

仙琚制药(002332)

报告日期: 2025 年 05 月 20 日

结构升级中，厚积促薄发

——仙琚制药 2024&2025Q1 业绩点评

投资要点

- 2024 年公司制剂业务重回增长，新品种放量贡献增量。我们看好公司制剂从仿制药向高难仿、创新药管线逐渐兑现，甾体激素原料药在供给升级下的中长期发展空间。
- 财务表现：2024 年受计提大额预计罚没支出影响，利润承压
2024 年公司实现营业收入 40.01 亿元（YOY-2.98%），归母净利润 3.97 亿元（YOY-29.46%）。扣非后归母净利润 5.49 亿元（YOY+2.15%）。归母净利润下滑主要因为计提大额预计罚没支出导致。

2025Q1 公司实现营业收入 10.08 亿元（YOY -2.86%），归母净利润 1.44 亿元（YOY -4.72%），扣非后归母净利润 1.44 亿元（YOY -0.76%）。

- 成长性分析：制剂业务恢复增长，原料药静待复苏

业务拆分看，2024 年公司制剂销售收入 24.15 亿元（YOY+6.02%），其中制剂自营产品销售收入 22.76 亿元（YOY+8%）。分治疗领域看，妇科计生类收入 4.46 亿元（同比持平），我们认为主要系黄体酮胶囊省采影响消化及新品放量对冲；麻醉肌松类收入 1.55 亿元（YOY+55%），我们认为主要系苯磺顺阿曲库铵、罗库溴铵等品种集采后恢复性增长及舒更葡糖钠等新品放量；呼吸类收入 8.8 亿元（YOY+31%），主要由糠酸莫米松鼻喷雾剂放量带动；皮肤科收入 2.34 亿元（YOY+19%），普药收入 5.48 亿元（YOY-19%），主要受国家及区域集采影响承压。

2024 年，公司原料药及中间体销售收入 15.47 亿元（YOY-13.4%），其中自营原料药收入 8.7 亿元（YOY-1%），意大利子公司收入 5.86 亿元（YOY-13.08%）。原料药下滑主要受市场竞争加剧、价格下降明显，以及意大利子公司受下游客户去库存、汇率波动、需求疲软等多重因素影响。

展望 2025 年，我们认为公司业绩有望实现稳健增长，主要驱动力来自于：**制剂**：妇科领域，庚酸炔诺酮注射液、屈螺酮炔雌醇片（优思悦首仿）、戊酸雌二醇片（补佳乐首仿）等特色品种有望持续快速放量，地屈孕酮片获批上市贡献新增量。麻醉肌松领域，奥美克松钠（1 类新药）已申报上市，有望凭借安全性优势获取市场份额。呼吸科领域，糠酸莫米松鼻喷雾剂有望维持较快增长，下一代吸入制剂管线逐步推进。皮肤科有望保持稳健增长，普药受区域集采以及竞争加剧等影响，下半年有望逐渐恢复增长。**原料药**：甾体激素原料药销量有望维持稳定增长，高端规范市场订单以及无菌原料药（醋酸甲羟孕酮通过 WHO PQ 认证）等高附加值产品布局有望贡献新增量。

- 盈利能力：2024 年毛利率提升，看好盈利能力持续改善

2024 年公司销售毛利率为 57.49%（同比提升 4.61pct），我们认为主要受产品结构有影响，高毛利产品占比提升。扣非后销售净利率 13.73%，较 2023 年的 13.04%提升 0.69pct。费用端看，2024 年销售费用率为 25.84%（同比提升 1.83pct），管理费用率为 7.74%（同比提升 0.92pct），研发费用率为 6.63%（同比提升 0.30pct），财务费用率为 -0.86%（同比下降 0.32pct）。

展望 2025 年，我们预计随低毛利贸易类业务恢复，毛利率或略有降低；销售费用率看，随新品推广及公司营销体系建设，销售费用率或有所提升。研发费用率随在研项目推进或维持较稳定水平，整体带动净利率有所提升。

- 盈利预测与估值

综合考虑公司制剂新产品销售推广、原料药法规市场开拓节奏等，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.62/0.72/0.84 元/股，2025 年 5 月 20 日收盘价对应 2025 年 15 倍 PE，我们持续看好公司制剂从仿制药向高难仿、创新药管线逐渐兑现，甾体激素原料药在供给升级下的中长期发展空间，维持“买入”评级。

投资评级：买入(维持)

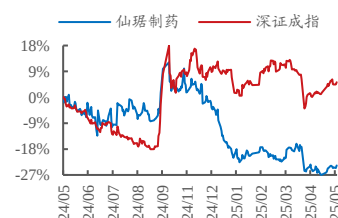
分析师：郭双喜
执业证书号：S1230521110002
guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师：盖文化
执业证书号：S1230524090006
gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 9.37
总市值(百万元)	9,268.85
总股本(百万股)	989.20

股票走势图



相关报告

- 《利润再加速，看好经营势能向上》 2024.10.29
- 《看好制剂+创新兑现新周期》 2024.09.04
- 《拐点已至，盈利能力改善》 2024.04.27

□ 风险提示

产品审评进度不及预期风险、产能投入周期的波动性风险、原材料成本大幅波动风险等。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4001	4284	4778	5414
(+/-) (%)	-2.98%	7.08%	11.53%	13.32%
归母净利润	397	610	715	827
(+/-) (%)	-29.46%	53.70%	17.17%	15.57%
每股收益(元)	0.40	0.62	0.72	0.84
P/E	23.34	15.18	12.96	11.21

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3264	3434	4071	4876
现金	1382	1518	2029	2643
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	569	595	645	726
其它应收款	46	49	55	62
预付账款	31	37	40	46
存货	931	1004	1053	1138
其他	305	230	249	261
非流动资产	3736	4048	4208	4333
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	216	216	216	216
固定资产	1820	2134	2392	2607
无形资产	151	133	114	96
在建工程	711	631	555	504
其他	837	933	931	910
资产总计	7000	7482	8279	9208
流动负债	778	806	855	917
短期借款	9	16	8	11
应付款项	309	322	330	349
预收账款	46	25	42	39
其他	414	443	475	518
非流动负债	333	173	201	236
长期借款	20	20	20	20
其他	313	152	181	215
负债合计	1111	979	1056	1153
少数股东权益	45	49	54	60
归属母公司股东权益	5844	6454	7169	7996
负债和股东权益	7000	7482	8279	9208

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	399	446	799	896
净利润	400	615	720	832
折旧摊销	222	122	140	157
财务费用	(34)	(34)	(36)	(32)
投资损失	8	8	8	8
营运资金变动	(25)	(99)	6	(11)
其它	(172)	(166)	(39)	(59)
投资活动现金流	(180)	(352)	(317)	(316)
资本支出	(293)	(341)	(307)	(306)
长期投资	(52)	0	0	0
其他	164	(10)	(10)	(10)
筹资活动现金流	(466)	(22)	(35)	(29)
短期借款	7	7	(7)	2
长期借款	(18)	0	0	0
其他	(455)	(29)	(27)	(31)
现金净增加额	(248)	72	448	551

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4001	4284	4778	5414
营业成本	1701	1859	2025	2277
营业税金及附加	35	38	43	48
营业费用	1034	1135	1242	1419
管理费用	310	321	334	352
研发费用	265	278	311	352
财务费用	(34)	(34)	(36)	(32)
资产减值损失	55	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(8)	(8)	(8)	(8)
其他经营收益	51	47	48	49
营业利润	678	725	900	1040
营业外收支	(180)	41	(2)	(3)
利润总额	498	766	897	1037
所得税	98	151	177	205
净利润	400	615	720	832
少数股东损益	3	4	5	6
归属母公司净利润	397	610	715	827
EBITDA	694	861	1010	1170
EPS（最新摊薄）	0.40	0.62	0.72	0.84

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.98%	7.08%	11.53%	13.32%
营业利润	-2.20%	6.91%	24.06%	15.65%
归属母公司净利润	-29.46%	53.70%	17.17%	15.57%
获利能力				
毛利率	57.49%	56.60%	57.62%	57.95%
净利率	10.00%	14.35%	15.07%	15.37%
ROE	6.78%	9.85%	10.42%	10.82%
ROIC	6.41%	9.09%	9.64%	10.08%
偿债能力				
资产负债率	15.88%	13.08%	12.76%	12.52%
净负债比率	4.37%	5.69%	4.59%	4.42%
流动比率	4.19	4.26	4.76	5.32
速动比率	3.00	3.01	3.53	4.08
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.59	0.61	0.62
应收账款周转率	7.18	7.40	7.70	7.90
应付账款周转率	6.24	6.36	6.74	7.31
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.62	0.72	0.84
每股经营现金	0.40	0.45	0.81	0.91
每股净资产	5.91	6.52	7.25	8.08
估值比率				
P/E	23.34	15.18	12.96	11.21
P/B	1.59	1.44	1.29	1.16
EV/EBITDA	12.34	9.14	7.29	5.77

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>