

业绩短期承压，下半年有望改善

——仙琚制药 2025 年中报点评

核心观点

- 业绩承压，下半年有望改善。**25H1 公司实现营收 18.69 亿元（同比-12.6%），归母净利润 3.08 亿元（同比-9.26%），扣非归母净利润 2.67 亿元（同比-19.52%）。业绩承压主要系：1）原料药：上半年国内外价格仍呈下降趋势；2）制剂：受省际联盟集采及差比价等因素影响，妇科计生类制剂和普药制剂产品收入下降明显；3）由于新产品推广及研发需求，费用端投入加大。展望下半年，预计原料药出口“以量换价”现象逐步缓解，制剂业务受集采影响有望边际减弱。
- 动能切换，海外市场及新产品成新增长极。**在海外原料药价格下降的情况下意大利子公司仍实现增长，海外市场整体营收 5.41 亿元（同比+5.1%），显著优于国内，子公司通过 FDA 现场检查，考虑到海外需求逐步恢复，远期实现制剂出海，海外收入有望加速增长。新产品方面，庚酸炔诺酮注射液和屈螺酮炔雌醇片（II）上半年销售迅速放量，公司亦在积极开展戊酸雌二醇和地屈孕酮片的准入和推广工作，有望快速贡献业绩增量。
- 产品储备丰富，创新成色提升。**公司布局了丰富的储备品种，多个新药/复杂制剂即将获批，未来成长动力充足：1）与奥默医药合作开发的 1 类新药奥美克松钠处于 NDA 阶段，已完成药理毒理、临床、临床药理、合规、统计的审评，目前处于药学审评阶段；2）噻托溴铵吸入喷雾剂药械联合申报已获受理；3）改良型新药 CZ1S 长效镇痛注射剂（公司拥有国内销售权）有望于 26Q1 申报上市；4）上半年共有 4 个一致性评价产品获受理，新仿制黄体酮阴道缓释凝胶重新申报受理。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报，我们下调原料药和制剂收入预测，上调毛利率预测，预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.61/0.70/0.86 元（原 25-27 年预测为 0.69/0.80/0.97 元），根据可比公司，给予公司 2026 年 17 倍市盈率，对应目标价为 12.81 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,123	4,001	3,837	4,429	5,181
同比增长(%)	-5.9%	-3.0%	-4.1%	15.4%	17.0%
营业利润(百万元)	646	678	755	863	1,060
同比增长(%)	-26.4%	4.9%	11.4%	14.3%	22.8%
归属母公司净利润(百万元)	563	397	603	692	852
同比增长(%)	-24.9%	-29.5%	51.9%	14.7%	23.1%
每股收益(元)	0.57	0.40	0.61	0.70	0.86
毛利率(%)	52.9%	57.5%	63.4%	64.1%	65.0%
净利率(%)	13.7%	9.9%	15.7%	15.6%	16.4%
净资产收益率(%)	10.0%	6.8%	9.8%	10.3%	11.7%
市盈率	18.6	26.3	17.3	15.1	12.3
市净率	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4

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（2025 年 09 月 02 日）	10.57 元
目标价格	12.81 元
52 周最高价/最低价	14.33/8.33 元
总股本/流通 A 股（万股）	98,920/98,457
A 股市值（百万元）	10,456
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.09	-1.77	12.81	-6.2
相对表现%	-8.94	-12.51	-4.12	-43.73
沪深 300%	0.85	10.74	16.93	37.53



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
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

联系人

胡俊涛	hujuntao@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

业绩短期承压，成长动力充足：——仙琚 2025-04-28
制药 24 年报&25 年一季报点评
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 2024-08-31

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			
		2025/9/2	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
人福医药	600079	20.52	0.81	1.37	1.57	1.79	25.19	14.98	13.07	11.48
健友股份	603707	11.67	0.51	0.66	0.87	1.09	22.82	17.65	13.34	10.75
恩华药业	002262	24.77	1.13	1.29	1.51	1.75	22.00	19.17	16.45	14.18
复星医药	600196	30.85	1.04	1.22	1.43	1.61	29.74	25.24	21.60	19.17
华海药业	600521	26.30	0.75	0.85	0.99	1.15	35.19	31.12	26.65	22.78
	最大值						35.19	31.12	26.65	22.78
	最小值						22.00	14.98	13.07	10.75
	平均数						26.99	21.63	18.22	15.67
	调整后平均						25.92	20.69	17.13	14.94

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,660	1,382	2,085	2,367	2,739	营业收入	4,123	4,001	3,837	4,429	5,181
应收票据及应收账款	726	857	705	848	1,018	营业成本	1,943	1,701	1,406	1,589	1,814
预付账款	37	31	28	35	40	销售费用	990	1,034	1,113	1,285	1,503
存货	923	931	707	808	942	管理费用	281	310	338	390	456
其他	54	63	57	55	70	研发费用	261	265	259	299	349
流动资产合计	3,400	3,264	3,582	4,113	4,809	财务费用	(22)	(34)	(14)	(19)	(22)
长期股权投资	224	216	216	216	216	资产减值损失	24	55	32	38	37
固定资产	1,719	1,820	2,067	2,213	2,299	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	514	711	577	478	418	投资净收益	(9)	(8)	11	(2)	0
无形资产	166	151	144	137	127	其他	9	16	40	17	15
其他	970	837	683	681	679	营业利润	646	678	755	863	1,060
非流动资产合计	3,593	3,736	3,687	3,726	3,739	营业外收入	4	29	12	15	19
资产总计	6,993	7,000	7,269	7,839	8,548	营业外支出	9	209	10	10	10
短期借款	1	9	9	9	9	利润总额	642	498	757	868	1,069
应付票据及应付账款	485	309	293	339	365	所得税	80	98	149	171	211
其他	561	460	428	440	459	净利润	562	400	608	697	858
流动负债合计	1,047	778	729	788	832	少数股东损益	(1)	3	4	5	6
长期借款	39	20	20	20	20	归属于母公司净利润	563	397	603	692	852
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.57	0.40	0.61	0.70	0.86
其他	77	313	10	10	10	主要财务比率					
非流动负债合计	116	333	31	31	31		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,163	1,111	760	818	863	成长能力					
少数股东权益	44	45	49	54	60	营业收入	-5.9%	-3.0%	-4.1%	15.4%	17.0%
股本	989	989	989	989	989	营业利润	-26.4%	4.9%	11.4%	14.3%	22.8%
资本公积	1,820	1,841	1,841	1,841	1,841	归属于母公司净利润	-24.9%	-29.5%	51.9%	14.7%	23.1%
留存收益	2,926	3,027	3,630	4,136	4,796	获利能力					
其他	51	(14)	0	0	0	毛利率	52.9%	57.5%	63.4%	64.1%	65.0%
股东权益合计	5,830	5,888	6,509	7,020	7,686	净利率	13.7%	9.9%	15.7%	15.6%	16.4%
负债和股东权益总计	6,993	7,000	7,269	7,839	8,548	ROE	10.0%	6.8%	9.8%	10.3%	11.7%
现金流量表						ROIC	9.2%	8.6%	9.5%	9.9%	11.3%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	562	400	608	697	858	资产负债率	16.6%	15.9%	10.5%	10.4%	10.1%
折旧摊销	198	184	175	204	229	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(22)	(34)	(14)	(19)	(22)	流动比率	3.25	4.19	4.91	5.22	5.78
投资损失	9	8	(11)	2	(0)	速动比率	2.32	3.00	3.94	4.20	4.65
营运资金变动	27	(223)	336	(190)	(279)	营运能力					
其它	(178)	64	(146)	0	0	应收账款周转率	7.5	7.2	7.1	7.9	7.9
经营活动现金流	595	399	947	693	785	存货周转率	2.0	1.8	1.7	2.1	2.1
资本支出	(380)	(442)	(269)	(243)	(243)	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
长期投资	(5)	(52)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	188	314	11	(2)	0	每股收益	0.57	0.40	0.61	0.70	0.86
投资活动现金流	(197)	(180)	(259)	(246)	(242)	每股经营现金流	0.60	0.40	0.96	0.70	0.79
债权融资	(94)	(169)	0	0	0	每股净资产	5.85	5.91	6.53	7.04	7.71
股权融资	17	21	0	0	0	估值比率					
其他	(387)	(318)	14	(166)	(170)	市盈率	18.6	26.3	17.3	15.1	12.3
筹资活动现金流	(464)	(466)	14	(166)	(170)	市净率	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
汇率变动影响	(13)	(6)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	11.0	10.9	9.9	8.7	7.2
现金净增加额	(78)	(254)	703	282	373	EV/EBIT	14.5	14.1	12.2	10.7	8.7

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。