

利润短期承压，制剂端新品稳步推进

核心观点

24年公司实现营收40亿元，同比略有下降，归母净利润受地钠针销售罚款计提影响较大，扣非归母净利润较为稳定，同比略有增长。24年制剂端集采影响基本消化，新品入院持续推进，25年制剂有望加速发力，新品注册有序进行；24年原料药营收受海外部分客户去库存影响以及价格下降影响有所下滑，25Q1价格仍略有降低，原料药非规范市场价格处于底部，但销售量保持稳定增长，规范市场积极开拓客户，销售有望逐渐恢复。看好公司25年营收利润保持稳定增长。

事件

公司发布24&25Q1业绩报告

2024年公司实现营业收入40.01亿元，同比下降2.98%。实现归母净利润3.97亿元，同比下降29.46%，扣非归母净利润5.49亿元，同比增长2.15%。25Q1公司实现营业收入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%，扣非归母净利润1.4亿元，同比下滑0.8%。

简评

营收略有下降，业绩有所承压

2024年公司实现营业收入40.01亿元，同比下降2.98%。实现归母净利润3.97亿元，同比下降29.46%，扣非归母净利润5.49亿元，同比增长2.15%。利润端主要受原料药板块价格承压，毛

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,123.42	4,000.69	4,346.42	4,811.95	5,477.00
YoY(%)	-5.85	-2.98	8.64	10.71	13.82
净利润(百万元)	563.08	397.18	608.73	711.47	843.61
YoY(%)	-24.86	-29.46	53.26	16.88	18.57
毛利率(%)	52.88	57.49	57.74	58.84	59.68
净利率(%)	13.66	9.93	14.01	14.79	15.40
ROE(%)	9.73	6.80	9.72	10.53	11.49
EPS(摊薄/元)	0.57	0.40	0.62	0.72	0.85
P/E(倍)	15.76	22.34	14.58	12.47	10.52
P/B(倍)	1.53	1.52	1.42	1.31	1.21

资料来源：iFinD，中信建投证券

仙琚制药(002332.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

赖俊勇

SAC 编号:S1440523070007

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2025年05月04日

当前股价：9.02元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-12.51/-9.98	-8.70/-9.87	-21.15/-27.62
12月最高/最低价(元)		13.78/9.02
总股本(万股)		98,920.49
流通A股(万股)		98,457.37
总市值(亿元)		89.23
流通市值(亿元)		88.81
近3月日均成交量(万)		1993.45
主要股东		
仙居县产业投资发展集团有限公司		21.55%

股价表现



利率持续下降，部分产品受省级集采影响，以及地塞米松磷酸钠原料药相关罚款计提 1.95 亿元影响下滑较多。25Q1 公司实现营业收入 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%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同比下滑 0.8%。

制剂：新品放量步入正轨，后续有望加速成长

24 年公司制剂销售收入 22.76 亿元，同比增长 8%。以治疗领域来看：妇科计生类销售收入 4.5 亿元，同比基本持平；麻醉肌松类销售收入 1.6 亿元，同比增长 55%；呼吸类销售收入 8.8 亿元，同比增长 31%；皮肤科产品销售收入 2.3 亿元，同比增长 19%，普药制剂产品销售收入 5.5 亿元，同比下降 20%。

妇科计生类产品 23 年受黄体酮胶囊省级集采影响较大，24 年销售量增长弥补了部分降价带来的销售额下降，同时妇科新品庚酸炔诺酮实现销售 3500 万元，同比增长 33%。屈螺酮炔雌醇片约 2400 万元，同比增长 500%。戊酸雌二醇片 24 年三季度获批，目前已完成多个省市挂网。麻醉肌松类产品集采影响出清，24 年恢复正常增长，同时新产品舒更葡糖钠注射液实现销售 4300 万元，同比增长 330%。呼吸类主要品种糠酸莫米松同样保持较快增长。制剂端整体在经历 23 年集采影响后 24 年开始重回稳定增长，随着公司新品优思悦、庚酸针、补佳乐等开始逐渐进入放量节奏有望进一步加速成长。

原料药：价格持续承压，收入有所下降

24 年公司原料药及中间体销售实现收入 15.5 亿元，同比下降 13%，主要是 Newchem 受国际原料药市场去库存等影响同比下降约 14%，同时原料药贸易同样有所下滑。2023 年原料药板块受行业竞争加剧影响，非规范市场价格下跌明显，24 年部分品种价格持续下行，国内销量增长带动公司国内原料药销售基本持平，海外由于部分下游客户仍在去库存，采购有所放缓，因此收入下降较多。公司在甾体原料药市场份额持续提升，目前预计部分品种价格已经筑底，未来随着价格提升公司业绩有望进一步改善。

25 年展望：制剂新品加速增长，原料药市场有望恢复

制剂端 24 年集采影响基本出清，诸多新品庚酸炔诺酮针、屈螺酮炔雌醇片（II）等重点产品陆续开始加速放量；麻醉肌松类产品凭借舒更销售重回较快增长；呼吸类糠酸莫米松鼻喷雾剂以及噻托溴铵吸入粉雾剂有望持续贡献增量；此外公司合作产品 1.1 类新药奥美克松钠已经递交 NDA，长效镇痛制剂 2.2 类新药 CZ1S 持续推进，25 年目前已收到贝前列素钠片以及去氧孕烯炔雌醇片药品注册证书。原料药端国内外价格筑底，公司市占率持续提升，未来预期部分品种价格有望触底回升，随着海外市场客户进入正常采购节奏，原料药板块有望恢复增长。

费用分析：毛利率持续改善，净利率短期承压

24 年公司销售、管理、研发费用率为 25.84%、7.74%以及 6.63%，同比变化+1.83pp、+0.92pp 以及+0.30pp，销售和管理费用绝对值增长有限，费用率有所上升，研发费用率保持稳定。24 年公司毛利率 57.49%，同比增长 4.61 个百分点，毛利率上升预计与集采影响出清制剂新品开始放量，原料药板块优化成本，提高运营效率有关。净利率 10%，同比下降较多预计与计提 1.9 亿罚款有关。25Q1 公司销售、管理、研发费用率为 24.63%、7.01%以及 7.02%，同比变化-0.01pp、-0.93pp 以及+0.42pp，期间费用率总体较为稳定。

盈利预测及投资评级：25 年公司制剂端非集采品种有望稳健增长，部分新品开始逐步放量，原料药板块销量增长迅速，随着规范市场快速提升盈利能力有望持续改善。我们看好公司作为甾体行业原料药及制剂一体化龙头的长期成长潜力，预计公司 25-27 年实现营业收入 43.5、48.1 以及 54.8 亿元，同比增长 8.6%、10.7%以及 13.8%。实现归母净利润 6.1、7.1 以及 8.4 亿元，同比增长 53%、17%以及 19%，对应 PE15、12 以及 11 倍，维持“买入”评级。

风险分析：行业竞争加剧风险：目前公司主要产品所处市场竞争格局相对稳定，未来如果价格进一步上涨带来更多竞争者加入市场，竞争加剧可能导致公司盈利水平下降；此外印度等国际市场如有新增产能供应可能对公司相关品种价格带来影响；**品种风险：**目前国家药品集中带量采购以及医保谈判工作逐步常态化，公司目前尚有部分品种未被纳入集采，未来被集采后相关品种价格下降可能对该品种收入带来一定影响；**海外销售不及预期风险：**公司目前原料药产品及未来制剂产品销售中均有一定比例用于出口，海外需求如果出现下滑将对公司业绩造成不利影响。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇 SCI 论文。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk