仙琚制药（002332.SZ）

2020 年在疫情之下依然实现稳健增长，2021Q1 超预期高速增长

事件。公司发布 2020 年年报。2020 年公司实现营业收入 40.19 亿元，同比增长 8.37%，归母净利润为 5.05 亿元，同比增长 22.94%，扣非净利润为 4.60 亿元，同比增长 21.55%。

公司 2020 年 Q4 实现营业收入 10.85 亿元，同比增长 15.51%，归母净利润为 1.46 亿元，同比增长 22.17%，扣非净利润为 1.15 亿元，同比增长 21.78%。

公司发布 2021 年一季报。公司 2021 年 Q1 实现营业收入 10.01 亿元，同比增长 34.47%，归母净利润为 1.11 亿元，同比增长 64.21%，扣非净利润为 1.09 亿元，同比增长 71.59%。

观点。2020 年在疫情之下依然实现稳健增长，2021Q1 超预期高速增长。

2020 年上半年受疫情影响明显，下半年环比改善明显，疫情对公司的影响渐微。根据产品管线分拆：

- **制剂：**销售收入 21 亿元，同比基本持平。
  - ✧ 妇科计生类制剂产品销售收入 4.78 亿元，同比下降 7%；
  - ✧ 麻醉肌松类制剂产品销售收入 5.24 亿元，同比持平；
  - ✧ 呼吸类制剂产品销售收入 3.67 亿元，同比增长 22%；
  - ✧ 皮肤科产品 1.4 亿元，同比下降 7%；
  - ✧ 普药制剂产品销售收入 4.36 亿元，同比增长 4%；
  - ✧ 其他外购代理产品 0.3 亿元。
- **原料药及中间体：**销售收入 18.8 亿元，同比增长 18.9%。
  - ✧ 自营原料药销售收入 8.23 亿元，同比增长 27%；
  - ✧ 意大利 Newchem 公司销售收入 6.31 亿元，同比增长 9.5%；
  - ✧ 海盛制药公司销售收入 1.43 亿元，同比下降 19.7%，
  - ✧ 仙曜贸易公司销售收入 1.33 亿元，其他原料药贸易 1.5 亿元。

2.财务指标方面，公司销售毛利率 55.64%，与去年（60.54%）相比下降 4.9pct，我们认为是制剂销售下滑+汇率影响所致。公司销售费用率为 27.26%，比去年（30.40）下降 3.14pct，销售效率提升；管理费用率为 6.17%，比去年（7.66%）下降 1.49pct，管理效率提升；公司研发费用率 5.19%，比去年（5.51&）下降 0.32pct，公司持续投入研发。公司财务费用率为 2.13%，较去年（1.74%）提高 0.39pct，主要是由于汇兑损失增加所致。

盈利预测与估值。公司是甾体领域龙头。制剂一体化布局较早，四大制剂业务齐发力，呼吸科高速增长；公司通过升级自身产能+收购高端产能，向中高端寻求突破，逐步拓展海外规范市场。预计 2021-2023 年公司总营收有望达到 46.19 亿元、53.15 亿元、62.10 亿元，同比增长分别为 14.9%、15.1%、16.9%；归母净利润有望达到 6.20 亿元、7.70 亿元、9.70 亿元，同比增长分别为 22.9%、24.1%、26.0%；EPS 分别为 0.63 元、0.78 元、0.98 元，对应 PE 分别为 24X、19X、15X，估值性价比较高。**维持“买入”评级。**

风险提示：原料药价格波动风险；制剂销售不及预期风险；研发进度不及预期风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,709	4,019	4,619	5,315	6,210
增长率 yoy（%）	2.4	8.4	14.9	15.1	16.9
归母净利润（百万元）	410	505	620	770	970
增长率 yoy（%）	36.2	22.9	22.9	24.1	26.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.41	0.51	0.63	0.78	0.98
净资产收益率（%）	14.5	11.5	13.3	14.3	15.4
P/E（倍）	35.9	29.2	23.8	19.1	15.2
P/B（倍）	5.0	3.3	3.0	2.6	2.3

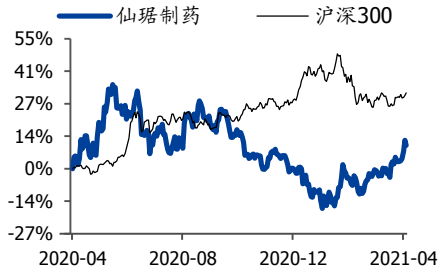
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 04 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
04 月 29 日收盘价	14.59
总市值(百万元)	14,432.50
总股本(百万股)	989.20
其中自由流通股(%)	91.51
30 日日均成交量(百万股)	8.17

股价走势



作者

分析师　张金洋
执业证书编号：S0680519010001
邮箱：zhangjy@gszq.com
研究助理　应沁心
邮箱：yingqinxin@gszq.com

相关研究

1、《仙琚制药（002332.SZ）：业绩符合预期，下半年环比改善明显，内生增速可能更高》2021-02-24
2、《仙琚制药（002332.SZ）：业绩略超预期，Q3 环比改善非常明显，内生增速可能更高》2020-10-29
3、《仙琚制药（002332.SZ）：业绩符合预期，Q2 环比改善明显》2020-08-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2857	3749	3776	4525	5128
现金	1028	1438	1294	1782	2099
应收票据及应收账款	717	695	928	939	1242
其他应收款	31	18	38	27	49
预付账款	34	27	43	38	57
存货	672	726	628	894	836
其他流动资产	375	845	845	845	845
非流动资产	2968	3089	3269	3469	3709
长期投资	168	183	200	218	237
固定资产	1450	1675	1812	1964	2172
无形资产	197	184	194	204	193
其他非流动资产	1152	1048	1064	1082	1107
资产总计	5824	6838	7045	7994	8837
流动负债	1747	1619	1371	1647	1625
短期借款	535	311	311	311	311
应付票据及应付账款	362	418	338	512	454
其他流动负债	850	890	723	824	861
非流动负债	1019	637	560	487	407
长期借款	960	574	498	424	345
其他非流动负债	58	63	63	63	63
负债合计	2766	2256	1932	2134	2033
少数股东权益	117	137	197	267	342
股本	916	989	989	989	989
资本公积	852	1801	1801	1801	1801
留存收益	1173	1586	2099	2737	3520
归属母公司股东权益	2942	4445	4917	5594	6462
负债和股东权益	5824	6838	7045	7994	8837

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	520	789	584	1014	911
净利润	442	529	679	839	1045
折旧摊销	150	180	162	188	218
财务费用	64	86	-4	-12	-27
投资损失	-15	-6	-2	-4	-4
营运资金变动	-181	-8	-250	2	-322
其他经营现金流	58	8	0	0	0
投资活动现金流	-211	-575	-339	-384	-454
资本支出	262	118	162	181	221
长期投资	-12	-0	-17	-19	-19
其他投资现金流	39	-457	-194	-221	-252
筹资活动现金流	-167	310	-389	-141	-140
短期借款	-161	-225	0	0	0
长期借款	-111	-386	-77	-73	-80
普通股增加	0	73	0	0	0
资本公积增加	-41	949	0	0	0
其他筹资现金流	145	-102	-313	-68	-60
现金净增加额	143	496	-144	489	317

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3709	4019	4619	5315	6210
营业成本	1463	1783	1727	1942	2208
营业税金及附加	35	34	45	49	58
营业费用	1127	1096	1432	1648	1925
管理费用	284	248	333	387	460
研发费用	205	208	262	292	342
财务费用	64	86	-4	-12	-27
资产减值损失	-19	-18	0	0	0
其他收益	37	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	6	2	4	4
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
营业利润	543	597	828	1012	1249
营业外收入	3	30	11	13	14
营业外支出	19	6	11	11	12
利润总额	527	621	828	1013	1252
所得税	85	92	149	174	207
净利润	442	529	679	839	1045
少数股东损益	32	24	59	70	76
归属母公司净利润	410	505	620	770	970
EBITDA	742	815	985	1189	1443
EPS（元）	0.41	0.51	0.63	0.78	0.98

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	2.4	8.4	14.9	15.1	16.9
营业利润(%)	26.0	9.9	38.6	22.2	23.5
归属于母公司净利润(%)	36.2	22.9	22.9	24.1	26.0
获利能力					
毛利率(%)	60.5	55.6	62.6	63.5	64.5
净利率(%)	11.1	12.6	13.4	14.5	15.6
ROE(%)	14.5	11.5	13.3	14.3	15.4
ROIC(%)	10.4	9.5	11.4	12.7	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	47.5	33.0	27.4	26.7	23.0
净负债比率(%)	26.2	-4.3	-5.8	-14.5	-18.1
流动比率	1.6	2.3	2.8	2.7	3.2
速动比率	1.0	1.3	1.6	1.7	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.2	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	3.8	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.51	0.63	0.78	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.80	0.59	1.02	0.92
每股净资产(最新摊薄)	2.97	4.49	4.97	5.65	6.53
估值比率					
P/E	35.9	29.2	23.8	19.1	15.2
P/B	5.0	3.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	21.1	18.0	14.8	11.9	9.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 04 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com