

仙琚制药(002332)

报告日期: 2023年05月03日

## 韧性延续、拐点渐进

### ——仙琚制药 2022 年报及 2023 年一季报点评

#### 投资要点

□ 2022 年公司固定资产周转率和应收账款周转率持续提升, 我们认为体现了公司在原料药厂房搬迁、存量制剂集采等背景下, 增长韧性延续、管理效率提升。我们预计 2023H2 有望成为公司利润增长的拐点, 合作新药 NDA、壁垒仿制药上市销售, 有望带动公司 2024 年利润增长加速, 制剂新产品申报加速、母公司事业部管理改革、子公司萃泽激励机制强化等有望支撑公司中长期持续增长, 相比于可比公司平均 PE 估值 (27.4 倍), 我们认为公司估值仍有提升空间, 维持“买入”评级。

#### □ 财务表现: 稳健增长, 拐点渐进

公司公告 2022 年报和 2023 年一季报, 2022 年收入 43.8 亿元, 同比增长 0.5%; 归母净利润 7.5 亿元, 同比增长 21%; 扣非归母净利润 6.1 亿元, 同比增长 4.7%。2023 年一季度公司收入 9.6 亿元, 同比下降 8.8%; 归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 4.2%; 扣非归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 4.8%。我们认为, 公司 2023 年一季度的利润增速好于我们的预期。

#### □ 成长能力: 从韧性到弹性的拐点

从收入结构看, 2022 年公司原料药收入 17.3 亿元、占比 39.6%、同比下降 4.5%, 制剂收入 26 亿元、占比 59.4%、同比增长 4.1%, 收入结构中制剂占比进一步提升。

①**原料药: Newchem 利润率提升, 甾体原料升级奠定制剂升级基础。**2022 年公司自营原料药收入同比增长 1.5%、意大利子公司收入同比增长 16.7%, 在 2022 年国内外复杂的经贸环境下, 意大利子公司实现 10% 以上的收入增速实属不易, 根据公司年报, 2022 年 Newchem 公司净利润 1.09 亿元, 同比增长 28%, 显示出 2022 年 Newchem 的净利率有所提升。此外, 根据公司分产品的收入划分和制剂按适应症的收入划分, 我们预计 2022 年公司的皮质激素类原料药收入同比增长带动原料药整体收入增长。展望 2023 年, 我们预计在“对标市场、主动出击、各线协同、业绩导向”影响下, 有望实现稳健增长; 杨府厂区 FDA 检查对于公司甾体原料药新产品拓展、CDMO 业务推进的重大意义, 根据公司年报, 2022 年公司 CRO 及 CDO “6 个项目均在有序推进”, 考虑到公司在甾体产业链完整布局的领先优势及在甾体工艺、先进产能建设的进展, 我们认为原料药业务的稳健持续增长奠定了公司在制剂、新业务增长的基础。

②**制剂: 加速增长拐点。**按治疗领域看公司制剂增长动能, 2022 年妇科计生类制剂收入占总制剂收入的 20.8%、同比增长 3%; 麻醉肌松类制剂收入占总制剂收入的 18.9%、同比下降 23%; 呼吸类制剂收入占总制剂收入的 26.1%、同比增长 31%; 皮肤科制剂收入占总制剂收入的 6.9%、同比增长 22%; 普药制剂收入占总制剂收入的 20.6%、同比增长 11%。从增长结构看, 我们认为麻醉肌松类制剂收入下降和集采影响有关 (第七批集采中公司中标罗库溴铵注射液、第五批集采中公司的苯磺顺阿曲库铵注射液未中标, 我们预计这两次集采对公司 2022 年麻醉肌松类制剂收入增长产生明显影响), 呼吸科制剂两个产品 (糠酸莫米松鼻喷雾剂和塞托溴铵吸入粉雾剂) 仍有市占率提升潜力。展望 2023-2024 年公司制剂业务的增长动能, 我们认为来自于: ①**麻醉肌松类重回增长轨道**, 来自于集采影响基数出清, 新上市的舒更葡萄糖钠注射液销售增长; ②**妇科类壁垒仿制药陆续上市、存量产品市场开拓, 强化品种梯队和科室营销能力**, 重点已获批产品包括庚酸炔诺酮针、屈螺酮炔雌醇片 (II) 等, 未获批的潜力大产品包括黄体酮阴道缓释凝胶 (2022 年 7 月申报被受理)、戊酸雌二醇片等; ③**呼吸科制剂市占率提升、多渠道开拓**。展望 2025 年, 我们预计公司与奥默医药合作的注射用奥美克

#### 投资评级: 买入(维持)

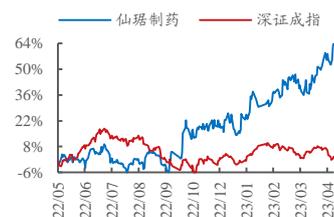
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷  
 执业证书号: S1230522090002  
 maoyating@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 14.94
总市值(百万元)	14,778.72
总股本(百万股)	989.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《新药衔接、增长拐点》  
2023.03.06
- 2 《增长结构切换窗口期——仙琚制药 2022 年三季度点评报告》  
2022.10.27
- 3 《结构切换、降本增效、营运提升——仙琚制药 2022 年中报点评》  
2022.08.26

松钠有望上市后销售，仙琚制药有望在原料和制剂生产、部分区域的销售等实现利润贡献，综合考虑到 2025 年公司在 新药支撑、存量增长等的因素下，我们预计公司 2022-2025 年制剂收入 CAGR 有望达到 10-15%。

#### □ 盈利能力：预计净利率持续提升

2022 年公司毛利率 58.2%，同比下降 0.08pct，基本稳定；净利率 17.1%，同比提升 2.81pct；扣非净利率 14%，同比提升 0.57pct，扣非净利率和归母净利率之差源于“公司城南厂区整体搬迁补偿收益约 9,100 万元”。从三费结构看，2022 年公司销售费用率下降 0.68pct、管理费用率下降 0.3pct、研发费用率提升 0.48pct，费率相对较稳定。展望 2023 年，我们预计随着罗库溴铵注射液集采推进，公司销售费用率和毛利率下降，对利润率的影响前高后低，这与 2023Q1 公司的净利润率变动结构一致（2023Q1 公司销售费用率同比下降 7.05pct、毛利率同比下降 5.68pct、净利率同比提升 1.87pct）。考虑到 2022 年公司年报显示总人数同比下降 8.8%，其中销售人员下降 17.2%、技术人员下降 5.7%，我们预计 2023 年公司处于制剂收入结构调整、销售渠道优化过程中，短期制剂利润率可能有所提升；随着壁垒制剂的持续获批上市，销售费用和研发费用可能逐渐爬坡，制剂的综合利润率有望在上市后处于较稳定的水平。原料药业务看，我们预计随着杨府厂区产能利用率提升、甬体高端产品拓展，原料药毛利率有望持续提升，带动综合毛利率和净利率持续提升。

#### □ 营运效率：持续提升，新产能、新工艺有望持续落地

**效率：2022 年固定资产和应收账款周转效率持续提升，期待新产能、新工艺落地下降本增效持续。**从固定资产周转率看，2022 年公司固定资产周转率提升至 2.68，应收账款周转率提升至 7.83，后者自 2019 年起持续提升，我们认为可能体现出公司原料药业务在杨府厂区搬迁、工艺优化后品类升级的趋势，及制剂品种丰富、渠道优化带来的公司整体运营效率的提升。从在建工程看，2022 年末“原料药产业升级建设项目”、“Newchem 公司技改项目”、“台州仙琚技改工程”等在建工程完工度较高且总投资金额相对较大，我们预计新产能释放、新工艺落地后公司原料药营运能力有望进一步提升。

**现金流：2022 年经营活动现金流净额同比下降，资本开支持续增长。**2022 年公司经营活动产生的现金流净额同比下降 7.4%，现金流比率看，2022 年公司“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”为 86.3%，同比下降 5.7pct；“经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益”为 87.7%，同比下降 12.5pct，从现金流量表的补充资料看，我们认为经营活动产生的现金流净额下降主要受到经营性应收项目的影响。资本开支看，2022 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 2.8 亿元，同比增长 13.7%。

#### □ 盈利预测与估值

综合考虑公司罗库溴铵注射液集采影响、新产品（舒更葡糖钠注射液等）销售节奏等，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.72、0.9 和 1.1 元/股。根据公司公告，2022 年 7.5 亿利润中包含 0.91 亿元的搬迁补偿收益，相当于 2022 年归母的经营利润约 6.72 亿元（假设搬迁收益扣除 15% 的税收影响），我们估算公司 2023 年归母净利润为 7.1 亿元，相当于同比增长 5.7%，2023 年 4 月 28 日收盘价对应 2023 年 20.8 倍 PE。我们认为，2023 年是公司制剂增长结构切换、原料药利润增长的新起点，合作新药 NDA、壁垒仿制药上市销售有望带动 2024 年利润加速增长，制剂新产品申报加速、母公司事业部管理改革、子公司萃泽激励机制强化等，有望支撑公司中长期持续增长，我们预计公司 2022-2025 年收入 CAGR 约 11.2%、归母净利润 CAGR 约为 13.1%（以 2022 年 6.73 亿利润基数计算，2022-2025 年归母净利润 CAGR 约 17.2%），2023H2 有望成为公司季度业绩增速的拐点。考虑到公司的收入结构和增长阶段，我们选择恩华药业、苑东生物、一品红、奥锐特、京新药业等公司作为可比公司，2023 年 4 月 28 日收盘价计算可比公司 2023 年 PE 估值平均为 27.4 倍，我们认为随着集采对公司季度增长的影响减弱、新药 NDA 等，公司的估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

**□ 风险提示**

审评进度不及预期风险、产能投入周期的波动性风险、原材料成本大幅波动风险、重要品种集采流标风险等。

**财务摘要**

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4380	4481	5209	6017
(+/-) (%)	0.52%	2.32%	16.23%	15.51%
归母净利润	749	710	895	1084
(+/-) (%)	21.00%	-5.31%	26.11%	21.19%
每股收益(元)	0.76	0.72	0.90	1.10
P/E	19.72	20.83	16.52	13.63

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3434	4455	5258	6265
现金	1720	2451	3085	3745
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	557	542	694	881
其它应收款	71	45	52	60
预付账款	22	32	36	39
存货	891	950	1091	1235
其他	173	436	299	303
<b>非流动资产</b>	3304	3385	3548	3730
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	212	212	212	212
固定资产	1653	1870	2060	2238
无形资产	177	160	143	125
在建工程	370	313	289	292
其他	892	831	845	863
<b>资产总计</b>	6738	7840	8806	9995
<b>流动负债</b>	969	1359	1425	1528
短期借款	37	138	80	85
应付款项	355	412	463	513
预收账款	0	0	0	0
其他	577	809	882	930
<b>非流动负债</b>	262	262	264	263
长期借款	194	194	194	194
其他	68	68	70	69
<b>负债合计</b>	1231	1621	1689	1790
少数股东权益	50	52	55	58
归属母公司股东权	5457	6167	7062	8146
<b>负债和股东权益</b>	6738	7840	8806	9995

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	609	713	936	962
净利润	747	712	898	1088
折旧摊销	190	111	125	138
财务费用	(27)	2	(1)	5
投资损失	(49)	(45)	(35)	(50)
营运资金变动	(79)	(124)	65	(121)
其它	(173)	57	(115)	(99)
<b>投资活动现金流</b>	358	(224)	(231)	(263)
资本支出	(27)	(256)	(275)	(305)
长期投资	(17)	0	0	0
其他	402	31	44	42
<b>筹资活动现金流</b>	(422)	241	(71)	(39)
短期借款	(28)	101	(58)	5
长期借款	(119)	0	0	0
其他	(275)	141	(13)	(44)
<b>现金净增加额</b>	545	730	634	660

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4380	4481	5209	6017
营业成本	1833	2111	2373	2629
营业税金及附加	39	40	46	54
营业费用	1263	1046	1231	1452
管理费用	270	278	323	373
研发费用	267	269	286	331
财务费用	(27)	2	(1)	5
资产减值损失	41	40	47	54
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	49	45	35	50
其他经营收益	135	91	112	103
<b>营业利润</b>	879	832	1050	1272
营业外收支	(7)	0	0	0
<b>利润总额</b>	872	832	1050	1272
所得税	125	121	152	184
<b>净利润</b>	747	712	898	1088
少数股东损益	(2)	2	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	749	710	895	1084
EBITDA	1039	920	1139	1361
EPS (最新摊薄)	0.76	0.72	0.90	1.10

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	0.52%	2.32%	16.23%	15.51%
营业利润	13.80%	-5.25%	26.11%	21.19%
归属母公司净利润	21.00%	-5.31%	26.11%	21.19%
<b>获利能力</b>				
毛利率	58.15%	52.90%	54.45%	56.31%
净利率	17.06%	15.88%	17.23%	18.08%
ROE	14.34%	12.10%	13.42%	14.16%
ROIC	12.52%	10.23%	11.43%	12.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.27%	20.67%	19.18%	17.91%
净负债比率	27.63%	35.99%	30.31%	26.72%
流动比率	3.54	3.28	3.69	4.10
速动比率	2.62	2.58	2.92	3.29
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.61	0.63	0.64
应收账款周转率	7.83	7.89	7.64	6.67
应付账款周转率	6.28	7.16	7.06	7.01
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.76	0.72	0.90	1.10
每股经营现金	0.62	0.72	0.95	0.97
每股净资产	5.52	6.23	7.14	8.24
<b>估值比率</b>				
P/E	19.72	20.83	16.52	13.63
P/B	2.71	2.40	2.09	1.81
EV/EBITDA	9.49	14.10	10.78	8.51

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>