

仙琚制药(002332)

点评报告

公司研究——化学制药行业

证券研究报告

持续看好甾体龙头的产品升级和盈利提升

——仙琚制药 2020 年快报点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：毛雅婷
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

制剂业务审评加速、销售环比改善，原料药产能投放、产品注册持续推进，2020 年公司盈利能力持续改善，我们看好公司 2021-2022 年持续增长、盈利能力提升潜力。

投资要点

□ 财务表现：2020 年归母净利润率达到上市以来最高水平

2020 年业绩符合我们的预期：公司 2020 年收入 40.2 亿元（同比增长 8.3%），归母净利润 5.1 亿元（同比增长 23.2%），对应归母净利润率 12.6%、ROE（注：分子分母均为归母口径）11.6%、加权平均净资产收益率 15.3%。分析公司 2020Q4 业绩，Q4 收入 10.8 亿元（同比增长 15.1%），归母净利润 1.5 亿元（同比增长 22.9%），对应归母净利润率 13.6%。

□ 制剂业务：销售持续环比改善，制剂审评进展加速

疫情常态化下，制剂销售情况环比改善。根据 Wind 医药库样本医院销售数据，2020 年公司罗库溴铵注射液销售额 1.4 亿元（同比增长 18.4%）、苯磺顺阿曲库铵注射液销售额 0.7 亿元（同比下降 24%）、黄体酮胶囊销售额 0.6 亿元（同比下降 15%）；分季度看疫情下的销售恢复情况，2020Q4 罗库溴铵注射液、苯磺顺阿曲库铵注射液、黄体酮胶囊样本医院销售额分别同比增长 37.1%、-14.7% 和 -1.2%，季度环比明显改善。

一致性评价进展加速，看好中长期制剂业务升级。根据公司公告，2020 年 12 月以来，公司罗库溴铵注射液、米索前列醇片、醋酸泼尼松片通过一致性评价，苯磺顺阿曲库铵注射液、戊酸雌二醇以化药新 4 类上报，我们关注公司未集采制剂通过一致性评价的节奏。我们认为，公司基于甾体 API 向下游拓展甾体制剂市场，并在呼吸类、麻醉及肌松类制剂领域深耕、升级，我们看好公司高端制剂的业绩弹性和空间。

□ 原料药业务：看好 API 产品结构升级带来的业绩弹性

根据公司公告，“2020 年公司原料药板块国外市场订单充裕，制剂板块销售逐季改善，意大利子公司 Newchem 公司克服疫情初期影响生产逐步恢复正常”。我们认为，随着厂房搬迁、API 新产品注册和意大利 Newchem 产品协同，我们看好公司甾体 API 由偏大宗的产品结构，向高端甾体 API、呼吸类和麻醉肌松类 API 升级，进而带来净利润率提升。

□ 盈利预测及估值

公司在全球甾体药物产业链参与度提升以及产品产能上的优势，随着新厂区的 API 产能释放、核心制剂品种的持续放量，我们认为未来三年公司业绩保持较高的复合增速。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.55、0.67、0.82 元，按 2021 年 2 月 24 日收盘价对应 PE 为 24 倍、20 倍和 16 倍，给予“增持”评级。

□ 风险提示

核心制剂产品集采降价的风险，产能投入周期的波动性风险，原料药业务高端市场拓展不及预期的风险，出口锁汇带来的业绩波动性风险。

评级

增持

上次评级 调低

当前价格 ¥13.14

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.18

2Q/2020 0.17

1Q/2020 0.07

4Q/2019 0.13



公司简介

仙琚制药主营业务为甾体原料药和制剂的研制、生产与销售，主要生产皮质激素类药物、性激素类药物（妇科及计生用药）和麻醉与肌松类药物等三大类。共有近 200 个品种。

相关报告

- 1 《仙琚制药 2020 年三季度报点评：产品结构调整下，利润增长加速》2020.10.28
- 2 《仙琚药业半年报点评：看好新产能释放、国际认证增加带来的业绩弹性》2020.08.28

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3709	4015	4432	4898
(+/-)	2.40%	8.27%	10.38%	10.50%
净利润	410	505	612	749
(+/-)	36.17%	23.06%	21.22%	22.30%
每股收益(元)	0.45	0.55	0.67	0.82
P/E	29.34	23.84	19.67	16.08

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2857	3120	3654	4413	营业收入	3709	4015	4432	4898
现金	1028	1254	1588	2118	营业成本	1463	1566	1647	1763
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	35	38	42	47
应收账款	717	877	946	1038	营业费用	1127	1226	1330	1469
其它应收款	31	36	40	44	管理费用	284	299	332	367
预付账款	34	39	41	44	研发费用	205	251	310	343
存货	672	713	822	904	财务费用	64	63	60	50
其他	375	201	217	264	资产减值损失	39	7	22	11
非流动资产	2968	3130	3261	3389	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	15	11	12	13
长期投资	168	168	168	168	其他经营收益	37	24	26	29
固定资产	1450	1693	1854	1982	营业利润	543	600	728	890
无形资产	197	184	168	153	营业外收支	(16)	0	0	0
在建工程	418	346	310	307	利润总额	527	600	728	890
其他	734	740	761	780	所得税	85	90	109	133
资产总计	5824	6250	6915	7803	净利润	442	510	618	756
流动负债	1747	1664	1710	1842	少数股东损益	32	5	6	8
短期借款	535	681	637	618	归属母公司净利润	410	505	612	749
应付款项	362	443	468	529	EBITDA	726	765	906	1071
预收账款	27	36	40	44	EPS (最新摊薄)	0.45	0.55	0.67	0.82
其他	822	504	566	651	主要财务比率				
非流动负债	1019	1017	1017	1017		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	960	960	960	960	成长能力				
其他	58	57	57	57	营业收入	2.40%	8.27%	10.38%	10.50%
负债合计	2766	2681	2728	2859	营业利润	26.01%	10.44%	21.22%	22.30%
少数股东权益	117	122	128	136	归属母公司净利润	36.17%	23.06%	21.22%	22.30%
归属母公司股东权益	2942	3447	4059	4807	获利能力				
负债和股东权益	5824	6250	6915	7803	毛利率	60.54%	61.00%	62.85%	64.00%
					净利率	11.93%	12.70%	13.95%	15.44%
					ROE	14.23%	15.24%	15.79%	16.40%
					ROIC	10.24%	10.85%	11.55%	12.17%
					偿债能力				
					资产负债率	47.49%	42.90%	39.45%	36.65%
					净负债比率	64.06%	64.93%	63.22%	61.05%
					流动比率	1.63	1.87	2.14	2.40
					速动比率	1.25	1.45	1.66	1.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.67	0.67	0.67
					应收帐款周转率	5.19	5.44	5.52	5.53
					应付帐款周转率	4.56	4.43	4.04	3.94
					每股指标(元)				
					每股收益	0.45	0.55	0.67	0.82
					每股经营现金	0.57	0.65	0.71	0.88
					每股净资产	3.21	3.76	4.43	5.25
					估值比率				
					P/E	29.34	23.84	19.67	16.08
					P/B	4.09	3.49	2.97	2.50
					EV/EBITDA	13.65	16.54	13.58	11.03

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	520	600	654	809
净利润	442	510	618	756
折旧摊销	150	102	119	131
财务费用	64	63	60	50
投资损失	(15)	(11)	(12)	(13)
营运资金变动	32	(54)	(50)	(46)
其它	(154)	(10)	(81)	(70)
投资活动现金流	(211)	(277)	(244)	(250)
资本支出	(257)	(280)	(246)	(252)
长期投资	13	0	0	0
其他	32	3	2	2
筹资活动现金流	(167)	(97)	(76)	(29)
短期借款	(161)	145	(43)	(20)
长期借款	(111)	0	0	0
其他	105	(242)	(33)	(9)
现金净增加额	142	226	334	530

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>