

仙琚制药(002332)

报告日期: 2023年03月06日

## 新药衔接、增长拐点

### ——仙琚制药更新报告

#### 投资要点

□ 我们认为,经历了原料药厂房搬迁、存量制剂集采等,2023H2有望成为公司利润增长的拐点,新药 NDA、壁垒仿制药上市销售,有望带动 2024 年增长加速,制剂新产品申报加速、母公司事业部管理改革、子公司萃泽激励机制强化等有望支撑公司中长期持续增长,相比于可比公司平均 PE 估值(26.6 倍),我们认为公司估值(18.9 倍)仍有提升空间,因此上调为“买入”评级。

#### □ 变化①: 制剂增长结构切换

我们认为,第七批集采后,公司存量制剂集采对收入和利润的影响大幅下降,增长确定性和持续性加强,带动 2024 年制剂收入增长 20%+。具体看:

**(1) 麻醉肌松类: 存量集采完毕, 新药临床推进, 2023Q3 起增长拐点。存量制剂看, 预计 2023Q3 恢复正增长。**根据 Wind 医药库和第七批集采中标情况,我们估算公司 2022 年罗库溴铵注射液收入约 4.3-4.7 亿元、销售量约 860-880 万支,约占 2022 年收入 9.7-10.7%;我们预计 2023 年罗库溴铵注射液收入额下降 85%+,收入占比下降至 1-1.5%,从集采对两个产品(罗库+顺阿)影响的节奏看,我们预计 2023Q3 起公司麻醉肌松类制剂收入有望重回增长。

**增量制剂看, ①舒更葡糖钠注射液: 看好进入医保后放量, 提高使用渗透率。**

2023 年该产品纳入 2022 年版医保目录,我们根据 2022 年全国罗库溴铵注射液使用量估算,假设 50%的罗库溴铵注射液使用量使用舒更葡糖拮抗,对应舒更葡糖钠注射液的理论需求约 580-600 万支;假设拮抗比例提升至 80%,对应舒更葡糖钠注射液的理论需求达到 930-1000 万支(Wind 样本医院 50mg 总使用量约 529 万支、25mg 总是用量约 125 万支,每 3.57mg 舒更葡糖可以拮抗 1mg 的罗库溴铵,舒更葡糖钠注射液估算的支数规格为 200mg)。而 2022 年舒更葡糖钠注射液原研的样本医院销售量约 14.9 万支(未放大),假设 2 倍放大,2022 年舒更葡糖钠注射液的理论渗透率仅为 2-3%,我们认为该产品具有较强的推广价值(国内的大型前瞻性、多中心、盲法、观察性研究表明,术后拔管时肌松残余发生率为 57.8%,舒更葡糖钠注射液是唯一选择性拮抗罗库溴铵的产品),低渗透率部分来自于该产品进入医保前相对较高的价格。我们预计,2023-2024 年公司的舒更葡糖钠注射液有望支撑麻醉肌松类制剂的增长,即使该产品在 1-2 年内参加集采,公司相对较低的销售基数也有望在集采后放量受益(我们假设 2023 年公司的舒更葡糖钠注射液占总收入比例约 1%)。

**②注射用奥美克松钠: 中性假设下, 销售峰值折现至 2023 年对应 6-7 亿元。**根据公司 2023 年 2 月 17 日投资者交流记录表,“奥美克松钠目前处于临床 3 期阶段”,我们根据项目的临床进度,预计该产品有望于 2023H2 NDA、2025 年上市销售。根据《肌肉松弛药合理应用的专家共识》,奥美克松钠“优势在于临床试验中,没有发现心脏 QT 间期延长,也没出现过敏反应,而舒更葡糖会有副作用”,而该产品作为优效、独家的创新产品,我们看好该产品 2025 年上市销售后对公司收入和利润增长的持续贡献。市场空间看,假设 2025 年顺利上市、2028 年销售达峰,期间罗库溴铵注射液销售量年均增速 10%且拮抗剂渗透率达到 70%,对应 2028 年罗库溴铵拮抗剂总销售量约 1400-1500 万支;假设注射用奥美克松钠定价 200 元/支且达峰时销售量渗透率达到 30%,对应 2028 年销售额峰值约 8-10 亿元,以公司的 WACC 将该峰值折现至 2023 年,对应约 6-7 亿元。

**③镇痛类新药临床: 根据临床试验登记与信息公示平台, 仙琚萃泽注射用 CZ1S 正处于临床 1 期, 适应症为术后镇痛、对照药为盐酸罗哌卡因注射液。我们认为, 仙琚萃泽在新药研发、工艺优化等领域持续赋能, 我们看好公司围术期新药梯队和研发进展。**

#### 投资评级: 买入(上调)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006  
02180105933  
sunjian@stocke.com.cn

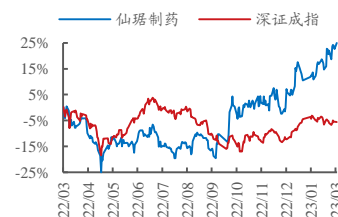
分析师: 毛雅婷

执业证书号: S1230522090002  
maoyating@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 13.36
总市值(百万元)	13,215.78
总股本(百万股)	989.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《增长结构切换窗口期——仙琚制药 2022 年三季度点评报告》2022.10.27
- 《结构切换、降本增效、营运提升——仙琚制药 2022 年中报点评》2022.08.26
- 《仙琚制药点评: 制剂结构切换, 增长动能衔接》2022.08.04

**(2) 妇科类：壁垒制剂上市、新品种梯队强化品牌&科室营销能力，带动 2024 年增长加速。** 存量制剂看，根据公司 2023 年 2 月 28 日投资者交流记录表，“黄体酮胶囊也已参加一些省市联盟的区域集采”，我们预计 2023 年公司妇科类制剂收入增速仍受到影响。增量制剂看，我们认为增长主要来自于：**① 壁垒制剂申报上市**：根据公司公告，2022 年 8 月黄体酮阴道缓释凝胶上市申请被 CDE 受理，我们预计该产品有望于 2023 年上市、2024 年贡献增量收入和利润。从市场空间看，根据 Wind 医药库，2022 年该产品销售额约 2.6 亿元（未放大）；从竞争格局看，2022 年仅原研上市销售，截至 2023 年 3 月，仅仙琚制药和河北新张药申报上市，我们预计较好的竞争格局下，该产品有望带来公司妇科制剂 2024 年加速增长。**② 新品种申报加速**：根据 CDE 数据，2021 年以来公司申报了屈螺酮炔雌醇片、戊酸雌二醇片等，样本医院销售额之和约 4.6 亿元（未放大，不含黄体酮阴道缓释凝胶），如果考虑地屈孕酮片（根据投资者交流记录表，该产品“已开展申报前的相关工作，争取早日完成申报”），则 2023-2025 年妇科新推广产品市场容量约 9.7 亿元（未放大，假设片剂类放大 5 倍，对应 48.5 亿元），我们估算公司 2022 年妇科类制剂收入约 4-5 亿元，我们看好公司妇科类产品线丰富、科室学术推广能力加强下妇科类制剂销售加速。**③ 老产品挖潜**：根据公司投资者交流记录表，独家、特色老产品如庚酸炔诺酮注射液等调整销售定位、强化医院覆盖和推广，我们看好公司传统妇科产品贡献新增量。

**(3) 呼吸类：市占率提升+渠道下沉，带动存量产品增长。** 根据公司公告，公司呼吸科产品主要包括有糠酸莫米松鼻喷雾剂、塞托溴铵粉雾剂和环索奈德气雾剂，公司 2022 年三个产品销售额市占率分别为 44.8%、11.3%和 74.7%。我们预计 2023-2024 年公司呼吸科主要产品增长由市占率提升（塞托溴铵粉雾剂等）、渠道下沉&开拓（糠酸莫米松鼻喷雾剂等）贡献。

#### □ 变化②：原料药恢复增长、产业链升级

**期待杨府厂区通过 FDA 检查后，甾体原料药产业升级持续推进。** 根据我们在 2022 年 2 月 11 日外发的报告《仙琚制药：从韧性，到弹性》，“根据企业年报，杨府原料药厂区投资额在 8-9 亿元，我们假设投资额大部分为固定资产、固定资产周转率在 2.5-3.5，对应厂区产值为 20-30 亿元”。我们认为，杨府厂区的 FDA 检查对于公司甾体原料药产业链升级、Newchem 产品协同、CDMO 项目拓展等较关键。根据公司投资者交流记录表，“泼尼松龙片的 GDUFA 目标日期为 2023 年 10 月 30 日，公司将积极筹备接受审评审批、现场检查等相关工作”，我们期待杨府厂区通过 FDA 检查后，在工艺优化、产品升级等领域取得进展，带动原料药业务利润实现 10%+增长。

#### □ 盈利预测与估值

综合考虑公司罗库溴铵注射液集采影响、新产品（舒更葡糖钠注射液等）销售节奏等，我们调整 2022-2024 年 EPS 分别为 0.75、0.71 和 0.88 元/股（前值分别为 0.71、0.77 和 0.95 元/股）。根据公司公告，2022 年 7.5 亿利润中包含 0.91 亿元的搬迁补偿收益，相当于 2022 年归母的经营利润约 6.73 亿元（假设搬迁收益扣除 15% 的税收影响），我们估算公司 2023 年归母净利润 7 亿左右，相当于同比增长 4%，2023 年 3 月 6 日收盘价对应 2023 年 18.9 倍 PE。我们认为，2023 年是公司制剂增长结构切换、原料药利润增长的新起点，新药 NDA、壁垒仿制药上市销售有望带动 2024 年利润加速增长，制剂新产品申报加速、母公司事业部管理改革、子公司萃泽激励机制强化等，有望支撑公司中长期持续增长，我们预计公司 2021-2024 年收入 CAGR 约 6.7%、归母净利润 CAGR 约为 12.1%，2023H2 有望成为公司季度业绩增速的拐点。考虑到公司的收入结构和增长阶段，我们选择恩华药业、苑东生物、一品红、奥锐特、京新药业等公司作为可比公司，2023 年可比公司 PE 估值平均为 26.6 倍，我们认为随着集采对公司季度增长的影响减弱、新药 NDA 等，公司的估值仍有提升空间，因此上调为“买入”评级。

#### □ 风险提示

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、重要品种集采流标风险等。

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4337	4393	4507	5262
(+/-) (%)	7.92%	1.29%	2.59%	16.75%
归母净利润	616	741	701	868
(+/-) (%)	22.09%	20.28%	-5.36%	23.76%
每股收益(元)	0.62	0.75	0.71	0.88
P/E	21.46	17.84	18.85	15.23

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)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3554	4504	5027	5869
现金	1267	1895	2286	2931
交易性金融资产	501	501	501	501
应收账款	568	739	795	973
其它应收款	18	22	23	26
预付账款	23	31	32	36
存货	888	814	845	956
其他	289	503	546	446
<b>非流动资产</b>	3170	3286	3455	3622
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	194	194	194	194
固定资产	1616	1838	2032	2213
无形资产	178	161	144	126
在建工程	381	320	294	296
其他	801	773	792	793
<b>资产总计</b>	6723	7790	8482	9492
<b>流动负债</b>	1390	1718	1700	1831
短期借款	66	304	227	199
应付款项	385	468	486	550
预收账款	0	0	0	0
其他	939	946	987	1082
<b>非流动负债</b>	388	379	381	383
长期借款	313	313	313	313
其他	75	65	68	69
<b>负债合计</b>	1778	2097	2080	2214
少数股东权益	116	123	130	139
归属母公司股东权	4829	5570	6271	7139
<b>负债和股东权益</b>	6723	7790	8482	9492

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	676	721	744	980
净利润	618	748	708	876
折旧摊销	189	113	125	139
财务费用	0	19	22	30
投资损失	(29)	(35)	(15)	(15)
营运资金变动	649	(274)	(59)	55
其它	(751)	149	(37)	(105)
<b>投资活动现金流</b>	(223)	(266)	(263)	(287)
资本支出	(75)	(258)	(277)	(306)
长期投资	(10)	0	0	0
其他	(138)	(9)	13	19
<b>筹资活动现金流</b>	(484)	174	(89)	(49)
短期借款	(245)	238	(77)	(28)
长期借款	(261)	0	0	0
其他	22	(65)	(12)	(21)
<b>现金净增加额</b>	(31)	628	391	644

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4337	4393	4507	5262
营业成本	1812	2036	2112	2391
营业税金及附加	39	29	29	34
营业费用	1280	1129	1068	1247
管理费用	280	264	270	316
研发费用	243	198	225	263
财务费用	0	19	22	30
资产减值损失	9	9	9	11
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	29	35	15	15
其他经营收益	51	43	47	45
<b>营业利润</b>	755	789	833	1031
营业外收支	(29)	91	0	0
<b>利润总额</b>	726	880	833	1031
所得税	108	132	125	155
<b>净利润</b>	618	748	708	876
少数股东损益	2	7	7	9
<b>归属母公司净利润</b>	616	741	701	868
EBITDA	907	1003	960	1160
EPS (最新摊薄)	0.62	0.75	0.71	0.88

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.92%	1.29%	2.59%	16.75%
营业利润	23.12%	4.60%	5.55%	23.76%
归属母公司净利润	22.09%	20.28%	-5.36%	23.76%
<b>获利能力</b>				
毛利率	58.23%	53.65%	53.14%	54.56%
净利率	14.25%	17.03%	15.71%	16.66%
ROE	12.93%	13.93%	11.59%	12.69%
ROIC	10.97%	11.62%	9.94%	10.86%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.45%	26.92%	24.53%	23.32%
净负债比率	41.15%	44.09%	41.23%	37.86%
流动比率	2.56	2.62	2.96	3.21
速动比率	1.92	2.15	2.46	2.68
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.61	0.55	0.59
应收账款周转率	6.92	6.70	5.79	5.81
应付账款周转率	6.15	6.61	6.79	7.08
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.62	0.75	0.71	0.88
每股经营现金	0.68	0.73	0.75	0.99
每股净资产	4.88	5.63	6.34	7.22
<b>估值比率</b>				
P/E	21.46	17.84	18.85	15.23
P/B	2.74	2.37	2.11	1.85
EV/EBITDA	13.39	11.85	11.90	9.29

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>