

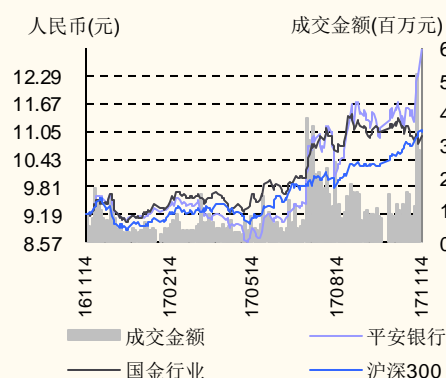
仙琚制药 (002332.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.08 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	720.69
总市值 (百万元)	9,235.42
年内股价最高最低 (元)	12.16/6.69
沪深 300 指数	3828.70
深证成指	10547.10



业绩符合预期，甾体激素龙头保持高速增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.239	0.226	0.349	0.455	0.594
每股净资产(元)	3.64	2.57	2.86	3.25	3.79
每股经营性现金流(元)	0.25	0.18	0.47	0.54	0.75
市盈率(倍)	53.77	36.23	28.90	22.17	16.97
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	37.20%	41.35%	54.65%	30.39%	30.64%
净资产收益率(%)	6.57%	8.78%	12.21%	13.98%	15.69%
总股本(百万股)	610.81	916.21	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 2017 年年度报告: 收入 28.53 亿, 同比增长 13.93%; 归母净利润 2.07 亿, 同比增长 41.35%; 扣非归母净利润 1.87 亿, 同比增长 43.08%; 经营活动现金流净额 1.67 亿, 同比增长 7.42%; ROE9.01%, 提高 2.30 个百分点。
- 2018 年 1 季报: 收入 8.30 亿, 同比增长 46.62%; 归母净利润 4050 万, 同比增长 149.45%; 扣非归母净利润 4102 万元, 同比增长 160.23%; 经营活动现金流净额-1.26 亿, 同比增长-99.22%; ROE1.71%, 提高 0.98 个百分点。预告 2018 年中报净利润 30-60% 的增长。

【点评】

- 原料药板块: 甾体激素和 VD3 持续景气, 通过 FDA 认证, 竞争对手河南利华受到 FDA 警告, 国际化有望提速。
- 制剂方面: 受益于招标和良好竞争格局保持高速增长, 罗库溴铵常温保存补充申请完成, 竞争力进一步提高。
- 研发方面: 重磅品种黄体酮凝胶、奥美克松钠临床顺利推进, 一致性评价加速, 预计研发投入将进一步加大。
- 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。

(详细见正文)

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 18-20 年净利润分别为 3.20/4.17/5.44 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

- 医保控费、二次议价、招标降价、原料药价格下跌、临床进展不确定性

相关报告

1. 《一季报高速增长, 甾体激素龙头加速崛起-仙琚制药公司点评》, 2018.3.29
2. 《业绩符合预期, 甾体激素龙头加速崛起-仙琚制药公司点评》, 2018.2.28
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

【点评】

原料药板块：甾体激素和 VD3 持续景气，通过 FDA 认证，竞争对手河南利华受到 FDA 警告，国际化有望提速。

- 在 2017 年价格低迷的情况下保持销售数量的增长，原料药及中间体销售收入 10.3 亿元，其中主要为自营原料药销售收入 6.2 亿元，仙曜贸易公司销售收入 1.14 亿元，海盛制药销售收入 1.36 亿元。
- Newchem 并购：2017 年 10 月，完成并购，实现收入 5.10 亿，净利润 7783 万元，整体影响并表利润 1388.55 万元。通过收购子公司意大利 Newchem S.P.A. 和 Effechem S.r.l. 进一步优化公司甾体药物产业链，将在与高端市场销售方面形成品牌与成本的优势，扩大公司的高端市场的规模与开拓速度，为公司原料药参与国际化竞争奠定坚实基础，提高公司综合竞争力。
- 销售角度：目前已与国内 100 多家主要的甾体药物制剂生产企业建立了稳定的业务联系，国内市场占有率多年来保持稳定；已与美国、印度、英国等 30 多个国家的 40 多家原料药加工企业、制剂生产厂家和贸易商建立了业务联系；意大利子公司 NEWCHEM 公司和 EFFECHEM 公司主要负责欧美规范市场的高端原料药销售；
- VD3 业务：台州市海盛制药有限公司系公司控股子公司，公司持有其 61.8% 股权。维生素 D3 价格大幅上涨，报告期内，实现营业收入 13660.06 万元，同比增长 58.70%，实现营业利润 6235.45 万元，同比增长 567.74%，实现净利润 4874.49 万元，同比增长 425.87%。
- 生产角度：2017 年 5 月，全资子公司台州仙璐药业有限公司顺利通过 FDA 现场认证检查，为公司拓展全球 API（原料药）市场带来积极的影响。
- 国际化角度：顺利通过了哥伦比亚、日本、韩国、加拿大和美国等官方检查。体现质保体系的管理和运作水平有较大提升。配合销售需求，完成既定和新增原料药的规范市场注册项目，依普利酮获得 CEP 证书，米非司酮、罗库溴铵和维库溴铵等多个产品完成美国 FDA 注册的 DMF 资料提交；完成部分制剂产品的智利、哥伦比亚、玻利维亚、秘鲁等国家的注册资料递交。其次，竞争对手河南利华受到 FDA 警告给公司创造机会。

制剂方面：受益于招标和良好竞争格局保持高速增长，罗库溴铵常温保存补充申请完成，竞争力进一步提高。

- 制剂销售公司实现收入 17.70 亿元，主要制剂产品销售收入按治疗领域划分：妇科计生类制剂产品销售收入 4.94 亿元，同比增长 4%；麻醉肌松类制剂产品销售收入 3.97 亿元，同比增长 26%；呼吸类制剂产品销售收入 1.13 亿元，同比增长 153%；普药制剂产品销售收入 3.6 亿元，同比增长 5%，综合招商产品 0.81 亿元，其他外购代理产品 0.5 亿元。参考终端数据，我们预计黄体酮胶囊增长 8%，一季度估计 10%；罗库溴铵 2017 年 30% 以上增长，2018Q1 在 25%，后续将逐步提速；顺阿曲库保持 35% 以上的增长；呼吸科糠酸莫米松鼻喷雾剂、噻托溴铵粉吸入剂保持 150% 以上的增长。
- 销售角度：公司制剂产品以及部分代理品种的销售，经过多年不懈积累，建立了终端网络已覆盖全国，与 6000 家终端医院、6 万家药店建立了业务联系。在妇科、麻醉科领域具有成熟销售网络优势，近两年在呼吸科领域增长迅速。终端营销网络的不断完善，为今后的制剂产品上市建立快速导入平台，是公司未来业绩增长的重要保障。
- 制剂国际化：制剂国际注册主要是继续维持优化南美市场等制剂注册工作，启动高端市场制剂注册工作，计划以固体制剂先行，先开展几个制剂产品的欧美市场注册申报工作，整合内外资源，尽快推进。

研发方面：重磅品种黄体酮凝胶、奥美克松钠临床顺利推进，一致性评价加速，预计研发投入将进一步加大。

- 研发人员 261 人，增加 50 人；研发费用 0.88 亿，同比增加 1.16%，随着产品的临床推进和一致性评价，我们预计 18 年公司的研发投入将大幅增加。
- 开展临床研究 3 项，主要重磅产品黄体酮阴道凝胶（IVF 及 PK）、奥美克松钠、醋酸优力司特片（紧急避孕）进展基本顺利，奥美克松钠完成一期临床试验，一类新药噻吩诺啡的二期临床试验在有序进行中；丙酸氟替卡松鼻喷雾剂、睾酮凝胶获得临床批件，环索奈德吸入气雾剂等 4 项再注册批件。积极加快仿制药一致性评价工作，完成了 1 只产品的预 BE 志愿者招募和伦理审批工作；完成了 3 个产品的评价小试工作；启动了醋酸地塞米松片、醋酸甲羟孕酮片等品种的评价工作。罗库溴铵注射液”增加 8~30℃ 保存 6 周的贮藏条件补充申请获国家食品药品监督管理局批准。
- 索元生物：公司持有其 20.5714% 股权，报告期内未有营业收入产生，营业利润-3426.6 万元，同比减少 166.03%，净利润-3443.18 万元，同比减少 167.37%，

财务角度

- 财务费用 6262 万，同比增加 109.60%，主要是为并购意大利子公司准备的贷款利息和手续费增加所致。
- 减少分红比例，更多用于公司发展的再投入，提高资金使用效率，降低费用。
- 现金流方面：一季度支付其他与经营活动有关的现金本期比上年同期增加 110.58%，增加 20747.01 万元，主要系保证金增加所致；

【核心推荐逻辑】

- 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，考虑并购，预计公司 18-20 年净利润分别为 3.20/4.17/5.44 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

- 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,480	2,504	2,853	3,878	4,532	5,260
增长率		0.9%	13.9%	35.9%	16.9%	16.1%
主营业务成本	-1,396	-1,229	-1,246	-1,770	-1,992	-2,191
%销售收入	56.3%	49.1%	43.7%	45.6%	44.0%	41.7%
毛利	1,084	1,275	1,607	2,108	2,539	3,068
%销售收入	43.7%	50.9%	56.3%	54.4%	56.0%	58.3%
营业税金及附加	-20	-27	-33	-43	-50	-58
%销售收入	0.8%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-620	-776	-939	-1,163	-1,405	-1,630
%销售收入	25.0%	31.0%	32.9%	30.0%	31.0%	31.0%
管理费用	-263	-267	-271	-384	-458	-600
%销售收入	10.6%	10.7%	9.5%	9.9%	10.1%	11.4%
息税前利润 (EBIT)	181	205	363	518	627	780
%销售收入	7.3%	8.2%	12.7%	13.4%	13.8%	14.8%
财务费用	-52	-30	-63	-96	-82	-73
%销售收入	2.1%	1.2%	2.2%	2.5%	1.8%	1.4%
资产减值损失	-24	-14	-30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	17	8	8	8	8
%税前利润	8.3%	9.1%	2.8%	1.8%	1.4%	1.1%
营业利润	116	178	298	431	554	715
营业利润率	4.7%	7.1%	10.4%	11.1%	12.2%	13.6%
营业外收支	12	5	-6	3	3	3
税前利润	128	183	292	434	557	718
利润率	5.2%	7.3%	10.2%	11.2%	12.3%	13.7%
所得税	-23	-37	-62	-91	-117	-151
所得税率	18.2%	20.0%	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	105	146	230	343	440	567
少数股东损益	-2	0	23	23	23	23
归属于母公司的净利润	107	146	207	320	417	544
净利率	4.3%	5.8%	7.2%	8.2%	9.2%	10.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	105	146	230	343	440	567
少数股东损益	-2	0	23	23	23	23
非现金支出	115	106	126	108	122	137
非经营收益	35	14	51	102	92	85
营运资金变动	-57	-115	-243	-125	-162	-102
经营活动现金净流	198	152	164	427	492	687
资本开支	-115	-97	-109	301	-314	-255
投资	-34	-18	-772	-1	0	0
其他	-330	78	207	8	8	8
投资活动现金净流	-479	-36	-675	308	-306	-247
股权募资	862	4	0	0	0	0
债权募资	-263	-99	1,143	-475	21	-239
其他	-111	-94	-496	-171	-158	-151
筹资活动现金净流	488	-189	647	-646	-137	-390
现金净流量	207	-73	137	89	50	50

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	513	488	911	1,000	1,050	1,100
应收账款	781	865	1,070	1,304	1,524	1,769
存货	328	372	520	630	710	780
其他流动资产	402	378	187	202	208	213
流动资产	2,025	2,103	2,688	3,136	3,491	3,862
%总资产	58.9%	58.1%	52.4%	60.5%	60.9%	62.1%
长期投资	199	185	178	179	178	178
固定资产	1,091	1,197	1,364	1,559	1,753	1,871
%总资产	31.7%	33.1%	26.6%	30.1%	30.6%	30.1%
无形资产	104	112	850	249	250	253
非流动资产	1,414	1,518	2,447	2,044	2,238	2,359
%总资产	41.1%	41.9%	47.6%	39.5%	39.1%	37.9%
资产总计	3,439	3,621	5,135	5,180	5,729	6,221
短期借款	556	541	829	404	425	185
应付款项	319	516	593	770	877	980
其他流动负债	286	285	181	242	279	394
流动负债	1,160	1,341	1,603	1,416	1,581	1,559
长期贷款	84	0	1,090	1,090	1,090	1,091
其他长期负债	42	42	56	0	0	0
负债	1,286	1,384	2,749	2,507	2,671	2,650
普通股股东权益	2,140	2,225	2,353	2,618	2,980	3,469
少数股东权益	12	12	33	56	79	102
负债股东权益合计	3,439	3,621	5,135	5,180	5,729	6,221

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.174	0.239	0.226	0.349	0.455	0.594
每股净资产	3.504	3.643	2.568	2.857	3.252	3.786
每股经营现金净流	0.324	0.248	0.179	0.466	0.537	0.750
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	4.98%	6.57%	8.78%	12.21%	13.98%	15.69%
总资产收益率	3.10%	4.04%	4.02%	6.17%	7.27%	8.75%
投入资本收益率	5.31%	5.91%	6.66%	9.82%	10.83%	12.72%
增长率						
主营业务收入增长率	0.39%	0.95%	13.93%	35.94%	16.86%	16.07%
EBIT增长率	31.14%	13.16%	77.17%	42.65%	20.99%	24.47%
净利润增长率	87.93%	37.20%	41.35%	54.65%	30.39%	30.64%
总资产增长率	22.71%	5.29%	41.81%	0.89%	10.60%	8.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.0	58.8	65.1	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	93.5	104.0	130.6	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	54.3	66.7	88.8	88.0	88.0	88.0
固定资产周转天数	141.7	131.3	123.4	95.3	84.2	73.9
偿债能力						
净负债/股东权益	5.88%	2.36%	42.25%	18.47%	15.21%	4.93%
EBIT利息保障倍数	3.5	6.9	5.8	5.4	7.7	10.6
资产负债率	37.41%	38.22%	53.53%	48.39%	46.62%	42.60%

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	4	7	8	17
增持	0	1	3	4	4
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	1.50	1.45	1.46	1.27

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。

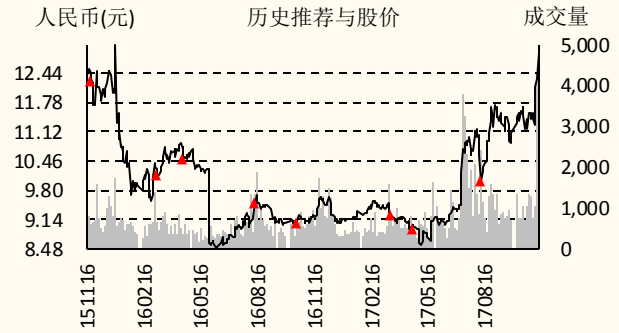
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-04-27	买入	11.77	N/A
2	2017-05-24	买入	7.54	N/A
3	2017-06-20	买入	8.19	N/A
4	2017-08-25	买入	8.07	N/A
5	2017-10-26	买入	9.69	N/A
6	2017-11-15	买入	9.57	N/A
7	2018-02-28	买入	7.95	N/A
8	2018-03-29	买入	8.65	N/A

来源：国金证券研究所



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