

## 仙琚制药 (002332.SZ)

### 业绩短期承压，原料药触底、制剂新品放量构筑 2026 年增长基础

2025 年公司实现营收 37.6 亿元 (同比-6.0%)，归母净利润 4.5 亿元 (同比+13.2%)，扣非净利润 3.5 亿元 (同比-36.5%)。单季度看，2025Q4 营收 9.3 亿元，归母净利润 0.43 亿元，扣非净利润-0.15 亿元，单季经营性亏损主要受原料药业务拖累。

□ **原料药业务：周期底部确认，静待价格回暖。**全年原料药板块收入 13.4 亿元，同比下降 13.5%。其中，国内销售受制剂集采传导影响，量价齐跌，收入同比下滑 34%；国际销售在价格下行压力下，收入仅微降 2.7%，表明出口量实现显著增长，市场份额得到巩固。2026 年 Q1 部分产品价格已出现微弱探底回升。尽管上游部分辅料成本上涨带来压力，但随着行业供需格局的逐步修复，预计 2026 年原料药业务的盈利能力将迎来边际改善，尤其下半年有望贡献业绩弹性。

□ **制剂业务：集采影响趋缓，新品放量对冲。**制剂业务在集采压力下展现出较强韧性，全年收入 23.67 亿元，同比仅微降 2.0%。各板块表现分化，新旧动能转换特征明显。

■ **集采影响板块企稳：**普药 (-13%)、麻醉肌松 (-16.8%) 及部分妇科产品 (-5.4%) 受区域性集采影响收入下滑。但从季度趋势看，Q4 降幅已明显收窄，且随着集采续标落地，公司部分中标产品份额有望提升。

■ **核心板块稳健增长：**呼吸科业务作为第一大板块，收入达 9.44 亿元，同比增长 7.3%，核心产品糠酸莫米松鼻喷雾剂增长 15%，继续保持稳健增长态势。皮肤科业务收入 2.41 亿元，同比增长 3%，恢复正增长。

■ **新产品放量成为关键增长引擎：**以屈螺酮炔雌醇片、戊酸雌二醇片等为代表的 5 个妇科重点新产品快速放量有效对冲集采带来的负面影响，成为公司制剂业务重回增长轨道的驱动力。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**根据公司 2025 年年报，考虑到公司主营产品甾体原料药行业仍处于供给端的深度调整状态，产品价格底部横盘，公司原料药业务需等待产能出清后才会迎来拐点。在制剂端，公司目前处于新老产品结构切换期，未来创新产品有望接续增长动能，因此我们调整公司盈利预测，预计公司 26-28 年营业收入为 40.00、44.00、50.60 亿元，归母净利润 4.67、5.05、5.81 亿元，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：集采影响高于预期、原料药降价持续、安全环保等风险。**

#### 财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4001	3759	4000	4400	5060
同比增长	-3%	-6%	6%	10%	15%
营业利润(百万元)	678	472	538	590	692
同比增长	5%	-30%	14%	10%	17%
归母净利润(百万元)	397	450	467	505	581
同比增长	-29%	13%	4%	8%	15%
每股收益(元)	0.40	0.45	0.47	0.51	0.59
PE	22.0	19.4	18.7	17.3	15.0
PB	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

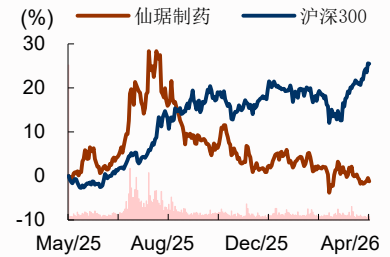
消费品/生物医药  
目标估值：NA  
当前股价：8.82 元

#### 基础数据

总股本 (百万股)	989
已上市流通股 (百万股)	985
总市值 (十亿元)	8.7
流通市值 (十亿元)	8.7
每股净资产 (MRQ)	6.1
ROE (TTM)	6.6
资产负债率	15.7%
主要股东	仙居县产业投资发展集团有
主要股东持股比例	21.55%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-11	-1
相对表现	-9	-18	-28



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《仙琚制药 (002332) — 利润环比增长，经营持续进阶》2024-10-28
- 《仙琚制药 (002332) — 高基数下利润增长，持续看好公司进阶发展》2024-08-29
- 《仙琚制药 (002332) — 制剂、原料药能力持续进阶，系统化升级带来中长期竞争力》2024-05-29

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

侯彪 S1090525070010

houbiao@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	3264	3303	3503	3921	4415
现金	1382	1196	1218	1421	1573
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	200	213	234	269
应收款项	562	526	560	616	708
其它应收款	46	89	95	104	120
存货	931	914	1015	1103	1237
其他	336	377	403	443	508
<b>非流动资产</b>	3736	3956	3871	3795	3727
长期股权投资	216	187	187	187	187
固定资产	1820	2093	2090	2087	2085
无形资产商誉	732	786	708	637	573
其他	967	890	886	884	882
<b>资产总计</b>	<b>7000</b>	<b>7259</b>	<b>7374</b>	<b>7716</b>	<b>8142</b>
<b>流动负债</b>	778	1049	992	1059	1177
短期借款	9	156	78	100	150
应付账款	309	304	337	366	411
预收账款	77	28	31	34	38
其他	384	561	545	558	578
<b>长期负债</b>	333	128	128	128	128
长期借款	20	9	9	9	9
其他	313	119	119	119	119
<b>负债合计</b>	<b>1111</b>	<b>1177</b>	<b>1119</b>	<b>1186</b>	<b>1305</b>
股本	989	989	989	989	989
资本公积金	1841	1852	1852	1852	1852
留存收益	3013	3194	3364	3635	3939
少数股东权益	45	47	50	53	57
归属于母公司所有者权益	5844	6035	6205	6476	6780
<b>负债及权益合计</b>	<b>7000</b>	<b>7259</b>	<b>7374</b>	<b>7716</b>	<b>8142</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	399	247	642	623	601
净利润	400	453	470	508	585
折旧摊销	222	221	309	300	292
财务费用	(7)	8	20	27	28
投资收益	8	26	(30)	(42)	(31)
营运资金变动	(217)	(455)	(127)	(169)	(274)
其它	(7)	(5)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(180)	(196)	(195)	(182)	(193)
资本支出	(208)	(209)	(224)	(224)	(224)
其他投资	27	13	30	42	31
<b>筹资活动现金流</b>	(466)	(261)	(426)	(238)	(255)
借款变动	(460)	310	(109)	22	50
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	21	11	0	0	0
股利分配	(297)	(396)	(297)	(233)	(278)
其他	270	(186)	(20)	(27)	(28)
<b>现金净增加额</b>	<b>(248)</b>	<b>(210)</b>	<b>22</b>	<b>203</b>	<b>152</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	4001	3759	4000	4400	5060
营业成本	1701	1459	1620	1760	1973
营业税金及附加	35	40	42	46	53
营业费用	1034	1180	1193	1338	1543
管理费用	310	317	304	339	410
研发费用	265	304	323	348	385
财务费用	(34)	(8)	20	27	28
资产减值损失	(55)	1	11	5	(7)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	51	31	45	48	38
投资收益	(8)	(26)	(15)	(6)	(7)
<b>营业利润</b>	678	472	538	590	692
营业外收入	29	73	24	16	5
营业外支出	209	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	498	536	554	597	688
所得税	98	83	84	89	103
少数股东损益	3	3	3	3	4
<b>归属于母公司净利润</b>	397	450	467	505	581

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-3%	-6%	6%	10%	15%
营业利润	5%	-30%	14%	10%	17%
归母净利润	-29%	13%	4%	8%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	57.5%	61.2%	59.5%	60.0%	61.0%
净利率	9.9%	12.0%	11.7%	11.5%	11.5%
ROE	6.8%	7.6%	7.6%	8.0%	8.8%
ROIC	8.7%	6.5%	7.5%	8.1%	9.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.9%	16.2%	15.2%	15.4%	16.0%
净负债比率	0.7%	2.7%	1.2%	1.4%	2.0%
流动比率	4.2	3.1	3.5	3.7	3.8
速动比率	3.0	2.3	2.5	2.7	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	7.1	5.8	5.3	5.4	5.5
应付账款周转率	4.3	4.8	5.1	5.0	5.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.40	0.45	0.47	0.51	0.59
每股经营净现金	0.40	0.25	0.65	0.63	0.61
每股净资产	5.91	6.10	6.27	6.55	6.85
每股股利	0.30	0.30	0.24	0.28	0.32
<b>估值比率</b>					
PE	22.0	19.4	18.7	17.3	15.0
PB	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	10.2	13.0	9.9	9.4	8.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。