

2022年12月11日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 现有业务风险释放完毕，新一代肌松拮抗剂具备巨大市场潜力

## —仙琚制药（002332.SZ）公司动态研究报告

### 买入(首次)

### 投资要点

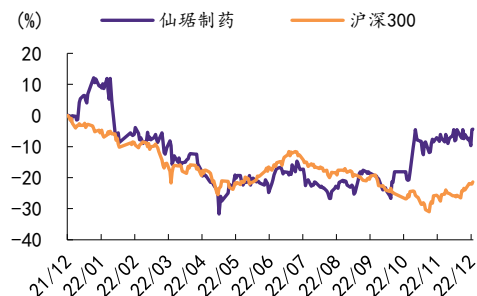
分析师：傅鸿浩 S1050521120004  
fuhh@cfsc.com.cn  
联系人：俞家宁 S1050122040006  
yujn@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2022-12-09

当前股价(元)	11.15
总市值(亿元)	110
总股本(百万股)	989
流通股本(百万股)	978
52周价格范围(元)	8.1-13.3
日均成交额(百万元)	165.59

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

■ 公司已有产品风险释放完毕，后续有望进入平稳增长期，已有产品提供充分的安全边际

制剂业务风险释放完毕：公司顺阿曲库铵于 2021 年集采，预计 2022 年该产品收入从 1 亿减少至 2000 万元；另一款主力产品罗库溴铵于 2022 年 Q3 集采，该产品收入规模预计从 2022 年的 5 亿元降至 2023 年的 5000 万元，公司短期集采风险释放完毕。罗库溴铵集采影响将在 2022 年 Q4 反映，明年实际同比角度反映 3 个季度，减少约 3 亿元，其中 2023 年普药、舒更、呼吸类产品有望实现快速增长，合计基本抵消罗库溴铵集采影响，全年有望不下滑，2024 年有望恢复 15% 的增长中枢。预计 2022-2024 年制剂收入分别为 27、27、32 亿元。

公司特色甾体原料药业务全球地位稳固，有望保持平稳增长，预计 2022-2024 年收入分别为 17、20、24 亿元。公司整体 2022-2024 年收入分别为 44、46、57 亿元，预计分别实现增长 2%、5%、22%。公司管理层通过不断降本增效，利润增速有望超过收入增速，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 7、7.7、9.2 亿，增长 14%、10%、22%。目前市值 110 亿对应 23 年 PE 为 14x，基本反映现有产品的价值。

■ 公司储备的新产品奥美克松钠，具备 30 亿以上峰值销售潜力，有望增厚市值 130 亿

目前中国每年全麻手术量约 3000 万台，全麻手术为了更好的操作条件，比如插管和腹腔镜等手术操作时均需要肌肉松弛药物使用。但手术完成后，需要肌松药物快速失效，患者尽快恢复肌肉正常功能。奥美克松钠即为该类型药物。目前主流的肌松药物为罗库溴铵和顺阿曲库铵。其中罗库溴铵起效迅速，肌松强度高，是全球主流的药物选择，在美国占据大部分市场份额。而中国由于恒瑞等大厂推广能力更强，导致顺阿曲库铵在中国的市场份额为 70%，罗库溴铵为 30%。随着集采进行，顺阿曲库铵和罗库溴铵均进入集采不再由企业推广，后续有望回归药物本质，即罗库溴铵份额逐步提升。

由于奥美克松钠为专门拮抗罗库溴铵的药物，后续有多个条件有利于罗库溴铵和奥美克松钠组合成为医生手术的主流方案：1) 罗库溴铵起效快，肌松深度高，过往医生担心唤醒慢，使用顺阿曲库铵做维持期，以便手术后唤醒，后续有了奥美克松钠后，患者使用罗库溴铵+奥美克松钠，可以随时被

解除肌松，肌松解除时间比顺阿曲库铵还要快速，医生使用顾虑减少，学术角度有利于罗库溴铵+奥美克松钠组合推广；2) 营销推广角度，所有肌松药物均被集采，如果选择罗库溴铵+奥美克松钠组合，医生会得到学术支持，营销利益角度也有利于奥美克松钠上量。

目前，我国每年全麻手术约为 3000 万人次/年，10 年后有望增长至 3600 万人次/年，假设其中 50%使用罗库溴铵、25%使用奥美克松钠拮抗复苏，即使用奥美克松钠拮抗复苏的手术量为 450 万。假设公司单只定价 700 元，对应 2032 年峰值销售有望实现 32 亿元。

## ■ 市场潜力分析

公司传统药物价值 105 亿。奥美克松钠为我国唯一的靶向性肌松拮抗剂，是该领域的新一代的创新药物，此处我们给予其 3-5x ps，则对应代表市值增厚为 95 亿-160 亿，中枢为 125 亿。以上 2 部分合计市值为 230 亿，目前公司市值 110 亿，代表 110%涨幅。

## ■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 44.23、46.47、56.80 亿元，EPS 分别为 0.71、0.78、0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 15.7、14.2、11.7 倍，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

新品研发不及预期、市场推广不及预期、临床进展不及预期、集采影响超预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	4,337	4,423	4,647	5,680
增长率（%）	7.9%	2.0%	5.1%	22.2%
归母净利润（百万元）	616	701	775	947
增长率（%）	22.1%	13.9%	10.5%	22.1%
摊薄每股收益（元）	0.62	0.71	0.78	0.96
ROE（%）	12.5%	12.9%	13.0%	14.4%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 正文目录

1、 布局全新一代肌松拮抗剂，具备 30 亿销售峰值潜力 .....	4
2、 现有业务风险释放完毕，四大板块稳中有升 .....	6
3、 盈利预测及评级 .....	7
4、 风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1：公司与奥默生物合作开发 Aom0498 .....	4
图表 2：肌松药分类.....	4
图表 3：公司业务拆分（百万） .....	7

# 1、布局全新一代肌松拮抗剂，具备 30 亿销售峰值潜力

2015 年 12 月，浙江仙琚制药与杭州奥默医药签订合作协议，双方将共同负责第二代肌松拮抗剂奥美克松钠 (Aom0498) 的开发。其中，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局提出药品注册申请，并在取得药品注册证书后成为药品上市许可持有人。仙琚制药持有原料药批准文件，同时在除浙江省、广东省、山西省、新疆和西藏自治区 5 个区域外具有制剂的独家销售权。奥美克松钠如能研究开发成功，将与公司现有的麻醉肌松类产品形成强势互补，丰富公司麻醉肌松类产品线，提高公司竞争力。

图表 1：公司与奥默生物合作开发 Aom0498

药品上市许可持有	1) 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局提出药品注册申请，并在取得药品注册证书后成为药品上市许可持有人。2) 奥美克松钠原料药批准文件由仙琚制药持有。
产品研发阶段开发费用承担	1) 截至II期临床试验阶段（临床IIb阶段），公司已累计研发投入约人民币8653万元。II期临床试验阶段（临床IIb阶段），公司已累计研发投入约人民币8653万元。2) 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。
药品生产、销售权	1) 奥美克松钠原料药及制剂的生产由仙琚制药独家生产；（2）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；关于委托生产、销售等具体事项，甲乙双方今后将根据市场公允价格进一步协商后另行签订书面协议。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

肌松是全麻手术的三大要素（麻醉、镇痛、肌松）之一，肌松药在全麻手术中不可或缺。手术或急救时，必须对患者实施人工呼吸、气管插管和其他许多体内操作；但即使在麻醉的情况下，这些操作仍然会引起患者骨骼肌不自觉的强烈收缩，严重增加手术操作风险，强行操作则会损伤患者的机体组织与器官，威胁患者生命。而肌松药可选择性地作用于神经肌肉接头，暂时干扰正常的神经肌肉兴奋传递，使得肌肉松弛。

麻醉科常用的肌松药主要分为两类，一类是以琥珀胆碱（超短效）为代表的去极化肌松药/非竞争性肌松药，起效快，时效短，但容易导致窦性心动过缓、高钾血症、眼内压增高等许多不良反应，临床上很少使用。另一类是以阿曲库铵/顺阿曲库铵、罗库溴铵为代表的非去极化肌松药/竞争性肌松药，持续时间相对较长，且不良反应小，是临床的主流选择。

图表 2：肌松药分类

分类	去极化	非去极化	
		氨基甾类	苄基异喹啉类
超短效（2-4min）	琥珀胆碱		
短效（5-20min）			米库氯铵
中效（20-50min）		罗库溴铵、维库溴铵	阿曲库铵、顺阿曲库铵
长效（>50min）		泮库溴铵、哌库溴铵	筒箭毒碱

资料来源：药时代，华鑫证券研究

肌松拮抗药物可以解决肌松残留问题。肌松药很好地解决了全麻手术中患者肌肉紧张的问题，大大提升手术治疗的有效性和安全性，但术后需要及时解除肌松药的作用，否则将有肌松残留的风险，会导致患者呼吸肌无力、急性呼吸功能衰竭甚至死亡。根据一项我国多中心调查研究结果显示，各类全麻手术结束拔除气管内导管时肌松残留发生率为 36%，而全麻腹部手术结束拔除气管内导管时肌松残留发生率高达 57%。

**选择性肌松拮抗剂是目前临床治疗的主流选择。**选择性肌松拮抗剂能够使“肌松残余”快速消除，医学界目前已充分认识到麻醉中肌松拮抗剂的重要作用。我国指南中强调，在应用肌松剂后应进行常规拮抗，除非存在明确指征，一般都需要进行常规拮抗。目前为止，全球首个且唯一一款已经上市的选择性肌松拮抗剂是默沙东的舒更葡糖钠（Organon），该药通过选择性地包裹罗库溴铵，从而降低血液中肌松药的数量，进而拮抗神经阻滞的作用。舒更葡糖钠使肌力完全恢复所用的时间更短。对于逆转中度肌松的效果，舒更葡糖钠的效果也明显优于传统肌松拮抗剂新斯的明，对于使用新斯的明无效的深度肌松，也能发挥较好的肌松拮抗效果。

奥美克松钠 Aom0498 是中国唯一、全球唯二的靶向性肌松拮抗剂，也是该领域的新一代的创新药物，目前已经进入中国 III 期临床试验阶段，同时在 FDA 申请美国临床。Aom0498 通过对舒更葡糖钠进行结构改造，在侧链上引入乙酰胺基修饰，对甾体类肌松药罗库溴铵有更强的结合力。同时，Aom0498 克服了舒更葡糖钠的过敏、心脏功能异常和出血等副作用，并且在剂型方面做了改进，使之在存储与运输中的稳定性得到大大提高，具备巨大应用潜力。

### 市场潜力分析：

目前主流的肌松药物为罗库溴铵和顺阿曲库铵。其中罗库溴铵起效迅速，肌松强度高，是全球主流的药物选择，在美国占据大部分市场份额。而在我国，由于恒瑞等大药厂推广能力更强，导致顺阿曲库铵在中国的市场份额为 70%，罗库溴铵为 30%。随着集采进行，顺阿曲库铵和罗库溴铵均进入集采不再有企业推广，后续有望回归药物本质，即罗库溴铵份额逐步提升。

由于奥美克松钠为专门拮抗罗库溴铵的药物，后续有多个条件有利于罗库溴铵和奥美克松钠组合成为医生手术的主流方案：1) 罗库溴铵起效快，肌松深度高，过往医生担心唤醒慢，使用顺阿曲库铵做维持期，以便手术后唤醒，后续有了奥美克松钠后，患者使用罗库溴铵+奥美克松钠，可以随时被解除肌松，肌松解除时间比顺阿曲库铵还要快速，医生使用顾虑减少，学术角度有利于罗库溴铵+奥美克松钠组合推广；2) 营销推广角度，所有肌松药物均被集采，如果选择罗库溴铵+奥美克松钠组合，医生会得到学术支持，营销利益角度也有利于奥美克松钠上量。

目前，我国每年全麻手术约为 3000 万人次/年，10 年后有望增长至 3600 万人次/年，假设其中 50%使用罗库溴铵、25%使用奥美克松钠拮抗复苏，即使用奥美克松钠拮抗复苏的手术量为 450 万。假设公司单只定价 700 元，对应 2032 年峰值销售有望实现 32 亿元。



## 2、现有业务风险释放完毕，四大板块稳中有升

公司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。

### 1) 性激素类药物主要产品包括黄体酮胶囊（益玛欣）、左炔诺孕酮肠溶胶囊、米非司酮片等。

过往该产品线的收入规模约为 5 亿元，其中黄体酮胶囊、左炔诺孕酮肠溶胶囊预计分别贡献 2 亿和 1.5 亿元，由于大学生比例和流动人口的减少导致 2 个产品增速放缓。妇科抗生素克林霉素凝胶有望实现快速增长，预计从 1000 万增长至 5000 万销售额。公司庚酸炔诺酮注射液作为流产后保留女性生育能力的药物，有望带来 5000 万以上的增长，后续还有望保持较快增长。整体该业务板块预计保持稳定增长。

### 2) 麻醉与肌松类药物主要包括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。

苯磺顺阿曲库铵于去年集采，导致收入下降幅度较大，预计导致其销售收入从 1 亿元跌至今年的 2000 万元，但其他品种增长较好，弥补了该药下滑的损失，因此该板块在今年前三季度仍然实现较快增长。罗库溴铵于今年 Q4 开始集采，该产品 Q1-Q3 保持较快增长，因此全年预计仍然有望实现 5 亿元的销售，综合看麻醉和肌松药物今年有望保持相对稳定的收入态势，实现收入 5.5 亿元。2023 年罗库溴铵预计 Q1-Q3 销售收入同比减少，但公司后续储备了新产品如舒更等，将对公司形成收入补充，实现恢复性增长。同时，公司在这个板块布局了新品种包括奥美克松钠等，公司外部也在寻找一些阵痛的大品种，后续具备实现突破性增长的潜力。

### 3) 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。

公司在此领域的产品具备较强的竞争力，过往复合增速达到 35%以上，预计未来 3 年仍然能保持较快增长。公司呼吸科领域目前集采压力较小，同时亦有新品在研，后续收入增长动力较强。

### 4) 皮肤科主要产品有糠酸莫米松凝胶、糠酸莫米松乳膏和丙酸氟替卡松乳膏等。

该领域行业需求较为稳定，预计保持稳定增长。

图表 3: 公司业务拆分 (百万)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>原料药及中间体</b>						
收入	1601	1900	1813	1700	1975	2420
yoy		18.7%	-4.6%	-6.2%	16.2%	22.5%
老厂原料药	645	823	786	825	908	1089
yoy		27.6%	-4.5%	5.0%	10.0%	20.0%
意大利Newchem	576	631	504	554	610	671
yoy		9.5%	-4.3%	10.0%	10.0%	10.0%
仙曜贸易(代理原料药)	79	133	134	141	148	155
yoy		68.4%	0.8%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	281	293	269	180	310	505
yoy		4.3%	-8.2%	-33.1%	72.2%	62.9%
<b>制剂产品</b>						
收入	2108	2119	2524	2722	2671	3259
yoy		0.5%	19.1%	7.8%	-1.9%	22.0%
麻醉及肌松	686	509	620	547	106	139
yoy		-25.8%	21.8%	-11.8%	-80.6%	31.1%
罗库溴铵注射液	466	350	490	500	50	70
苯磺顺阿曲库铵注射液	200	140	105	20	25	30
注射用维库溴铵	18	15	17	18	20	25
盐酸罗哌卡因注射液	1	3	7	8	10	13
甲磺酸罗哌卡因注射液	1	1	1	1	1	1
呼吸类	300	367	520	700	950	1300
yoy		22.3%	41.7%	34.6%	35.7%	36.8%
妇科计生类	515	480	525	580	635	730
yoy		-6.8%	9.4%	10.5%	9.5%	15.0%
皮肤科	150	140	150	165	180	210
yoy		-6.7%	7.1%	10.0%	9.1%	16.7%
普药	420	440	480	530	580	640
yoy		4.8%	9.1%	10.4%	9.4%	10.3%
<b>其他</b>						
收入	37	183	229	200	220	240
yoy		394.6%	25.1%	-12.7%	10.0%	9.1%
<b>收入合计</b>						
合计	3709	4019	4337	4422	4646	5679
yoy		8.4%	7.9%	2.0%	5.1%	22.2%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

### 3、盈利预测及评级

预测公司 2022-2024 年收入分别为 44.23、46.47、56.80 亿元, EPS 分别为 0.71、0.78、0.96 元, 当前股价对应 PE 分别为 15.7、14.2、11.7 倍, 给予“买入”投资评级。

### 4、风险提示

新品研发不及预期、市场推广不及预期、临床进展不及预期、集采影响超预期

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	1,267	2,866	3,531	4,066
应收款	586	597	627	767
存货	888	950	1,022	1,229
其他流动资产	813	819	835	909
流动资产合计	3,554	5,232	6,015	6,972
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	501	501	501	501
固定资产	1,616	1,737	1,712	1,635
在建工程	381	152	61	24
无形资产	178	169	161	152
长期股权投资	194	194	194	194
其他非流动资产	801	801	801	801
非流动资产合计	3,170	3,053	2,928	2,806
资产总计	6,723	8,285	8,944	9,777
<b>流动负债:</b>				
短期借款	66	266	366	466
应付账款、票据	385	412	443	533
其他流动负债	897	897	897	897
流动负债合计	1,390	1,575	1,706	1,896
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	313	1,213	1,213	1,213
其他非流动负债	75	75	75	75
非流动负债合计	388	1,288	1,288	1,288
负债合计	1,778	2,863	2,994	3,184
<b>所有者权益</b>				
股本	989	989	989	989
股东权益	4,945	5,422	5,949	6,593
负债和所有者权益	6,723	8,285	8,944	9,777

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	618	704	778	950
少数股东权益	2	2	2	3
折旧摊销	184	117	124	122
公允价值变动	1	1	1	1
营运资金变动	-128	-94	-87	-331
经营活动现金净流量	676	729	817	744
投资活动现金净流量	-223	108	116	114
筹资活动现金净流量	1146	873	-150	-206
现金流量净额	1,599	1,710	783	653

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,337	4,423	4,647	5,680
营业成本	1,812	1,897	2,043	2,456
营业税金及附加	39	39	41	51
销售费用	1,280	1,216	1,208	1,533
管理费用	280	265	279	341
财务费用	0	8	-1	-8
研发费用	243	221	232	284
费用合计	1,803	1,711	1,718	2,150
资产减值损失	12	-10	-10	0
公允价值变动	1	1	1	1
投资收益	29	20	20	20
营业利润	755	773	855	1,043
加: 营业外收入	1	3	3	3
减: 营业外支出	29	3	3	3
利润总额	726	773	855	1,043
所得税费用	108	70	77	94
净利润	618	704	778	950
少数股东损益	2	2	2	3
归母净利润	616	701	775	947

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	7.9%	2.0%	5.1%	22.2%
归母净利润增长率	22.1%	13.9%	10.5%	22.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	58.2%	57.1%	56.0%	56.8%
四项费用/营收	41.6%	38.7%	37.0%	37.9%
净利率	14.2%	15.9%	16.7%	16.7%
ROE	12.5%	12.9%	13.0%	14.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.5%	34.6%	33.5%	32.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	7.4	7.4	7.4	7.4
存货周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.62	0.71	0.78	0.96
P/E	17.9	15.7	14.2	11.7
P/S	2.5	2.5	2.4	1.9
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7



## ■ 医药组介绍

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务

状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。