

短期业绩承压蓄势，新品迭代构建增长新范式

2025 年 04 月 28 日

事件：2025 年 4 月 24 日，公司公布 2024 年度及 2025 年一季度报告。根据年报，公司 24 年实现营业收入 40.0 亿元，同比下滑 3.0%；实现归母净利润 4.0 亿元，同比下滑 29.5%；实现扣非归母净利润 5.5 亿元，同比增长 2.2%（归母与扣非归母差值主要系 24 年针对地钠针相关罚款计提预计负债 2.0 亿元）。根据 25Q1 报告，公司 25Q1 实现营业收入 10.1 亿元，同比下滑 2.9%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比下滑 4.7%；实现扣非归母净利润 1.4 亿元，同比下滑 0.8%。

拆分：制剂业务收入维持稳健增长，原料药价格下探致使收入下滑。根据年报，公司 24 年制剂业务收入 24.2 亿元（同比+6.0%），毛利率 76.3%（同比+3.0pct）；原料药业务收入 15.5 亿元（同比-13.4%），毛利率 28.9%（同比+2.7pct）。进一步拆分上看，公司制剂业务增速放缓主要系普药和妇科两大业务线的相关品种纳入省级联盟集采（收入端：普药同比-19.0%，妇科持平）；原料药业务收入下滑主要系非规范市场价格下滑+规范市场去库存等因素叠加（收入端：自营原料药同比-1.0%，意大利子公司-13.1%）。

制剂：呼吸、皮肤稳健放量，麻醉肌松集采创伤后回暖。根据年报，公司 24 年自营制剂产品收入 22.8 亿元，同比上升 8.0%。主要制剂产品收入按领域分拆来看，妇科计生/麻醉肌松/呼吸/皮肤/普药实现收入 4.5/1.6/8.8/2.3/5.5 亿元，分别同比持平/+55%/+31%/+19%/-19%。呼吸及皮肤成为公司当前增量收入的主要来源、麻醉肌松在集采的低基数下迎来可观修复、妇科增量品种放量与黄体酮胶囊集采影响基本打平、普药领域受到黄体酮注射液、地钠针等多品种集采降价影响，收入滑坡幅度较大。

增量品种：特色难仿品种有望持续爬坡，创新产品即将迎来收获期。展望未来，公司当前独家/首仿品种庚酸针、十一酸针、屈螺酮炔雌醇片(II)、戊酸雌二醇片等，格局清晰品种糠酸莫米松鼻喷剂、乳膏剂等仍有望延续销售端的爬坡上量趋势。且公司创新品种奥美克松钠于 24 年 9 月申报上市已获受理、改良型新药品种 CZ1S 于 25 年 2 月已开展国内 III 期临床。特色增量品种爬坡+创新品种上市有望推动公司制剂业务再创新高，迈入高质量上升通道。

原料药：自营原料药量增价减基本维稳，NewChem 规范市场去库存承压。根据年报，公司 24 年原料药及中间体业务收入 15.5 亿元，同比下降 13.4%。其中，自营原料药收入 8.7 亿元，同比下降 1.0%（台州仙琚收入 6.2 亿元，同比增长 1.3%）、意大利子公司收入 5.9 亿元，同比下降 13.1%。公司原料药业务中长期逻辑在于产品升级+高端市场占比提升，未来我们认为在原料药价格底部持平，NewChem 下游客户去库存周期陆续结束背景下，原料药业务有望逐步企稳回升。

投资建议：我们预期公司 2025-2027 年实现归母净利润 6.4/6.9/7.7 亿元，同比增速分别为 61.2%/7.0%/11.7%，对应 PE 依次为 14/13/12 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：地缘政治风险，汇率波动风险，经营合规性风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,001	4,349	4,679	5,022
增长率 (%)	-3.0	8.7	7.6	7.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	397	640	685	765
增长率 (%)	-29.5	61.2	7.0	11.7
每股收益 (元)	0.40	0.65	0.69	0.77
PE	23	14	13	12
PB	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
9.21 元

分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 杨涛

执业证书：S0100124060014

邮箱：yangtao_2@mszq.com

相关研究

1.仙琚制药 (002332.SZ) 首次覆盖报告：甾体激素一体化龙头，集采风险出清重塑稳健增长趋势-2025/02/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,001	4,349	4,679	5,022
营业成本	1,701	1,966	2,087	2,211
营业税金及附加	35	39	42	45
销售费用	1,034	1,044	1,132	1,225
管理费用	310	309	332	357
研发费用	265	296	318	341
EBIT	652	725	804	883
财务费用	-34	-14	-25	-33
资产减值损失	-44	-28	-19	-10
投资收益	-8	0	0	0
营业利润	678	712	810	905
营业外收支	-180	40	0	0
利润总额	498	752	810	905
所得税	98	113	122	136
净利润	400	639	689	769
归属于母公司净利润	397	640	685	765
EBITDA	880	969	1,072	1,166

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,382	2,310	2,915	3,347
应收账款及票据	569	562	611	656
预付款项	31	28	29	31
存货	931	890	938	1,003
其他流动资产	350	227	243	218
流动资产合计	3,264	4,017	4,736	5,255
长期股权投资	216	216	216	216
固定资产	1,820	2,118	2,307	2,413
无形资产	151	151	151	151
非流动资产合计	3,736	3,839	3,869	3,868
资产合计	7,000	7,856	8,604	9,124
短期借款	9	9	9	9
应付账款及票据	309	426	452	479
其他流动负债	460	515	548	271
流动负债合计	778	949	1,009	759
长期借款	20	20	20	20
其他长期负债	313	313	313	313
非流动负债合计	333	333	333	333
负债合计	1,111	1,283	1,342	1,092
股本	989	989	989	989
少数股东权益	45	43	47	51
股东权益合计	5,888	6,573	7,262	8,031
负债和股东权益合计	7,000	7,856	8,604	9,124

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.98	8.72	7.57	7.34
EBIT 增长率	2.71	11.22	10.91	9.77
净利润增长率	-29.46	61.17	7.04	11.70
盈利能力 (%)				
毛利率	57.49	54.80	55.38	55.97
净利润率	9.93	14.72	14.65	15.24
总资产收益率 ROA	5.67	8.15	7.96	8.39
净资产收益率 ROE	6.80	9.80	9.50	9.59
偿债能力				
流动比率	4.19	4.23	4.69	6.92
速动比率	2.57	3.06	3.53	5.27
现金比率	1.78	2.43	2.89	4.41
资产负债率 (%)	15.88	16.33	15.60	11.97
经营效率				
应收账款周转天数	50.10	46.52	45.13	45.39
存货周转天数	196.18	166.71	157.59	158.00
总资产周转率	0.57	0.59	0.57	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.65	0.69	0.77
每股净资产	5.91	6.60	7.29	8.07
每股经营现金流	0.40	1.20	0.91	0.73
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	23	14	13	12
PB	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.94	8.13	7.34	6.75
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	400	639	689	769
折旧和摊销	229	244	268	283
营运资金变动	-279	313	-73	-347
经营活动现金流	399	1,185	905	718
资本开支	-160	-278	-292	-277
投资	-24	0	0	0
投资活动现金流	-180	-294	-292	-277
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-164	0	0	0
筹资活动现金流	-466	37	-9	-9
现金净流量	-254	929	605	432

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048