2024 年 10 月 28 日

24 年 Q3 业绩稳健增长，后续增量看点有望持续注入业绩动力

仙琚制药(002332)

事件概述

公司公告 2024 年三季报：2024 年 Q3 公司实现营业收入 32.37 亿元（yoy-0.01%），归母净利润 5.30 亿元（yoy+12.42%），扣非归母净利润 5.21 亿元（yoy+12.82%）。2024 年 Q3 公司实现营业收入 10.99 亿元（yoy-1.80%），归母净利润 1.90 亿元（yoy+12.17%），扣非归母净利润 1.90 亿元（yoy +14.68%）。

▸制剂：已走出集采影响，新品放量+在研储备有望持续注入业绩动力

24Q1-3 公司制剂实现营收约 19.3 亿元，同比增长 8%。按治疗领域划分：妇科计生类实现销售额约 3.4 亿元，同比持平；麻醉肌松类销售额约 1 亿元，同比增长约 20%；呼吸类销售额约 6.15 亿元，同比增长约 32%；皮肤科销售额约 1.88 亿元，同比增长约 20%；普药制销售额约 4.3 亿元，同比下降约 10%，主要系受集采影响公司产品地塞米松磷酸钠注射液同比减少约 4800 万元。

对制剂产品展望：公司重点在妇科、围术期、呼吸科三大治疗领域的研发产品线布局，实现在三大领域的产品创新迭代。

1）妇科计生类：首仿品种屈螺酮炔雌醇片 II（2023.4 获批）、戊酸雌二醇片（2024.6 获批），和公司战略性品种复方庚酸炔诺酮注射液，及处于审批阶段的地屈孕酮片等有望带来新增长动能。具体来看：屈螺酮炔雌醇片 II Q1-3 销售额 1600 万元，同比增长约 440%。复方庚酸炔诺酮注射液 Q1-3 销售额约 2500 万元，同比增长约 30%。戊酸雌二醇片公司正积极推进相关准入工作，目前已完成 6 个省份挂网。地屈孕酮片已于 2023 年 11 月注册申报，争取明年上半年获批。

2）麻醉肌松类：主要产品过去两年均已集采，罗库、顺阿集采影响触底后销量回升，同时新产品舒更葡糖钠注射液持续放量（24Q1-3 销售额约 3000 万元，同比增长 200%）。同时，未来新品持续储备，1.1 类新药奥美克松钠（NDA 已获 CDE 受理），2.2 类新药注射用 CZ1S 目前已开始三期临床批件，即将开展三期临床，预计 2025 年 9 月完成三期临床争取 2025 年 Q4 申报。

3）呼吸类：我们认为糠酸莫米松鼻喷雾剂和噻托溴铵吸入粉雾剂有望持续放量。吸入制剂目前已立项 4 个，预计 2025 年申报一至两个、2026 年申报一至两个吸入制剂新产品。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	12.7
股票代码：	002332
52 周最高价/最低价：	14.8/8.44
总市值(亿)	125.63
自由流通市值(亿)	124.99
自由流通股数(百万)	984.19

分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

联系人：孙曼萁
邮箱：sunmq1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

1.【华西医药】仙琚制药（002332）：24 年 H1 业绩稳健增长，1.1 类新药奥美克松钠已顺利递交 NDA
2024.09.01

4）普药和皮肤类：有望呈稳健增长。

▸原料药：规范市场打开长期成长空间，并持续储备 API 新品种

24Q1-3 公司原料药实现收入 13 亿元，同比下降约 10%，其中 Newchem 受国际原料药市场去库存及部分国家经济因素等影响同比下降约 14%；拓展部原料药流通贸易额下降；自营原料药销售额与去年同期相比略有增长。原料药行业国内外市场竞争激烈，非规范市场产品销售价格仍处于底部区间。在原料药竞争加剧及非规范市场价格仍处底部背景下，公司持续进行降本增效，并充分发挥原料药与制剂一体化综合优势、法规市场注册优势积极拓展新客户。同时，公司积极储备无菌原料药品种，无菌醋酸甲羟孕酮原料药今年 2 月通过 WHO 认证，有望为公司带来新增量。

投资建议

公司持续深耕甾体原料药领域，系甾体激素行业原料药及制剂一体化的龙头企业。公司制剂集采影响逐渐消化后续新品放量可期，及原料药规范市场开拓有望打开长期成长空间。考虑到原料药竞争加剧导致价格波动及公司持续进行的降本增效逐渐显现等，调整前期盈利预测，即 24-26 年收入从 45.06/52.25/61.25 亿元调整为 43.51/50.75/58.98 亿元，EPS 从 0.70/0.84/1.01 元调整为 0.70/0.85/1.03 元，对应 2024 年 10 月 25 日的收盘价 12.70 元/股，PE 分别为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

在研产品线推进不及预期；新品获批进度及放量低于预期；汇率波动和地缘政治对公司业务造成不确定性；原料药规范市场拓展不及预期；原料药价格波动风险

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,380	4,123	4,351	5,075	5,898
YoY（%）	0.5%	-5.9%	5.5%	16.6%	16.2%
归母净利润(百万元)	749	563	693	842	1,015
YoY（%）	21.0%	-24.9%	23.2%	21.5%	20.5%
毛利率（%）	58.2%	52.9%	55.0%	56.5%	58.0%
每股收益（元）	0.76	0.57	0.70	0.85	1.03
ROE	13.7%	9.7%	11.2%	12.3%	13.1%
市盈率	16.76	22.28	18.12	14.91	12.37

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,123	4,351	5,075	5,898
YoY(%)	-5.9%	5.5%	16.6%	16.2%
营业成本	1,943	1,958	2,207	2,478
营业税金及附加	37	39	45	52
销售费用	990	1,044	1,248	1,474
管理费用	281	296	355	413
财务费用	-22	-13	-18	-25
研发费用	261	287	340	395
资产减值损失	-29	-10	-10	-10
投资收益	-9	31	35	30
营业利润	646	809	976	1,173
营业外收支	-5	-4	-4	-4
利润总额	642	805	972	1,169
所得税	80	111	131	155
净利润	562	693	841	1,014
归属于母公司净利润	563	693	842	1,015
YoY(%)	-24.9%	23.2%	21.5%	20.5%
每股收益	0.57	0.70	0.85	1.03

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,660	2,026	2,518	3,205
预付款项	37	28	34	40
存货	923	942	1,045	1,162
其他流动资产	780	813	944	1,093
流动资产合计	3,400	3,810	4,540	5,500
长期股权投资	224	238	254	269
固定资产	1,719	1,730	1,749	1,758
无形资产	166	158	150	140
非流动资产合计	3,593	3,538	3,586	3,632
资产合计	6,993	7,347	8,126	9,132
短期借款	1	31	33	35
应付账款及票据	485	427	486	568
其他流动负债	561	561	585	642
流动负债合计	1,047	1,018	1,104	1,245
长期借款	39	39	39	39
其他长期负债	77	70	70	70
非流动负债合计	116	109	109	109
负债合计	1,163	1,127	1,213	1,354
股本	989	989	989	989
少数股东权益	44	44	42	41
股东权益合计	5,830	6,220	6,913	7,778
负债和股东权益合计	6,993	7,347	8,126	9,132

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	562	693	841	1,014
折旧和摊销	221	156	166	172
营运资金变动	-240	-1	-165	-145
经营活动现金流	595	818	812	1,028
资本开支	-233	-178	-191	-207
投资	32	-15	-16	-15
投资活动现金流	-197	-59	-171	-192
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-147	-81	2	2
筹资活动现金流	-464	-392	-149	-149
现金净流量	-78	366	492	687

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-5.9%	5.5%	16.6%	16.2%
净利润增长率	-24.9%	23.2%	21.5%	20.5%
盈利能力				
毛利率	52.9%	55.0%	56.5%	58.0%
净利润率	13.7%	15.9%	16.6%	17.2%
总资产收益率 ROA	8.1%	9.4%	10.4%	11.1%
净资产收益率 ROE	9.7%	11.2%	12.3%	13.1%
偿债能力				
流动比率	3.25	3.74	4.11	4.42
速动比率	**2.29**	**2.75**	**3.10**	**3.42**
现金比率	1.59	1.99	2.28	2.57
资产负债率	16.6%	15.3%	14.9%	14.8%
经营效率				
总资产周转率	0.60	0.61	0.66	0.68
每股指标（元）				
每股收益	0.57	0.70	0.85	1.03
每股净资产	5.85	6.24	6.95	7.82
每股经营现金流	0.60	0.83	0.82	1.04
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	22.28	18.12	14.91	12.37
PB	2.18	2.03	1.83	1.62

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。