

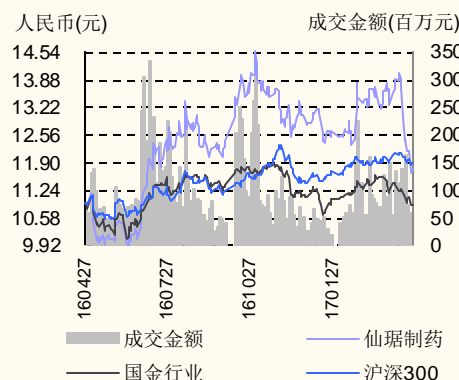
市场价格(人民币): 8.07元

## 中报超预期, 特色专科药加速崛起

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	683.24
总市值(百万元)	7,393.83
年内股价最高最低(元)	14.57/7.35
沪深 300 指数	3734.65
深证成指	10552.96



## 相关报告

1. 《协议收购 Newchem, 拓展产业链进军国际市场-仙琚制药公司...》, 2017.6.20
2. 《参股 Occulo Holdings, 进入生物制药领域-仙琚制...》, 2017.5.24
3. 《业绩反转确立, 特色专科药崛起-仙琚制药公司点评》, 2017.4.27
4. 《业绩反转确立, 特色专科药崛起-仙琚制药公司点评》, 2017.3.30
5. 《受益医保支付价, 仿制药进口替代加速, 竞争格局保证特色专科药崛...》, 2017.3.9

王建礼 联系人  
wjianli@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.174	0.239	0.214	0.304	0.382
每股净资产(元)	3.50	3.64	4.32	4.78	5.35
每股经营性现金流(元)	0.32	0.25	0.39	0.45	0.68
市盈率(倍)	86.85	53.77	36.88	25.93	20.61
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	87.93%	37.20%	33.91%	42.23%	25.79%
净资产收益率(%)	4.98%	6.57%	7.41%	9.54%	10.71%
总股本(百万股)	610.81	610.81	916.21	916.21	916.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 仙琚制药 2017 中报: 收入 12.7 亿, 同比增长 5.69%; 归母净利润 0.81 亿, 同比增长 37.78%; 归母扣非净利润 0.79 亿, 同比增长 34.43%; 经营活动净现金流 0.62 亿, 同比增长-33.53%; 同时预计 1-9 月份归母净利润同比增长 30%-50%。

## 点评

- 业绩接近一季度预告的 20-40% 的上限, 超出市场预期。
- 整体战略: 公司致力于甾体类药物产业化产品群的构建, 聚焦妇科、麻醉科、呼吸科三大治疗领域和体系。制剂销售建立三合一销售体系: 终端销售模式、招商代理模式、经销商代理模式, 从业务角度主要分为三条线: (1) 医院线, 以妇科、麻醉科(肌松药)为主; (2) OTC 产品线, 以紧急避孕和皮肤科产品为主; (3) 招商代理线, 包括大宗普药和呼吸科类产品为主。原料药方面: 通过成本控制和工艺优化, 稳定国内业务, 拓展原料药国际化, 发挥原料药和制剂一体化优势。整体围绕甾体激素构建核心竞争力。
- 制剂板块: 得益于良好的竞争格局和专业是临床推广, 我们估计 1) 妇科线黄体酮保持 10% 左右的稳健增长, 等待四期临床完成加速学术推广和对原研药的替代; 2) 麻醉产品线, 优势在于招标放量和良好的竞争格局, 其中罗库溴铵受益于默沙东拮抗剂新药布瑞亭上市带动, 估计 30-35% 的增长; 顺阿曲库铵由于新中标和良好竞争格局预计 20-25% 的增长, 维库溴铵、甲磺酸罗哌卡因保持稳健增长; 3) 呼吸科由于药品新中标、基层销售推广和诊疗率的提高, 估计实现 100% 以上的增长, 我们预计未来仍将保持高速增长。4) 皮肤科: 丙酸氟替卡松乳膏作为新一代甾体抗过敏药物, 疗效好, 定价有优势, 但是尚未进入医保, 未来有望实现过亿级别销售; 糠酸莫米松凝胶市场接受度高, 预计维持稳健增长。
- 原料药板块: 我们估计上半年略有下滑。已完成新工艺切换, 目前行业技术扩散已进入尾声, 价格进入底部区间, 仙琚制药国内原料药保持稳健增长; 积极拓展原料药出口业务, 新的原料药生产线通过 FDA 认证, 同时对 Newchem 并购已通过公司董事会及股东大会的审议, 目前已取得发改、商务等政府备案文件, 推进顺利。有望给公司代理技术和产品线协同, 加速公司原料药国际化。我们认为随着工艺稳定和出口占比提高, 公司原料药毛利将大幅改善。从中长期来看, 随着环保的加强和产能的出清, 未来原料药价

格有望反转。其次，公司子公司台州海盛受益于 VD3 涨价，下半年有望贡献可观业绩。

- **OTC 板块：**得益于渠道库存的清理，销售队伍的建设 and 新品种引进，预计实现 30% 以上的增长。未来将围绕妇科、甾体产品线构建优势产品群。
- 整体来看，仙琚制药作为国内原料药+制剂一体化龙头公司，已经围绕甾体激素构建自己核心的产品群和产业竞争力，未来在甾体激素领域有望继续深耕实现突破。
- **重申我们仙琚制药投资逻辑：**
- **原料药+制剂一体化甾体激素龙头公司：**甾体激素制剂产品线齐全，在性激素、肌松药、呼吸科等领域处于领先的地位，核心品种属于治疗一线用药，产品空间大，竞争格局好，受益于新一轮招标；公司扩张销售队伍，加强学术推广，制剂业务继续保持高速增长。
- **甾体激素原料药：**甾体激素合成链长，产物多，天然具有高壁垒，全球处于转移阶段；目前国内新技术扩散进入尾声，原料药价格经过一轮下跌之后进入底部区域；仙琚制药采取新工艺，以保证市场为核心，丰富高端原料药品类，进入国际规范市场，有望获取国际 CMO 订单，成为全球重要的甾体激素 API 供应商。整体原料药业务进入底部区域，未来盈利有望改善。
- **OTC：**去库存，销售队伍扩张，优化考核方式，通过代理等模式丰富产品品类，加强品牌建设，预计恢复正常增长。
- **管理层激励到到位：**公司高管持股比例高，新一轮非公开发行核心人员参与，激励到位，利益与公司一致。

### 投资建议

- 我们认为公司在甾体激素领域有巨大的领先优势，制剂业务维持高速增长，原料药业务进入底部，OTC 业务恢复增长，公司业绩出现拐点，不考虑并购，预计公司 17-19 年净利润分别为 1.96/2.96/3.86 亿，考虑到公司在甾体激素领域的强势布局，给予买入评级。

### 风险

- 医保控费、二次议价、招标降价、环保风险、原料药价格下跌。

附表：三张表预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,471</b>	<b>2,480</b>	<b>2,504</b>	<b>2,837</b>	<b>3,259</b>	<b>3,766</b>
增长率		0.4%	0.9%	13.3%	14.9%	15.5%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,515</b>	<b>-1,396</b>	<b>-1,229</b>	<b>-1,363</b>	<b>-1,482</b>	<b>-1,670</b>
% 销售收入	<b>61.3%</b>	<b>56.3%</b>	<b>49.1%</b>	<b>48.0%</b>	<b>45.5%</b>	<b>44.3%</b>
<b>毛利</b>	<b>955</b>	<b>1,084</b>	<b>1,275</b>	<b>1,474</b>	<b>1,777</b>	<b>2,096</b>
% 销售收入	<b>38.7%</b>	<b>43.7%</b>	<b>50.9%</b>	<b>52.0%</b>	<b>54.5%</b>	<b>55.7%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-27</b>	<b>-28</b>	<b>-33</b>	<b>-38</b>
% 销售收入	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-551</b>	<b>-620</b>	<b>-776</b>	<b>-894</b>	<b>-1,027</b>	<b>-1,179</b>
% 销售收入	<b>22.3%</b>	<b>25.0%</b>	<b>31.0%</b>	<b>31.5%</b>	<b>31.5%</b>	<b>31.3%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-248</b>	<b>-263</b>	<b>-267</b>	<b>-301</b>	<b>-345</b>	<b>-399</b>
% 销售收入	<b>10.0%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.6%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>138</b>	<b>181</b>	<b>205</b>	<b>252</b>	<b>372</b>	<b>480</b>
% 销售收入	<b>5.6%</b>	<b>7.3%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.9%</b>	<b>11.4%</b>	<b>12.8%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-65</b>	<b>-52</b>	<b>-30</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>	<b>-16</b>
% 销售收入	<b>2.6%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.4%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-14</b>	<b>-24</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
% 税前利润	<b>13.6%</b>	<b>8.3%</b>	<b>9.1%</b>	<b>6.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>3.3%</b>
<b>营业利润</b>	<b>69</b>	<b>116</b>	<b>178</b>	<b>242</b>	<b>367</b>	<b>479</b>
营业利润率	<b>2.8%</b>	<b>4.7%</b>	<b>7.1%</b>	<b>8.5%</b>	<b>11.2%</b>	<b>12.7%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>73</b>	<b>128</b>	<b>183</b>	<b>245</b>	<b>370</b>	<b>482</b>
利润率	<b>3.0%</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>8.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>12.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-24</b>	<b>-23</b>	<b>-37</b>	<b>-49</b>	<b>-74</b>	<b>-96</b>
所得税率	<b>33.3%</b>	<b>18.2%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>49</b>	<b>105</b>	<b>146</b>	<b>196</b>	<b>296</b>	<b>386</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>57</b>	<b>107</b>	<b>146</b>	<b>196</b>	<b>296</b>	<b>386</b>
净利率	<b>2.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.9%</b>	<b>9.1%</b>	<b>10.2%</b>

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>49</b>	<b>105</b>	<b>146</b>	<b>196</b>	<b>296</b>	<b>386</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>98</b>	<b>115</b>	<b>106</b>	<b>94</b>	<b>103</b>	<b>117</b>
<b>非经营收益</b>	<b>53</b>	<b>35</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>8</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-60</b>	<b>-57</b>	<b>-115</b>	<b>-65</b>	<b>-118</b>	<b>-63</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>141</b>	<b>198</b>	<b>152</b>	<b>237</b>	<b>294</b>	<b>448</b>
<b>资本开支</b>	<b>-108</b>	<b>-115</b>	<b>-97</b>	<b>-306</b>	<b>-316</b>	<b>-256</b>
<b>投资</b>	<b>-2</b>	<b>-34</b>	<b>-18</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>5</b>	<b>-330</b>	<b>78</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-104</b>	<b>-479</b>	<b>-36</b>	<b>-291</b>	<b>-300</b>	<b>-240</b>
<b>股权筹资</b>	<b>0</b>	<b>862</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权筹资</b>	<b>60</b>	<b>-263</b>	<b>-99</b>	<b>-122</b>	<b>37</b>	<b>-181</b>
<b>其他</b>	<b>-72</b>	<b>-111</b>	<b>-94</b>	<b>188</b>	<b>-31</b>	<b>-27</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-12</b>	<b>488</b>	<b>-189</b>	<b>66</b>	<b>6</b>	<b>-208</b>
<b>现金净流量</b>	<b>25</b>	<b>207</b>	<b>-73</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

来源：公司公告、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>305</b>	<b>513</b>	<b>488</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>500</b>
<b>应收款项</b>	<b>726</b>	<b>781</b>	<b>865</b>	<b>968</b>	<b>1,112</b>	<b>1,285</b>
<b>存货</b>	<b>387</b>	<b>328</b>	<b>372</b>	<b>373</b>	<b>406</b>	<b>458</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>44</b>	<b>402</b>	<b>378</b>	<b>150</b>	<b>154</b>	<b>161</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,462</b>	<b>2,025</b>	<b>2,103</b>	<b>1,991</b>	<b>2,172</b>	<b>2,403</b>
% 总资产	<b>52.2%</b>	<b>58.9%</b>	<b>58.1%</b>	<b>53.4%</b>	<b>52.7%</b>	<b>53.4%</b>
<b>长期投资</b>	<b>151</b>	<b>199</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>185</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,074</b>	<b>1,091</b>	<b>1,197</b>	<b>1,419</b>	<b>1,628</b>	<b>1,763</b>
% 总资产	<b>38.3%</b>	<b>31.7%</b>	<b>33.1%</b>	<b>38.1%</b>	<b>39.5%</b>	<b>39.2%</b>
<b>无形资产</b>	<b>107</b>	<b>104</b>	<b>112</b>	<b>118</b>	<b>125</b>	<b>133</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,341</b>	<b>1,414</b>	<b>1,518</b>	<b>1,737</b>	<b>1,953</b>	<b>2,095</b>
% 总资产	<b>47.8%</b>	<b>41.1%</b>	<b>41.9%</b>	<b>46.6%</b>	<b>47.3%</b>	<b>46.6%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,803</b>	<b>3,439</b>	<b>3,621</b>	<b>3,728</b>	<b>4,125</b>	<b>4,498</b>
<b>短期借款</b>	<b>769</b>	<b>556</b>	<b>541</b>	<b>461</b>	<b>498</b>	<b>316</b>
<b>应付款项</b>	<b>352</b>	<b>319</b>	<b>516</b>	<b>524</b>	<b>576</b>	<b>652</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>282</b>	<b>286</b>	<b>285</b>	<b>91</b>	<b>103</b>	<b>195</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,403</b>	<b>1,160</b>	<b>1,341</b>	<b>1,076</b>	<b>1,176</b>	<b>1,163</b>
<b>长期贷款</b>	<b>134</b>	<b>84</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>38</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,575</b>	<b>1,286</b>	<b>1,384</b>	<b>1,076</b>	<b>1,176</b>	<b>1,164</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,214</b>	<b>2,140</b>	<b>2,225</b>	<b>2,641</b>	<b>2,937</b>	<b>3,322</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,803</b>	<b>3,439</b>	<b>3,621</b>	<b>3,728</b>	<b>4,125</b>	<b>4,498</b>

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.111	0.174	0.239	0.320	0.484	0.631
每股净资产	2.370	3.504	3.643	4.324	4.808	5.440
每股经营现金净流	0.275	0.324	0.248	0.389	0.481	0.733
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.67%	4.98%	6.57%	7.41%	10.07%	11.61%
总资产收益率	2.02%	3.10%	4.04%	5.25%	7.17%	8.57%
投入资本收益率	4.33%	5.31%	5.91%	6.46%	8.64%	10.52%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	6.72%	0.39%	0.95%	13.33%	14.86%	15.55%
EBIT增长率	9.87%	31.14%	13.16%	22.65%	48.07%	28.96%
净利润增长率	-6.43%	87.93%	37.20%	33.91%	51.04%	30.42%
总资产增长率	1.77%	22.71%	5.29%	2.97%	10.63%	9.06%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	49.4	56.0	58.8	58.0	58.0	58.0
存货周转天数	107.9	93.5	104.0	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	66.1	54.3	66.7	66.0	66.0	66.0
固定资产周转天数	149.4	141.7	131.3	123.9	113.3	101.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	48.65%	5.88%	2.36%	-1.48%	-0.07%	-5.49%
EBIT利息保障倍数	2.1	3.5	6.9	11.8	17.6	29.3
资产负债率	56.18%	37.41%	38.22%	28.85%	28.52%	25.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

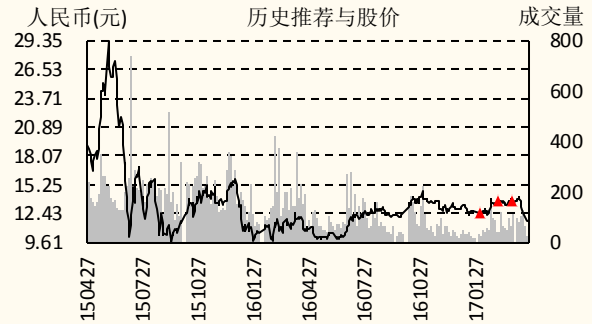
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-02-08	买入	12.50	12.00~20.00
2	2017-03-09	买入	13.65	17.00~23.00
3	2017-03-30	买入	13.63	N/A
4	2017-04-27	买入	11.77	N/A
5	2017-05-24	买入	7.54	N/A
6	2017-06-20	买入	8.19	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD