

## 仙琚制药 (002332.SZ) 化学制药行业

评级：买入 维持评级

公司点评

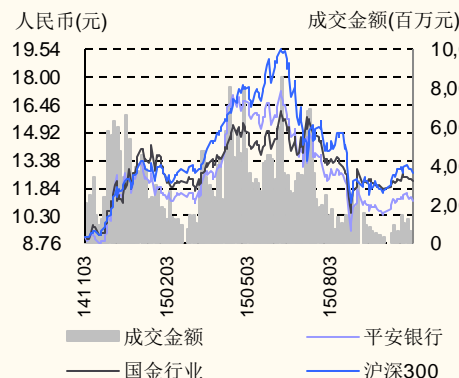
市场价格(人民币)：7.95元

## 业绩符合预期，甾体激素龙头加速崛起

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)	721.10
总市值(百万元)	7,283.89
年内股价最高最低(元)	14.07/6.69
沪深300指数	4023.64
深证成指	10828.73



## 相关报告

1. 《Newchem 完成交割，建立纵向一体化产业优势-仙琚制药公司...》，2017.11.15
2. 《三季报符合预期，特色专科药加速崛起-仙琚制药公司点评》，2017.10.26
3. 《中报超预期，特色专科药加速崛起-仙琚制药公司点评》，2017.8.25
4. 《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
5. 《参股 Occulo Holdings，进入生物制药领域-仙琚制...》，2017.5.24

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	0.226	0.359	0.448
每股净资产(元)	3.50	3.64	4.34	4.88	5.55
每股经营性现金流(元)	0.32	0.25	0.40	0.32	0.76
市盈率(倍)	86.85	53.77	34.80	21.96	17.58
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%	41.93%	58.46%	24.93%
净资产收益率(%)	4.98%	6.57%	7.82%	11.03%	12.11%
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

**事件：**仙琚制药发布 2017 年业绩预告，收入 28.48 亿，同比增长 13.75%；归母净利润 2.07 亿，同比增长 41.38%。

**业绩符合预期。1、制剂端：**1) 生殖领域个位数增长，预计随着辅助生殖适应症拓展和学术教育，有望到达 15%以上的增长。2) 肌松药领域预计保持 35-40%左右的增长，随着招标的进一步落地和销售推广，预计 18 年仍旧保持。3) 呼吸领域品种预计实现 100%以上的增长。得益于渗透率的提高和招标放量，估计未来仍将保持。4) 其他普药受益于销售推广和低价药提价，估计保持超越行业的增长。2、原料药端：1) 由于价格变动，传统的甾体激素行业触底，未来有望出现好转。2) Newchem 收购完成，并表两个月，考虑到财务成本和中介费用，估计利润贡献有限，未来随着新品种的上市，公司可以依托 Newchem 进入国际市场，丰富产品品类。3、OTC 端：得益于渠道清理和销售队伍到位，恢复性增长。4、商业配送：基于公司的战略调整，作为非核心业务，收入有所下降，但是对利润影响有限。

整体来看，公司收入端表现增长稳健，但是**内部结构发生大的变化，核心业务占比越来越高**。原料药端保持稳健，处在翻转前夕；制剂端受益于良好的竞争格局和招标放量，未来有望继续保持高速增长。

**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。

**盈利及投资建议：**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，考虑并购，预计公司 17-19 年净利润分别为 2.07/3.29/4.11 亿，考虑到公司在甾体激素领域的强势布局，维持“买入”评级。

**风险提示：**

- **产品价格风险：**公司的核心产品为治疗的一线用药，但是由于目前医院端医保控费、药占比和二次议价的影响，存在价格下跌的风险。
- **原料药价格：**整体来看甾体激素原料药价格进入底部区间，但是竞争仍存在不确定性，存在价格风险；**临床进展不确定性：**目前国内新产品审批和临床加速，但是产品临床安全性和有效性存在不确定性，是否可以上市存在风险。

附表：三张表预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,471	2,480	2,504	2,860	3,815	4,458
增长率		0.4%	0.9%	14.2%	33.4%	16.9%
主营业务成本	-1,515	-1,396	-1,229	-1,367	-1,729	-1,977
% 销售收入	61.3%	56.3%	49.1%	47.8%	45.3%	44.3%
毛利	955	1,084	1,275	1,493	2,086	2,481
% 销售收入	38.7%	43.7%	50.9%	52.2%	54.7%	55.7%
营业税金及附加	-18	-20	-27	-29	-38	-45
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-551	-620	-776	-895	-1,221	-1,411
% 销售收入	22.3%	25.0%	31.0%	31.3%	32.0%	31.7%
管理费用	-248	-263	-267	-303	-404	-493
% 销售收入	10.0%	10.6%	10.7%	10.6%	10.6%	11.1%
息税前利润 (EBIT)	138	181	205	266	423	533
% 销售收入	5.6%	7.3%	8.2%	9.3%	11.1%	12.0%
财务费用	-65	-52	-30	-21	-29	-37
% 销售收入	2.6%	2.1%	1.2%	0.7%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-14	-24	-14	-5	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	11	17	16	16	16
% 税前利润	13.6%	8.3%	9.1%	6.2%	3.9%	3.1%
营业利润	69	116	178	256	408	510
营业利润率	2.8%	4.7%	7.1%	9.0%	10.7%	11.4%
营业外收支	4	12	5	3	3	3
税前利润	73	128	183	259	411	513
利润率	3.0%	5.2%	7.3%	9.1%	10.8%	11.5%
所得税	-24	-23	-37	-52	-82	-103
所得税率	33.3%	18.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	49	105	146	207	329	411
少数股东损益	-8	-2	0	0	0	0
归属于母公司的净：	57	107	146	207	329	411
净利率	2.3%	4.3%	5.8%	7.3%	8.6%	9.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	49	105	146	207	329	411
少数股东损益	-8	-2	0	0	0	0
非现金支出	98	115	106	94	104	117
非经营收益	53	35	14	13	23	35
营运资金变动	-60	-57	-115	-72	-263	-100
经营活动现金净流	141	198	152	242	193	463
资本开支	-108	-115	-97	-306	-316	-256
投资	-2	-34	-18	-1	0	0
其他	5	-330	78	16	16	16
投资活动现金净流	-104	-479	-36	-291	-300	-240
股权募资	0	862	4	0	0	0
债权募资	60	-263	-99	-127	369	-10
其他	-72	-111	-94	188	-42	-54
筹资活动现金净流	-12	488	-189	61	326	-63
现金净流量	25	207	-73	12	220	160

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	305	513	488	500	720	880
应收款项	726	781	865	976	1,301	1,521
存货	387	328	372	375	474	542
其他流动资产	44	402	378	150	163	172
流动资产	1,462	2,025	2,103	2,000	2,658	3,114
% 总资产	52.2%	58.9%	58.1%	53.5%	57.6%	59.8%
长期投资	151	199	185	185	185	185
固定资产	1,074	1,091	1,197	1,419	1,628	1,763
% 总资产	38.3%	31.7%	33.1%	38.0%	35.3%	33.8%
无形资产	107	104	112	118	125	133
非流动资产	1,341	1,414	1,518	1,737	1,953	2,095
% 总资产	47.8%	41.1%	41.9%	46.5%	42.4%	40.2%
资产总计	2,803	3,439	3,621	3,737	4,611	5,210
短期借款	769	556	541	456	824	814
应付款项	352	319	516	526	673	774
其他流动负债	282	286	285	92	120	217
流动负债	1,403	1,160	1,341	1,073	1,617	1,805
长期贷款	134	84	0	0	0	1
其他长期负债	38	42	42	0	0	0
负债	1,575	1,286	1,384	1,073	1,617	1,806
普通股股东权益	1,214	2,140	2,225	2,653	2,982	3,392
少数股东权益	14	12	12	12	12	12
负债股东权益合计	2,803	3,439	3,621	3,737	4,611	5,210

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.111	0.174	0.239	0.226	0.359	0.448
每股净资产	2.370	3.504	3.643	4.343	4.882	5.554
每股经营现金净流	0.275	0.324	0.248	0.396	0.316	0.758
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.67%	4.98%	6.57%	7.82%	11.03%	12.11%
总资产收益率	2.02%	3.10%	4.04%	5.55%	7.13%	7.88%
投入资本收益率	4.33%	5.31%	5.91%	6.82%	8.86%	10.10%
增长率						
主营业务收入增长率	6.72%	0.39%	0.95%	14.24%	33.37%	16.86%
EBIT增长率	9.87%	31.14%	13.16%	29.73%	58.97%	25.96%
净利润增长率	-6.43%	87.93%	37.20%	41.93%	58.46%	24.93%
总资产增长率	1.77%	22.71%	5.29%	3.22%	23.37%	12.99%
资产管理能力						
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	122.9	96.8	85.7
偿债能力						
净负债/股东权益	48.65%	5.88%	2.36%	-1.66%	3.48%	-1.92%
EBIT利息保障倍数	2.1	3.5	6.9	12.6	14.4	14.3
资产负债率	56.18%	37.41%	38.22%	28.71%	35.08%	34.66%

来源：公司公告、国金证券研究所

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	1	2	2	4	11
增持	0	0	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.33	1.20	1.15

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。

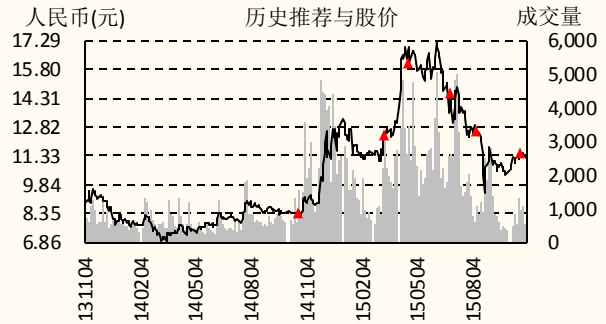
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-03-09	买入	13.65	17.00~23.00
2	2017-03-30	买入	13.63	N/A
3	2017-04-27	买入	11.77	N/A
4	2017-05-24	买入	7.54	N/A
5	2017-06-20	买入	8.19	N/A
6	2017-08-25	买入	8.07	N/A
7	2017-10-26	买入	9.69	N/A
8	2017-11-15	买入	9.57	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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH