

仙琚制药 (002332.SZ)
化学制药

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 27 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 祝嘉琦

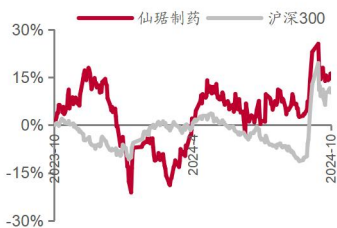
执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	989.20
流通股本(百万股)	984.19
市价(元)	12.70
市值(百万元)	12,562.90
流通市值(百万元)	12,499.26

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《仙琚制药 (002332) 2024 中报业绩点评-利润环比加速增长, 经营趋势不断向好》2024-09-02

2、《仙琚制药(002332)-2023 年报 & 2024Q1 点评-轻舟已过万重山, 开启增长新阶段 -20240508》2024-05-12

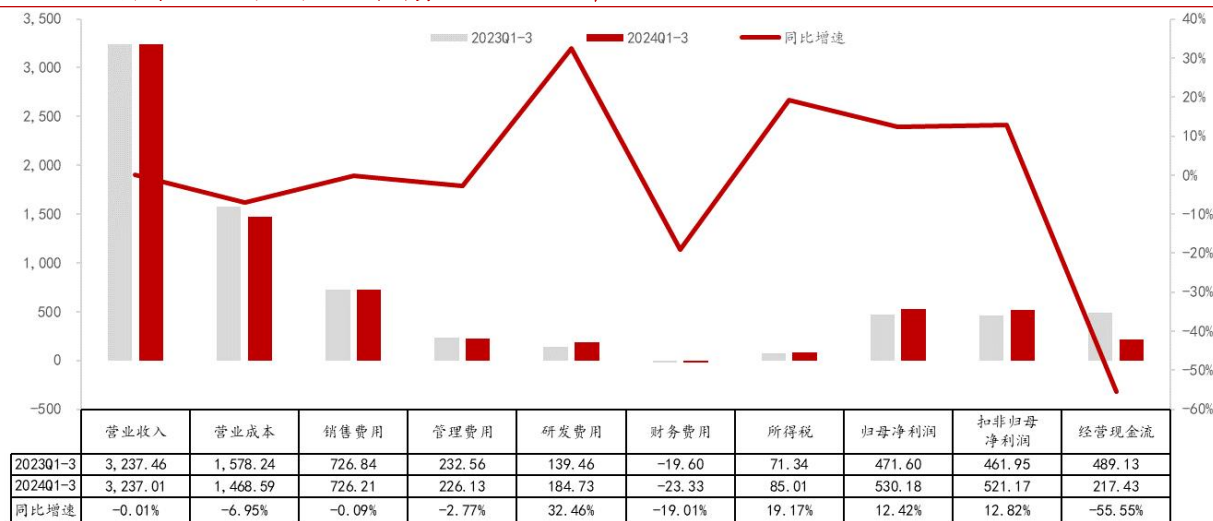
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4379.83	4123.42	4303.91	4783.73	5453.78
增长率 yoy%	0.52%	-5.85%	4.38%	11.15%	14.01%
归母净利润 (百万元)	749.41	563.08	678.44	821.28	1005.79
增长率 yoy%	21.00%	-24.86%	20.49%	21.05%	22.47%
每股收益 (元)	0.76	0.57	0.69	0.83	1.02
每股现金流量	0.62	0.60	0.86	0.98	1.12
净资产收益率	13.73%	9.73%	11.07%	12.15%	13.37%
P/E	14.98	19.94	16.55	13.67	11.16
P/B	2.06	1.94	1.83	1.66	1.49

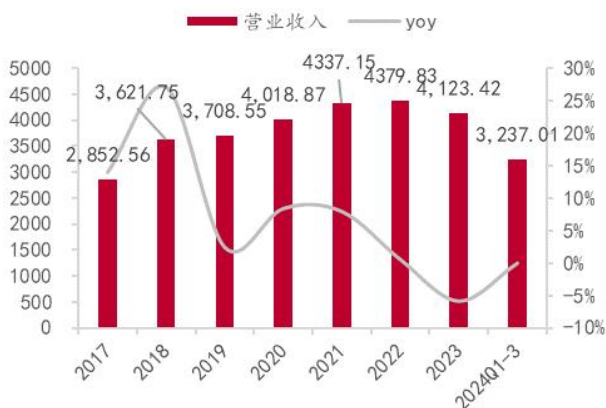
备注: 股价截止自 2024 年 10 月 25 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

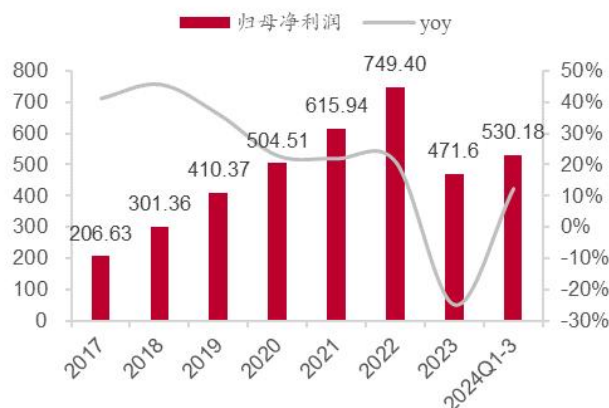
- 事件: 公司发布 2024 年三季报, 前三季度实现营业收入 32.37 亿元, 同比下降 0.01%, 归母净利润 5.30 亿元, 同比增长 12.42%, 扣非净利润 5.21 亿元, 同比增长 12.82%
- 业绩符合预期, 经营趋势持续向好。分季度: 2024Q3 营业收入 10.99 亿元 (同比-1.80%, 环比-0.07%下同), 归母净利润 1.90 亿元 (+12.17%, 环比+0.99%), 扣非净利润 1.90 亿元 (同比+14.68%, 环比+1.86%)。利润端表现亮眼, 24Q3 继续延续 Q2 的扣非利润增速提升, 体现出公司极强的韧性。分业务: 1) 制剂: 集采品种企稳回升, 新品梯队发力, 持续放量。核心产品糠酸莫米松鼻喷雾剂恢复快速增长, 庚酸针、优思明、舒更葡葡钠等次新品持续放量。新品硫酸新斯的明通过一致性评价、甲磺酸倍他司汀片注册申请获得受理, 与奥默合作的 1.1 类创新药奥美克松钠上市许可申请得受理, 市场空间广阔, 潜力优秀值得期待。2) 原料药: 价格基本企稳, 公司积极开拓规范市场, 布局无菌原料药, 期待醋酸甲羟孕酮无菌、泼尼松龙打开打开高端市场进一步增强公司原料药业务竞争力。意大利子公司 Newchem 受到海外市场下游客户去库存、皮质激素类产品上游价格波动影响收入阶段性承压, 预计伴随下游客户去库存进程接近尾声, 2025 年有望实现触底。展望 2025 年, 预计随着制剂不断放量, 新产品持续获批; 原料药优势产品需求回暖, 高端市场实现收获, 公司业绩继续延续向好趋势。
- 产品结构带动毛利率提升, 期间费用率基本稳定, 持续加大研发力度, 丰富产品管线。毛利率&净利率: 2024Q1-Q3、24Q3 毛利率分别为 54.63% (+3.38pp), 54.22% (+3.79pp, -0.37pp), 净利率分别为 16.77% (+2.19pp), 17.33% (+2.16pp, +0.18pp)。费用率: 2024Q1-Q3、24Q3 销售费用率分别为 22.43% (-0.02pp)、21.66% (-2.24pp, -0.54pp)。管理费用率 6.99% (-0.19pp)、6.12% (-0.47pp, -0.82pp)。财务费用率 -0.72% (-0.11pp)、0.02% (+0.94pp, +1.64pp)。三项费用率合计分别为 28.70% (-0.32pp)、27.81% (-1.77pp, +1.35pp)。研发投入: 2024Q1-Q3、2024Q3 研发费用分别为 1.85 亿元 (+32.46%)、5978 万元 (+29.78%, +5.89%), 占收入比例为 5.71% (+1.40pp)、5.44% (+1.32pp, +0.31pp), 新产品、新技术不断迭代, 研发投入随发展阶段稳步增长。
- 盈利预测与投资建议: 预计公司 2024-2026 年收入 43.04、47.84 和 54.54 亿元, 同比增长 4.38%、11.15%和 14.01%; 归母净利润 6.78、8.21 和 10.06 亿元, 同比增长 20.49%、21.05%和 22.47%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 17/14/11 倍。考虑公司是甾体激素优质赛道原料药制剂一体化龙头, 制剂集采风险逐步出清, 新产品放量可期, 原料药非规范市场需求有望回暖, 法规市场不断开拓, 有望迈入发展新阶段, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 产品降价风险、汇率波动风险、海外收购整合失败风险、公开资料信息滞后或更新不及时风险。

图表 1: 仙琚制药 2024Q1-Q3 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 仙琚制药营收 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 仙琚制药归母净利润 (百万元, %)


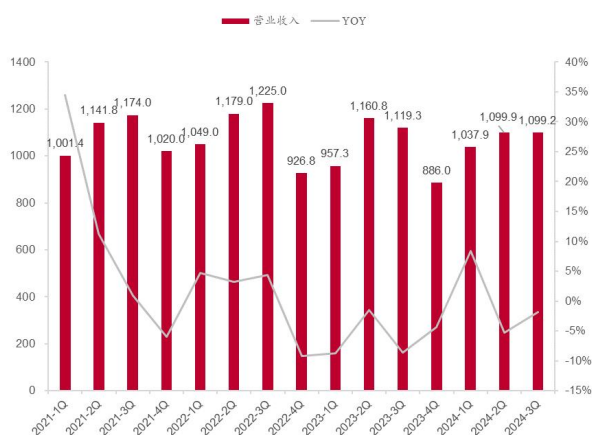
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 仙琚制药分季度财务数据 (百万元, %)

项目	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q	2024-2Q	2024-3Q
营业收入	1,049.03	1,179.00	1,224.97	926.83	957.29	1,160.83	1,119.34	885.96	1,037.93	1,099.92	1,099.16
营业收入同比	4.76%	3.25%	4.34%	-9.13%	-8.75%	-1.54%	-8.62%	-4.41%	8.42%	-5.25%	-1.80%
营业收入环比	2.85%	12.39%	3.90%	-24.34%	3.29%	21.26%	-3.57%	-20.85%	17.15%	5.97%	-0.07%
营业成本	440.30	491.63	537.79	363.03	456.18	567.19	554.86	364.89	465.93	499.47	503.19
毛利率	58.03%	58.30%	56.10%	60.83%	52.35%	51.14%	50.43%	58.81%	55.11%	54.59%	54.22%
销售费用	316.38	336.32	348.33	261.77	221.19	238.12	267.54	263.14	255.80	232.34	238.08
管理费用	72.39	71.68	55.09	70.44	71.53	87.22	73.81	48.66	82.39	76.42	67.32
研发费用	57.37	39.70	53.75	115.94	41.34	52.06	46.06	121.54	68.51	56.45	59.78
财务费用	5.88	-12.31	-13.16	-7.12	-1.41	-7.93	-10.27	-2.71	-5.86	-17.74	0.27
营业利润	153.70	258.85	245.69	220.36	153.46	200.07	191.58	101.36	183.98	225.38	221.37
利润总额	148.36	255.85	250.15	217.53	153.68	197.88	191.73	98.39	182.13	224.99	220.59
所得税	26.27	54.29	41.08	2.87	24.38	26.21	20.74	8.23	25.61	33.83	25.57
归母净利润	127.71	203.38	198.12	220.19	133.11	168.70	169.79	91.48	151.12	188.60	190.46
归母净利润同比	15.47%	24.44%	6.98%	40.50%	4.23%	-17.05%	-14.30%	-58.45%	13.53%	11.80%	12.17%
净利率	12.17%	17.25%	16.17%	23.76%	13.91%	14.53%	15.17%	10.33%	14.56%	17.15%	17.33%
扣非归母净利润	126.26	183.84	188.33	113.37	132.25	164.30	165.40	75.58	145.26	186.22	189.69
扣非归母净利润同比	16.26%	13.51%	5.95%	-14.68%	4.75%	-10.63%	-12.17%	-33.34%	9.83%	13.35%	14.68%

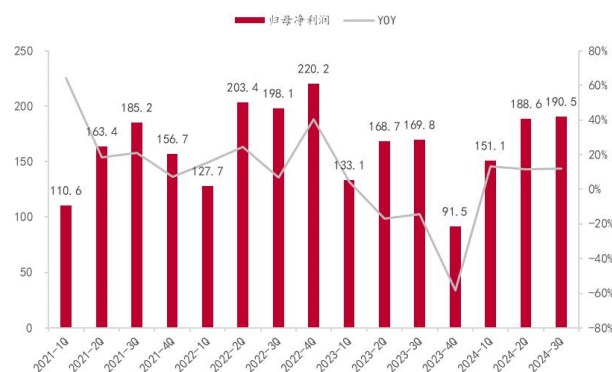
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 分季度营收 (百万元, %)



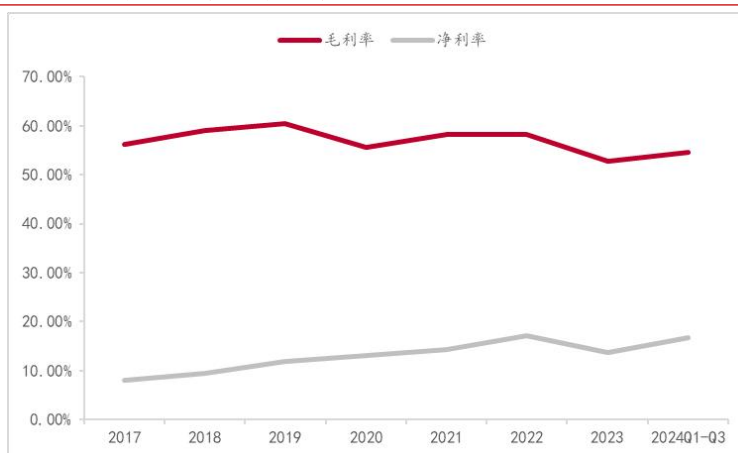
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 分季度归母净利润 (百万元, %)



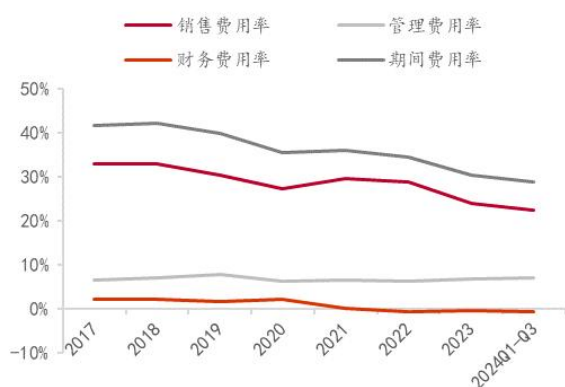
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 仙琚制药历年毛利率和净利率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 仙琚制药历年三项费用率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 仙琚制药研发费用率 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 仙琚制药财务报表预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,399.87	4,363.05	5,130.08	6,096.77	营业收入	4,123.42	4,303.91	4,783.73	5,453.78
现金	1,660.04	2,575.34	3,225.00	3,978.53	营业成本	1,943.12	1,931.59	2,079.29	2,309.30
应收账款	551.70	562.28	626.57	716.28	营业税金及附加	36.87	34.43	38.27	43.63
其他应收款	15.41	32.21	35.26	36.79	营业费用	989.98	1,024.33	1,128.96	1,287.09
预付账款	36.86	30.08	33.54	37.91	管理费用	281.23	301.27	301.38	332.68
存货	922.88	931.90	999.14	1,109.00	财务费用	(22.32)	(11.64)	3.14	5.86
其他流动资产	212.99	231.23	210.56	218.26	资产减值损失	(28.56)	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3,592.96	3,534.86	3,423.19	3,302.31	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	223.67	223.67	223.67	223.67	投资净收益	(8.97)	20.00	30.00	30.00
固定资产	1,719.37	2,136.17	2,054.26	1,955.66	营业利润	646.46	816.61	981.15	1,191.52
无形资产	166.49	148.13	129.78	111.43	营业外收入	4.32	2.77	3.07	3.18
其他非流动资产	1,483.44	1,026.89	1,015.49	1,011.55	营业外支出	9.10	1.00	3.00	3.00
资产总计	6,992.84	7,897.91	8,553.27	9,399.08	利润总额	641.68	818.38	981.22	1,191.70
流动负债	1,046.91	1,586.76	1,593.59	1,654.57	所得税	79.56	115.39	138.35	168.03
短期借款	1.03	500.00	500.00	500.00	净利润	562.12	702.99	842.87	1,023.67
应付账款	258.31	256.77	276.41	306.98	少数股东损益	(0.97)	24.55	21.59	17.88
其他流动负债	787.57	829.99	817.19	847.58	归属母公司净利润	563.08	678.44	821.28	1,005.79
非流动负债	115.88	112.03	111.41	113.12	EBITDA	837.86	1,023.72	1,240.44	1,468.39
长期借款	38.74	38.74	38.74	38.74	EPS (元)	0.57	0.69	0.83	1.02
其他非流动负债	77.14	73.29	72.67	74.38					
负债合计	1,162.79	1,698.79	1,705.00	1,767.68					
少数股东权益	43.92	68.48	90.06	107.94	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
股本	989.20	989.20	989.20	989.20	成长能力				
资本公积	1,820.20	1,820.20	1,820.20	1,820.20	营业收入	-5.9%	4.4%	11.1%	14.0%
留存收益	2,926.10	3,307.78	3,925.53	4,684.93	营业利润	-26.4%	26.3%	20.1%	21.4%
归属母公司股东权益	5,786.12	6,130.65	6,758.21	7,523.46	归属于母公司净利润	-24.9%	20.5%	21.1%	22.5%
负债和股东权益	6,992.84	7,897.91	8,553.27	9,399.08	获利能力				
					毛利率(%)	52.9%	55.1%	56.5%	57.7%
					净利率(%)	13.7%	15.8%	17.2%	18.4%
					ROE(%)	9.7%	11.1%	12.2%	13.4%
					ROIC(%)	14.1%	18.0%	22.1%	26.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.6%	21.5%	19.9%	18.8%
					净负债比率(%)	18.03%	42.31%	41.26%	40.13%
					流动比率	3.25	2.75	3.22	3.68
					速动比率	2.32	2.13	2.56	2.98
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.58	0.58	0.61
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	7.31	7.50	7.80	7.92
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.57	0.69	0.83	1.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.86	0.98	1.12
					每股净资产(最新摊薄)	5.85	6.20	6.83	7.61
					估值比率				
					P/E	19.94	16.55	13.67	11.16
					P/B	1.94	1.83	1.66	1.49
					EV/EBITDA	11	9	8	6

现金流量表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	595.48	850.69	974.05	1,106.25
净利润	562.12	702.99	842.87	1,023.67
折旧摊销	213.72	218.75	256.15	271.01
财务费用	-22.32	-11.64	3.14	5.86
投资损失	8.97	-20.00	-30.00	-30.00
营运资金变动	-239.84	-17.14	-106.50	-172.47
其他经营现金流	72.83	-22.27	8.39	8.19
投资活动现金流	-196.63	-122.27	-112.27	-112.27
资本支出	234.63	150.00	150.00	150.00
长期投资	16.33	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	54.34	27.73	37.73	37.73
筹资活动现金流	-463.85	186.87	-212.12	-240.46
短期借款	-36.37	498.97	0.00	0.00
长期借款	-155.11	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	17.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-289.86	-312.10	-212.12	-240.46
现金净增加额	-78.43	915.30	649.66	753.52

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。