

► **事件：**2025 年 10 月 27 日仙琚制药发布 2025 年三季度报告，2025Q1-Q3，公司实现营业收入 28.3 亿元，同比-12.7%，实现扣非归母净利润 3.6 亿元，同比-30.3%。单三季度，公司实现营业收入 9.6 亿元，同比-13.0%、环比+11.1%，实现扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-49.1%，环比-21.3%。原料药及仿制药行业低价竞争仍为期内主旋律，公司业绩有所承压。

► **毛利率提升受益于贸易产品占比下降，特色制剂品种孵化阶段费用率有所提升。**2025Q1-Q3，公司毛利率 62.3%，同比提升 7.7 个百分点，主要系收入结构中低毛利业务贸易类收入减少所致。从费用率结构看，2025Q1-Q3，公司销售/研发费用率分别为 29.8%/7.0%，同比依次提升 7.4/2.0 个百分点。销售费用增长主要系公司多款特色制剂品种仍处于市场导入前期，提前搭建专业化销售队伍为商业化放量进行准备。研发费用率提升主要系目前公司产品组合处于从传统仿制药向高壁垒制剂、创新药探索转型过程，研发投入总体有所提升。

► **首仿/特色品种仍持续放量，增量单品有望依托已有渠道资源打开增量市场。**根据公司投资者关系管理信息，公司呼吸科重磅单品糠酸莫米松鼻喷雾剂前三季度销售额 6.0 亿元，同比增长 15.0%。妇科多个首仿/特色品种仍处于放量阶段，其中屈螺酮炔雌醇片前三季度实现销售收入 0.4 亿元（同比实现翻倍增长）、戊酸雌二醇、庚酸炔诺酮注射液等新产品销量均有所提升。此外，公司 25 年 4 月新增获批大市场空间品种地屈孕酮片（根据医药魔方，2024 年样本医院销售额达到 18.4 亿元，当前过评格局 1 原研+6 仿制）有望依托公司妇科成熟渠道打开增量销售空间。

► **仿创转型卓有成效，储备创新品种即将迈入上市收获期。**从创新品种推进情况看，1) 创新药奥美克松钠：奥默医药于 2024 年 9 月已递交上市申请，当前处于正常审评过程中；2) 改良型新药 CZ1S（盐酸罗哌卡因）：当前处于三期临床阶段，预计 2025 年 4 季度完成三期临床，预期在 2026 年 1 季度申报上市。

► **投资建议：**考虑到自 2024 年底以来第十批药品集采及药品价格治理带来的仿制药及前端原料药产品的市场竞争加剧，我们下调公司盈利预测，预期 2025-2027 年内公司实现归母净利润 4.9、5.5 和 6.3 亿元，分别同比增长 23.6%、12.9%和 13.9%（2025 年归母净利润增速较高主要系公司 2024 年末因行政处罚事项增加 2.0 亿元营业外支出，拉低业绩比较基数）。对应 2025 年 10 月 30 日收盘价 9.35 元/股，公司 PE 估值依次为 19、17 和 15 倍。展望未来，第十一批集采规则展现价格端的回暖趋势，公司存量品种影响范围有望收窄。同时公司呼吸科、妇科计生、麻醉肌松中多个格局清晰/首仿/创新品种有望牵引公司业绩重回稳健向上通道，维持公司“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	3,772	3,872	4,040
增长率（%）	-3.0	-5.7	2.6	4.3
归属母公司股东净利润（百万元）	397	491	554	631
增长率（%）	-29.5	23.6	12.9	13.9
每股收益（元）	0.40	0.50	0.56	0.64
PE	23	19	17	15
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

9.35 元

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@glms.com.cn

研究助理 杨涛

执业证书：S0100124060014

邮箱：yangt@glms.com.cn

相关研究

1.仙琚制药 (688076.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：短期业绩承压蓄势，新品迭代构建增长新范式-2025/04/28

2.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	3,772	3,872	4,040
营业成本	1,701	1,423	1,374	1,385
营业税金及附加	35	34	35	36
销售费用	1,034	1,151	1,181	1,232
管理费用	310	340	356	372
研发费用	265	272	279	291
EBIT	652	562	667	745
财务费用	-34	-12	-8	-12
资产减值损失	-44	-45	-20	-10
投资收益	-8	0	0	0
营业利润	678	576	655	746
营业外收支	-180	0	0	0
利润总额	498	576	655	746
所得税	98	86	98	112
净利润	400	490	557	634
归属于母公司净利润	397	491	554	631
EBITDA	880	796	912	1,000

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,382	1,226	1,528	1,866
应收账款及票据	569	723	860	1,010
预付款项	31	100	96	97
存货	931	949	972	1,028
其他流动资产	350	359	381	408
流动资产合计	3,264	3,356	3,838	4,410
长期股权投资	216	216	216	216
固定资产	1,820	1,889	1,938	1,961
无形资产	151	151	151	151
非流动资产合计	3,736	3,747	3,696	3,636
资产合计	7,000	7,102	7,534	8,046
短期借款	9	129	129	129
应付账款及票据	309	257	248	250
其他流动负债	460	357	340	327
流动负债合计	778	742	716	705
长期借款	20	20	20	20
其他长期负债	313	121	121	121
非流动负债合计	333	141	141	141
负债合计	1,111	883	858	847
股本	989	989	989	989
少数股东权益	45	44	46	50
股东权益合计	5,888	6,219	6,677	7,199
负债和股东权益合计	7,000	7,102	7,534	8,046

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	-5.71	2.64	4.34
EBIT 增长率	2.71	-13.83	18.69	11.71
净利润增长率	-29.46	23.55	12.88	13.92
盈利能力 (%)				
毛利率	57.49	62.28	64.52	65.73
净利率	9.93	13.01	14.30	15.62
总资产收益率 ROA	5.67	6.91	7.35	7.84
净资产收益率 ROE	6.80	7.95	8.35	8.83
偿债能力				
流动比率	4.19	4.52	5.36	6.25
速动比率	2.57	2.72	3.45	4.22
现金比率	1.78	1.65	2.13	2.65
资产负债率 (%)	15.88	12.44	11.38	10.52
经营效率				
应收账款周转天数	50.10	61.29	73.59	83.33
存货周转天数	196.18	237.75	251.68	260.08
总资产周转率	0.57	0.54	0.53	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.50	0.56	0.64
每股净资产	5.91	6.24	6.70	7.23
每股经营现金流	0.40	0.28	0.61	0.66
每股股利	0.30	0.10	0.11	0.13
估值分析				
PE	23	19	17	15
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.34	10.32	9.01	8.22
股息收益率 (%)	3.21	1.07	1.21	1.38

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	400	490	557	634
折旧和摊销	229	235	246	255
营运资金变动	-279	-454	-226	-254
经营活动现金流	399	281	603	652
资本开支	-160	-199	-189	-189
投资	-24	0	0	0
投资活动现金流	-180	-195	-189	-189
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-164	120	0	0
筹资活动现金流	-466	-242	-112	-125
现金净流量	-254	-156	302	339

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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