

仙琚制药 (002332.SZ) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2023 年 02 月 23 日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 12.89

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师: 李建

执业证书编号: S0740522090004

电话: 021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4018.87	4337.15	4395.66	4994.05	5836.99
增长率 yoy%	8.37%	7.92%	1.35%	13.61%	16.88%
净利润 (百万元)	504.51	615.94	741.38	815.70	979.44
增长率 yoy%	22.94%	22.09%	20.37%	10.03%	20.07%
每股收益 (元)	0.51	0.62	0.75	0.82	0.99
每股现金流量	0.80	0.68	0.90	0.96	1.05
净资产收益率	11.35%	12.75%	13.59%	13.47%	14.46%
P/E	25.27	20.70	17.20	15.63	13.02
PEG	1.10	0.94	0.84	1.56	0.65
P/B	2.87	2.64	2.34	2.11	1.88

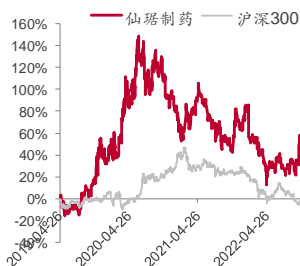
备注: 数据截至 2023.02.23

**投资要点**

- **事件: 公司发布 2022 年业绩快报, 2022 年度实现营业收入 43.96 亿元, 同比增长 1.35%; 归母净利润 7.41 亿元, 同比增长 20.37%; 扣非净利润 6.09 亿元, 同比增长 4.70%。**
- **呼吸科制剂快速增长, 集采短期压力, 23 年拐点可期。**2022 年公司推行精益生产、降低综合成本, 克服疫情、原材料涨价等不利因素, 但受制剂部分产品集采影响, 尤其是 22Q4 第七批集采品种罗库溴铵注射液开始执行, 收入端略有增长。归母利润端增速快于收入端, 我们预计主要受呼吸科产品快速增长、带动, 以及非经常性损益 (主要是城南厂区整体搬迁补偿收益约 9100 万元) 贡献。单季度来看, 22Q4 营业收入 9.43 亿元 (同比-7.58%, 下同), 归母净利润 2.12 亿元 (+35.38%), 扣非净利润 1.10 亿元 (-17.13%)。展望 2023 年, 公司在克服罗库集采的短期压力之下, 制剂新产品舒更葡糖注射液、庚酸炔诺酮注射液的推广销售值得期待, 后续亦布局有黄体酮缓释凝胶、地屈孕酮片、潜力重磅创新药奥美克松钠等品种, 有望不断带动增长。公司在甾体激素赛道持续深耕, API+制剂一体化发展。制剂端公司一致性评价品种 22 个, 已申报 10 个, 过评 7 个; 新仿制品种 18 个, 已申报 6 个。API 客户开拓稳步推进, 在国际市场产业链优势逐步发挥; 与 Newchem 公司在部分市场形成协同效应。在 API、制剂深化布局下, 预计未来几年有望延续快速增长态势。
- **拟投资建设创新服务中心, 提升综合管理能力及优化资源配置, 促进稳健可持续发展。**公司 2022 年 10 月 26 日公告, 拟以自有资金 1.68 亿元在公司原城南厂区内北面区块投资建设创新服务中心。本次建设创新服务中心, 主要为满足公司未来发展规划对经营场所的需求以及现代化、信息化、数字化运营管理的需要, 有利于改善整体运营环境, 进一步提升综合管理能力和整体形象, 为人才培养和产学研合作等提供优秀的培训教育平台支撑, 吸引更多高素质人才加入, 促进公司稳健可持续发展。
- **全球 API+制剂一体化、品类齐全的甾体激素龙头企业, 持续升级, 稳健发展。**公司核心妇科、麻醉肌松、呼吸科和皮肤科四大专科制剂过去几年保持快速增长, 后续数个竞争格局优异的产品有望陆续上市, 带动国内制剂业务加速增长。激素 API 业务随着 2017-2019 年的新厂区建设、搬迁和认证, 逐步迎来高毛利的新老品种放量, 未来 2-3 年有望持续快速增长, 带来业绩贡献。长期来看, 公司高壁垒的呼吸科制剂及高端激素 API 及制剂产品的持续升级值得期待。
- **盈利预测与投资建议:** 根据业绩快报, 考虑集采、原材料涨价影响, 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年收入 43.96、49.94、58.37 亿元 (调整前 45.94、52.02、58.83 亿元), 同比增长 1.4%、13.6%、16.9%; 归母净利润 7.41、8.16、9.79 亿元 (调整前 7.00、8.09、9.72 亿元), 同比增长 20.4%、10.0%、20.1%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 17/16/13 倍。考虑公司是甾体激素优质赛道原料药制剂一体化龙头, 高壁垒原料药、制剂品种布局不断深化, 有望长期保持稳健增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件: 产品降价风险、汇率波动风险、海外收购整合失败风险、公开资料信息滞后或更新不及时风险。**

**基本状况**

总股本(百万股)	989.20
流通股本(百万股)	978.11
市价(元)	12.89
市值(百万元)	12,750.85
流通市值(百万元)	12,607.85

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 仙琚制药(002332.SZ)-2021 年报点评: 业绩符合预期, 优势麻醉及呼吸科制剂快速增长-20220420
- 2 仙琚制药(002332.SZ)-2021 年业绩快报点评: 业绩基本符合预期, 制剂保持快速增长, 业务结构进一步优化-20220227
- 3 仙琚制药(002332.SZ)-2021 年三季报点评: 业绩符合预期, 制剂保持快速增长-20211027

**图表 1: 仙琚制药财务报表预测**

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,553.61	4,649.80	5,374.05	6,263.35	<b>营业收入</b>	4,337.15	4,395.66	4,994.05	5,836.99
现金	1,266.97	2,290.15	2,880.11	3,527.77	营业成本	1,811.71	1,737.36	1,884.03	2,141.12
应收账款	565.42	677.99	744.47	861.99	营业税金及附加	38.73	39.26	44.60	52.13
其他应收款	17.66	21.67	22.86	26.91	营业费用	1,279.79	1,194.48	1,285.47	1,564.31
预付账款	22.52	26.32	26.85	30.51	管理费用	280.18	392.17	424.49	501.98
存货	888.46	794.62	866.60	993.85	财务费用	0.07	22.12	19.73	8.90
其他流动资产	792.58	839.04	833.15	822.32	资产减值损失	(20.42)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	3,169.60	3,100.11	3,040.12	2,948.39	公允价值变动收益	0.64	0.00	0.00	0.00
长期投资	193.60	193.60	193.60	193.60	投资净收益	28.58	18.79	19.94	21.00
固定资产	1,616.18	1,932.32	1,875.24	1,805.90	<b>营业利润</b>	754.67	921.02	1,014.04	1,196.07
无形资产	178.40	161.15	143.89	126.63	营业外收入	0.70	16.66	0.00	4.00
其他非流动资产	1,181.42	813.04	827.39	822.26	营业外支出	29.49	1.00	3.00	3.00
<b>资产总计</b>	6,723.21	7,749.91	8,414.17	9,211.74	<b>利润总额</b>	725.89	936.68	1,011.04	1,197.07
<b>流动负债</b>	1,390.10	1,767.16	1,807.81	1,866.03	所得税	108.01	162.51	173.09	199.67
短期借款	65.59	500.00	500.00	500.00	<b>净利润</b>	617.88	774.16	837.95	997.40
应付账款	310.60	297.86	323.00	367.08	少数股东损益	1.94	32.78	22.24	17.96
其他流动负债	1,013.90	969.31	984.81	998.95	<b>归属母公司净利润</b>	615.94	741.38	815.70	979.44
<b>非流动负债</b>	388.22	378.52	380.83	382.52	EBITDA	943.25	1,138.96	1,259.27	1,444.22
长期借款	313.14	313.14	313.14	313.14	EPS (元)	0.62	0.75	0.82	0.99
其他非流动负债	75.08	65.39	67.69	69.38					
<b>负债合计</b>	1,778.32	2,145.69	2,188.63	2,248.55	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	115.66	148.45	170.69	188.65	<b>成长能力</b>				
股本	989.20	989.20	989.20	989.20	营业收入	7.9%	1.3%	13.6%	16.9%
资本公积	1,802.40	1,802.40	1,802.40	1,802.40	营业利润	26.4%	22.0%	10.1%	18.0%
留存收益	2,053.60	2,646.60	3,239.89	3,974.63	归属于母公司净利润	22.1%	20.4%	10.0%	20.1%
归属母公司股东权益	4,829.23	5,455.77	6,054.85	6,774.54	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	6,723.21	7,749.91	8,414.17	9,211.74	毛利率(%)	58.2%	60.5%	62.3%	63.3%
					净利率(%)	14.2%	16.9%	16.3%	16.8%
					ROE(%)	12.8%	13.6%	13.5%	14.5%
					ROIC(%)	18.0%	21.6%	23.6%	26.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	26.5%	27.7%	26.0%	24.4%
					净负债比率(%)	41.15%	52.82%	52.08%	50.79%
					流动比率	2.56	2.63	2.97	3.36
					速动比率	1.89	2.16	2.47	2.80
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.64	0.61	0.62	0.66
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	6.15	5.71	6.07	6.21
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.62	0.75	0.82	0.99
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.90	0.96	1.05
					每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.52	6.12	6.85
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20.70	17.20	15.63	13.02
					P/B	2.64	2.34	2.11	1.88
					EV/EBITDA	12	10	9	8

现金流量表(百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	676.15	887.02	946.10	1,038.51
净利润	617.88	774.16	837.95	997.40
折旧摊销	188.51	195.82	225.51	239.25
财务费用	0.07	22.12	19.73	8.90
投资损失	-28.58	-18.79	-19.94	-21.00
营运资金变动	-117.97	-104.63	-106.11	-200.93
其他经营现金流	16.25	18.33	-11.03	14.89
<b>投资活动现金流</b>	-222.94	-128.53	-126.17	-124.47
资本支出	266.84	150.00	150.00	150.00
长期投资	9.36	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	53.26	21.47	23.83	25.53
<b>筹资活动现金流</b>	-484.13	264.70	-229.98	-266.38
短期借款	-245.18	434.41	0.00	0.00
长期借款	-261.31	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.17	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	21.19	-169.71	-229.98	-266.38
<b>现金净增加额</b>	-63.64	1,023.19	589.96	647.66

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。