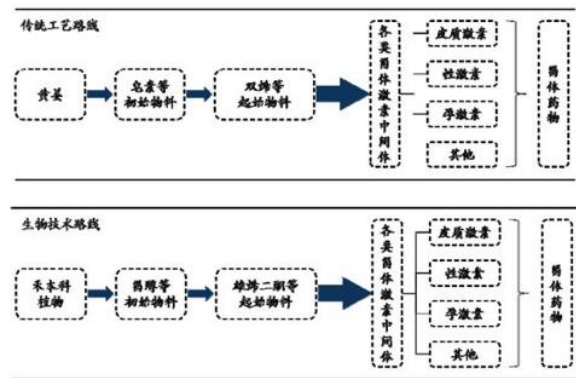
甾体药物有两种合成工艺路线，分别是传统工艺路线和生物技术路线，国外主要是微生物发酵雄烯二酮技术路线，国内 2013 年以前主要用黄姜提取皂素技术路线，由于黄姜资源短缺造成原材料价格上涨，以及环保压力，传统工艺路线生产难以为继，国内头部厂家纷纷转向微生物发酵路线。2013 年赛托生物率先突破微生物发酵工艺路线，国内也逐渐演变与国外起始物料趋于一致。新技术路线提高了甾体生产效率，出清传统路线中小企业，行业集中度进一步提高。

图表90：产业链结构与代表公司



资料来源：赛托招股书，华泰研究

图表91：新旧甾体药物合成工艺路线

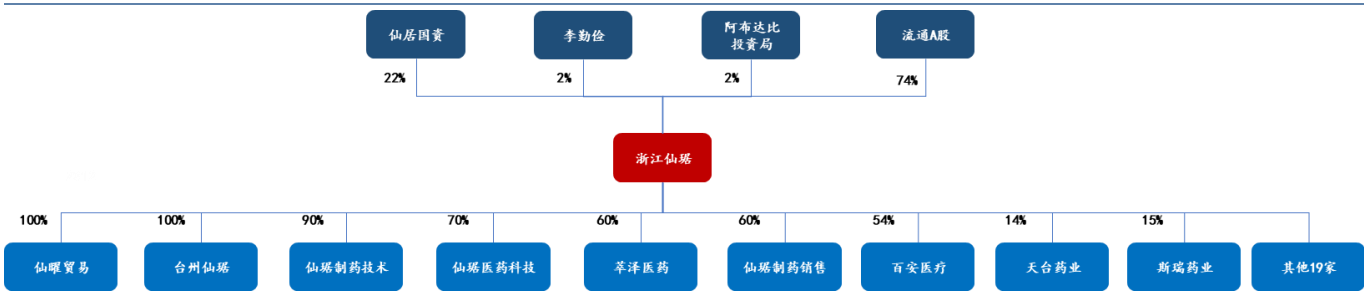


资料来源：赛托招股书，华泰研究

### 公司股权结构与原料药产品

公司大股东为仙居国资，持股 22%，股权相对集中，股权结构稳定。旗下有 28 家子公司/参股公司，主要子公司包括台州仙居、仙居制药销售、仙居萃泽、天台药业和仙曜贸易等。

图表92：公司股权结构



注：截至 22 年 9 月末  
资料来源：公司公告，华泰研究

公司自营原料药包括皮质激素、性激素和部分非激素类与中间体产品。多款产品取得欧、美、日、韩、印、澳等国注册证书。

图表93: 主要自营原料药产品

类别	产品(中文名)	产品(英文名)	质量标准	注册国家或药政机构
皮质激素	醋酸泼尼松	Prednisone Acetate	ChP	中国
	泼尼松龙	Prednisolone	ChP、IP、USP、EP、BP、JP	中国、EDQM、FDA、日本、印度、韩国
性激素	泼尼松龙甲磺酸酯	Prednisolone 21-mesyl	企业标准	
	醋酸泼尼松龙	Prednisolone Acetate	ChP、IP、USP、EP	中国、日本、印度
	丁酸氢化可的松	Hydrocortisone Butyrate	ChP	中国
	糠酸莫米松	Mometasone Furoate	WS、IP、USP、EP	中国
	丙酸氟替卡松	Fluticasone Propionate	企业标准	
	戊酸倍他米松	Betamethasone Valerate	YBH、IP、USP、EP	中国
	雌二醇	Estradiol	ChP、USP、EP	中国、FDA
	戊酸雌二醇	Estradiol Valerate	ChP、USP、EP	中国
	苯甲酸雌二醇	Estradiol Benzoate	ChP、USP、EP、BP	中国
	庚酸雌二醇	Estradiol Enanthate	企业标准	
孕激素	雌三醇	Estriol	USP、EP	
	炔雌醇	Ethinylestradiol	ChP、USP、EP、BP	中国、EDQM
	醋酸环丙孕酮	Cyproterone Acetate	WS、EP、BP	中国、EDQM
	米非司酮	Mifepristone	ChP、IP、企业标准	中国、FDA、印度
	黄体酮	Progesterone	ChP、IP、USP、EP、BP	中国、EDQM、印度
	庚酸炔诺酮	Norethisterone Enanthate	WS、企业标准	中国
非激素系列	醋酸甲地孕酮	Megestrol Acetate	ChP、YBH、EP、USP	中国、FDA、EDQM、韩国、加拿大
	苯磺顺阿曲库铵	Cisatracurium Besylat	ChP	中国
	噻托溴铵	Tiotropium Bromide	YBH	中国
	罗库溴铵	Rocuronium Bromide	ChP、USP、EP	中国、EDQM、FDA、韩国
	维库溴铵	Vecuronium Bromide	YBH、IP、USP、EP	中国、FDA、澳大利亚
	舒更葡糖钠	Sugammadex Sodium	企业标准	
	奥美克松钠	Adamgammadex Sodium	企业标准	
	雌酚酮	Estrone	企业标准	
中间体产品	米非司酮缩酮物	3. Ethylenedioxy-Ester-5 (10)、9 (11) -Diene-17-One	企业标准	
	醋酸曲安奈德环氧化物	Triamcinolone Acetonide Acetate	企业标准	

资料来源: 公司官网, 华泰研究

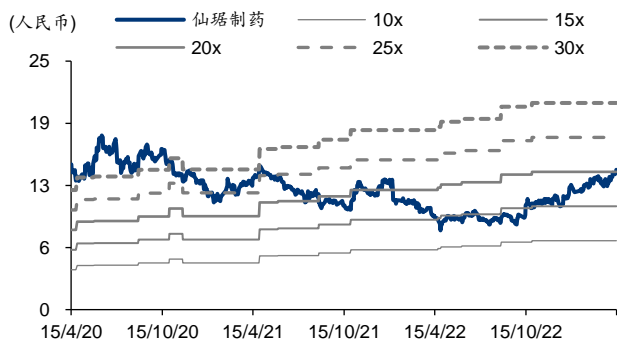
Newchem 子公司产品主要包括皮质类固醇、激素、前列腺类似物, 多款产品取得欧、美、日、韩等国认证。

图表94: Newchem 原料药产品

类型	药物名	认证	类型	药物名	认证
皮质类固醇	醋酸倍他米松			糠酸莫米松	USDMF / CEP
	丙酸倍他米松丁酸酯	JDMF		糠酸莫米松一水合物	CEP
	二丙酸倍他米松			预碳酸酯	CEP / KDMF
	倍他米松磷酸钠	JDMF		间磺基苯甲酸泼尼松龙	
	戊酸倍他米松	KDMF		泼尼松龙磷酸钠	
	布地奈德	USDMF / CEP / JDMF / KDMF		泼尼松龙醋酸戊酸酯	JDMF / KDMF
	环孢素	CEP		曲安奈德碱	KDMF
	丙酸氯倍他索	CEP		曲安奈德	USDMF / CEP / IDL / KDMF
	丁酸氯倍他松	JDMF	激素	乙酸环丙孕酮	CEP
	德阿扎科特	KDMF		去氧孕烯	CEP
	去离子水			地诺孕素	CEP / KDMF
	醋酸地塞米松一水合物			屈螺酮	USDMF / CEP / KDMF
	异烟酸地塞米松		孕烯	CEP / KDMF	
	地塞米松磷酸钠		醋酸诺麦格醇	CEP	
	氟甲基龙	JDMF / KDMF	甲异炔诺龙	CEP / KDMF	
	糠酸氟替卡松*		醋酸乌利普利他	USDMF	
	丙酸氟替卡松	USDMF / CEP	前列腺素类似物	贝前列素钠	JDMF / KDMF
	醋酸氢化可的松			比马前列素	
	丁酸氢化可的松	JDMF		伊洛普洛斯特	
	半琥珀酸氢化可的松	CEP		拉坦前列素	CEP / JDMF / KDMF
氢化可的松琥珀酸钠		拉坦前列素布诺			
洛替泊醇乙酸酯		脱水利马前列素			
甲泼尼松碱		利马前列素	JDMF / KDMF		
半琥珀酸甲泼尼松		他氟前列素			
醋酸甲基强的松龙		曲伏前列素			
半琥珀酸甲基强的松龙	USDMF / CEP / IDL	其他	肉豆蔻基 $\gamma$ -吡啶氯化铵		

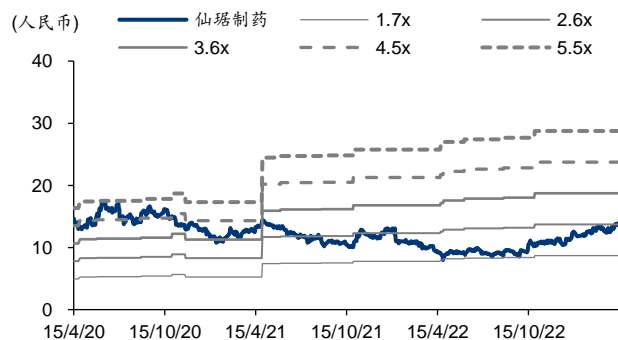
资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表95: 仙琚制药 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表96: 仙琚制药 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,749	3,554	4,298	4,950	5,948
现金	1,438	1,267	1,977	2,610	3,362
应收账款	687.24	565.42	573.04	604.26	723.65
其他应收账款	18.19	17.66	17.90	18.87	22.60
预付账款	27.09	22.52	24.14	23.95	27.09
存货	725.66	888.46	912.96	900.21	1,019
其他流动资产	852.98	792.58	792.61	792.75	793.27
<b>非流动资产</b>	3,089	3,170	3,246	3,326	3,449
长期投资	182.76	193.60	193.60	193.60	193.60
固定投资	1,675	1,616	1,598	1,600	1,620
无形资产	184.00	178.40	173.32	168.70	164.50
其他非流动资产	1,048	1,181	1,281	1,364	1,471
<b>资产总计</b>	6,838	6,723	7,543	8,276	9,397
<b>流动负债</b>	1,619	1,390	1,462	1,460	1,625
短期借款	310.77	65.59	66.48	70.10	83.95
应付账款	278.63	310.60	332.89	330.28	373.58
其他流动负债	1,029	1,014	1,063	1,060	1,167
<b>非流动负债</b>	637.04	388.22	392.45	409.73	475.85
长期借款	574.45	313.14	317.36	334.65	400.77
其他非流动负债	62.59	75.08	75.08	75.08	75.08
<b>负债合计</b>	2,256	1,778	1,855	1,870	2,101
少数股东权益	137.42	115.66	118.04	120.34	123.19
股本	989.20	989.20	989.20	989.20	989.20
资本公积	1,801	1,802	1,786	1,786	1,786
留存公积	1,586	2,054	2,795	3,510	4,397
归属母公司股东权益	4,445	4,829	5,571	6,285	7,173
<b>负债和股东权益</b>	6,838	6,723	7,543	8,276	9,397

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	789.23	676.15	926.98	876.42	987.84
净利润	529.00	617.88	743.79	716.99	890.46
折旧摊销	180.30	188.51	195.23	206.19	219.30
财务费用	85.58	0.07	(4.35)	(11.71)	(17.32)
投资损失	(6.12)	(28.58)	(45.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(7.76)	(117.97)	32.03	(30.33)	(99.88)
其他经营现金	8.23	16.25	5.28	5.28	5.28
<b>投资活动现金</b>	(574.59)	(222.94)	(226.48)	(276.21)	(332.56)
资本支出	(118.17)	(266.84)	(270.44)	(285.17)	(341.52)
长期投资	(0.35)	(9.36)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(456.07)	53.26	43.96	8.96	8.96
<b>筹资活动现金</b>	309.92	(484.13)	9.46	32.62	97.29
短期借款	(224.52)	(146.12)	(98.17)	3.62	13.85
长期借款	(385.61)	(261.31)	4.22	17.29	66.12
普通股增加	72.99	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	949.32	1.17	(15.98)	0.00	0.00
其他筹资现金	(102.26)	(77.87)	119.39	11.71	17.32
现金净增加额	496.25	(63.64)	709.96	632.82	752.57

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4,019	4,337	4,396	4,635	5,551
营业成本	1,783	1,812	1,942	1,926	2,179
营业税金及附加	34.43	38.73	39.55	41.70	49.94
营业费用	1,096	1,280	1,209	1,353	1,690
管理费用	248.22	280.18	275.26	287.38	344.16
财务费用	85.58	0.07	(4.35)	(11.71)	(17.32)
资产减值损失	(18.22)	(20.42)	5.28	5.28	5.28
公允价值变动收益	0.00	0.64	0.64	0.00	0.00
投资净收益	6.12	28.58	45.00	10.00	10.00
<b>营业利润</b>	597.24	754.67	879.82	838.00	1,041
营业外收入	30.04	0.70	0.20	10.00	10.00
营业外支出	6.03	29.49	10.70	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	621.25	725.89	869.32	838.00	1,041
所得税	92.25	108.01	125.53	121.01	150.28
<b>净利润</b>	529.00	617.88	743.79	716.99	890.46
少数股东损益	24.49	1.94	2.38	2.29	2.85
归属母公司净利润	504.51	615.94	741.41	714.70	887.61
EBITDA	826.55	867.55	892.21	986.93	1,197
EPS (人民币, 基本)	0.55	0.62	0.75	0.72	0.90

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.37	7.92	1.35	5.45	19.76
营业利润	9.91	26.36	16.58	(4.75)	24.19
归属母公司净利润	22.94	22.09	20.37	(3.60)	24.19
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	55.64	58.23	55.83	58.44	60.74
净利率	13.16	14.25	16.92	15.47	16.04
ROE	11.54	12.50	13.07	11.19	12.20
ROIC	13.75	16.33	16.67	18.14	21.45
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	32.99	26.45	24.59	22.60	22.36
净负债比率 (%)	(4.29)	(9.46)	(20.61)	(27.86)	(33.68)
流动比率	2.32	2.56	2.94	3.39	3.66
速动比率	1.53	1.88	2.27	2.73	3.00
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.63	0.64	0.62	0.59	0.63
应收账款周转率	5.74	6.92	7.72	7.87	8.36
应付账款周转率	6.05	6.15	6.03	5.81	6.19
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.62	0.75	0.72	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.68	0.94	0.89	1.00
每股净资产(最新摊薄)	4.49	4.88	5.63	6.35	7.25
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	27.57	22.58	18.76	19.46	15.67
PB (倍)	3.13	2.88	2.50	2.21	1.94
EV EBITDA (倍)	16.76	15.05	13.85	11.90	9.25



## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师代雯本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司