

盈利改善，制剂有望进入增长新周期

——仙琚制药 2024 年中报点评

核心观点

- 上半年业绩稳定，盈利能力回升。**公司发布 24 年中报，实现营业收入 21.38 亿元（同比+0.93%），归母净利润 3.40 亿元（同比+12.56%），扣非归母净利润 3.31 亿元（同比+11.78%）。分季度来看，2024 年 Q2 单季度实现营业收入 11.00 亿元（同比-5.25%），归母净利润 1.89 亿元（同比+11.80%），扣非归母净利润 1.86 亿元（同比+13.35%）。公司 24H1 总体业绩维持稳定，盈利能力有所回升，主要系集采影响逐步降低，运营效率提升，成本竞争力优化导致毛利率增加。
- 集采影响逐渐出清，制剂板块进入加速增长周期。**24H1 公司制剂销售收入 12.15 亿元（同比+10.6%），其中妇科计生类收入 2.33 亿元（同比-1%），麻醉肌松类收入 0.63 亿元（同比+28%），呼吸类收入 3.93 亿元（同比+30%），皮肤科产品收入 1.2 亿元（同比+26%），普药产品收入 3 亿元（同比-6%）。各领域产品集采影响减弱，新产品放量叠加市场开拓驱动加速增长新周期：1）妇科：庚酸炔诺酮、屈螺酮炔雌醇形成新的增长潜力，首仿产品戊酸雌二醇下半年推进准入预计贡献增量；2）麻醉肌松类：舒更葡糖钠增长较快，1 类新药奥美克松钠申报在即；3）呼吸科：产品保持较好增长，院外市场拓展空间大；4）普药：剔除地钠针集采影响其他产品保持增长。
- 原料药板块短期承压，发挥新产能优势长期有望保持较高增长。**原料药行业国内外市场竞争加剧，非规范市场价格仍处于底部，24H1 公司原料药及中间体销售收入 9.1 亿元（同比-9%），其中主要自营原料药销售收入 4.89 亿元（同比-1.2%），公司发挥新产能优势，积极拓展市场，销量增加基本消除价格降低的影响；意大利子公司销售收入 2.97 亿元（同比-15%），主要系受到海外市场下游客户去库存等因素影响。我们认为随着国内市场价格回升，海外市场下游客户去库存周期结束等不利因素的消除，公司的新产能优势得以放大，原料药板块长期有望保持较高增长。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年中报，我们下调营业收入及毛利率，预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.66/0.86/1.08 元（原 2024-2025 年预测为 0.99/1.29 元），根据可比公司，给予公司 2024 年 19 倍市盈率，对应目标价为 12.54 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 公司原料药、制剂销售不达预期；产品研发审批进度不达预期；市场波动风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,380	4,123	4,587	5,389	6,448
同比增长(%)	0.5%	-5.9%	11.2%	17.5%	19.6%
营业利润(百万元)	879	646	762	972	1,228
同比增长(%)	15.8%	-26.4%	17.8%	27.7%	26.2%
归属母公司净利润(百万元)	749	563	657	846	1,069
同比增长(%)	21.0%	-24.9%	16.6%	28.8%	26.4%
每股收益(元)	0.76	0.57	0.66	0.86	1.08
毛利率(%)	58.2%	52.9%	55.0%	56.5%	57.6%
净利率(%)	17.1%	13.7%	14.3%	15.7%	16.6%
净资产收益率(%)	14.6%	10.0%	11.1%	13.2%	15.2%
市盈率	15.2	20.2	17.3	13.4	10.6
市净率	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年08月30日）	11.5元
目标价格	12.54元
52周最高价/最低价	13.08/8.24元
总股本/流通A股（万股）	98,920/98,419
A股市值（百万元）	11,376
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年08月31日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.95	3.7	-3.87	5.04
相对表现%	-2.78	5.12	3.72	17.37
沪深300%	-0.17	-1.42	-7.59	-12.33



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

傅肖依 fuxiaoyi@orientsec.com.cn

相关报告

业绩承压符合预期，新品投放将成拐点 2023-08-26

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2024/8/30	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
人福医药	600079	20.05	1.31	1.43	1.65	1.89	15.33	14.04	12.16	10.58
健友股份	603707	11.31	-0.12	0.56	0.76	0.97	-96.42	20.04	14.97	11.72
恩华药业	002262	25.47	1.02	1.21	1.46	1.75	24.96	21.01	17.49	14.52
复星医药	600196	22.54	0.89	1.26	1.52	1.82	25.24	17.90	14.83	12.38
华海药业	600521	16.83	0.57	0.87	1.11	1.35	29.72	19.33	15.15	12.46
	最大值						29.72	21.01	17.49	14.52
	最小值						-96.42	14.04	12.16	10.58
	平均数						-0.23	18.46	14.92	12.33
	调整后平均						21.85	19.09	14.99	12.19

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,720	1,660	1,974	2,428	3,008	营业收入	4,380	4,123	4,587	5,389	6,448
应收票据及应收账款	706	726	780	912	1,108	营业成本	1,833	1,943	2,064	2,343	2,731
预付账款	22	37	29	37	48	销售费用	1,263	990	1,193	1,401	1,677
存货	891	923	1,004	1,130	1,314	管理费用	270	281	293	345	412
其他	95	54	75	88	83	研发费用	267	261	266	312	374
流动资产合计	3,434	3,400	3,862	4,595	5,561	财务费用	(27)	(22)	(5)	(9)	(14)
长期股权投资	212	224	224	224	224	资产减值损失	41	24	37	40	39
固定资产	1,653	1,719	1,745	1,661	1,498	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	370	514	529	523	519	投资净收益	49	(9)	23	21	12
无形资产	177	166	158	151	144	其他	96	9	(0)	(6)	(14)
其他	892	970	685	712	736	营业利润	879	646	762	972	1,228
非流动资产合计	3,304	3,593	3,340	3,270	3,120	营业外收入	1	4	2	3	3
资产总计	6,738	6,993	7,202	7,865	8,681	营业外支出	8	9	16	11	12
短期借款	37	1	1	1	1	利润总额	872	642	748	964	1,219
应付票据及应付账款	355	485	450	516	626	所得税	124	80	93	120	151
其他	577	561	565	571	579	净利润	747	562	655	845	1,068
流动负债合计	969	1,047	1,016	1,088	1,206	少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款	194	39	39	39	39	归属于母公司净利润	749	563	657	846	1,069
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.76	0.57	0.66	0.86	1.08
其他	68	77	10	10	10						
非流动负债合计	261	116	48	48	48	主要财务比率					
负债合计	1,231	1,163	1,064	1,137	1,254		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	50	44	43	41	40	成长能力					
股本	989	989	989	989	989	营业收入	0.5%	-5.9%	11.2%	17.5%	19.6%
资本公积	1,803	1,820	1,820	1,820	1,820	营业利润	15.8%	-26.4%	17.8%	27.7%	26.2%
留存收益	2,660	2,926	3,286	3,878	4,578	归属于母公司净利润	21.0%	-24.9%	16.6%	28.8%	26.4%
其他	6	51	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,507	5,830	6,138	6,728	7,427	毛利率	58.2%	52.9%	55.0%	56.5%	57.6%
负债和股东权益总计	6,738	6,993	7,202	7,865	8,681	净利率	17.1%	13.7%	14.3%	15.7%	16.6%
						ROE	14.6%	10.0%	11.1%	13.2%	15.2%
						ROIC	12.7%	9.2%	10.7%	12.7%	14.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	18.3%	16.6%	14.8%	14.5%	14.4%
净利润	747	562	655	845	1,068	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	124	198	405	484	561	流动比率	3.54	3.25	3.80	4.22	4.61
财务费用	(27)	(22)	(5)	(9)	(14)	速动比率	2.58	2.32	2.77	3.13	3.47
投资损失	(49)	9	(23)	(21)	(12)	营运能力					
营运资金变动	(65)	27	(184)	(213)	(277)	应收账款周转率	7.8	7.5	8.0	8.3	8.3
其它	(121)	(178)	190	6	9	存货周转率	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
经营活动现金流	609	595	1,039	1,092	1,335	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
资本支出	(144)	(380)	(457)	(414)	(411)	每股指标(元)					
长期投资	(17)	(5)	0	0	0	每股收益	0.76	0.57	0.66	0.86	1.08
其他	519	188	23	21	12	每股经营现金流	0.62	0.60	1.05	1.10	1.35
投资活动现金流	358	(197)	(434)	(393)	(400)	每股净资产	5.52	5.85	6.16	6.76	7.47
债权融资	(364)	(94)	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	17	0	0	0	市盈率	15.2	20.2	17.3	13.4	10.6
其他	(59)	(387)	(291)	(245)	(355)	市净率	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5
筹资活动现金流	(422)	(464)	(291)	(245)	(355)	EV/EBITDA	10.5	12.4	8.8	7.1	5.8
汇率变动影响	28	(13)	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.0	16.4	13.5	10.6	8.4
现金净增加额	573	(78)	314	454	580						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。